

시멘트

2014년 시멘트 전망 - 가격 인상을 넘어 출하량 증가로

P(가격) - 상반기에 가격 인상 마무리 전망

시멘트사는 기존 전력요금, 철도운송료, 인건비 증가 등을 감안해 8~10% 내외 가격 인상을 발표하였다. 건설사의 반발이 예상되지만 작년에 가격 인상이 없었고, 원가 부담요인이 커졌으며, 중국에 비해 국내 가격이 낮아 대체재가 없어 가격 인상은 가능할 전망이다. 이번 가격 인상으로 시멘트사는 적정 이익률로 회복하면서 열악했던 재무구조가 개선될 전망이다.

Q(출하량) - 수도권 주택시장 개선으로 하반기 출하량 증가 모멘텀 예상

시멘트 출하량에 대한 기대가 높아질 전망이다. 이는 수도권을 중심으로 개선되면서 수도권 신규주택분양시장의 정상화가 기대되기 때문이다. 2008년부터 신규주택분양시장은 임대, 소형, 지방 위주로 물량이 증가하였지만, 2014년부터는 중대형, 수도권 위주로 물량이 증가할 전망이다.

C(원가) - 전력요금과 운송료 등 원가 증가 요인. 이자비용은 감소 전망

유연탄가격 안정으로 유연탄비용은 2013년과 비슷한 수준을 유지할 전망이다. 하지만 전력요금은 전년비 11.1% 상승해 비용 부담이 증가할 전망이다. 2007년부터 산업용 전력요금은 86.1% 상승해 유연탄에 버금가는 비용 증가 요인이 되고 있다. 이와 함께 철도 운송료가 인상되었고, 도로 운반비도 증가할 전망이다. 하지만 시멘트업황 개선과 차입금 감소로 이자비용은 줄어든 전망이다.

시멘트업종에 대한 투자의견 비중확대 유지

시멘트업종에 대한 투자의견 비중확대를 유지한다. 2014년 상반기는 가격, 하반기는 출하량 증가가 주요 이슈가 될 전망이다. 이전과 달리 2014년에는 시멘트수요 증가 가능성이 높다. 상반기에 시멘트가격이 인상되면 모멘텀 소멸이 아니라 곧바로 출하량 증가 모멘텀으로 이어질 전망이다. 큰 그림에서 보면 P의 상승과 Q의 증가가 나타나는 2000년 초반과 비슷한 시기가 될 전망이다.

투자유망종목으로 국내 M/S 1위로 가격과 물량 증가시 이익 증가가 큰 쌍용양회(003410, N/R)와 출하량 증가에 따른 가동률 레버리지가 높은 성신양회(004980, 매수), 2차제품에서 확실한 우위로 높은 이익창출력이 지속되는 한일시멘트(003300, N/R), 2차제품과 레저산업 등 안정적 이익이 예상되는 아세아시멘트(002030, 매수)를 제시한다.

비중확대 (유지)

성신양회 (004980)	매수
현재주가	10,150원
목표주가	14,000원(상향)
아세아시멘트 (183190)	매수
현재주가	96,800원
목표주가	150,000원(상향)
(2.28 기준)	

Analyst 강승민

02)2004-4398

grandblu@nhis.co.kr

RA 윤철한

02)2004-4761

chyoon@nhis.co.kr

Contents

03	2013년 Review - 실적 악화 국면에서 벗어나고 있는 중 • 6년만에 내수출하량 증가3 • 시멘트사간 실적 차별화4
05	2014년 시멘트 - 가격 인상이 가장 큰 이슈 • 시멘트가격(P) - 2014년 가격 인상 가능성이 크다.....5 • 시멘트 내수 출하량(Q) - 출하량 증가 기대감이 높아지는 국면.....11 • 유연탄 비용(C) - 2013년과 비슷한 수준 유지 전망.....18 • 전력비용(C) - 전력요금은 2013년에 11.1% 상승19 • 금융 비용 - 2013년 대비 감소할 전망20
21	상반기는 가격 인상, 하반기는 출하량 증가가 주요 이슈가 될 전망
22	최근 상승에도 추가 상승 여력 충분. 재평가의 기회가 될 전망
	기업분석
26	성신양회 (004980): 매수(유지), 목표주가 14,000원(상향) 경쟁력있는 회사로 발전하고 있는 중
29	아세아시멘트 (183190): 매수(유지), 목표주가 150,000원(상향) 안정적인 실적으로 가치 재평가 기대

2013년 Review - 실적 악화 국면에서 벗어나고 있는 중

1. 6년만에 내수출하량 증가

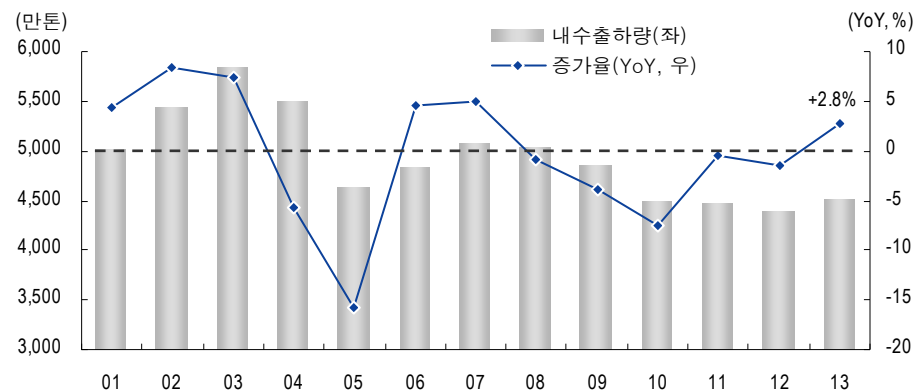
2013년 시멘트가격은
전년과 동일한 수준 유지

시멘트가격은 전년과 같은 톤당 73,600원이 유지되었지만, 내수출하량은 전년비 2.8% 증가하였다. 유연탄비용은 기존 높은 단가의 유연탄이 소진되고 낮은 단가의 유연탄이 사용되면서 전년비 10% 내외 감소하였지만, 전력요금과 기타비용 상승에 따라 전체 비용 감소는 제한적인 수준에 그쳤다.

2013년 내수출하량은
6년만에 전년비 2.8% 증가

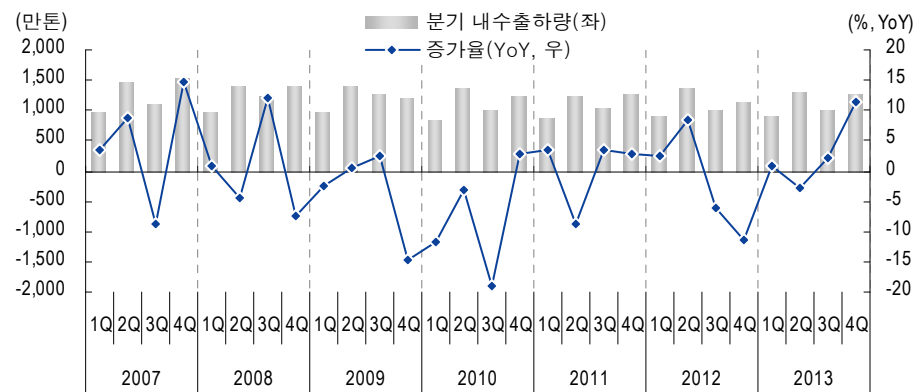
2013년의 의미있는 변화 중 하나는 2007년 이후 지속적으로 감소한 시멘트 내수출하량이 6년만에 2.8% 증가한 점이다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 국내 건설업황 부진에 따라 감소하였던 시멘트출하량이 소폭 증가하면서 출하량 감소 국면에서 벗어난 것으로 판단한다. 시멘트출하량은 3분기부터 증가하였고, 4분기에는 증가폭이 확대되었다.

[그림1] 시멘트 내수출하량과 증가율 추이 – 2013년 6년만에 2.8% 증가



자료: 시멘트협회

[그림2] 분기별 시멘트 내수출하량과 증가율 추이 – 2013년 하반기 증가율 확대



자료: 시멘트협회

2. 시멘트사간 실적 차별화

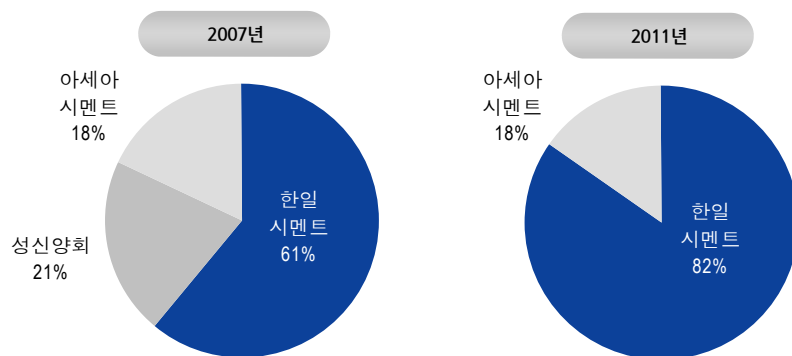
2013년 시멘트사간 실적 차별화 – 한일시멘트와 아세아시멘트 양호

2013년 시멘트사 실적의 가장 큰 특징은 업체간 실적 차별화이다. 한일시멘트와 아세아시멘트는 양호한 실적이 예상되지만 쌍용양회, 성신양회 등은 상대적으로 부진한 실적이 예상된다. 또한 동양시멘트는 동양그룹의 부실 확대에 따라 법정관리를 신청하였고, 현대시멘트는 100% 자회사인 성우종합건설의 부실이 이어지면서 워크아웃 상황을 유지하고 있다.

차별화 원인 – 2차제품과 기타 매출 영향

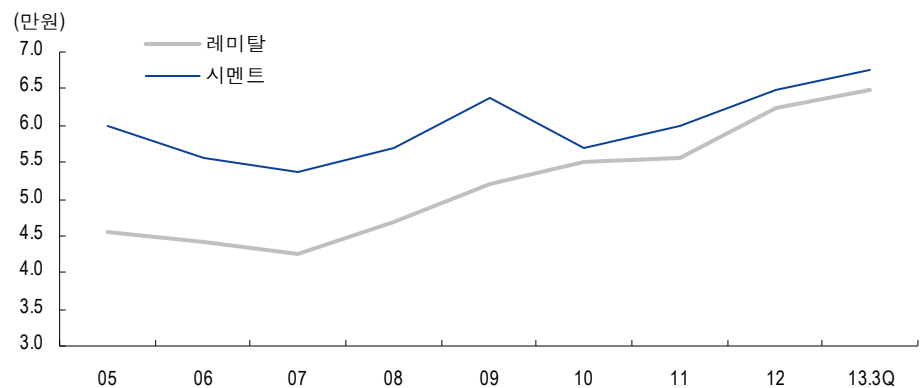
시멘트사간 실적 차별화는 저수익성의 시멘트 매출 비중과 수익성이 높은 2차 제품 매출 비중 차이에 따라 나타났다. 시멘트 매출 비중이 높은 쌍용양회, 성신양회 등은 시멘트가격 인상이 유보되면서 유연탄가격 하락에도 불구하고 전력요금 및 기타비용 상승과 이자비용 등으로 이익이 부진하였다. 반면 한일시멘트는 시멘트 2차 제품인 모르타르의 이익 증가 영향으로, 아세아시멘트는 모르타르 이익 확대와 레저시설 이익 증가 영향으로 예상보다 양호한 이익을 기록하였다.

[그림3] 시멘트사별 모르타르 M/S



주: 2011년 11월에 성신양회는 모르타르 부천공장을 한일시멘트에 매각
자료: NH농협증권

[그림4] 한일시멘트의 시멘트와 레미탈 판매가격 추이 – 2012년부터 빠르게 축소



주: 레미탈은 한일시멘트의 모르타르 제품명
자료: 한일시멘트

2014년 시멘트 - 가격 인상이 가장 큰 이슈

2014년 시멘트 전망

- 1) 가격 인상으로 수익성 개선, 2) 출하량 증가, 3) 전력비용, 운송비용 증가

2014년 시멘트사의 실적은 여러 가지 변수에 따라 달라지겠지만 시멘트가격 변동 영향이 가장 클 전망이다. 2013년 하반기 전력요금 인상과 4분기 철도운송료 인상으로 원가 부담이 증가하고 있는 국면에서 시멘트사는 1) 시멘트가격 인상을 발표하였다. 시멘트가격이 예상대로 인상된다면 시멘트사 실적 개선에 가장 큰 역할을 할 전망이다. 2) 시멘트 내수출하량은 전년비 증가할 전망이다. 이는 2014년 SOC 예산이 소폭 감소하였지만, 주택시장 개선에 따라 신규 주택분양이 증가할 가능성이 높기 때문이고, 기존 중지된 사업지의 착공이 재개될 가능성이 크기 때문이다. 하지만 3) 유연탄비용은 전년과 비슷하겠지만, 전력요금 인상과 철도, 육상 운송료 인상 등으로 전력비용과 운송비용이 증가할 전망이다.

시멘트가격(P) - 2014년 가격 인상 가능성이 크다

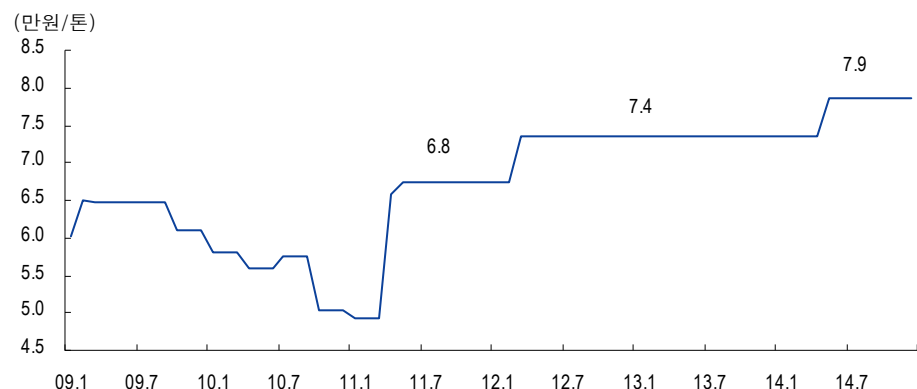
2013년 가격 인상 실패 불구 업체간 가격 경쟁 없었음

시멘트사는 2012년 상반기에 시멘트가격을 톤당 73,600원으로 인상한 이후 2013년 상반기에 추가적인 인상을 시도하였지만 정부의 공정위 조사와 신정부의 물가 안정 정책 영향으로 인상을 철회하였다. 모든 시멘트사가 가격 인상을 통보하고 실패하기는 처음이었다. 하지만 가격 인상 실패 이후에도 실패에 따른 가격 하락 후유증이 없었고 업체간 가격 유지가 지속되었다. 또한 동양시멘트가 법정관리에 들어가는 상황에서도 시멘트사 간 가격 경쟁은 나타나지 않았다. 2013년에 추가적인 시멘트가격 인상은 없었지만 기존 가격이 흔들림없이 유지된 점은 이전 2009~2011년과는 달라진 모습이다.

2014년 가격 인상 재추진

2014년 들어 시멘트사는 가격 인상을 재추진하고 있다. 대부분의 시멘트사가 레미콘사에 가격 인상을 통보하였다. 이는 2013년에 제조원가의 15%를 차지하는 전력요금이 11.1% 인상되었고, 주요 운송수단인 화물철도요금이 8.0% 인상되었으며, 화물운송요금 등 기타 경비가 지속적으로 인상되는 등 비용 증가가 커졌기 때문이다.

[그림5] 국내 시멘트가격 추이와 전망 - 2014년에 가격 인상 예정



자료: NH농협증권

가격 인상 이유 – 1) 누적적자 해소, 2) 원가 상승분 반영, 3) 내핍경영의 정상화

시멘트사의 가격 인상 이유는 1) 시멘트사의 누적된 적자 해소와 과도한 차입금 감축이 필요하고, 2) 2008년부터 이어진 원가 상승분을 정상적으로 반영하는 계기가 되며, 3) 내핍경영에 따른 비용 축소가 더 이상 어려워 비용 정상화가 필요하기 때문이다.

누적적자 해소 및 차입금 축소 필요

1) M/S 상위업체인 쌍용양회, 동양시멘트, 성신양회는 과도한 차입금으로 인해 어려움을 겪고 있다. 과도한 차입금은 2000년 이전 설비투자 확대 영향과 일부는 2005년부터 가격 경쟁에 따른 손실 영향이다. 과도한 차입금을 축소하기 위해 자산 매각 등을 진행하였지만 손실이 확대되면서 실제 차입금 축소는 크지 않았다. 결국 가격 인상을 통해 적정 수준의 이익을 확보해 차입금을 축소해야 한다. 시멘트업은 2013년 신용취약업종에 포함되면서 재무적인 융통성도 축소되었다. 최근 정부도 공공기업 부채를 축소하기 위한 방안으로 가격 인상을 진행하고 있다.

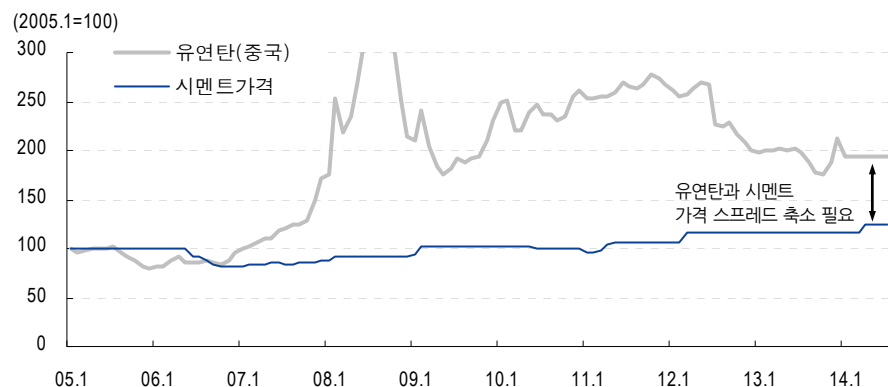
유연탄 가격, 전력요금 등 원가 상승분 반영

2) 시멘트가격은 2005년부터 2010년까지 원가에 따라 움직이기 보다는 출하량에 따라 움직였다. 출하량이 감소하는 초기 국면 또는 출하량 경쟁이 나타나는 국면에서 하락하였고, 이후 출하량 경쟁이 완화되는 국면에서 다시 정상화되곤 했다. 원가에서 가장 큰 비중을 차지하는 유연탄가격이 2007년 하반기부터 급격하게 상승했지만 시멘트사간 경쟁이 완화되지 않으면서 이를 가격에 전가하지 못했고, 오히려 하락하였다. 2012년 가격 인상에도 불구하고 유연탄 가격 인상분을 모두 반영하지 못했다. 2013년에 추가적인 가격 인상을 시도하였지만 정부의 물가 안정 정책 영향으로 실패했다. 2014년 가격 인상은 그동안 미반영된 유연탄 인상분을 정상적으로 전가시키는 계기가 될 전망이다.

지연된 투자 재개 및 비용 정상화

3) 2007년부터 유연탄 가격 상승에도 시멘트가격이 하락하면서 시멘트사의 손실은 크게 확대되었다. 이에 따라 지속적인 구조조정과 비용 감축 등 내핍경영이 이루어졌다. 또한 기존 집행해야 하는 기계 장치에 대한 투자를 지연시키면서 비용을 감축하였다. 시멘트사의 비용 축소와 시멘트가격 인상으로 현금 흐름이 다소 개선되면서 그동안 미루었던 투자가 재개되고, 과도하게 축소된 비용이 다시 증가하고 있다. 그동안 최소화된 투자와 비용이 정상화되면서 시멘트가격 인상이 필요한 시점이다.

[그림6] 시멘트와 유연탄 가격 추이 – 시멘트가격이 유연탄가격보다 덜 오른 상황



자료: Bloomberg, NH농협증권

M/S 상위 시멘트사의 과도한 차입금에 따른 재무악화 지속

M/S 높은 업체들의
재무상태 악화

시멘트업종은 특이하게 M/S가 높은 쌍용양회, 동양시멘트, 성신양회, 현대시멘트의 재무구조가 양호하지 못하다. 4개 시멘트사의 국내 M/S는 대략 57% 내외이고, 수출을 포함한 생산량기준으로는 61% 내외이다.

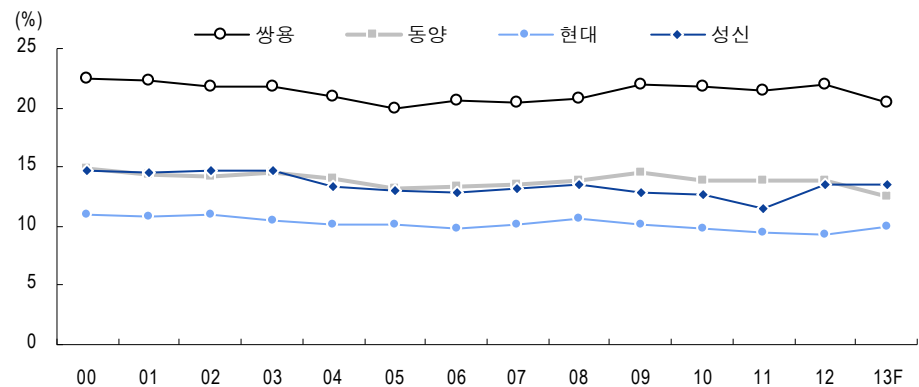
시멘트, 레미콘 위주의
사업구조, 가격 경쟁으로
수익성 악화, 차입금 증가로
이자비용 부담 확대 영향

4개 시멘트사는 2005년부터 시작된 시멘트 출하량 경쟁에 따른 판가 하락과 내수출하량 감소로 다른 3사(한일시멘트, 아세아시멘트, 라파즈한라시멘트)에 비해 출혈이 컸다. 이는 차입금이 많아 이익 감소시 이자비용 부담이 높아지기 때문이다. 또한 4개 시멘트사는 2차제품보다 시멘트와 레미콘사업부문 매출 비중이 높아 2013년에 시멘트가격이 인상되지 않으면서 이익 개선이 더딘 편이다.

M/S 높은 업체들이 가격
협상력을 보유하고 있어
가격 인상 가능성 높음

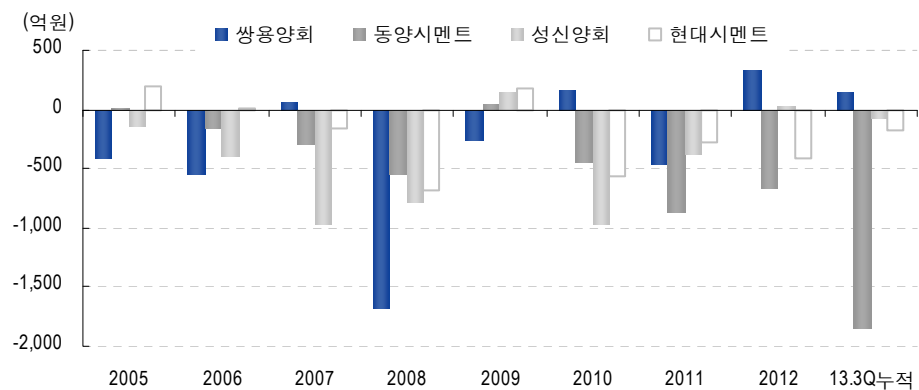
이들 4개 시멘트사가 차입금을 상환하고 재무리스크에서 벗어나기 위해서는 추가적인 가격 인상이 필요하다. 4개 시멘트사의 M/S가 높고, 충분한 가격 협상력을 보유하고 있어 가격 인상 가능성은 높다고 판단한다.

[그림7] 4개 시멘트사의 국내 M/S 추이 – 4개사의 국내 M/S는 57%



자료: 시멘트협회

[그림8] 4개 시멘트사의 순이익 추이 – 손실 규모 축소중이지만 이익 확대가 필요한 시점



자료: 각 시멘트사

중국과 일본의 시멘트사도 가격 인상 시도 중

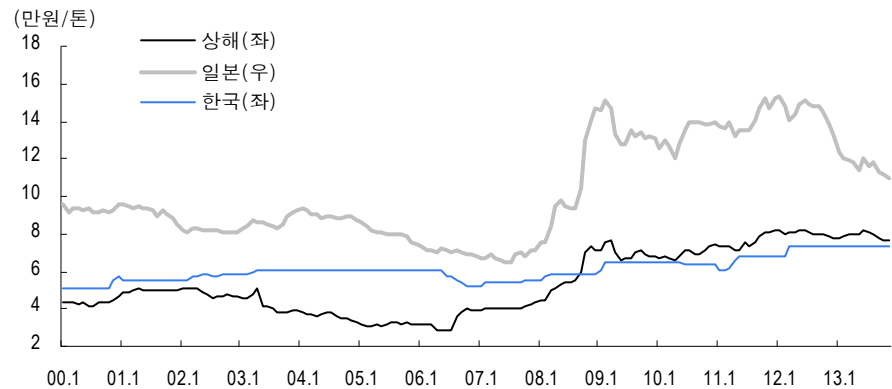
국내 시멘트가격은 일본,
중국 대비 낮은 편

국내 시멘트가격은 글로벌 시멘트가격과 비교시 낮다. 이는 1) 출하량 경쟁에 따라 비용 상승분이 가격에 반영되지 못했고, 2) 전사적인 구조조정과 비용 축소를 통해 원가를 절감한 영향이다. 2005년부터 출하량 경쟁에 따른 가격 하락으로 국내 시멘트사는 비용 축소와 인력 구조조정을 통해 상당히 경쟁력있는 원가를 가진 시멘트사로 바뀌고 있다.

주변국 시멘트가격 인상으로
국내 시멘트가격도 인상
가능성 높아짐

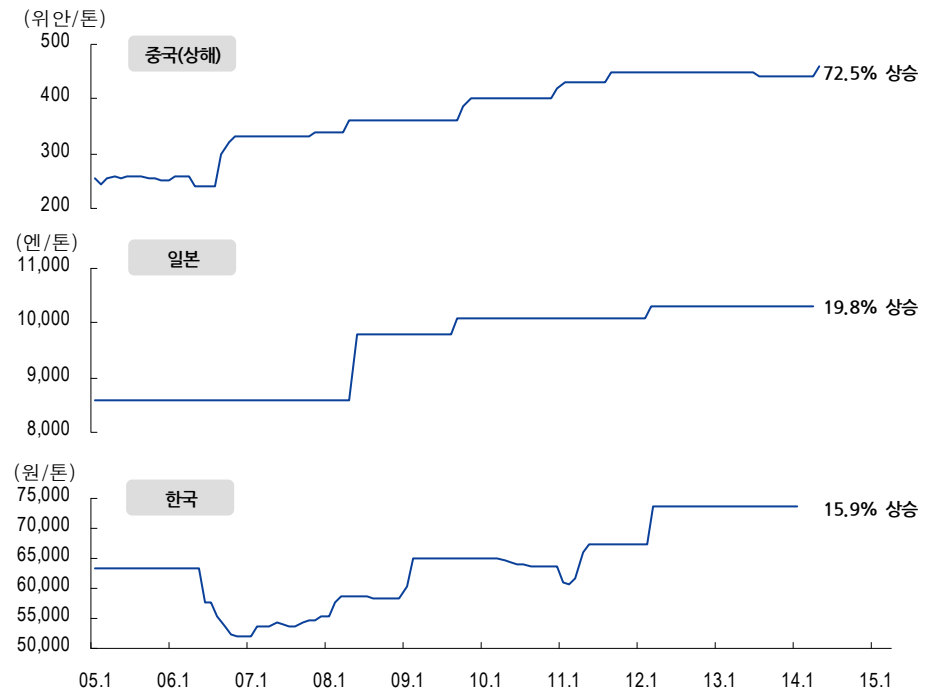
최근 일본과 중국도 시멘트가격 인상을 시도하고 있다. 일본은 엔화 가치 하락에 따른 유연탄가격 상승 등을 반영해 기존 톤당 10,400엔에서 1,000엔 인상을 시도하고 있다. 레미콘업체의 반발로 어려움을 겪고 있지만 공급 중단 등도 불사할 계획이다. 중국도 최근 환경 오염 문제가 부각되면서 신규 시멘트공장 설립이 어려워지고 낙후 설비 중단 등으로 시멘트가격 상승 가능성이 높아지고 있다. 주변국의 시멘트가격 인상 영향으로 국내 시멘트사의 가격 인상 가능성도 높다고 판단한다.

[그림9] 중국, 일본, 한국의 시멘트가격 추이 – 국내시멘트가격이 낮은 편



자료: Bloomberg

[그림10] 중국, 일본, 한국의 시멘트가격 추이 – 주변국 모두 2014년 들어 가격 인상 진행중



자료: Bloomberg

수도권 중심으로 주택시장
개선 중이지만 분양가는
주변시세 수준

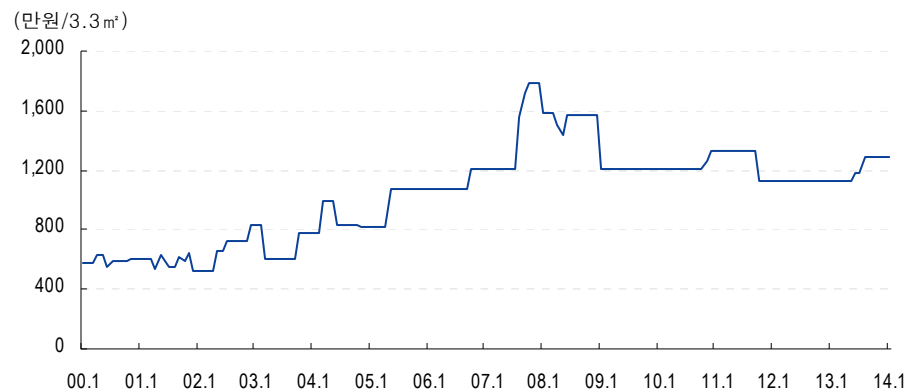
시멘트, 철근 가격 인상이
신규주택 분양가격
인상요인으로 작용할 전망

건설사 입장에서 주택시장 정상화를 위한 비용적인 분양가 인상이 필요

최근 주택시장이 수도권을 중심으로 개선되고 있다. 하지만 아직 크게 개선되었다고 보기는 어렵다. 현재 대부분의 건설사는 주변 시세 수준의 매력적인(?) 가격으로 분양하고 있다. 신규분양가격이 주변시세 대비 10~15% 높아야 정상적인 주택시장이지만 현재는 주변시세 수준이다. 낮은 분양가로 인해 청약률과 계약률은 이전 대비 크게 개선되고 있지만 건설사의 손익은 개선되지 못하고 있다.

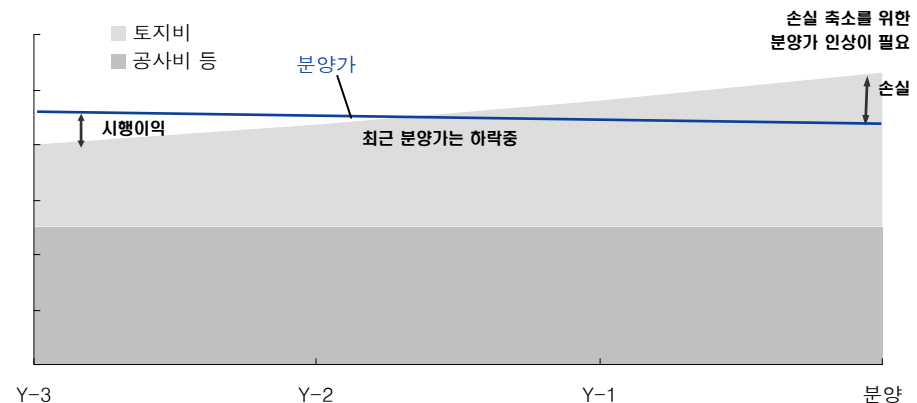
건설사도 신규주택 분양가격을 인상해야 하지만 가격 상승으로 미분양이 발생할 수 있다는 우려 때문에 아직까지 낮은 가격에 분양하고 있다. 하지만 주택시장 개선이 진행됨에 따라 신규주택 분양가격은 인상될 전망이다. 최근 시멘트가격 인상과 철근가격 인상이 신규주택 분양가격 인상요인으로 작용할 전망이다. 일정 수준의 신규주택 분양가격 인상 심리가 나타난다면 기존 미분양주택 해소에도 긍정적으로 작용할 전망이다. 하지만 이전 2007년과 같은 주변시세 대비 30~40% 높은 가격이 아니라 현 수준에서 5% 내외 인상되는 수준이 될 전망이다.

[그림11] 용인 수지의 신규주택 분양가 추이 – 2007년 이후 신규분양가는 하락 중



주: 용인 수지의 신규주택분양가격 추이로 신규주택의 입지와 품질에 따라 분양가격 차이가 존재
자료: 부동산114

[그림12] 건설사의 지연된 사업지의 손익 구조 – 건설사도 손실 축소를 위해 분양가 인상 필요



자료: NH농협증권

시멘트 내수 출하량(Q) – 출하량 증가 기대감이 높아지는 국면

2014년 시멘트 출하량

전년비 증가 전망

① 신규주택 분양 증가

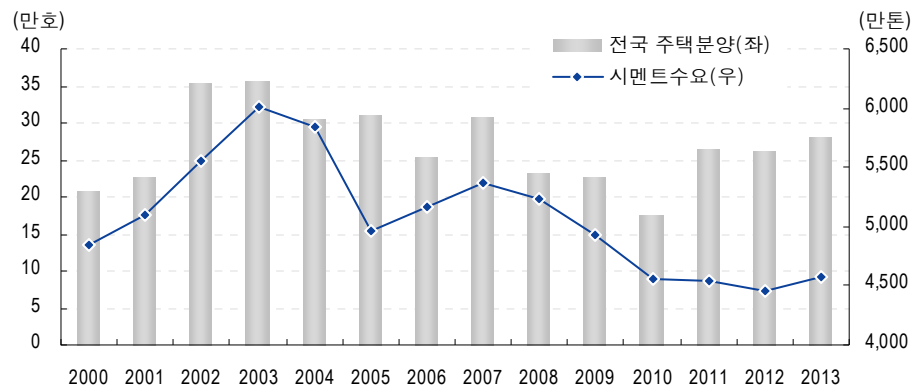
2014년 시멘트 수요도 국내 주택시장 개선에 따라 이전보다 증가할 가능성이 높아지고 있다. 이는 주택시장 개선에 따라 신규 주택 분양이 증가할 가능성이 높기 때문이다. 주택시장이 개선되면 초기 국면에는 주택 분양이 증가한다. 이는 주택 매수 수요가 주택시장 개선 초기국면에 증가하는 경향이 크기 때문이다. 2000년 초반 주택시장이 개선되는 초기 국면에서 신규주택공급은 증가하였고, 이에 따라 시멘트수요도 빠르게 증가하였다. 물론 이전과 같은 큰 폭의 시멘트 수요 증가를 예상하기 어렵다. 하지만 기나긴 시멘트 수요 감소 국면에서 탈출한 것은 확실해 보인다.

② 기존 예상보다 SOC 예산

감소폭이 축소

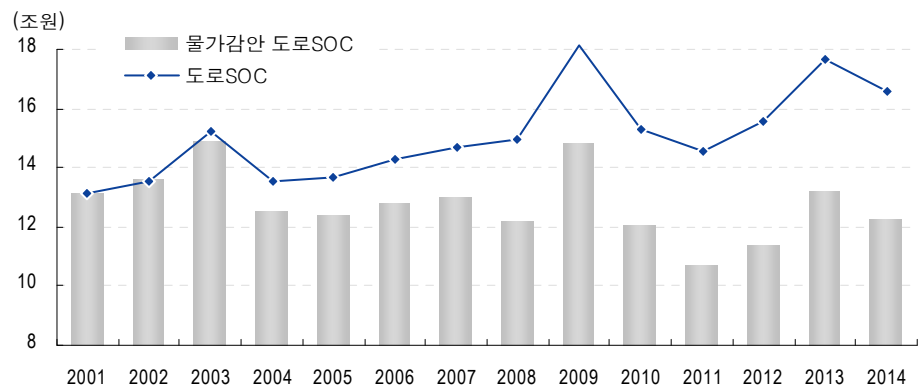
2014년 SOC 예산은 감소했지만, 박근혜 정부의 공약가계부에서 밝혔던 SOC 감소폭에 비해 양호하다. 공약가계부에 따르면 매년 3.0조원 이상의 SOC 예산 감소가 예상되었다. 하지만 2014년 SOC 예산은 23.7조원으로 전년(추경 포함 25.0조원)비 5.2% 감소하는 수준에 그쳤다. 현재 도로SOC예산은 생산자물가를 감안할 경우 2010~2012년보다 높은 수준이다.

[그림13] 신규주택분양과 시멘트수요 추이 – 분양 증가시 시멘트수요 증가



자료: 기획재정부, 국토교통부, NH농협증권

[그림14] 도로SOC 예산 추이와 전망 – 도로SOC 예산은 2014년에 감소



자료: 통계청, 시멘트협회, NH농협증권

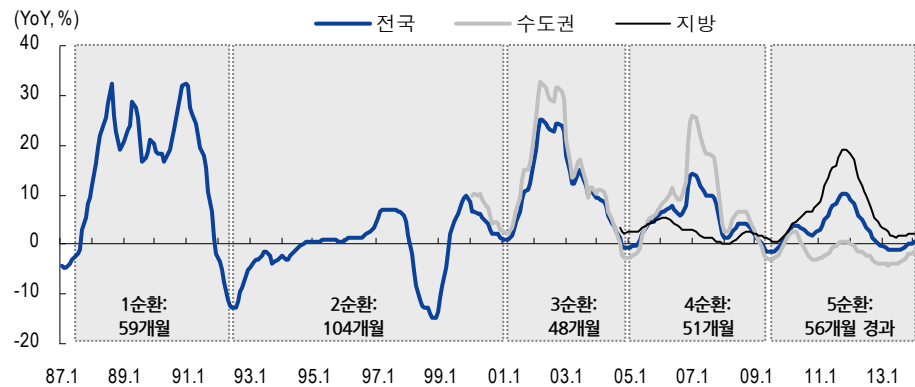
신규분양 확대로 시멘트
수요는 공공부문 보다는
민간부문에서 증가 전망

시멘트수요 증가는 공공부문보다는 민간부문 특히 주택부문에서 나타날 전망이다. 이는 주택시장이 개선되는 초기국면에서는 신규분양이 확대되면서 주택건설이 크게 늘어나기 때문이다. 2014년 들어 확실히 주택시장이 개선되고 있다. 신규주택 청약률과 계약률도 높아지고 있다. 특히 수도권 주택분양 시장 개선이 기대되면서 그동안 부진했던 수도권 주택시장을 중심으로 주택분양이 증가할 전망이다.

주택가격 상승 시 분양 증가.
2014년에는 수도권, 지방
동시에 개선 전망

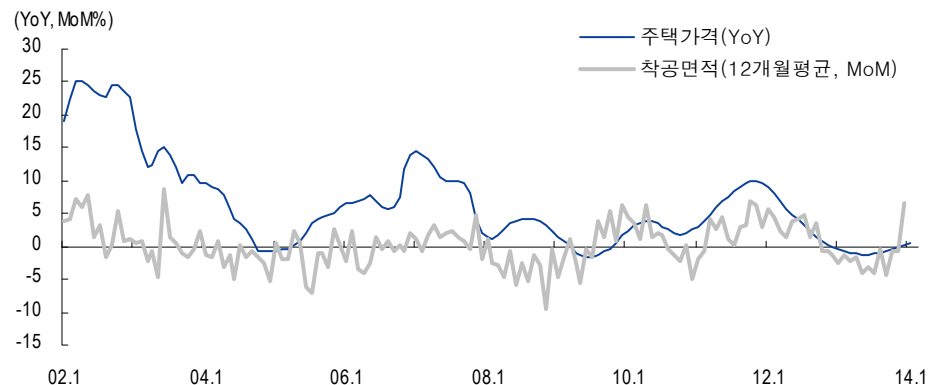
주택분양은 주택가격이 상승하는 시기에 증가한다. 이는 주택수요가 증가하기 때문이다. 2002년, 2007년, 2011년 주택가격이 상승하는 초기 국면에 주택분양이 증가하였다. 특이한 점은 2007년에는 수도권 주택 가격 상승으로 수도권을 중심으로 주택분양이 증가하였고, 2011년에는 지방 주택 가격 상승으로 지방을 중심으로 주택분양이 증가하였다. 2014년에는 수도권과 지방의 주택시장이 동시에 개선될 가능성이 높아 주택분양 증가가 양호할 전망이다.

[그림15] 6순환기 초기 상승국면으로 진입하고 있는 주택시장 – 수도권 가격 상승



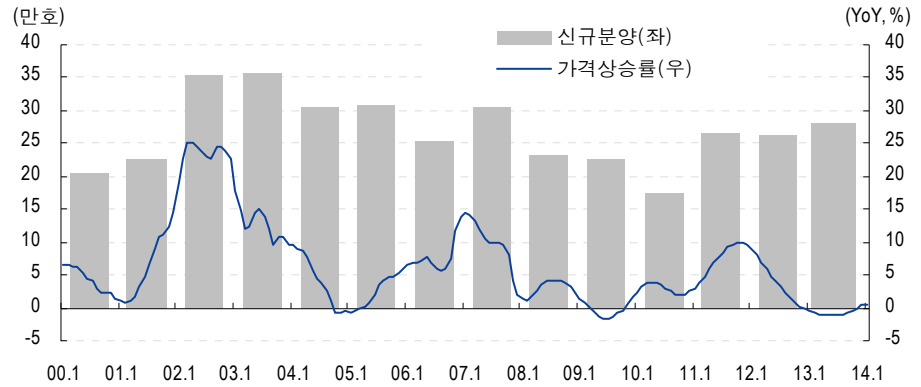
자료: 국토교통부

[그림16] 주택가격상승률(YoY)과 12개월 평균 착공면적 증가율(MoM) 추이 – 같은 방향



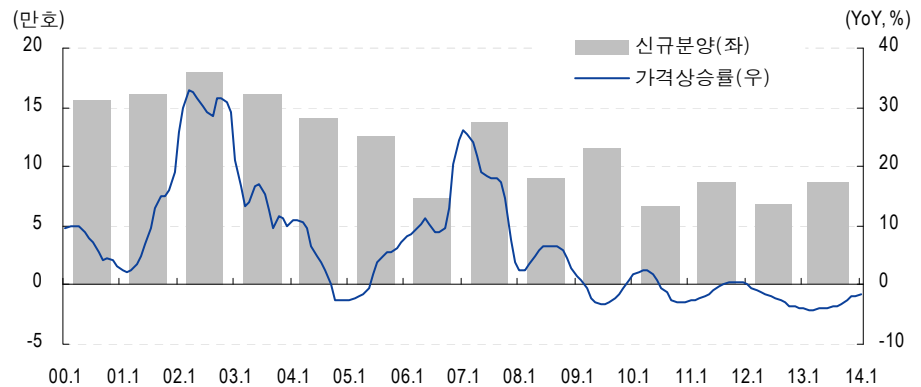
자료: 국토교통부

[그림17] 전국의 민간 신규분양주택과 주택가격상승률 추이 – 가격 상승시 신규분양 증가



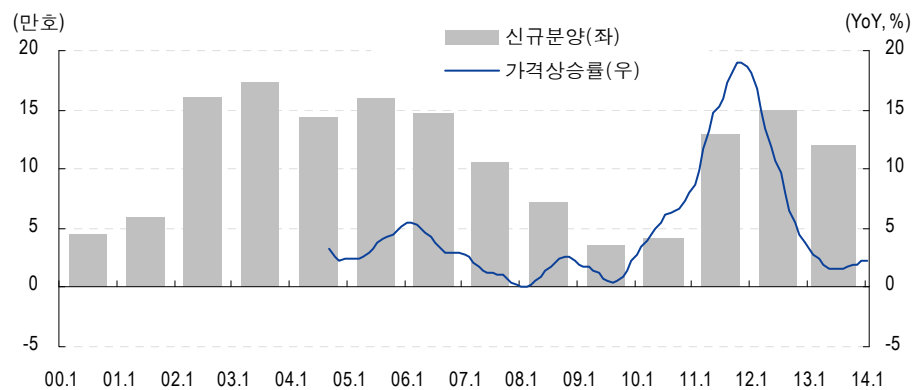
주: 신규분양 중 임대주택 분양은 제외
자료: 국토교통부

[그림18] 수도권 지역의 민간 신규분양주택과 주택가격상승률 추이 – 가격 상승시 신규분양 증가



주: 신규분양 중 임대주택 분양은 제외
자료: 국토교통부

[그림19] 지방의 민간 신규분양주택과 주택가격상승률 추이 – 가격 상승시 신규분양 증가



주: 신규분양 중 임대주택 분양은 제외
자료: 국토교통부

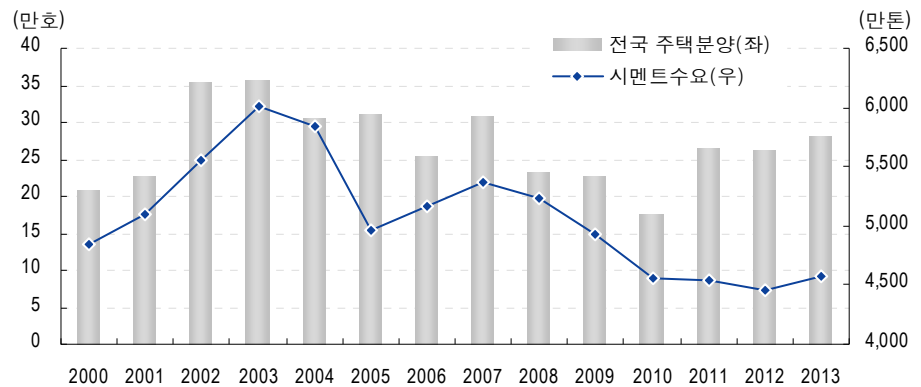
주택분양 증가 시 시멘트 수요 증가

주택분양과 시멘트수요는 비슷한 흐름을 보여준다. 이는 주택분양 이후 3개월이 지나면 본격적으로 시멘트가 사용되기 때문이다. 2009년을 제외하고 토목물량의 변동은 크지 않아 시멘트수요 변동은 대부분 주택분양 변동에 따라 나타나는 경우가 대부분이다.

2011년부터 주택분양 증가 불구 시멘트 수요 부진

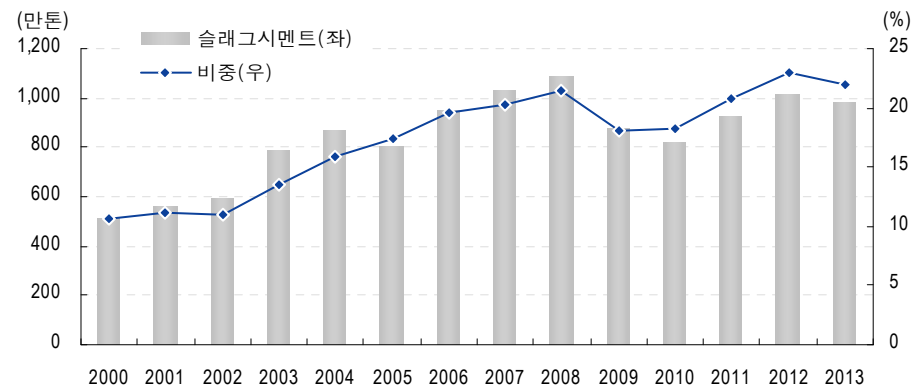
특이한 점은 2010년까지 전국 주택분양과 시멘트수요는 비슷하게 움직였지만 2011년부터 주택분양이 크게 증가함에도 불구하고 시멘트수요가 증가하지 못하고 있다. 물론 이전 대비 시멘트가 적은 슬래그시멘트 비중이 높아진 영향도 있다. 하지만 슬래그시멘트 비중상승에 따른 시멘트수요 감소를 말하기에는 부족하다.

[그림20] 주택분양과 시멘트수요 추이 – 주택분양 증가시 시멘트수요 증가



주: 신규분양 중 임대주택 포함
자료: 국토교통부

[그림21] 슬래그시멘트 내수출하량과 비중 추이 – 슬래그시멘트는 20% 내외 비중 유지

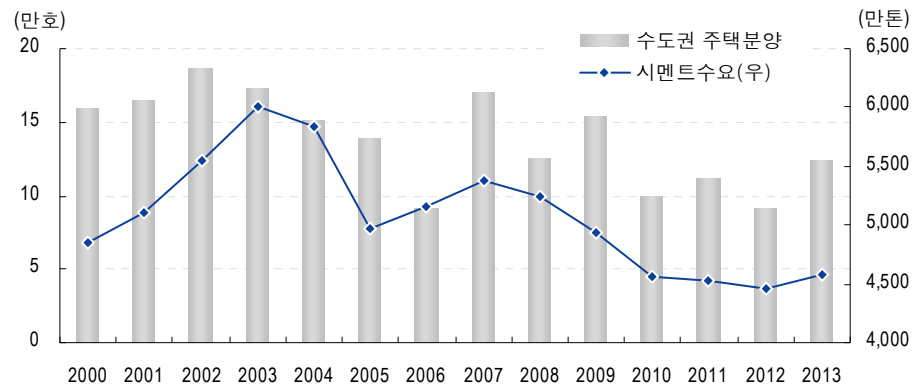


자료: 국토교통부

시멘트 사용량이 적은
임대주택, 소형평형, 지방
중심으로 분양이 증가
영향으로 판단

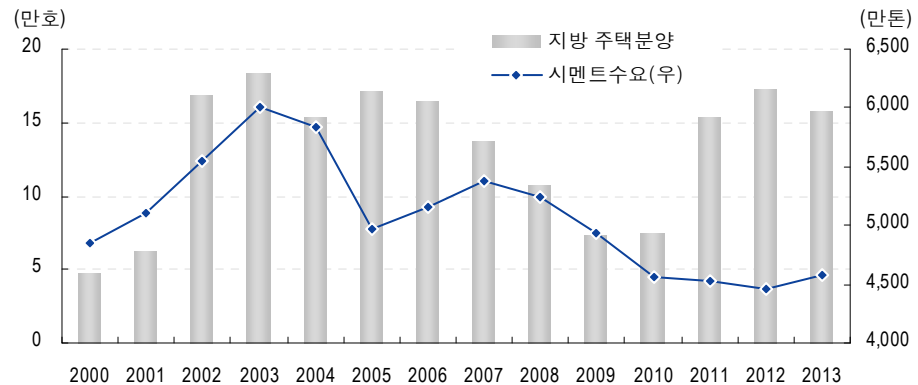
주택분양이 크게 증가하였지만 시멘트수요가 증가하지 못한 이유는 1) 임대주택이 증가하였고, 2) 소형평형 중심으로 분양이 증가하였으며, 3) 지방을 중심으로 주택분양이 증가한 영향으로 판단한다. 임대주택과 지방 아파트는 수도권에 비해 시멘트 사용량이 많은 지하층의 공사비가 많지 않다. 이는 택지비가 낮아 특별히 토지의 효율적 활용을 위한 지하층 공사가 많지 않기 때문이다. 또한 소형평형 중심으로 공급이 확대되어 이전 대형평형에 비해 시멘트 사용량이 줄어들었다.

[그림22] 수도권의 주택분양과 시멘트수요 추이 – 수도권 주택분양 감소로 시멘트수요 감소



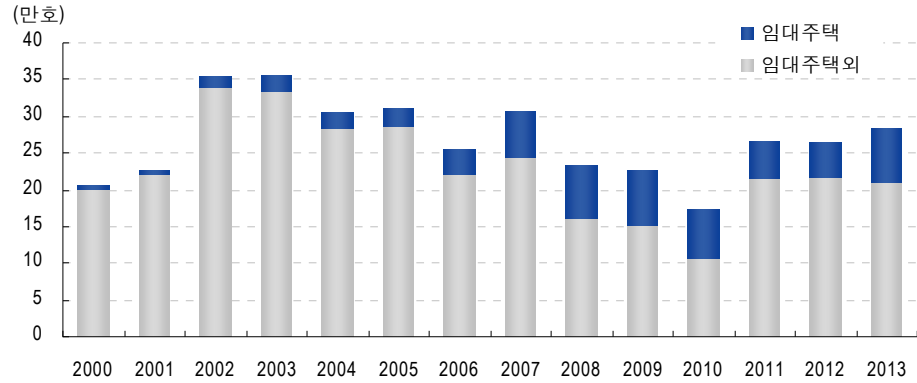
주: 신규주택 중 임대주택 포함
자료: 부동산114, 시멘트협회

[그림23] 지방의 주택분양과 시멘트수요 추이 – 지방 주택분양 증가에도 시멘트수요 감소



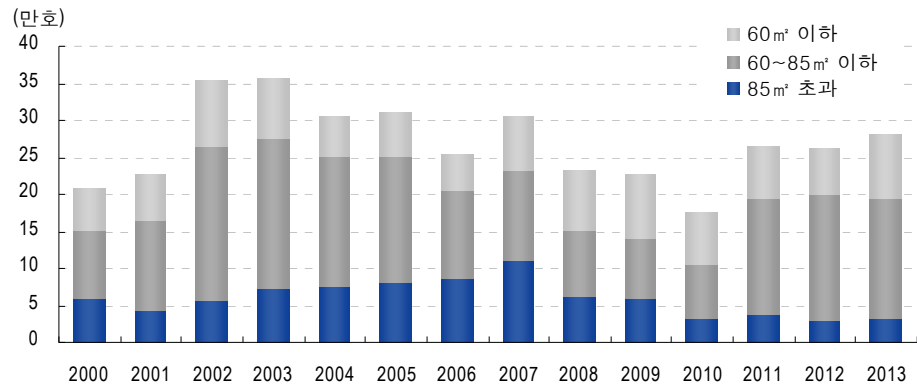
주: 신규주택 중 임대주택 포함
자료: 부동산114, 시멘트협회

[그림24] 신규주택 중 임대주택과 비임대주택 분양 추이 – 임대주택은 2007년부터 증가



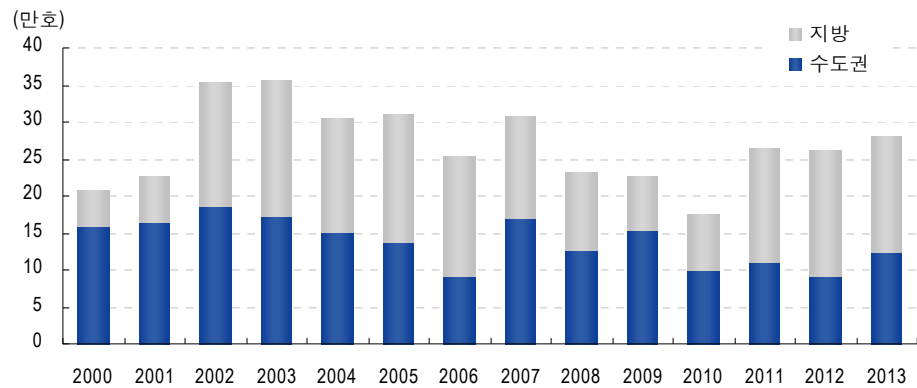
자료: 부동산114

[그림25] 신규주택 중 평형별 분양 추이 – 85㎡초과 주택 분양이 크게 감소



자료: 부동산114

[그림26] 신규주택 중 수도권과 지방의 분양 추이 – 수도권 분양이 2009년 이후 감소

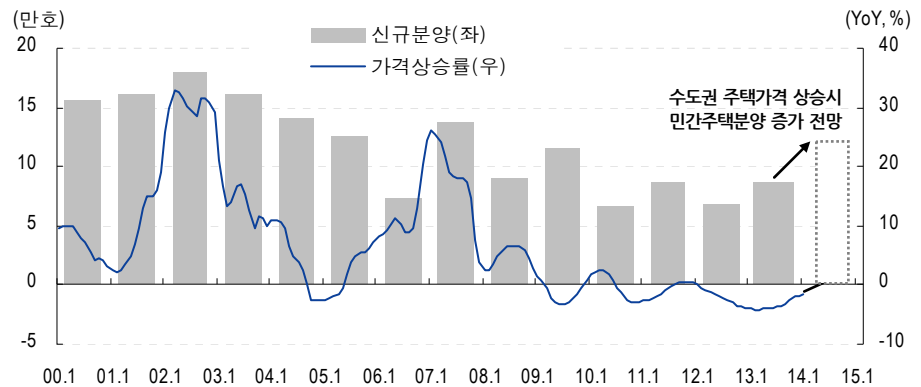


자료: 부동산114

2013년 하반기부터 수도권 주택분양 증가세

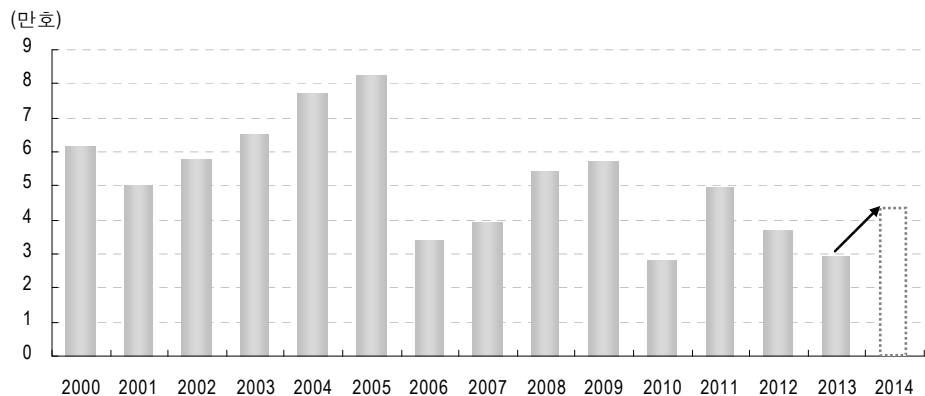
2013년 하반기부터 수도권의 주택 분양이 증가하고 있다. 2014년에도 수도권 주택시장 개선이 이어지면서 수도권 주택 분양이 늘어날 전망이다. 또한 기존 소형평형 위주로 공급되던 주택분양시장도 중대형평형 위주로 차츰 늘어날 전망이다. 또한 리모델링과 재건축, 재개발시장이 활성화되면서 서울 중심부를 중심으로 주택 건설이 활성화될 전망이다. 이를 감안하면 2000년 초반과 같은 주택분양시장 흐름이 예상된다.

[그림27] 수도권의 민간 신규주택분양과 주택가격 추이와 전망 – 가격 상승시 분양 증가 전망



자료: 부동산114, KB국민은행, NH농협증권

[그림28] 재건축, 재개발 분양 추이와 전망 – 재건축, 재개발 분양 확대 예상



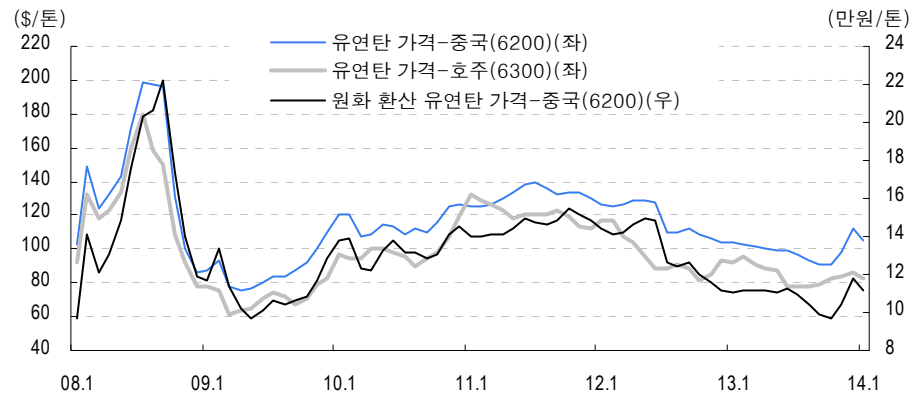
자료: 부동산114, NH농협증권

유연탄 비용(C) – 2013년과 비슷한 수준 유지 전망

유연탄 가격 하향 안정으로
시멘트사 유연탄 비용도
2013년 수준 유지 전망

2014년 유연탄 가격은 큰 등락없이 움직일 전망이다. 이는 글로벌 경기 회복에도 불구하고 중국의 수요가 크게 확대되기 어렵기 때문이다. 하지만 하락할 가능성도 낮는데 최근 유럽을 중심으로 발전용 유연탄수요가 조금씩 증가하고 있기 때문이다.

[그림29] 유연탄 가격 추이 – 2013년부터 큰 변동없이 횡보

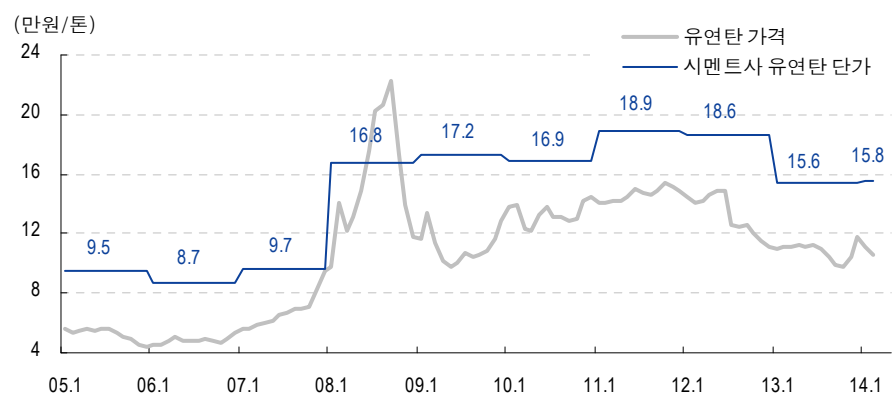


자료: 한국자원정보서비스

3분기까지 현재 가격 수준의
유연탄 투입

시멘트사의 유연탄비용은 1) 가격 계약, 2) 선박 이동, 3) 채고 등의 영향으로 실제 현물 가격이 반영되는데 시간이 소요된다. 유연탄 가격 안정으로 시멘트사의 유연탄비용은 2013년과 비슷한 수준을 유지할 전망이다. 이는 시멘트사가 현재 가격 수준에서 공급계약을 하고 있어 이번 계약 물량이 3분기까지 투입될 예정이기 때문이다.

[그림30] 유연탄 가격과 한일시멘트의 유연탄 단가 추이 – 추가 원가 하락은 제한적



자료: 한국자원정보서비스

전력비용(C) – 전력요금은 2013년에 11.1% 상승

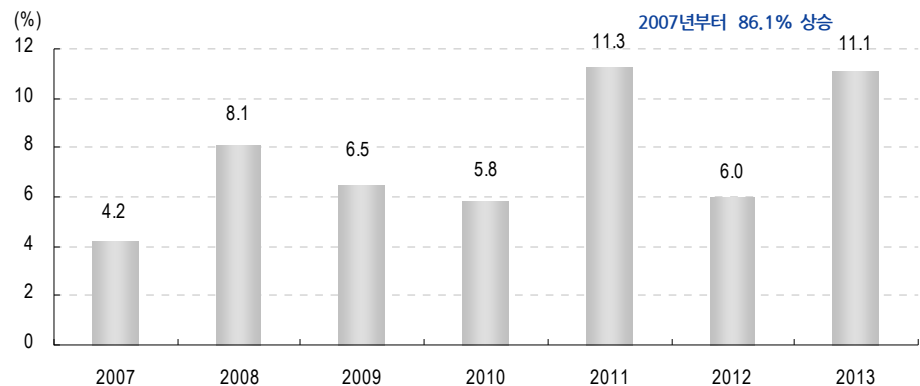
2013년 전력요금 인상으로
업체별 전력비용
40~120억원 증가 전망

시멘트 제조원가 중 20% 내외를 차지하는 전력비용은 전력 요금 인상이 지속되면서 증가하고 있다. 산업용 전력요금은 2013년 1월에 4.4%, 11월에 6.4%가 인상되어 전년비 11.1% 상승하였다. 2007년부터 산업용 전력요금은 86.1% 상승해 유연탄 가격 상승에 버금가는 비용 증가 요인이 되고 있다. 시멘트사는 전력요금을 줄이기 위해 기존 주간 생산을 야간 생산으로 돌리는 등 여러 방안을 마련하고 있지만 이에 따른 비용 증가도 큰 편이다. 시멘트사별로 2013년 전력요금 인상에 따라 각각 40~120억원 내외 전력비용 증가가 예상된다. 유가도 다소 상승하면서 시멘트사의 운송비용 증가도 예상된다.

발전용 유연탄 과세로
전력요금 추가 인상 우려

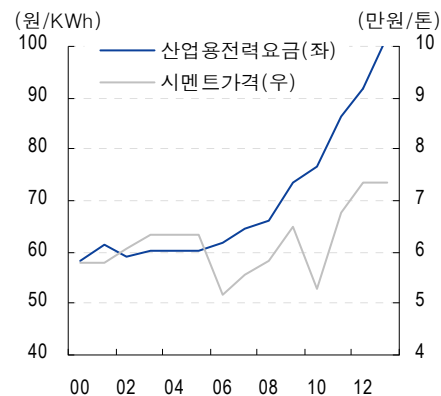
2014년 하반기부터 발전용 유연탄에 대한 과세가 이루어지면서 한국전력은 추가적인 2~3% 내외의 전력요금 인상을 시도할 전망이다. 추가적인 가격 인상에 대해 정부의 용인 여부는 아직 불확실하다. 하지만 발전용 유연탄에 대한 세금 부과로 연료비가 증가하는 점을 감안하면 정부가 전력요금 상승을 용인할 가능성도 있다. 이를 감안하면 전력요금 추가 인상 우려는 하반기까지 이어질 전망이다.

[그림31] 연도별 산업용 전력요금 인상을 추이 – 2007년부터 86.1% 상승



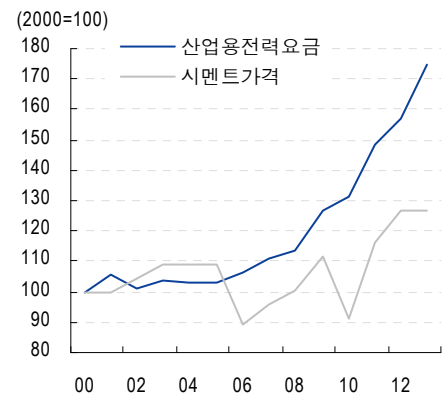
자료: 한국전력

[그림32] 전력요금과 시멘트가격 추이(1)



자료: 한국전력, 통계청

[그림33] 전력요금과 시멘트가격 추이(2)



자료: 한국전력, 통계청

금융 비용 – 2013년 대비 감소할 전망

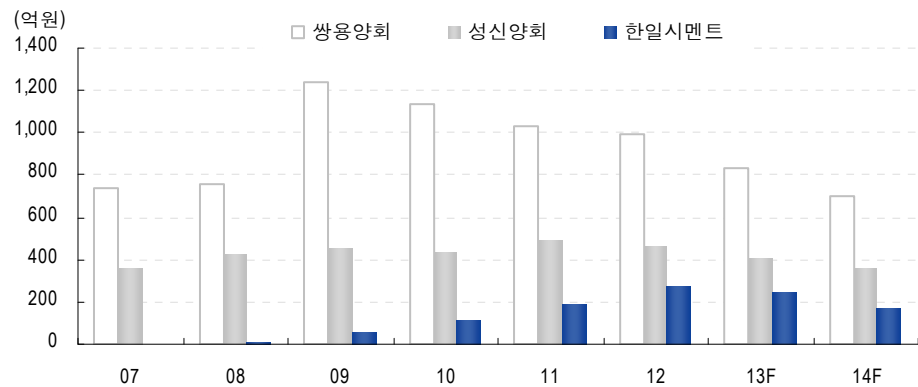
차입금 감소로 금융비용 감소 전망

시멘트 업황 개선에 따라 차입금이 감소하고, 시멘트사의 재무리스크가 줄어들면서 금융 비용이 감소할 전망이다. 시멘트사 중 쌍용양회, 성신양회, 동양시멘트, 현대시멘트는 과다한 차입금을 보유하고 있고, 금리 수준은 다른 제조업에 비해 높은 수준이다.

업황 개선으로 시멘트 업종 재무리스크 완화 전망

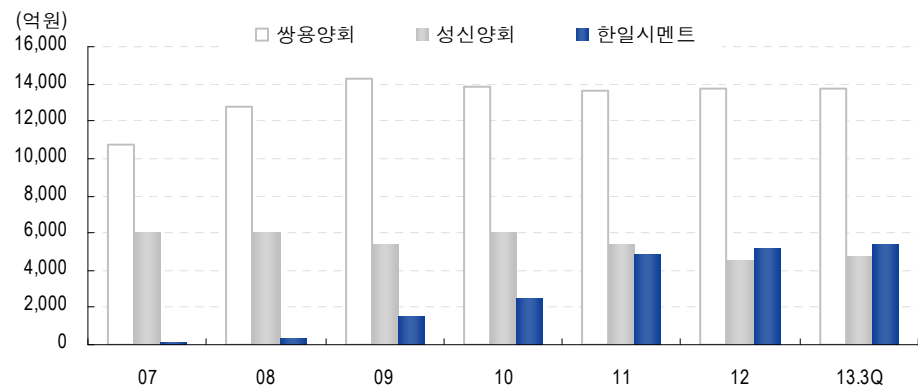
2012년 2분기부터 영업적자에서 벗어나면서 현금흐름 개선이 나타나고 있다. 2013년에는 쌍용양회와 성신양회는 유동화한 자산을 다시 매입하면서 차입금 감소가 크지 않았지만 현금흐름 개선폭은 커지고 있다. 하지만 2013년에 신용취약업종에 포함되면서 재무리스크가 다시 부각되어 조달금리는 여전히 높은 수준이다. 2014년에 가격 인상과 출하량 증가에 따른 이익 개선시 시멘트업종에 대한 재무리스크는 빠르게 완화될 전망이다. 차입금이 많은 쌍용양회와 성신양회는 차입금 감소와 이자율 하락에 따른 금융비용 감소가 클 전망이다.

[그림34] 주요 시멘트사의 이자비용 추이 – 지속적으로 감소중



주: 연결기준
자료: 각 시멘트사

[그림35] 주요 시멘트사의 총차입금 추이 – 기존 손실 영향으로 차입금 감소는 미미한 편



주: 연결기준, 매출채권할인은 총차입금에서 제외
자료: 각 시멘트사

상반기는 가격 인상, 하반기는 출하량 증가가 주요 이슈가 될 전망

상반기 이슈는 가격 인상

2014년 상반기는 시멘트가격, 하반기에는 출하량 증가가 주요 이슈가 될 전망이다. 시멘트사의 가격 인상에 대한 시멘트사와 레미콘사의 협상은 3월 중순부터 4월까지 이어질 전망이다. 시멘트가격 협상이 난항에 부딪칠 경우 시멘트사의 공급 중단까지 예상할 수 있다. 하지만 레미콘사와 건설사도 시멘트가격 인상에 대해 어느 정도 공감대가 형성되고 있어 최악의 공급 중단까지는 가지 않을 전망이다. 상반기에 시멘트가격 인상이 이루어지고 나면 레미콘가격도 인상될 전망이다.

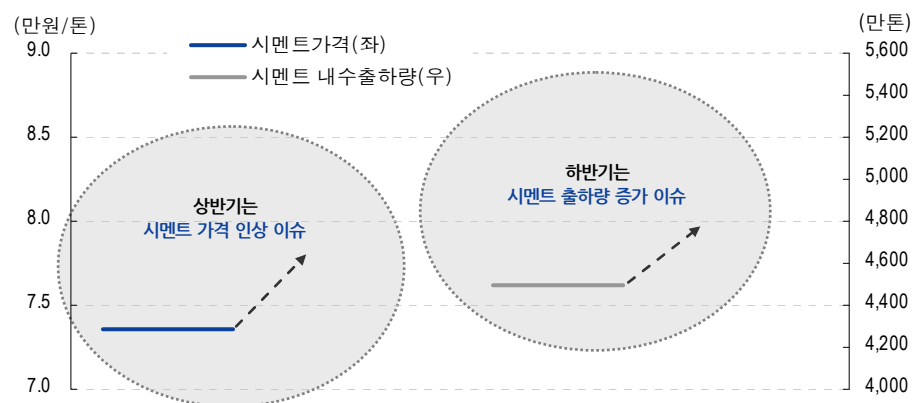
하반기 이슈는 출하량 증가

하반기는 주택경기 회복에 따른 신규주택분양 증가로 시멘트출하량 증가 가능성이 높아질 전망이다. 2014년 시멘트출하량 증가를 현 시점에서 말하기는 이르다. 이는 2010년부터 이어진 시멘트수요 정체현상에서 벗어난 것으로 판단하기 이르기 때문이다. 2011년부터 신규주택 분양이 증가하고, 착공면적이 크게 증가하였지만 시멘트출하량 증가로 이어지지 않은 경험도 있다. 이번 신규주택분양 증가가 시멘트수요가 높은 수도권 중심이라는 점이 2011년~2012년과 다르지만 이를 확인하기에는 상반기 시멘트출하량이 필요하다. 하지만 최근 시멘트출하량 흐름을 보면 증가 가능성이 높아지고 있는 것은 확실하다.

상반기 가격 인상 이후에는 출하량 증가가 새로운 주가 상승 모멘텀 전망

이전과는 다르게 2014년에는 시멘트출하량 증가 가능성이 높아지고 있다. 상반기에 시멘트가격이 인상되면 모멘텀 소멸이 아니라 곧바로 출하량 증가 모멘텀으로 이어질 전망이다. 큰 그림에서 보면 P의 상승과 Q의 증가가 나타나는 2000년 초반과 비슷한 시기가 될 전망이다.

[그림36] 시멘트업황의 2014년 주요 이슈 예상



자료: NH농협증권

최근 상승에도 추가 상승 여력 충분. 재평가의 기회가 될 전망

시멘트사 주가, 2012년부터 지속 상승

시멘트사 주가는 2012년을 바닥으로 지속적으로 상승하고 있다. 특히 2014년에는 주택 시장 개선과 시멘트가격 인상 이슈가 합쳐지면서 빠르게 상승하고 있다. 2012년부터 2013년까지 시멘트사 주가는 우여곡절이 많았다. 2012년 1분기에 시멘트가격 인상 기대로 상승하였지만, 2분기에 가격 인상 모멘텀 소멸로 다시 하락하였다. 하지만 3분기부터는 실적 호전이 나타나면서 4분기까지 빠르게 상승하였다. 2013년 1분기에는 시멘트 가격 추가 인상 기대로 급격하게 상승하였지만 2분기에는 시멘트가격 인상 철회로 하락 반전하였다. 3분기부터 실적 호전 지속으로 다시 상승하였다.

시멘트가격 인상 시 여전히 밸류에이션 매력 높은 수준. 출하량 증가 시 추가적인 이익 개선도 가능

시멘트사 주가는 최근 1개월, 3개월간 각각 18.7%, 26.7% 상승하면서 KOSPI 대비 17.4%p, 29.2%p 초과상승하였다. 시멘트사 주가가 급격하게 상승하면서 단기 과열에 대한 우려가 높다. 단기적으로 과열권이기는 하지만 시멘트가격 상승시 아직까지 밸류에이션 매력이 높다. 향후 시멘트출하량 증가시 추가적인 이익 개선도 가능할 전망이다. 이를 감안하면 최근 상승에도 불구하고 추가 상승여력은 충분하다고 판단한다.

2005년부터 시멘트사는 출하량 감소와 시멘트사간 경쟁 격화에 따른 시멘트가격 하락으로 실적이 크게 악화되었다. M/S가 높은 시멘트사인 쌍용양회, 동양시멘트, 성신양회는 과도한 차입금으로 특히 실적 악화가 컸다.

업황 및 실적 개선으로 시멘트 업종 재평가 예상

최근 시멘트사에 나타나고 있는 실적 개선은 그동안 시멘트업의 우려부분인 수요가 감소하는 사양산업, 과잉설비산업, 가격경쟁산업이라는 인식이 다소 완화될 전망이다. 이를 통한 시멘트업종에 대한 재평가가 기대된다.

[그림37] 5개 시멘트사의 합산 시가총액 추이



자료: NH농협증권

투자유망 종목:
쌍용양회, 성신양회,
한일시멘트, 아세아시멘트

시멘트가격이 인상과 시멘트출하량 증가 기대가 높은 현 시점에서 투자유망종목으로 국내 M/S 1위로 가격과 물량 증가시 이익 증가가 크고, 과도한 차입금에 대한 이자비용 감소가 예상되는 쌍용양회(003410, N/R)와 출하량 증가에 따른 가동률 레버리지가 높고, 과도한 차입금에 대한 이자비용 감소가 예상되는 성신양회(004980, 매수), 2차제품에서 확실한 우위를 보유해 높은 이익창출력이 지속되는 한일시멘트(003300, N/R), 아세아산업개발 등 자회사 가치가 재부각되고, 2차제품과 레저산업 등 안정적 이익이 예상되는 아세아시멘트(002030, 매수)를 제시한다.

시멘트가격 인상 반영해
성신양회, 아세아시멘트
목표주가 상향

시멘트가격이 인상될 것으로 전망해 성신양회와 아세아시멘트에 대한 매출과 이익을 상향한다. 이에 따라 성신양회에 대한 목표주가를 기존 7,000원에서 14,000원으로 아세아시멘트는 기존 115,000원에서 150,000원으로 상향한다. 성신양회의 목표주가 상향 폭이 큰 이유는 가격 상승을 통한 순이익 증가률이 크기 때문이다..

[그림38] 주요 시멘트사의 시가총액 추이



자료: NH농협증권

[표1] 주요 시멘트사의 연결 기준 실적 추이

(단위: 억원, %, 배)

	쌍용양회			한일시멘트			성신양회			아세아시멘트(아세아)		
	11	12	13.3Q	11	12	13.3Q	11	12	13.3Q	11	12	13.3Q
시가총액	6,585			7,922			2,446			3,216		
총 자산	31,392	31,635	30,981	20,953	20,432	22,234	11,511	11,225	11,589	15,836	15,818	16,271
현금	376	441	456	848	1,230	2,592	17	41	219	655	956	1,157
총 부채	20,158	20,111	19,229	8,248	8,132	9,126	8,157	7,937	8,276	5,306	4,936	10,263
순차입금	13,119	13,123	12,850	3,913	4,044	2,795	6,213	5,648	6,014	1,713	987	605
자본	11,233	11,524	11,752	12,706	12,299	13,108	3,354	3,288	3,313	10,530	10,882	6,008
부채비율	179.5	174.5	163.6	64.9	66.1	69.6	243.2	241.4	249.8	50.4	45.4	170.8
매출액	18,551	19,910	14,669	8,679	9,951	9,149	4,859	5,465	4,424	10,851	10,347	7,925
영업이익	666	1,436	875	299	720	1,017	-433	160	239	285	860	582
영업이익률	3.6	7.2	6.0	3.4	7.2	11.1	-8.9	2.9	5.4	2.6	8.3	7.3
금융손익	-1,097	-1,022	-967	-194	-153	-416	-466	-487	-477	-42	-54	-79
당기순이익	-364	396	159	175	-722	556	-373	31	-76	203	709	396
영업활동현금흐름	1,170	2,048	1,571	-95	323	1,475	-71	119	123	406	1,497	784
감가상각비	833	860	653	331	385	326	543	533	392	661	584	401
EBITDA	1,499	2,297	1,528	630	1,104	1,343	110	693	631	946	1,444	984
CAPEX	675	792	461	1,986	508	132	-168	-699	646	537	760	378
EBITDA-CAPEX	824	1,504	1,067	-1,356	596	1,210	278	1,392	-15	409	684	605
P/E	N/A	13.6	N/A	17.6	N/A	N/A	N/A	28.0	N/A	11.6	6.5	N/A
P/B	0.31	0.42	0.43	0.24	0.29	0.42	0.14	0.29	0.37	0.21	0.34	N/A

취 아세아시멘트는 분할이전 기준 실적

자료: NH농협증권

[표2] 주요 시멘트사의 별도 기준 실적 추이

(단위: 억원, %, 배)

	쌍용양회			한일시멘트			성신양회			아세아시멘트(아세아)		
	11	12	13.3Q	11	12	13.3Q	11	12	13.3Q	11	12	13.3Q
시가총액	6,585			7,922			2,446			3,216		
총 자산	25,042	25,061	24,982	19,805	19,366	20,313	11,427	11,151	11,525	9,287	9,071	9,052
현금	10	4	2	647	1,016	2,261	8	20	210	419	280	316
총 부채	14,977	14,890	14,828	7,503	7,451	8,008	8,039	7,839	8,179	2,098	2,028	7,190
순차입금	9,777	9,759	10,083	3,889	3,983	2,915	6,185	5,632	5,972	-60	-88	-316
자본	10,065	10,171	10,154	12,303	11,915	12,306	3,388	3,313	3,346	7,189	7,043	1,862
부채비율	148.8	146.4	146.0	61.0	62.5	65.1	237.3	236.6	244.5	29.2	28.8	386.2
매출액	11,652	13,338	10,186	7,041	8,393	6,935	4,676	5,213	4,271	3,208	3,477	2,885
영업이익	73	819	503	280	715	950	-452	149	241	81	247	355
영업이익률	0.6	6.1	4.9	4.0	8.5	13.7	-9.7	2.9	5.6	2.5	7.1	12.3
금융손익	-853	-789	-739	-136	-145	-398	-463	-489	-469	22	36	3
당기순이익	-432	131	-24	133	-719	466	-367	16	-70	96	138	247
영업활동현금흐름	929	1,574	733	-151	331	1,308	-93	114	138	-88	404	494
감가상각비	584	602	460	287	342	257	535	522	385	146	159	130
EBITDA	657	1,422	963	567	1,057	1,207	83	670	626	226	405	484
CAPEX	378	329	245	1,932	365	15	-223	-706	641	136	233	105
EBITDA-CAPEX	279	1,093	718	-1,365	691	1,192	306	1,377	-15	90	173	380
P/E	N/A	34.6	N/A	23.0	N/A	N/A	N/A	60.6	N/A	18.2	20.8	N/A
P/B	0.33	0.45	0.47	0.24	0.30	0.42	0.14	0.29	0.36	0.24	0.40	N/A

주: 아세아시멘트는 분할이전 기준 실적

자료: NH농협증권

기업 분석

26

성신양회 (004980)

매수(유지), 목표주가 14,000원(상향)
경쟁력있는 회사로 발전하고 있는 중

29

아세아시멘트 (183190)

매수(유지), 목표주가 150,000원(상향)
안정적인 실적으로 가치 재평가 기대

매수 (유지)

목표주가 : 14,000원(상향)
2/28 종가 : 10,150원

성신양회 (004980)

경쟁력있는 회사로 발전하고 있는 중

투자 의견 매수,
목표주가 14,000원으로
상향

성신양회에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가를 14,000원으로 상향한다. 목표주가를 상향하는 이유는 시멘트가격 인상이 실제로 가시화되면서 2014년 이익을 상향하였기 때문이다. 동사 투자포인트는 1) 시멘트가격 인상으로 실적 개선 효과가 다른 시멘트사보다 크게 나타나고, 2) 주택시장 개선에 따른 신규주택분양 증가시 가동률 개선 효과가 크며, 3) 시멘트업황 개선과 이익 증가로 재무리스크가 완화되면서 과도했던 이자비용이 감소할 전망이다.

1) 시멘트가격 인상이 가시화되면서 실적 개선 효과가 다른 시멘트사보다 크게 나타날 전망이다. 2013년 동사는 자산매각이익없이 34억원의 순이익을 기록했지만 영업이익이 447억원인 점을 감안하면 적은 수준이다. 이는 과도한 이자비용 영향이다. 2014년에 추가적으로 영업이익 100억원이 증가하면 순이익도 100억원 증가해 실적 개선 효과가 크게 나타날 전망이다.

2) 주택시장 개선에 따른 신규주택분양 증가시 가동률 개선 효과가 클 전망이다. 동사는 다른 시멘트사와 달리 가동률이 55.6%로 낮고, 생산량 대비 감가상각비가 크다. 2005년부터 시멘트수요 감소로 어려움이 컸다. 하지만 신규주택분양 증가로 시멘트수요가 증가할 경우 동사의 출하량 증가에 따른 이익 증가가 다른 시멘트사 대비 클 전망이다.

3) 2008년부터 시멘트업황 악화로 이자율이 상승하면서 차입금이 많은 동사의 이자비용은 급격하게 증가하였다. 2014년에는 차입금 감소와 함께 이자율도 하락하면서 이자비용이 감소할 전망이다.

영업실적과 Valuation (IFRS 연결 기준)

결산월	매출액		영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS		P/E (배)	EV/EBITDA (배)	P/BV (배)	ROE (%)
	(십억원)	(% chg.)				(원)	(% chg.)				
12/2011	485.9	-12.2	-43.3	-40.1	-37.3	-1,830	적자지속	N/A	60.6	0.1	-8.8
12/2012	546.5	12.5	16.0	9.1	3.4	168	흑자전환	28.0	9.5	0.3	1.0
12/2013(F)	608.5	11.3	44.7	3.6	3.8	177	5.6	36.0	7.5	0.5	1.1
12/2014(F)	657.9	8.1	70.3	35.2	35.9	1,448	716.7	7.0	6.4	0.7	9.9
12/2015(F)	680.0	3.4	75.1	43.9	44.8	1,807	24.8	5.6	5.4	0.6	11.2

- 시가총액: 239십억원
- 거래량/발행주식수: 28만주/2,353만주
- 외국인보유 주식수(지분): 96만주(4%)
- 주가범위: 10,400원 ~ 4,855원(@5,000원)

- 매출구성: 시멘트(78.6%), 레미콘(17.7%), 기타(3.7%)
- 주요주주: 김영준 외 11인(29.1%)
- 재무구조: 부채비율 241.4%, 금융비용부담률 8.5%
- 수익률(1M/3M/6M): 절대 42.2/72.9/99.8%, 상대 37.6/78.7/90.2%

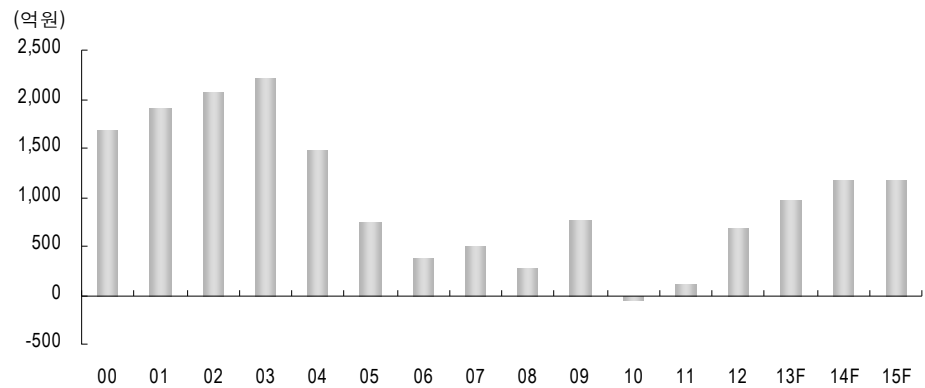
주: 1) 영업이익은 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매비), 순이익은 지배주주귀속분
2) 거래량은 60일 평균, 주가범위는 최근 1년 기준. 매출구성과 재무구조는 2012.12 기준

[표3] 성신양회의 Valuation

구분	가치산정 방법	가치
영업가치 (억원)	2014년 순이익 × 8배 359 × 8.0	3,231
비영업가치 (억원)	매도가능증권 × 70% 199 × 0.7	139
합계 (억원)		3,370
주식수 (만주)		2,470
목표주가 (원)		13,645

주: 2013년에 발행한 BW의 신주인수권 383.9만주는 제외
자료: NH농협증권

[그림39] 성신양회의 EBITDA 추이와 전망



자료: 성신양회, NH농협증권

[표4] 감가상각 대상 자산의 감가상각비 추이

(단위: 억 원)

	토지	건물	구축물	기계장치	차량운반구	기타유형자산	합계
2007		42	50	522	32	21	689
2008		42	51	460	27	21	629
2009		54	63	446	22	15	624
2010		52	61	395	27	8	551
2011		51	60	388	26	7	536
2012		52	60	378	23	6	523
2013.3Q		40	45	276	15	3	385
잔존 장부가	1,500	1,568	1,509	1,959	85	38	5,451

주: 별도기준
자료: 성신양회

재무상태표

(단위: 십억원)

(연결기준)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	265.2	307.3	318.6	345.4	409.6
현금성자산	1.7	4.1	16.5	34.0	89.2
매출채권	198.5	222.7	228.5	235.4	233.0
재고자산	52.0	62.8	60.2	62.0	71.3
기타유동자산	13.0	17.7	13.4	14.0	16.1
비유동자산	885.9	815.2	819.5	773.9	734.6
투자자산	22.2	10.2	18.4	19.0	21.8
유형자산	772.9	683.9	694.5	650.2	609.7
무형자산	36.4	33.5	29.1	27.3	25.6
기타비유동자산	54.4	87.6	77.5	77.4	77.5
자산총계	1,151.1	1,122.5	1,138.1	1,119.3	1,144.2
유동부채	583.0	505.9	541.0	494.0	459.5
매입채무	61.5	63.8	63.2	65.1	74.8
단기차입금	195.0	294.6	290.1	270.1	220.1
기타유동부채	326.5	147.5	187.7	158.8	164.6
비유동부채	232.7	287.9	254.5	247.5	263.0
사채 및 장기차입금	147.7	192.0	154.4	144.4	144.4
기타비유동부채	85.0	95.9	100.1	103.1	118.6
부채총계	815.7	793.7	795.5	741.6	722.5
지배주주지분(연결)	337.2	328.9	342.8	378.7	423.4
자본금	104.2	104.2	111.1	111.1	111.1
자본잉여금	24.1	24.1	27.0	27.0	27.0
이익잉여금	223.1	223.9	227.7	263.6	308.3
비지배주주지분(연결)	-1.8	-0.1	-0.3	-1.0	-1.8
자본총계	335.4	328.8	342.5	377.7	421.6
총차입금	626.3	571.6	595.2	535.2	485.2
순차입금	621.3	564.8	576.8	499.1	393.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

(연결기준)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-7.1	11.9	36.7	78.3	108.4
당기순이익	-37.3	3.1	3.6	35.2	43.9
감가상각비	54.3	53.3	51.4	46.1	42.2
기타	-39.7	-21.4	10.9	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	15.6	-23.1	-29.2	-3.0	22.3
매출채권 증감	21.1	-26.3	-11.1	-6.9	2.4
재고자산 증감	5.6	-10.8	2.6	-1.8	-9.3
매입채무 증감	-4.0	-1.7	1.2	1.9	9.8
기타 자산부채 변동	-7.1	15.7	-21.9	3.8	19.4
법인세 납부	0.0	-0.2	-0.8	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	54.6	48.4	-58.8	-0.8	-3.1
유형자산 증가	-40.9	-46.2	-66.1	0.0	0.0
유형자산 감소	57.6	116.1	1.5	0.0	0.0
무형자산 순감	0.6	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	37.3	-21.4	5.8	-0.8	-3.1
재무활동 현금흐름	-48.9	-57.8	34.5	-60.0	-50.0
장단기차입금 증감	18.6	-54.7	23.6	-60.0	-50.0
자본 증가	-117.9	0.0	9.8	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	50.4	-3.1	1.1	0.0	0.0
현금의 증감	-1.5	2.4	12.4	17.5	55.3
기말현금	1.7	4.1	16.5	34.0	89.2
총현금흐름(GCF)	24.1	80.2	105.8	116.4	117.3
잉여현금흐름(FCF)	-47.9	-34.3	-29.5	78.3	108.4

자료: 사업보고서, NH농협증권 리서치센터 예상

포괄손익계산서

(단위: 십억원, %)

(연결기준)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	485.9	546.5	608.5	657.9	680.0
매출원가	447.3	452.8	468.8	490.5	503.7
매출총이익	38.6	93.7	139.7	167.4	176.3
매출총이익률	7.9	17.1	23.0	25.4	25.9
판매비와관리비	81.9	77.7	95.1	97.1	101.2
판매비율	16.9	14.2	15.6	14.8	14.9
영업이익	-43.3	16.0	44.7	70.3	75.1
영업이익률	-8.9	2.9	7.3	10.7	11.0
영업외손익	3.1	-6.9	-41.0	-35.1	-31.2
이자손익	-47.5	-45.1	-39.1	-35.1	-31.2
외화거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	50.6	38.2	-1.9	0.0	0.0
세전이익	-40.1	9.1	3.6	35.2	43.9
세전이익률	-8.3	1.7	0.6	5.4	6.5
법인세	-2.8	6.0	0.0	0.0	0.0
법인세율	7.0	65.9	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	-37.3	3.1	3.6	35.2	43.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-37.3	3.1	3.6	35.2	43.9
당기순이익률	-7.7	0.6	0.6	5.4	6.5
지배주주순이익	-37.3	3.4	3.8	35.9	44.8
지배주주순이익률	-7.7	0.6	0.6	5.5	6.6
총포괄이익	-41.7	-6.7	4.0	35.2	43.9
총포괄이익률	-8.6	-1.2	0.7	5.4	6.5
EBITDA	11.0	69.3	96.1	116.4	117.3
EBITDA 이익률	2.3	12.7	15.8	17.7	17.3

주요투자지표

(연결기준)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS (원)	-1,830	168	177	1,448	1,807
SPS	23,830	26,805	28,197	26,558	27,450
BPS	16,571	16,161	13,866	15,314	17,122
CFPS	1,182	3,934	4,903	4,700	4,737
EBITDAPS	540	3,399	4,451	4,699	4,736
DPS	0	0	0	0	0
P/E (배)	N/A	28.0	36.0	7.0	5.6
P/S	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4
P/B	0.1	0.3	0.5	0.7	0.6
P/CF	1.9	1.2	1.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	60.6	9.5	7.5	6.4	5.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율	-12.2	12.5	11.3	8.1	3.4
영업이익증가율	적자지속	흑자전환	179.4	57.3	6.8
순이익증가율	적자지속	흑자전환	16.1	877.8	24.7
EPS증가율	적자지속	흑자전환	5.4	718.1	24.8
부채비율 (%)	243.2	241.4	232.2	196.3	171.4
차입금비율	186.7	173.9	173.8	141.7	115.1
순차입금/자기자본	185.2	171.8	168.4	132.1	93.3
영업이익/금융비용	-0.9	0.3	1.1	1.9	2.3
ROA (%)	-2.9	0.3	0.3	3.1	3.9
ROE	-8.8	1.0	1.1	9.9	11.2
ROIC	-3.7	0.6	4.7	7.5	8.4

주: 2014.2.28 종가 10,150원 기준

매수 (유지)

목표주가 : 150,000원(상향)
2/28 종가 : 96,800원

아세아시멘트 (183190)

안정적인 실적으로 가치 재평가 기대

투자 의견 매수,
목표주가 150,000원으로
상향

아세아시멘트에 대한 투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 150,000원으로 상향한다. 목표주가를 상향하는 이유는 시멘트가격 인상이 실제로 가시화되면서 2014년 이익을 상향하였기 때문이다. 동사에 대한 투자포인트는 1) 안정적인 이익 창출이 가능한 모르타르 등 2차제품과 레저부문을 보유해 실적 안정성이 높고, 2) 수익과 자산가치가 높은 아세아산업개발을 100% 보유해 자산가치 증가가 기대되며, 3) 이익의 가시성이 높아지는 국면으로 밸류에이션 확대가 가능할 전망이다.

1) 안정적인 이익 창출이 가능한 모르타르 등 2차제품과 레저부문을 보유해 실적 안정성이 높다. 모르타르시장은 한일시멘트와 동사가 과점 상태로 모르타르부문에서 안정적인 이익이 예상되고, 동사가 경주에 보유한 워터파크 시설은 기후 악화 등의 비정상적인 상황이 생기지 않는다면 안정적인 이익이 예상된다.

2) 동사가 100% 지분을 보유한 아세아산업개발은 레미콘, 시멘트 2차제품 판매, 토사석 채취 및 판매를 영위하며 연간 30~50억원의 순이익을 기록하고 있다. 동사 보유 공장 부지(공주시 장기면, 장부가 234억원)는 세종시 인근으로 면적은 18만평에 이른다. 향후 토사설 채취가 완료되면 일반 토지로 용도 전환도 가능해 자산가치 증가가 기대된다.

3) 동사는 다른 시멘트사와 달리 이익이 안정적인 시멘트 2차제품과 레저부문을 보유해 안정적인 실적이 예상된다. 2012년부터 안정적인 이익 흐름을 보여주고 있어 2014년에도 이익 증가가 나타난다면 이익 가시성이 높아지면서 동사 밸류에이션이 기존 P/E 8배 수준에서 10배 수준으로 확대될 것으로 판단한다.

영업실적과 Valuation (IFRS 별도 기준)

결산월	매출액		영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS		P/E (배)	EV/EBITDA (배)	P/BV (배)	ROE (%)
	(십억원)	(% chg.)				(원)	(% chg.)				
12/2011	320.8	14.2	8.1	12.5	9.6	0	N/A	N/A	N/A	N/A	1.4
12/2012	347.7	8.4	24.7	16.6	13.8	0	N/A	N/A	N/A	N/A	1.9
12/2013(F)	400.5	15.2	50.5	52.7	38.8	0	N/A	N/A	N/A	N/A	6.3
12/2014(F)	428.2	6.9	62.7	66.5	53.9	16,350	-65.3	5.9	3.2	0.5	9.7
12/2015(F)	448.9	4.8	66.7	70.6	53.5	16,244	-0.7	6.0	2.4	0.5	8.8

- 시가총액: 319십억원
- 거래량/발행주식수: 만주/330만주
- 외국인보유 주식수(지분): 14만주(4%)
- 주가범위: 100,000원 ~ 75,700원(@5,000원)

- 주요주주: 아세아 외 13인(50.9%)
- 재무구조: 부채비율 28.8%, 금융비용부담률 0.2%
- 수익률(1M/3M/6M): 절대 10.1/16.6/0.0%, 상대 6.6/20.5/0.0%

주: 1) 영업이익은 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매비)
2) 거래량은 60일 평균, 주가범위는 최근 1년 기준. 매출구성과 재무구조는 2012.12 기준
3) 2013년까지 실적은 분할 이전 별도 기준 실적

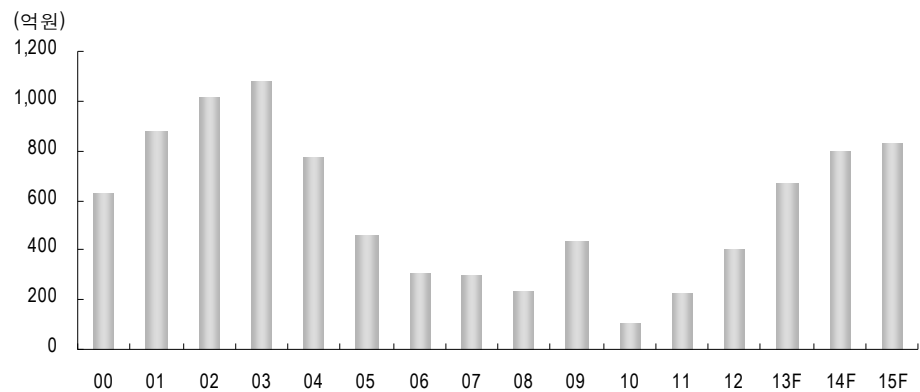
[표5] 아세아시멘트 Valuation

(단위: 억원, 배, 주, 원)

구분	가치산정 방법	가치
영업가치	2014년 순이익 × 8배 539 × 8.0	4,312
영업외가치	OCI 35만주 등 매도가능증권 가치의 70% 1,002 × 0.7	701
합계		5,013
주식수		3,295,809
목표주가		152,114

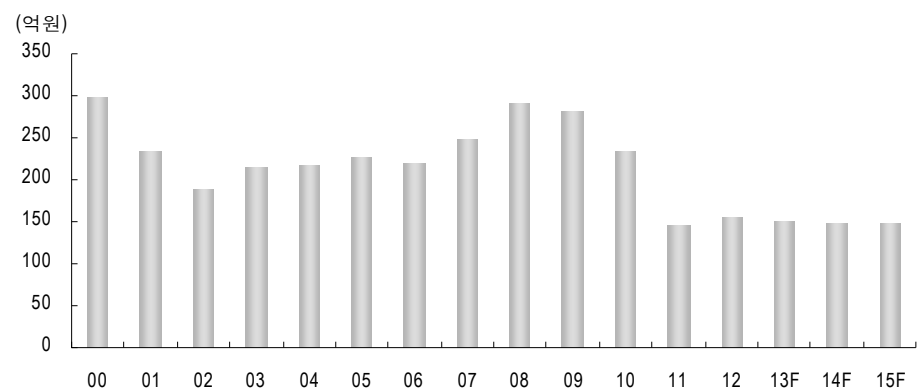
자료: NH농협증권

[그림40] 아세아시멘트의 EBITDA 추이



주: 2013년까지 분할 이전 별도 실적 기준
자료: 아세아시멘트

[그림41] 아세아시멘트의 감가상각비 추이



주: 2013년까지 분할 이전 별도 실적 기준
자료: 아세아시멘트

재무상태표

(단위: 십억원)

(별도기준)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	N/A	N/A	N/A	263.8	317.9
현금성자산	N/A	N/A	N/A	88.1	141.5
매출채권	N/A	N/A	N/A	138.4	138.4
재고자산	N/A	N/A	N/A	33.4	34.1
기타유동자산	N/A	N/A	N/A	3.9	3.9
비유동자산	N/A	N/A	N/A	543.5	547.0
투자자산	N/A	N/A	N/A	237.8	245.8
유형자산	N/A	N/A	N/A	182.7	178.8
무형자산	N/A	N/A	N/A	29.8	29.2
기타비유동자산	N/A	N/A	N/A	93.2	93.2
자산총계	N/A	N/A	N/A	807.3	864.9
유동부채	N/A	N/A	N/A	89.1	90.5
매입채무	N/A	N/A	N/A	18.5	18.9
단기차입금	N/A	N/A	N/A	21.6	21.6
기타유동부채	N/A	N/A	N/A	49.0	50.0
비유동부채	N/A	N/A	N/A	135.7	138.4
사채 및 장기차입금	N/A	N/A	N/A	0.9	0.9
기타비유동부채	N/A	N/A	N/A	134.8	137.5
부채총계	N/A	N/A	N/A	224.8	228.8
자본금	N/A	N/A	N/A	23.7	23.7
자본잉여금	N/A	N/A	N/A	23.2	23.2
이익잉여금	N/A	N/A	N/A	499.2	552.7
자본총계	N/A	N/A	N/A	582.5	636.0
총차입금	N/A	N/A	N/A	22.9	22.9
순차입금	N/A	N/A	N/A	-67.9	-121.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

(별도기준)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	N/A	N/A	N/A	51.1	71.4
당기순이익	N/A	N/A	N/A	53.9	53.5
감가상각비	N/A	N/A	N/A	15.1	14.5
기타	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	N/A	N/A	N/A	-17.9	3.4
매출채권 증가	N/A	N/A	N/A	-7.6	0.0
재고자산 증가	N/A	N/A	N/A	2.1	-0.7
매입채무 증가	N/A	N/A	N/A	-1.1	0.4
기타 자산부채 변동	N/A	N/A	N/A	-11.3	3.7
법인세 납부	N/A	N/A	N/A	-12.6	-17.1
투자활동 현금흐름	N/A	N/A	N/A	-14.4	-18.0
유형자산 증가	N/A	N/A	N/A	-10.0	-10.0
유형자산 감소	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
무형자산 순감	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
기타	N/A	N/A	N/A	-4.4	-8.0
재무활동 현금흐름	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
장단기차입금 증감	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
자본 증가	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
배당금	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
기타	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
현금의 증감	N/A	N/A	N/A	36.7	53.4
기말현금	N/A	N/A	N/A	88.1	141.5
총현금흐름(GCF)	N/A	N/A	N/A	77.9	81.2
인여현금흐름(FCF)	N/A	N/A	N/A	41.1	61.4

자료: 사업보고서, NH농협증권 리서치센터 예상

포괄손익계산서

(단위: 십억원, %)

(별도기준)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	N/A	N/A	N/A	428.2	448.9
매출원가	N/A	N/A	N/A	318.8	334.7
매출총이익	N/A	N/A	N/A	109.4	114.2
매출총이익률	N/A	N/A	N/A	25.5	25.4
판매비와관리비	N/A	N/A	N/A	46.7	47.5
판매비용	N/A	N/A	N/A	10.9	10.6
영업이익	N/A	N/A	N/A	62.7	66.7
영업이익률	N/A	N/A	N/A	14.6	14.9
영업외손익	N/A	N/A	N/A	3.8	3.9
이자손익	N/A	N/A	N/A	3.8	3.9
외화거래손익	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
관계기업관련손익	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
기타영업외손익	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
세전이익	N/A	N/A	N/A	66.5	70.6
세전이익률	N/A	N/A	N/A	15.5	15.7
법인세	N/A	N/A	N/A	12.6	17.1
법인세율	N/A	N/A	N/A	18.9	24.2
계속사업이익	N/A	N/A	N/A	53.9	53.5
중단사업이익	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
당기순이익	N/A	N/A	N/A	53.9	53.5
당기순이익률	N/A	N/A	N/A	12.6	11.9
총포괄이익	N/A	N/A	N/A	53.9	53.5
총포괄이익률	N/A	N/A	N/A	12.6	11.9
EBITDA	N/A	N/A	N/A	77.9	81.2
EBITDA 이익률	N/A	N/A	N/A	18.2	18.1

주요투자지표

(별도기준)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS (원)	N/A	N/A	N/A	16,350	16,244
SPS	N/A	N/A	N/A	129,923	136,215
BPS	N/A	N/A	N/A	182,455	198,699
CFPS	N/A	N/A	N/A	23,627	24,649
EBITDAPS	N/A	N/A	N/A	23,627	24,649
DPS	N/A	N/A	N/A	0	0
P/E (배)	N/A	N/A	N/A	5.9	6.0
P/S	N/A	N/A	N/A	0.7	0.7
P/B	N/A	N/A	N/A	0.5	0.5
P/CF	N/A	N/A	N/A	4.1	3.9
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	3.2	2.4
배당성향 (%)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
배당수익률	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
매출액증가율	N/A	N/A	N/A	6.9	4.8
영업이익증가율	N/A	N/A	N/A	24.2	6.4
순이익증가율	N/A	N/A	N/A	38.9	-0.7
EPS증가율	N/A	N/A	N/A	-65.3	-0.6
부채비율 (%)	N/A	N/A	N/A	38.6	36.0
차입금비율	N/A	N/A	N/A	3.9	3.6
순차입금/자기자본	N/A	N/A	N/A	-11.7	-19.1
영업이익/금융비용	N/A	N/A	N/A	156.8	166.8
ROA (%)	N/A	N/A	N/A	6.9	6.4
ROE	N/A	N/A	N/A	9.7	8.8
ROIC	N/A	N/A	N/A	15.6	15.6

주: 2014.2.28 종가 96,800원 기준

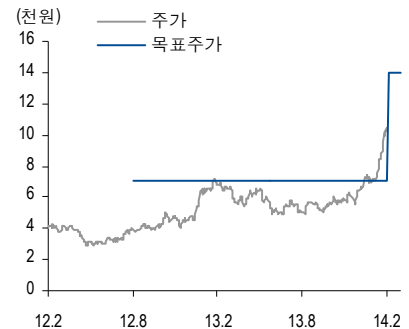
Compliance Notice

- 당사는 본 자료 발간일 현재 성신양회(004980.KSE), 아세아시멘트(183190.KSE)의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 금융투자분석사와 그 배우자는 발간일 현재 해당 종목의 금융투자상품을 보유하고 있지 않으며 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 내용은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 및 목표주가 변경목록

종목명	날짜	투자의견	목표주가(6개월)
성신양회 (004980)	2012/08/29	매수(상향)	7,000원
	2014/03/03	매수(유지)	14,000원

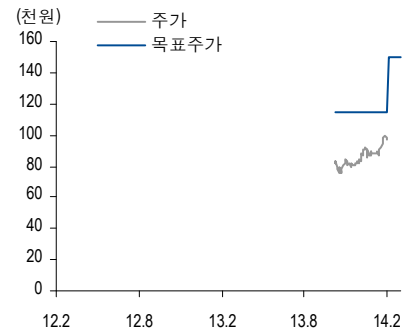
주가 및 목표주가 변동 추이



투자의견 및 목표주가 변경목록

종목명	날짜	투자의견	목표주가(6개월)
아세아시멘트 (183190)	2013/11/06	매수(신규)	115,000원
	2014/03/03	매수(유지)	150,000원

주가 및 목표주가 변동 추이



당사 리서치센터는 종목 및 업종에 대하여 아래와 같은 기준에 따라 투자등급을 부여하고 있습니다.

[종목 투자등급]

- 1) 적극매수 : 6개월후 시장 대비 25%p 이상의 초과 수익률이 예상되는 종목
- 2) 매수 : 6개월후 시장 대비 10%p 이상 25%p 이하의 초과 수익률이 예상되는 종목
- 3) 시장평균 : 6개월후 시장 대비 -10%p내지 10%p의 수익률이 예상되는 종목
- 4) 매도 : 6개월후 시장 대비 -10%p 초과 수익률이 예상되는 종목

[업종 투자의견]

- 1) 비중확대 : 6개월후 시장 대비 10%p 이상의 초과 수익률이 예상되는 업종
- 2) 중립 : 6개월후 시장 대비 -10%p내지 10%p의 수익률이 예상되는 업종
- 3) 비중축소 : 6개월후 시장 대비 -10%p 미만의 수익률이 예상되는 업종