

쌍용C&E (003410)

전자재



김기영

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	9,000원 (M)
현재주가 (5/7)	7,730원
상승여력	16%

시가총액	38,948억원
총발행주식수	503,859,595주
60일 평균 거래대금	160억원
60일 평균 거래량	2,168,685주
52주 고	7,900원
52주 저	4,895원
외인지분율	3.51%
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 11 인 77.98%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.3	14.7	49.8
상대	1.4	11.9	(9.6)
절대(달러환산)	2.9	14.9	63.7

안정성이 돋보이는 실적

1Q21 Review : 시장 예상치 소폭 상회

2021년 1분기, 쌍용C&E 연결 실적은 매출액 3,366억원(+7.2%, YoY), 영업이익 328억원(+6.2%, YoY) 으로 시장 예상치를 소폭 상회했다. 당분기 출하량은 기상악화 등 요인과 비수기임에도 수출물량 증가로 전년동기대비 14% 증가했다. (내수 : +2%, 수출 : +67%, YoY). 지난 3월 사명 변경(쌍용양회 → 쌍용C&E)에 따른 관련 비용 일부와 유연탄 가격 상승에 따른 원가부담 가중 및 탄소배출권 매각 이익 소멸(100억원 이상)은 부정적 요인인 반면, 유연탄 옵션 정산이익과 순환자원 처리시설 가동 효과로 영업이익은 전년동기대비 6% 증가했다.

환경 사업 확대, 원가 부담 방어

2020년, 총 4기의 순환자원 처리시설 준공 및 가동으로 2021년 1) 소각 수수료 매출 증가 2) 유연탄 사용량 절감에 따른 원가 개선 3) 탄소배출권 절감 등을 통한 실적 기여 효과는 보다 확대될 전망이다. 이에 따라 순환자원(폐플라스틱, 폐비닐 등) 소각 처리량 증가에 따른 환경 부문 매출 확대 및 실적 개선 효과 역시 유효할 전망이다.

최근, 원자재 가격 상승과 함께 시멘트 소성 과정에 연료로 투입되는 유연탄 가격 강세는 전반적인 원가 부담 가중의 부담인 반면, 유연탄 옵션 계약(~2021년, 연간 추정 매입량의 약 60%)은 이익 둔화를 방어하는 요인이 될 전망이다.

투자의견 Buy 및 목표주가 9,000원 유지

쌍용C&E에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 9,000원을 유지한다. 2021년 3월, 당사는 사명 변경과 함께 1) 탈석탄, 친환경 자가발전 설비 마련 2) 2025년까지 전체 이익(EBITDA) 중 환경 사업 비중 50% 수준까지 확대 3) 준법 윤리경영 등 ESG 경영 실천 등의 내용을 포함한 Green2030 비전을 제시한 바 있다. 잔여 6개 킬른에 대한 순환자원 처리시설 추가 투자 및 기타 환경 관련 사업 추진 방향성은 Environment 강화에 보다 부합한 변화로 이어질 전망이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,366	7.2	-21.0	3,249	3.6
영업이익	328	6.2	-55.9	296	10.7
세전계속사업이익	220	3.4	-48.4	199	10.6
지배순이익	197	1.1	-55.4	161	21.8
영업이익률 (%)	9.7	-0.1 %pt	-7.7 %pt	9.1	+0.6 %pt
지배순이익률 (%)	5.8	-0.4 %pt	-4.5 %pt	5.0	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	15,385	14,708	15,692	16,366
영업이익	2,292	2,502	2,690	2,935
지배순이익	1,307	1,382	1,607	1,835
PER	23.3	19.6	24.2	21.2
PBR	1.7	1.5	2.4	2.5
EV/EBITDA	9.6	8.3	10.3	9.7
ROE	7.0	7.9	9.9	12.0

자료: 유안타증권

쌍용 C&E 1Q21 Review

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	314	385	346	426	337	7.2%	-21.0%	325	3.6%
영업이익	31	91	54	74	33	6.2%	-55.9%	30	10.7%
세전이익	21	62	40	43	22	3.4%	-48.4%	20	10.6%
지배주주순이익	19	54	23	44	20	1.1%	-55.4%	16	21.8%
영업이익률	9.8%	23.5%	15.6%	17.4%	9.7%			9.1%	
세전이익률	6.8%	16.1%	11.7%	10.0%	6.5%			6.1%	
지배주주순이익률	6.2%	13.9%	6.6%	10.3%	5.8%			5.0%	

자료: 유안타증권 리서치센터

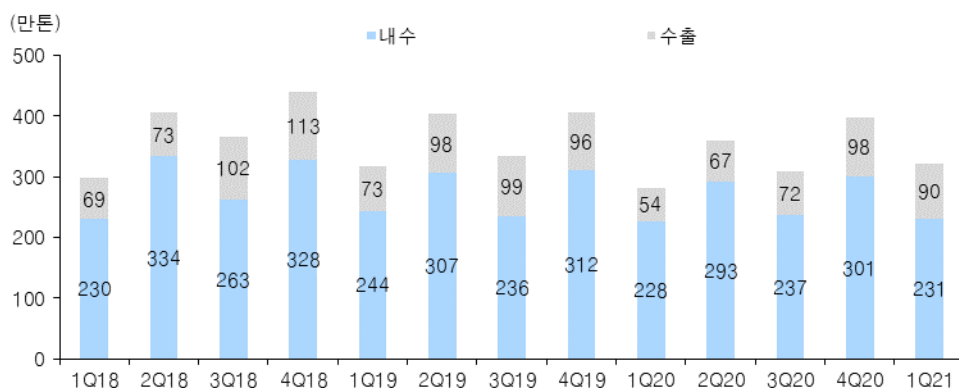
쌍용 C&E 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
매출액 (연결)	314	385	346	426	1,471	337	406	387	440	1,569	1,637
- 쌍용 C&E (별도)	207	256	234	296	993	232	266	256	305	1,060	1,103
- 연결자회사	107	129	112	130	478	105	139	130	135	510	533
매출원가 (연결)	246	258	245	306	1,055	265	270	275	313	1,122	1,160
% 매출원가율	78.4%	66.9%	70.9%	71.8%	71.7%	78.7%	66.5%	71.0%	71.1%	71.5%	70.9%
매출총이익 (연결)	68	127	101	120	416	72	136	112	127	447	476
% 매출총이익률	21.6%	33.1%	29.1%	28.2%	28.3%	21.3%	33.5%	29.0%	28.9%	28.5%	29.1%
판매비 (연결)	37	37	47	45	166	39	40	52	46	178	183
% 판매비율	11.8%	9.5%	13.5%	10.6%	11.3%	11.6%	9.9%	13.5%	10.5%	11.3%	11.2%
영업이익 (연결)	31	91	54	75	250	33	96	60	81	269	293
- 쌍용 C&E (별도)	26	70	43	57	196	25	65	46	67	204	226
- 연결자회사	5	21	11	18	54	8	30	13	14	65	67
% 영업이익률(연결)	9.8%	23.5%	15.6%	17.5%	17.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.1%	17.9%
- 쌍용 C&E (별도)	12.7%	27.2%	18.4%	19.3%	19.8%	10.9%	24.6%	18.2%	22.0%	19.3%	20.5%
- 연결자회사	4.2%	16.3%	9.7%	13.5%	11.3%	7.2%	21.7%	10.1%	10.3%	12.7%	12.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E 분기별 시멘트 내수/수출 출하량 추이



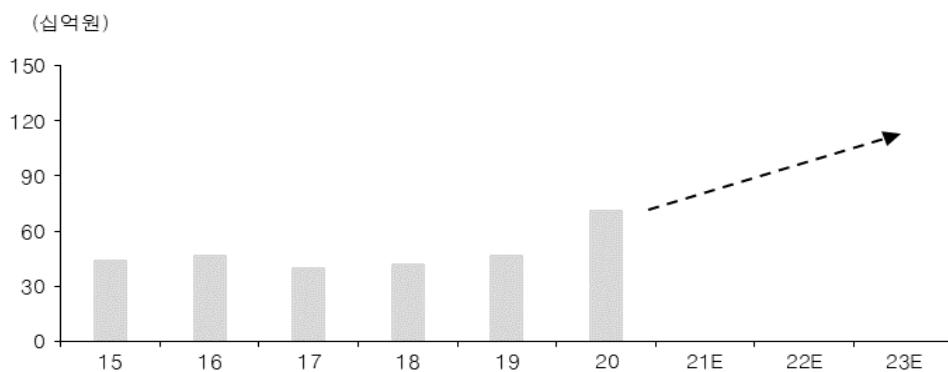
자료: 쌍용 C&E, 유안타증권 리서치센터

호주 Newcastle 유연탄 지수 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E 환경자원부문 매출액 추이 및 전망



자료: 쌍용 C&E, 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E (003410) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액	15,385	14,708	15,692	16,366	17,067	
매출원가	11,526	10,550	11,225	11,603	11,990	
매출총이익	3,858	4,158	4,467	4,763	5,077	
판매비	1,566	1,656	1,777	1,829	1,890	
영업이익	2,292	2,502	2,690	2,935	3,187	
EBITDA	3,928	4,253	4,581	4,887	5,199	
영업외손익	-615	-855	-656	-571	-502	
외환관련손익	-74	21	-10	-11	-11	
이자손익	-318	-290	-297	-301	-281	
관계기업관련손익	1	-2	4	6	8	
기타	-223	-584	-354	-265	-218	
법인세비용차감전순손익	1,678	1,647	2,034	2,364	2,685	
법인세비용	367	265	423	520	591	
계속사업순손익	1,311	1,382	1,611	1,844	2,094	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,311	1,382	1,611	1,844	2,094	
지배지분순이익	1,307	1,382	1,607	1,835	2,084	
포괄순이익	879	1,320	1,552	1,785	2,035	
지배지분포괄이익	875	1,320	1,552	1,776	2,025	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
영업활동 현금흐름	3,660	3,859	4,511	4,655	4,974	
당기순이익	1,311	1,382	1,611	1,844	2,094	
감가상각비	1,539	1,653	1,792	1,842	1,902	
외환손익	12	-34	10	11	11	
중속, 관계기업관련손익	-1	2	-4	-6	-8	
자산부채의 증감	208	-246	282	265	255	
기타현금흐름	590	1,102	820	699	719	
투자활동 현금흐름	-763	-1,388	-1,245	-1,363	-1,413	
투자자산	0	-5	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-997	-1,556	-1,300	-1,370	-1,390	
유형자산 감소	10	49	0	0	0	
기타현금흐름	225	123	55	7	-23	
재무활동 현금흐름	-2,651	-2,855	-2,046	-2,521	-2,791	
단기차입금	-1,143	-53	20	-10	-20	
사채 및 장기차입금	1,257	453	280	-180	-440	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-2,104	-2,220	-1,626	-1,611	-1,611	
기타현금흐름	-662	-1,035	-720	-720	-720	
연결범위변동 등 기타	0	0	-1,268	-717	-730	
현금의 증감	246	-384	-49	54	40	
기초 현금	2,301	2,548	2,164	2,115	2,169	
기말 현금	2,548	2,164	2,115	2,169	2,210	
NOPLAT	2,292	2,502	2,690	2,935	3,187	
FCF	2,663	2,303	3,211	3,285	3,584	

자료: 유안타증권

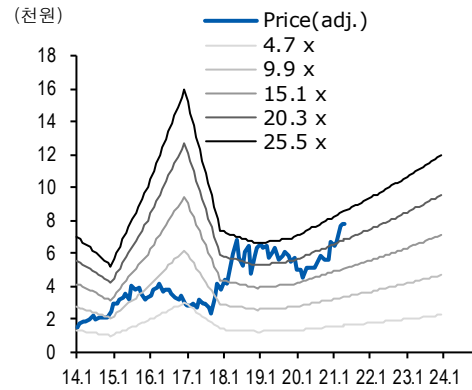
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	7,467	7,080	6,955	7,030	7,091	
현금및현금성자산	2,548	2,164	2,115	2,169	2,209	
매출채권 및 기타채권	3,081	3,118	3,140	3,182	3,212	
재고자산	1,295	1,139	1,110	1,100	1,090	
비유동자산	26,214	26,188	25,542	25,116	24,581	
유형자산	21,544	21,526	21,034	20,561	20,049	
관계기업 등 지분관련 자산	15	13	17	23	31	
기타투자자산	199	105	105	114	114	
자산총계	33,680	33,268	32,497	32,146	31,672	
유동부채	6,821	4,542	5,299	5,587	5,527	
매입채무 및 기타채무	2,474	2,314	2,349	2,369	2,389	
단기차입금	595	530	550	540	520	
유동성장기부채	3,109	853	1,470	1,768	1,718	
비유동부채	8,845	11,830	11,623	11,116	10,756	
장기차입금	2,951	3,916	3,836	3,496	3,326	
사채	2,725	4,425	4,167	4,030	3,810	
부채총계	15,667	16,371	16,922	16,702	16,282	
지배지분	18,014	16,897	15,575	15,094	15,040	
자본금	5,054	504	504	504	504	
자본잉여금	7,550	4,861	4,861	4,861	4,861	
이익잉여금	5,893	12,216	10,674	10,360	10,296	
비지배지분	0	0	0	350	350	
자본총계	18,014	16,897	15,575	15,444	15,390	
순차입금	7,102	7,953	8,319	8,035	7,514	
총차입금	9,875	10,374	10,704	10,474	10,004	

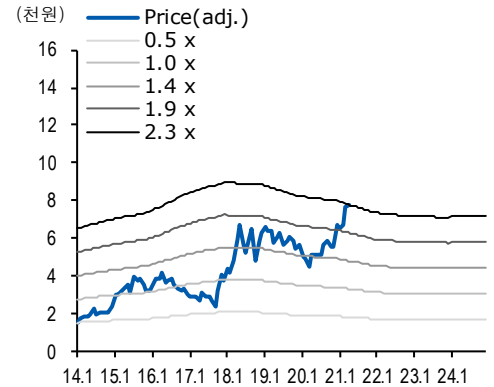
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	258	273	319	364	414	
BPS	3,564	3,462	3,191	3,092	3,081	
EBITDAPS	777	842	909	970	1,032	
SPS	3,044	2,911	3,114	3,248	3,387	
DPS	420	440	440	440	440	
PER	23.3	19.6	24.2	21.2	18.7	
PBR	1.7	1.5	2.4	2.5	2.5	
EV/EBITDA	9.6	8.3	10.3	9.7	9.0	
PSR	2.0	1.8	2.5	2.4	2.3	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	1.9	-4.4	6.7	4.3	4.3	
영업이익 증가율 (%)	-7.2	9.1	7.5	9.1	8.6	
지배순이익 증가율 (%)	-10.7	5.8	16.3	14.2	13.6	
매출총이익률 (%)	25.1	28.3	28.5	29.1	29.7	
영업이익률 (%)	14.9	17.0	17.1	17.9	18.7	
지배순이익률 (%)	8.5	9.4	10.2	11.2	12.2	
EBITDA 마진 (%)	25.5	28.9	29.2	29.9	30.5	
ROIC	6.6	7.9	8.1	8.9	9.9	
ROA	3.8	4.1	4.9	5.7	6.5	
ROE	7.0	7.9	9.9	12.0	13.8	
부채비율 (%)	87.0	96.9	108.7	108.2	105.8	
순차입금/자기자본 (%)	39.4	47.1	53.4	53.2	50.0	
영업이익/금융비용 (배)	6.7	8.3	8.8	9.5	11.0	

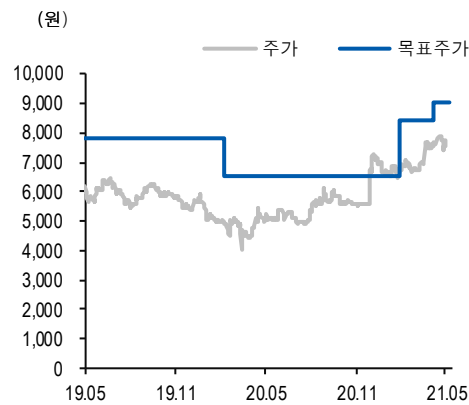
P/E band chart



P/B band chart



쌍용 C&E (003410) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-05-10	BUY	9,000	1년		
2021-04-12	BUY	9,000	1년		
2021-02-04	BUY	8,400	1년	-16.12	-8.21
2020-02-13	BUY	6,500	1년	-15.18	11.54
2019-02-15	BUY	7,800	1년	-24.79	-10.38

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-05-07

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 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 투자의사결정은 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.