

투자여건(신규)	매수
목표주가(12M,신규)	32,000원
현재주가(18/03/28)	23,850원
상승여력	34%

영업이익(18F,십억원)	263
Consensus 영업이익(18F,십억원)	264
EPS 성장률(18F,%)	-48.5
MKT EPS 성장률(18F,%)	6.8
P/E(18F,x)	14.6
MKT P/E(18F,x)	9.3
KOSPI	2,419.29
시가총액(십억원)	2,403
발행주식수(백만주)	101
유동주식비율(%)	21.5
외국인 보유비중(%)	3.9
베타(12M) 일간수익률	1.32
52주 최저가(원)	11,850
52주 최고가(원)	23,850

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.1	100.4	56.4
상대주가	14.5	96.6	39.8



[건설/건축자재]

이광수
 02-3774-1457
 kwangsoo.lee@miraeasset.com

쌍용양회 (003410)

용은 다시 날고 싶다.

시장 변화, 옵션을 주목

시멘트 시장이 변화하고 있다. 최근 M&A가 빠르게 진행되었다. 다음은 가격인상으로 시작되는 산업변화가 예상된다. **가격인상과 생산설비 감축, 사업다각화로 이어지는 산업변화가 가속화될 전망이다.** 장기적으로 시멘트 거래가격은 12% 인상이 가능할 전망이다. 원가 상승과 공급자 중심의 협상변화에 따른 인상이다. 이후 국내 전체 생산 설비 중 약 11% 이상의 감축을 예상한다. 가격 인상과 설비 감축을 통해 시멘트 산업에 대한 새로운 평가가 가능하다는 판단이다. 지금 시멘트 회사에 투자하면 시멘트 산업 변화라는 투자 옵션을 얻을 수 있다.

안정적인 투자 가치

시장 변화의 옵션과 더불어 쌍용양회는 본질적인 투자 가치가 있다. 직접적인 이유는 높은 배당수익이다. 쌍용양회는 현재 분기 배당을 실시하고 있다. 현재 분기 배당 기준으로 연간 예상 배당액은 주당 1,400원이다. 예상 배당 수익률은 현재 주가 대비 약 5.9%에 이른다. **시장 대비 높은 배당수익은 안정적인 투자 가치를 의미한다.**

수익률과 더불어 배당 안정성도 주목된다. 대한시멘트 인수, 원가절감을 위한 설비 투자를 통해 내수 출하량 감소 전망에도 경쟁사 대비 높은 수익성 유지가 가능할 전망이다. 따라서, 배당금 지급을 위한 실적기반도 마련되어 있다는 평가다.

불안한 시장, 더 주목할 이유가 있다.

쌍용양회 목표주가 32,000원과 투자여건 'Buy'로 분석을 시작한다. 목표주가는 2018년 주당순자산에 향후 시멘트가격 상승에 따른 이익증가 18%를 감안하고, Target PBR 1.4배를 적용하여 산출했다. 최근 빠른 주가 상승으로 가치 평가에 대한 부담이 있다. 그러나, 높은 배당수익률과 안정적인 이익 그리고 산업 변화를 감안할 때 기업가치 상승은 충분히 가능하다는 판단이다.

성장에 대한 관심이 높다. 투자 회사를 고를 때도 성장이 중요한 판단기준이다. 그러나, **저성장 시대에는 '변화'도 중요한 투자 기회가 될 수 있다.** 변화를 통해서 기업가치가 상승할 수 있기 때문이다. 한국 시멘트 산업은 성장산업이 아니다. 그러나, 분명히 변화될 수 있는 산업이다. 불안한 주식 시장에서 성장보다 '변화'의 가치를 고민해 볼 시점이다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	2,021	1,986	2,060	1,517	1,623	1,580
영업이익 (십억원)	162	214	262	255	263	267
영업이익률 (%)	8.0	10.8	12.7	16.8	16.2	16.9
순이익 (십억원)	105	77	173	313	165	177
EPS (원)	1,302	951	2,005	3,179	1,637	1,750
ROE (%)	8.9	6.1	11.6	17.2	8.4	8.9
P/E (배)	9.2	17.1	7.4	5.9	14.6	13.6
P/B (배)	0.8	1.0	0.8	1.0	1.2	1.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	1.1	5.7	6.0	6.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 쌍용양회, 미래에셋대우 리서치센터

I. 투자포인트

1. 시멘트, 시장 변화의 옵션을 사라.

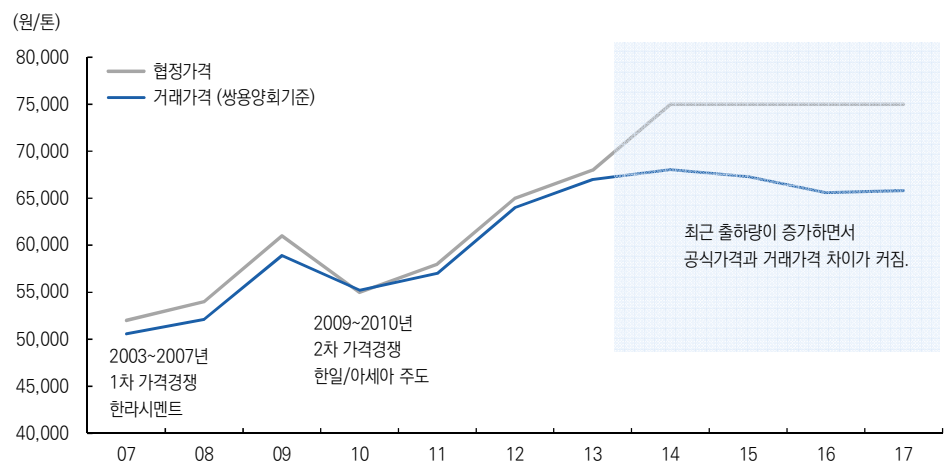
시멘트 산업 변화가 기대된다. 출발점은 가격 인상이다. 원가 상승에 따라 시멘트 가격인상이 예상된다. 아파트 착공 감소에 따른 출하량 감소도 시멘트 가격을 인상시키는 요인이 될 전망이다. 과거에도 역설적으로 시장이 가장 어려울 때 긍정적인 변화가 일어났다. 원가상승과 출하량 감소가 가격 인상의 원인이 될 수 있다는 판단이다.

단기적인 가격 인상을 넘어 향후 합리적인 시멘트 가격 형성도 주목할 점이다. 현재 시멘트 판매 가격은 협정가격보다 12% 이상 할인판매 되고 있다. 시멘트 협정가격은 수요처인 건설사, 시멘트 회사와 협상을 통해 결정된다. 따라서, 정상적인 상황에서는 협정가격과 판매(거래)가격이 차이가 크지 않아야 한다. 그렇다면 최근 협정과 판매가격의 차이가 커진 이유는 무엇인가?

판매가격과 협정가격 차이가 커진 이유는 원재료 가격 하락과 출하량 증가라고 판단된다. 또한 시장 M/S를 유지, 확대하기 위한 업체간 경쟁도 중요한 이유였다. 그러나, 현재 가격 차이 원인이 모두 바뀌고 있다. 유연탄을 비롯한 원재료 가격이 상승하고 있다. 아파트 분양 감소로 출하량 감소가 전망된다. 또한 시멘트 업계 M&A가 일단락되며 판매량 경쟁보다 수익성을 목표로 한 변화가 기대된다. 가격상승은 이익을 직접 증가시키기 때문에 시멘트회사에 가장 중요한 변화요인이다.

판매가격 인상은 시멘트 회사에 투자하는 옵션이 될 수 있다. ‘옵션’은 내재가치 이외에 추가로 기대할 수 있는 기업가치 상승요인이다. 결국, 협정가격과 판매가격 차이가 최대인 상황에서 가격 인상에 대한 기대감을 가질 수 있다. 가격 인상이라는 시장 변화는 시멘트 회사에 투자하는 옵션이 될 수 있다는 판단이다. 즉, 지금 시멘트 회사에 투자하면 플러스 옵션을 기대할 수 있다.

그림 1. 시멘트 협정가격과 거래가격 차이



자료: 한국시멘트협회, 쌍용양회, 미래에셋대우 리서치센터

2. 쌍용양회, 안정적인 투자 가치가 있다.

시멘트 시장 불확실성에도 쌍용양회를 통한 안정적인 투자 수익이 기대된다. 직접적인 이유는 높은 배당 수익률이다. 쌍용양회는 분기 배당이 가능하도록 정관을 개정한 이후 2017년 7월부터 분기별로 배당을 실시하고 있다. 배당기준일, 보통주 기준으로 2017년 6월 320원, 2017년 9월 350원 그리고 최근 2017년 12월 400원 배당금을 지급했다. 3분기 누적 배당금은 1,070원으로 현재 주가 기준 배당률이 4.5%에 이른다.

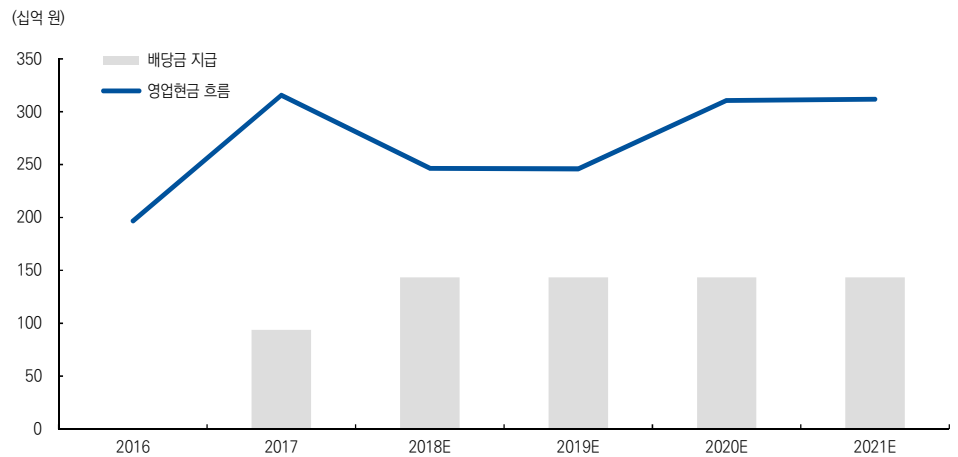
회사가 직접 발표한 배당정책은 없는 상황이다. 그러나, 2017년과 같은 분기 배당이 이루어진다면 1,400원 이상 배당이 가능할 전망이다. 연간 배당 1,400원은 현재 주가 기준 배당률 5.9% 수준이다. 시장 대비 높은 배당 수익은 쌍용양회에 투자해야 하는 가장 직관적인 이유다.

문제는 높은 배당금을 지급할 만한 안정적인 실적과 현금흐름 유지 여부다. 쌍용양회는 최근 대한시멘트 인수와 설비투자, 유연탄 옵션 계약을 통해 향후 안정적인 이익을 유지하기 위한 기반을 마련해왔다. 우선 쌍용양회는 2017년 3분기 대한시멘트를 2,650억원에 인수했다. 슬래그 시멘트를 생산하는 대한시멘트 인수를 통해 연결기준 이익 증가뿐 아니라 사업 시너지가 가능할 전망이다.

설비 투자를 통한 원가 절감도 주목할 점이다. 그동안 쌍용양회는 폐열발전 설비, ESS설치 등 원가 절감을 위한 투자를 지속했다. 투자를 통한 직접적인 원가 절감 효과는 2018년 2분기부터 본격적으로 발생한다. 원가 변화에 가장 중요한 역할을 하는 유연탄 옵션도 실적 안정에 기여할 것이다. 쌍용양회는 옵션 계약을 통해 2018년부터 2021년까지 유연탄 구입량 중 60% 이상을 일정가격으로 고정시켰다.

시멘트 시장 변동에도 불구하고 대한시멘트 인수, 원가절감을 위한 투자, 원재료 가격 변동성을 줄이기 위한 옵션은 향후 쌍용양회의 안정적인 실적과 현금흐름 창출 기반이 될 전망이다. 또한 낮은 부채비율을 유지하고 있어 향후 높은 배당을 지속 유지할 수 있다는 판단이다. 2018년 이후 2021년까지 연평균 평균 영업현금흐름은 2,790억원으로 추정된다. 따라서, 추정 배당금 지급액 약 1,400억원에 대한 지급여력은 충분하다는 판단이다.

그림 2. 영업현금 흐름과 배당금 추정



자료: 쌍용양회, 미래에셋대우 리서치센터

II. 영업 실적 전망

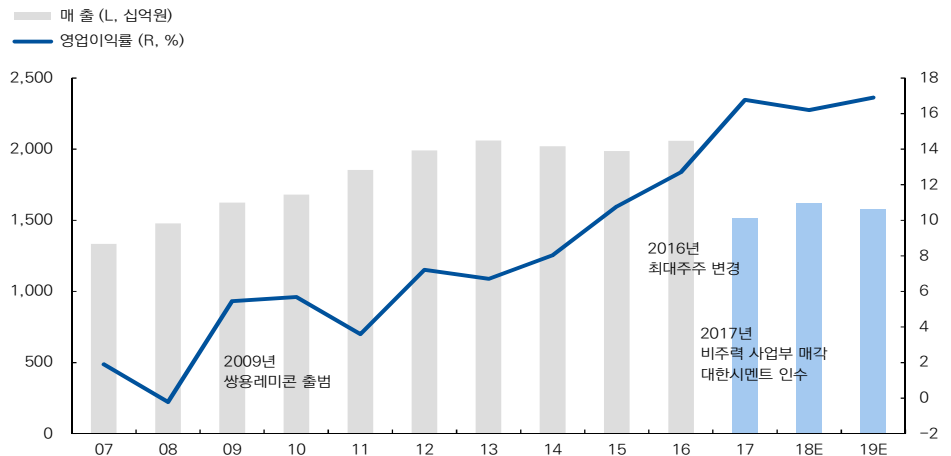
쌍용양회 2018년 연결기준 매출은 1조 6,230억원(7% YoY), 영업이익 2,629억원(3% YoY), 지배주주 순이익 1,655억원으로 추정된다. 출하량 감소에도 불구하고 안정적인 실적이 유지되는 이유는 2017년 3분기 대한시멘트를 인수했기 때문이다. 인수에 따라 대한시멘트 실적이 연결로 인식된다. 2018년 대한시멘트 매출은 2,060억원, 영업이익은 250억으로 추정된다.

대한시멘트 인수로 인해 직접적인 연결 매출 증가분 아니라 수직계열화를 통한 시너지 확대가 예상된다. 우선 계열사 내 안정적인 포틀랜드시멘트 수요확보가 가능하다. 슬래그 시멘트를 생산하는 대한시멘트는 포틀랜드 시멘트를 원료로 사용한다. 대한시멘트의 시멘트 매입규모는 연간 130만 톤 수준이다. 향후 쌍용양회로부터 매입 비중이 증가하면서 이익 개선에 기여할 전망이다. 추정 매입규모는 80만톤수준이다.

쌍용양회는 대한시멘트 인수로 기존 계열사인 쌍용기초소재, 한국기초소재와 함께 국내 슬래그 시멘트 시장을 34% 점유하게 되었다. 시장 지배력 확대로 가격 경쟁력을 보유하게 되었다. 또한 슬래그 시멘트 시장 확대 따른 수혜도 가능할 전망이다. 대한시멘트 이후 슬래그 시멘트가 쌍용양회에서 차지하는 매출 비중은 26% 수준(2016년 매출 합산)이다.

슬래그 시멘트는 제철소에서 철광석을 녹이고 남은 슬래그를 시멘트와 약 1대1 비율로 혼합한 제품이다. 슬래그 시멘트는 제조공정이 단순하고 생산원가가 일반 시멘트에 비해 약 10%이상 저렴하다. 가격 경쟁력으로 원가 절감을 위해 건설회사는 슬래그 시멘트 사용량을 늘려나가고 있는 상황이다.

그림 3. 매출과 영업이익 추정

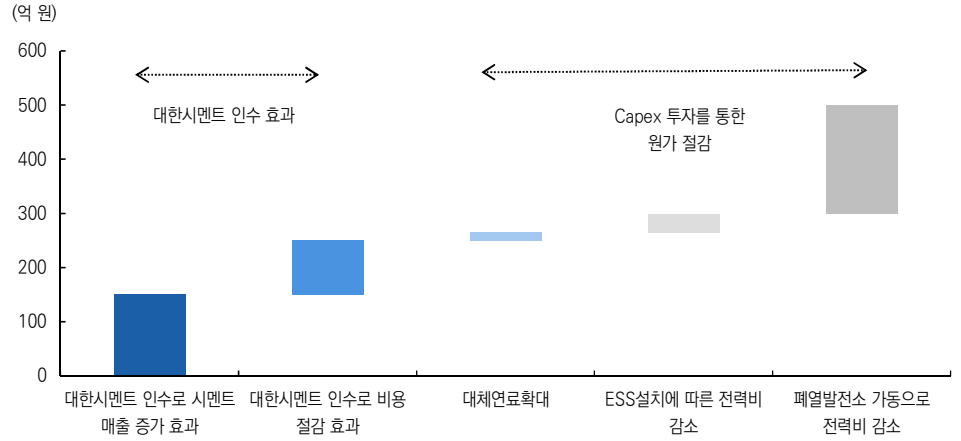


자료: 쌍용양회, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망에서 원가절감 효과도 주목할 점이다. 쌍용양회는 원가 경쟁력 확보를 위해 투자를 확대했다. 대표적인 투자는 폐열발전설비, 저열량탄 전환, ESS 신규 설치 등이다. 우선 동해공장 폐열발전설비는 2018년 하반기 준공되어 2019년부터 본격적으로 전력비 절감에 기여한다. 전력 생산량은 동해공장 연간 전력 소비량 중 33%에 해당된다. 폐열을 이용한 전기생산을 통해 연간 EBITDA 200억원 이상의 효과가 추정된다.

ESS 신규 설치 및 신형 버너 교체를 통한 원가 개선 효과도 기대된다. ESS(에너지 저장장치)와 신형 버너를 통한 가격이 저렴한 저 열량탄 사용량 증가로 인한 EBITDA 증가 효과가 가능할 전망이다. 추정 EBITDA 증가는 연간 약 50억원 이상이다.

그림 4. 대한시멘트 인수 시너지 및 원가절감 효과



자료: 미래에셋대우 리서치센터

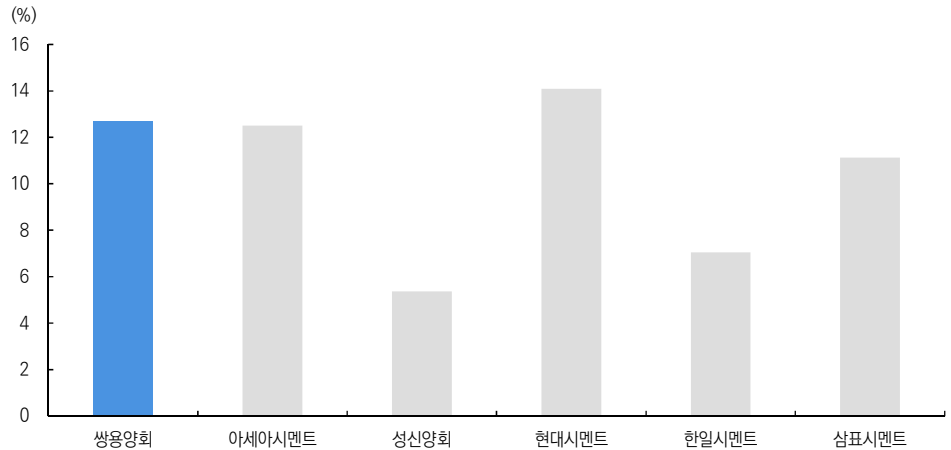
표 1. 부문별 실적 추정

	(십억 원)											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F	2019F
매출	445	290	366	416	322	440	421	440	2,060	1,517	1,623	1,580
YoY	55.0%	0.9%	27.4%	40.1%	-27.6%	51.7%	15.0%	5.8%	3.7%	-27.0%	7.0%	-2.6%
시멘트	203	253	228	240	180	262	242	260	884	946	944	980
레미콘	84	108	91	94	74	120	120	100	365	382	414	447
기타	158	(70)	47	82	68	58	59	80	811	175	265	153
쌍용양회	242	280	249	262	176	270	261	282	1,411	1,033	989	998
대한시멘트	0	0	18	46	44	52	56	54	0	64	206	211
쌍용레미콘	89	115	97	99	82	110	98	102	58	400	392	404
한국기초소재	12	19	18	16	14	15	17	18	67	65	64	67
연결조정, 기타	102	(124)	(16)	(7)	6	(7)	(11)	(16)	524	(45)	(28)	(100)
원가율	81.1%	63.7%	75.6%	73.8%	75.0%	70.0%	78.0%	78.0%	79.4%	74.5%	75.2%	74.4%
판매비	32	31	34	36	33	34	35	37	162	133	139	138
영업이익	52	74	56	73	48	98	58	60	262	255	263	267
YoY	20.4%	-6.7%	-18.6%	12.8%	-8.7%	32.4%	2.9%	-18.1%	22.2%	-2.8%	3.1%	1.6%
영업이익률	11.6%	25.6%	15.2%	17.2%	14.8%	22.3%	13.7%	13.6%	12.7%	16.8%	16.2%	16.9%
시멘트	31	55	40	58	32	62	42	50	165	184	186	187
레미콘	2	9	7	7	9	10	8	7	12	25	34	188
기타	19	10	8	4	7	26	8	3	85	41	43	189
쌍용양회	32	54	36	53	29	60	40	50	178	175	179	178
대한시멘트	0	0	3	7	4	5	8	8	0	10	25	27
쌍용레미콘	7	13	8	5	6	15	8	4	30	33	33	37
한국기초소재	2	3	3	3	14	20	18	17	67	11	69	68
연결조정	11	4	6	6	(6)	(2)	(16)	(19)	(13)	27	(43)	(43)
세전이익	50	52	35	42	29	86	45	50	220	179	209	224
순이익	55	85	25	149	23	69	36	40	175	314	168	179
(지배주주)	56	85	24	148	23	68	35	40	173	313	165	177

자료: 쌍용양회, 미래에셋대우 리서치센터

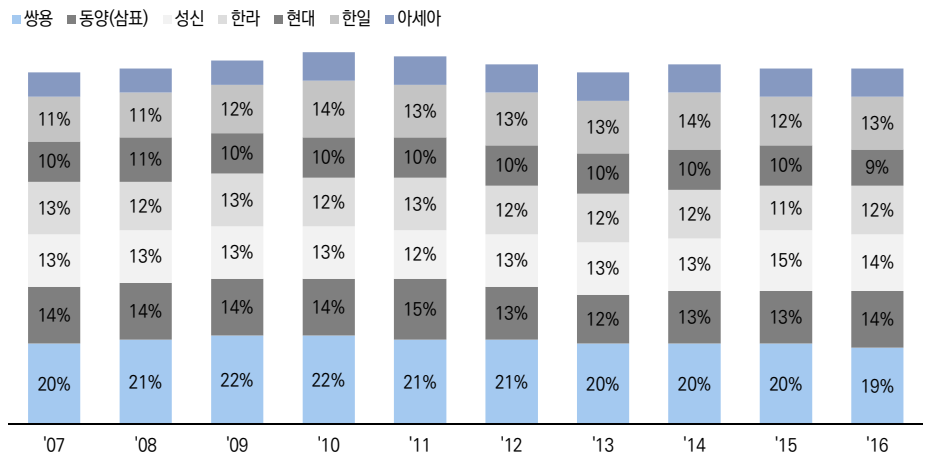
시멘트 출하량 감소에도 실적 안정이 가능한 이유는 수익성 유지가 가능하기 때문이다. 최대주주 변경 이후 쌍용양회는 주력사업을 매각하고 사업 시너지를 중심으로 하여 사업 재편을 완료했다. 따라서, 전체 매출 중 주력사업인 시멘트 관련 매출(원자재-시멘트-슬래그-레미콘-운송) 비중이 2016년 67%에서 2017년 97%이상으로 확대되었다. 뿐만 아니라 연안사로 장점을 보유하고 있기 때문에 내수 시장 감소에도 수출을 통해 가동률을 보완할 수 있는 장점도 있다.

그림 5. 주요 시멘트 회사 2016년 영업이익률 현황



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 시멘트 점유율 현황



자료: 미래에셋대우 리서치센터

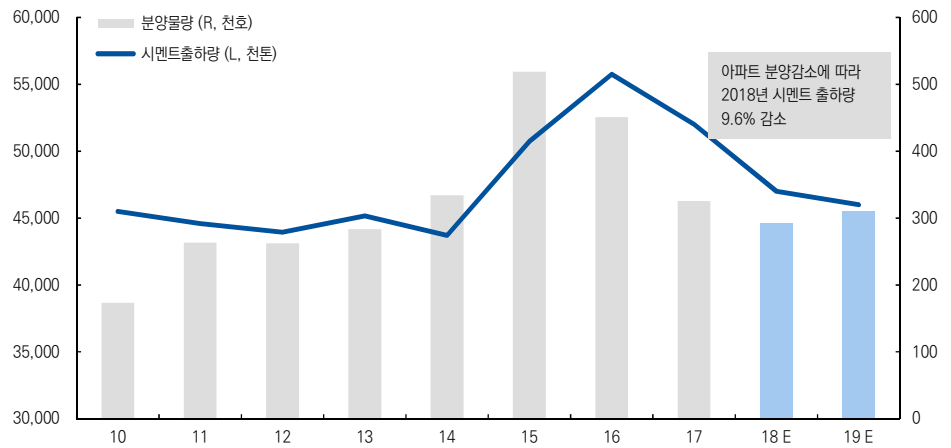
III. 시멘트 시장 리스크

1. 시멘트 출하량 감소

아파트 분양 물량 감소에 따라 국내 시멘트 출하량 감소가 예상된다. 시멘트 출하량이 아파트 분양과 밀접하게 관계되어 있기 때문에 불가피한 수요 감소다. 2018년 예상 아파트 분양물량은 29만 2천가구로 2017년 대비 10% 감소로 추정된다. 2018년 시멘트 출하량은 4,700만톤으로 2017년 대비 -9.6% 감소가 추정된다

반면, SOC 정부 예산은 2018년 40.4조원으로 2017년 대비 2.2% 감소가 예상된다. 중앙 정부 예산은 17.1조원으로 2017년 대비 15.1% 감소하나 국토교통부 기금은 10.1% 증가하여 전체 SOC 지출은 소폭 감소에 그칠 전망이다. 따라서, SOC 예산 감소에 따른 시멘트 출하량 감소폭은 제한적일 전망이다.

그림 7. 아파트 분양물량과 시멘트 출하량



자료: 한국시멘트협회, 미래에셋대우 리서치센터

국내 시멘트 출하량 감소에 따라서 쌍용양회 시멘트 매출 성장률 둔화가 예상된다. 그러나, 대한시멘트 인수와 시멘트 가격 변화에 따라 감소폭은 제한적일 전망이다. 2019년 연결 매출은 1조 5,800억원으로 2018년 대비 3% 감소하는 수준이다. 과거 15년간 내수 출하량이 가장 저조했던 2014년 경우 쌍용양회 매출은 1조 4,590억원(매각사업부 제외, 대한시멘트 실적 합산)이었다.

2. 출하량 감소에 따른 가격 경쟁 가능성

국내 시멘트 출하량 감소에 따라 업체간 가격경쟁 가능성이 있다. 시멘트 회사 목표는 대부분 판매량이다. 따라서, 시멘트 소비가 감소하면 판매량 목표를 달성하기 위해 가격 인하를 통한 경쟁이 치열해 질 수 있다. 그러나, 현재 시멘트 회사 상황은 과거와 달리 판매량 경쟁을 하기에는 부담이 크다. 유연탄 가격 상승, 운반비 상승 등으로 원가 부담이 커지고 있기 때문이다.

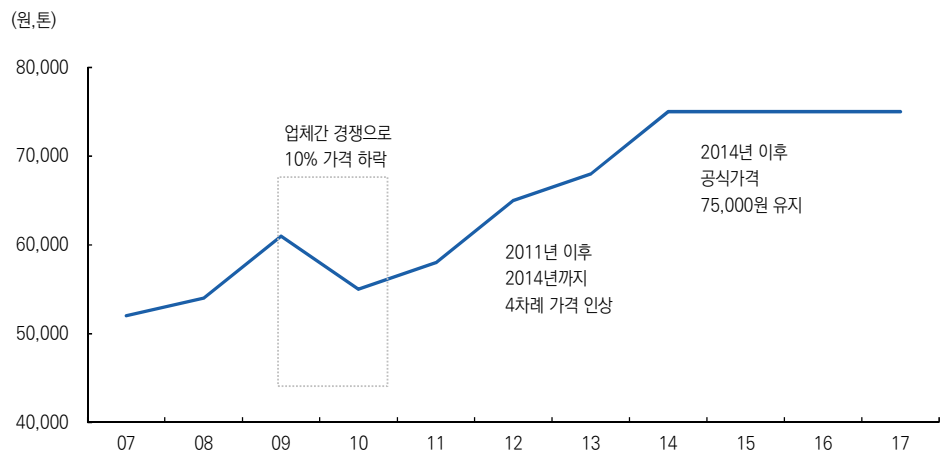
가격경쟁 차원에서 시멘트 업계 M&A도 주목할 필요가 있다. 최근 시멘트 업계 인수 합병이 마무리되면서 상위 3개 회사로 과점 상황이 강화되었다. 현재 시장 점유율 20% 이상은 쌍용양회를 비롯하여 한일+현대시멘트, 아세아+한라시멘트로 과거 쌍용양회 한 개 회사에서 3개 회사로 증가했다. M/S가 큰 회사가 많아지면서 시장 점유율 경쟁보다 수익성 위주 경영을 할 가능성이 높아졌다. 과거 시장 가격 인상에 가장 적극적이었던 회사는 쌍용양회가 유일했다. 시장 점유율이 20%가 넘고 원가 경쟁력을 보유하고 있기 때문에 가능한 구조였다. 그러나, 이제 시장 점유율이 20% 이상인 회사가 3개로 증가했다. 좀 더 안정적인 구조에서 가격 인상을 통한 수익성 개선에 관심을 가지는 회사가 증가했다는 의미다. 따라서 향후는 가격인하를 통해 시장 점유율 경쟁보다 인상을 위한 ‘모색’ 경쟁이 이루어질 가능성이 높다는 판단이다. 시멘트 출하량 감소에도 안정적인 가격 유지와 인상이 가능한 이유다.

표 2. 시멘트 업계 M&A 현황 (억 원)

대상회사	일시	인수자	인수지분	인수가격
대한시멘트	2012.05	한앤컴퍼니	100%	2,650
동양시멘트	2015.09	삼표	55%	7,943
쌍용양회	2016.03	한앤컴퍼니	77.44%	14,982
한라시멘트	2016.05	그랜우드-베어링PEA	100%	6,300
현대시멘트	2017.07	한일시멘트-LK파트너스	84.56%	6,221
한라시멘트	2018.01	아세아시멘트	100%	7,760

자료: 업계자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 국내 시멘트 내수가격 변화

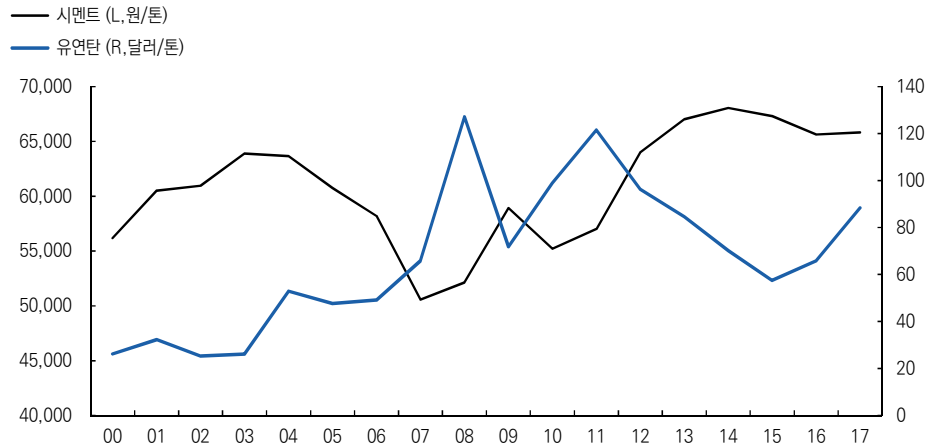


자료: 미래에셋대우 리서치센터

3. 원재료 가격 변동에 따른 원가 상승

최근 유연탄 가격이 급상승하여 시멘트 회사의 원가 상승 리스크가 존재한다. 쌍용양회 제품제조 원가는 연료비, 전력비 그리고 원재료, 인건비 등으로 구성되어 있다. 제조원가 구성 비율은 연료비가 29%, 전력비 21%, 석회석 등 원재료비 15%, 운반비 9%, 노무비 8% 비중을 보이고 있다. 유연탄은 원가 중 가장 큰 비중을 차지한다. 따라서, 유연탄 가격이 상승한다면 원가율이 상승하게 된다. 따라서, 최근 유연탄 가격 급등은 시멘트 회사 이익감소 원인이 될 수 있다.

그림 9. 유연탄과 시멘트 가격 변화



자료: 쌍용양회, 한국자원정보서비스, 미래에셋대우 리서치센터

전력비와 운송비 상승 가능성도 존재한다. 특히, 최근 최저임금 인상 및 유가 상승으로 운송비 부담이 커질 수 있다. 운송비의 경우 쌍용양회는 연안 및 내륙에 모두 공장을 운영하고 있어 육로뿐 아니라 해상운송을 통해 원재료 조달 및 제품 판매가 이루어진다. 따라서, 경쟁사 대비 운송비 인상에 대한 유연성 있는 대처가 가능할 전망이다. 특히, 해상 운송의 경우 내륙운송에 비해 운송단가가 저렴하다. 연안회사가 내륙사에 비해 수익성이 높은 이유이기도 하다.

IV. Valuation

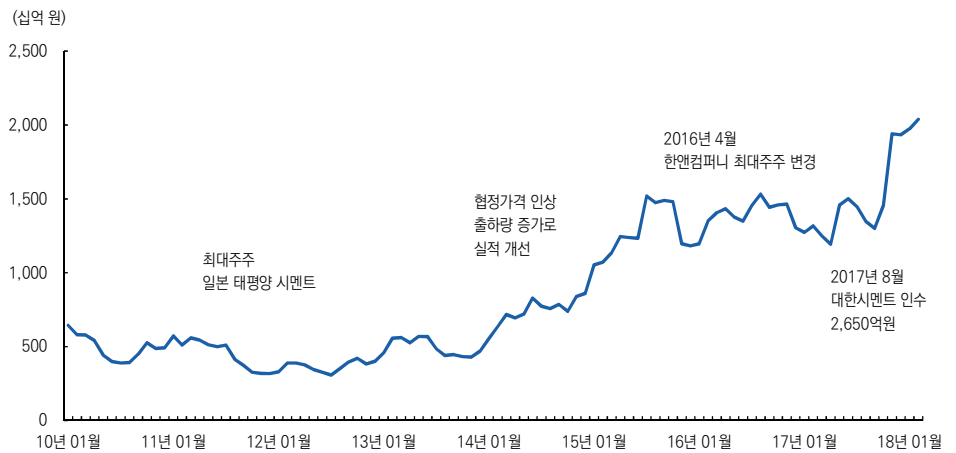
쌍용양회 목표주가 32,000원과 투자 의견 Buy를 제시한다. 목표주가는 2018년 추정 BPS 19,542원에 향후 시멘트 가격상승에 따른 이익증가 18%를 감안하여 주당 순자산 평가가치 23,059원을 계산한 이후 PBR 1.4배를 적용하여 산출했다. 지속 가능한 ROE 9%를 감안했다. 적용 PBR는 장기적인 침체 속에서도 가격 인상을 통해서 안정적인 이익을 유지하고 있는 일본 시멘트 회사 평균 PBR를 적용했다. 현재 주가 23,850원 대비 상승 여력은 34%이다.

표 3. 목표주가 산정

	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
순자산	1,196	1,283	1,348	1,814	2,014	2,040
BPS	14,041	15,168	15,984	18,137	19,309	19,542
시가총액	495	743	1,280	1,400	1,451	
BPS	23,059	2018년 예상 BPS, 시멘트 가격 인상시 이익 18% 증가 적용				
Target PBR	1.4	일본 시멘트 회사 평균 PBR 적용				
Target Price	32,283					
현재주가	23,850					
주가상승률	34%					

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 쌍용양회, 시가총액 변화



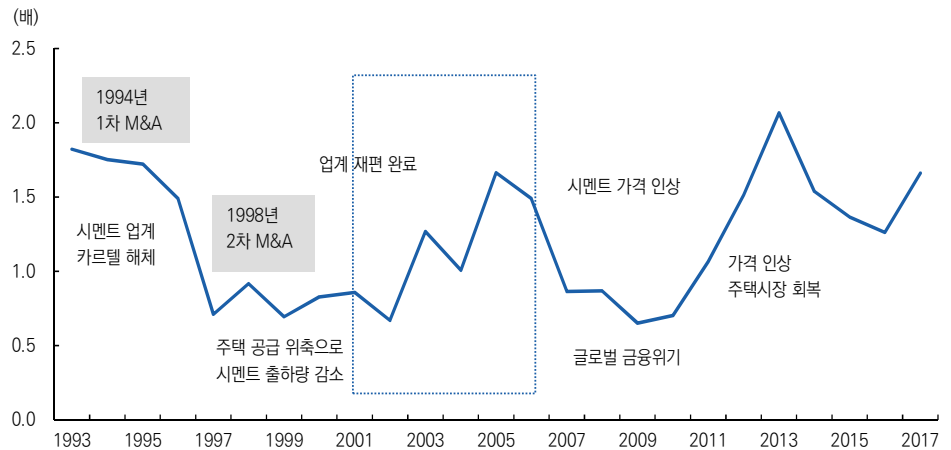
자료: 쌍용양회, 미래에셋대우 리서치센터

최근 가파른 주가 상승에 따라 밸류에이션에 대한 부담이 큰 상황이다. 높은 배당 수익률과 안정적인 이익유지에 대한 기대감으로 6개월 주가 상승률 100%를 기록했다. 불안한 주식시장 상황에서 놀랄만한 상승률이다. 따라서 지속적인 기업가치 상승 가능성에 대한 우려가 존재한다. 그러나, 높은 배당수익률과 국내 시멘트업계 변화를 감안한다면 추가적인 주가상승은 충분히 가능하다는 판단이다.

시장과 기업가치 변화 차원에서 일본 시멘트업계 변화를 살펴볼 필요가 있다. 일본은 2차에 걸친 시장 재편 과정을 통해 출하량 감소에도 가격 인상이 가능했다. 일본 시멘트업계 변화는 역설적으로 시멘트 내수감소가 시작한 1994년부터 시작되었다. 우선 처음으로 1994년 Osaka 시멘트와 Sumitomo 시멘트 간 합병으로 스미토모오사카 시멘트가 설립되었다. 같은 해 Onoda와 Chichibu 시멘트간 합병이 이루어졌다. 이후 1998년에는 Chichibu Onoda 시멘트가 탄생했다. 1998년에는 Chichibu Onoda 시멘트와 Nihon 시멘트 합병으로 일본 최대 시멘트 회사인 태평양 시멘트가 탄생했다. 또 같은 해 Ube 산업 판매부문과 Mitsubishi Materials사의 판매부문 합병을 통해 Ube Mitsubishi 시멘트가 만들어졌다.

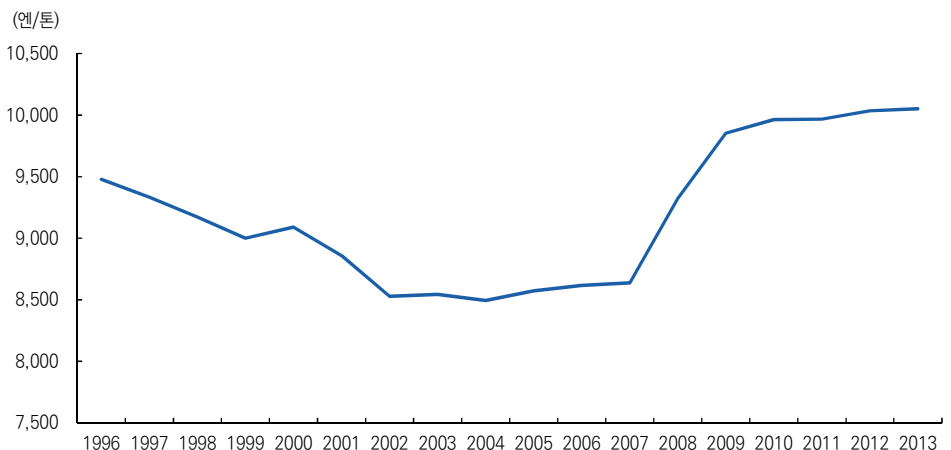
일본 시멘트 합병을 통해 생산 합리화가 이루어졌다. 중복된 설비가 구조 조정되었고 사업 다각화를 위한 본격적인 투자가 이루어졌다. 가장 중요한 점은 합병을 통해 가격인상이 가능해진 것이다. 시멘트 수요 감소에도 합병을 통해 경쟁구도가 변화하면서 시장 재편이 이루어졌다. 일본시장 변화처럼 한국 시멘트 산업도 변화가 가능하다면 가격인상을 넘어 시멘트 회사 기업가치 상승이 가능할 전망이다. 시멘트 구조 개편은 단기적인 주가 상승에 대한 부담에도 불구하고 쌍용양회에 대해 BUY 의견을 제시하는 가장 중요한 이유다.

그림 11. 일본 태평양 시멘트, PBR



자료: 태평양 시멘트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 일본 시멘트 가격 변화

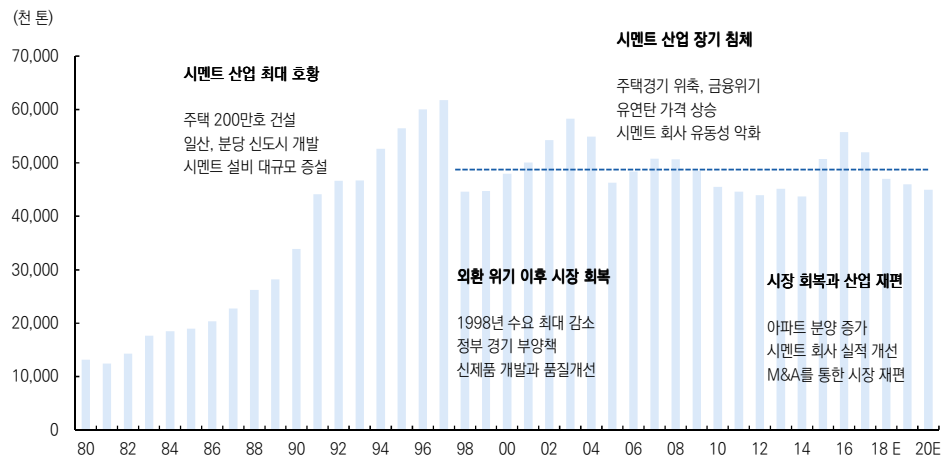


자료: 일본 시멘트 협회, 미래에셋대우 리서치센터

V. 시멘트 시장, 변화 가능한가?

저성장이 전망되는 시멘트 산업에 대한 시장 기대감은 크지 않다. 경제 성장률이 둔화되면서 시멘트 산업의 저성장은 피할 수 없는 현실이다. 2018년부터 아파트 분양물량이 감소하면서 시멘트 시장 위축은 더욱 가속화될 것으로 예상된다. 그러나, 역설적으로 가장 어려울 때 긍정적인 변화가 일어난다. 뿐만 아니라 최근 시멘트 업계에 인수합병이 마무리되면서 변화를 위한 발판은 마련했다는 판단이다.

그림 13. 국내 시멘트 출하량



자료: 한국시멘트협회, 미래에셋대우 리서치센터

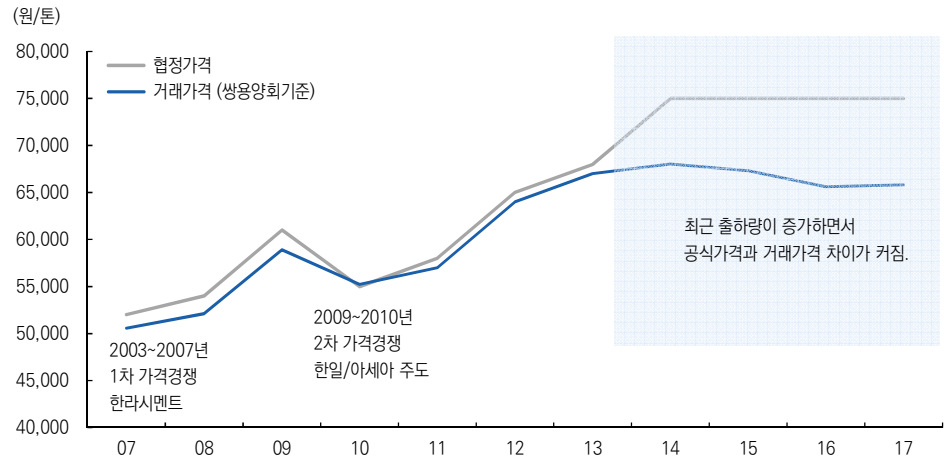
첫 번째 기대되는 변화는 합리적 가격 형성이다. 수요 감소가 예상되는 시장에서 향후 가격 변화는 시멘트 업체 실적에 가장 중요한 역할을 할 것이다. 시멘트 공식 가격은 인상된 원가 항목을 근거로 시멘트-레미콘-건설업계간 협의로 결정된다. 2017년 내수 공식가격은 톤당 75,000원으로 최근 10년간 업체간 경쟁을 한 2010년을 제외하고 지속 상승했다. 그러나, 실제 거래된 가격은 공식가격에 크게 못 미친다. 쌍용양회 판매가격 가격은 공식가격에 87.8%로 불과한 상황이다.

가격 인상 가능성 차원에서 최근 원재료 가격 상승은 의미가 있다. 특히 유연탄 가격 상승에 따라 시멘트 거래가격 인상이 불가피하다는 판단이다. 과거에도 원가상승으로 인해 가격이 인상된 경험이 있다. 출혈경쟁 지양으로 인한 가격 협상력 확대도 주목되는 점이다. 과거 거래 가격 인하 요인 중 가장 큰 것은 업체간 판매량 경쟁이었다. 판매량 경쟁으로 가격 인하가 불가피했다. 2003년부터 2007년까지 한라시멘트가 시장확대를 위해 가격인하를 주도했다. 이후 회복하다가 2010년에는 한일과 아세아가 가격경쟁을 주도하다가 1년만에 가격 경쟁을 그만둔 경험이 있다.

향후 업체간 경쟁이 완화되는 이유는 과거 경험을 통한 학습효과다. 과거 가격 경쟁을 통한 시장 확대는 해당 업체나 산업에 유리하게 작용하지 않고 오히려 이익 감소라는 부작용만 가져왔다. 따라서, 시행착오를 다시 반복할 가능성은 낮다는 판단이다. 또한 M&A를 통해 PE와 FI 등이 업계에 진입하면서 시장 점유율이 높아졌으며 경쟁을 지양하고 있다. 뿐만 아니라 시멘트-레미콘간 수직계열화를 통해 가격 협상에서도 우월한 위치를 점하게 되었다.

원가 상승과 협상력 확대를 통해 거래가격 인상이 톤당 73,500원 수준으로 현재보다 12% 상승이 가능할 전망이다. 시멘트 가격 인상은 회사 이익 증가에 기여할 것이다.

그림 14. 시멘트 가격



자료: 회사자료, 미래에셋대우 리서치센터

가능성 있는 변화 두 번째는 생산설비 감축이다. 시멘트 제조공정상 가장 중요한 설비인 킬른(Kiln)은 업체별로 4기(아세아시멘트)에서 14기(쌍용양회)까지 보유하고 있다. 킬른은 1998년을 끝으로 추가 설치는 없었다. 향후 수요가 감소하는 시장에서 시멘트 업계 가장 큰 문제는 과잉설비가 될 것이다. 즉, 가동률 하락으로 생산성 저하 및 가격 하락 가능성이 높다.

따라서, 향후 킬른을 중심으로 한 시멘트 생산설비 감축이 진행될 가능성이 있다. 생산성 문제뿐 아니라 환경문제로 노후 설비에 대한 감축은 필요하다는 판단이다. 특히, 가동률 하락이 빠르게 진행될 내륙사를 중심으로 한 설비 감축이 우선 진행될 가능성이 있다. 1970년대 이전에 설치된 킬른 설비가 감축된다면 현재 설비 중 약 11%가 감소되는 수준이다.

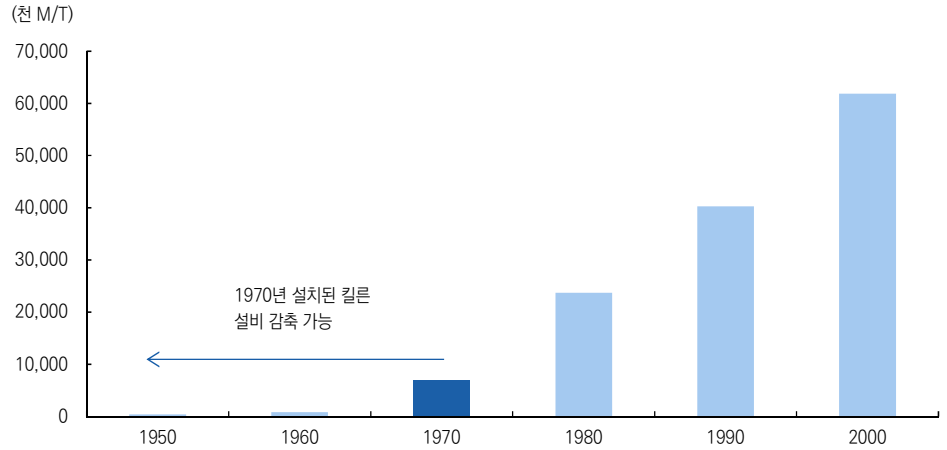
표 4. 시멘트 주요 생산설비 현황

0

회사	입지	본공장	슬래그시멘트	킬른	생산능력 (천 톤)
쌍용양회	연안사	동해, 영월, 문경	광양	14기	17,669
삼표시멘트	연안사	삼척	부산, 광양	7기	10,922
한라시멘트	연안사	강릉	광양, 포항	5기	8,184
성신양회	내륙사	단양	-	5기	12,711
아세아시멘트	내륙사	제천	-	4기	4,410
한일시멘트	내륙사	단양	평택, 포항	6기	8,331
현대시멘트	내륙사	단양, 영월	당진	6기	3,732

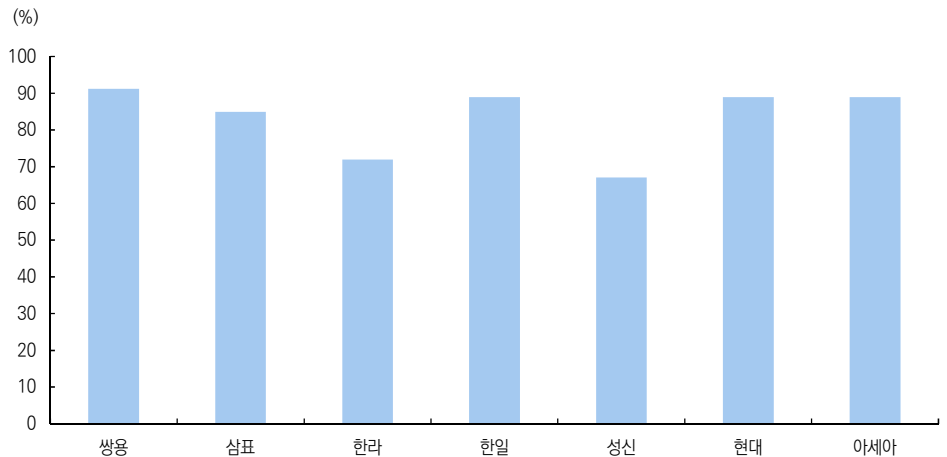
자료: 회사별 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 킬른 생산능력 현황



자료: 한국시멘트협회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 업체별 가동률 현황

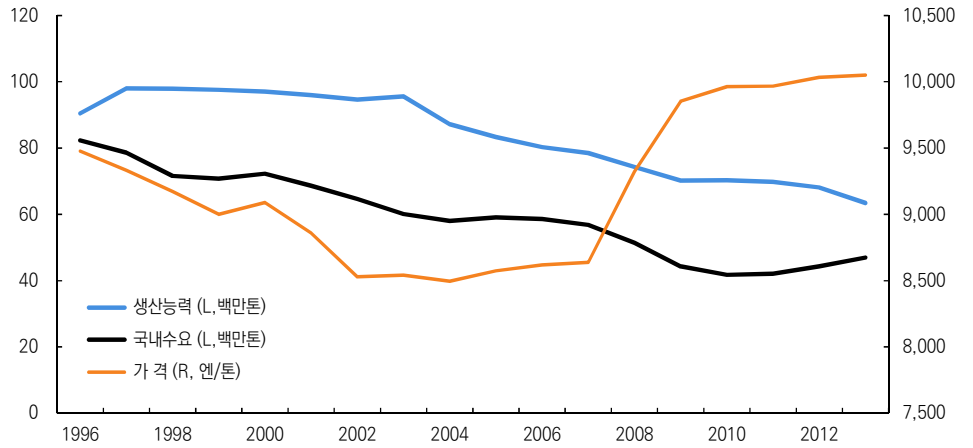


자료: 회사자료, 미래에셋대우 리서치센터

설비 감축은 국내 시멘트가격이 글로벌 수준으로 향하는 출발점이 될 것으로 예상된다. 시멘트 업황이 유사한 흐름을 보였던 일본의 경우도 생산능력이 감축되면서 가격을 상승시킨 경험을 가지고 있다. 일본 시멘트 업계는 1998년 인수 합병 이후 2004년부터 본격적으로 생산시설 구조조정에 들어갔다. 노후화된 시설을 폐쇄하고 생산능력을 줄였다. 시멘트 수요가 크게 줄었음에도 불구하고 생산능력이 감소하면서 가격 인상이 가능했다.

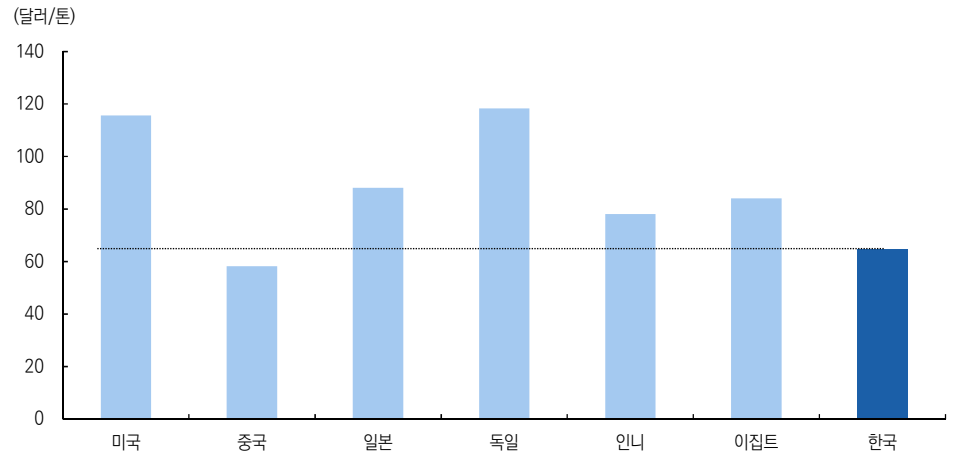
현재 한국 시멘트 가격은 글로벌 시멘트 가격과 비교하여 낮은 수준이다. 미국 시멘트 가격과 비교하면 40%, 일본 30%, 독일과 비교하면 50% 정도 낮다. 유일하게 가격이 높은 국가가 중국이다. 결국, 협상력이 강화되고 설비가 감축되면 가격 인상 가능성은 충분하다는 판단이다.

그림 17. 일본 시멘트 생산능력, 가격, 국내수요



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 주요 국 시멘트 가격 (2015년 기준)



자료: 한국시멘트협회, 미래에셋대우 리서치센터

쌍용양회
 용은 다시 날고 싶다.

쌍용양회 (003410)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	2,060	1,517	1,623	1,580
매출원가	1,636	1,130	1,221	1,175
매출총이익	424	387	402	405
판매비와관리비	162	133	139	138
조정영업이익	262	255	263	267
영업이익	262	255	263	267
비영업손익	-42	-76	-54	-43
금융손익	-26	-21	-19	-13
관계기업등 투자손익	1	5	0	0
세전계속사업손익	220	179	209	224
계속사업법인세비용	52	-64	42	45
계속사업이익	168	244	168	179
중단사업이익	7	70	0	0
당기순이익	175	314	168	179
지배주주	173	313	165	177
비지배주주	2	1	2	2
총포괄이익	177	336	168	179
지배주주	174	336	167	178
비지배주주	2	0	1	1
EBITDA	361	283	362	359
FCF	121	218	247	246
EBITDA 마진율 (%)	17.5	18.7	22.3	22.7
영업이익률 (%)	12.7	16.8	16.2	16.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.4	20.6	10.2	11.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	896	836	683	640
현금 및 현금성자산	207	288	111	37
매출채권 및 기타채권	368	374	400	420
재고자산	87	121	119	128
기타유동자산	234	53	53	55
비유동자산	2,320	2,650	2,552	2,462
관계기업투자등	14	11	12	13
유형자산	2,108	2,179	2,078	1,983
무형자산	82	358	358	358
자산총계	3,216	3,485	3,235	3,102
유동부채	1,068	846	705	621
매입채무 및 기타채무	271	204	211	212
단기금융부채	626	531	421	361
기타유동부채	171	111	73	48
비유동부채	334	625	490	406
장기금융부채	95	301	151	51
기타비유동부채	239	324	339	355
부채총계	1,402	1,471	1,195	1,027
지배주주지분	1,689	1,952	1,976	2,008
자본금	466	505	505	505
자본잉여금	770	744	744	744
이익잉여금	498	725	748	782
비지배주주지분	125	62	64	67
자본총계	1,814	2,014	2,040	2,075

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	197	316	247	246
당기순이익	175	314	168	179
비현금수익비용가감	211	15	137	127
유형자산감가상각비	96	29	99	92
무형자산상각비	4	0	0	0
기타	111	-14	38	35
영업활동으로인한자산및부채의변동	-178	-92	-39	-38
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-73	-7	-25	-20
재고자산 감소(증가)	5	-1	2	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-49	-1	4	-1
법인세납부	-13	66	-42	-45
투자활동으로 인한 현금흐름	-74	-173	-2	-2
유형자산처분(취득)	-74	-49	2	4
무형자산감소(증가)	0	1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-57	7	-4	-6
기타투자활동	57	-132	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	51	-62	-421	-317
장단기금융부채의 증가(감소)	-226	111	-260	-160
자본의 증가(감소)	226	14	0	0
배당금의 지급	-1	-94	-142	-144
기타재무활동	52	-93	-19	-13
현금의 증가	173	81	-177	-73
기초현금	33	207	288	111
기말현금	207	288	111	37

예상 주당가치 및 valuation (요약)

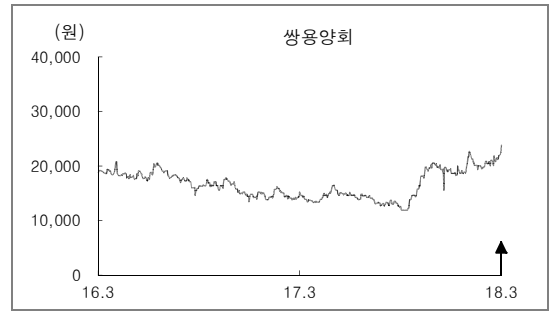
	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	7.4	5.9	14.6	13.6
P/CF (x)	3.3	5.6	7.9	7.9
P/B (x)	0.8	1.0	1.2	1.2
EV/EBITDA (x)	5.3	8.7	8.1	7.9
EPS (원)	2,005	3,179	1,637	1,750
CFPS (원)	4,483	3,337	3,009	3,029
BPS (원)	18,137	19,309	19,542	19,872
DPS (원)	160	1,070	1,420	1,420
배당성향 (%)	8.0	33.5	85.4	79.9
배당수익률 (%)	1.1	5.7	6.0	6.0
매출액증가율 (%)	3.7	-26.4	7.0	-2.6
EBITDA증가율 (%)	16.5	-21.6	27.9	-0.8
조정영업이익증가율 (%)	22.4	-2.7	3.1	1.5
EPS증가율 (%)	110.8	58.6	-48.5	6.9
매출채권 회전을 (회)	5.9	4.2	4.3	3.9
재고자산 회전을 (회)	20.7	14.6	13.5	12.8
매입채무 회전을 (회)	10.6	7.7	8.3	7.9
ROA (%)	5.7	9.4	5.0	5.7
ROE (%)	11.6	17.2	8.4	8.9
ROIC (%)	8.2	13.2	7.8	8.0
부채비율 (%)	77.3	73.0	58.6	49.5
유동비율 (%)	83.9	98.8	96.8	103.1
순차입금/자기자본 (%)	27.1	25.9	21.5	16.9
조정영업이익/금융비용 (x)	9.8	11.3	13.6	19.7

자료: 쌍용양회, 미래에셋대우 리서치센터

쌍용양회
 용은 다시 날고 싶다.

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
쌍용양회(003410) 2018.03.28	매수	32,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.50%	16.00%	8.50%	0.00%

* 2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
 - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.