

(Analyst) 김기룡 kiryong.kim@miraeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

003410 · 건축자재

쌍용C&E

환경 비즈니스 강화

(신규)

Trading Buy

목표주가

6,600원

상승여력

10.7%

현재주가(23/11/21)

5,960원

KOSPI	2,510.42	시가총액(십억원)	2,972	발행주식수(백만주)	499	외국인 보유비중(%)	2.1
-------	----------	-----------	-------	------------	-----	-------------	-----

Report summary

시멘트 업계 선두 업체

쌍용C&E는 시멘트 제조사로 시장 점유율은 20%를 상회하는 업계 선두 업체다. 2021년 쌍용양회에서 쌍용C&E(Cement&Environment)로 사명을 변경하며 시멘트 제조에서 환경 분야 사업 확대를 공식화했다.

환경 사업 강화, 추가적인 시멘트 판가 인상 논리는 약화

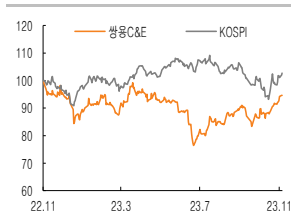
환경 사업은 유연탄 가격 하락과 원물시장 수급 악화 및 내수 출하량 감소로 점진적인 이익 기여 확대를 예상된다. 추가적인 시멘트 판가 인상은 단기간 내 제한적일 것으로 전망한다.

투자 의견 Trading Buy, 목표주가 6,600원으로 신규 커버리지 개시

자회사 쌍용레미콘 매각대금 유입으로 배당정책 지속 여부의 의구심은 축소되었다. 주당 70원의 현금, 주당 40원 규모 자사주 매입 후 소각의 분기배당 주주환원정책을 공시했다.(기존 분기 현금배당 110원/주)

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	7.8	2.4	-2.5
상대주가	2.0	3.5	-6.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,661	1,965	1,996	1,847	1,886
영업이익 (십억원)	249	221	190	188	195
영업이익률 (%)	15.0	11.2	9.5	10.2	10.3
순이익 (십억원)	186	128	76	107	119
EPS (원)	369	254	152	220	251
ROE (%)	11.1	7.9	4.8	7.0	8.0
P/E (배)	20.9	22.7	39.3	27.1	23.7
P/B (배)	2.3	1.8	1.8	1.7	1.6
배당수익률 (%)	5.7	7.6	4.7	4.7	4.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 쌍용C&E, 미래에셋증권 리서치센터

시멘트 업계 선두 업체

쌍용C&E는 시멘트 제조사로 시장 점유율은 20%를 상회하는 업계 선두 업체다. 강원도 동해 공장을 중심으로 연간 1,500만톤 규모의 생산 능력을 보유하고 있다. 시멘트 내수 수요가 축소되는 구간에서는 수출로 고정비를 커버하고 해송을 통한 물류비 절감이 가능한 해(연)안사에 속한다.

2016년 한앤컴퍼니 PEF가 최대주주가 된 이후 폐열발전, ESS 등 원가 절감 투자를 진행했으며 유연탄 옵션 계약 등을 통해 상대적으로 경쟁사 대비 높은 이익률을 기록했다. 과거 비주력 사업(쌍용머티리얼 등) 매각과 대한시멘트 인수, 최근 쌍용레미콘을 매각하며 시멘트와 환경 부문을 중심으로 한 사업 재편 과정을 이어갔다.

환경 사업 강화, 추가적인 시멘트 판가 인상 논리는 약화

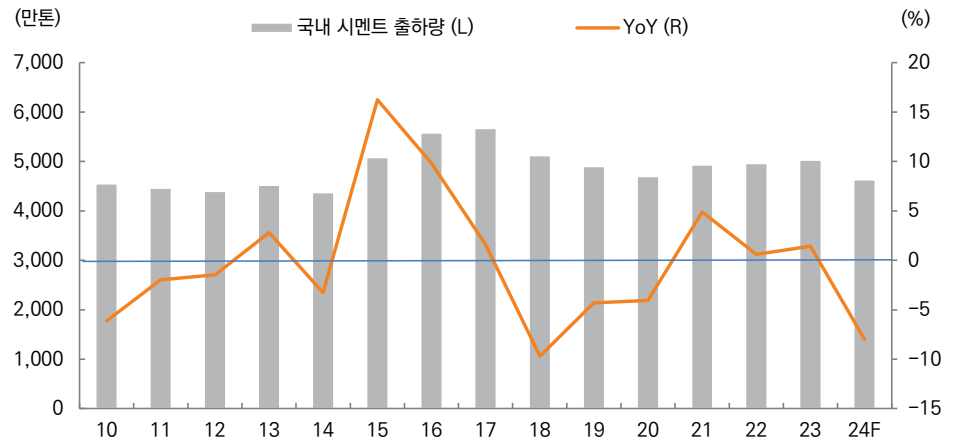
동사는 2021년 기존 쌍용양회에서 쌍용C&E(Cement&Environment)로 사명을 변경하며 환경 사업 확대를 공식화했다. 1) 2025년까지 환경 사업 이익 비중을 50% 수준까지 확대하고 2) 2030년까지 유연탄을 순환자원으로 전량 대체하는 탈(脫)석탄 계획도 포함되었다. 순환자원 사업은 1) 소각수수료 이익 2) 유연탄 비용 절감 3) 탄소배출권 획득 및 매각을 통해 실적 개선에 기여한다. 다만, 유연탄 가격 하락과 원물시장 수급 악화 및 내수 출하량 감소 가능성 등으로 단기적인 개선 효과는 크지 않을 것으로 추정한다.

시멘트 업계에서는 유연탄 급등으로 지난 2년간 유례없는 판가 인상 흐름이 이어졌다. 2023년에는 당초 7월부터 약 14%(119,600원/톤)의 판가 인상을 추진했으나, 결과적으로는 10월 16일부터 약 6.9%(112,000원/톤) 인상에 합의했다. 정부 중재와 레미콘 등 수요 업체 반발로 가격 인상 폭은 축소되었고 반영 시기 역시 지연되었다. 전기료 인상 등 원가 부담은 이어질 전망이다. 가격 인상에 뚜렷한 명분이었던 유연탄 가격 안정화와 내수 출하량 감소로 단기간 내 추가적인 판가 인상 가능성은 제한적으로 판단한다.

투자의견 Trading Buy, 목표주가 6,600원으로 신규 커버리지 개시

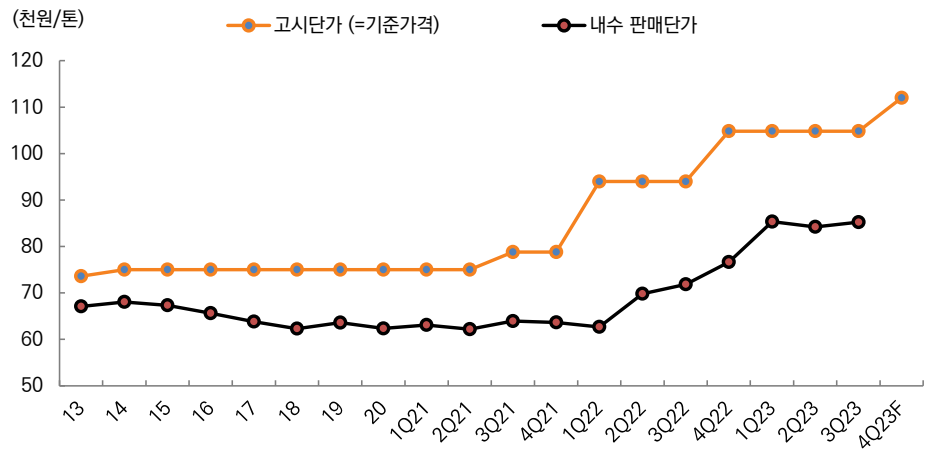
쌍용C&E에 대해 투자의견 Trading Buy, 목표주가 6,600원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 추정 EBITDA 4,446억원에 Target Multiple 10.5x(2018년 이후 배당+EBITDA 증가)을 반영해 산출했다. 3분기, 자회사 쌍용레미콘 매각대금(약 3,700억원)이 유입되며 현 배당정책 지속 여부에 대한 의구심은 해소되었다. 동사는 올해 3월 분기당 기존 주당 110원의 현금 배당에서 주당 70원의 현금배당 + 주당 40원 규모의 자사주 매입 후 소각의 주주환원정책을 공시했다.

그림 124. 국내 시멘트 출하량, YoY 증감률 추이



자료: 한국시멘트협회, 쌍용C&E, 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. 쌍용C&E 고시단가, 판매단가 추이 [분기 수치는 누계 기준]



자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 126. 호주 Newcastle 유연탄 선물 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 56. 쌍용C&E 실적 테이블 [3Q23 쌍용레미콘 매각]

(십억원)

항목	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023F	2024F
매출액	376	486	475	628	1,965	491	556	420	529	1,996	1,847
쌍용양회 (별도)	254	319	307	449	1,330	329	362	331	420	1,443	1,430
연결자회사	122	167	200	179	669	163	193	89	109	553	417
대한시멘트	35	53	50	61	199	42	63	44	57	206	227
쌍용기초소재	12	23	18	26	79	18	29	20	26	93	97
한국기초소재	13	22	20	22	76	18	25	21	20	84	79
대한슬래그	10	11	14	13	48	12	16	15	16	59	59
쌍용레미콘	78	104	104	106	392	107	125	-	-	-	-
쌍용로지스틱스	8	9	9	10	35	9	7	9	10	36	37
그린에코솔루션	17	22	25	27	90	21	17	19	22	79	81
기타/조정	-51	-76	-39	-86	-252	-65	-89	-39	-42	-272	-164
매출원가	332	386	386	450	1,555	436	456	333	392	1,618	1,486
% 매출원가율	88.1%	79.4%	81.4%	71.7%	79.1%	88.8%	82.1%	79.1%	74.2%	81.0%	80.5%
매출총이익	45	100	88	177	410	55	99	88	137	379	361
% 매출총이익률	11.9%	20.6%	18.6%	28.3%	20.9%	11.2%	17.9%	20.9%	25.8%	19.0%	19.5%
판관비	44	48	52	45	190	57	50	40	42	188	173
% 판관비율	11.8%	9.9%	11.0%	7.2%	9.6%	11.5%	9.0%	9.6%	7.9%	9.4%	9.4%
영업이익	0	52	36	132	221	-2	49	48	95	190	188
% 영업이익률	0.1%	10.7%	7.6%	21.1%	11.2%	-0.4%	8.9%	11.3%	17.9%	9.5%	10.2%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 57. 쌍용레미콘 실적 및 주요 지표

(십억원)

	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	359	342	337	352	392
영업이익	17	8	9	16	29
당기순이익	2	2	3	8	18
자산	324	312	303	309	325
부채	208	204	192	190	195
자본	116	108	111	120	130

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

표 58. 쌍용C&E 목표주가 산정

(십억원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	4,650	
- EBITDA (연결)	445	2024년 추정치 기준
- EV/EBITDA	10.5	2018년 이후 배당+EBITDA 시기 평균 10% 할인
2. 자산가치 (비영업가치)	15	
- 투자부동산	8	장부가 30% 할인
- 자사주	7	1,577,790주(0.3%), 30% 할인
3. 순차입금	1,339	2024년 추정치 기준
4. 주주가치	3,326	
- 발행주식수	503,859,595	
목표주가	6,600	반올림 적용
현재주가	5,960	11월 21일 종가 기준
상승여력	11%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

쌍용C&E (003410)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,965	1,996	1,847	1,886
매출원가	1,555	1,618	1,486	1,514
매출총이익	410	378	361	372
판매비와관리비	190	188	173	176
조정영업이익	221	190	188	195
영업이익	221	190	188	195
비영업손익	-50	-70	-50	-42
금융손익	-42	-59	-46	-42
관계기업등 투자손익	0	-10	1	1
세전계속사업손익	171	120	138	153
계속사업법인세비용	43	44	30	34
계속사업이익	128	77	108	120
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	128	77	108	120
지배주주	128	76	107	119
비지배주주	0	0	1	1
총포괄이익	158	103	156	176
지배주주	158	103	156	176
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	489	449	445	449
FCF	-27	252	191	204
EBITDA 마진율 (%)	24.9	22.5	24.1	23.8
영업이익률 (%)	11.2	9.5	10.2	10.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.5	3.8	5.8	6.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	770	773	815	806
현금 및 현금성자산	5	112	144	123
매출채권 및 기타채권	432	333	340	345
재고자산	278	287	289	292
기타유동자산	55	41	42	46
비유동자산	3,105	2,875	2,730	2,697
관계기업투자등	1	1	1	2
유형자산	2,448	2,218	2,202	2,195
무형자산	358	349	338	329
자산총계	3,874	3,649	3,545	3,503
유동부채	1,267	1,083	1,080	1,089
매입채무 및 기타채무	274	191	197	204
단기금융부채	879	795	787	786
기타유동부채	114	97	96	99
비유동부채	1,014	1,003	962	947
장기금융부채	766	736	696	668
기타비유동부채	248	267	266	279
부채총계	2,281	2,086	2,042	2,036
지배주주지분	1,593	1,562	1,502	1,466
자본금	50	50	50	50
자본잉여금	26	26	26	26
이익잉여금	1,586	1,502	1,474	1,461
비지배주주지분	0	0	1	1
자본총계	1,593	1,562	1,503	1,467

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	228	483	421	441
당기순이익	128	77	108	120
비현금수익비용가감	365	266	96	93
유형자산감가상각비	258	248	246	244
무형자산상각비	10	10	10	9
기타	97	8	-160	-160
영업활동으로인한자산및부채의변동	-219	34	-6	12
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-98	97	-7	-5
재고자산 감소(증가)	-133	-7	-2	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	-43	3	5
법인세납부	-46	-77	-30	-34
투자활동으로 인한 현금흐름	-225	152	-63	-164
유형자산처분(취득)	-210	135	-230	-237
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-13	13	-1	0
기타투자활동	-2	5	168	73
재무활동으로 인한 현금흐름	-106	-402	-326	-297
장단기금융부채의 증가(감소)	343	-113	-48	-29
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-221	-219	-135	-131
기타재무활동	-228	-70	-143	-137
현금의 증가	-103	107	32	-20
기초현금	108	5	112	144
기말현금	5	112	144	123

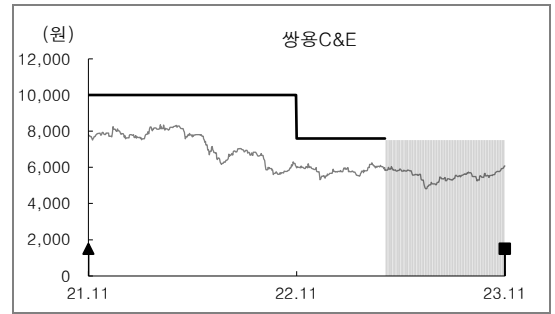
자료: 쌍용C&E, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	22.7	39.3	27.1	23.7
P/CF (x)	5.9	8.8	14.3	13.3
P/B (x)	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	9.3	9.8	9.7	9.6
EPS (원)	254	152	220	251
CFPS (원)	977	681	418	449
BPS (원)	3,178	3,259	3,422	3,622
DPS (원)	440	280	280	280
배당성향 (%)	173.0	181.3	124.5	108.8
배당수익률 (%)	7.6	4.7	4.7	4.7
매출액증가율 (%)	18.3	1.6	-7.5	2.1
EBITDA증가율 (%)	2.5	-8.2	-0.9	0.9
조정영업이익증가율 (%)	-11.2	-14.0	-1.0	3.9
EPS증가율 (%)	-31.3	-40.2	45.1	14.3
매출채권 회전율 (회)	5.4	5.4	5.6	5.6
재고자산 회전율 (회)	9.1	7.1	6.4	6.5
매입채무 회전율 (회)	10.9	11.6	13.0	12.7
ROA (%)	3.4	2.0	3.0	3.4
ROE (%)	7.9	4.8	7.0	8.0
ROIC (%)	5.1	3.7	4.7	5.2
부채비율 (%)	143.2	133.5	135.9	138.7
유동비율 (%)	60.7	71.4	75.5	74.0
순차입금/자기자본 (%)	102.1	90.9	89.1	90.7
조정영업이익/금융비용 (x)	5.1	2.9	3.0	3.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
쌍용C&E (003410)				
2023.11.23	Trading Buy	6,600	-	-
2023.04.28	분석 대상 제외		-	-
2022.11.23	매수	7,600	-23.16	-17.76
2022.11.17	1년 경과 이후	10,000	-38.70	-37.80
2021.11.17	매수	10,000	-27.28	-16.50



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.