

(Analyst) 김기룡 kiryong.kim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

003410 · 건축자재

쌍용C&E

공개매수 결과 공시, 상장폐지 수순은 변수 없이 진행될 전망

Not Rated

목표주가

-

상승여력

-

현재주가(24/3/8)

6,920원

KOSPI	2,680.35	시가총액(십억원)	3,451	발행주식수(백만주)	499	외국인 보유비중(%)	2.8
-------	----------	-----------	-------	------------	-----	-------------	-----

Report summary

쌍용C&E 공개매수 결과 공시

3월 8일 쌍용C&E에 대한 공개매수(2024.02.05 ~ 2024.03.06) 공시 결과, 쌍용C&E와 최대주주인 한앤코시멘트홀딩스의 합산 보유 지분율은 기존 79.90%에서 93.03%로 증가했다.

상장폐지 수순은 변수 없이 진행될 전망

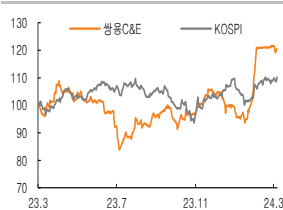
3월 8일, 쌍용C&E는 2024년 7월경 예상되는 주식교환일까지 주당 7,000원의 추가 매수 추진 건에 대해 공시했다. 2023년, 한앤코 23호 주식회사를 통한 미용 의료기기 업체 루트로닉의 상장폐지 과정 및 주가 추이를 참고한다면 금번 쌍용C&E의 상장폐지 수순 역시 큰 변수 없이 진행될 전망이다.

투자의견은 Not Rated로 조정하며 커버리지 제외. 향후, 환경 사업 중심의 기업가치 제고 추진 예상

동사는 2022년 컨티뉴에이션 펀드 조성과 새로운 LP 모집 이후 회사 매각, 시멘트/환경 사업부 분할 시나리오 등 기업가치 제고에 집중하는 행보를 보일 것으로 예상된다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.3	24.2	24.5
상대주가	-2.5	18.1	12.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,661	1,965	1,869	1,858	1,896
영업이익 (십억원)	249	221	184	192	209
영업이익률 (%)	15.0	11.2	9.8	10.3	11.0
순이익 (십억원)	186	128	219	110	129
EPS (원)	369	254	436	223	269
ROE (%)	11.1	7.9	13.8	6.8	7.4
P/E (배)	20.9	22.7	13.2	31.0	25.8
P/B (배)	2.3	1.8	1.8	2.0	1.8
배당수익률 (%)	5.7	7.6	4.9	0.0	0.0

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

쌍용C&E, 공개매수 결과 공시

3월 8일, 쌍용C&E에 대한 공개매수(2024.02.05 ~ 2024.03.06) 결과가 공시되었다. 지난 2월 5일 장전, 쌍용C&E의 최대주주인 한앤코시멘트홀딩스 유한회사는 쌍용C&E의 지분 100% 취득과 상장폐지를 통한 완전자회사를 목표로 공개매수 신고서를 공시한 바 있다. 예정 매수 수량은 최대주주 지분과 자사주를 제외한 잔여 지분 20.10%, 매수단가는 주당 7,000원(2/2, 전 영업일 종가 6,410원)을 제시했다.

공개매수 결과, 쌍용C&E와 최대주주인 한앤코시멘트홀딩스의 합산 보유 지분율은 기존 79.90%(쌍용C&E 1.41% + 한앤코시멘트홀딩스 유한회사 78.48%)에서 93.03%(쌍용C&E 11.01%+한앤코시멘트홀딩스 유한회사 82.02%)로 증가했다. 매수예정수량 약 10,025만주 중 약 6,551만주가 공개매수에 응모한 결과다.

상장폐지 수순은 변수 없이 진행될 전망

3월 8일 장 마감 후, 쌍용C&E는 2024년 7월경 예상되는 주식교환일까지 주당 7,000원의 추가 매수 추진 건에 대해 공시했다. 쌍용C&E의 상장폐지 과정은 당초 상법 제360조의 2(주식의 포괄적 교환에 의한 완전모회사의 설립)에 근거, 주주총회 특별결의 요건(지분 2/3 이상 보유)으로 현금교부형 포괄적 주식교환 절차를 거쳐 쌍용C&E의 잔여 주식에 한앤코시멘트홀딩스에 이전될 전망이다.

2023년, 한앤코 23호 주식회사를 통한 미용 의료기기 업체 루트로닉의 상장폐지 과정 및 주가 추이를 참고한다면 금번 쌍용C&E의 상장폐지 수순 역시 역시 큰 변수 없이 진행될 전망이다. [그림 1~2]

당사 커버리지 업종 제외, 환경 사업 중심의 기업가치 제고 추진 전망

쌍용C&E에 대한 투자 의견을 기존 Trading Buy에서 Not Rated로 변경하며 당사 커버리지 업종에서 제외한다. 공개매수 → 주식교환 → 상장폐지 과정이 예상되는 바, 현 시점에서 투자 의견 및 목표주가에 의미를 부여하기 어려워졌기 때문이다.

상장폐지 이후 쌍용C&E는 환경 사업부문 강화 기조를 이어갈 것으로 전망한다. 1) 강원도 영월 매립사업 추진 2) 그린에코솔루션을 중심으로 한 환경 사업부문 재편 등의 과정이 이어질 것으로 예상한다. 당사는 이미 지난 2021년 사명 변경(쌍용양회 → 쌍용C&E, Cement & Environment)을 통해 환경 사업부문 강화 계획을 밝힌 바 있다. 2022년 컨티뉴에이션 펀드 조성을 통한 새로운 LP 모집 이후, 회사 매각을 비롯한 사업부 분할 시나리오 등 기업가치 제고에 집중하는 행보를 보일 것으로 추정한다.

표 1. 쌍용C&E 공개매수 전/후 지분 변화 요약

(주, %)

대상	공개매수 전		공개매수 후		차이	
	주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율
쌍용C&E	7,053,847	1.41%	54,910,989	11.01%	+47,857,142	+9.60%p
한앤코홀딩스	391,388,365	78.48%	409,041,227	82.02%	+17,652,862	+3.54%p
합 계	398,442,212	79.89%	463,952,216	93.03%	+65,510,004	+13.14%p

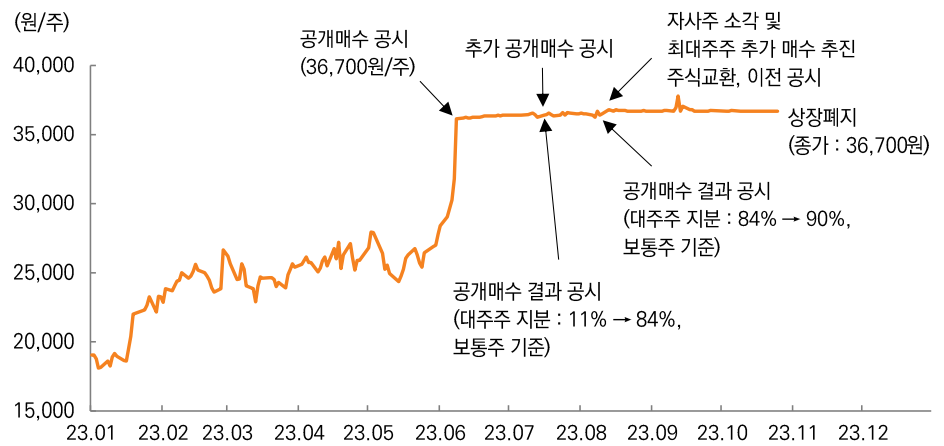
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 쌍용C&E, 보통주에 대한 최대주주 추가 매수 추진의 건

항목	세부내용
매수호가	주당 7,000원
매수 예정 물량	34,744,752주 (최대주주 및 보유 지분 외 보통주 전량 대상)
매수 기간	2024년 3월 12일 ~ 주식교환일(2024년 7월경 예상)까지 (단, 전량 매수하는 경우 전량 매수시점까지)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 루트로닉 주가 및 주요 이벤트 요약 (공개매수 ~ 상장폐지)



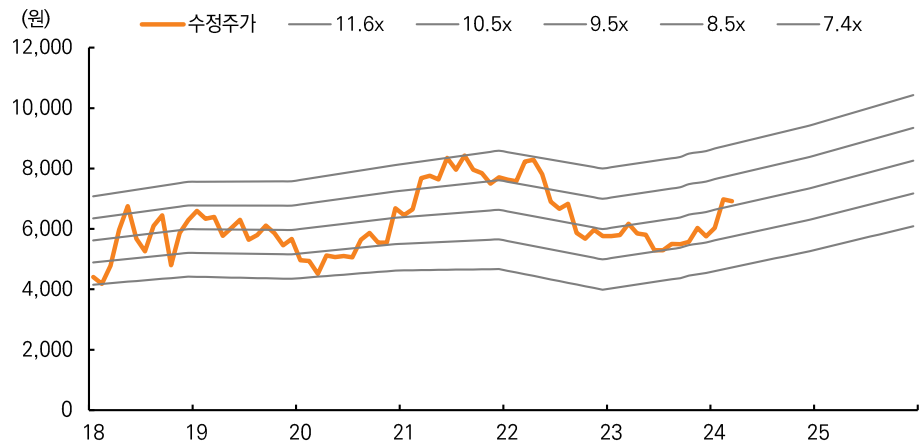
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 쌍용C&E 주가 및 주요 이벤트 요약



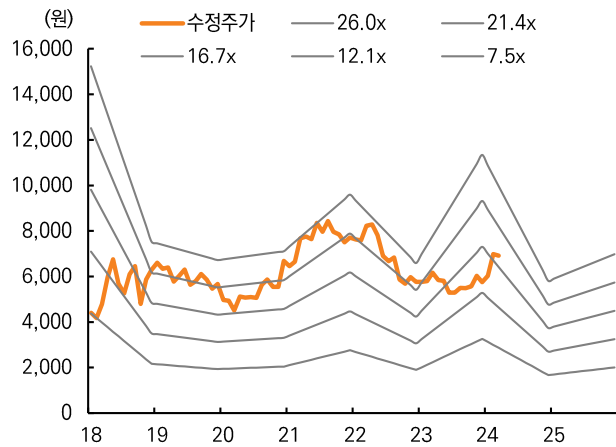
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 쌍용C&E EV/EBITDA Band Chart



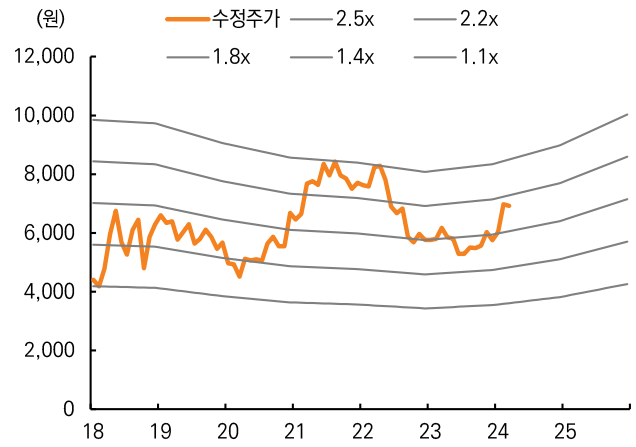
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 쌍용C&E PER Band Chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 쌍용C&E PBR Band Chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터

쌍용C&E (003410)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	1,965	1,869	1,858	1,896
매출원가	1,555	1,506	1,509	1,529
매출총이익	410	363	349	367
판매비와관리비	190	180	157	159
조정영업이익	221	184	192	209
영업이익	221	184	192	209
비영업손익	-50	-72	-50	-43
금융손익	-42	-60	-51	-42
관계기업등 투자손익	0	1	1	1
세전계속사업손익	171	112	142	166
계속사업법인세비용	43	44	31	37
계속사업이익	128	68	111	130
중단사업이익	0	152	0	0
당기순이익	128	219	111	130
지배주주	128	219	110	129
비지배주주	0	0	1	1
총포괄이익	158	208	123	146
지배주주	158	208	123	146
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	489	488	501	523
FCF	-27	169	238	258
EBITDA 마진율 (%)	24.9	26.1	27.0	27.6
영업이익률 (%)	11.2	9.8	10.3	11.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.5	11.7	5.9	6.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	770	839	1,056	1,264
현금 및 현금성자산	5	85	292	490
매출채권 및 기타채권	432	432	439	446
재고자산	278	241	245	248
기타유동자산	55	81	80	80
비유동자산	3,105	2,801	2,629	2,530
관계기업투자등	1	1	1	2
유형자산	2,448	2,167	2,098	2,030
무형자산	358	347	337	328
자산총계	3,874	3,640	3,685	3,794
유동부채	1,267	1,126	1,118	1,103
매입채무 및 기타채무	274	245	248	252
단기금융부채	879	784	776	753
기타유동부채	114	97	94	98
비유동부채	1,014	934	899	878
장기금융부채	766	690	649	621
기타비유동부채	248	244	250	257
부채총계	2,281	2,061	2,017	1,981
지배주주지분	1,593	1,579	1,667	1,812
자본금	50	50	50	50
자본잉여금	26	26	26	26
이익잉여금	1,586	1,634	1,710	1,839
비지배주주지분	0	0	0	1
자본총계	1,593	1,579	1,667	1,813

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	228	405	468	495
당기순이익	128	219	111	130
비현금수익비용가감	365	560	627	628
유형자산감가상각비	258	293	299	305
무형자산상각비	10	10	10	9
기타	97	257	318	314
영업활동으로인한자산및부채의변동	-219	-91	-5	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-98	-110	-7	-7
재고자산 감소(증가)	-133	31	-4	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	58	1	2
법인세납부	-46	-73	-31	-37
투자활동으로 인한 현금흐름	-225	205	-126	-198
유형자산처분(취득)	-210	-29	-230	-237
무형자산감소(증가)	0	-5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-13	12	0	0
기타투자활동	-2	227	104	39
재무활동으로 인한 현금흐름	-106	-530	-137	-99
장단기금융부채의 증가(감소)	343	-171	-48	-51
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-221	-160	-34	0
기타재무활동	-228	-199	-55	-48
현금의 증가	-103	80	207	198
기초현금	108	5	85	292
기말현금	5	85	292	490

자료: 쌍용C&E, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023P	2024F	2025F
P/E (x)	22.7	13.2	31.0	25.8
P/CF (x)	5.9	3.7	4.6	4.4
P/B (x)	1.8	1.8	2.0	1.8
EV/EBITDA (x)	9.3	8.7	9.1	8.2
EPS (원)	254	436	223	269
CFPS (원)	977	1,551	1,493	1,577
BPS (원)	3,178	3,281	3,534	3,947
DPS (원)	440	280	0	0
배당성향 (%)	173.0	63.5	0.0	0.0
배당수익률 (%)	7.6	4.9	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	18.3	-4.9	-0.6	2.1
EBITDA증가율 (%)	2.5	-0.2	2.8	4.4
조정영업이익증가율 (%)	-11.2	-16.6	4.1	9.0
EPS증가율 (%)	-31.3	72.0	-48.8	20.2
매출채권 회전율 (회)	5.4	4.5	4.4	4.4
재고자산 회전율 (회)	9.1	7.2	7.7	7.7
매입채무 회전율 (회)	10.9	10.7	12.9	12.8
ROA (%)	3.4	5.8	3.0	3.5
ROE (%)	7.9	13.8	6.8	7.4
ROIC (%)	5.1	3.2	4.9	6.0
부채비율 (%)	143.2	130.5	121.0	109.3
유동비율 (%)	60.7	74.5	94.4	114.7
순차입금/자기자본 (%)	102.1	86.1	66.2	47.2
조정영업이익/금융비용 (x)	5.1	3.0	3.6	4.3

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.