

시멘트

성숙기 시장은 줄어들기만 할까

반등의 시작은 건설투자 확대

시멘트업종의 턴어라운드는 항상 정부의 건설투자 확대로 시작됐다. 외환위기 이후가 그랬고 금융위기 이후가 그랬다. 경기 부진을 맞이한 2019년 정부는 다시 한 번 건설투자 확대 카드를 꺼냈다. SOC 예산 확대, 예타 면제, 신도시 개발 등으로 출하량은 2020년 반등을 기다린다. 2018년말 가격 정상화로 2019년 시멘트업계의 이익은 출하량 감소에도 늘어날 전망이다, 2015년 이후 진행된 업계 재편으로 향후 이익 전망 역시 밝다.

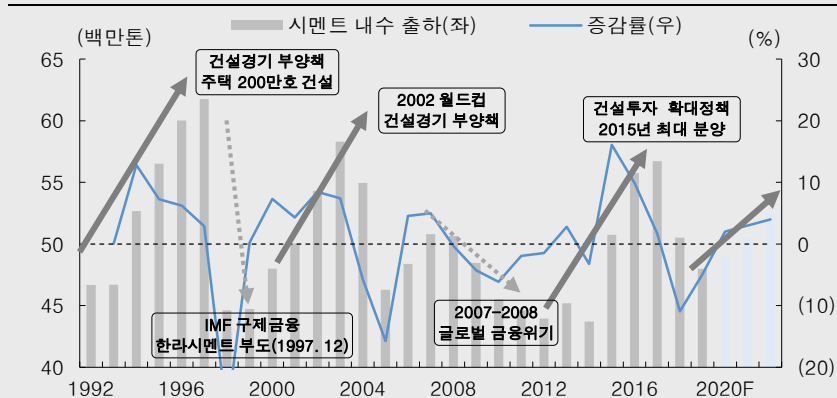
내수·배당주 투자의 적기. 비용 우려도 제한적

미중/한일 무역분쟁으로 악재가 지속되고 금리 인하 가능성이 높아지며 배당주에 대한 관심이 확대되고 있다. 단적으로 6,000원 주가 기준 쌍용양회 분기 배당수익률은 10년물 국고채 연 금리를 넘어섰고, 연말로 갈수록 배당주에 대한 관심은 확대될 전망이다. 안정적인 내수 시장을 바탕으로 높은 배당수익률을 보여주는 시멘트사에 기회가 있을 것으로 전망하는 이유다. 탄소배출권과 환경 관련 부담금 영향도 우려 대비 제한적일 전망이다.

성숙기 산업의 모범답안, 쌍용양회 top pick

독보적인 수익성과 배당 매력을 갖춘 쌍용양회를 업종 top pick으로 제시한다. 미래 수익으로 이어지는 투자는 과감하게 집행하되 나머지는 투자자에게 환원함으로써 수익성 개선과 높은 배당수익률이라는 두 마리 토끼를 모두 잡았다. 최근 2년간 보여준 독보적인 배당수익률은 800여개 KOSPI 업체 가운데서도 다섯 손가락 안에 드는 쌍용양회의 특징점이다.

건설투자 확대로 시멘트 반등 시작

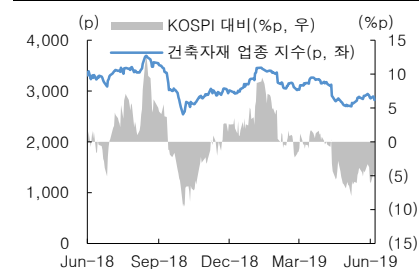


자료: 한국시멘트협회, 한국투자증권

비중확대(분석재개)

종목	투자의견	목표주가
쌍용양회	매수(분석재개)	7,800원
아세아시멘트	매수(분석재개)	115,000원
한일시멘트	중립(분석재개)	-

12개월 업종 수익률



자료: FnGuide - WICS

김치호

chiho.kim@truefriend.com

Contents

I. Summary & valuation	2
1. Executive summary	
2. Valuation	
II. 출하량 반등, 기회는 온다	5
1. 내수 중심의 성숙기 산업	
2. SOC투자 확대와 3기 신도시 개발로 출하량 반등	
3. 잠재적 기회요인: 남북경제협력 사업	
III. 시멘트 단가 상승으로 이익 증가	16
1. 업계 재편으로 가격협상력 제고 + 출혈 경쟁 종료	
2. 2018년 가격 정상화로 출하량 감소에도 이익 증가	
IV. 환경부담금 vs 유연탄 가격	21
1. 글로벌 경기 둔화, 친환경 에너지 정책으로 유연탄 가격 하락	
2. 탄소배출권 유상할당, 지역자원시설세 risk 점검	
용어해설	24
기업분석	25
쌍용양회(003410)	
아세아시멘트(183190)	
한일시멘트(300720)	

리포트 작성 목적

- P(가격), Q(판매량), C(비용) 관점에서 시멘트 산업의 주요 이슈 점검
- 시멘트업종 투자 아이디어 제시
- 독보적인 수익성과 배당 매력을 갖춘 쌍용양회를 top pick으로 제시

I. Summary & valuation

1. Executive summary

정부의 건설투자 확대로
시작되는 시멘트 반등

시멘트업종의 턴어라운드에는 항상 정부의 건설투자 확대로 시작됐다. 외환위기 이후가 그랬고 금융위기 이후가 그랬다. 미중 무역분쟁, 글로벌 경기 부진으로 대내외 역풍을 맞은 2019년 정부는 다시 한 번 건설투자 확대 카드를 꺼냈다. 2019년에 이어 2020년에도 늘어나는 정부 SOC 예산, 예비타당성조사(예타) 면제 프로젝트의 추진, 3기 신도시 개발 등으로 시멘트 출하량은 2020년 반등할 전망이다. 2020년 4월 총선을 앞두고 건설투자의 조기집행 가능성도 높다.

출하량 감소에도 시멘트
가격 정상화로 2019년
영업이익 증가

분양 감소 영향으로 출하량이 5% 줄어드는 2019년에도 시멘트사의 영업이익은 늘어날 전망이다. 2018년 10월 가격 정상화로 2019년 시멘트 판매가격이 전년 대비 5% 이상 올라 출하량 감소를 상쇄하기 때문이다. 2015년 이후 진행된 업계 재편으로 출혈 가격전쟁 가능성도 낮아졌다. 상위 3개 업체의 점유율은 49%에서 65%로 확대됐고, 인수합병을 위한 자금조달로 가격 경쟁을 주도했던 업체의 재무 부담이 늘어났다. 시멘트 판가의 하락보다 상승을 전망하는 이유다.

독보적인 수익성과 배당
매력으로 쌍용양회 top pick

독보적인 수익성과 배당 매력을 갖춘 쌍용양회를 업종 top pick으로 제시한다. 단일 기준 세계 최대 시멘트공장과 폐열발전 설비, ESS 투자를 통한 원가 개선으로 쌍용양회는 업계 최상위 수익성을 이어나갈 것이다. 또한 적극적인 주주환원정책으로 2017년, 2018년에 이어 향후에도 독보적인 배당수익이 기대된다. 증시에 악재가 지속되고 하반기 금리 인하 가능성이 높아진 상황에서 연말로 갈수록 배당주의 매력은 더 높아질 전망이다.

유연탄 가격 하락하는
가운데 기타 비용 우려는
제한적

글로벌 경기 둔화와 친환경 에너지 정책은 시멘트 제조원가의 20~30%를 차지하는 유연탄 가격에 하방 압력으로 작용하고 있다. 특히 글로벌 석탄소비 1위 국가인 중국의 변화로 중장기 유연탄 가격은 하락세를 보일 것이다. 탄소배출권 유상할당, 지역자원시설세를 우려하는 시각이 있으나, 영향이 미미하거나 업종 재편이 이뤄진 지금 가격 전가로 해소될 이슈로 판단한다.

남북관계 개선에 따른 경협
사업은 잠재 모멘텀

남북관계 개선에 따른 경협사업 가능성은 언제든지 재 부각될 수 있는 시멘트업종의 잠재 모멘텀이다. 경협사업 재개 시 20% 이상 시장 확대가 예상되며, 1차 수혜업체는 해안사가 될 것이다. 실제로 경수로 사업 때도 쌍용양회에서 해송으로 특수시멘트를 공급한 바 있다.

2. Valuation

해외 시멘트업체는 2019F PER 13.4배, PBR 1.3배에 거래되는 반면 국내 업체는 2019F PER 12.7배, PBR은 0.9배에 거래되고 있다. 하지만 이는 상대적으로 높은 밸류에이션을 적용받는 쌍용양회의 효과로, 이를 제외한 국내 업체의 2019F PER은 10.2배, PBR은 0.5배 수준이다. 국내 시멘트업체가 해외 경쟁사 대비 할인되는 이유는 상대적으로 낮은 수익성과 국내 시멘트시장의 낮은 성장성으로 풀이된다.

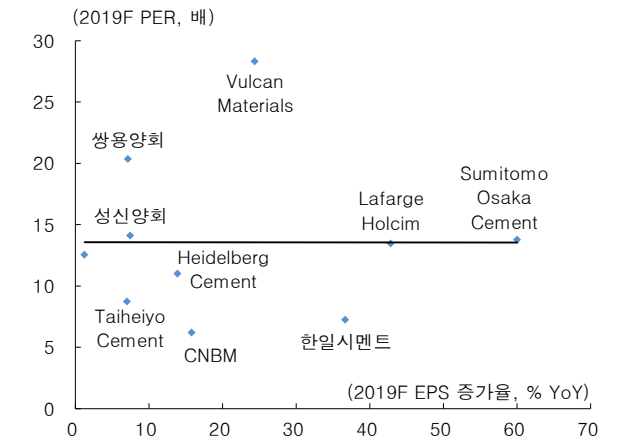
〈표 1〉 글로벌 시멘트업체 valuation

		쌍용양회	아세아 시멘트	한일 시멘트	성신양회	Sumitomo Osaka Cement	Taiheyo Cement Corp	Lafarge Holcim Ltd	Vulcan Materials	Heidelberg Cement	Cemex	CNBM	SCG
통화		KRW	KRW	KRW	KRW	JPY	JPY	CHF	USD	EUR	MXN	HKD	THB
주가(각국통화)		6,300	99,300	128,500	10,150	4,390	3,290	48	137	72	8	7	474
시가총액(백만달러)		2,729	333	458	214	1,648	3,864	30,880	18,138	16,269	6,333	7,398	18,569
유통주식수(백만주)		504	4	4	24	41	127	626	132	198	14,986	3,869	1,200
매출액	2016	1,430	456	NA	687	234,062	798,588	26,904	3,593	15,166	13,462	101,547	423,442
(십억원,	2017	1,517	461	NA	647	244,826	871,113	27,021	3,890	17,266	13,650	184,121	450,921
백만 각국통화)	2018	1,510	844	512	688	251,061	916,071	27,466	4,383	18,075	14,411	218,955	478,438
	2019F	1,508	855	956	6,616	256,460	937,960	27,715	4,830	19,035	14,683	220,660	467,327
	2020F	1,584	873	990	6,910	259,820	950,960	28,486	5,170	19,804	15,302	219,479	482,421
영업이익	2016	258	57	NA	37	21,530	63,235	2,837	680	1,410	1,804	12,607	61,365
(십억원,	2017	251	53	NA	33	18,990	65,129	(765)	639	1,857	1,527	24,389	59,547
백만 각국통화)	2018	247	79	56	30	14,178	66,012	2,810	748	1,896	1,424	28,673	44,786
	2019F	255	94	97	398	17,420	72,040	3,951	931	2,188	1,628	28,891	46,361
	2020F	271	98	101	476	19,120	76,980	4,221	1,082	2,349	1,785	27,354	48,492
영업이익률	2016	18.0	12.5	NA	5.4	9.2	7.9	10.5	18.9	9.3	13.4	12.4	14.5
(%)	2017	16.5	11.5	NA	5.1	7.8	7.5	(2.8)	16.4	10.8	11.2	13.2	13.2
	2018	16.4	9.4	11.0	4.3	5.6	7.2	10.2	17.1	10.5	9.9	13.1	9.4
	2019F	16.9	10.9	10.1	6.0	6.8	7.7	14.3	19.3	11.5	11.1	13.1	9.9
	2020F	17.1	11.2	10.2	6.9	7.4	8.1	14.8	20.9	11.9	11.7	12.5	10.1
당기순이익	2016	173	41	NA	13	16,210	47,597	1,791	419	657	753	1,575	56,084
	2017	302	55	NA	12	14,659	38,525	(1,675)	601	918	807	5,592	55,041
	2018	146	15	54	17	7,799	43,452	1,502	516	1,143	545	9,048	44,748
	2019F	156	42	73	182	12,300	45,920	2,221	643	1,301	713	8,974	45,430
	2020F	169	47	76	280	13,640	50,080	2,511	759	1,445	891	8,726	48,167
EPS 증감률	2017	(69.2)	33.5	NA	(3.7)	(9.5)	(18.9)	(193.9)	44.1	35.9	3.2	202.1	(1.9)
(% YoY)	2018	131.6	(76.0)	NA	36.5	(44.9)	12.9	(190.6)	(14.1)	24.7	(33.6)	63.1	(18.7)
	2019F	7.1	171.4	36.7	7.5	60.0	7.0	42.9	24.4	13.9	21.7	15.8	1.2
	2020F	7.9	10.1	3.7	54.0	10.9	10.2	12.4	18.7	9.8	25.6	(4.2)	6.1
ROE	2016	11.6	6.4	NA	4.1	8.8	14.0	5.8	9.3	4.2	9.0	3.0	25.1
(%)	2017	16.6	8.2	NA	3.5	7.4	10.2	(5.7)	12.6	6.0	8.8	8.3	22.0
	2018	7.5	2.1	6.2	4.4	4.0	10.7	5.5	10.1	7.6	5.7	10.3	16.6
	2019F	8.2	5.3	8.2	4.7	6.4	11.1	7.6	11.6	8.1	7.1	11.4	15.0
	2020F	9.1	5.5	8.0	NA	6.9	11.2	8.2	12.4	8.7	7.7	10.0	14.4
PER	2016	7.3	5.7	NA	13.7	11.6	9.7	18.1	39.7	26.1	308.3	19.4	10.6
(배)	2017	29.9	6.6	NA	11.5	13.1	12.4	(19.8)	28.3	19.5	276.2	11.9	10.6
	2018	21.8	25.8	9.1	17.8	21.9	10.5	16.1	24.9	9.3	267.8	5.4	11.7
	2019F	20.3	9.1	7.3	14.1	13.8	8.7	13.4	28.3	11.0	188.1	6.2	12.6
	2020F	18.9	8.3	7.0	9.2	12.4	7.9	12.0	23.8	10.0	149.8	6.5	11.8
PBR	2016	0.8	0.4	NA	0.6	1.0	1.3	1.1	3.6	1.1	28.6	0.5	2.5
(배)	2017	1.0	0.5	NA	0.4	0.9	1.2	1.2	3.4	1.2	24.3	0.6	2.2
	2018	1.6	0.5	0.6	0.8	0.9	1.1	0.9	2.5	0.7	14.8	0.6	1.9
	2019F	1.7	0.5	0.6	NA	0.9	0.9	1.0	3.2	0.9	11.2	0.7	1.8
	2020F	1.7	0.4	0.5	NA	0.8	0.8	1.0	2.9	0.8	10.3	0.6	1.7

주: 7월 1일 종가 기준

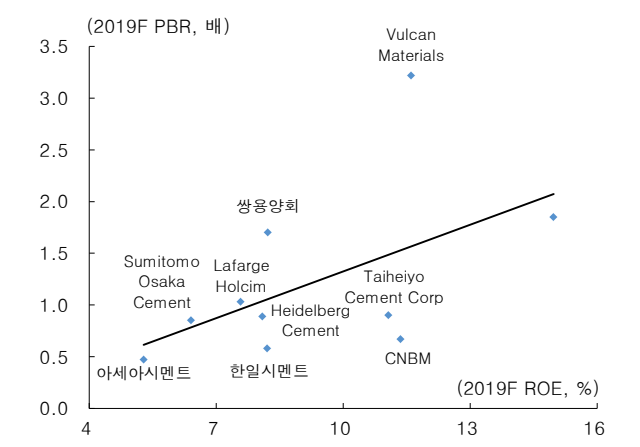
자료: Bloomberg, FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] PER-EPS 증가율 매트릭스



주: 7월 1일 종가 기준
자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR-ROE 매트릭스



주: 7월 1일 종가 기준
자료: 한국투자증권

<표 2> 투자의견 및 투자포인트

기업명	투자의견	목표주가 (원)	종가 (원)	상승여력 (%)	시가총액 (십억원)	투자포인트
쌍용양회 (003410)	매수	7,800	6,080	28.3	3,063	- 시장점유율 1위, 단일 규모 세계 최대 공장에서 나오는 수익성 - 폐열발전 설비, ESS 가동으로 수익성 추가 개선 - 독보적 배당수익률
아세아시멘트 (183190)	매수	115,000	93,100	23.5	363	- 한라시멘트 인수로 시장점유율 대폭 확대 - 해안사와 내륙사의 시너지 - 늘어난 규모만큼 두 배의 반등 모멘텀
한일시멘트 (300720)	중립	-	119,500	-	495	- 드라이몰탈 시장 리더, 그러나 주택시장에 높은 의존도 - 현대시멘트 인수로 시장점유율 확대 - 한일홀딩스의 추가 투자로 배당 확대 가능성

주: 7월 12일 종가 기준
자료: 한국투자증권

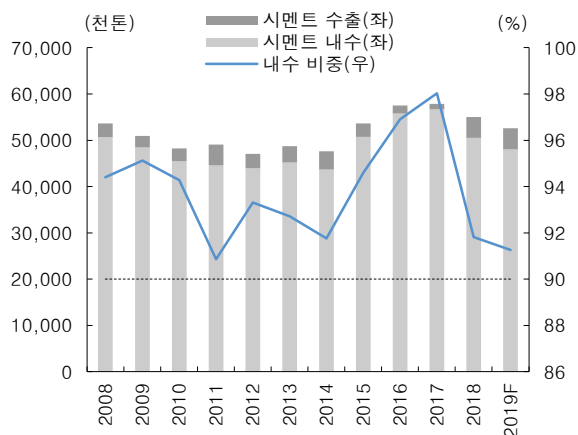
II. 출하량 반등, 기회는 온다

1. 내수 중심의 성숙기 산업

가격에 비해 무거운
중량으로 내수 위주 소비

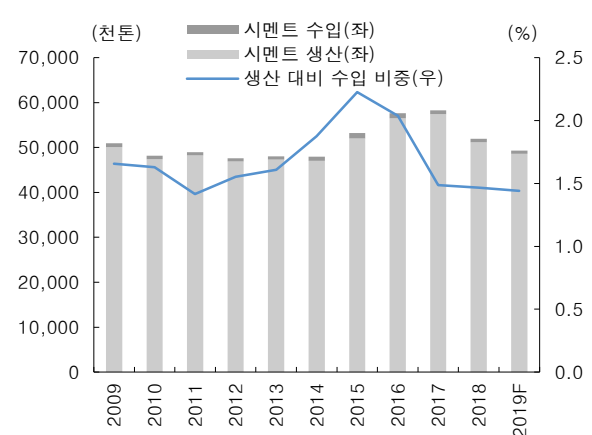
시멘트는 대부분의 건설현장에서 필수적으로 요구되는 기초 건설자재로, 주로 물과 모래, 자갈 등과 배합한 콘크리트 형태로 많이 사용된다. 시멘트는 가격에 비해 중량이 무거워(고시단가 기준 75,000원/톤) 수출하기에는 적합하지 않은 제품이다. 따라서 시멘트는 내수가 대부분이며 시멘트를 수출하는 일부의 업체들도 수출을 통해 이익을 내기보다는 공장 가동률 유지 목적으로 수출을 이용하고 있다. 공장 가동률의 유지는 제품 차별화가 어려운 시멘트 산업에서 해안 거점 시멘트사(해안사)의 가격 경쟁력을 높이는 수단이 된다. 높은 물류비 비중과 상대적으로 저렴한 한국의 시멘트 가격은 시멘트의 수입을 막는 장벽으로 작용하고 있다.

[그림 3] 내수 비중이 90% 이상인 성숙기 산업으로



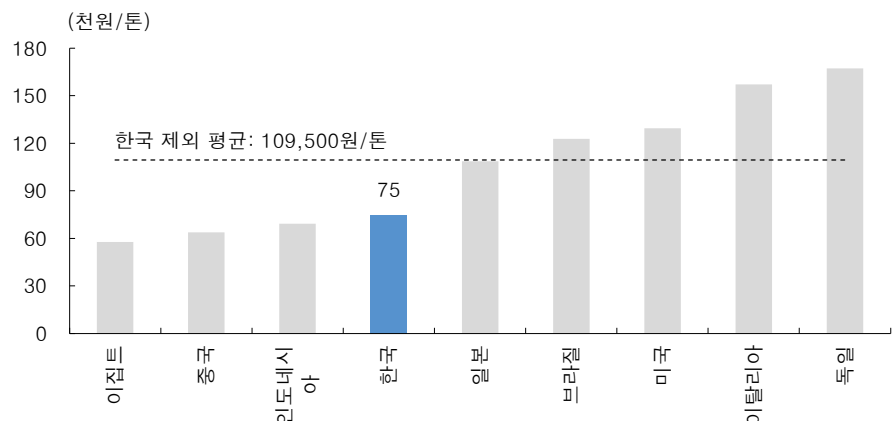
주: 시멘트 출하량 추이
자료: 시멘트협회, 대한건설협회

[그림 4] 수입 비중 역시 매우 낮음



주: 시멘트 생산 및 수입 추이
자료: 한국투자증권

[그림 5] 주요국 대비 30% 이상 저렴한 한국의 시멘트

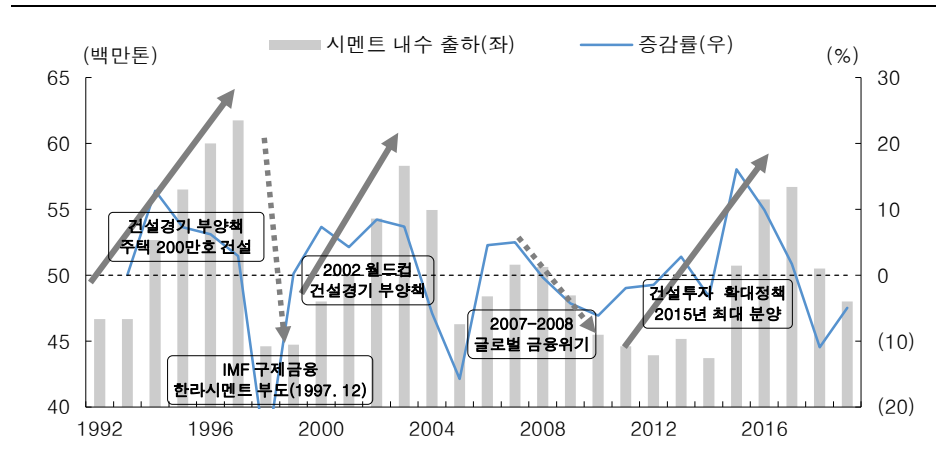


주: 주요국 벌크시멘트 내수가격 비교
자료: 한국시멘트협회, KOTRA 해외시장조사 2018. 9

정책 영향이 시멘트 출하량에 큰 영향

시멘트 수요는 시기별로 차이가 있으나 평균적으로 연간 5,000만톤 수준의 내수 출하량을 보이고 있다. 시멘트 출하량에서 특징적인 부분은 시멘트 출하량이 정책의 영향을 많이 받는다는 점으로, 과거 세 번의 출하량 증가 구간 모두 건설경기 부양을 위한 정책 효과가 반영됐다.

[그림 6] 시멘트 내수출하량과 주요 이벤트

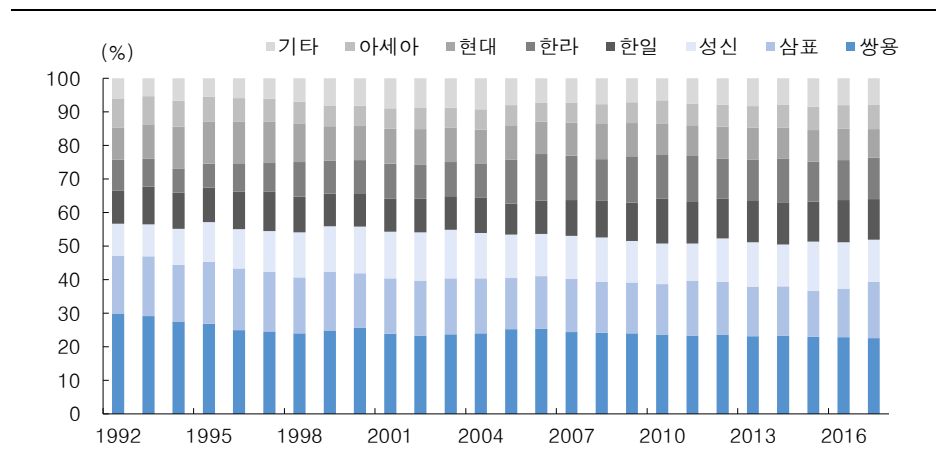


자료: 한국시멘트협회, 한국투자증권

5개사 점유율 90% 이상인 과점 시장

또 하나 중요한 시멘트 산업의 특성은 초기 대규모 투자가 소요되고, 규모의 경제가 작용한다는 점이다. 이러한 특성으로 인해 시멘트업계에는 신규 업체의 진입이 매우 어렵다. 현재 국내 시멘트 시장은 쌍용양회(+대한시멘트, 한남시멘트), 아세아시멘트(+한라시멘트), 한일시멘트(+한일현대시멘트), 삼표시멘트, 성신양회 등 5개사가 전체 생산량의 90% 이상을 차지하는 과점시장을 형성하고 있다.

[그림 7] 시멘트업체 점유율 추이



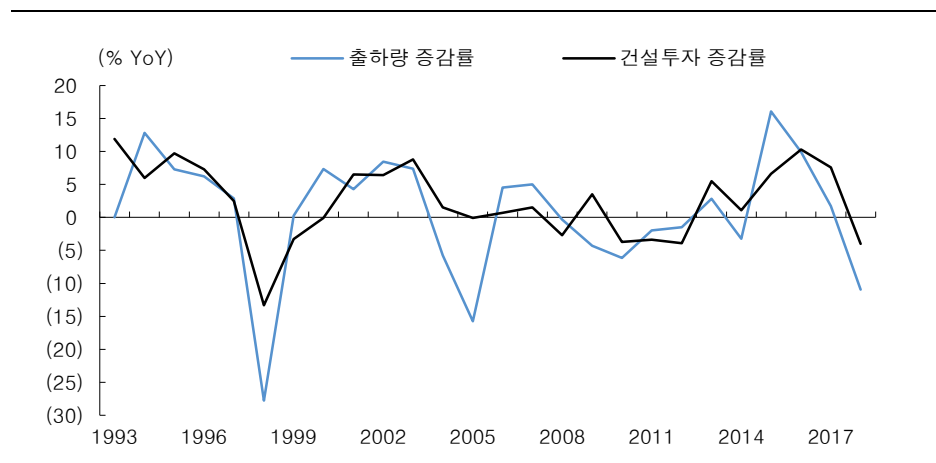
주: 생산량 기준
자료: 한국시멘트협회, 한국투자증권

2. SOC투자 확대와 3기 신도시 개발로 출하량 반등

시멘트 출하량은 국내
건설경기와 밀접한 관련

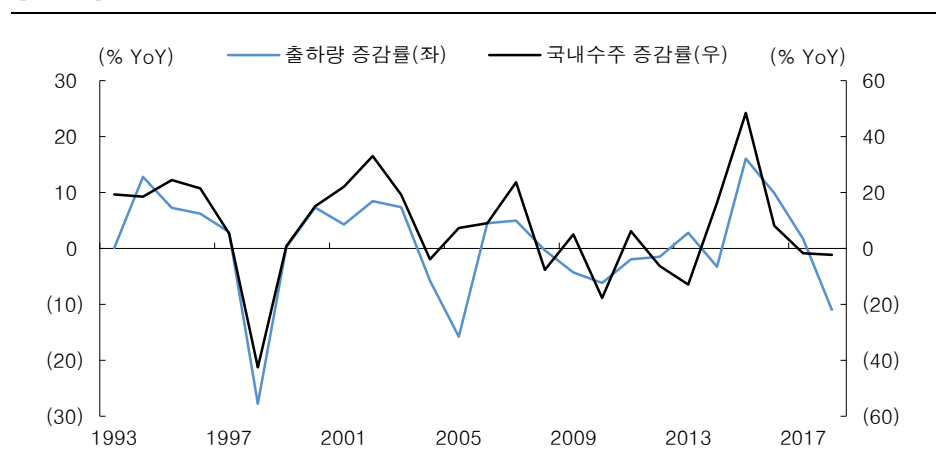
내수가 대부분을 차지하는 시멘트 산업은 필연적으로 국내 건설경기의 직접 영향권에 놓여 있다. 실제로 국내 건설경기의 동행지표인 건설투자 증감률과 내수 시멘트 출하량 증감률의 상관계수는 0.73, 국내수주 증감률과 내수 시멘트 출하량 증감률은 0.76으로 높은 상관관계를 보인다.

[그림 8] 시멘트 내수출하량과 건설투자 증감률



자료: 한국시멘트협회, 한국은행

[그림 9] 시멘트 내수출하량과 국내수주 증감률

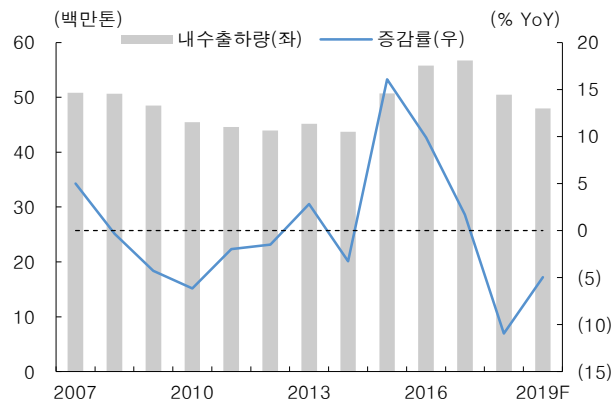


자료: 한국시멘트협회, 한국은행

아파트 공급 감소와 부동산
규제, SOC 투자 감소로
시멘트 출하량 감소세

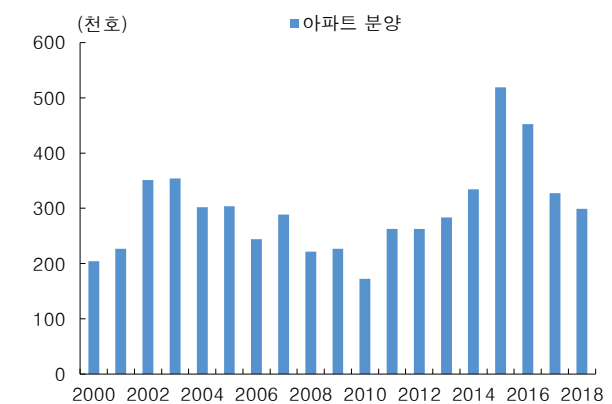
글로벌 금융위기와 건설경기 침체로 줄어들던 시멘트 내수 출하량은 4대강 정비사업(2009~2012년, 22조원 투자)을 비롯한 정부의 건설투자 확대정책과 부동산 규제 완화로 2014년부터 다시 늘어났다. 특히 부동산 규제 완화와 이어지는 주택공급 확대로 시멘트 출하량은 가파르게 증가해 2017년 5,700만톤까지 늘어났다. 하지만 2015년 최고점을 기록했던 아파트 공급이 다시 줄어들고, 정부 역시 부동산 규제로 방향을 전환하며 시멘트 출하량도 다시 감소하는 추세에 있다. 2015년 이후 지속적으로 줄어들고 있는 SOC 예산도 시멘트 출하량 감소에 결정타를 날렸다.

[그림 10] 시멘트 내수출하량: 2017년 고점 이후 감소



자료: 한국시멘트협회, 한국투자증권

[그림 11] 아파트 공급 추이: 2015년 최대 분양



자료: REPS, 한국투자증권

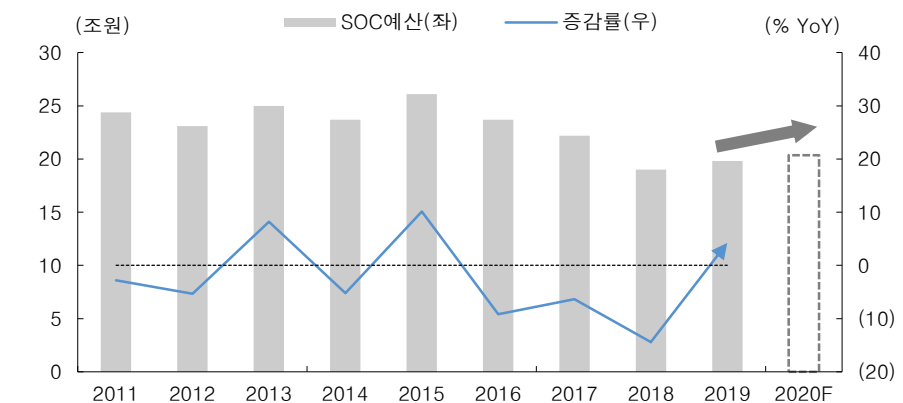
경기 둔화로 건설투자 확대 - SOC 투자 4년 만에 증가

하지만 반도체 경기 둔화에 따른 수출 감소와 미중 무역분쟁 등으로 국내외 경기 전망이 어두워짐에 따라 정부는 다시 한 번 건설투자 확대 카드를 꺼내 들었다. 가장 먼저 변화가 관찰된 곳은 2019년 SOC 예산으로, 2015년 이후 4년 만에 전년동기대비 4% 늘어난 19.8조원의 예산이 책정됐다. 이와 더불어 2019년 1월 29일 정부는 지역경제 활력 제고와 국가 균형 발전을 위해 23개 사업 24.1조 원 규모의 프로젝트에 대한 예비타당성조사 면제 방침을 발표했다.

예비타당성조사 면제로 2020년에도 SOC 예산 증가

예비타당성조사 면제 대상 발표 후 진행된 취재진과의 질의응답 시간에서 홍남기 기획재정부 장관은 23개 해당 사업이 2020년부터 2029년까지 10년에 걸쳐 진행되는 프로젝트이며, 이로 인해 연평균 1.9조원의 추가 재정 지출이 필요할 것으로 전망했다. 6월 14일 기획재정부가 밝힌 2020년도 예산 요구 현황에 따르면 정부 각 부처에서 요구한 2020년 SOC 예산은 18.1조원(지방이양 사업 포함시 18.9조원)으로 전년대비 8.6% 감소했다. 하지만 최근 5년간 평균적으로 최종 SOC 예산이 초안 대비 12.5% 증액된 점과 예비타당성조사 면제 프로젝트의 진행에 따른 추가 재정 요구를 감안할 때 2020년 SOC 예산은 2017년 이후 처음으로 20조원을 초과할 가능성이 높다.

[그림 12] 정부 SOC 예산 2019년 반등



자료: 기획재정부, 한국투자증권

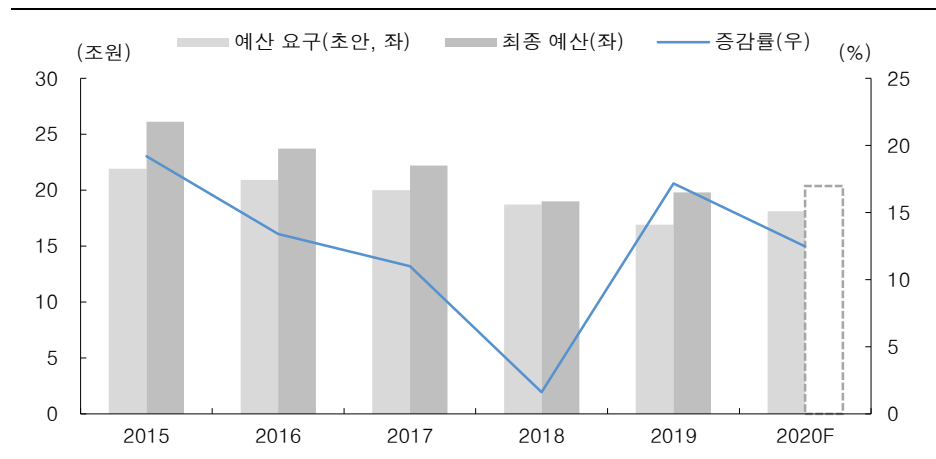
〈표 3〉 예비타당성조사 면제 프로젝트

(단위: 조원)

구분	사업비
1. R&D 투자 등 지역전략산업 육성	3.6
- 상용차산업 혁신성장 및 미래형 산업생태계 구축(R&D)	0.2
- 인공지능 중심 산업융합 집적단지 조성	0.4
- 수산식품 수출단지 조성	0.1
- 지역특화산업육성+(R&D)	1.9
- 스마트특성화 기반구축(R&D)	1.0
2. 지역산업 인프라 확충	5.7
- 석문산단 인입철도*	0.9
- 대구산업선 철도(서대구~대구국가산단)	1.1
- 울산 외곽순환도로(미호~강동)	1.0
- 부산신항-김해 고속도로	0.8
- 서남해안관광도로(압해~화원 등)	1.0
- 영종~신도 평화도로	0.1
- 새만금 국제공항	0.8
3. 광역 교통·물류망 구축	10.9
- 남부내륙철도(김천~거제)	4.7
- 충북선 철도 고속화(청주공항~제천)	1.5
- 세종-청주 고속도로	0.8
- 제2 경춘국도(남양주~춘천)	0.9
- 평택-오송 복복선화	3.1
4. 지역주민의 삶의 질 제고	4.0
- 공공하수처리시설 현대화	0.4
- 산재 전문 공공병원	0.2
- 대전 도시철도 2 호선(트램)	0.7
- 도봉산 포천선(옥정~포천)	1.0
- 동해선 단선 전철화(포항~동해)	0.4
- 국도 위험구간 등	1.2
합계	24.1

자료: 기획재정부

〔그림 13〕 SOC 예산 변화: 2020년 20조원 초과 전망

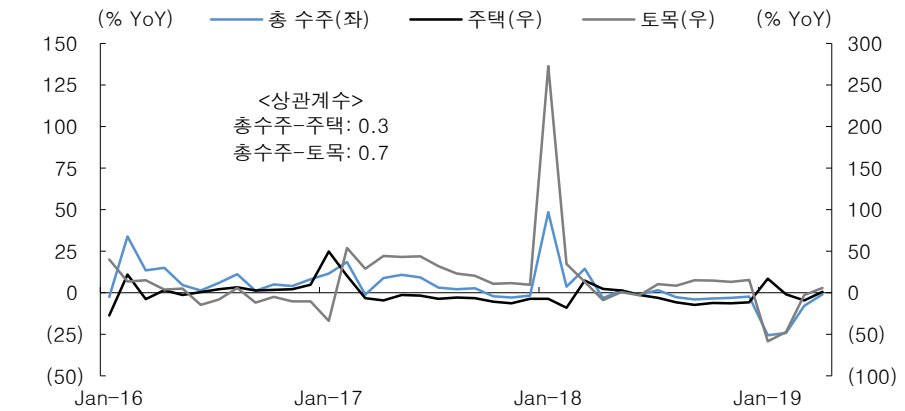


자료: 기획재정부, 한국투자증권

2016년 이후 건설 수주는
주택보다 토목과 더 연동됨

2016년 이후 건설 수주 증감률은 주택보다 토목과 더 연동되어 움직이는 모습을 보여왔고, 이런 관점에서 최근 정부의 SOC투자 확대는 시멘트 업황에 더욱 긍정적이다. 이미 역사적으로 1990년도 이후 세 번의 출하량 증가가 정부의 건설경기 부양책과 맞닿아 있던 점을 감안하면 정부의 건설투자에 대한 인식 변화는 국내 건설시멘트의 업황에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다.

[그림 14] 공종별 누적 수주 증감률: 토목과의 연관성이 더 높음



자료: 한국은행, 한국투자증권

3기 신도시 개발로 중장기 주택시장 전망도 긍정적

3기 신도시 개발로 중장기 주택 공급시장도 회복될 전망이다. 정부는 수도권을 중심으로 과열되고 있는 주택 시장을 안정시키기 위해 수 차례에 걸쳐 부동산 대책을 발표했다. 그중 2018년 발표한 9·13 부동산 대책에서는 고가주택 세율 인상, 규제지역 내 다주택자 주택담보대출 금지 등 수요 억제책과 함께 수도권내 신규 공공택지 개발로 30만호를 공급하는 공급 확대책도 제시됐다.

<표 4> 3기 신도시 개요

(단위: 만㎡, 호)

구분	3차 발표		2차 발표		인천 계양
	고양 창릉	부천 대장	남양주 왕숙	하남 교산	
면적	313	343	1,134	649	335
호수	38,000	20,000	66,000	32,000	17,000
권역	서부권		동부권		서부권

자료: 한국투자증권

[그림 15] 3기 신도시 위치

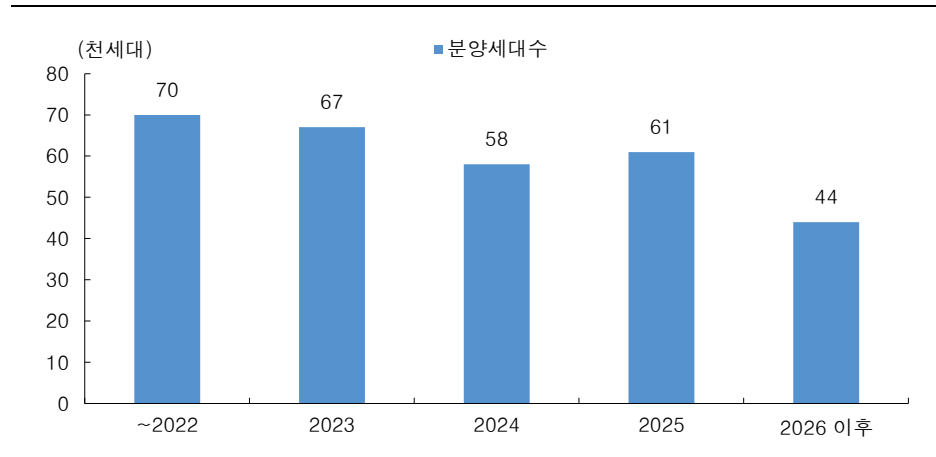


자료: 한국투자증권

3기 신도시 개발로 주택분양 20% 이상 증가

3차례에 걸쳐 발표된 신규택지 공급계획에 따르면 새롭게 개발될 신규 공공택지 개발로 2022년까지 7만세대, 이후 3년간 평균 6만세대에 달하는 추가 주택공급이 이뤄질 전망이다. 연평균 전국 아파트 분양물량이 30만세대임을 감안하면 매년 20% 이상의 신규 공급이 더해지는 셈이다. 더욱이 이번 신규 택지 공급 방안에는 GTX, 신안산선을 비롯한 수도권 광역교통망 개선책도 동시에 추진돼 국내 건설경기에 미치는 파급효과가 더 클 것으로 전망된다.

[그림 16] 수도권 주택 30만호 분양계획



자료: 국토교통부, 한국투자증권

<표 5> 광역교통시설 확충안

사업명	사업내용	향후계획
급행-간선 중심의 중추망 조기 착공		
GTX-A	43.6km, 운정~삼성(운영: 운정~동탄)	18. 12 착공
GTX-C	74.2km, 양주(덕정)~수원	19 년초 기본계획 착수
GTX-B	80.1km, 인천 송도~남양주 마석	19 년 예비타당성조사 완료 추진
신안산선	44.6km, 안산-시흥~여의도	19 년 하반기 착공
신분당선 연장(광교~호매실)	11.1km, 수원 광교~호매실	입주민 재원분담사업에 대한 제도개선을 통해 신속 추진
계양-강화 고속도로	31.5km, 인천 계양~인천 강화	19 년 예비타당성조사 완료 추진
교통인프라 취약지역 인프라 공급 확대		
별내선 연장	3.3km, 별내역(별내선)~북별내(진접선)	지자체 협의 및 예비타당성 조사 등 신속 추진
3 호선 연장(서북부)	7.6km, 대화역~파주시 운정	
한강선(가칭)	24.2km, 방화~김포	
7 호선 연장(양주 신도시)	4.0km, 고읍~옥정	19 년초 기본계획 착수(타당성조사 비대상)
위례 트램(위례 신도시)	5.4km, 마천역~북정역우남역(우남지선)	

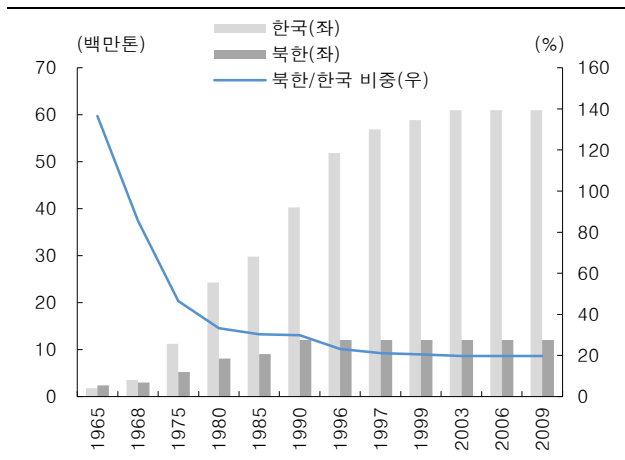
자료: 한국투자증권

3. 잠재적 기회요인: 남북경제협력 사업

북한의 경제 개발은 시멘트 업종의 잠재적 기회 요인

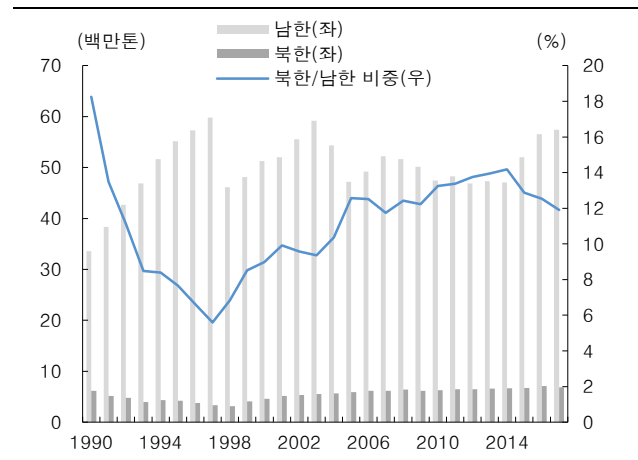
비록 하노이 북미정상회담 결렬로 남북 경제협력에 대한 기대감이 다소 줄어들긴 했으나 북한의 경제 개발은 시멘트업종의 잠재적 기회요인으로 빠짐없이 등장하는 주제다. 북한의 시멘트 생산능력은 1,202만톤으로 남한 시멘트 생산능력(6,100만톤)의 20%에 해당한다. 하지만 그마저도 만성적인 전력부족과 설비 투자 부족으로 가동률은 60%에 미치지 못하는 실정이다. 만성적인 전력부족과 생산설비의 낙후로 인한 낮은 시멘트 품질 역시 북한의 경제 개발에 남한의 시멘트가 필요한 이유 중 하나로 지목된다.

[그림 17] 남북한 시멘트 생산능력 비교



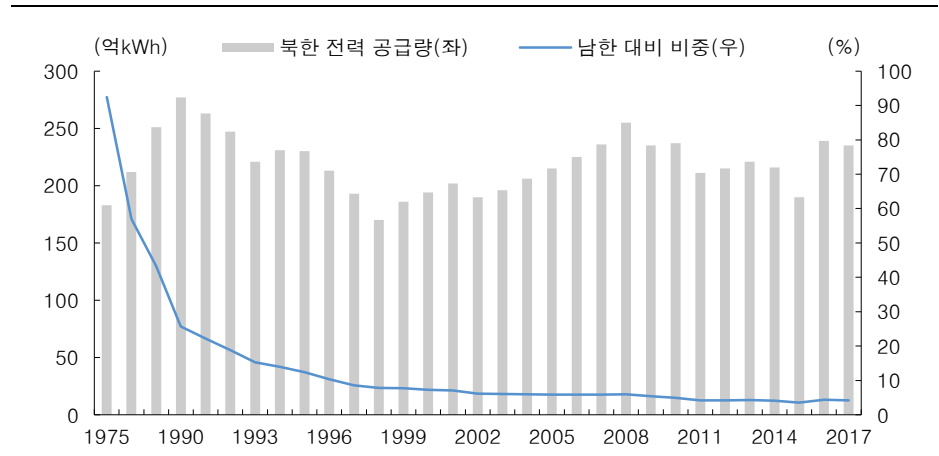
자료: 한국시멘트협회, 한국투자증권

[그림 18] 남북한 시멘트 생산량 비교



자료: 한국시멘트협회, 한국투자증권

[그림 19] 북한 전력 공급량 추이



자료: 통계청, 한국전력공사

수출로 인해 20% 시장 확대 가능

국내 시멘트업체의 연간 시멘트 생산능력은 6,100만톤 수준이고, 국내 시멘트 수요가 연간 5,000만톤 수준임을 감안할 때 북한으로 수출할 수 있는 시멘트의 규모는 연간 1,100만톤으로 단순 계산되며, 만약 생산능력의 100%를 가동해 국내와 북한에 시멘트를 공급한다면 내수시장이 수년간에 걸쳐 20% 이상 확대되는 효과를 얻을 수 있다.

장기적인 시멘트 공급을 위해서는 신규 설비와 기존 설비 개·보수 필요

한국건설산업연구원에 의하면 북한의 경제 성장을 위해 필요한 필수 인프라 건설에만 10년간 약 306조원이 필요할 것으로 추정된다. 하지만, 가격에 비해 중량이 무거운 시멘트의 특성상 프로젝트 수행에 필요한 모든 시멘트를 남한에서 높은 물류비를 지불해가며 도입하는 것은 경제적이지 못한 방식이다. 따라서 본격적인 경제개발이 일어나기 위해서는 북한에 신규 시멘트 공장을 설립하거나 기존 설비를 개조 및 확장하는 방법이 추진돼야 한다. 이는 시멘트 원재료의 90% 이상을 차지하는 석회석 매장량이 남한의 8배에 이르는 이 북한의 지하자원 상황을 감안했을 때도 보다 합리적인 선택지다.

〈표 6〉 남북한 주요 광종 매장량

	광종	단위	북한	남한	북한/남한 비중(%)
금속	금	톤	2,000	45	4,464
	은	톤	5,000	1,564	320
	동	천톤	2,900	51	5,709
	연	천톤	10,600	427	2,484
	아연	천톤	21,100	461	4,578
	철	억톤	50	0	16,667
	중석	천톤	246	118	208
	몰리브덴	천톤	54	21	258
	망간	천톤	300	176	170
	니켈	천톤	36	-	NM
비금속	인상흑연	천톤	2,000	121	1,647
	석회석	억톤	1,000	127	787
	고령토	천톤	2,000	113,354	2
	활석	천톤	700	8,121	9
	형석	천톤	500	477	105
	중정석	천톤	2,100	842	249
	인회석	억톤	2	-	NM
	마그네사이트	억톤	60	-	NM
석탄	무연탄	억톤	45	4	1,184
	갈탄	억톤	160	-	NM

주: 북한 자료는 2011년 추정치, 남한은 2017년 기준
자료: 한국광물자원공사

경협사업을 통한 출하량 증가는 개발 초기 3~5년

따라서 남한의 시멘트업체가 남북 경제협력사업을 통해 출하량 증가를 누릴 수 있는 구간은 북한의 개발이 시작되는 초기 3~5년이 될 것으로 전망한다. 앞서 언급했듯 북한은 만성적인 전력 부족에 시달리고 있어 북한에서의 안정적인 시멘트 생산을 위해서는 무엇보다도 전력 설비 투자가 우선되어야 하기 때문이다. 3~5년의 기간은 발전소 건설에 필요한 시간을 감안한 것으로, 일반적으로 석탄 발전소 건설에는 50개월, LNG복합발전소는 30개월이 소요됨을 감안했다.

북한의 경제 개발은 시멘트 업종의 잠재적 기회 요인

앞서 언급한 306조원의 북한 인프라 투자 가운데 에너지 관련 투자는 26조원에 달하며, 몇 가지 가정을 통해 도출된 시멘트 수요는 2,800만톤에 달한다. 이는 남한 시멘트 초과 생산능력의 100%를 2년 반 동안 가동했을 때 얻을 수 있는 생산량과 같다. 다만 이때 투입된 시멘트는 에너지 인프라에만 투입되는 최소 요구 물량으로, 향후 초기 물류·교통 인프라 수요를 감안하면 시멘트 수요가 늘어날 여지는 충분하다.

〈표 7〉 북한 에너지 인프라 투자에 따른 시멘트 수요 추정

	값	단위	비고
전력/에너지 투자	25,797	십억원	국토연구원 기준, 100% 공사비 투자 가정
매출원가율	90.0	%	플랜트·토목 매출총이익률 10% 가정
공사원가 중 재료비 비중	28.2	%	대한건설협회 완성공사 원가통계참조 (2017년, 산업설비 기준)
재료비	6,546	십억원	
재료비 중 시멘트 비중	30	%	
시멘트 단가	70,000	원/톤	
시멘트 수요	28	백만톤	

자료: 한국투자증권

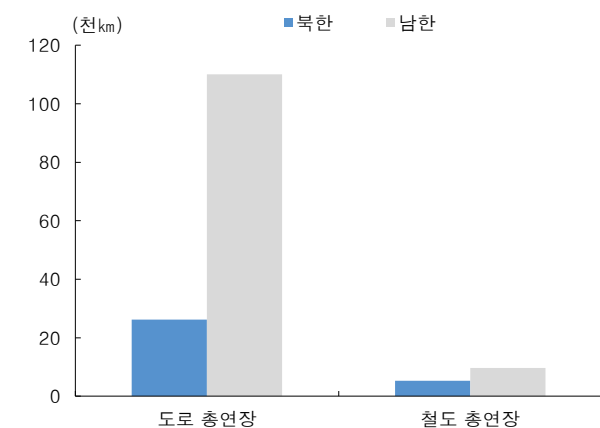
경제 개발의 1차 수혜는 해안사

만약 북한이 개방된다면 1차적으로 수혜를 입을 수 있는 시멘트업체는 해안사가 될 것으로 예상된다. 북한의 육송 인프라가 부족해 해송을 이용해 공급하는 편이 보다 효율적이기 때문이다. 2017년 기준 북한의 면적은 남한의 1.2배에 달하는 반면 북한 철도의 총연장(길이)은 남한의 55%, 도로는 남한의 23%에 불과하다. 뿐만 아니라 도로 포장상태의 열악, 협소한 도로 폭 등으로 도로의 수송능력이 매우 낮은 수준으로 알려져 있다.

경수로 사업 당시 해송을 통해 시멘트 공급

실제로 과거 1997~2003년 한반도에너지개발기구(KEDO)에서 북한 경수형원자로(경수로) 건설사업을 수행할 때에도 북한의 낙후된 시멘트공장에서 생산된 시멘트를 사용할 수 없어 남측에서 시멘트를 조달했는데, 당시 쌍용양회가 경수로 건설에 사용할 특수시멘트 3만2천톤을 해송을 통해 공급한 바 있다.

[그림 20] 남북한 도로/교통 인프라 비교



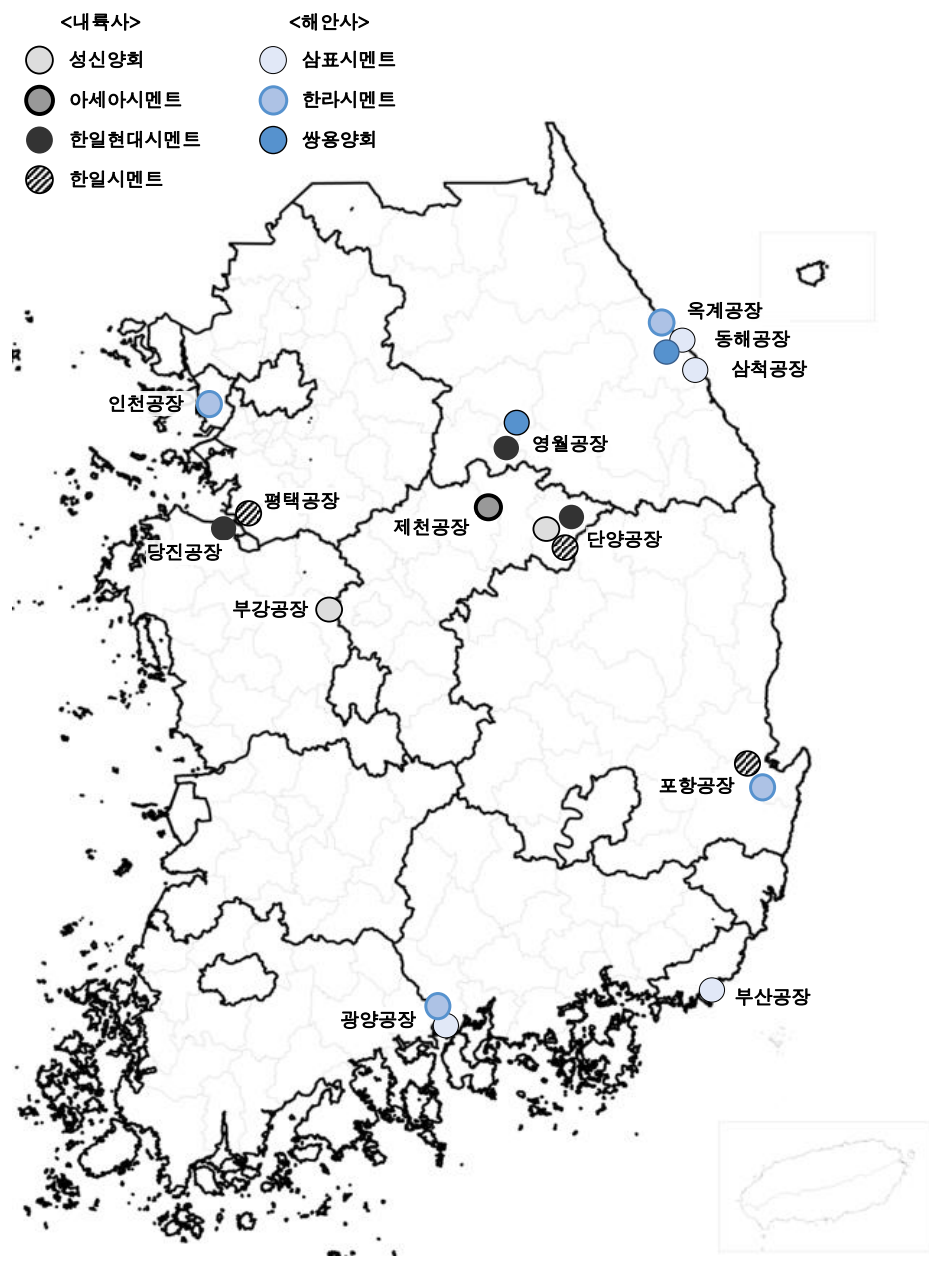
자료: (북)통계청, (남)국토교통부

[그림 21] KEDO 경수로 사업



자료: 언론 자료

[그림 22] 주요 시멘트업체 생산공장



자료: 각 사, 한국투자증권

III. 시멘트 단가 상승으로 이익 증가

1. 업계 재편으로 가격협상력 제고 + 출혈 경쟁 종료

시멘트업계 재편으로
시멘트사의 가격협상력 확대

2015년부터 이어진 시멘트업계 재편으로 상위 시멘트업체들의 점유율은 과거 대비 크게 확대됐으며, 시멘트업체들의 가격 협상력 역시 늘어났다. 과거 쌍용/삼표/성신/한라/한일/현대/아세아 7개사가 점유하던 시장은 재편 이후 쌍용/한일+현대/아세아+한라/성신/삼표 5개사가 과점하는 시장으로 재편되었고, 상위 3개사의 시장점유율은 49%에서 65%로 16%p 늘어났다.

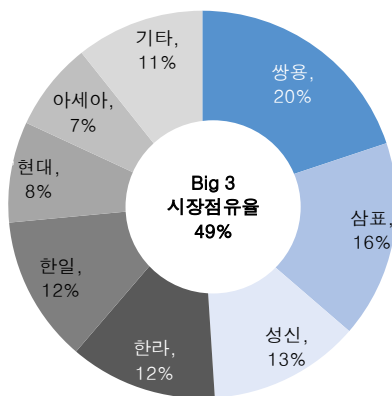
〈표 8〉 시멘트 산업 재편

(단위: 십억원)

시기	관련업체	인수가격	내용
2012. 04	대한시멘트	300	한앤컴퍼니, 대한시멘트 100% 인수
2015. 09	삼표시멘트	794	삼표시멘트/산업은행 컨소시엄, 동양시멘트 55% 매입
2016. 04	쌍용양회	884	한앤컴퍼니, 쌍용양회 지분 46.1% 매입
2016. 10	대한시멘트	-	대한시멘트, 한남시멘트 흡수합병
2017. 07	한일시멘트	622	한일시멘트/엘케이파트너스 컨소, 현대시멘트 84.6% 매입
2017. 08	쌍용양회/대한시멘트	265	쌍용양회, 대한시멘트 지분 100% 매입(기존 한앤컴퍼니 보유)
2018. 01	아세아시멘트	369	아세아시멘트, 한라시멘트 지분 100% 인수

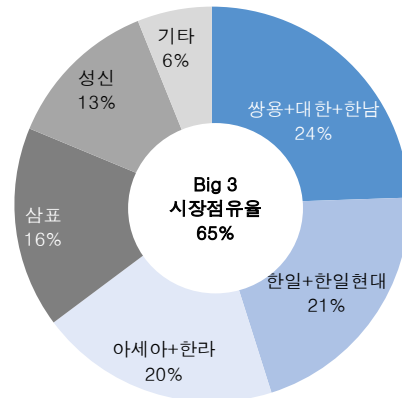
자료: 한국투자증권

[그림 23] 시멘트업계 시장점유율 - 재편 전



주: 2017년 내수출하량 기준
자료: 한국시멘트협회, 한국투자증권

[그림 24] 시멘트업계 시장점유율 - 재편 후



주: 2017년 내수출하량 기준
자료: 한국시멘트협회, 한국투자증권

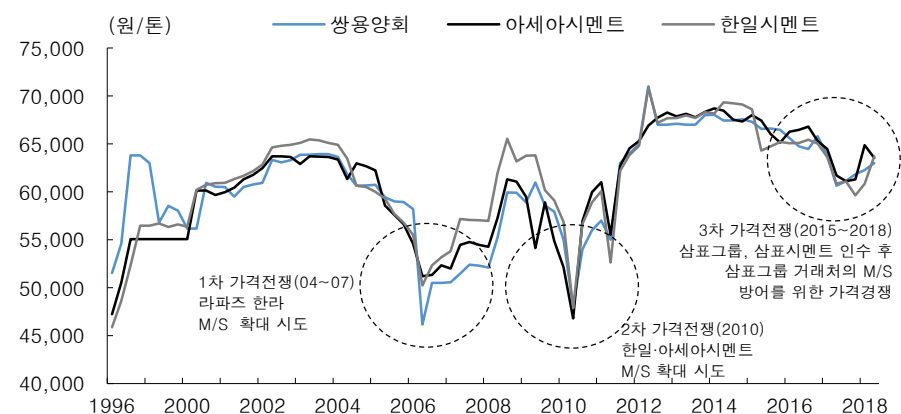
시멘트사들의 가격 협상력은
원가 상승 구간에서 발휘

상위 3개사의 시멘트 내수시장점유율이 50%를 초과하며 시멘트업체들의 레미콘사에 대한 가격 협상력은 더욱 높아졌다. 다만 2015년 공정거래위원회의 시멘트업체에 대한 담합 과징금(2,000억원, 6개 시멘트사) 사례를 감안할 때 언제든지 상위 업체들이 시장지위를 이용해 가격을 올릴 수 있는 것은 아니다. 하지만 유연한 가격 상승, 전기료 인상과 같이 시멘트 가격을 올릴 만한 명분이 갖춰졌을 때 행동에 나서기에는 충분한 조건이 갖춰진 것으로 판단한다.

시장점유율 확대/방어를
위한 세 차례의 출혈
가격전쟁

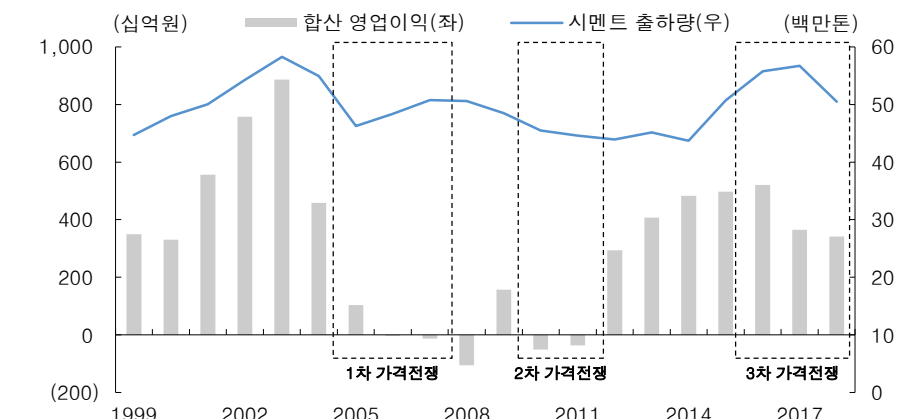
시멘트업계 재편의 또 다른 효과는 기업의 재무적 부담을 증가시켜 출혈 경쟁을 지양하게 만드는 점이다. 실제로 성장성이 크지 않은 내수 시멘트 시장의 특성, 수요를 초과한 업체들의 공급 능력, 업체간 제품 품질 차별화가 힘든 시멘트의 특성은 시멘트업계의 출혈 경쟁의 역사를 만들어냈다. 역사적으로 시멘트업계에서는 3차례의 출혈 가격전쟁이 있었는데 세 차례 모두 가격 할인을 통한 시장점유율 확대 혹은 시장점유율 방어를 목적으로 행해졌다.

[그림 25] 주요 시멘트사 내수시멘트 가격 추이



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 26] 시멘트사 합산 영업이익과 시멘트 출하량



주: 쌍용양회, 한일현대시멘트, 성신양회, 삼표시멘트, 아세아시멘트, 한일시멘트, 한라시멘트 합산 기준
자료: 한국투자증권

1·2차 가격전쟁은 시장점유율
확대, 3차는 시장점유율
방어를 위해 발생

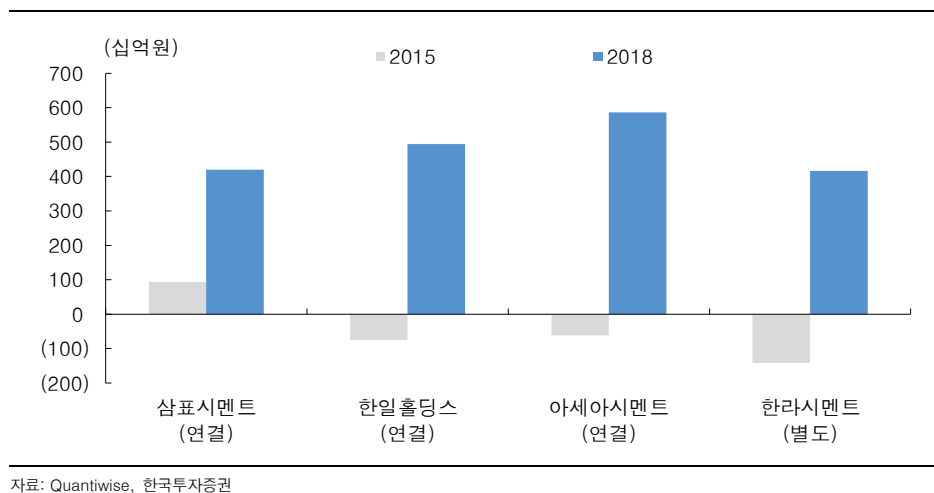
1차 가격전쟁은 2004년부터 2007년까지 라파즈한라로 인해 촉발된 가격전쟁이다. 당시 라파즈는 원가 상승으로 인한 채산성 악화를 시장점유율 확대를 위해 가격 인하를 결정한 것으로 알려졌으며, 전 업체들이 가격 인하에 뛰어들며 시멘트사 영업이익은 출하량 증가에도 가파르게 줄어들었다. 2차 가격전쟁은 상대적으로 재무 구조가 안정적이었던 한일시멘트와 아세아시멘트가 출하량 감소와 비용 인상 부담속에 점유율 확대를 위해 2010년 주도했다. 마지막으로 3차 가격전쟁은 출하량이 늘어나는 구간에서 점유율 확대를 위해 시작되다 레미콘 업

**재무적 부담 가중으로
가격전쟁 가능성 낮아**

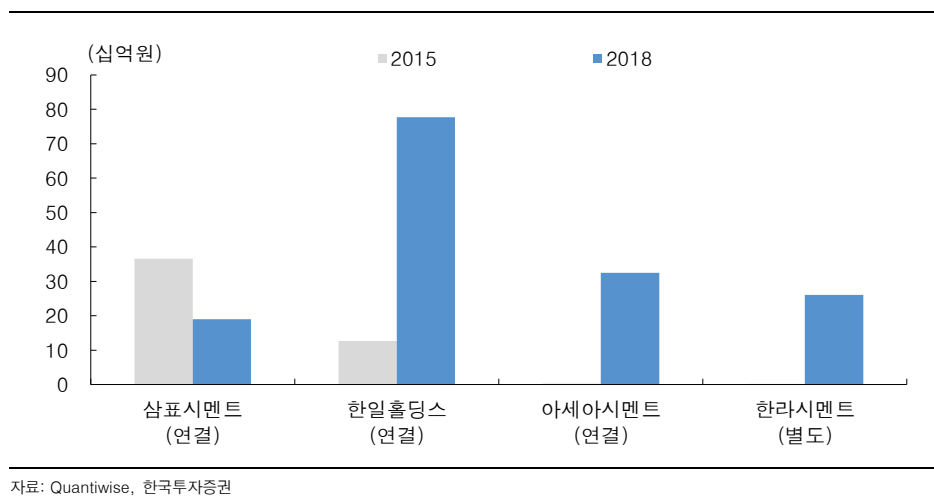
채였던 삼표그룹이 삼표시멘트(舊 동양시멘트)를 인수하면서 본격화됐다. 삼표그룹이 인수를 통해 자체 시멘트업체를 보유하게 되면서 삼표그룹의 시멘트 수요는 삼표시멘트로 몰리게 되었고, 이에 기존 삼표그룹에 시멘트를 공급하던 업체들의 시장점유율은 줄어들게 되었다. 이로 인한 시장점유율 하락 영향을 방어하기 위해 시멘트업체들은 다시 한 번 가격 인하라는 카드를 꺼내들었다.

하지만 시멘트 시장 재편이 이뤄진 지금 출혈 가격 경쟁이 재발될 가능성은 낮다. 인수 합병을 위한 대규모 자금 지출로 기업들의 재무적인 부담이 가중되어 출혈 가격 경쟁을 감내할 수 있는 여력이 축소됐기 때문이다. 이 같은 재무적 부담 증가는 특히 과거 가격전쟁을 주도했던 한라시멘트, 한일시멘트, 아세아시멘트, 그리고 3차 가격전쟁의 발미를 제공했던 삼표시멘트에서 두드러진다. 또한 2015년부터 최근까지 지속됐던 3차 가격전쟁으로 누적된 피로 역시 단기간 내 가격 경쟁 추진을 어렵게 만드는 요인이다.

[그림 27] 업계 재편 전후 순차입금 변화: 차입금 부담 가중



[그림 28] 업계 재편 전후 이자비용 변화: 이자비용 부담 가중



2. 2018년 가격 정상화로 출하량 감소에도 이익 증가

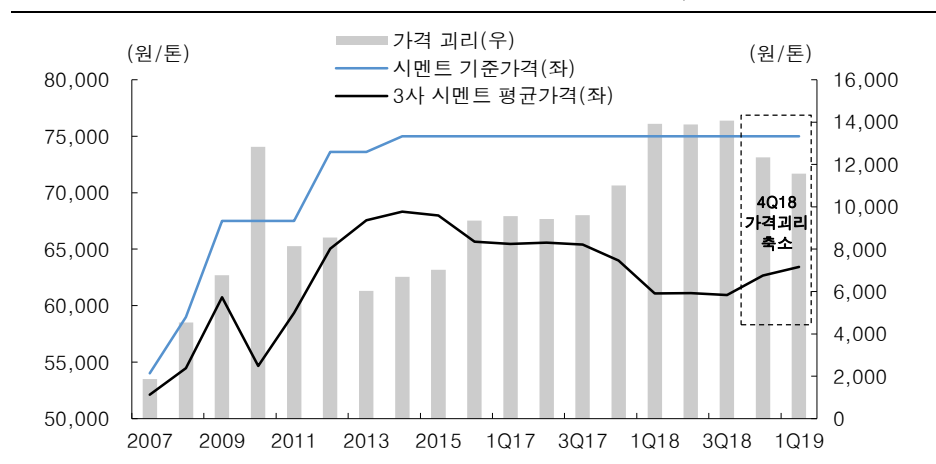
2018년 10월 시멘트가격 정상화

2018년 10월 1일 시멘트 7개사는 레미콘업체에 공급하는 시멘트 가격을 기존 6만원 후반에서 7만원 초반으로 5~6% 인상했다. 2014년 가격 인상 이후 4년 만에 이루어진 이번 가격 합의는 표면적으로는 가격 인상이나 실제로는 2015년 이후 벌어진 시멘트 기준가격과 판매가격의 괴리가 정상화된 것에 가깝다. 7개 업체가 90% 이상의 시장을 과점하는 시멘트사가 864개 업체(2016년말 기준)가 경쟁하는 레미콘사와의 가격협상에서 불리한 위치에 서게 된 것은 아이러니하지만, 제품 차별화가 힘들고, 생산능력이 수요를 초과하는 특수한 시장 상황과 시장점유율 확대 혹은 시장점유율 방어에 대한 시멘트업체의 의지가 반영된 결과였다.

4Q18부터 기준가격과 시장가격의 괴리 축소

시멘트의 공식 가격인 기준가격(1종벌크 도착도 기준)은 2014년 73,600원에서 75,000원으로 2% 인상된 이후 5년 동안 같은 가격을 유지하고 있다. 하지만 실제로 시장에서 거래되는 가격은 2014년 이후 꾸준히 하락해 2018년에는 그 차이가 14,000원(19%)에 달했다. 이 같은 상황을 더 이상 버티기 힘들다고 판단한 쌍용양회는 2018년 5월 가장 먼저 시멘트 가격 정상화를 선언하고 이에 시멘트 업체들이 속속 동참하면서 2018년 4분기부터는 가격괴리가 축소되고 있다.

[그림 29] 시멘트 기준가격과 판매가격 괴리: 2015년 이후 확대, 4Q18 이후 축소



주: 1. 쌍용양회, 아세아시멘트, 한일시멘트 기준
2. 시멘트 기준가격은 1종벌크 도착도 기준가격
자료: 각 사, 한국투자증권

재무적 부담과 원가 인상으로 가격 인상 가능성

앞서 언급한 바와 같이 시멘트업종 내 인수합병으로 늘어난 시멘트업체의 재무적 부담과 3차 가격전쟁으로 누적된 피로는 단기간 내 가격 경쟁 추진을 어렵게 만드는 요인이다. 또한 시멘트 제조원가의 20~30%를 차지하는 유연탄 가격의 상승과 인건비의 상승 역시 가격 인하보다는 가격 인상의 가능성에 무게를 두게 한다.

출하량 5% 감소하더라도
4% 이상 가격 상승 시
이익 증가

시멘트사의 평균 영업이익률 10% (2014~2018년 6개 시멘트사 영업이익률 평균), 고정비 비중 53%, 변동비 비중 47%를 가정해 가격과 출하량이 매출액과 영업이익에 미치는 영향을 분석해 보면 다음과 같이 계산해 볼 수 있다. 결론적으로 출하량이 5% 감소하더라도 가격이 4% 이상 오르면 시멘트사의 이익은 증가한다.

〈표 9〉 시멘트 출하량/가격 변동에 따른 영업이익 변화

(단위: % YoY)

		2019 가격변동률									
		1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
2019 출하량 감소율	1%	4.1	14.0	23.9	33.8	43.7	53.6	63.5	73.4	83.3	93.2
	2%	(1.7)	8.1	17.9	27.7	37.5	47.3	57.1	66.9	76.7	86.5
	3%	(7.6)	2.1	11.8	21.5	31.2	40.9	50.6	60.3	70.0	79.7
	4%	(13.5)	(3.9)	5.7	15.3	24.9	34.5	44.1	53.7	63.3	72.9
	5%	(19.3)	(9.8)	(0.3)	9.1	18.7	28.2	37.7	47.2	56.6	66.2
	6%	(25.2)	(15.8)	(6.4)	3.0	12.4	21.8	31.2	40.6	50.0	59.4
	7%	(31.1)	(21.8)	(12.5)	(3.2)	6.1	15.4	24.7	34.0	43.3	52.6
	8%	(37.0)	(27.8)	(18.6)	(9.4)	(0.2)	9.0	18.2	27.4	36.6	45.8
	9%	(42.8)	(33.7)	(24.6)	(15.5)	(6.4)	2.7	11.8	20.9	30.0	39.1
	10%	(48.7)	(39.7)	(30.7)	(21.7)	(12.7)	(3.7)	5.3	14.3	23.3	32.3

주: 영업이익률 10%, 고정비 53%, 변동비 47% 가정
자료: 한국투자증권

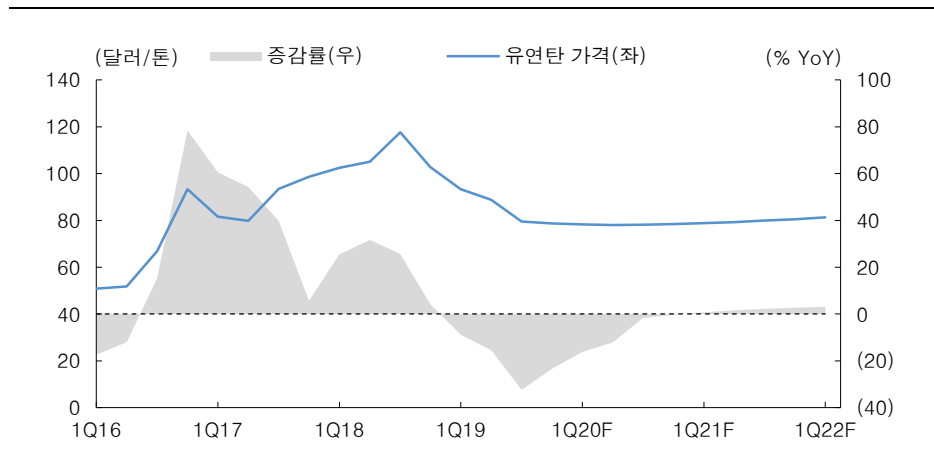
IV. 환경부담금 vs. 유연탄 가격

1. 글로벌 경기 둔화, 친환경 에너지 정책으로 유연탄 가격 하락

글로벌 경기 둔화와 중국의
탈석탄 정책 등으로 유연탄
가격 하락 추세

시멘트를 제조하기 위해서는 많은 에너지가 소비되며, 그중에서도 유연탄의 제조 원가 비중은 20~30%에 달할 정도로 비용 측면에서 중요하다. 그런데 글로벌 경기 둔화와 중국의 탈석탄 정책, 신재생에너지 육성 등으로 유연탄 가격은 2019년 이후 하락 추세에 있다.

[그림 30] 2019년 이후 유연탄 가격 하향 안정화 전망



자료: 한국광물자원공사

세계 최대 석탄 소비국가
중국 청정에너지 비중 확대

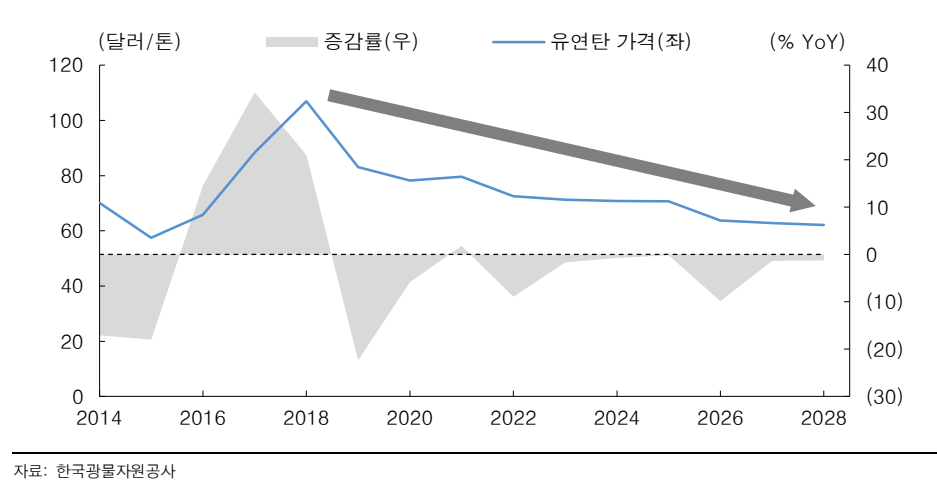
BP Statistical Review of World Energy (2019)에 따르면 중국은 2018년 전세계 석탄 소비량의 51%를 차지하는 세계 최대의 석탄 소비 국가이다. 하지만 세계보건기구(WHO)의 권고기준을 수십 배 초과하는 초미세먼지 오염, 극심한 스모그 현상 등 해가 갈수록 심각해지는 대기오염 문제에 대응하기 위해 중국 정부는 석탄 소비량을 줄이고 청정에너지 비중을 늘리는 ‘에너지발전 13.5계획’을 추진하고 있다. ‘에너지발전 13.5계획’에 따르면, 2020년까지 중국의 석탄 비중은 58% 이하로 낮아지고, 비화석 에너지 비중은 15%까지, 천연가스 비중은 10%까지 확대될 전망이다.

‘청정대기보호 3개년
행동계획’에서 탈석탄 의지
재확인

이 같은 중국의 탈석탄 움직임은 2018년 6월 중국 국무원이 발표한 ‘청정대기보호 3개년 행동계획’에서도 다시 한 번 확인됐다. 청정대기 보호 3개년 행동계획의 주요 목표는 2020년까지 이산화황, 질소산화물 배출량을 2015년 대비 15% 이상 감축하고, 일정 규모(지급: 地級) 이상 도시의 초미세먼지 농도를 2015년 대비 18% 이상 낮추는 등 전반적인 대기질 개선을 달성하는 것이다. 이를 위해 중국 정부는 베이징, 톈진을 비롯한 중점 지역에서의 석탄화력 발전설비 신규 증설을 엄격하게 제한하고, 35T/h 이하 석탄 연소 보일러를 금지하는 등 석탄 소비를 줄이는 한편 청정에너지를 적극적으로 보급해 북부 지역의 난방용 에너지를 2020년 난방시즌 전까지 석탄에서 청정에너지원으로 대체할 계획이다.

이와 같은 글로벌 유연탄 수요 변화에 따라 중기적으로 유연탄 가격은 하락세를 지속할 것으로 전망된다.

[그림 31] 유연탄 가격 중기 하락세 지속될 것



2. 탄소배출권 유상할당, 지역자원시설세 risk 점검

온실가스 배출권 할당/거래제도 시행

우리나라는 글로벌 기후변화 위기에 대응하기 위해 2015년 파리협약에서 2030년까지 온실가스 배출 전망치의 37%를 감축하는 목표를 제시하고, 이를 달성하기 위해 국가 차원에서 온실가스 배출량을 관리하고 있다. 그 일환으로 정부는 산업별/기업별로 배출권을 할당해 부족한 배출권을 다른 기업과 거래할 수 있는 배출권 거래제를 도입했다. 2019년 6월 환경부에서 발표한 국가 배출권 할당계획을 보면 배출권 할당은 제2차 계획기간(2018년 1월 1일 ~ 2020년 12월 31일)인 현재까지 3년단위로 수립됐으며, 3차 계획기간인 2021년 1월 1일부터는 5년단위로 수립될 예정이다.

배출권 유상할당 대상 선정시 수천억원 비용 발생

배출권 거래에서 이슈가 됐던 부분은 2차 계획기간 중 업체에 따라 할당량의 100%를 무상할당받는 업체와 97%를 무상할당받고, 3%는 해당 업체가 자체적으로 온실가스 배출량을 감축하거나 시장에서 배출권을 구매해야 하는 업체로 나뉜 부분이었다. 시멘트 제조업은 원료의 고온 소성(燒成: 불에 구워서 만듦)과 이를 위한 화석 연료(유연탄) 사용, 대량 분쇄가 필요한 에너지 다소비 산업으로, 이산화탄소 배출이 구조적으로 많을 수밖에 없다. 따라서 시멘트업체가 온실가스 배출권 유상할당 업종으로 분류될 경우 수천억원에 달하는 탄소배출권 구매비용을 지출해야 했던 것이다.

시멘트 무상할당 업종 지정 출하량이 줄어드는 구간 탄소 배출권 영향 미미할 것

결론적으로 제2차 계획기간에는 시멘트 제조업이 무상할당 업종으로 지정돼 온실가스 할당량 내에서 온실가스를 배출시 추가적인 시멘트업체의 재무부담은 없는 것으로 결론이 지어졌다. 또한 배출권 할당량을 산정하는 방식은 과거배출량 기반의 할당방식(GF: grandfathering)과 과거 생산량 기반 할당방식(BM: benchmarking)이 사용되는데 두 방식 모두 과거의 생산활동을 기준으로 향후의 배출량이 선정된다는 공통점이 있어 출하량이 줄어드는 현시점에서는 배출권 관련 비용 부담이 유의미한 영향을 미치지 못할 것으로 전망한다.

지역자원시설세로 연간 520억원 추가 비용 가능성

또 하나 시멘트업계의 이슈는 2016년 9월 발의된 지방세법 개정안으로, 골자는 시멘트업계가 시멘트 1톤을 생산할 때마다 1,000원의 세금을 내야 한다는 것이다. 따라서 만약 법안이 통과된다면 평균적으로 연간 시멘트 생산량인 5,200만톤에 해당하는 520억원의 추가 비용 부담이 매년 발생한다.

지방세법 개정안 영향 제한적일 것

하지만 세 가지 관점에서 지방세법 개정안의 영향은 제한적일 것으로 전망한다. 첫째는 먼저 시멘트업체들은 이미 시멘트 원재료인 석회석 채굴 과정에서 지역자원시설세를 납부하고 있어 시멘트에 지역자원시설세를 부과될 경우 이중과세에 해당되어 논란의 여지가 있다는 점이다. 둘째는 톤당 1,000원의 세금이 부과될 경우 시멘트업계의 10년 평균 연간 당기순이익의 합계와 맞먹는 규모의 원가부담이 가중되기 때문에 세금이 부과되는 방향으로 결론이 나더라도 톤당 1,000원의 부과는 어려울 것으로 전망한다. 세 번째는 개정안이 통과되더라도 업계 구조개편이 이루어진 현 시점에서는 원가 상승을 가격 인상으로 전가할 수 있을 것으로 전망된다.

■ 용어해설

- 킬른: 시멘트 제조공정의 핵심으로 원료를 소성하는 데 사용하는 가마. 공업에서 가장 많이 사용되는 킬른은 로터리킬른으로 시멘트, 석회, 알루미늄 등의 공업에서 가장 많이 사용되는 원통회전식의 연속소성로.
- 폐열발전설비: 시멘트 생산설비의 핵심 킬른에서 클링커를 생산하고 남은 열원을 이용하여 보일러에서 수증기를 만든 뒤 터빈을 돌려 발전시키는 설비. 전력비 절감 효과가 있음.
- ESS(Energy Storage System): 에너지 저장장치는 전력을 저장해 필요할 때 사용할 수 있는 장치로, 주로 전력 요금이 저렴한 경부하 시간대에 전력을 충전하고 요금이 비싼 최대부하 시간대에 방전함으로써 전기 요금을 절감할 수 있음.
- 클링커: 포틀랜드 시멘트를 생산하는 데 필요한 원료로, 석회석, 규석, 점토 및 산화철 원료를 혼합, 고온에서 소성된 것. 클링커에 석고를 첨가해 분쇄하면 시멘트가 됨.
- 드라이몰탈: 시멘트를 사용하는 공사 현장에서 별도의 모래 혼합과정 없이 물만 부어 바로 사용할 수 있도록 시멘트, 모래, 특성개선제 등을 배합한 제품. 미장마감, 벽돌 조적용, 타일 부착용 등의 용도로 사용.
- 출하량: 시멘트 등을 생산하여 시장으로 판매한 제품 판매량.
- 과거 배출량 기반 할당(GF: grandfathering): 온실가스 과거 배출실적을 바탕으로 그 수준 혹은 그 이하 수준으로 배출권을 할당하는 방식
- 과거 생산량 기반 할당(BM: benchmarking): 제품 생산량 등 업체별 과거 활동자료를 기반으로 설비의 효율성을 고려하여 배출권을 할당하는 방식

기업분석

쌍용양회(003410)

아세아시멘트(183190)

한일시멘트(300720)

쌍용양회(003410)

매수(분석재개) / TP: 7,800원

주가(7/12, 원)	6,080
시가총액(십억원)	3,073
발행주식수(백만)	504
52주 최고/최저가(원)	6,990/4,615
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	7,179
유동주식비율(%)	21.9
외국인지분율(%)	5.2
주요주주(%)	한앤코시멘트홀딩스 외 4 인 77.7

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2017A	1,517	251	302	125	(69.2)	353	29.8	7.1	1.0	16.6	5.7
2018A	1,510	247	146	289	131.6	382	21.8	10.0	1.6	7.5	5.9
2019F	1,508	255	156	310	7.1	389	19.6	9.6	1.6	8.2	6.6
2020F	1,584	271	169	334	7.9	409	18.2	9.1	1.7	9.1	6.6
2021F	1,673	289	184	364	8.9	432	16.7	8.6	1.7	10.1	6.6

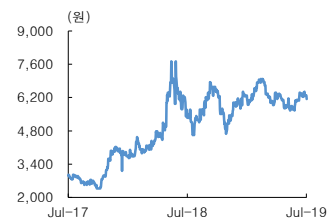
주: 순이익은 자본법적용 순이익

성숙기 산업의 모범답안

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.0)	(0.2)	13.2
상대주가(%p)	(4.0)	(0.7)	21.9

주가추이



시장점유율 1위, 단일 규모 세계 최대 시멘트공장에서 나오는 수익성: 2017년출하량 기준 쌍용양회는 시장점유율 26%로 시멘트 시장점유율 1위를 차지하고 있으며, 2018년 영업이익률 16%로 타사 평균 7%와 비교해 독보적인 수익률을 보여주고 있다. 규모의 경제가 적용되는 시멘트 제조업에서 단일 기준 세계 최대인 연산 1,150만톤의 동해공장은 원가 절감 노력과 더불어 쌍용양회의 높은 수익성을 지탱하는 힘이 되고 있다. 2016년 한앤컴퍼니에 인수된 이후 쌍용머티리얼 등 비핵심계열사를 매각하고 구조조정을 실시한 쌍용양회의 영업이익률은 2015년 이전 한 자리수에서 2016년 18%까지 가파르게 상승했다.

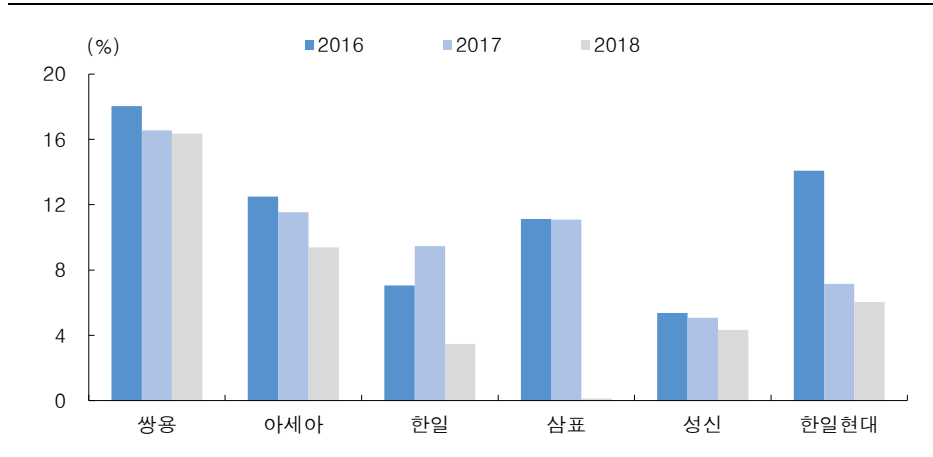
폐열발전 설비, ESS 가동으로 수익성 추가 개선: 사모펀드를 대주주로 가진 기업의 장점은 기업가치를 올릴 수 있는 투자 기회에 대해 적시성 있게 투자의사결정을 내릴 수 있다는 점이다. 2015년 이전 연간 700억원 규모였던 설비투자는 2017년 80% 늘어난 1,360억원, 2018년에도 유사한 1,350억원이 집행됐다. 제품간의 차별화가 어려운 시멘트 산업에서 원가 경쟁력을 위한 투자는 시장 리더 지위의 유지를 위해 반드시 필요하다. 쌍용양회의 투자는 반드시 미래 수익으로 연결되는데, 2018년 가동이 시작된 폐열발전설비와 ESS투자로 2018년 EBITDA는 138억, 2019년 EBITDA는 280억원이 개선될 전망이다.

독보적 배당수익률로 성숙기 산업의 귀감. 시멘트업종 top pick: 성장기 기업과 대비되는 성숙기 기업만의 매력은 성장을 위한 재투자로 이익의 대부분을 소모하지 않아도 된다는 점이다. 쌍용양회는 이런 점에서 성숙기 기업의 모범 사례다. 기업가치 증대에 필수적인 투자를 제외한 이익을 환원함으로써 2017년, 2018년 배당수익률 5.7%, 5.9%라는 독보적인 배당수익을 투자자들에게 안겨줬다. 800개가 넘는 KOSPI 상장업체 가운데 두 해 연속 배당수익률이 5%를 넘는 업체는 쌍용양회를 비롯해 5개에 불과하다.

김치호

chiho.kim@truefriend.com

[그림 32] 주요 시멘트사 영업이익률 비교



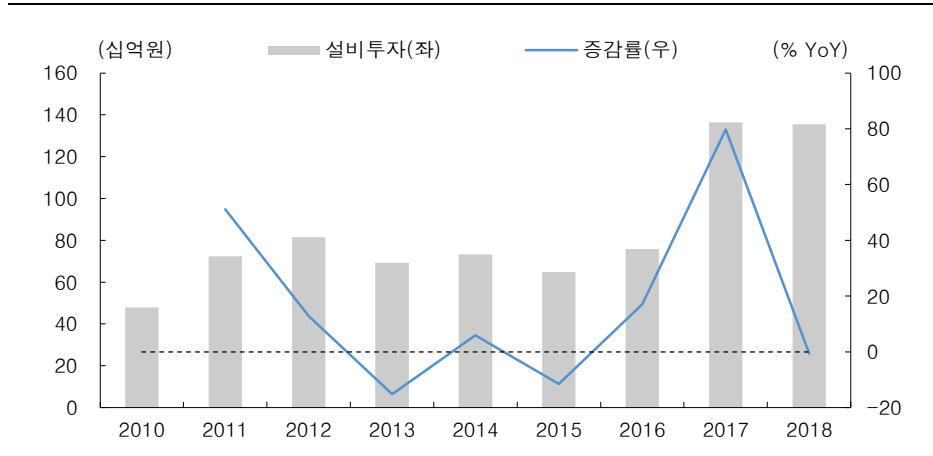
자료: 한국투자증권

<표 10> 주요 설비투자 내역

구분	내용	가동시기
킬른 버너 교체	Pet-coke 사용 확대 및 저가 유연탄 사용으로 연료비 절감	2017. 07
킬른 쿨러 개조	킬른 공정 안정화를 통해 생산과정에서의 손실 감소, 보수비 절감	2017. 10
복평 PGR	시멘트 밀 효율 증대에 따른 전력비 절감 및 생산능력 증대	2017. 09
폐열발전설비	생산공정에서 발생하는 폐열을 활용한 전기 생산. 전력비 절감(240 억원/년)	2018. 09
ESS 설치	전력단가가 낮은 심야 전기 활용으로 전력비 절감(40 억원/년)	2018. 04

자료: 쌍용양회, 한국투자증권

[그림 33] 2016년 이후 설비투자 대폭 증가



자료: 쌍용양회

목표주가 7,800원으로 분석 재개: 목표주가는 BPS-PBR, EPS-PER 방식을 통해 도출한 적정주가의 평균값을 사용했다. 목표주가의 12MF PBR과 PER은 각각 2.1배와 25.1배로 쌍용양회의 최근 2년 밸류에이션 상단을 10% 할증 적용했다. 업종 내 차별화되는 수익성과 분기배당 실시로 차별화된 배당수익률로 밸류에이션 프리미엄은 당연하다.

〈표 11〉 목표주가 산정

	값	단위	구분	비고
BPS-PBR 밸류에이션				
12MF BPS	3,670	원		
목표 PBR	2.1	배		최근 2년 밸류에이션 상단 10% 할증
적정주가	7,525	원	A	
EPS-PER 밸류에이션				
12MF EPS	322	원		
목표 PER	25.1	배		최근 2년 밸류에이션 상단 10% 할증
적정주가	8,102	원	B	
목표주가	7,800	원	(A+B)/2	백원 미만 절사

자료: 한국투자증권

실적 전망: 2019년 매출은 전년동기대비 0.1% 감소한 1조 5천억원을, 영업이익은 3.4% 늘어난 2,550억원을 전망한다. 매출액 감소에도 영업이익이 늘어나는 이유는 2018년 5월 가격 정상화 선언 이후 10월부터 본격적으로 시멘트 단가가 정상화된 영향이 크다. 이외에도 폐열발전설비, ESS 투자에 따른 이익 개선효과와 2016년 체결한 유연탄 옵션 계약에 따른 매출원가 절감 효과를 반영했다.

2분기 쌍용양회의 매출액은 전년동기대비 0.9% 늘어난 4,180억원을, 영업이익은 6.5% 증가한 760억원을 전망한다. 내수 출하량이 전년동기대비 감소했으나 해안사의 장점인 수출 물량 확대로 가동률은 상대적으로 견조했던 것으로 파악된다. 3분기는 계절적인 요인과 추석 연휴로 매출액 및 영업이익이 전분기대비 감소하지만 가격 정상화와 원가 절감 노력으로 전년동기대비 증가세를 이어갈 것이다.

〈표 12〉 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	304	415	360	431	337	418	372	381	1,430	1,517	1,510	1,508	1,584
증감률(% YoY)	(31.7)	43.1	(1.5)	3.5	10.8	0.9	3.1	(11.6)	(28.0)	6.1	(0.5)	(0.1)	5.1
시멘트	188	276	226	282	206	277	240	251	890	929	972	974	1,035
레미콘	69	94	81	96	75	95	82	83	365	377	339	335	349
기타	47	45	54	53	55	47	49	47	175	211	199	198	201
매출총이익	54	110	98	131	62	117	102	128	394	395	394	409	429
매출총이익률(%)	17.8	26.7	27.3	30.5	18.4	27.9	27.3	33.7	27.6	26.1	26.1	27.1	27.1
영업이익	20	72	61	94	22	76	63	94	258	251	247	255	271
증감률(% YoY)	(62.0)	(3.1)	10.3	35.6	9.1	6.5	3.1	(0.1)	20.3	(2.7)	(1.6)	3.4	6.0
영업이익률(%)	6.5	17.3	17.0	21.8	6.4	18.3	17.0	24.7	18.0	16.5	16.4	16.9	17.1
세전계속사업이익	14	58	53	76	15	65	52	77	216	176	200	209	225
지배주주순이익	12	44	45	46	13	49	42	52	173	302	146	156	169
증감률(% YoY)	(78.7)	(48.5)	82.1	(66.3)	11.3	10.5	(5.0)	14.0	124.7	74.8	(51.6)	7.0	7.9
순이익률(%)	3.9	10.6	12.4	10.6	4.0	11.6	11.4	13.7	12.1	19.9	9.7	10.4	10.7

자료: 한국투자증권

기업개요

1962년 5월 설립된 국내 최대의 시멘트 제조회사. 2019년 1분기 기준 동해, 영월, 북평, 광양 4개의 시멘트공장에서 연간 약 1,500만톤의 시멘트를 생산하며, 2018년 국내 시멘트 시장점유율 22%를 차지. 주요 사업은 시멘트사업과 레미콘 사업으로, 2018년 기준 각각의 매출 비중은 64%와 22%. 주요 주주는 한앤코시멘트홀딩스(지분율 77%)와 국민연금(4%).

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	830	781	794	834	880
현금성자산	287	230	244	257	271
매출채권및기타채권	340	315	327	344	363
재고자산	109	117	117	123	130
비유동자산	2,671	2,648	2,655	2,735	2,823
투자자산	72	55	55	58	61
유형자산	2,205	2,183	2,188	2,244	2,305
무형자산	354	349	350	368	388
자산총계	3,501	3,429	3,448	3,569	3,703
유동부채	792	527	659	899	1,001
매입채무및기타채무	274	220	276	290	306
단기차입금및단기사채	373	179	229	249	254
유동성장기부채	87	53	51	143	105
비유동부채	688	922	873	786	837
사채	182	183	183	184	185
장기차입금및금융부채	242	473	424	323	357
부채총계	1,480	1,450	1,532	1,685	1,838
지배주주지분	1,960	1,935	1,872	1,838	1,820
자본금	505	505	505	505	505
자본잉여금	744	768	768	768	768
기타자본	(47)	(47)	(47)	(47)	(47)
이익잉여금	717	677	631	598	579
비지배주주지분	61	45	45	45	45
자본총계	2,021	1,980	1,916	1,883	1,865

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	298	316	374	421	446
당기순이익	301	147	156	169	184
유형자산감가상각비	98	112	111	113	117
무형자산상각비	4	24	23	25	26
자산부채변동	(17)	(51)	85	104	107
기타	(88)	84	(1)	10	12
투자활동현금흐름	(223)	(116)	(157)	(218)	(231)
유형자산투자	(136)	(135)	(134)	(172)	(180)
유형자산매각	61	26	19	2	2
투자자산순증	(12)	10	(16)	(2)	(2)
무형자산순증	0	(23)	(25)	(42)	(47)
기타	(136)	6	(1)	(4)	(4)
재무활동현금흐름	5	(257)	(203)	(190)	(200)
자본의증가	112	0	0	0	0
차입금의순증	16	(36)	(1)	12	2
배당금지급	(94)	(181)	(187)	(202)	(202)
기타	(29)	(40)	(15)	0	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	80	(56)	14	12	14

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,517	1,510	1,508	1,584	1,673
매출원가	1,122	1,116	1,100	1,155	1,220
매출총이익	395	394	409	429	453
판매관리비	145	147	153	159	164
영업이익	251	247	255	271	289
금융수익	4	4	2	2	3
이자수익	2	2	2	2	2
금융비용	25	29	31	30	29
이자비용	24	29	29	29	29
기타영업외손익	(58)	(21)	(18)	(18)	(18)
관계기업관련손익	4	(1)	1	1	1
세전계속사업이익	176	200	209	225	245
법인세비용	(26)	53	52	56	61
연결당기순이익	301	147	156	169	184
지배주주지분순이익	302	146	156	169	184
기타포괄이익	38	(15)	(18)	0	0
총포괄이익	339	132	139	169	184
지배주주지분포괄이익	340	132	139	169	184
EBITDA	353	382	389	409	432

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	125	289	310	334	364
BPS	3,879	3,828	3,703	3,638	3,601
DPS	214	370	400	400	400
성장성(%, YoY)					
매출증가율	6.1	(0.5)	(0.1)	5.1	5.6
영업이익증가율	(2.7)	(1.6)	3.4	6.0	6.7
순이익증가율	74.8	(51.6)	7.0	7.9	8.9
EPS증가율	(69.2)	131.6	7.1	7.9	8.9
EBITDA증가율	(1.2)	8.2	1.9	4.9	5.7
수익성(%)					
영업이익률	16.5	16.4	16.9	17.1	17.3
순이익률	19.9	9.7	10.4	10.7	11.0
EBITDA Margin	23.3	25.3	25.8	25.8	25.8
ROA	9.0	4.2	4.6	4.8	5.1
ROE	16.6	7.5	8.2	9.1	10.1
배당수익률	5.7	5.9	6.6	6.6	6.6
배당성향	35.0	127.8	129.2	119.7	109.9
안정성					
순차입금(십억원)	545	615	600	597	581
차입금/자본총계비율(%)	44.0	45.5	46.9	48.4	49.0
Valuation(X)					
PER	29.8	21.8	19.6	18.2	16.7
PBR	1.0	1.6	1.6	1.7	1.7
EV/EBITDA	7.1	10.0	9.6	9.1	8.6

아세아시멘트(183190)

매수(분석재개) / TP: 115,000원

주가(7/12, 원)	93,100
시가총액(십억원)	363
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저가(원)	150,000/88,600
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	1,357
유동주식비율(%)	37.8
외국인지분율(%)	3.9
주요주주(%)	아세아 외 12 인 61.4
신영자산운용	11.2

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2017A	461	53	55	16,683	33.5	73	6.6	3.4	0.5	8.2	1.4
2018A	844	79	15	4,005	(76.0)	129	25.8	7.7	0.5	2.1	1.4
2019F	855	89	36	9,333	133.0	158	10.0	5.8	0.4	4.6	1.6
2020F	873	93	43	11,168	19.7	163	8.3	5.2	0.4	5.2	1.6
2021F	918	100	50	12,950	16.0	171	7.2	4.6	0.4	5.7	1.6

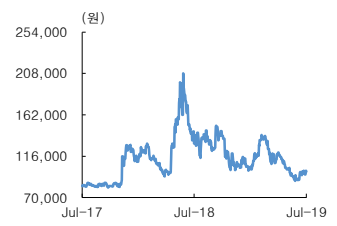
주: 순이익은 자본법적용 순이익

내륙사와 해안사 합병으로 메이저리그 진출

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.7)	(16.1)	(30.8)
상대주가(%)	(3.7)	(16.7)	(22.1)

주가추이



한라시멘트 인수로 시장점유율 대폭 확대: 2018년 1월 아세아시멘트는 한라시멘트를 3,800억원에 인수하며 일약 시멘트업계 3위 업체로 뛰어올랐다. 아세아시멘트의 시멘트 국내시장점유율은 2017년 7%에서 2018년 19%로 두 배 이상 늘어났고 매출액은 2017년 대비 4,600억원에서 2018년 8,400억원으로 80% 이상 증가했다. 점유율 상승으로 아세아시멘트는 원재료 공동구매시의 원가절감, 수요처와의 가격 협상력 확대라는 부가적인 혜택도 누릴 수 있게 됐다.

해안사와 내륙사의 시너지: 충북 제천에 공장을 둔 아세아시멘트는 전형적인 내륙사로, 철도와 트럭으로 수도권을 중심으로 시멘트를 공급했던 업체이다. 한편 한라시멘트는 옥계에 위치한 공장에서 제품을 생산해 포항, 울산, 부산 등 동해안과 남해안, 그리고 수도권 인천 지역에 공급해온 해안사다. 두 업체의 합병으로 아세아시멘트는 도로, 철도, 선박으로 내륙과 해안을 아우르는 제품 공급이 가능해졌다. 합병으로 인한 판매망 확대 효과와 더불어 중장기적 남북경협사업 재개 시 해안사인 한라시멘트의 수혜가 1차적으로 점쳐지는 점 역시 기업가치에 긍정적이다.

늘어난 규모만큼 두 배의 반등 모멘텀: 2018년 한라시멘트 인수 이후 내수 출하량 감소, 영업 안정화 과정에서의 비용 반영으로 2018년 한라시멘트와 아세아시멘트의 영업이익은 전년대비 각각 50%, 37% 감소했다. 2019년도 내수 출하량은 감소세가 이어지겠으나 2018년 하반기부터 가격 정상화 효과가 반영되며 매출액은 전년동기대비 1.4%, 영업이익은 18% 늘어날 전망이다. 공공·토목 투자에 힘입은 2020년 출하량 반등과 시멘트 가격 정상화 효과는 인수합병으로 규모가 커진 아세아시멘트에게 두 배의 반등 모멘텀으로 작용할 전망이다.

목표주가 115,000원으로 분석 재개: 목표주가는 BPS-PBR, EPS-PER 방식을 통해 도출한 적정주가의 평균값을 사용했다. 목표주가의 12MF PBR과 PER은 각각 0.5배와 10.3배로 아세아시멘트의 최근 5년 평균 배수를 적용했다.

김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 13〉 목표주가 산정

	값	단위	구분	비고
BPS-PBR 밸류에이션				
12MF BPS	217,550	원		
목표 PBR	0.5	배		최근 5년 밸류에이션 평균
적정주가	112,505	원	A	
EPS-PER 밸류에이션				
12MF EPS	11,419	원		
목표 PER	10.3	배		최근 5년 밸류에이션 평균
적정주가	117,366	원	B	
목표주가	115,000	원	(A+B)/2	백원 미만 절사

자료: 한국투자증권

실적 전망: 2019년 매출은 전년동기대비 1.4% 늘어난 8,550억원을, 영업이익은 12.8% 늘어난 890억원을 전망한다. 영업이익 증가는 시멘트 가격 정상화의 영향과 레미콘 가격 상승, 그리고 한라시멘트 인수 이후 영업 안정화 영향 등을 반영했다.

2분기 아세아시멘트의 매출액은 전년동기대비 2.2% 늘어난 2,510억원을, 영업이익은 14.6% 증가한 350억원을 전망한다. 시멘트 가격 정상화에 따른 수익성 개선이 성수기 효과로 두드러질 전망이다. 3분기는 계절적인 요인과 추석 연휴로 매출액 및 영업이익이 전분기대비 감소하지만 가격 정상화와 시너지 효과로 전년 동기대비 증가세를 이어갈 것이다.

〈표 14〉 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	161	245	189	249	177	251	204	224	456	461	844	855	873
증감률(% YoY)	73.7	82.8	55.8	119.8	10.1	2.2	8.1	(10.1)	1.7	1.2	83.0	1.4	2.0
시멘트	128	205	149	208	144	210	169	187	296	300	690	709	723
아세아시멘트	51	80	58	74	48	79	67	72	296	300	262	265	269
한라시멘트	77	125	91	134	97	131	102	115	471	490	428	444	454
레미콘	25	31	23	29	23	30	25	27	122	132	108	106	109
기타 시멘트	7	9	9	5	8	9	7	7	26	26	29	30	31
기타(창업투자 등)	1	0	7	8	2	3	3	3	12	3	16	10	10
매출총이익률(%)	4.5	22.4	23.8	26.0	8.5	26.2	27.0	22.3	24.7	24.0	20.4	21.7	21.7
본사	1.5	24.9	22.5	23.4	11.3	26.0	26.6	17.7	22.6	23.4	19.3	21.2	21.1
연결자회사	7.3	20.2	24.9	28.1	6.2	25.5	26.4	27.1	53.5	36.0	21.4	22.1	22.1
영업이익	(14)	31	22	40	(6)	35	28	32	57	53	79	89	93
증감률(% YoY)	NM	28.5	16.1	258.6	NM	14.6	26.0	(18.7)	(1.8)	(6.6)	48.8	12.8	4.4
영업이익률(%)	(8.6)	12.6	11.7	16.0	(3.6)	14.1	13.7	14.5	12.5	11.5	9.4	10.4	10.7
세전계속사업이익	(35)	22	13	26	(16)	25	17	24	54	74	26	49	59
지배주주순이익	(30)	17	9	20	(11)	18	13	17	41	55	15	36	43
증감률(% YoY)	NM	2.3	(49.6)	(3.6)	NM	9.2	33.5	(11.9)	(5.6)	33.5	(72.3)	137.4	19.7
순이익률(%)	(18.8)	6.7	5.0	7.9	(6.5)	7.2	6.1	7.7	9.1	12.0	1.8	4.2	5.0

자료: 한국투자증권

기업개요

1957년 4월 설립된 시멘트 제조회사로, 2013년 10월 지주회사인 (주)아세아와 사업회사인 (주)아세아시멘트로 인적 분할. 대부분의 매출(2018년 기준 98%)과 영업이익(86%)이 시멘트사업부문에서 발생하며, 기타 사업으로 창업투자업(우신벤처투자), 농작물 재배 및 판매(아농)업 영위. 2018년 1월 한라시멘트 인수를 통해 시멘트 시장점유율을 크게 확대했으며, 2018년 기준 시멘트 생산량은 1,056만톤. 주요 주주는 (주)아세아(54%), 국민연금(8%), 신영자산운용(7%) 등.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	315	406	402	423	431
현금성자산	114	126	128	132	130
매출채권및기타채권	122	181	184	185	196
재고자산	37	75	67	72	77
비유동자산	592	1,523	1,572	1,599	1,635
투자자산	23	46	73	74	78
유형자산	445	920	934	948	960
무형자산	72	536	544	555	574
자산총계	906	1,929	1,974	2,022	2,066
유동부채	109	226	340	389	426
매입채무및기타채무	75	157	159	163	171
단기차입금및단기사채	5	13	17	18	15
유동성장기부채	2	35	30	26	27
비유동부채	100	916	810	764	720
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	17	669	633	584	530
부채총계	209	1,143	1,150	1,153	1,146
지배주주지분	692	779	817	862	914
자본금	16	19	19	19	19
자본잉여금	506	573	573	573	573
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	171	191	221	259	304
비지배주주지분	5	7	7	7	7
자본총계	697	786	824	869	920

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	57	89	153	159	158
당기순이익	55	17	36	43	50
유형자산감가상각비	19	41	58	59	60
무형자산상각비	1	9	10	11	11
자산부채변동	(8)	40	47	43	29
기타	(10)	(18)	2	3	8
투자활동현금흐름	(31)	(335)	(110)	(94)	(97)
유형자산투자	(38)	(58)	(72)	(74)	(71)
유형자산매각	1	6	0	1	0
투자자산순증	66	48	(19)	6	3
무형자산순증	(7)	(15)	(18)	(22)	(31)
기타	(53)	(316)	(1)	(5)	2
재무활동현금흐름	8	259	(42)	(60)	(63)
자본의증가	0	69	0	0	0
차입금의순증	13	199	(36)	(54)	(57)
배당금지급	(5)	(5)	(6)	(6)	(6)
기타	0	(4)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	34	13	2	5	(2)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	461	844	855	873	918
매출원가	351	672	670	683	716
매출총이익	111	172	186	189	202
판매관리비	57	93	96	96	101
영업이익	53	79	89	93	100
금융수익	40	2	2	2	2
이자수익	2	1	2	2	2
금융비용	2	38	32	30	28
이자비용	0	32	31	30	27
기타영업외손익	(17)	(17)	(10)	(6)	(6)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	74	26	49	59	69
법인세비용	19	9	13	16	18
연결당기순이익	55	17	36	43	50
지배주주지분순이익	55	15	36	43	50
기타포괄이익	(18)	7	7	7	7
총포괄이익	37	24	44	51	58
지배주주지분포괄이익	37	23	44	51	58
EBITDA	73	129	158	163	171

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	16,683	4,005	9,333	11,168	12,950
BPS	209,320	200,040	209,732	221,259	234,568
DPS	1,494	1,500	1,500	1,500	1,500
성장성(% YoY)					
매출증가율	1.2	83.0	1.4	2.0	5.2
영업이익증가율	(6.6)	48.8	12.8	4.4	7.5
순이익증가율	33.5	(72.3)	137.4	19.7	16.0
EPS증가율	33.5	(76.0)	133.0	19.7	16.0
EBITDA증가율	(2.8)	76.2	21.8	3.4	5.2
수익성(%)					
영업이익률	11.5	9.4	10.4	10.7	10.9
순이익률	12.0	1.8	4.2	5.0	5.5
EBITDA Margin	15.9	15.3	18.4	18.7	18.7
ROA	6.3	1.2	1.9	2.2	2.5
ROE	8.2	2.1	4.6	5.2	5.7
배당수익률	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6
배당성향	9.0	38.2	16.1	13.4	11.6
안정성					
순차입금(십억원)	(117)	580	542	478	425
차입금/자본총계비율(%)	3.8	92.0	83.4	72.8	62.5
Valuation(X)					
PER	6.6	25.8	10.0	8.3	7.2
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	3.4	7.7	5.8	5.2	4.6

한일시멘트(300720)

중립(분석재개)

주가(7/12, 원)	119,500
시가총액(십억원)	495
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저가(원)	167,000/113,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	753
유동주식비율(%)	44.6
외국인지분율(%)	5.7
주요주주(%)	한일홀딩스 외 10 인
	신영자산운용
	5.1

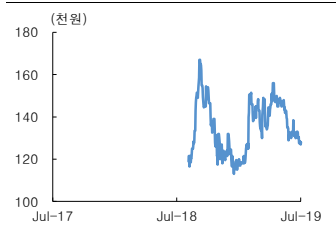
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2017A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
2018A	512	56	54	12,967	NM	77	9.1	7.0	0.6	6.2	3.8
2019F	956	82	63	15,126	16.6	123	7.9	5.0	0.5	7.0	3.8
2020F	990	86	65	15,695	3.8	128	7.6	4.9	0.5	7.0	3.8
2021F	1,032	101	75	18,139	15.6	142	6.6	4.4	0.5	7.6	3.8

주택시장 회복이 절실하다

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.2)	1.3	NM
상대주가(%p)	(9.1)	0.7	NM

주가추이



드라이몰탈 시장 리더, 그러나 주택시장에 높은 의존도: 한일시멘트는 1991년 국내 최초로 드라이몰탈 시장을 개척해 레미탈(Remitar)이라는 고유 브랜드로 시장 내 선두 지위를 지켜왔다. 2018년 생산능력 기준 시장점유율 59%라는 독보적인 점유율을 보이는 한일시멘트는 한편으로는 주택시장의 부침에 대해 노출이 심하다는 단점이 있다. 주로 주택 건설의 후반부에 사용되는 드라이몰탈 수요는 아파트 입주량이 2018년을 정점으로 하강하는 상황에서는 줄어들 수밖에 없다. 출하량이 줄어드는 상황에서 이익 방어를 위해서는 가격 인상이 필수적이나, 수요가 줄어드는 시장 상황과 시멘트 대비 양호한 이익률을 감안할 때 2019년 추가적인 가격 인상 가능성은 낮은 점이 실적에 부담요인으로 작용할 전망이다.

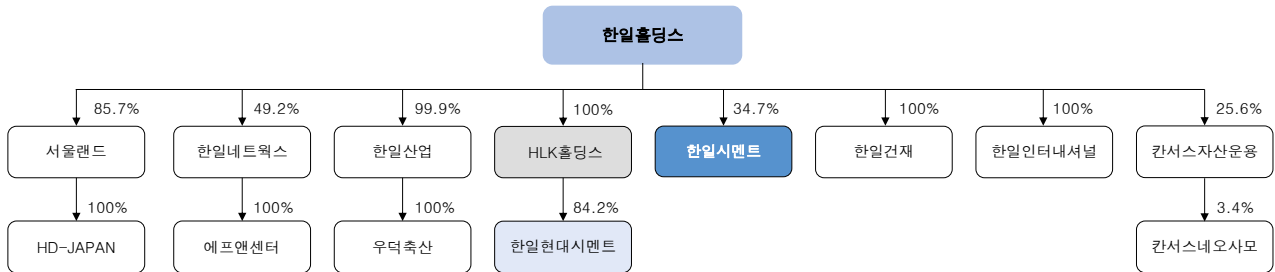
현대시멘트 인수로 시장점유율 확대: 한일홀딩스(舊한일시멘트)는 2017년 7월 LK파트너스와 컨소시엄으로 한일현대시멘트(舊현대시멘트)를 인수했다. 이로써 한일시멘트와 한일현대시멘트는 내수출하량 기준 시장점유율 21%로 쌍용양회에 이은 업계 2위 시멘트업체로 올라섰다. 점유율의 확대에 가격협상력의 확대, 주요 원재료 공동 구매에 따른 원가 절감 효과가 전망된다.

한일홀딩스의 추가 투자로 배당 확대 가능성: 6월 12일 한일시멘트의 지주사 한일홀딩스는 현대시멘트 지분 84%를 보유한 HLK홀딩스의 주식 4,000만주(51%)를 2,168억원에 취득했다고 공시했다. 이는 2017년 현대시멘트를 인수할 당시 확보했던 콜옵션을 행사한 것으로, 이번 행사를 통해 컨소시엄 파트너사인 LK파트너스가 보유했던 HLK홀딩스의 지분 51%를 인수하게 된 것이다. 인수에 필요한 자금 조달을 위해 한일홀딩스는 1,500억원에서 최고 2,200억원에 달하는 사채를 발행하기로 결정했으며, 2년 만기 500억원, 3년 만기 1,000억원 규모 사채에서 매년 발생하는 이자비용은 동일 등급 회사채 수익률 감안시 연간 29억원으로 추정된다. 1분기 한일홀딩스 별도 영업이익 106억원을 감안시 이자비용 자체가 부담스러운 수준은 아니나, 향후 원금 상환까지 고려하면 자회사로부터의 배당이 더욱 절실한 상황이다. 2018년 기준 한일시멘트의 시가배당수익률은 3.8%로 배당 성향 확대 시 투자 매력도가 더욱 높아질 전망이다.

김치호

chiho.kim@truefriend.com

[그림 34] 한일시멘트 지배구조



주: 2019년 1분기 기준 지분율에 HLK홀딩스 지분 추가 취득(6월 12일), 동화청과 처분(5월 16일) 공시 반영
자료: 한국투자증권

실적 전망: 2019년 매출액은 전년동기대비 6.2% 감소한 9,560억원을, 영업이익은 11.5% 감소한 820억원을 전망한다. 영업이익 감소는 매출액 하락과 함께 제품 믹스 악화가 원인으로, 주로 주택 건축에 투입되는 레미탈 수요가 급감한 영향이 크다. 레미탈은 2018년 영업이익의 67%를 차지할 만큼 이익 비중이 높았으나 수요 감소로 동사업부의 영업이익은 전년대비 30% 감소할 전망이다.

2분기 한일시멘트의 매출액은 전년동기대비 9.1% 감소한 2,670억원을, 영업이익은 5.0% 감소한 310억원을 전망한다. 시멘트 가격 정상화에 따른 수익성 개선이 레미탈 출하량 감소 영향을 일부 상쇄할 전망이다. 3분기는 다른 시멘트업체와 마찬가지로 계절적 요인과 연휴 등으로 감소세를 이어갈 것으로 전망된다.

〈표 15〉 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	213	294	243	269	205	267	231	253	1,068	1,067	1,019	956	990
증감률(% YoY)	(11.4)	(7.9)	(18.7)	29.1	(3.9)	(9.1)	(5.2)	(5.7)	2.3	(0.1)	(4.5)	(6.2)	3.6
시멘트	58	84	69	89	73	84	67	76	438	336	300	299	303
레미콘	55	67	55	66	53	65	55	62	285	265	244	235	260
레미탈	91	131	112	108	70	111	102	109	289	383	442	392	398
기타	36	51	7	6	9	7	7	6	56	82	33	29	29
매출총이익	30	69	57	63	28	62	51	55	207	229	218	196	202
증감률(% YoY)	(7.9)	(9.8)	(14.2)	15.3	(7.5)	(10.1)	(10.0)	(12.5)	(9.4)	10.9	(4.9)	(10.4)	3.6
매출총이익률(%)	14.2	23.3	23.3	23.3	13.7	23.1	22.1	21.6	19.4	21.5	21.4	20.5	20.5
영업이익	5	32	25	31	5	31	23	24	81	97	93	82	86
증감률(% YoY)	205.2	(24.0)	(22.3)	51.2	1.2	(5.0)	(8.4)	(22.7)	(23.9)	19.3	(4.2)	(11.5)	5.0
영업이익률(%)	2.1	11.0	10.4	11.4	2.2	11.5	10.1	9.4	7.6	9.1	9.1	8.6	8.7
세전계속사업이익	4	33	28	42	5	31	24	25	113	66	107	84	87
당기순이익	1	27	21	32	4	23	18	18	72	47	81	63	65
증감률(% YoY)	(61.6)	(27.1)	0.6	NM	281.1	(12.8)	(17.0)	(44.1)	115.7	(35.3)	73.6	(22.8)	3.8
순이익률(%)	0.5	9.0	8.7	12.1	1.8	8.7	7.6	7.2	6.8	4.4	8.0	6.6	6.6

자료: 한국투자증권

기업개요

1961년 설립된 시멘트 제조회사. 2018년 7월 지주회사인 한일홀딩스와 사업회사인 한일시멘트로 인적 분할. 주요 사업부는 시멘트부문, 레미콘부문, 레미탈부문이 있으며 2018년 기준 각각의 매출비중은 31%, 24%, 43%. 단양, 포항, 평택에 위치한 시멘트 생산공장에서부터 2018년 시멘트 1,039만톤 생산. 주요 주주는 한일홀딩스(35%), 우덕재단(7%), 허동섭(5%), 허남섭(4%) 등.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	NM	565	487	505	526
현금성자산	NM	170	96	99	103
매출채권및기타채권	NM	273	268	277	289
재고자산	NM	107	105	109	114
비유동자산	NM	803	832	834	838
투자자산	NM	12	40	42	43
유형자산	NM	771	773	773	775
무형자산	NM	19	18	19	20
자산총계	NM	1,368	1,319	1,339	1,365
유동부채	NM	306	216	186	153
매입채무및기타채무	NM	192	179	185	193
단기차입금및단기사채	NM	30	20	24	25
유동성장기부채	NM	64	80	81	82
비유동부채	NM	194	192	196	200
사채	NM	130	130	130	130
장기차입금및금융부채	NM	4	5	7	8
부채총계	NM	500	408	382	353
자본금	NM	21	21	21	21
자본잉여금	NM	795	795	795	795
기타자본	NM	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	NM	52	96	143	199
자본총계	NM	868	911	956	1,012

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	NM	55	10	59	66
당기순이익	NM	54	63	65	75
유형자산감가상각비	NM	21	41	41	41
무형자산상각비	NM	0	0	0	0
자산부채변동	NM	(36)	(91)	(47)	(50)
기타	NM	16	(3)	0	0
투자활동현금흐름	NM	(14)	(73)	(44)	(46)
유형자산투자	NM	(14)	(43)	(41)	(43)
유형자산매각	NM	2	0	0	0
투자자산순증	NM	(5)	(28)	(1)	(2)
무형자산순증	NM	3	1	(1)	(1)
기타	NM	0	(3)	(1)	0
재무활동현금흐름	NM	(2)	(12)	(12)	(16)
자본의증가	NM	NM	0	0	0
차입금의순증	NM	(2)	7	7	3
배당금지급	NM	0	(19)	(19)	(19)
기타	NM	0	0	0	0
기타현금흐름	NM	(0)	0	0	0
현금의증가	NM	39	(74)	3	4

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	NM	512	956	990	1,032
매출원가	NM	393	760	787	810
매출총이익	NM	119	196	202	221
판매관리비	NM	63	113	116	121
영업이익	NM	56	82	86	101
금융수익	NM	1	3	2	3
이자수익	NM	1	3	2	3
금융비용	NM	3	7	7	8
이자비용	NM	3	7	7	8
기타영업외손익	NM	16	5	5	5
관계기업관련손익	NM	0	0	0	0
세전계속사업이익	NM	70	84	87	100
법인세비용	NM	16	21	22	25
당기순이익	NM	54	63	65	75
기타포괄이익	NM	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	NM	53	62	64	74
EBITDA	NM	77	123	128	142

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	NM	12,967	15,126	15,695	18,139
BPS	NM	209,463	219,826	230,757	244,133
DPS	NM	4,500	4,500	4,500	4,500
성장성(% YoY)					
매출증가율	NM	NM	86.7	3.6	4.3
영업이익증가율	NM	NM	46.5	5.0	16.7
순이익증가율	NM	NM	16.7	3.8	15.6
EPS증가율	NM	NM	16.6	3.8	15.6
EBITDA증가율	NM	NM	60.2	3.3	11.3
수익성(%)					
영업이익률	NM	11.0	8.6	8.7	9.8
순이익률	NM	10.5	6.6	6.6	7.3
EBITDA Margin	NM	15.0	12.9	12.9	13.8
ROA	NM	3.9	4.7	4.9	5.6
ROE	NM	6.2	7.0	7.0	7.6
배당수익률	NM	3.8	3.8	3.8	3.8
배당성향	NM	34.7	29.8	28.7	24.8
안정성					
순차입금(십억원)	NM	49	127	130	129
차입금/자본총계비율(%)	NM	26.3	25.8	25.3	24.2
Valuation(X)					
PER	NM	9.1	7.9	7.6	6.6
PBR	NM	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	NM	7.0	5.0	4.9	4.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
쌍용양회 (003410)	2018.02.26	매수	5,600원	-9.0	37.9	한일시멘트 (300720)	2017.11.20	매수	186,793원	-33.5	-31.1
	2018.05.27	매수	7,800원	-23.4	-1.0		2017.12.17	매수	169,097원	-30.9	6.2
	2019.05.27	1년경과		-20.8	-17.3		2018.05.16	매수	222,000원	-43.7	-6.3
	2019.07.12	매수	7,800원	-	-		2019.07.15	매수	115,000원	-	-
아세아시멘트 (183190)	2017.04.23	NR	-	-	-	한일시멘트 (300720)	2018.08.16	매수	176,000원	-	-
	2017.09.04	매수	117,975원	-25.6	-1.7		2019.07.15	중립	-	-	-

쌍용양회(003410)

아세아시멘트(183190)



한일시멘트(300720)



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 12일 현재 쌍용양회, 아세아시멘트, 한일시멘트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 쌍용양회 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.