

2013. 01. 24

시멘트 (Not Rated)

산업 코멘트

Analysts

허문욱 02) 3777-8096
mw.heu@kbsec.co.kr
이경신 02) 3777-8446
ks.lee@kbsec.co.kr

2012년 판매단가 미인상 이연분의 가격반영 가능성 점검

2012년 3월 유연탄가격 급등으로 인한 적자지속으로 9% 시멘트 판매단가 인상이 진행됐다. 잔여분 3.6%를 포함해 4.2% 가격인상 여지가 있다. 다행스럽게 유연탄가격이 하락해 원가관리는 양호하다. 부동산 규제완화로 건설경기 회복이 진행되면 출하량도 증가할 것이고, 의미있는 회복사이클 진입도 예상된다. 시멘트 업체의 실적개선으로 2009년 흑자전환기의 시가총액 수준까지 반등을 기대해 본다.

■ 시멘트산업 경기는 불황국면을 지나, 회복국면으로 진입 중

시멘트경기는 2012년 4분기 기준으로 불황국면을 지나, 회복국면으로 진입중인 것으로 판단된다. 그러나 완벽한 회복국면 진입 이후 호황기로 전환되는 시기는 최소 2분기 이상이 소요될 전망이다. 한편 시멘트업계 전반에 걸쳐 재고량 안정에 대한 필요성을 공감하면서 상호 생산량 조절이 이어지고 있는 것으로 판단된다. 향후 전방산업인 건설경기 회복이 강도 높게 나타나더라도 시멘트 생산량은 건설투자 증가율 전후의 저성장국면이 이어질 것으로 보인다.

■ 시멘트 수출에 대한 의존도 적어졌으나, 과거대비 나쁘지 않은 수준

1995~2012년 수출비중은 평균 5.3%다. 내수의존사업이기에 높아봐야 9%를 밀도는 수준에 머물고 있다. 2012년은 6.8%로 여전히 수출 의미가 적으나, 1995~2012년 수출비중 5.3%를 상회하는 등 과거대비 나쁘지 않다. 수출단가가 2011년 34.8달러/톤에서 2012년 40.1달러/톤으로 상승했다. 수출 수익성이 개선됨을 시사한다. 2000년 중국산 수입점유비중이 89.9%에 달했으나, 2011년 1.9%로 급감했다. 중국 부담은 미미하다. 시멘트 소비량 증가를 견인하기 위해서는 국내수주시장의 65%를 점유하는 주택경기의 의미있는 활성화가 전제되어야 한다.

■ 시멘트 판매단가 인상에 대한 논의 가능성 있으나, 시점은 미지수

판매단가 인상이 가장 효과적인 수익성 개선의 동력원이다. 시멘트단가 인상은 원가의 30%를 점유하는 연료비가 유연탄가격 상승으로 급등한 것이 근거다. 최근 유연탄가격 안정은 추가 가격인상을 제한시키나, 원가율 안정에는 도움이 된다. 레미콘 및 건설사 반대로 2012년 총 12.6%p 인상이 필요했으나, 실제 2012년 인상분은 9%에 머물렀다. 2013년에는 2012년 미인상 이연분 3.6%p와 2013년 인상요인 0.7%p 등 총 4.2%p의 인상이 추진될 것으로 예상된다.

■ 시멘트 전방산업은 여전히 답보상태이나, 더 급격히 악화될 이유도 없어

2009년을 저점으로 2010년부터 증가하기 시작한 건축허가면적내 미착공건축물의 2013~2014년 착공 증가가 기대요인이나, 실질적인 기대효과는 적을 것이다. 2013년 건설투자액은 기저효과와 건설경기 부양조치로 다소 증가세가 예상된다. 한편 2014년은 기저효과가 마무리되면서 건설투자의 저성장국면이 불가피해 보인다. 그러나 시멘트 전방산업인 건설경기는 답보상태에도 불구하고, 더 악화될 이유도 없어 시멘트 소비량의 급감 현상도 없을 전망이다.

■ 시멘트 시가총액은 국내건설사업 시가총액과 유사한 방향성이며, 최근 오히려 상회

건설사 국내사업 시가총액과 시멘트업체의 시가총액은 연동한다. 시멘트업체 실적개선이 확인되고 있고, 건설사 보다 시멘트 구조조정이 좀 더 현실적으로 가능해 보인다는 것이 긍정적이다. 판매단가 인상이 진행됐던 2009년, 2012년 시멘트 시가총액 증가가 확인됐다. 2012년 2분기부터 흑자전환을 고려할 때 2009년 수준까지 현재 수준대비 10~20%의 시멘트 시가총액 증가가 기대된다. PBR 밸류에이션 (3Q12 BPS 기준)은 수익구조와 재무구조가 상대적으로 양호한 한일시멘트 0.29X, 아시아시멘트 0.41X다. 성신양회가 0.44X로 그 뒤를 따르고 있다.

Contents

시멘트산업 경기는 불황국면을 지나, 회복국면으로 진입	3
시멘트 수출에 대한 의존도 적어졌으나, 과거대비 나쁘지 않은 수준	6
시멘트 판매단가 인상에 대한 논의 가능성 있으나, 시점은 미지수	10
시멘트 전방산업은 여전히 담보상태이나, 더 악화될 이유도 없어	13
시멘트 시가총액은 국내건설사업 시가총액과 유사한 방향성	16
시멘트업체 실적추정에 대한 불확실성 여전하나, 흑자전환은 확실	18
성신양회 (004980): 영업이익 흑자전환이 예상되나, 경쟁업체대비 수익구조 평균수준 하회	18
쌍용양회 (003410): 시장점유율 20%대의 업계 1위 업체로 수익구조 양호	19
한일시멘트 (003300): 업계 최상의 수익구조이나, 한일건설로 인해 주가탄력성 과거보다 약화	20
아세아시멘트 (002030): 수익성, 재무안정성, 사업다각화 재료 측면에서 시장관심 커	21
동양시멘트 (038500): 한일시멘트의 시장점유율 증가에 대한 대응과 차입금 축소가 관건	22
현대시멘트 (006390): 2010년 10월, 경영정상화계획 이행약정을 체결 (2014년 12월 31일까지)	23
시멘트업체 최근 국내기관투자가 누적순매수 점증하는 양상	24

시멘트산업 경기는 불황국면을 지나, 회복국면으로 진입

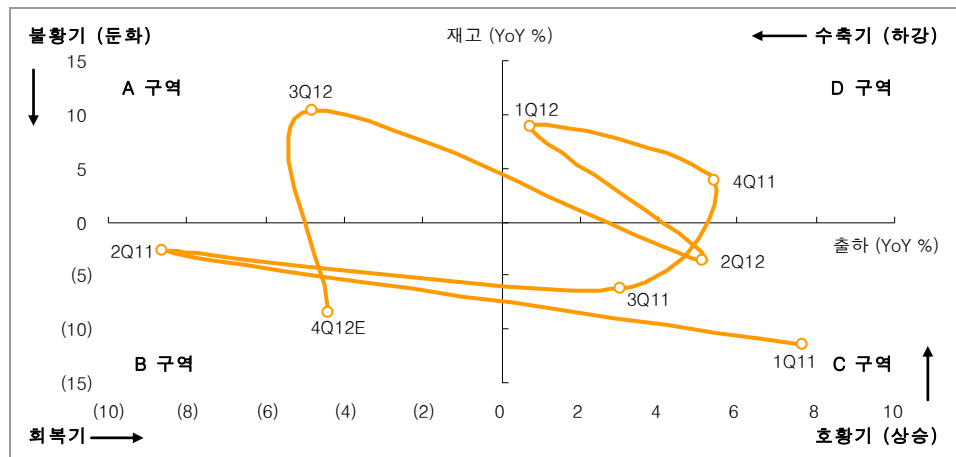
경기회복 가능성 높으나, 의미있는
국내내수출하량 증가를 위해서
주택건설경기 회복이 관건

시멘트경기는 재고순환 사이클 상 2012년 4분기 기준으로 불황국면 (A)을 지나, 회복국면 (B)에 진입중인 것으로 판단된다. 그러나 완벽한 회복국면 진입 이후 호황기로 전환되는 시기는 최소 2분기 이상 소요될 전망이다. 현상에서 경기회복을 단정하기 어려운 이유는 재고관리는 안정적이나, 출하량 증가에 대한 확신이 아직까지 산업전반에 걸쳐 확인되지 않았기 때문이다.

시멘트산업은 내수에 대한 의존도가 높아 국내 출하량 증가가 절대적으로 필요하나, 건설경기 불황이 이어지면서 의미있는 출하량 증가를 확실하기 어려운 상황이다. 국내 시멘트 출하량 부진을 보완할 해외출하량 증가에 대한 기대감도 과거보다는 크지만, 국내수요가 의미있게 증가할 때까지 중요한 대안역할에 대한 가능성도 높지 않다.

따라서 앞으로 시멘트산업의 경기회복 속도는 전방산업인 건설경기, 특히 시멘트 수요증가에 영향을 미치는 주택건설경기 회복 여부가 관건이겠다.

그림 1. 시멘트 재고순환표 회복국면 진입



자료: KOSIS, KB투자증권 정리

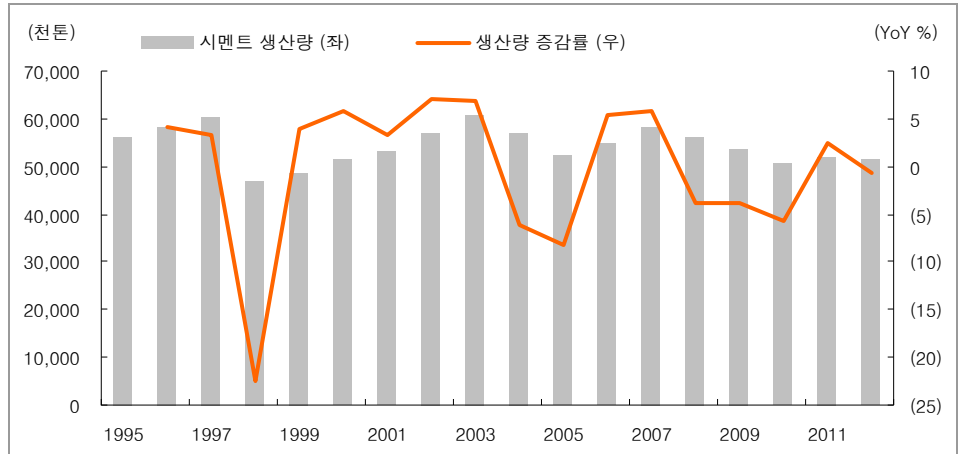
주: 4Q12 수치는 과거 2007~2011년 4분기의 평균치를 이용해 추정

시멘트 생산량은 2007년을 정점으로 감소 추세를 지속 중이다. 시멘트 생산량은 큰 흐름으로 보아 저성장국면에 진입한 것으로 보인다. 2011년 생산량 증가도 2008~2010년 3년 연속 시멘트 생산량 감소에 따른 기저효과로 판단된다.

한편, 시멘트업계 전반에 걸쳐 재고량 안정에 대한 필요성을 공감하게 되면서 상호 생산량 조절이 이어지고 있는 것으로 판단된다. 향후 전방산업인 건설경기 회복이 강도 높게 나타나더라도 시멘트 생산량은 건설투자 증가율 전후의 저성장국면이 이어질 것으로 보는 이유다.

다만 장기적으로 생산량 공동감축을 통한 재고량 적정수준 유지와 가동률 향상을 통한 원가안정이 가능해질 경우 과거와 같은 시장점유율 확대경쟁이 재현되지 않을 것이다. 이 경우 적정 시멘트 공급가격이 유지될 수 있을 것이며, 경우에 따라 효과적인 가격인상 시도도 이어질 것이다.

그림 2 시멘트 연간 생산량 및 증감률 정체 수준



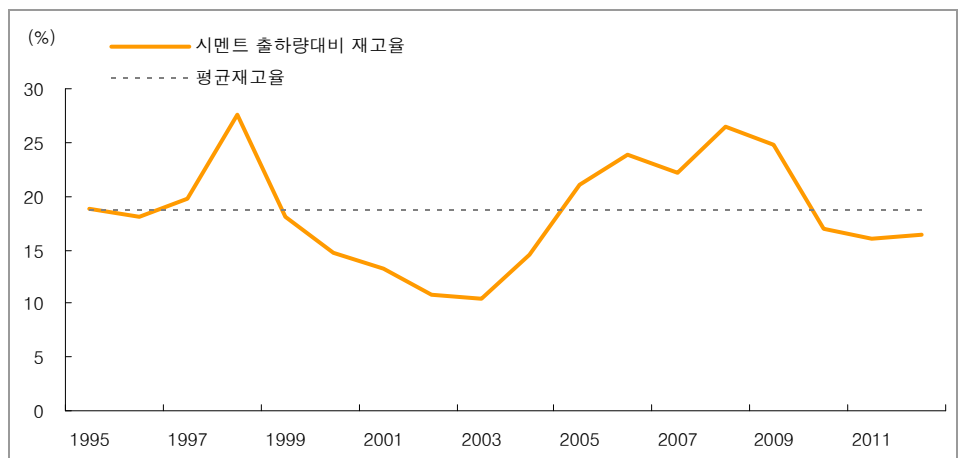
자료: KOSIS, KB투자증권 정리

주: 2012년 수치는 과거 2007~2011년 12월의 평균치를 이용해 추정

1995~2012년 시멘트 출하량대비 재고율은 평균 18.5% 수준이다. 고점은 외환위기 직후인 1998년 27.6%, 2008년 금융위기 직후인 2008년 26.4%이며, 저점은 주택건설경기가 안정적이었던 2003년 10.5%였다. 2010년부터는 건설경기가 부진했으나, 업계 측의 재고관리 노력으로 16%의 낮은 수준을 유지 중이다. 2012년은 16.4%로 추산되어 여전히 1995~2012년 평균재고율 18.5%를 하회하고 있다.

재고관리 수준은 안정권으로 생각되며, 판매단가 안정에 도움이 되는 상황으로 보인다. 재고안정의 지속을 위해 생산량 공동 감축에 대한 논리적 접근이 가능한 시점이다. 그러나 실제 생산량이 감축되는 등 가동률 조율이 진행될 경우 (업계내 자체해결이 가능해짐을 인정하는 상황에 따라) 시멘트업계의 판매단가 인상의 논리성과 필요성이 떨어진다는 단점이 있다.

그림 3 시멘트 출하량대비 재고율 안정수준 유지



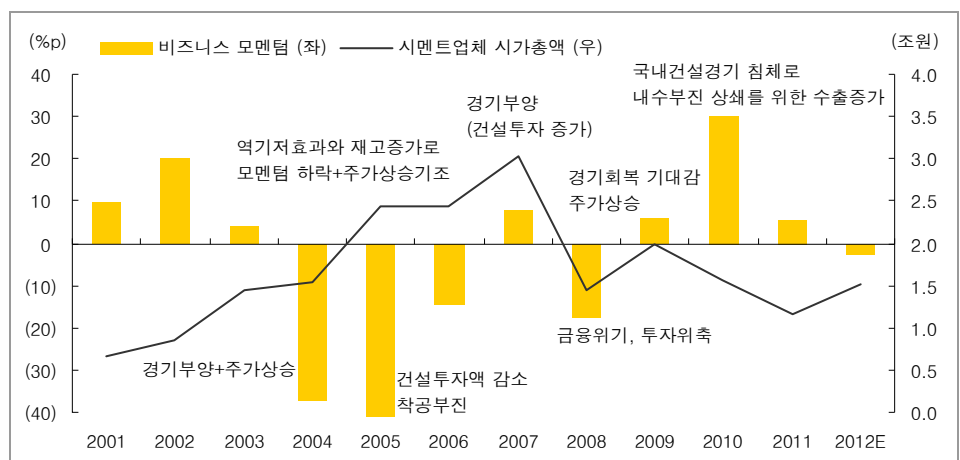
자료: KOSIS, KB투자증권 정리

주: 2012년 수치는 과거 2007~2011년 12월의 평균치를 이용해 추정

시멘트 비즈니스모멘텀 (출하증가율-재고증가율)은 +영역이 긍정적인 영향권으로 인식된다. 비즈니스모멘텀의 추세전환과 시가총액의 방향성이 일치하는 것으로 판단된다. 그러나 최근 생산량 조절로 출하량 역시 큰 폭의 상승변동성을 나타내기 어려운 상황이다. 더불어 출하량과 재고량 관리로 모멘텀의 변화도 적을 전망이다. 현재는 비즈니스모멘텀이 중립국면이다.

정부의 건설경기 활성화를 위한 공공투자 확대정책과 부동산 규제완화정책으로 2013년 시멘트 소비가 2012년 보다 증가할 것이다. 따라서 재고관리안정 전제하에 출하량만 증가하면 시멘트 비즈니스모멘텀은 +영역으로 턴어라운드가 예상된다. 시멘트 시가총액도 상승전환이 기대된다.

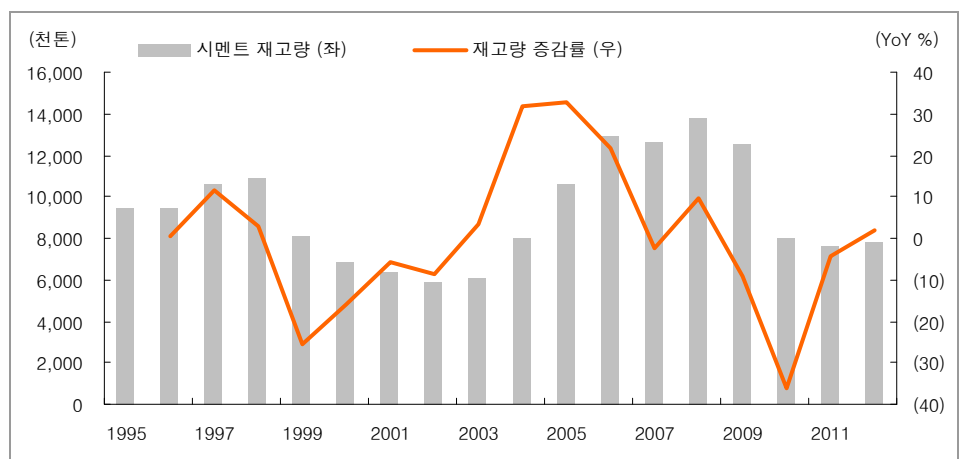
그림 4 시멘트 비즈니스모멘텀 중립국면에 위치



자료: KOSIS, KB투자증권 정리 주: 2012년 수치는 과거 2007~2011년 12월의 평균치를 이용해 추정

출하량에 대한 대안 없이 재고를 늘리는 선행생산을 진행한 후, 밀어내기 시장점유율 확대전략은 이미 한계를 나타낸 바 있다. 최근 시멘트업계의 재고량관리는 과거 어느 때 보다 우수한 상황이다. 2010년을 저점으로 재고량 감소세가 축소되다가, 2012년 재고량이 전년동기대비 1.8% 증가세로 전환된 것이 확인됐으나, 이는 기저효과 수준으로 판단된다.

그림 5 시멘트 재고량 안정수준 유지



자료: KOSIS, KB투자증권 정리 주: 2012년 수치는 과거 2007~2011년 12월의 평균치를 이용해 추정

시멘트 수출에 대한 의존도 적어졌으나, 과거대비 나쁘지 않은 수준

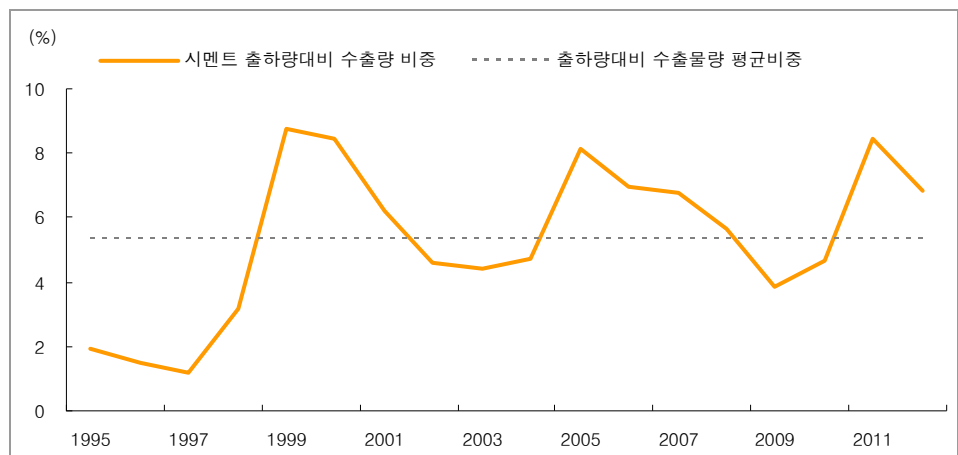
수출량 증가는 가동률 제고를 통한 원가안정 수준의 제한적 의미에 머물 전망

1995~2012년 시멘트 출하량에서 수출물량이 점유하는 비중은 평균 5.3% 수준이다. 고점은 외환위기 직후인 1998년 출하량 급감에 대응하기 위한 수출확대정책이 효과를 나타낸 1999년 8.7%, 건설투자액 감소로 건축착공면적이 급감한 시기인 2005년 8.1%, 금융위기 직후인 2008년부터 2010년까지 시멘트 소비량 감소시기 이후인 2011년 8.5%였다.

저점은 주택건설경기가 안정적이었던 1998년 이전에는 1%대에 머물다가, 국내 내수소비량이 회복되었던 2002~2004년 4%대, 적극적인 재고관리로 대응하기 시작했던 2009~2010년 3~4%대에 머물렀다. 시멘트 수출물량 비중은 전형적인 내수의존사업이기에 높아봐야 9%를 밑도는 수준에 머물고 있다. 2012년은 6.8%로 추산되어 여전히 수출 의미가 적으나, 1995~2012년 수출비중 5.3%를 상회하는 등 과거대비 나쁘지 않은 수준으로 보인다.

그러나 수출상품의 수익성은 여전히 내수대비 부진한 상황으로 시멘트산업은 향후에도 수출에 대한 의존도가 높지 않을 것이다. 내수에 대한 성장 만족도가 낮으므로 지속적으로 수출확대 노력이 이어지겠지만, 수출량 증가는 가동률 제고를 통한 원가안정 수준의 제한적 의미에 머물 전망이다.

그림 6. 시멘트 출하량대비 수출량 비중 동향



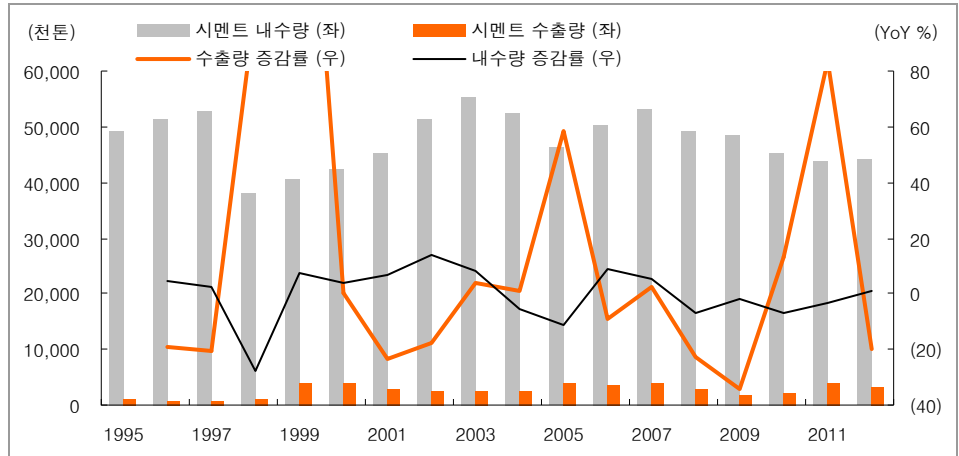
자료: KOSIS, KB투자증권 정리

주: 2012년 수치는 과거 2007~2011년 12월의 평균치를 이용해 추정

시멘트 내수판매량 증가에 대한 기대감은 과거대비 상당부분 낮아진 상태다. 전체 수주시장의 35%를 점유하는 공공토목시장이 경기활성화에 도움이 되는 도로사업에 집중되어 있다는 점은 긍정적이다. 그러나 절대적인 시멘트 소비량 증가를 견인하기 위해서는 국내 수주시장의 65%를 점유하는 주택/건축경기의 의미 있는 활성화가 전제되어야 한다.

한편 수출물량도 일정부분 출하에 대한 기여도를 높여 원가안정을 유도할 필요성이 있어 보인다. 시멘트 수출물량은 내수출하량 비수기인 장마철, 혹한기에 가동률 상승에 도움을 주기 때문에 꾸준히 지속될 필요가 있다.

그림 7. 시멘트 내수수출량 및 증감률



자료: KOSIS, KB투자증권 정리

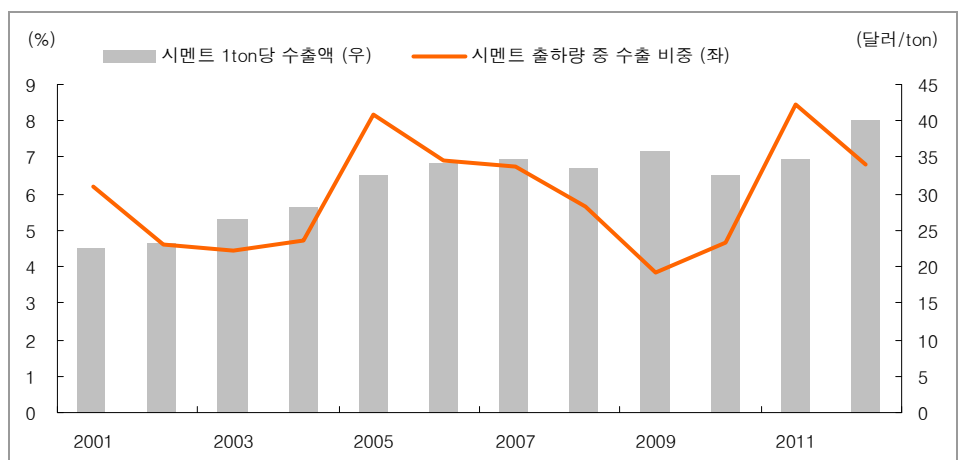
주: 2012년 수치는 과거 2007~2011년 12월의 평균치를 이용해 추정

한가지 다행스러운 점은 시멘트 출하량 중 수출비중이 2011년 8.5%, 2012년 6.8%로 낮아졌으나, 시멘트 톤당 수출단가가 2011년 34.8달러에서 2012년 40.1달러로 상승한 것이다. 수출물량에 대한 수익성이 개선됨을 시사한다.

장기적인 관점에서 수출가격은 2008년, 2010년을 제외하고는 우상향 흐름을 지속한 바 있다. 수출물량이 증가한 2005년, 2011년에도 시멘트 수출판매단가는 떨어지지 않았다. 시멘트업계의 수출가격관리가 견조하게 유지되는 상황으로 판단된다.

그러나 국내시멘트업계의 수출대상국가가 시멘트산업의 수출용이성으로 인해 인접국가 혹은 아프리카, 미주지역에 집중될 수밖에 없다. 동지역은 중국산 시멘트와 경쟁관계이므로 지속적인 이고, 급격한 수출가격인상은 시행하기 어려울 것으로 보인다.

그림 8. 시멘트 출하량 중 수출 비중

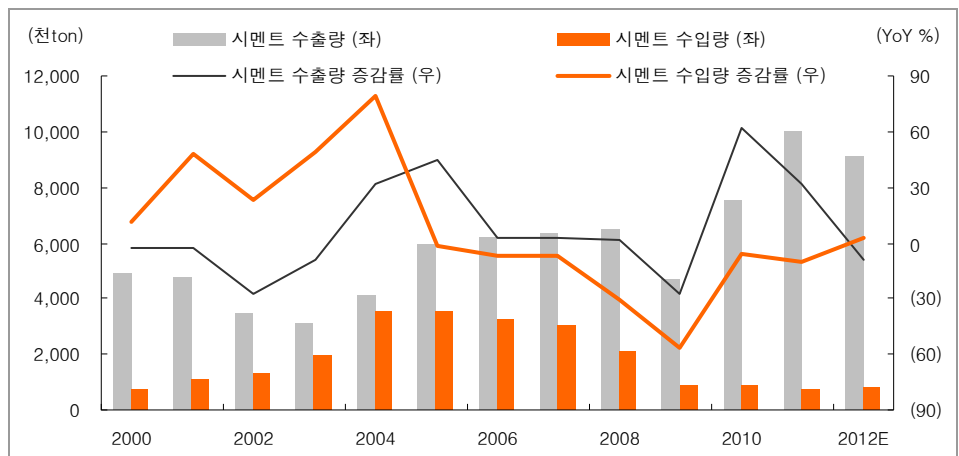


자료: 한국무역통계, KB투자증권 정리

주: 2012년 수치는 과거 2007~2011년 12월의 평균치를 이용해 추정

2012년까지는 시멘트 수출량 증가율이 점차 낮아지고 있는 반면, 수입량은 증가세가 나타나고 있다. 그러나 향후에는 시멘트업계의 수출지역 다변화전략을 통해 수출량이 재차 증가세를 유지할 것으로 예상된다. 반면 수입량은 슬래그시멘트 수요량 확보와 수입시멘트 운반비용 증가로 인해 큰 폭의 증가세를 기록하지는 않을 전망이다. 시멘트 수입량이 2009년 저점 이후 꾸준히 증가하는 상황이다. 4대강사업으로 인한 슬래그시멘트 수요량 증가가 원인으로 보이는데, 4대강 사업 종료로 추가 상승폭은 제한적으로 예상된다.

그림 9. 시멘트 수입량과 수출량의 증감률 동향

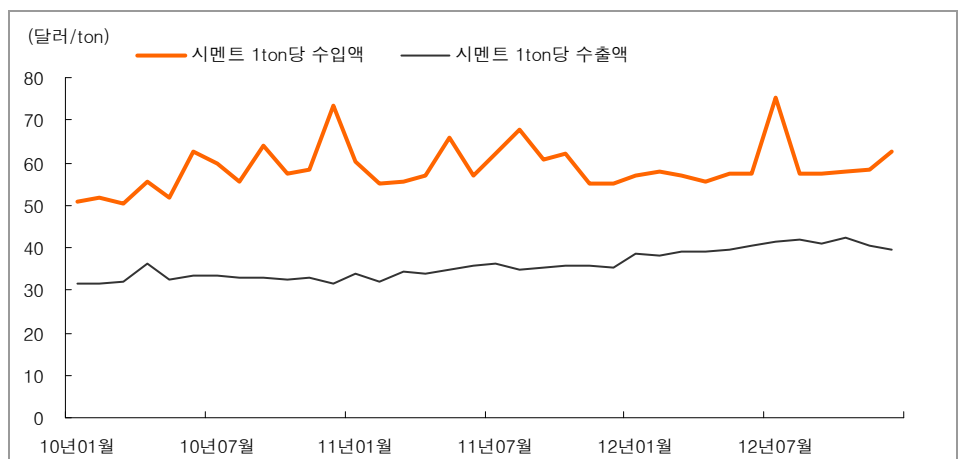


자료: 한국무역통계, KB투자증권 정리

주: 2012년 수치는 과거 2007~2011년 12월의 평균치를 이용해 추정

2012년초 국내 시멘트 판매단가가 인상되어 중국산 시멘트의 국내 유입시 중국산 시멘트의 가격경쟁력이 소폭 회복된 양상이다. 시멘트 톤당 수입단가는 2012년말 62.4달러 수준이다. 반면 수출단가는 39.6달러로 하락추세로 보기는 어려워도 10월 42.1달러를 하회하고 있다. 중국시멘트와 수출경쟁을 벌리다보니 발생된 결과로 유추된다. 2011년부터 수출상품에 대한 수익성은 견조하게 상승하고 있으나, 최근 담보상태를 나타내고 있다. 결국 시멘트 수출은 가동률 제고를 통한 원가개선 수준에 머물 것으로 보는 이유다.

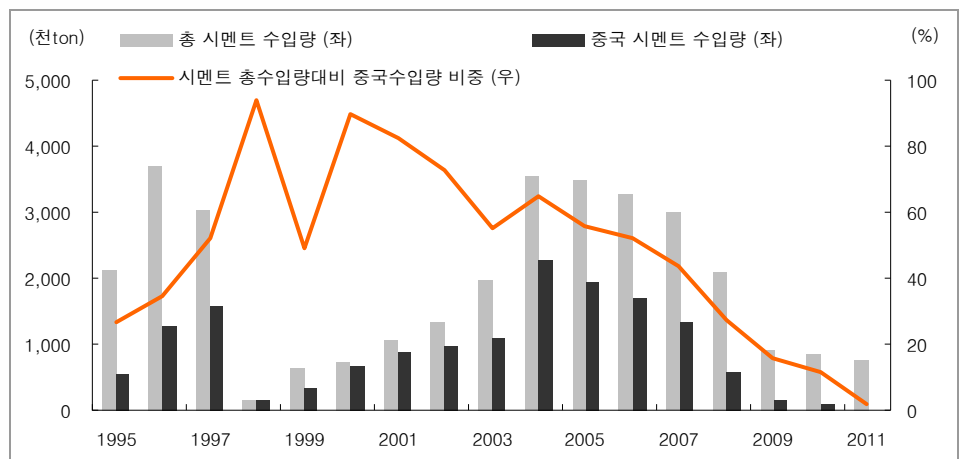
그림 10. 시멘트 1톤당 수입액 및 수출액



자료: 한국무역통계, KB투자증권 정리

시멘트 수입량이 2004~2007년 보다 절대규모가 축소된 상황에서 중국산 시멘트의 수입량도 급감하는 모습이다. 중국산 시멘트의 물류비용 증가와 품질문제로 수입량에서 점유하는 비중은 점차 낮아지고 있다. 중국 부동산시장 회복에 힘입어 자체소비량이 증가한 것도 주요 이유로 부각되고 있다. 2000년 중국산 수입점유비중이 89.9%에 달했으나, 2007년 50% 미만으로 낮아지더니 2011년 1.9%로 급감했다. 중국시멘트의 수입 부담은 당분간 미미하게 영향을 줄 것이다.

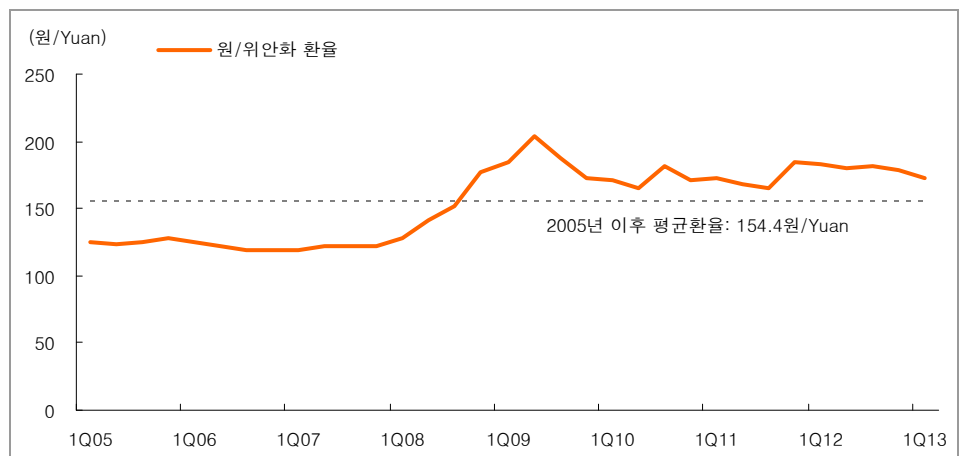
그림 11. 시멘트 총수입량대비 중국수입량 비중



자료: 한국무역통계, KB투자증권 정리

2005년 이후 원화대비 위안화 절상현상이 지속 중이다. 중국수출업체의 가격경쟁력 약화를 의미하며, 중국시멘트업체와 경쟁관계에 있는 국내시멘트업체의 수출가격 회복과 채산성 개선에 긍정적일 것으로 기대된다. 적어도 한국시멘트업체가 비수기 가동률 제고를 위해 일시적이거나 수출확대전락을 지속할 수 있을 전망이다. 반면 중국시멘트의 한국수출전략이 증가할 가능성은 당분간 크지 않아 보인다. 결국 중국 역시 수출전략은 가동률 안정의 관리측면에서 제한적으로 추진되는 것으로 보인다. 시멘트산업은 한국이든 중국이든 내수산업에 한정되고 있기 때문이다.

그림 12. 원/위안화 환율 동향



자료: DataStream, KB투자증권 정리

시멘트 판매단가 인상에 대한 논의 가능성 있으나, 시점은 미지수

2013년 2011년 미인상이연분 3.6%p와 2012년 인상요인 0.7%p 등 총 4.2%p 인상이 추진될 전망

시멘트사업의 수익성 개선은 P (판매단가) 증가와 Q (공급량) 증가가 핵심이다. 전형적인 내수 산업의 특징과 전방산업인 건설경기 전망으로 미루어 획기적인 공급량 증가를 기대하기는 어려운 상황이다. 결국 현실적으로 판매단가 인상이 가장 효과적인 수익성 개선의 동력원이 되는 것이다.

2004~2006년까지는 건설경기 위축이 심각한 상황이기도 했지만, 시멘트업체간 시장점유율 주도를 위한 판매단가할인정책으로 시멘트공급단가가 하향추세를 나타냈다. 그러나 시장점유율 상승에도 불구하고, 수익구조가 지속적으로 악화되었고, 시멘트산업의 수요회복 조짐이 보이지 않자 시멘트업체는 경쟁관계를 지양하기 시작했다. 급기야 2009년부터 시멘트 단가인상전략을 사용한 바 있다.

그러나 단가인상의 경우 2009년 1월 5.4% 인상, 2009년 3월 14.4% 인상 등 순조로웠으나, 2010~2011년 2년간 동결됐고, 2012년 1월 9% 인상이 진행된 바 있다 (시행일자는 3월 1일부). 당초 시멘트업체의 인상목표액은 12.6% 상승한 76,000원이었으나, 73,600원으로 결정되었고, 추가 인상은 2013년 상반기로 이연된 것으로 알려져 있다. 시멘트업체의 판매단가 인상은 레미콘업체, 운송업체, 건설업체의 인상반대로 항상 원하는 수준의 공급단가 인상을 기대하기 어려운 상황이다.

시멘트 원가구성은 연료비 30%, 원(부)재료비 25%, 감가상각비 15%, 노무비 11%, 전력비 10%, 운임 6%, 기타경비 3%로 추정된다. 통상적인 시멘트단가 인상은 원가의 30%를 점유하는 연료비가 유연탄가격 상승으로 통제하기 어려운 수준까지 도달했다는 것이 핵심적 근거다.

2011년 산업용전기요금이 상반기 5.8% 인상에 이어 하반기 6.5% 등 연간 12.3% 인상에 대한 원가영향은 1.2%p, 2011년 유연탄 인상 28.3%의 원가영향 8.5%p, 유가인상 16.6%의 원가영향 1.0%p, 원부재료 인상 5%의 원가영향 1.3%p, 노무비 인상 4%의 원가영향 0.4%p, 기타비용상승 5.0%의 원가영향 0.2%p 등 총 12.6%p 인상이 필요했으나, 실제 2012년 인상분은 9%에 머물렀던 바 있다.

2012년 산업용전기요금이 상반기 6.5%, 하반기 6.0% 등 연간 12.5% 인상에 대한 원가영향은 1.3%p, 2012년 유연탄인하 8.6%의 원가영향 -2.6%p, 유가인상 2.4%의 원가영향 0.1%p, 원부재료 인상 5%의 원가영향 1.3%p, 노무비 인상 4%의 원가영향 0.4%p, 기타비용상승 5.0%의 원가영향 0.2%p 등 총 0.7%p로 추산된다. 2013년에는 2012년 미인상이연분 3.6%p, 2013년 인상요인 0.7%p 등 총 4.2%p의 인상이 추진될 것으로 예상된다. 유연탄 가격 인하로 원가안정은 덤이다.

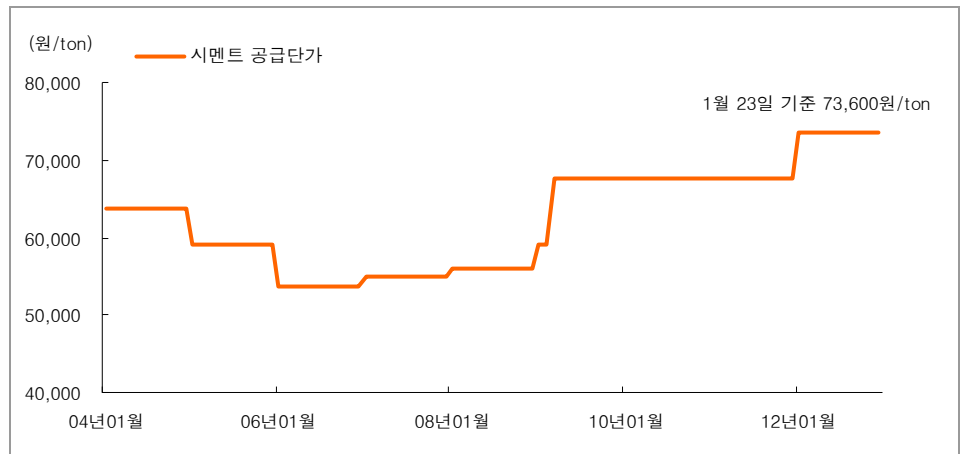
시멘트업체간 가격공조체계에 대한 의식강화로 상반기 중 추가 인상에 대한 추진이 진행될 것으로 보인다. 그러나 건설경기 부진과 분양가 상한제 등 규제완화에 대한 의미있는 변화가 구체화되지 않아 실제 가격인상이 현실화되는 시점은 예측하기 어려운 상황이다. 유연탄가격 안정에 이어 국제 해상운임 발틱지수 (BDIY)로 보아 화물운임도 안정적일 것으로 예측되어 판매단가 인상을 공격적으로 주도하기도 어려운 상황이다. 아무튼 이러한 악조건을 이겨내고, 시멘트 판매단가인상이 구체화될 경우 추가상승 모멘텀은 강도가 높아질 것으로 본다.

표 1. 2013년 시멘트 판매단가 인상에 대한 추정

원가구성	원가비율 (%)	2011년		2012년	
		가격인상률 (%)	원가명향 (%p)	가격인상률 (%)	원가명향 (%p)
연료비	30	28.3	8.5	(8.6)	(2.6)
원(부)재료비	25	5.0	1.3	5.0	1.3
감가상각비	15	n/a	n/a	n/a	n/a
노무비	11	4.0	0.4	4.0	0.4
전력비	10	12.3	1.2	12.5	1.3
운임	6	16.6	1.0	2.4	0.1
기타경비	3	5.0	0.2	5.0	0.2
(합계)	100		12.6		0.7
2012년 인상분 (%)			9.0		
2013년 인상유보분 (A, %)			3.6		
2013년 원가상승분 (B, %)				0.7	
2013년 총인상요구분 (A+B, %)				4.2	

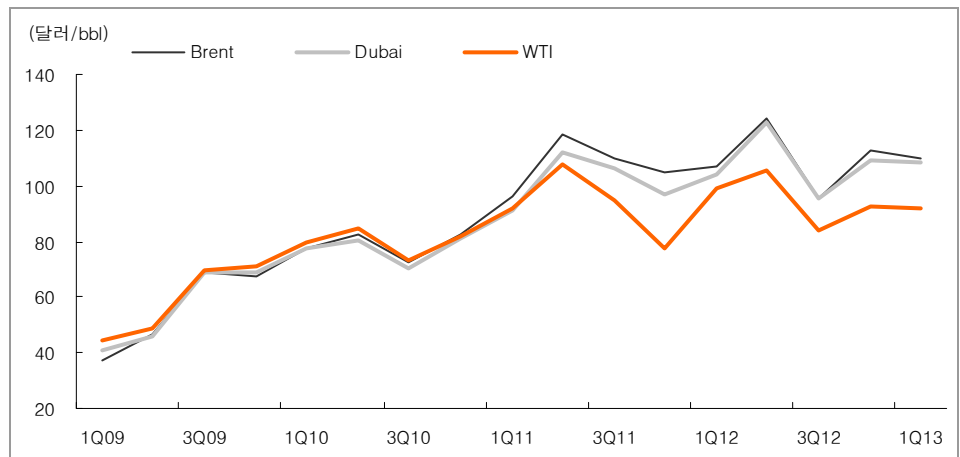
자료: KB투자증권 추정

그림 13. 시멘트 공급단가 동향



자료: 언론보도자료를 KB투자증권이 정리

그림 14. 원유가격 동향



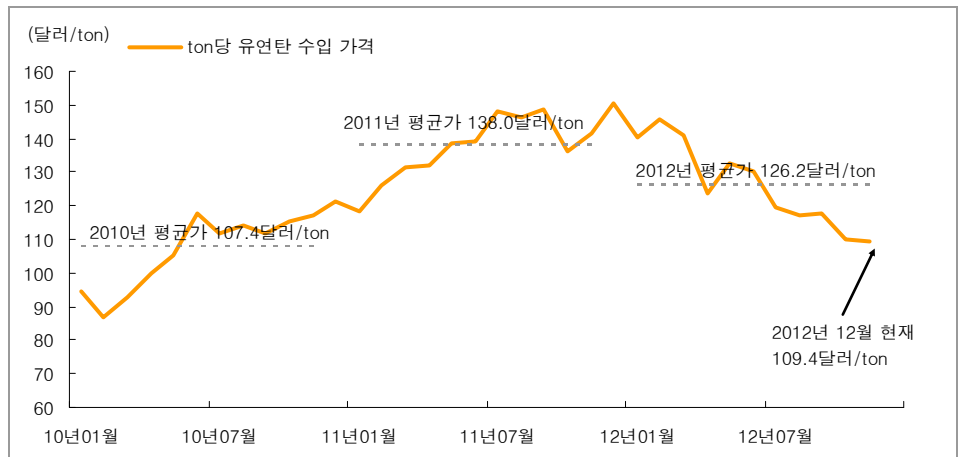
자료: DataStream, KB투자증권 정리

그림 15. 발탁운임지수 (BDIY Index) 안정적 흐름



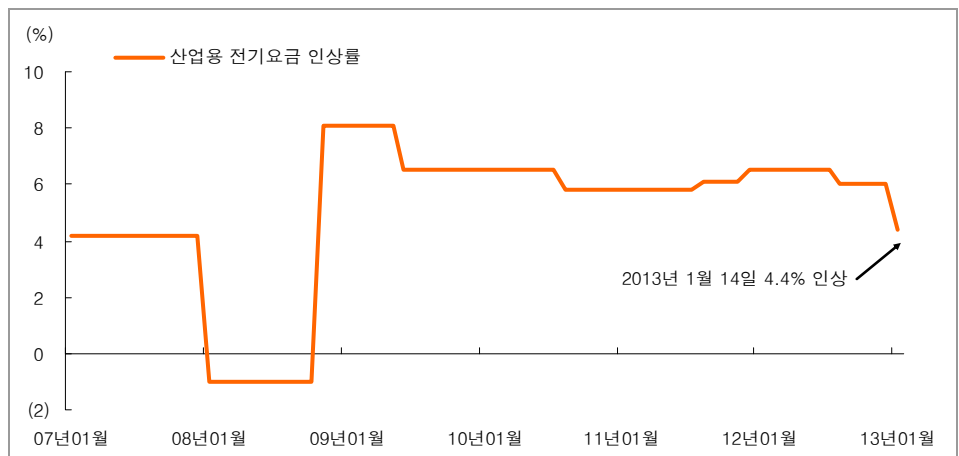
자료: KOSIS, KB투자증권 정리

그림 16. ton당 유연탄 수입가격



자료: 한국무역통계, KB투자증권 정리

그림 17. 산업용 전기요금 인상률



자료: 한국전력, KB투자증권 정리

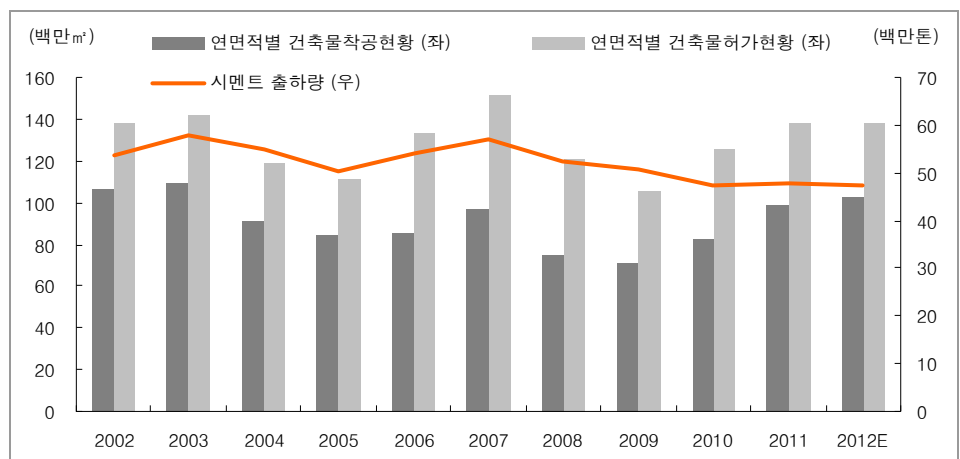
시멘트 전방산업은 여전히 담보상태이나, 더 악화될 이유도 없어

건축허가면적, 건축착공면적은
주택보급률 증가, 2009~2012년
오피스텔 공급효과 일단락으로
저성장이 불가피한 상황

내수소비에 대한 의존도가 높은 시멘트산업 특성상 출하량 증가 변수로 건축허가면적 (경기선
행지표)과 건축착공면적 (경기동행지표)의 추이가 중요한 판단요인이다. 국내 건설수주시장의
65%를 점유하는 주택/건축시장의 변화요인은 부동산 규제완화에도 불구하고, 큰 변동요인이 없다.

특히 최근 건축물 시공방식이 거푸집을 활용한 콘크리트 타설방식이 아닌 H형강 등 철골골조
를 기본으로 커튼월공법을 사용하므로 시멘트사용량이 감소하는 상황이다. 2009년을 저점으로
2010년부터 증가하기 시작한 건축허가면적내 미착공건축물의 2013~2014년 착공 증가가 기대
요인이나, 실질적인 기대효과는 적을 것으로 본다. 추세적으로 건축허가면적은 물론 건축착공
면적은 주택보급률 증가, 2009~2012년 오피스텔 공급효과 일단락으로 저성장이 불가피한 상황
이다. 시멘트 출하량의 증가율 변동도 제한적일 것이다.

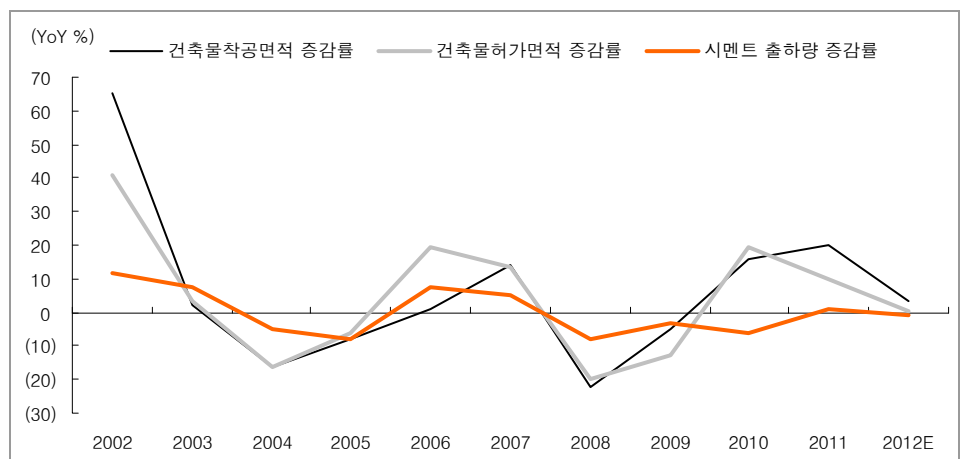
그림 18. 건축착공면적/건축허가면적과 시멘트출하량 현황



자료: KOSIS, KB투자증권 정리

주: 2012년 수치는 과거 2007~2011년 12월의 평균치를 이용해 추정

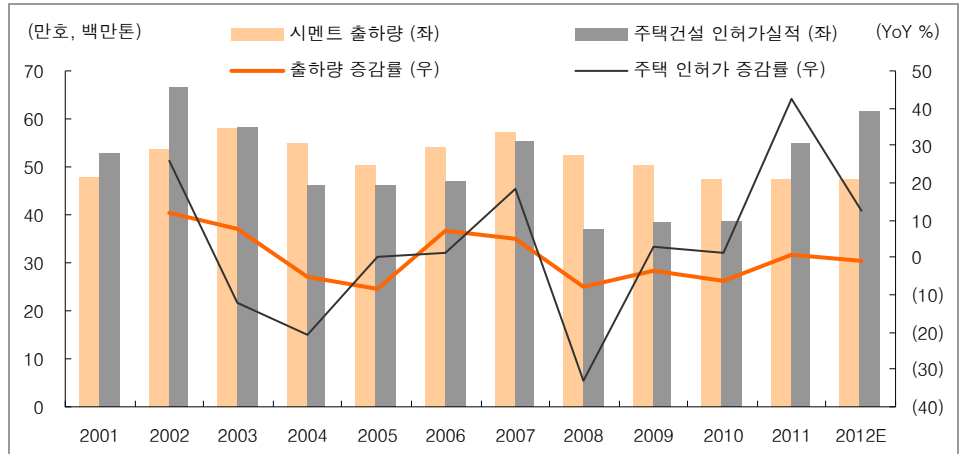
그림 19. 건축착공면적/건축허가면적 증감률과 시멘트출하량 증감률



자료: KOSIS, KB투자증권 정리

주: 2012년 수치는 과거 2007~2011년 12월의 평균치를 이용해 추정

그림 20. 주택인허가실적과 시멘트출하량 증감률



자료: KOSIS, e-나라지표, KB투자증권 정리

주: 2012년 수치는 과거 2007~2011년 12월의 평균치를 이용해 추정

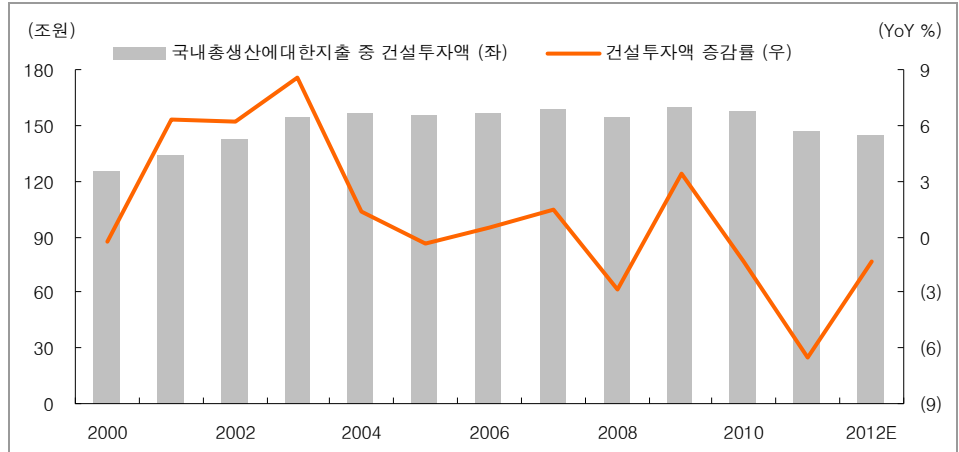
2013년 건설투자액은 기저효과와 정부의 건설경기 부양조치로 다소의 증가세가 예상된다. 그러나 장기적으로 건설투자액의 감소 추세가 이어지고 있다. 건설경기 활성화를 위해 2013년 건설투자를 확대하더라도 GDP대비 건설투자비중은 향후 매년 1%p 전후씩 감소할 것으로 보인다.

한편 2014년에는 기저효과가 마무리되면서 건설투자의 저성장국면이 불가피해 보인다. 따라서 공공인프라 건설투자의 성숙도 증가로 장기적인 시멘트 소비량도 저성장 추세가 예상된다. 그러나 시멘트 전방산업인 건설경기는 담보상태에도 불구하고, 더 급격하게 악화될 이유도 없어 시멘트 소비량의 급감 현상도 없을 전망이다.

다만 한국은 이미 시멘트소비 상위 10개국에 포함되어 있는 시멘트 다소비국가이다 (1위 중국 18억 5,100만톤, 2위 인도 2억 1,180만톤, 3위 미국 6,860만톤, 4위 브라질 6,000만톤, 5위 이란 5,600만톤, 6위 베트남 5,020만톤, 7위 러시아 4,970만톤, 8위 이집트 4,960만톤, 9위 터키 4,700만톤, 10위 한국 4,550만톤). 단위당 시멘트 사용량은 늘리기 어렵다.

또한 인위적인 시멘트 소비량 촉진책을 사용은 어려운 상황이다. 결국 기저효과를 제외한 시멘트 수요량 증가를 위한 기대치 상승은 민간건설 자본유치를 통한 신도시건설 활성화, SOC 등 공공인프라사업 확대, 수출물량의 지속적인 증대, 남북경협을 통한 간접수출물량 증가 등이다.

그림 21. 국내총생산에 대한 지출과 건설투자액 비교



자료: KOSIS, KB투자증권 정리

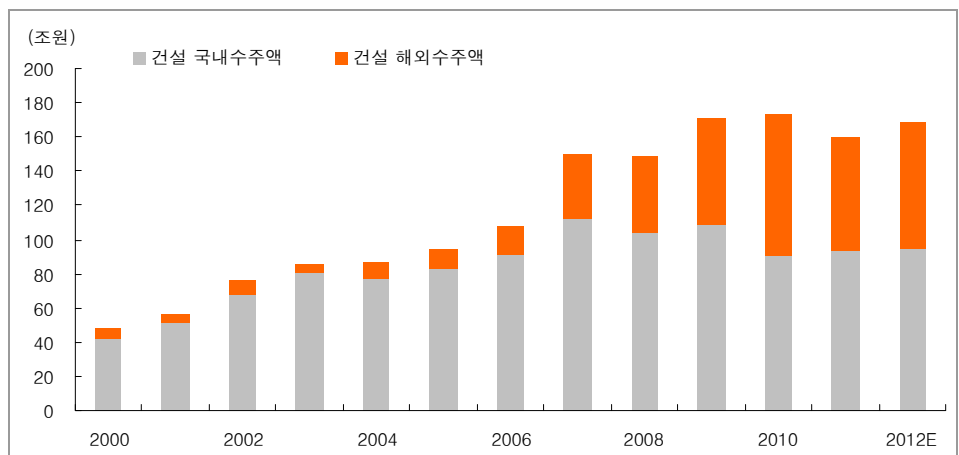
주: 2012년 수치는 과거 2007~2011년 12월의 평균치를 이용해 추정

시멘트산업의 전방산업인 건설산업의 전망은 크게 국내수주, 해외수주로 구분해 판단한다. 국내수주액은 민간건축 경기부진, 공공투자사업 정체로 향후 등락을 거듭하더라도 90~100조원 시장에 머물 것으로 보인다.

해외수주액은 중동국가의 발주량 지속, 중남미, CIS국가, 동남아시아로 시장다변화, 화공·발전·해상플랜트 등 공정다각화로 꾸준히 증가하고 있다. 따라서 국내 시멘트 수요량 회복과 더불어 국내건설사의 플랜트 설비지역에 대한 수출확대전략도 추진 중이다.

그러나 해외수주액 증가에도 불구하고, 국내시멘트 사용으로 연동되기 어려워 아직까지 국내 내수 건설시장만이 시멘트에 영향을 미치고 있다.

그림 22. 국내외 건설수주액 동향



자료: DataGuide, KB투자증권 정리

주: 2012년 국내수주액은 과거 2007~2011년 12월의 평균치를 이용해 추정

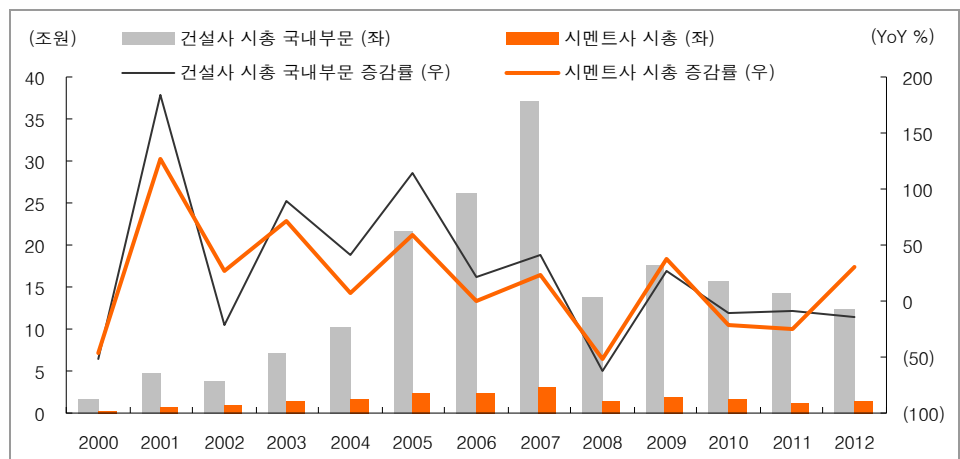
시멘트 시가총액은 국내건설사업 시가총액과 유사한 방향성

2012년 2분기 흑자전환 고려시
2009년 수준까지 10~20%
시멘트 시가총액 증가 기대

건설사 시가총액에서 해외매출액 비중을 해외사업가치로 가정해 제외할 경우 잔여시가총액은 국내가치로 판단할 수 있겠다. 과거 건설사 국내사업 시가총액과 시멘트업체의 시가총액은 추세적으로 연동하는 상황이다. 2000년부터 국내건설사 시가총액과 시멘트사 시가총액은 2007년을 고점으로 하락추세를 나타내고 있다. 다만 증감률은 추세적으로 하향추세이나, 2012년 시멘트사의 시가총액이 증가세로 전환된 것이 특징이다.

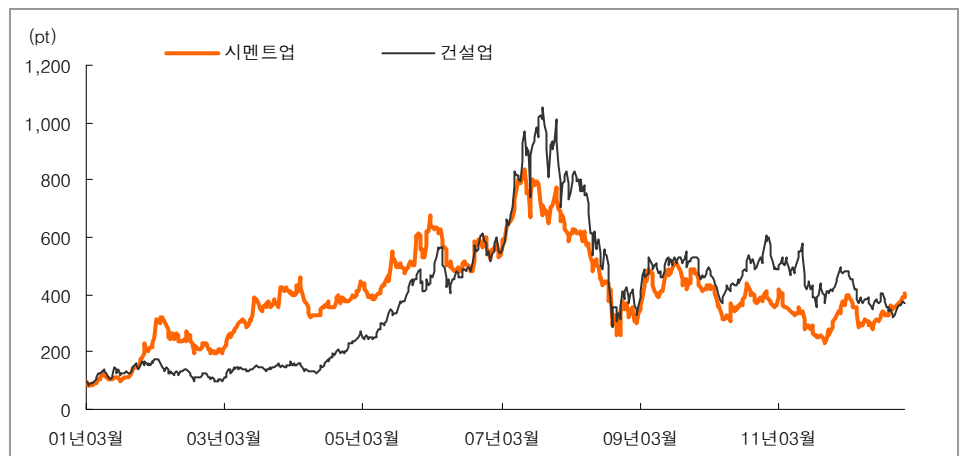
향후에도 전방산업 영향관계로 건설과 시멘트 시가총액은 유사할 것이다. 한편 시멘트업체 실적개선이 확인되고 있고, 건설사 보다 시멘트 구조조정이 좀 더 현실적으로 가능해 보인다는 것이 긍정적인 점이다. 판매단가 인상이 진행됐던 2009년, 2012년 시멘트 시가총액 증가가 확인됐다. 2012년 2분기부터 흑자전환을 고려할 때 2009년 수준까지 현재 수준대비 10~20%의 시멘트 시가총액 증가를 기대해 본다.

그림 23. 건설사 시가총액 국내부분과 시멘트사 시가총액 비교



자료: DataGuide, KB투자증권 정리

그림 24. 시멘트업과 건설업 시가총액 동향



자료: KOSIS, KB투자증권 정리

시멘트업체의 판단요인으로는 시장점유율이다. 출하량이 꾸준히 증가하는 상황에서 시장점유율이 상승할 경우 매출액 증가와 더불어 가동률 상승으로 인한 고정비 절감으로 수익성이 개선되는 것이다.

2005년, 2008년, 2011년의 출하량과 시장점유율을 살펴보면 전반적인 시멘트 소비량이 감소했음에도 불구하고, 건조한 출하량과 시장점유율이 상승한 시멘트업체는 한일시멘트, 아세아시멘트 등이다. 동양시멘트와 쌍용시멘트도 출하량은 감소했으나, 시장규모 축소가 원인으로 시장점유율은 꾸준히 증가하고 있다. 업계 순위도 안정적이다. 이러한 업체들은 수익성도 나쁘지 않음을 확인할 수 있다. 반면 출하량이 의미있게 감소하면서 점유비중도 하락한 시멘트업체는 현대시멘트, 성신양회다. 외형증가가 상대적으로 경쟁업체대비 적고, 수익구조가 부진하다. 재무구조에 대한 경쟁력도 열위한 모습이다.

현재 상장 시멘트업체의 PBR 밸류에이션 (3Q12 BPS 기준)은 한일시멘트 0.29X, 아시아시멘트 0.41X로 상대적으로 낮다. 성신양회가 0.44X로 그 뒤를 따르고 있다. 2009년과 비교해도 아직까지 크게 높은 수준은 아니라고 본다. 반면 현대시멘트 0.47X, 쌍용양회 0.53X로 상대적으로 밸류에이션이 저렴한 수준은 아니다. 한편 최근 주가가 급등한 동양시멘트는 1.00X로 2009년 밸류에이션을 상회한 상황이다.

표 2. 시멘트업계 시장점유율 동향

(단위: 만톤)	동양	쌍용	한일	현대	아세아	성신	고려	라파즈	한국	대한	기타	합계
2005년												
국내출하량	609	924	441	471	279	605	203	584	160	149	203	4,629
점유비중 (%)	13.2	20.0	9.5	10.2	6.0	13.1	4.4	12.6	3.5	3.2	4.4	100.0
업계순위 (위)	2	1	6	5	7	3	8	4	9	10	11	
2008년												
국내출하량	700	1,046	573	535	308	681	222	627	156	127	90	5,064
점유비중 (%)	13.8	20.7	11.3	10.6	6.1	13.4	4.4	12.4	3.1	2.5	1.8	100.0
업계순위 (위)	2	1	5	6	7	3	8	4	9	10	11	
2011년												
국내출하량	662	926	590	436	307	513	228	569	140	83	5	4,460
점유비중 (%)	14.8	20.8	13.2	9.8	6.9	11.5	5.1	12.8	3.1	1.9	0.1	100.0
업계순위 (위)	2	1	3	6	7	5	8	4	9	10	11	

자료: DataGuide, KB투자증권 정리

표 3. 시멘트 6개사 PBR

(단위: X)	성신양회	쌍용양회	한일시멘트	아세아시멘트	동양시멘트	현대시멘트
2009	0.51	0.81	0.58	0.39	0.15	0.37
2010	0.23	0.51	0.35	0.28	0.40	0.24
2011	0.14	0.33	0.24	0.24	0.53	0.32
3Q12	0.29	0.46	0.25	0.33	0.44	0.46
4Q12E	0.32	0.46	0.30	0.39	0.60	0.37
2012E*	0.44	0.53	0.29	0.41	1.00	0.47

자료: DataGuide, KB투자증권 정리

주: 2013년 1월 22일 주가 기준

시멘트업체 실적추정에 대한 불확실성 여전하나, 흑자전환은 확실

성신양회 (004980) 영업이익 흑자전환이 예상되나, 경쟁업체대비 수익구조 평균수준 하회

단양공장 폐열회수장치 발전설비
2012년 12월 28일부로
1,160억원에 매각

2011년 국내출하량 기준 513만톤으로 업계내 랭킹 5위다. 업계 순위는 1위 쌍용양회 926만톤 (20.8%), 2위 동양시멘트 662만톤 (14.8%), 3위 한일시멘트 590만톤 (13.2%), 4위 라파즈한라 569만톤 (12.8%), 5위 성신양회 513만톤 (11.5%), 6위 현대시멘트 436만톤 (9.8%), 7위 아세아시멘트 307만톤 (6.9%)이다. 성신양회는 2008년 출하량 681만톤, 시장점유율 13.4%로 업계내 랭킹 3위에서 순위가 계속해서 밀리고 있다.

매출액 감소는 물론 가동률 저하로 수익구조도 부진하다. 2012년 2분기 흑자전환됐으나, 지속적인 차입금 증가로 세전이익은 적자상태다. 과거처럼 시장점유율 13%대, 랭킹 3위 수준을 유지할 경우 판매단가 인상, 판매량 증가시 수익구조 개선이 기대됐으나, 현 상황에서는 특징이 없어 보인다. 흑자전환이 가능하다는 전제하에 2009년 수준의 기업가치가 유지된다고 가정하면 2009년 평균주가 7,500원과 현주가 (1/22) 6,450원과의 주가갭은 16% 수준이다.

표 4. 성신양회 재무구조

(단위: 억원)	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	1Q12	2Q12	3Q12
매출액	4,716	5,056	5,676	5,954	5,182	4,676	900	1,674	1,202
매출총이익	709	785	663	1,100	353	335	(43)	352	214
영업이익	(331)	(222)	(381)	109	(548)	75	(145)	156	33
세전이익	(534)	(526)	(788)	148	(999)	(399)	(255)	46	(87)
순이익	(390)	(963)	(788)	148	(932)	(367)	(311)	46	(87)
이익률 (%)									
매출총이익	15.0	15.5	11.7	18.5	6.8	7.2	(4.7)	21.0	17.8
영업이익	(7.0)	(4.4)	(6.7)	1.8	(10.6)	1.6	(16.1)	9.3	2.8
세전이익	(11.3)	(10.4)	(13.9)	2.5	(19.3)	(8.5)	(28.3)	2.8	(7.2)
순이익	(8.3)	(19.1)	(13.9)	2.5	(18.0)	(7.8)	(34.6)	2.8	(7.2)
증감률 (YoY %)									
매출액		7.2	12.3	4.9	(13.0)	(9.8)	10.5	17.0	1.3
매출총이익		10.7	(15.6)	66.0	(67.9)	(5.1)	적지	30.4	105.5
영업이익		적지	적지	흑전	적전	흑전	적지	30.1	흑전
세전이익		적지	적지	흑전	적전	적지	적지	696.2	적지
순이익		적지	적지	흑전	적전	적지	적지	649.2	적지
현금 및 현금성자산	23	11	24	68	18	8	8	5	9
사채	4,135	3,185	2,315	895	1,300	650	150	750	1,050
장기차입금	244	200	965	605	1,519	827	820	847	1,171
단기차입금	50	250	530	719	2,154	1,903	2,024	2,693	3,134
유동성사채	1,600	2,300	2,185	2,170	1,194	1,703	2,200	1,600	953
유동성장기차입금	177	99	113	949	522	1,134	1,136	699	455
자본	4,182	3,336	4,018	3,829	3,782	3,388	3,071	3,110	2,987
총차입금	6,205	6,034	6,108	5,337	6,689	6,217	6,331	6,589	6,764
순차입금	6,182	6,024	6,083	5,270	6,670	6,209	6,322	6,584	6,755
순부채비율 (%)	147.8	180.6	151.4	137.6	176.4	183.3	205.9	211.7	226.1

자료: DataGuide, KB투자증권 정리

쌍용양회 (003410): 시장점유율 20%대의 업계 1위 업체로 수익구조 양호

수익성도 양호하고, 재무구조
관리도 양호하나, 자본금으로 PRR
0.53X으로 밸류에이션 부담

2011년 국내출하량 기준 926만톤으로 업계내 랭킹 1위 업체이다. 시장점유율은 2005년 20.0%, 2008년 20.7%, 2011년 20.8%로 안정수준을 유지하고 있다. 업계 1위의 시장점유율을 유지에 힘입어 매출액 성장도 견조하며, 수익구조도 우수하다. 순부채비율도 87%대로 비교적 안정수준으로 평가된다. 2012년 흑자전환에 이어 유연탄가격이 안정됨에 따라 2013년에도 흑자기조가 이어질 것으로 예상된다.

시장점유율 20%대, 랭킹 1위 수준을 유지할 경우 2013년 판매단가 인상, 판매량 증가시 추가적인 수익구조 개선이 기대된다. 흑자전환이 확실하며, 2009년 수준 이상의 기업가치가 확인된다고 가정하면 2009년 평균주가 7,500원과 현주가 6,590원 (1/22) 과의 주가갭은 14% 수준이다.

수익구조 측면에서는 성신양회 보다 경쟁력이 있어 보인다. 그러나 자본금 규모를 고려할 때 밸류에이션 부담으로 인해 주가의 변동성과 상승탄력성은 상대적으로 부족해 보인다. 주식시장에서 시장참여자들의 관심도는 성신양회에 비해 떨어질 수밖에 없을 전망이다.

표 5. 쌍용양회 재무구조

(단위: 억원)	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	1Q12	2Q12	3Q12
매출액	10,383	10,155	11,724	10,833	10,364	11,652	2,708	3,684	3,259
매출총이익	1,480	1,030	909	1,726	1,522	1,016	22	554	544
영업이익	(70)	54	(156)	730	827	303	(239)	311	356
세전이익	(514)	62	(1,654)	(6)	15	(430)	(407)	106	211
순이익	(541)	67	(1,687)	(26)	21	(432)	(407)	106	211
이익률 (%)									
매출총이익	14.3	10.1	7.8	15.9	14.7	8.7	0.8	15.0	16.7
영업이익	(0.7)	0.5	(1.3)	6.7	8.0	2.6	(8.8)	8.5	10.9
세전이익	(4.9)	0.6	(14.1)	(0.1)	0.1	(3.7)	(15.0)	2.9	6.5
순이익	(5.2)	0.7	(14.4)	(0.2)	0.2	(3.7)	(15.0)	2.9	6.5
증감률 (YoY %)									
매출액		(2.2)	15.4	(7.6)	(4.3)	12.4	17.8	27.3	10.3
매출총이익		(30.4)	(11.7)	89.8	(11.8)	(33.3)	흑전	40.0	85.5
영업이익		흑전	적전	흑전	13.2	(63.3)	적지	6.9	104.0
세전이익		흑전	적전	적지	흑전	적전	적지	14.6	흑전
순이익		흑전	적전	적지	흑전	적전	적지	14.1	흑전
현금 및 현금성자산	12	7	10	4	2	10	10	10	4
사채	2,259	0	0	0	400	500	500	299	300
장기차입금	2,326	653	925	3,002	2,888	839	804	795	1,126
단기차입금	1,886	3,130	6,939	1,650	3,868	4,271	5,095	5,019	5,499
유동성사채	800	2,276	0	0	500	400	400	300	0
유동성장기차입금	208	2,236	272	206	541	2,243	2,037	2,117	1,782
자본	11,070	11,095	9,153	9,310	10,579	10,065	9,661	9,744	9,944
총차입금	7,479	8,295	8,137	4,859	8,197	8,253	8,836	8,530	8,707
순차입금	7,467	8,288	8,126	4,855	8,195	8,243	8,826	8,521	8,703
순부채비율 (%)	67.5	74.7	88.8	52.1	77.5	81.9	91.4	87.4	87.5

자료: DataGuide, KB투자증권 정리

한일시멘트 (003300): 업계 최상의 수익구조이나, 한일건설로 인해 주기탄력성 과거보다 약화

업계 2위의 시장점유율 동양과
시장점유율 차이가 2005년 3.6%p,
2008년 2.5%p, 2011년 1.6%p

2011년 국내출하량 기준 590만톤으로 업계내 랭킹 3위 업체이다. 시장점유율은 2005년 9.5%, 2008년 11.3%, 2011년 13.2%로 시장점유율을 높이고 있다. 출하량도 2005년 441만톤, 2008년 573만톤, 2011년 590만톤으로 증가했다. 가동률이 유지된 상황에서 시장점유율이 상승하고 있어 매출액 증가와 수익구조가 단연 뛰어나다. 업계 2위의 시장점유율을 유지하는 동양시멘트와 시장점유율 차이가 2005년 3.6%p, 2008년 2.5%p, 2011년 1.6%p로 축소되고 있다. 시장점유율 상승에 힘입어 견조한 매출액 성장과 수익성으로 순부채비율도 33%대 안정수준이다.

2012년 흑자전환에 이어 유연탄가격 안정으로 2013년에도 흑자기조가 이어질 것이다. 다만 계열사 한일건설 지분보유 (50.5%)로 한일시멘트의 재무안정성이 희석되는 상황이다. 한일건설은 1월 21일, 보통주에 대해 감자결정을 공시했다 (감자비율 90%, 신규상장예정 3월 25일). 한일건설 PF지급보증잔액은 4,448억원, 신용평가는 기업어음 C (2010.6 한국신용평가), 회사채 CCC (2010.6 한국신용평가)이다. 2010년 7월 5일에 워크아웃을 개시했다. 3분기 기준 현금자산 226억원, 단기금융 97억원, 단기차입금 184억원, 유동성장기부채 210억원, 사채 2,579억원 등 순차입금은 2,650억원이다. 2009년 평균주가 60,000원과 현주가 47,900원 (1/22)과 주가갭은 25%이다.

표 6. 한일시멘트 재무구조

(단위: 억원)	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	1Q12	2Q12	3Q12
매출액	5,117	5,593	5,940	6,502	6,513	7,041	1,468	2,539	2,158
매출총이익	1,150	1,097	983	1,349	1,061	1,206	6	711	519
영업이익	398	228	80	465	209	331	(242)	380	268
세전이익	742	769	148	509	171	192	(299)	323	209
순이익	467	583	145	404	163	133	(234)	250	159
이익률 (%)									
매출총이익	22.5	19.6	16.6	20.8	16.3	17.1	0.4	28.0	24.1
영업이익	7.8	4.1	1.3	7.2	3.2	4.7	(16.5)	15.0	12.4
세전이익	14.5	13.7	2.5	7.8	2.6	2.7	(20.4)	12.7	9.7
순이익	9.1	10.4	2.4	6.2	2.5	1.9	(15.9)	9.9	7.4
증감률 (YoY %)									
매출액		9.3	6.2	9.5	0.2	8.1	27.2	27.1	21.0
매출총이익		(4.6)	(10.4)	37.2	(21.3)	13.6	흑전	62.1	39.7
영업이익		(42.8)	(65.0)	483.3	(55.0)	58.1	적지	95.9	69.8
세전이익		3.5	(80.7)	243.1	(66.5)	12.7	적지	102.2	76.3
순이익		24.8	(75.1)	178.7	(59.6)	(18.8)	적지	113.3	64.1
현금 및 현금성자산	505	116	140	868	1,673	647	490	912	1,402
사채	0	0	0	800	800	900	900	1,400	1,400
장기차입금	54	42	43	137	941	2,589	2,351	2,477	2,571
단기차입금	0	0	309	320	400	604	604	764	730
유동성사채	0	0	0	0	300	500	500	500	500
유동성장기차입금	11	13	13	212	11	230	487	332	345
자본	9,153	10,237	9,508	10,170	12,800	12,303	12,114	12,223	12,415
총차입금	65	54	364	1,469	2,452	4,823	4,842	5,473	5,546
순차입금	(440)	(62)	225	601	780	4,176	4,353	4,561	4,144
순부채비율 (%)	순현금	순현금	2.4	5.9	6.1	33.9	35.9	37.3	33.4

자료: DataGuide, KB투자증권 정리

아세아시멘트 (002030): 수익성, 재무안정성, 사업다각화 재료 측면에서 시장관심 커

수익성 향상, 재무안정 부각,
메탈실리콘 사업다각화 등 재료도
풍부해 시장관심이 높아

2011년 국내출하량 기준 307만톤으로 업계내 랭킹 7위 업체이다. 시장점유율은 2005년 6.0%, 2008년 6.1%, 2011년 6.9%로 시장점유율을 높이고 있다. 가동률이 유지된 상황에서 시장점유율이 상승하고 있어 매출액 증가와 수익구조가 우수하다. 대표적으로 수익구조가 우량한 시멘트 업체로 시장에서는 한일시멘트와 더불어 아세아시멘트를 꼽는다. 계열사 리스크가 적고, 순차입금 규모가 안정적이기에 재무구조 측면에서는 한일시멘트 보다 우수하다는 평가다. 시장점유율 상승에 힘입어 견조한 매출액 성장과 수익성으로 순부채비율도 1%대 안정수준이다.

2012년 흑자전환에 이어 유연탄가격 안정으로 2013년에도 흑자기조가 무난하게 이어질 것이다. 재무구조도 특별한 이상 징후가 발견되지 않고 있다. 2012년 9월 24일, 말레이시아 'ASIA ADVANCED MATERIALS SDN.BHD.' 법인에 대한 100% 출자 (38.5억원)로 메탈실리콘사업에 대한 제조 및 판매사업에 진출함에 따라 소재산업으로 사업구조다변화 관련주로 부각됐다. 회사측은 투자계획은 현지상황을 고려해 순차적으로 투자할 계획임을 알렸고, 범용실리콘사업이기 때문에 판로개척이 용이하다는 설명이다. 수익성, 재무안정, 사업다각화 등 재료도 풍부해 시장관심이 높다. 다만 현주가 64,600원 (1/22)은 2009년 고점 58,000원을 10% 상회한 수준이다.

표 7. 아세아시멘트 재무구조

(단위: 억원)	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	1Q12	2Q12	3Q12
매출액	2,513	2,800	3,001	3,226	2,808	3,208	598	1,043	886
매출총이익	507	522	368	525	328	483	(51)	264	247
영업이익	85	50	(54)	153	(3)	84	(135)	148	141
세전이익	192	392	116	338	21	125	(109)	149	149
순이익	72	436	107	268	27	96	(73)	116	116
이익률 (%)									
매출총이익	20.2	18.6	12.3	16.3	11.7	15.1	(8.6)	25.3	27.9
영업이익	3.4	1.8	(1.8)	4.7	(0.1)	2.6	(22.6)	14.2	15.9
세전이익	7.6	14.0	3.9	10.5	0.8	3.9	(18.2)	14.3	16.8
순이익	2.9	15.6	3.6	8.3	1.0	3.0	(12.2)	11.1	13.0
증감률 (YoY %)									
매출액		11.4	7.2	7.5	(13.0)	14.2	34.0	11.3	(2.4)
매출총이익		2.8	(29.5)	42.8	(37.6)	47.3	적지	40.7	11.2
영업이익		(40.5)	적전	흑전	적전	흑전	적지	80.8	23.7
세전이익		104.0	(70.3)	190.5	(93.7)	485.8	적지	42.5	54.9
순이익		506.1	(75.4)	149.4	(89.9)	253.8	적지	39.9	51.1
현금 및 현금성자산	38	381	176	361	465	419	271	281	240
사채	0	0	0	0	0	0	0	0	0
장기차입금	186	138	86	75	38	11	6	3	0
단기차입금	37	43	412	194	178	353	288	342	333
유동성사채	0	0	0	0	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	43	51	52	41	37	27	25	21	18
자본	5,309	6,511	6,312	6,534	7,520	7,189	7,130	7,222	7,180
총차입금	265	232	550	310	253	391	319	366	351
순차입금	228	(149)	374	(50)	(213)	(28)	48	85	111
순부채비율 (%)	4.3	순현금	5.9	순현금	순현금	순현금	0.7	1.2	1.5

자료: DataGuide, KB투자증권 정리

동양시멘트 (038500): 한일시멘트의 시장점유율 증가에 대한 대응과 차입금 축소가 관건

재무구조의 획기적 변화가 있어야
세전이익도 의미있는 흑자기조에
안착할 수 있을 것

2011년 국내출하량 기준 662만톤으로 업계내 랭킹 2위 업체이다. 시장점유율은 2005년 13.2%, 2008년 13.8%, 2011년 14.8%로 시장점유율을 높이고 있다. 가동률이 유지된 상황에서 시장점유율이 상승하고 있어 매출액 증가와 수익구조가 비교적 우수하다. 다만 한일시멘트와 아세아시멘트 보다는 가동률이 경쟁력 있는 수준까지 도달하지 않아 수익구조는 흑자업체 중에서는 평범한 수준으로 보인다. 업계 2위 자리를 꾸준히 유지하고 있으나, 한일시멘트의 시장점유율 확대로 동양시멘트와 시장점유율 차이가 2005년 3.6%p, 2008년 2.5%p, 2011년 1.6%p로 축소되고 있다. 시장점유율 상승에 힘입어 견조한 매출액 성장과 비교적 안정적인 영업이익을 유지하고 있으나, 순차입금의 부담으로 세전이익이 영업이익대비 부진하고, 순부채비율도 140%대다.

2012년 흑자전환에 이어 유연탄가격 안정으로 2013년에도 영업이익까지는 흑자기조가 이어질 것으로 보인다. 다만 재무구조의 획기적인 변화가 있어야 세전이익도 의미있는 흑자기조에 안착할 수 있을 것으로 보인다. 동양그룹의 삼척화력발전소 참여로 주가탄력성이 강하게 유지되고 있지만, 재무적인 경쟁력 열위가 시장참여자들의 관심을 낮추는 요인이 될 수 있어 변화가 요구된다. 현주가 4,135원 (1/22)은 2009년 주가고점 4,000원을 3% 상회한 수준이다.

표 8. 동양시멘트 재무구조

(단위: 억원)	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	1Q12	2Q12	3Q12
매출액	22	41	39	5,026	4,823	5,445	1,191	1,901	1,491
매출총이익	(27)	21	10	820	609	347	50	384	296
영업이익	(123)	(5)	(39)	403	114	(354)	(117)	196	109
세전이익	(170)	(5)	(271)	46	(337)	(839)	(231)	70	2
순이익	(170)	(24)	(285)	46	(335)	(839)	(228)	69	2
이익률 (%)									
매출총이익	(122.1)	51.0	26.3	16.3	12.6	6.4	4.2	20.2	19.9
영업이익	(556.2)	(11.0)	(100.7)	8.0	2.4	(6.5)	(9.8)	10.3	7.3
세전이익	(773.7)	(13.3)	(699.4)	0.9	(7.0)	(15.4)	(19.4)	3.7	0.1
순이익	(773.7)	(57.9)	(733.6)	0.9	(7.0)	(15.4)	(19.1)	3.6	0.1
증감률 (YoY %)									
매출액		85.8	(5.2)	12,849.8	(4.0)	12.9	12.0	25.2	3.6
매출총이익		흑전	(51.1)	7,918.0	(25.7)	(43.1)	흑전	114.7	60.4
영업이익		적지	적지	흑전	(71.6)	적전	적지	1182.1	362.1
세전이익		적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	흑전
순이익		적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	흑전
현금 및 현금성자산	2	35	222	226	411	176	28	50	93
사채	20	1	1,400	0	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	239	4,656	266	309	3,939	3,679
단기차입금	54	10	0	8	17	1,044	1,140	1,623	1,193
유동성사채	30	0	0	414	1,991	1,600	1,608	1,617	2,091
유동성장기차입금	0	0	0	4,384	567	4,482	4,337	552	549
자본	(4)	92	1,728	7,313	6,346	5,467	5,237	5,307	5,307
총차입금	104	11	1,400	5,046	7,231	7,392	7,394	7,731	7,513
순차입금	102	(24)	1,178	4,820	6,820	7,216	7,366	7,681	7,420
순부채비율 (%)	n/a	순현금	68.2	65.9	107.5	132.0	140.6	144.7	139.8

자료: DataGuide, KB투자증권 정리

현대시멘트 (006390): 2010년 10월 경영정상화계획 이행약정을 체결 (2014년 12월 31일까지)

순차입금 부담으로 세전이익이
영업이익대비 부진하고,
순부채비율도 350%

2011년 국내출하량 기준 436만톤으로 업계내 랭킹 6위 업체이다. 시장점유율은 2005년 10.2%, 2008년 10.6%, 2011년 9.8%로 시장점유율이 낮아지고 있다. 쌍용시멘트, 동양시멘트, 한일시멘트 등 국내시멘트 1~3위 업체의 시장점유율 확대전략과 라파즈한라 등 해외출자업체의 4위 고수로 인해 성신양회 5위, 현대시멘트 6위 등의 중간규모업체가 시장점유율을 정체국면이거나, 혹은 점유율을 소폭 잃고 있는 상황이다. 반면 시장점유율이 줄고 있으나, 가동률이 여전히 고 수위를 유지하고 있어 매출액 증가와 수익구조는 우수하다. 다만 순차입금의 부담으로 세전이 익이 영업이익대비 부진하고, 순부채비율도 350%대다.

신용평가는 회사채 CCC (2011.6 한신정평가, 한국신용평가), 기업어음 C (2010.5 한신정평가, 한국신용평가) 등급이다. 2010년 10월 경영정상화계획의 이행약정을 체결했다 (2014년 12월 31일 까지). 성우종합건설 지분 100%, 성우오스타개발 골프장 지분 100%를 보유 중이다. 2013년 1월 21일, 시행사인 명보디엔씨와 시공사 겸 연대보증인 성우종합건설의 채무상환채원 부족으로 105억원을 채무인수 결정했다. 2009년 평균주가 13,500원과 현주가 6,690원 (1/22)의 주가갭은 100% 수준이다.

표 9. 현대시멘트 재무구조

(단위: 억원)	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	1Q12	2Q12	3Q12
매출액	2,976	3,180	3,478	3,075	2,395	2,692	464	918	729
매출총이익	516	375	162	666	102	434	(79)	265	174
영업이익	42	(131)	(357)	260	(2,476)	468	(154)	188	100
세전이익	30	(210)	(780)	351	(2,068)	111	(205)	125	56
순이익	12	(162)	(682)	174	(2,274)	(760)	(195)	133	68
이익률 (%)									
매출총이익	17.3	11.8	4.7	21.7	4.3	16.1	(16.9)	28.9	23.9
영업이익	1.4	(4.1)	(10.3)	8.4	(103.4)	17.4	(33.2)	20.5	13.7
세전이익	1.0	(6.6)	(22.4)	11.4	(86.3)	4.1	(44.1)	13.6	7.7
순이익	0.4	(5.1)	(19.6)	5.7	(95.0)	(28.2)	(42.0)	14.4	9.4
증감률 (YoY %)									
매출액		6.9	9.4	(11.6)	(22.1)	12.4	18.2	14.7	9.1
매출총이익		(27.3)	(56.8)	310.9	(84.6)	323.9	적지	7.8	66.1
영업이익		적전	적지	흑전	적전	흑전	적지	2.0	129.4
세전이익		적전	적지	흑전	적전	흑전	적지	7.0	흑전
순이익		적전	적지	흑전	적전	적지	적지	45.0	흑전
현금 및 현금성자산	11	8	6	4	0	90	0	1	1
사채	300	802	800	200	1,493	1,333	1,261	1,118	1,097
장기차입금	98	581	54	35	1,988	1,266	1,191	1,298	1,253
단기차입금	1,199	1,061	2,928	1,377	787	925	839	851	812
유동성사채	300	300	100	2,113	167	194	165	314	339
유동성장기차입금	18	22	518	18	1	0	35	120	180
자본	4,022	4,059	3,047	3,294	1,830	1,083	887	1,019	1,045
총차입금	1,915	2,766	4,400	3,742	4,436	3,717	3,490	3,702	3,680
순차입금	1,904	2,759	4,394	3,738	4,435	3,627	3,490	3,701	3,680
순부채비율 (%)	47.3	68.0	144.2	113.5	242.4	334.9	393.5	363.1	352.3

자료: DataGuide, KB투자증권 정리

시멘트업체 최근 국내기관투자가 누적순매수 점증하는 양상

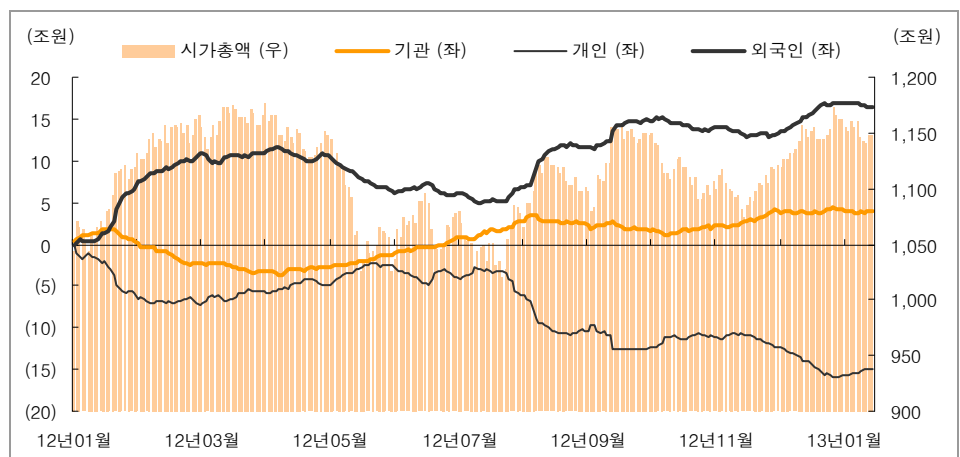
기관투자자의 누적순매수 동향이
의미있게 나타난 종목은 성신양회,
한일시멘트, 아세아시멘트

KOSPI의 투자주체별 누적순매수는 국내기관투자자의 견조한 순매수지조를 지속하는 가운데, 외국인투자자의 관심이 꾸준한 것으로 관측된다. 개인투자자의 순매수전환 여부가 최대 관심 사항이다.

반면 시멘트 6개사 합산 투자주체별 누적순매수는 국내기관투자가 누적순매수가 2012년 말부터 의미있는 반등 모습이 나타나고 있다. 그러나 여전히 외국인투자자의 순매수규모는 미진하고, 오히려 개인투자자의 경우 순매수 규모가 축소되는 상황으로 관측된다.

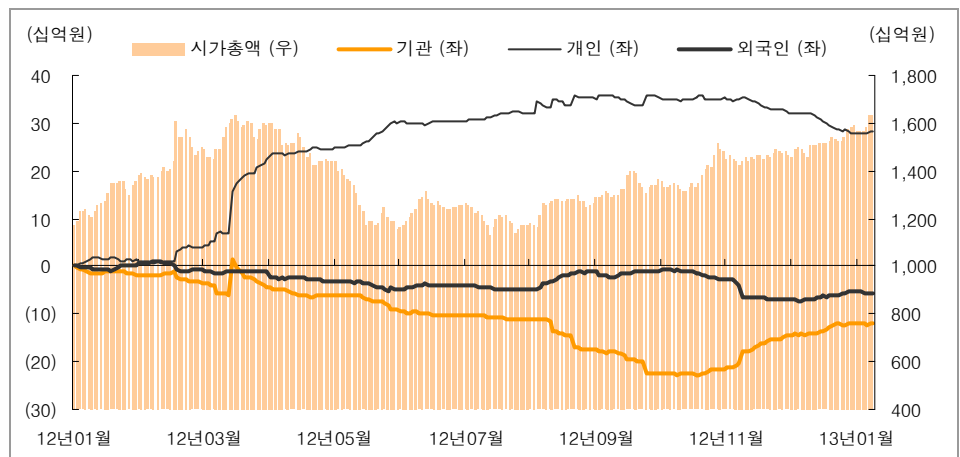
종목별로는 기관투자자의 누적순매수 동향이 의미있게 나타난 종목은 성신양회, 한일시멘트, 아세아시멘트 등 3개 종목으로 요약된다. 외국인투자자의 누적순매수 동향이 의미있게 나타난 종목은 쌍용양회이다. 개인투자자의 누적순매수 동향이 의미있게 나타난 종목은 동양시멘트다.

그림 25. KOSPI 투자주체별 누적순매수 동향



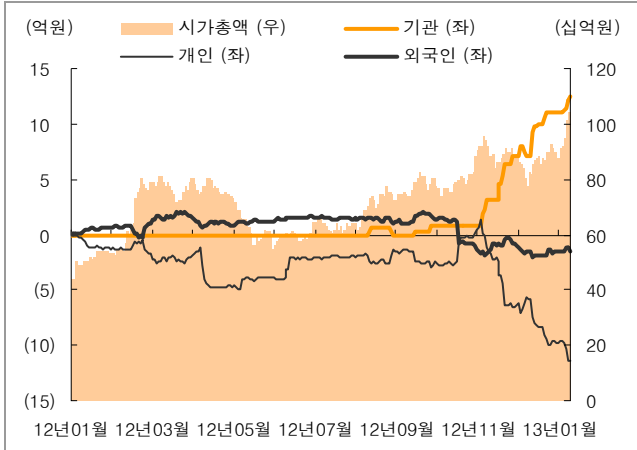
자료: DataGuide, KB투자증권 정리

그림 26. 시멘트 6개사 합산 투자주체별 누적순매수 동향



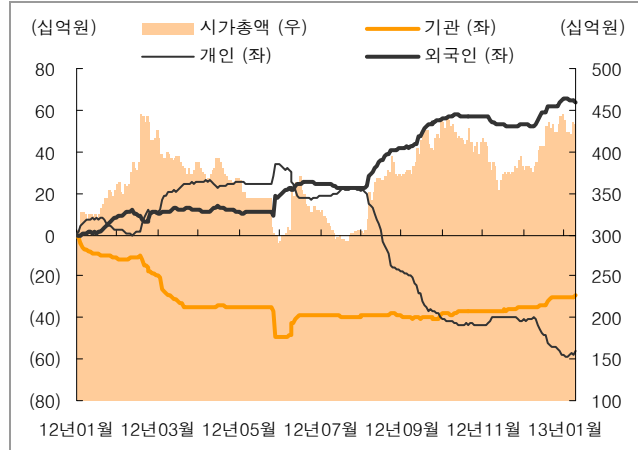
자료: DataGuide, KB투자증권 정리

그림 27. 상신양회 투자주체별 누적순매수 동향



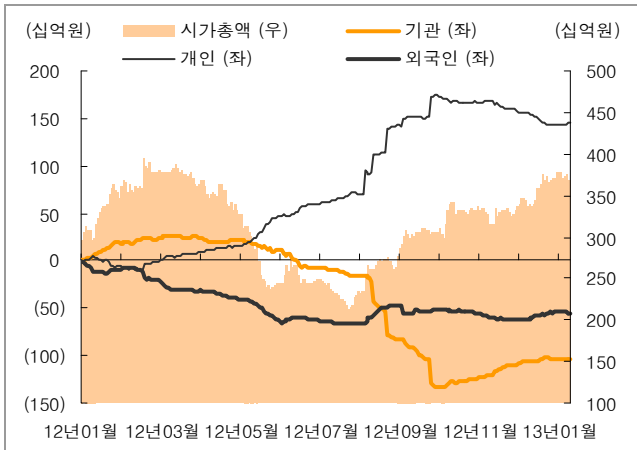
자료: DataGuide, KB투자증권 정리

그림 28. 쌍용양회 투자주체별 누적순매수 동향



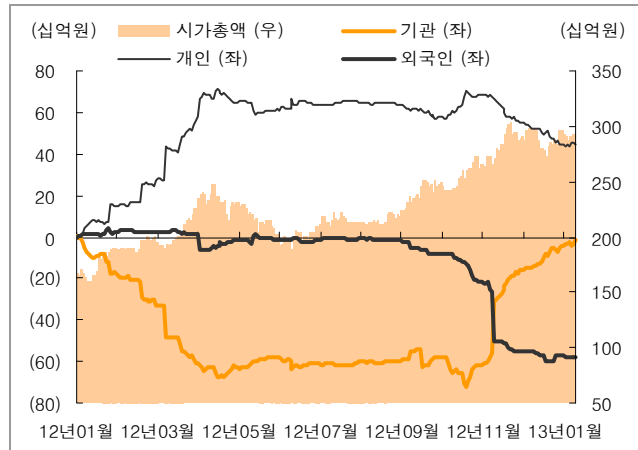
자료: DataGuide, KB투자증권 정리

그림 29. 한일시멘트 투자주체별 누적순매수 동향



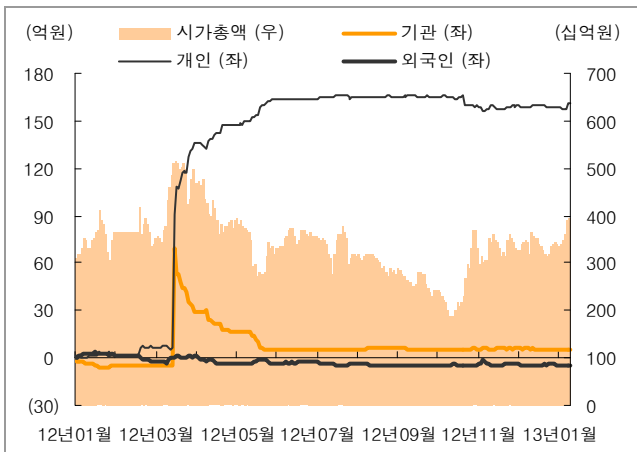
자료: DataGuide, KB투자증권 정리

그림 30. 아세아시멘트 투자주체별 누적순매수 동향



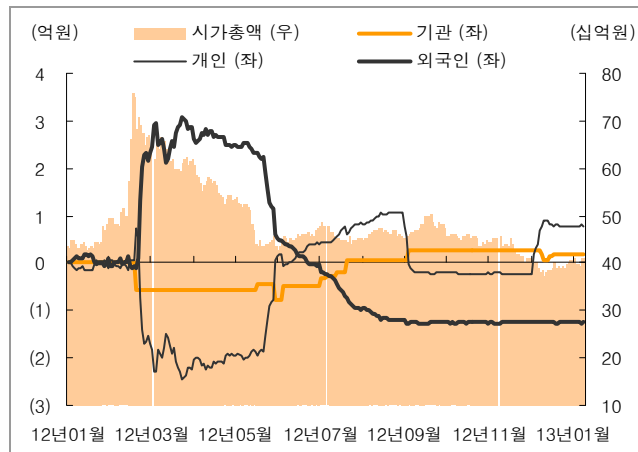
자료: DataGuide, KB투자증권 정리

그림 31. 동양시멘트 투자주체별 누적순매수 동향



자료: DataGuide, KB투자증권 정리

그림 32. 현대시멘트 투자주체별 누적순매수 동향



자료: DataGuide, KB투자증권 정리

Compliance Notice

2013년 01월 24일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.

본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.



☑ 본사 및 지점망

고객만족센터 1599-7000/1544-6000

본사	서울시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워 17, 21, 22, 23F	02) 3777-8000
울촌	서울시 영등포구 여의도동 24-1 울촌빌딩 2, 4, 5F	
압구정 PB 센터	서울시 강남구 신사동 617-3 LG패션 서관 3층	02) 2096-3004
도곡 PB 센터	서울시 강남구 도곡2동 467-14 삼성엔지니어링 빌딩 1층	02) 2096-3014
잠실 중앙지점	서울시 송파구 잠실동 40번지 갤러리아펠리스 2층	02) 2096-3024
서현역지점	경기도 성남시 분당구 서현동 248-5 코코빌딩 2층	031) 8017-8614
목동 PB 센터	서울시 양천구 목동 907-16 KB국민은행 빌딩 2층	02) 2096-3044
여의도지점	서울시 영등포구 여의도동 36-3, KB국민은행 영업부 내	02) 2096-3054
강남스타PB센터	서울시 강남구 역삼1동 GFC빌딩 21층	02) 2096-3064
명동스타PB센터	서울시 중구 수하동 센터원빌딩 서관 32층	02) 2096-3074
무역센터지점	서울시 강남구 삼성동 159-9 도심공향타워 2층	02) 2096-3084
평촌지점	경기도 안양시 동안구 호계동 1041-1 국민은행빌딩 3층	031) 476-8145

현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.