

성신양회 (004980)

BUY (Initiate)

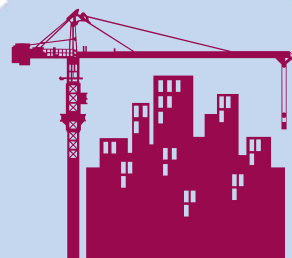
주가(2/21) 7,080원
목표주가 12,700원

2013. 2. 22

환골 탈태한 천마

시멘트 업종은 2006년 이후 가격 덤핑 경쟁과 수요 부진에 따른 가동률 악화로 인해 최악의 실적을 기록하였다.

그러나 2012년 이후 제품가격 인상에 힘입어 점진적으로 이익이 개선되고 있으며, 동사의 경우 유연탄 가격 하락에 따른 원가 개선, 자산매각 등을 통한 차입금의 감축이 이뤄지고 있어 시멘트 업종 내에서도 턴어라운드 측면에서 주목할 만 하다고 판단한다.



건설/지주

Analyst 박중선

02) 3787-4945

jspark@kiwoom.com

키움증권

성신양회 (004980)



Stock Data

KOSPI (2/21)	2,015.22pt	
시가총액(억원)	1,366억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	7,330원	2,800원
최고/최저가 대비 등락율	-3.4%	152.9%
수익률	절대	상대
	1M	9.8%
	6M	82.5%
	1Y	84.4%
		8.7%
		73.8%
		85.3%

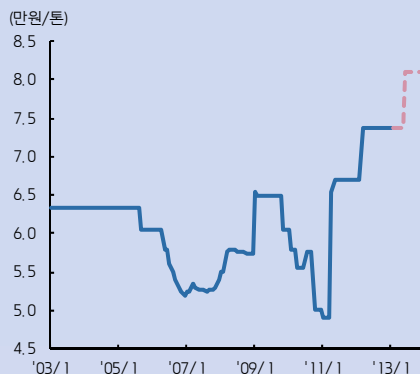
Company Data

발행주식수(천주)	19,287천주
일평균 거래량(3M)	103천주
외국인 지분율	1.8%
배당수익률(13.E)	0.0%
BPS(13.E)	16,852원
주요 주주	김영준외 8인
	35.7%

Price Trend



시멘트 가격 추이



Contents

Summary

- > 목표주가 12,700원, 투자의견 Buy로 Coverage 개시 3
- > 시멘트 업종 수익성 개선되고 있다 3
- > 2013년 EBITDA 1,223억원에 달할 전망 3

I. 시멘트 단가 인상 필요하다

- > 시멘트 업황 정리 4

II. 성신양회, 이익률 개선 기대

- > 시멘트 가격 추가 인상 시도 8
- > 시멘트 가격 인상에 따른 성신양회 매출액 추정 11
- > 2013년부터 유연탄 가격 수혜 12
- > 영업이익 규모 급증할 전망 14

III. RISK 요인점검

- > 취약한 재무구조는 점진적으로 개선될 전망 15
- > 시멘트가 앞으로 사용되지 않을까 우려 15
- > 광산 복구비는 당장 걱정할 이유 없음 16

IV. Valuation

- > PEER VALUATION 17
- > P/B Band chart 17
- > 성신양회, 목표가 12,700원 18

- > 당사는 2월 21일 현재 '성신양회(004980)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

Summary

>>> 목표주가 12,700원, 투자의견 Buy로 Coverage 개시

성신양회를 목표가 목표주가 12,700원, 매수 투자의견으로 커버리지를 개시한다.

매수 추천 사유는 1) 지난 7년간의 시멘트 업계의 누적적자로 인한 가격 인상 요인이 충분하며, 2) 주요 원재료인 유연탄 가격 하락 효과가 2013년에 본격화될 것이고, 3) 재무구조가 개선되고 있기 때문이다. EV/EBITDA 3.6배를 적용한 목표주가 12,700원을 제시한다.

>>> 시멘트 업종 수익성 개선되고 있다

시멘트 업종은 지난 7년간 전체적으로 약 1조원의 순손실이 발생했기 때문에, 더 이상 가동을 향상을 위한 덤핑 정책을 펼칠 수 없게 되었다고 판단한다. 이에 시멘트 업체들은 가격 인상을 추진하고 있는데, 시멘트는 건축의 주요 원자재로 타 전자재에 비하여 지난 10년간 가격 상승폭이 낮았고, 일본이나 중국보다 한국의 시멘트가격이 저렴하며, 표준 건축비에서 차지하는 비중이 1% 수준에 그치기 때문에, 추가적인 가격 인상에 대하여 수요처(레미콘업체, 건설사)의 가격 저항이 약할 것으로 판단된다.

>>> 2013년 EBITDA 1,223억원에 달할 전망

동사의 시가총액은 천억대 초반이나, 매출액은 5천억원에 상회하며, 순자산가치는 3천억 중반을 상회한다. 동사가 이렇게 저평가 받았던 이유는 낮은 수익성에 따른 적자 지속 때문이었다. 그러나 동사는 2012년말 소폭의 영업이익과 당기순이익을 기록하며 흑자전환을 하였고, 올해에는 원재료가격 하락효과가 본격적으로 반영되면서 수익가치 기준으로도 투자매력이 형성될 것으로 판단된다. 당사의 실적 추정에 의하면 성신양회의 EBITDA(영업이익+감가상각비)는 2013년 1,223억원, 2014년 1,351억원에 달할 전망이다.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	5,182	4,676	5,213	5,670	5,993
보고영업이익(억원)	-628	75	143	845	974
조정영업이익(억원)	-634	-452	143	845	974
EBITDA(억원)	-30	83	630	1,223	1,351
세전이익(억원)	-1,030	-399	106	467	621
순이익(억원)	-963	-367	48	467	621
지분법적용순이익(억원)	-963	-373	48	467	621
EPS(원)	-4,725	-1,830	236	2,278	3,026
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	864.0	32.8
PER(배)	-0.9	-1.2	19.9	3.2	2.4
PBR(배)	0.2	0.1	0.3	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	-223.2	80.1	5.213	5.670	5.993
조정영업이익률(%)	-12.2	-9.7	2.7	14.9	16.3
ROE(%)	-21.4	-10.2	1.4	12.7	14.7
순부채비율(%)	115.4	182.6	135.1	111.3	85.3

I. 시멘트 단가 인상 필요하다

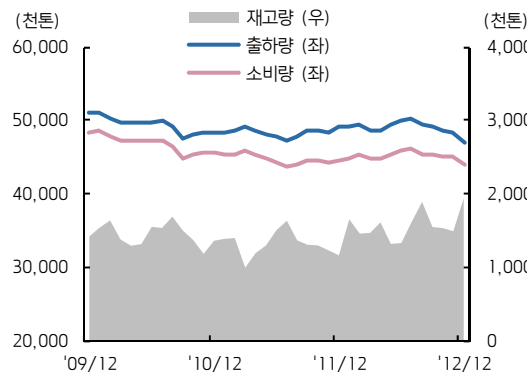
>>> 시멘트 업황 정리

부진한 시멘트 수요

건설수주가 위축되고 건설기성이 정체되는 등 건설경기 침체가 이어짐에 따라 시멘트와 레미콘 수요는 감소세를 보여왔다.

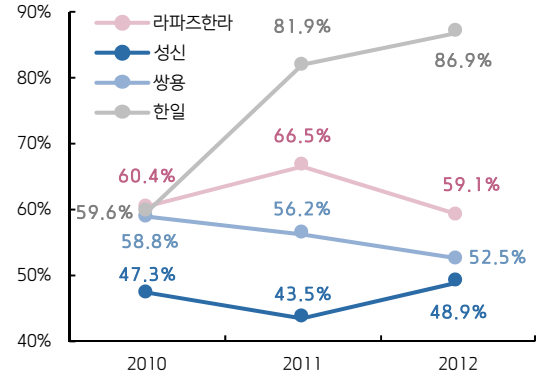
1997년 6,175만톤을 기록하였던 국내 시멘트 소비량은 2011년 4,460만톤으로 급감하였으며, 2012년에도 4,710만톤을 기록한 것으로 추정된다. 이로 인해 주요 시멘트 업체의 공장 가동률은 50%대에 머물러 있다.

시멘트 출하량, 소비량, 재고량 추이



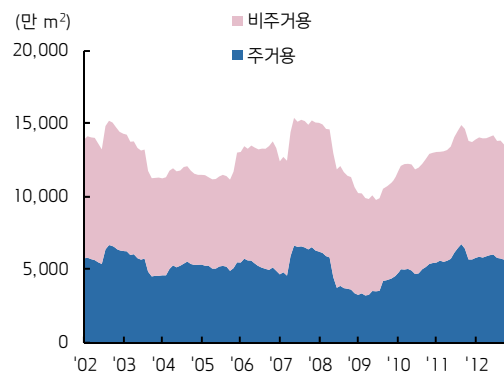
자료: 한국시멘트협회

주요 시멘트 업체 가동률 추이



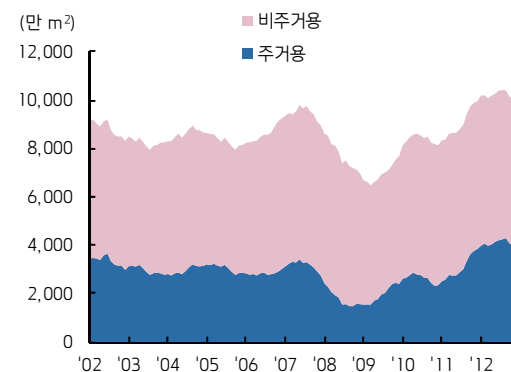
자료: 각사 사업보고서, 키움증권 정리

건축 허가면적 추이 (12개월 누적)



자료: 국토해양부, 키움증권

건축 착공면적 추이 (12개월 누적)



자료: 국토해양부, 키움증권

상단 그래프에서 볼 수 있듯이 국내 건축 허가 및 착공 면적은 2008년말~2009년 초 이후 완만한 회복세를 보이고 있으나, 지난 10년간의 추이를 보았을때는 시멘트 수요는 앞으로도 제한적인 상승여력을 보인다고 판단된다.

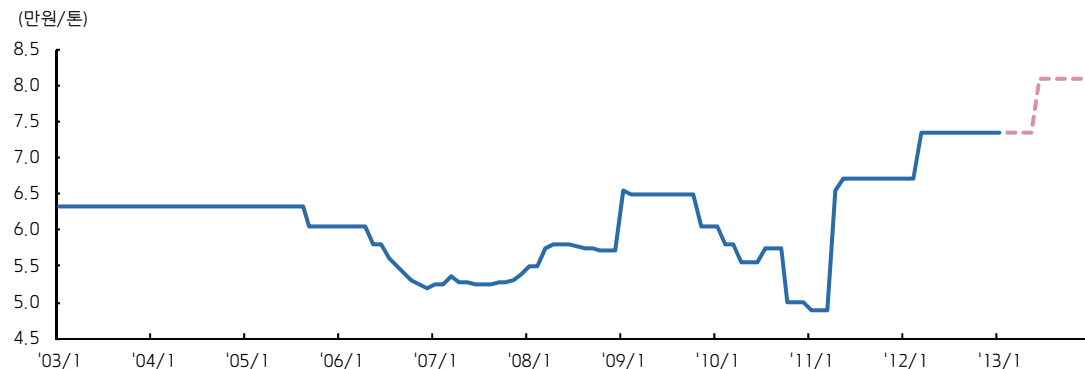
2011년까지 시멘트 가격은 5~6만원 제자리 걸음

시멘트 산업은 출하량이 부진했을 뿐 아니라, 시멘트 가격은 주요 건축자재 가운데 가장 가격 상승폭이 낮은 편이었다.

특히 업체들이 2006년~2007년 그리고 2010년 출하량 확보를 위한 가격경쟁이 크게 벌이면서 산업 전반의 영업실적이 저하되었었다.

비록 2011년 6만원 중반으로 인상했고, 2012년 3월 73,600원으로 가격인상이 추가로 있었지만, 이 가격은 2004년 이전 가격과 크게 다르지 않은 수준이다.

시멘트 가격 추이

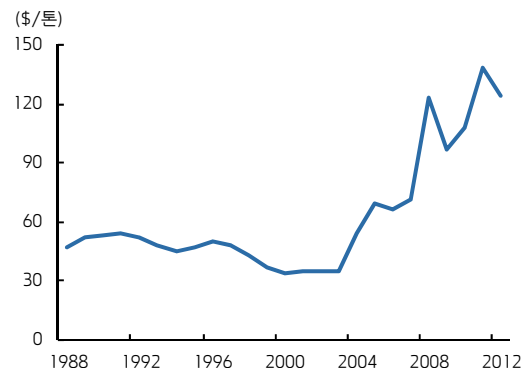


자료: 키움증권 추정, 언론보도 참고

원가의 30%를 차지하는 유연탄 가격은 3배 가까이 급등

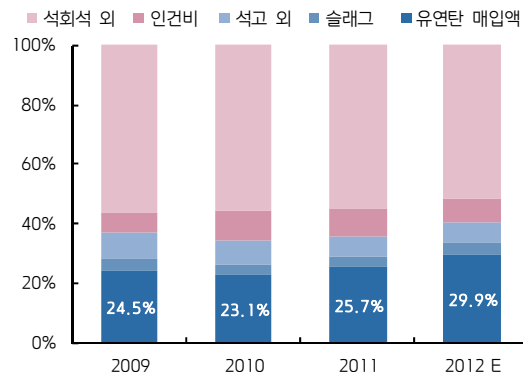
반면 시멘트 생산을 위한 연료인 유연탄 가격과 내륙 운송비에 영향을 주는 유가는 2003년 이후 3배 이상 상승하였다. 특히 원가의 30%를 차지하는 유연탄가격은 2000년대 초반만 해도 톤당 3만원~5만원 하다가 2012년 15만원 이상으로 폭등하였다.

유연탄 가격 추이



자료: 무역협회

시멘트 매출 원가 구성



자료: 성산양회 사업분기보고서, 키움증권 추정

이로 인한 시멘트 업체들의 수익성 악화는 당연했다고 판단된다.

업황 부진기(2006년~2012년) 시멘트 업체 실적 REVIEW

시멘트 업체들 2006년~2012년 매출총이익률 추이 (단위: 억원)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012. 3Q
성신양회	15.5%	11.7%	18.5%	6.2%	7.9%	13.9%	15.5%
쌍용양회	10.1%	7.8%	15.5%	14.5%	12.8%	14.8%	10.1%
아세아시멘트	18.6%	12.3%	16.3%	8.0%	11.6%	18.2%	18.6%
한일시멘트	19.6%	16.6%	20.8%	15.0%	15.8%	20.1%	19.6%
현대시멘트	11.8%	4.7%	17.0%	5.4%	10.0%	17.1%	11.8%
합계	14.2%	10.3%	17.5%	11.6%	12.3%	16.3%	14.2%

자료: Quantwise

시멘트 업체들은 2010년을 제외하면 10% 중반의 매출총이익률을 기록하였고, 인건비 및 연구개발비를 축소하는 등 비용 감축 노력을 지속했으나(성신양회의 직원수는 2005년말 937명에서 2012년 3분기말 690명으로 감소), 매출액의 10%초반을 차지하는 운송비 부담으로 인해 영업이익은 low-mid single digit 혹은 적자를 이어가고 있다.

시멘트 업체들 2006년~2012년 영업이익률 추이

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012. 3Q
성신양회	-7.0%	-4.4%	-6.7%	1.8%	-12.2%	-8.9%	-0.5%
쌍용양회	-0.7%	0.5%	-1.3%	6.5%	5.4%	3.6%	5.7%
아세아시멘트	3.4%	1.8%	-1.8%	4.7%	-4.6%	2.6%	6.0%
한일시멘트	7.8%	4.1%	1.3%	7.2%	0.9%	3.4%	8.1%
현대시멘트	1.4%	-4.1%	-10.3%	4.9%	-9.5%	-0.6%	5.1%
합계	0.5%	-0.1%	-2.9%	5.4%	-1.4%	1.7%	5.4%

자료: Quantwise

시멘트 업체들 2006년~2012년 EBITDA 추이 (단위: 억원)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012. 3Q
성신양회	462	547	275	1,244	-12	616	437
쌍용양회	1,564	1,916	127	2,565	1,543	1,573	1,495
아세아시멘트	398	623	398	619	227	1,115	310
한일시멘트	817	881	292	715	378	734	232
현대시멘트	266	71	-360	682	-1,833	566	150
합계	3,507	4,038	731	5,825	303	4,605	2,623

자료: Quantwise

악화된 현금흐름은 결국 재무구조 악화로 이어져 2006년 1.3조원에 불과하였던 시멘트업체들의 순차입금 합계는 2012년 3분기말 2.9조원까지 증가하였다.

시멘트 업체들 2006년~2012년 순차입금 추이 (단위: 억원)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012. 3Q
성신양회	6,113	6,091	6,103	5,248	5,951	6,246	6,748
쌍용양회	7,445	9,921	11,671	7,563	8,315	13,134	14,282
아세아시멘트	-104	-214	114	-197	-356	1,714	68
한일시멘트	-1,649	-1,100	-373	-274	373	3,915	4,138
현대시멘트	1,888	2,736	4,377	3,725	4,176	4,914	3,650
합계	13,693	17,433	21,892	16,064	18,459	29,923	28,887

자료: Quantwise

영업이익률의 저하와 순차입금 증가에 따른 대규모 이자비용 발생으로 인해 당기순이익도 적자 기초를 이어갔으며, 상장된 시멘트업체들은 2006년~2012년 3분기까지 유연탄가격 상승과 시멘트가격 하락에 의해 6,160억원에 육박하는 누적 손실을 기록하였다.

시멘트 업체들 2006년~2012년 당기순이익 추이 (단위: 억원)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	'12.3Q 누적
성신양회	-390	-963	-788	148	-963	-367	-352
쌍용양회	-541	44	-1,687	742	162	-432	-90
아세아시멘트	72	433	107	268	15	96	158
한일시멘트	445	583	145	404	86	133	176
현대시멘트	12	-162	-682	174	-2,391	-760	6
합계	-401	-65	-2,905	1,736	-3,092	-1,332	-102

자료: Quantiwise

여기에 라파즈 한라 등 비상장 시멘트사의 손실규모를 더하고, 시멘트 업체들의 자산매각이익 등을 제외하면 실질 누적 순손실 규모는 1조원에 육박했다.

이 중 업계 3위권인 성신양회는 가장 부진한 실적을 기록했었다.

성신양회는 2006년~2012년 3분기까지 3,724억원의 누적 적자를 기록하였다.

그런데 2009년, 2011년, 2012년 4분기에 걸쳐 1,700억원 이상의 자산매각이익이 없었다면, 동사의 7년간 적자 규모는 5,400억원에 달할 정도로 동사는 최악의 실적을 기록해왔다

II. 성신양회, 이익률 개선 기대

>>> 시멘트 가격 추가 인상 시도

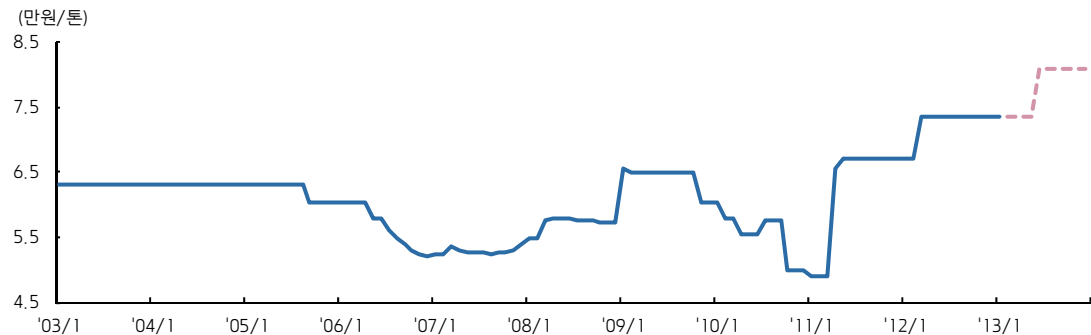
2012년에 이어 2013년에도 시멘트 가격 인상 기대

성신양회를 비롯한 시멘트 업체들은 수익성 보전을 위해 2012년 시멘트 내수가격을 73,600원으로 9.9% 인상시키는데 성공하였다. 그럼에도 성신양회의 2012년 잠정 영업 실적을 살펴보면, 영업이익률은 2.7%에 그쳤고, 당기순이익은 47억원을 기록하기는 하였지만, 단양공장 폐열회수발전설비 매각 차익 583억원을 감안한다면, 2012년에도 약 500억원의 당기순손실을 기록한 것으로 추정된다.

이는 영업이익규모의 3배를 상회하는 이자부담에 의한 것이다.

따라서 아직까지 시멘트가격은 정상화 되었다고 보지 않으며, 시멘트 업계가 요구하는 8만원 초반으로의 가격 인상이 필요하다고 판단된다.

시멘트 가격 추이



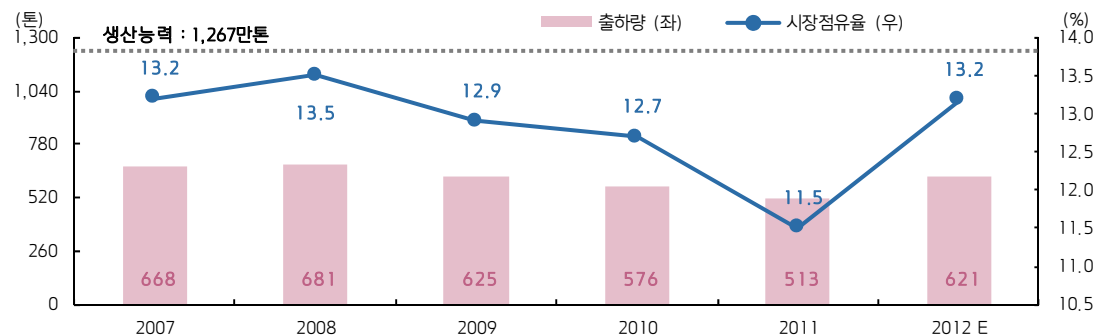
자료: 키움증권 추정, 언론보도 참고

시멘트 가격 독자 인상은 어려웠다

시멘트사가 독자적으로 시멘트가격을 인상하기는 어렵다.

성신양회는 악화되는 재무구조와 수익구조를 타개하기 위하여 2010~2011년 독자적인 가격 인상을 추진하였으나, 레미콘(ready mixed concrete)업체들의 저항으로 점유율만 상실하고 말았었다.

성신양회 시멘트 출하량, 국내시장 점유율



자료: 성신양회 사업(분기)보고서

그러나 시멘트 업계의 가격 인상 요구에 대한 레미콘 업체의 저항 낮은 것임

그러나 성신양회의 국내시장점유율은 2012년에 정상화되었다.

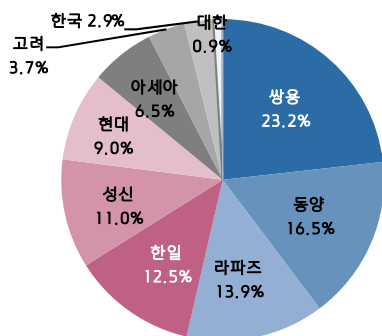
시멘트업체들은 그 동안 낮은 가동률을 높이기 위하여 제살 깎아 먹기 식 경쟁을 하였으나, 2012년 이후 시멘트 업체들의 텃밭 경쟁이 종료 되고 가격인상을 전 업체가 요구하고 나섰다.

향후 시멘트 가격 인상에 대한 수요처의 가격 저항이 낮을 것으로 예상하는 근거는 다음과 같다.

1) 독과점적인 시멘트 업계 VS 난립해 있는 건설, 레미콘 업계

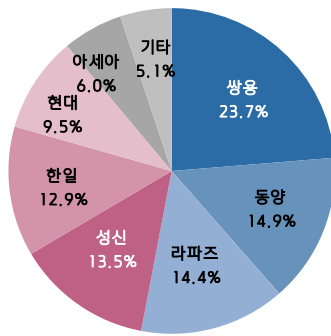
시멘트산업은 약 7개 업체가 독점하고 있는 산업인데 반해, 레미콘산업은 시멘트업체가 직접하는 것을 포함하여 약 1만여개의 업체가 난립해있는 상황이다. 그리고 레미콘 산업을 대표할 공식적인 단체나 기업이 없다.

국내 시장 점유율 (2011년 국내 출하량 기준)



자료: 한국시멘트협회

국내 시장 점유율 (2012.3Q 국내 출하량 누적 기준)



자료: 한국시멘트협회

2) 시멘트 공급을 중단하면 수요처는 곧바로 타격

레미콘업체들은 물, 시멘트, 골재, 혼화제 등으로 레미콘을 생산한 후 트럭믹서를 이용해 공사 현장까지 운반하는 일을 하는데, 제품 생산 후 90분 이내에 현장에서 타설해야 한다.

따라서 레미콘 업체들은 시멘트 업체들의 가격 인상 요구에 저항하기 위하여 시멘트 재고를 쌓아둘 수 없고, 만약 시멘트 업체들이 공급중단을 할 경우 바로 영업이 중단되는 리스크가 있다.

3) 시멘트 가격 인상하면 레미콘 업체들은 오히려 수혜

그리고 시멘트 가격을 톤당 10% 인상하면 레미콘 원가는 톤당 2000원(약 4%) 상승하지만, 레미콘업체들은 시멘트 가격 상승률에 준하는 가격 인상을 하여 오히려 이익률이 개선되는 효과도 있기 때문에, 건설업체만 받아준다면 레미콘업체들은 오히려 시멘트가격 인상이 호재이기도 하다.

실제로 주요 레미콘업체라고 할 수 있는 유진기업은 2011년 -1.6%의 영업이익률을 기록하였으나, 시멘트가격이 67,000원/톤 에서 73,600원/톤으로 인상한 2012년에는 4.9%로 영업이익률이 개선되었다.

4) 한국의 시멘트 가격이 동북아에서 가장 싸다

일본 시멘트 가격은 13~15만원, 중국 시멘트 가격은 10만원 수준이지만, 한국 시멘트 내수 가격은 7만원 초반에 불과하다. 항만에서 건설현장까지 평균 톤당 2만원 수준의 운송비가 추가된다는 점을 감안하면 수입산 시멘트의 가격 경쟁력은 사실상 없다고 판단된다.

이에 따라 2000년대 초중반 340만톤 이상의 시멘트가 중국 등으로부터 수입되었다가 2012년에는 70만톤 수준으로 비중이 크게 감소하였다. 그리고 수입산 시멘트의 경우 품질이나 유통의 불편함을 감안하면 내수 시멘트 대비 매력도가 낮다.

5) 건축 원가에서 시멘트가 차지하는 비중은 1% 남짓밖에 안한다.

아파트 등 건축에서 시멘트는 레미콘 형태로 공급된다.

레미콘1루베(㎥)를 생산하기 위해서는 1) 시멘트가 300~350kg 정도가 투입되며, 이를 73,600원/톤으로 환산하면 약 2만원 초반, 2) 골재(자갈, 모래)이 약 2만원, 3) 혼화제, 물이 약 1,000원, 4) 운반비가 대략 1만원으로 레미콘 원가는 약 5만원 중반이 나온다.

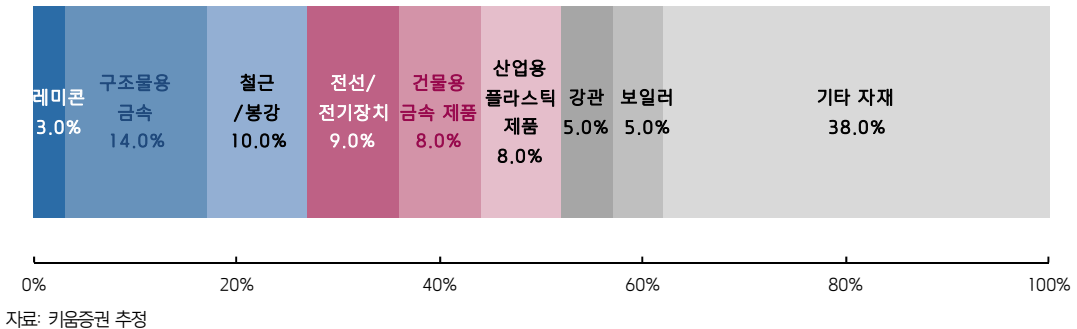
한편 수도권에서 레미콘가격은 6만원/루베(㎥) 정도인데, 보통 건축면적 1평당 2루베(㎥) 정도가 들어간다. 즉 아파트 1평당 레미콘이 약 12만원 투입되는 것이다.

수도권 아파트의 아파트 1평당 건축비가 400만원 가량 투입되는 것을 감안하면,

레미콘이 건축비에서 차지하는 비중은 3%에 불과하다. (역산하면 시멘트는 건축비에서 1% 차지)

만약, 시멘트가 가격 10% 인상을 근거로 레미콘가격도 10% 인상된다면, 건설사 입장에서는 원가 부담이 0.3% 증가하는 수준에 그친다.

건축 원가 구성표



6) 업계 구조조정이 임박했다

2000년대 중반 시멘트 단가 인하 경쟁을 주도하였었던 라파즈한라시멘트의 대주주 라파즈가 철수를 준비중이며, 지난해 2000~3000억원 수준으로 매각가액이 결정되다가 올해 7000억원 수준으로 매각가액을 높이고 있다는 소식이다.

한편, 2010년 설립된 한앤컴퍼니(PEF)가 시멘트 업체 3곳을 투자하면서 업계의 경쟁수위가 낮아질 것으로 기대되고 있다.

한앤컴퍼니는 2012년 들어서만 시멘트 업체 3곳에 투자했다. 법정관리 중이던 대한시멘트(190만톤 규모)를 2012년 6월 인수했고, 7월에는 쌍용양회 지분 9.3%(750만주)를 한국자산관리공사로부터 436억원에 사들였다. 2013년 1월 5일에는 유진기업으로부터 광양 시멘트 공장(250만톤 규모)을 855억원에 인수하는 계약을 체결했다. 이로써 한앤컴퍼니는 대한시멘트와 유진기업의 광양공장을 합쳐 총 440만톤의 국내 1위 슬래그시멘트 업체로 부상했다.

만성적인 적자 상태인 국내 시멘트 산업에서 한앤컴퍼니의 집중투자는 1) 슬래그시멘트의 원가가 일반 시멘트보다 10~20% 싸고, 2) 슬래그 시멘트의 시장점유율이 20%수준으로 선진국의 40%보다 낮기 때문이라고 한다.

>>> 시멘트 가격 인상에 따른 성신양회 매출액 추정

매출액 2012년 5,213억 기록, 2013년 5,670억원, 2014년 5,993억원 추정

성신양회의 매출액은 시멘트 가격 및 레미콘 가격 및 각각의 출하량에 연동되어 계산된다.

동사의 시멘트 국내 시장 점유율은 2011년 11.5%에서 2012년 13.2%로 회복하고, 이후 13.5%로 추가 회복하는 것으로 전망했다.

국내 시멘트 가격은 2012년 73,600원/톤으로 인상하였으나, 성신양회의 시멘트 출하가격은 가격이 낮은 슬래그 시멘트와 수출용 시멘트를 감안하여 63,798원으로 추정하였으며, 2013년은 69,570원, 2014년은 72,900원으로 상승할 것으로 전망하였다.

시멘트 매출액 추정

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
생산 CAPA (만톤)	1,267	1,267	1,267	1,267	1,267	1,268
가동률 (%)	49.3%	45.5%	40.5%	49.0%	49.5%	49.0%
출하량 (만톤)	625	576	513	621	628	621
국내 시장 규모 (만톤)	4,847	4,549	4,460	4,710	4,650	4,600
국내 시장 점유율 (%)	12.9	12.7	11.5	13.2	13.5	13.5
공급 단가 (원/톤)	62,402	55,181	58,943	63,798	69,570	72,900
시멘트 매출액 (억원)	3,840	3,357	3,405	4,074	4,367	4,527

자료: 성신양회 사업(분기)보고서, 키움증권 추정

레미콘 매출액 및 총 매출액 추정

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
레미콘 생산량 (만 m^3)	300	276	192	137	137	137
판매단가 (원/ m^3)	53,958	53,493	53,084	58,214	68,214	78,214
레미콘 매출액 (억원)	1,948	1,718	1,200	939	1,103	1,265
시멘트 매출액 (억원)	3,840	3,357	3,405	4,074	4,367	4,527
기타 매출액 (억원)	166	144	253	200	200	201
총 매출액 (억원)	5,954	5,182	4,676	5,213	5,670	5,993

자료: 성신양회 사업(분기)보고서, 키움증권 추정

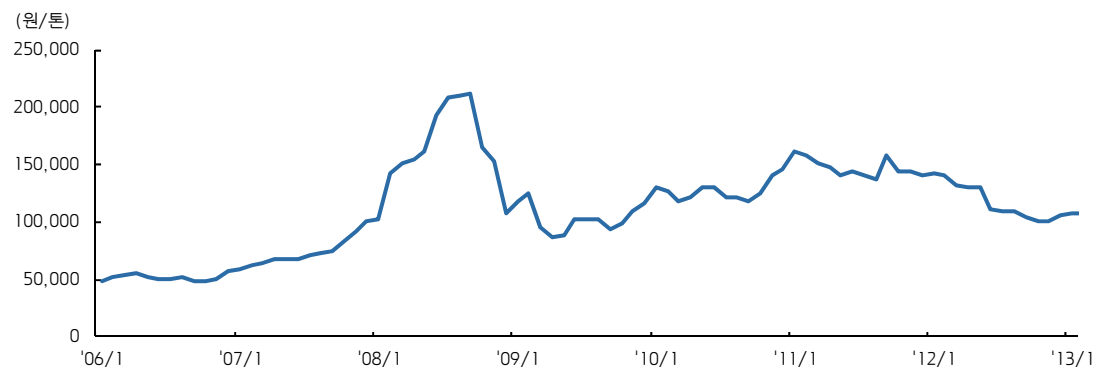
>>> 2013년부터 유연탄 가격 수혜

성신양회가 가장 늦게 턴어라운드 한 이유

포틀랜드 시멘트를 생산하기 위해서는 채광한 석회석과 석고를 1,000~1,450도 고온에서 소성한 후 만들어진 클링커를 분쇄하면 된다. 이때 90%는 포틀랜드시멘트가 되고, 5%는 석고, 5%는 슬래그시멘트가 된다.

이를 위해 대량의 유연탄이 사용되는데, 무역협회 통계에 의하면 유연탄 수입단가(원화 환산)은 2011년 1월 16.1만원, 2011년 9월 15.8만원을 정점으로 하락하기 시작하여 2012년 10월 10.1만원으로 하락하였고, 2013년 2월에도 10.8만원으로 낮은 수준을 유지하고 있다.

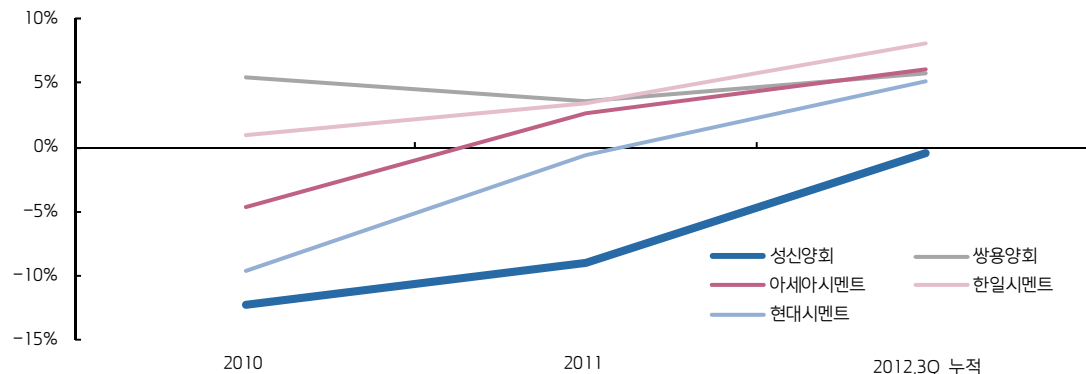
유연탄 수입 단가



자료: 대한석탄공사

이의 수혜를 받아 쌍용양회, 아세아시멘트, 한일시멘트 등은 2012년 3분기까지 5~8%의 영업이익률을 기록하였다.

시멘트 업체 영업이익률 추이



자료 Quantwise

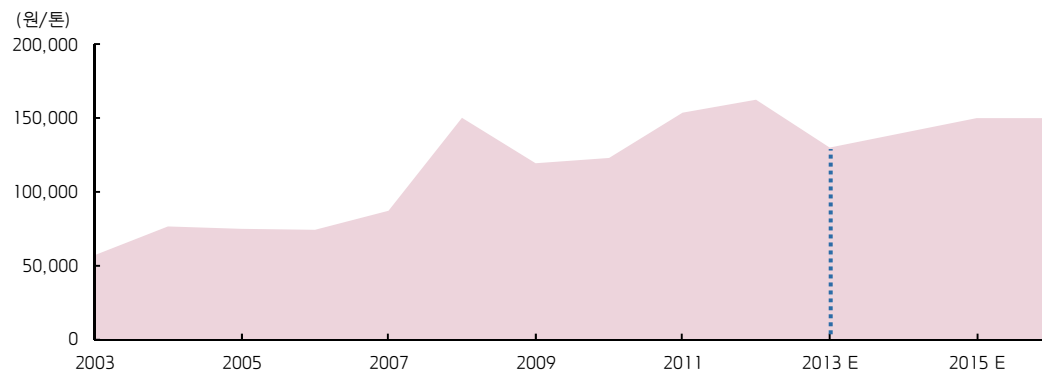
한편, 성신양회는 주로 러시아로부터 유연탄을 구매하는데, 고정거래가격 기준으로 구매하고 있다. 이로 인해 동사의 유연탄 도입원가는 2011년~2012년 15~16만원으로 높은 수준이었다.

이로 인해 성신양회는 타 시멘트업체들이 턴어라운드 하고 있던 2012년에도 누적으로 적자를 기록하고 있었다가 4분기에서야 누적 영업이익의 흑자전환을 하였다.

2013년에 성신양회는 유연탄 고정가격 하락으로 200억원 원가 절감 있을 것

키움증권 추정으로 성신양회의 유연탄 도입원가는 2011년 톤당 15.4만원에서 2012년에는 톤당 16.2만원으로 되려 상승하였다가 2013년 톤당 13만원으로 하락할 것으로 전망된다.

성신양회의 유연탄 도입단가 추이 및 전망



자료: 성신양회 사업(분기)보고서, 키움증권 추정

이를 통해 성신양회가 2013년 절감하게 되는 시멘트 생산과 관련된 주요 원재료비는 약 200억원으로 추정된다.

성신양회 시멘트 주요 원재료 구매비용 (단위: 원, 십만원, 억원)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유연탄 톤당 구매가	119,301	122,904	153,696	162,456	130,000	140,000
유연탄 사용량	6.34	5.85	5.21	6.30	6.37	6.30
유연탄 매입액	756	719	800	1,023	828	882
슬래그	129	101	106	124	126	124
석고	265	245	199	236	238	236
시멘트 원재료비	1,150	1,065	1,105	1,383	1,192	1,242

자료: 성신양회 사업(분기)보고서, 키움증권 추정

성신양회는 시멘트 원재료비 하락 등을 통해 출하량이 증가함에도 불구하고, 총 매출원가가 2012년 4,357억원에서 2013년 4,001억원으로 하락할 것으로 전망된다.

성신양회 매출 원가 추이 및 추정 (단위: 원)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
시멘트 원재료비	1,150	1,065	1,105	1,383	1,192	1,242
레미콘 원재료비	699	637	477	358	359	359
인건비 (매출원가)	320	498	413	362	413	436
기타 매출원가	2,684	2,662	2,345	2,253	2,450	2,590
매출 원가	4,854	4,862	4,340	4,357	4,001	4,191

자료: 성신양회 사업(분기)보고서, 키움증권 정리

매출원가를 산출하기 위한 기타 원재료비 가정은 다음과 같다.

기타 원재료 가격 동향 (단위: 원)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
석고(톤당)	29,006	28,347	28,262	27,622	27,622	27,622
슬래그(톤당)	22,223	20,869	18,651	18,100	18,100	18,100
자갈(㎡당)	14,366	14,808	14,581	13,536	13,536	13,536
모래(㎡당)	13,333	13,634	13,759	13,253	13,253	13,253

자료: 성신양회 사업(분기)보고서, 키움증권 정리

>>> 영업이익 규모 급증할 전망

영업이익 및 EBITDA 추정

성신양회의 매출액 추정과 매출원가 추정에 이어 판관비를 추정하면 다음과 같다.

동사는 극심한 판관비 절감을 통해 2012년 143억원의 영업이익으로 흑자전환에 성공하였고, 이후 매출총이익의 증가와 판관비의 적절한 절감을 통해 2013년 845억원, 2014년 974억원으로 영업이익이 급증할 전망이다.

동사는 설비를 비롯한 약 6000억원의 유형자산에서 연간 400~500억원의 감가상각비가 계상되며, 이에 따른 동사의 EBITDA는 2013년 1,223억원, 2014년 1,351억원으로 추정된다.

성신양회 영업이익 및 EBITDA 추정 (IFRS 별도 기준) (단위: 억원)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	5,954	5,182	4,676	5,213	5,670	5,993
매출총이익	1,100	321	335	856	1,669	1,802
판관비	991	955	788	713	824	828
(운임)	669	648	513	416	513	508
영업이익	109	- 634	- 452	143	845	974
영업이익률	1.8%	-12.2%	-9.7%	2.7%	14.9%	16.3%
EBITDA	763	- 30	83	630	1,223	1,351
EBITDA 이익률	12.8%	-0.6%	1.8%	12.1%	21.6%	22.5%

자료: 성신양회 사업(분기)보고서, 키움증권 정리

III. RISK 요인점검

>>> 취약한 재무구조는 점진적으로 개선될 전망

순차입금 2011년 6,185억원에서 2014년 3,865억원으로 감소 전망

성신양회는 2011년 11월 17일 부천 소재 레미콘 공장을 한일시멘트에 1,070억원에 매각하였고, 이를 통해 335억원의 유형자산 처분이익을 기록하였다. 또한 2011년 6월 중순에는 광통신 부품 제조업체인 OE Solution을 110억원을 받고 매각하면서 209억원의 투자자산 처분이익을 기록했다. 2012년에는 충청북도 단양군 매포읍 폐열발전설비를 1,276억원에 ES에너지에 매각하면서 차입금 693억원을 감축하고, 583억원의 매각차익을 확보했다. 동사는 이러한 자산매각을 통해 순차입금을 2012년말 5,000억원 미만으로 낮춘 것으로 추정된다.

한편, 동사의 영업이익과 EBITDA은 2013년 이후 급증할 전망이며, 설비투자 규모는 연간 300억원 내외로 제한적일 전망으로 Free cash flow가 2013년 853억원, 2014년 999억원으로 추정된다. 이를 바탕으로 순차입금과 순이자비용 감소가 빨라질 것으로 판단된다.

성신양회 순차입금 추이 및 자산매각 (단위: 억원)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
순차입금	5,248	5,951	6,185	4,641	4,354	3,865
총차입금	5,336	6,034	6,217	4,917	4,617	4,317
순이자비용	443	414	474	464	322	282
자산매각	N/A		1,180	1,276		
매각차익	595		544	583		

자료: 성신양회 사업(분기)보고서, 키움증권 정리

>>> 시멘트가 앞으로 사용되지 않을까 우려

시멘트는 의외로 활용도가 높다

서울시의 대부분의 성냥갑식 아파트는 시멘트콘크리트 구조물이다. 그리고 88올림픽고속도로(광주-대구 연결)는 시멘트콘크리트로 건설하였다.

그러나 어느순간 미관상의 이유로 건물들은 철근+유리외벽 구조물로 변화하였고, 고속도로 국도는 대부분 아스팔트(석유화학)으로 포장되기에 이르렀다.

그러나 시멘트콘크리트 건물은 시간이 지날수록 내구성이 좋아지는 경향이 있으며, 콘크리트 도로가 아스팔트 도로보다 보수가 쉬우며 내구성이 더 좋다.

튼튼한 잠실 주공5단지 아파트



자료: 잠실 주민 촬영

국내 최초 콘크리트 고속도로인 88올림픽고속도로



자료: 거창 주민 촬영

>>> 광산 복구비는 당장 걱정할 이유 없음

석회석 생산부지의 다양한 활용성 및 풍부한 가채 연령 감안해야

시멘트 산업이라고 하면 흔히 공해 유발 산업이라는 인식이 강하다. 특히 수목이 울창한 산림을 파헤쳐서 석회석을 생산한 것을 생산이 완료된 후 복구하는데 비용이 대규모로 들 것이라는 것 때문에 시멘트 업체에 대한 투자를 피하는 경향도 있다.

그러나 최근 시멘트 업체들의 폐 석회광산 부지는 골프장이나 공원으로 재활용되기도 하며, 동양시멘트와 같이 민자복합화력발전소를 위한 부지로 활용되기도 한다.

한편, 동사의 석회석 광산은 1960년대부터 50년째 채굴 중인데, 아직까지는 가채연령이 충분하기 때문에 벌써부터 폐광에 따른 비용을 우려하지 않아도 된다고 판단한다.

폐 시멘트 공장 모습



자료: 네이버 이미지 검색

석회석 채굴 부지 모습



자료: 구글 지도

IV. Valuation

>>> PEER VALUATION

시멘트 업종 평균 P/B 0.5배 수준

제품 가격 인상에 따른 턴어라운드 국면으로 업종 평균 P/B가 여전히 0.5배로 저평가이다.
그리고, 아직까지 개별 종목의 실적 컨센서스가 형성되어 있지 않아 2013년 컨센서스 기준 P/E, P/B는 제시할 수 없다.

시멘트 업체 PEER VALUATION (2월 20일 기준)

	종가(원)	시가총액(억원)	순자산(억원)	P/B	순차입금
성신양회	7,220	1,392	2,987	0.47	6,758
쌍용양회	7,960	5,942	9,944	0.60	10,292
한일시멘트	56,200	4,240	12,415	0.34	4,229
아세아시멘트	76,000	3,601	7,180	0.50	111
동양시멘트	3,365	4,300	5,307	0.81	7,397
현대시멘트	6,530	479	1,045	0.46	3,866
합계		19,958	38,878	0.51	

자료: Dataguide

>>> P/B Band chart

2000년 이후 P/B Band 상 현재 0.47배는 바닥 수준을 탈피한 수준에 불과

성신양회 P/B band chart



자료: 키움증권

>>> 성신양회, 목표가 12,700원

EV/EBITDA 3.6배 적용한 NAV와 순자산가치의 평균으로 산출

성신양회는 2012년 4분기를 기점으로 턴어라운드에 성공하였으며, 빠르게 영업가치가 회복될 것으로 전망된다.

시멘트 업황이 양호하였던 2003~2004년 동사의 EV/EBITDA 4~6배에서 주가가 회복하였다.

EV/EBITDA 5배를 적용한 영업가치에 순차입금을 차감한 NAV와 동사의 순자산가치의 평균을 기준으로 한 적정 시가총액을 산출하였다.

여기서 총 주식수는 미전환된 BW의 전환을 가정하여 약 785.6만주를 추가하였다.

한편, Sum of the parts valuation에 약 400억원의 투자부동산 가치나 약 320억원의 무형자산(광업권, 회원권 등)의 가치는 합산하지 않았다.

2013년 sum of the parts에 의한 적정 시가총액 3,372억원 및 전환가정 주식수 약 2,659만주를 기준으로, 목표가 12,700원을 제시한다.

Sum of the parts valuation (단위: 억원)

	2012 E	2013 E	2014 E
영업이익	143	845	974
EBITDA	630	1,223	1,351
EBITDA * 5 배 (1)	3,148	6,360	6,757
순차입금 (2)	4,641	4,354	3,865
자회사(장부가) (3)	808	827	840
NAV (4=1+2+3)	-685	2,833	3,732
순자산 (5)	3,436	3,911	4,532
적정 시가총액 (4와 5 평균)	1,375	3,372	4,132
적정주가 (원)	5,143	12,679	15,536

자료: 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	5,182	4,676	5,213	5,670	5,993
매출원가	4,862	4,340	4,357	4,001	4,191
매출총이익	321	335	856	1,669	1,802
판매비및일반관리비	955	788	713	824	828
영업이익(보고)	-628	75	143	845	974
영업이익(핵심)	-634	-452	143	845	974
영업외손익	-396	54	-37	-377	-353
이자수익	19	20	19	21	22
배당금수익	1	0	0	0	0
외환이익	0	1	0	0	0
이자비용	433	494	467	342	315
외환손실	2	1	0	0	0
관계기업지분법손익	-6	51	0	0	0
투자및기타자산처분손익	25	303	583	0	0
금융상품평가및기타금융이익	34	-9	0	0	0
기타	-34	182	-172	-57	-60
법인세차감전이익	-1,030	-399	106	467	621
법인세비용	-67	-32	58	0	0
유효법인세율 (%)	6.5%	8.0%	54.6%	0.0%	0.0%
당기순이익	-963	-367	48	467	621
지배주주지분순이익(억원)	-963	-373	48	467	621
EBITDA	-30	83	630	1,223	1,351
현금순이익(Cash Earnings)	-359	169	535	846	999
수정당기순이익	-1,018	-638	-217	467	621
증감율(% YoY)					
매출액	-13.0	-9.8	11.5	8.8	5.7
영업이익(보고)	N/A	N/A	89.4	491.4	15.3
영업이익(핵심)	N/A	N/A	N/A	491.4	15.3
EBITDA	N/A	N/A	657.1	94.2	10.5
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	870.2	32.9
EPS	N/A	N/A	N/A	864.0	32.8
수정순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	32.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	-448	-93	-261	689	883
당기순이익	-963	-367	48	467	621
감가상각비	604	516	469	361	361
무형자산상각비	0	19	18	17	16
외환손익	0	0	0	0	0
자산처분손익	8	369	-583	0	0
지분법손익	6	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-213	160	-213	-164	-116
기타	110	-790	0	7	0
투자활동현금흐름	-307	574	1,834	-381	-375
투자자산의 처분	-7	316	-25	-21	-15
유형자산의 처분	16	600	0	0	0
유형자산의 취득	-320	-377	1,276	-360	-360
무형자산의 처분	0	6	0	0	0
기타	5	29	583	0	0
재무활동현금흐름	706	-491	-1,332	-322	-320
단기차입금의 증가	-2,353	-1,967	0	0	0
장기차입금의 증가	3,050	1,482	-1,300	-300	-300
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	9	-6	-32	-22	-20
현금및현금성자산의순증가	-49	-10	241	-14	187
기초현금및현금성자산	68	18	8	249	235
기말현금및현금성자산	18	8	249	235	422
Gross Cash Flow	-236	-253	-48	853	999
Op Free Cash Flow	-522	-92	1,615	699	875

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	2,317	2,560	3,115	3,352	3,716
현금및현금성자산	18	8	249	235	422
유동금융자산	65	24	26	29	30
매출채권및유동채권	1,661	2,013	2,266	2,465	2,606
재고자산	573	515	573	623	659
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	11,393	8,867	7,144	7,159	7,165
장기매출채권및기타비유동채권	212	144	162	176	186
투자자산	556	785	808	827	840
유형자산	10,403	7,610	5,865	5,864	5,863
무형자산	223	329	310	293	277
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	13,710	11,427	10,259	10,511	10,882
유동부채	4,258	5,719	4,532	4,328	4,095
매입채무및기타유동채무	1,042	979	1,092	1,188	1,255
단기차입금	1,499	1,903	1,903	1,903	1,903
유동성장기차입금	1,716	2,837	1,537	1,237	937
기타유동부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4,295	2,319	2,291	2,273	2,255
장기매입채무및비유동채무	38	32	36	39	41
사채및장기차입금	2,819	1,477	1,477	1,477	1,477
기타비유동부채	1,438	810	778	757	736
부채총계	8,553	8,039	6,823	6,600	6,350
자본금	1,042	1,042	1,042	1,049	1,049
주식발행초과금	16	16	16	16	16
이익잉여금	-815	2,240	2,288	2,755	3,377
기타자본	4,915	90	90	90	90
지배주주지분자본총계	5,158	3,388	3,436	3,911	4,532
비지배주주지분자본총계	5,158	3,388	3,436	3,911	4,532
자본총계	5,158	3,388	3,436	3,911	4,532
순차입금	5,951	6,185	4,641	4,354	3,865
총차입금	6,034	6,217	4,917	4,617	4,317

투자지표

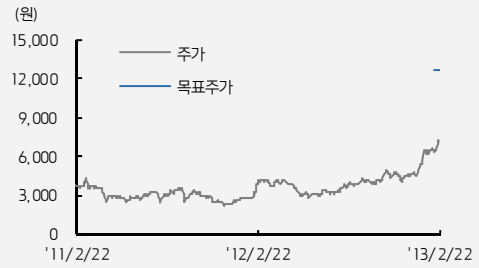
(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	-4,725	-1,830	236	2,278	3,026
BPS	25,301	16,616	16,852	19,048	22,074
주당EBITDA	-149	408	3,088	5,960	6,582
CFPS	-1,762	826	2,624	4,122	4,864
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-0.9	-1.2	19.9	3.2	2.4
PBR	0.2	0.1	0.3	0.4	0.3
EV/EBITDA	-223.2	80.1	8.9	4.8	3.9
PCFR	-2.4	2.8	1.8	1.8	1.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-12.1	1.6	2.7	14.9	16.3
영업이익률(핵심)	-12.2	-9.7	2.7	14.9	16.3
EBITDA margin	-0.6	1.8	12.1	21.6	22.5
순이익률	-18.6	-7.8	0.9	8.2	10.4
자기자본이익률(ROE)	-21.4	-10.2	1.4	12.7	14.7
투자자본이익률(ROIC)	-5.5	-4.2	0.7	10.4	11.8
안정성(%)					
부채비율	165.8	237.3	198.6	168.8	140.1
순차입금비율	115.4	182.6	135.1	111.3	85.3
이자보상배율(배)	N/A	N/A	0.3	2.5	3.1
활동성(배)					
매출채권회전율	2.8	2.2	2.4	2.4	2.4
재고자산회전율	8.4	8.6	9.6	9.5	9.4
매입채무회전율	4.5	4.6	5.0	5.0	4.9

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
성신양회(004980)	2013/02/22	BUY(Initiate)	12,700원

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		