



쌍용C&E (003410)

건자재



김기룡

02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	7,700원 (D)
현재주가 (11/3)	5,780원
상승여력	33%

시가총액	29,123억원
총발행주식수	503,859,595주
60일 평균 거래대금	28억원
60일 평균 거래량	443,575주
52주 고	8,350원
52주 저	5,590원
외인지분율	2.97%
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 11 인 77.98%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.5)	(13.5)	(27.5)
상대	(8.9)	(8.6)	(7.3)
절대(달러환산)	(1.1)	(20.4)	(39.8)

연중 이어진 실적 부진과 기대 요인

3Q22 Review : 시장 예상치 하회

2022년 3분기, 쌍용C&E 연결 잠정 실적은 매출액 4,747억원(+12.3%, YoY), 영업이익 361억원(-47.3%, YoY)으로 시장 예상치를 하회(영업이익 510억원, 1개월 기준)했다. 내수 판매량 증가(+13%, YoY), 판가 인상 효과(2022년 4월~ 12,000원/톤)는 전년동기 대비 매출 증가 요인으로 작용했다. 반면, 영업이익은 1) 본사, 그린에코솔루션 설비 증설에 따른 선비용 집행과 가동률 하락 2) 중국 봉쇄 영향 등에 따른 수출물량 급감과 고정비 부담 증가 3) 폐합성수지 수수료 하락으로 인한 수익 감소 4) 운반비와 인건비 등 유연탄 외 원가 요인이 크게 상승하며 부진했다. 전년동기 대비 영업이익 급감은 2021년 3분기 탄소배출권 매각 이익과 유연탄 옵션 계약 정산으로 약 250억원의 원가 절감 효과가 반영되었기 때문이다.

실적 개선 흐름 전망, 그린에코솔루션 손익 개선 효과 기대

2022년 3분기 누계 기준, 연결 영업이익은 약 890억원으로 연초 제시한 연간 가이던스 (2,900억원) 달성을 불투명해졌다. 2021년 하반기부터 반영된 두 차례 판가 인상 효과에도 불구하고, 유연탄을 비롯한 전반적인 원가 상승 부담이 이어지는 가운데 경쟁사 대비 판가 인상의 적용 시기 지연(2022년 4월 vs 2월)은 아쉬운 요인으로 판단한다. 다만, 2022년 4분기 실적 부터는 점차 손익 개선 흐름을 보일 것으로 전망한다. 환경(소각) 사업의 수직계열화를 위해 설립한 그린에코솔루션은 2022년 분기당 20~40억원의 영업손실을 기록했으나, 증설 작업을 비롯한 효율화 작업이 마무리되며 손익 개선에 기여할 것으로 추정한다. 연간 할당량의 잔여 탄소배출권 매각 절차 역시 4분기에 진행되며 이익 개선 요인으로 반영될 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 7,700원으로 16% 하향 제시

쌍용C&E에 대한 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 실적 추정치 조정 및 적용시기 변경(22 → 23년)과 멀티플 하향(20% 할증 요인 제거)을 반영해 기존 9,200원에서 7,700원으로 16% 하향 제시한다. 전반적인 주택 분양 위축에 따른 내수 판매량 감소 우려는 부정적인 반면, 1) 2023년 1월 적용 계획중인 톤당 14,000원의 판가 인상 효과와 2) 그린에코솔루션의 손익 기여가 실적 개선 요인이 될 전망이다. 연간 440원(분기배당 포함)의 주당 배당금은 주가 하락에 따른 높아진 배당수익률(7.6%, 11/3일 종가 기준)로 이어지며 주가 하방을 지지하는 요인으로 작용할 전망이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,747	12.3	-2.4	4,832	-1.8
영업이익	361	-47.3	-30.6	684	-47.1
세전계속사업이익	193	-74.8	-59.7	561	-65.6
지배순이익	205	-71.9	-47.5	427	-52.1
영업이익률 (%)	7.6	-8.6 %pt	-3.1 %pt	14.1	-6.5 %pt
지배순이익률 (%)	4.3	-12.9 %pt	-3.7 %pt	8.8	-4.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	14,708	16,614	19,048	21,737
영업이익	2,502	2,487	1,783	2,713
지배순이익	1,382	1,860	973	1,691
PER	19.6	20.8	29.9	17.2
PBR	1.6	2.3	1.9	2.0
EV/EBITDA	8.3	10.5	10.0	8.2
ROE	7.9	11.1	6.1	11.2

자료: 유안타증권

쌍용 C&E 3Q22 Review [컨센서스는 1개월 기준]

(단위: 십억원)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	423	486	376	486	475	12.3%	-2.4%	482	-1.5%
영업이익	69	68	0	52	36	-47.3%	-30.6%	51	-29.1%
세전이익	77	27	-13	48	19	-74.8%	-59.7%	-	-
지배주주순이익	73	22	-15	39	20	-71.9%	-47.5%	-	-
영업이익률	16.2%	14.0%	0.1%	10.7%	7.6%			10.6%	
세전이익률	18.1%	5.5%	-3.4%	9.8%	4.1%			-	
지배주주순이익률	17.2%	4.5%	-4.1%	8.0%	4.3%			-	

자료: 유안타증권 리서치센터

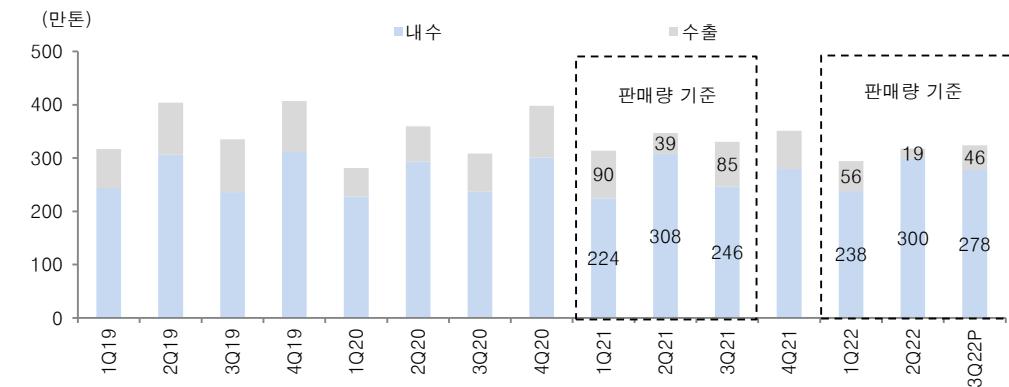
쌍용 C&E 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2022E	2023E
매출액 (연결)	337	416	423	486	1,661	376	486	475	568	1,905	2,174
- 쌍용 C&E(별도)	232	275	296	340	1,142	254	319	307	375	1,256	1,388
- 연결자회사	105	141	127	147	519	123	167	168	192	650	786
매출원가 (연결)	265	294	312	366	1,237	332	386	386	420	1,525	1,689
% 매출원가율	78.7%	70.7%	73.9%	75.3%	74.5%	88.1%	79.4%	81.4%	74.1%	80.0%	77.7%
매출총이익 (연결)	72	122	110	120	424	45	100	88	147	380	484
% 매출총이익률	21.3%	29.3%	26.1%	24.7%	25.5%	11.9%	20.6%	18.6%	25.9%	20.0%	22.3%
판관비 (연결)	39	43	42	52	176	44	48	52	57	202	213
% 판관비율	11.6%	10.2%	9.9%	10.7%	10.6%	11.8%	9.9%	11.0%	10.1%	10.6%	9.8%
영업이익 (연결)	33	79	69	68	249	0	52	36	90	178	271
- 쌍용 C&E(별도)	25	55	53	50	183	-5	26	15	42	79	140
- 연결자회사	8	25	16	18	66	5	26	21	47	99	131
% 영업이익률(연결)	9.7%	19.1%	16.2%	14.0%	15.0%	0.1%	10.7%	7.6%	15.8%	9.4%	12.5%
- 쌍용 C&E(별도)	10.9%	19.9%	17.9%	14.8%	16.0%	-1.8%	8.1%	5.0%	11.3%	6.3%	10.1%
- 연결자회사	7.3%	17.4%	12.4%	12.3%	12.7%	4.0%	15.7%	12.4%	24.7%	15.3%	16.7%

자료: 쌍용 C&E, 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E 분기별 출하량 추이



자료: 쌍용 C&E, 유인타증권 리서치센터

쌍용 C&E SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	5,189	
- EBITDA	522	2023년 추정치 기준
- EV/EBITDA	9.9	2018~2021년 배당, EBITDA 증가 시기 평균
2. 자산가치 (비영업가치)	15	
- 투자부동산	9	장부가 30% 할인
- 자사주	6	1,577,790주(0.3%), 30% 할인
3. 순차입금	1,346	2023년 추정치 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	3,858	
- 발행주식수	503,859,595	
목표주가	7,700	반올림 적용
현재주가	5,780	11월 3일 종가 기준
Upside	33%	

자료: 유인타증권 리서치센터

쌍용 C&E (003410) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	14,708	16,614	19,048	21,737	23,388	
매출원가	10,550	12,370	15,247	16,892	18,015	
매출총이익	4,158	4,244	3,801	4,845	5,374	
판관비	1,656	1,757	2,018	2,131	2,273	
영업이익	2,502	2,487	1,783	2,713	3,101	
EBITDA	4,253	4,768	4,269	5,220	5,627	
영업외손익	-855	-578	-591	-601	-14	
외환관련손익	21	-54	-45	18	18	
이자손익	-290	-300	-332	-330	-320	
관계기업관련손익	-2	0	-1	1	1	
기타	-584	-224	-214	-290	287	
법인세비용차감전순손익	1,647	1,910	1,192	2,112	3,087	
법인세비용	265	50	220	422	648	
계속사업순손익	1,382	1,860	972	1,690	2,438	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,382	1,860	972	1,690	2,438	
지배지분순이익	1,382	1,860	973	1,691	2,440	
포괄순이익	1,320	1,858	968	1,690	2,438	
지배지분포괄이익	1,320	1,858	968	1,690	2,438	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	3,859	3,812	3,443	5,071	5,720	
당기순이익	1,382	1,860	972	1,690	2,438	
감가상각비	1,653	2,206	2,401	2,422	2,442	
외환손익	-34	58	42	-18	-18	
증속, 관계기업관련손익	2	0	1	-1	-1	
자산부채의 증감	-246	-905	-145	656	536	
기타현금흐름	1,102	593	172	322	322	
투자활동 현금흐름	-1,388	-3,300	-2,530	-2,968	-3,248	
투자자산	-5	-2	-107	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,556	-1,993	-1,951	-2,240	-2,510	
유형자산 감소	49	92	376	0	0	
기타현금흐름	123	-1,397	-848	-728	-738	
재무활동 현금흐름	-2,855	-1,594	-1,547	-3,134	-3,444	
단기차입금	-53	-236	836	-110	-130	
사채 및 장기차입금	453	2,057	782	140	-150	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-2,220	-2,210	-2,210	-2,210	-2,210	
기타현금흐름	-1,035	-1,204	-954	-954	-954	
연결범위변동 등 기타	0	0	415	1,238	1,059	
현금의 증감	-384	-1,082	-218	207	86	
기초 현금	2,548	2,164	1,082	864	1,070	
기말 현금	2,164	1,082	864	1,070	1,156	
NOPLAT	2,502	2,487	1,783	2,713	3,101	
FCF	2,303	1,819	1,493	2,831	3,210	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

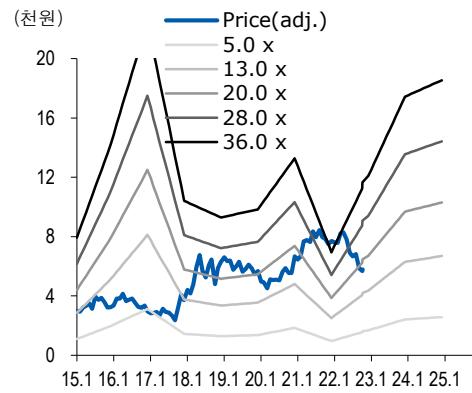
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산		7,080	6,292	6,414	6,510	6,656
현금및현금성자산		2,164	1,082	864	1,070	1,156
매출채권 및 기타채권		3,118	3,335	3,420	3,470	3,590
재고자산		1,139	1,525	1,920	1,760	1,680
비유동자산		26,188	29,355	30,174	29,868	29,932
유형자산		21,526	23,571	23,306	23,124	23,191
관계기업등 지분관련자산		13	14	13	14	15
기타투자자산		105	113	265	255	265
자산총계		33,268	35,648	36,587	36,378	36,588
유동부채		4,542	6,652	7,781	7,901	7,811
매입채무 및 기타채무		2,314	2,814	2,830	2,950	3,090
단기차입금		530	322	1,160	1,050	920
유동성장기부채		853	2,611	2,721	2,791	2,661
비유동부채		11,830	12,441	13,497	13,687	13,757
장기차입금		3,916	4,502	4,974	4,944	4,924
사채		4,425	4,429	4,693	4,793	4,793
부채총계		16,371	19,093	21,278	21,588	21,568
지배지분		16,897	16,555	15,309	14,790	15,019
자본금		504	504	504	504	504
자본잉여금		4,861	260	260	260	260
이익잉여금		12,216	16,489	15,251	14,731	14,961
비지배지분		0	0	0	0	0
자본총계		16,897	16,555	15,309	14,790	15,019
순차입금		7,953	11,497	13,625	13,458	13,102
총차입금		10,374	12,587	14,568	14,608	14,348

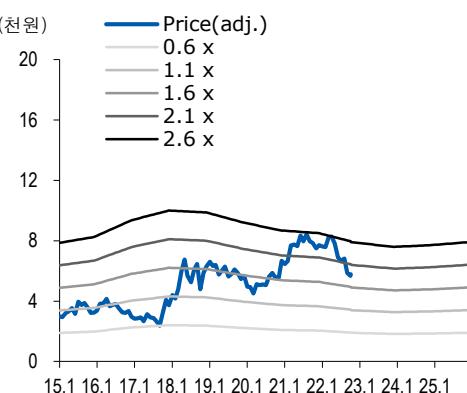
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS		273	369	193	336	484
BPS		3,364	3,296	3,048	2,944	2,990
EBITDAPS		842	946	847	1,036	1,117
SPS		2,911	3,297	3,780	4,314	4,642
DPS		440	440	440	440	440
PER		19.6	20.8	29.9	17.2	11.9
PBR		1.6	2.3	1.9	2.0	1.9
EV/EBITDA		8.3	10.5	10.0	8.2	7.5
PSR		1.8	2.3	1.5	1.3	1.2

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)		-4.4	13.0	14.7	14.1	7.6
영업이익 증가율 (%)		9.1	-0.6	-28.3	52.2	14.3
지배순이익 증가율 (%)		5.8	34.6	-47.7	73.9	44.3
매출총이익률 (%)		28.3	25.5	20.0	22.3	23.0
영업이익률 (%)		17.0	15.0	9.4	12.5	13.3
지배순이익률 (%)		9.4	11.2	5.1	7.8	10.4
EBITDA 마진 (%)		28.9	28.7	22.4	24.0	24.1
ROIC		7.9	8.7	5.0	7.4	8.5
ROA		4.1	5.4	2.7	4.6	6.7
ROE		7.9	11.1	6.1	11.2	16.4
부채비율 (%)		96.9	115.3	139.0	146.0	143.6
순차입금/자기자본 (%)		47.1	69.5	89.0	91.0	87.2
영업이익/금융비용 (배)		8.3	8.0	5.2	8.0	9.4

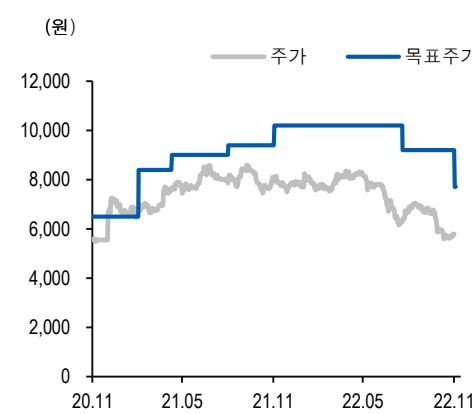
P/E band chart



P/B band chart



쌍용 C&E (003410) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-04	BUY	7,700	1년		
2022-07-22	BUY	9,200	1년	-30.22	-23.37
2021-11-05	BUY	10,200	1년	-24.34	-18.14
2021-08-04	BUY	9,400	1년	-14.57	-8.62
2021-04-12	BUY	9,000	1년	-11.53	-4.78
2021-02-04	BUY	8,400	1년	-16.12	-8.21
2020-02-13	BUY	6,500	1년	-15.18	11.54

자료: 유안타증권

주: 괴리를 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.4
Hold(중립)	6.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-02

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet

산업재/소재/자동차 산업내 순위	7위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+10점
E (Environment)	+3점
S (Social)	-1점
G (Governance)	+3점
Qualitative	+5점

ESG 평가 기업	쌍용 C&E
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	003410 KS
Industry	건자재
Analyst	김기룡
Analyst Contact	kiryong.kim@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
쌍용 C&E	3	-1	3	5
LX 하우시스	4	2	1	7
KCC	-1	1	1	1
한샘	1	3	-3	1
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 쌍용 C&E 포함 73 개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

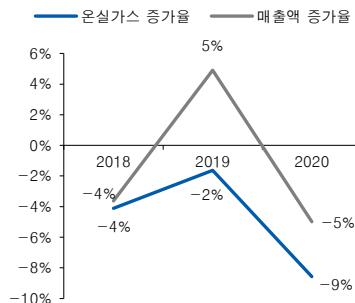
+3	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	한국기업지배구조원: 2021년 ESG 등급 A
+1	서스틴베스트: 2021 하반기 ESG 전체 등급 AA
+1	한국경영인증원: 2021년도 국내 100대 ESG 경영 우수기업
+2	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	시멘트 업계 최초 탈석탄 경영 선언, 연료인 유연탄 사용량을 2030년까지 '0'로 만들기 위한 설비 증설 및 인프라 구축 지속적 확대
	시멘트 업계 최초 ESG 경영위원회, 산하 사회공헌위원회 신설로 환경분야 투자 및 역량과 사회공헌활동 강화
	국내 시멘트 업계 최초로 여성 사외이사 선임, 다양성 확대와 ESG 경쟁력 강화를 위한 행보

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회의장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

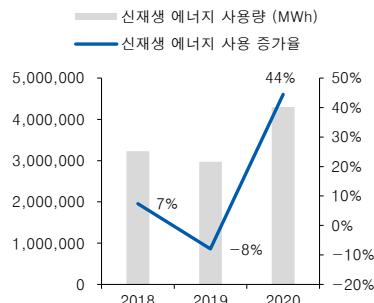
Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



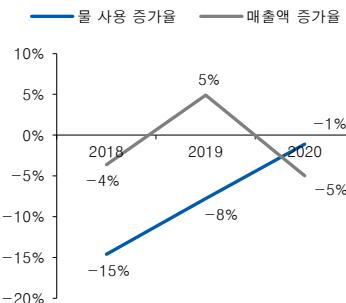
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년 연속 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율



▶ 신재생 에너지 사용 전년 대비 증가 = +2점

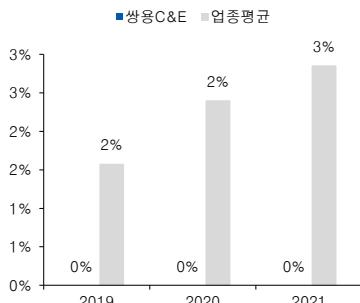
물 사용량 vs. 매출액 증가율



주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 > 매출액 증가율 = -1점

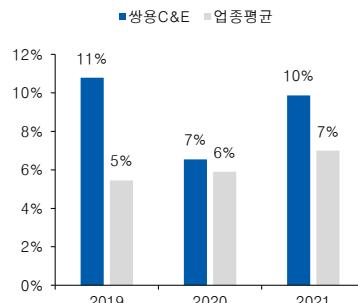
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



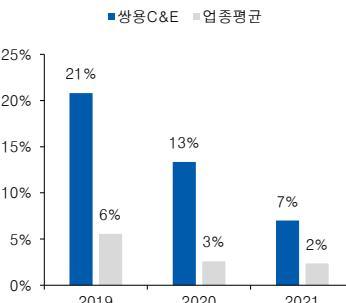
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 상위 = -1점

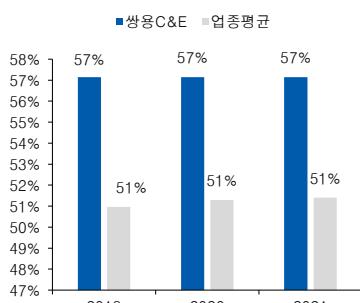
사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 상위 = +1점

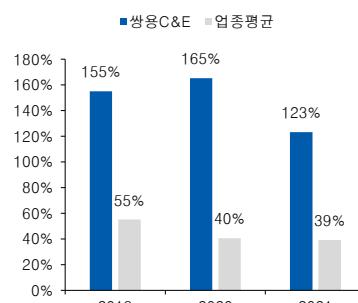
Governance

사회이사 비율 vs. 업종 평균



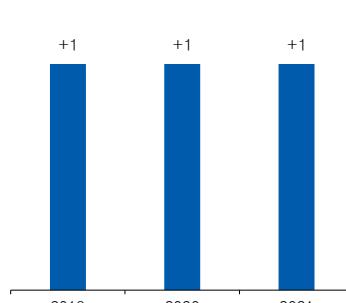
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 상위 = +1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 국가온실가스 종합관리시스템, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.