



# 성신양회(004980)

비금속광물

N/A

## Valuation

Target Price:

Price: 16,150

Margin of Safety:

MktCap.(100mn): 3,092

ROE: -8.72%

Op.Margin: -7.02%

PER: 0

PBR: 0.75

Dividend Yield: 0%

Major Sh.Holder:

김영준(14.62%)

Foreign Shr.: 21.2%

52weeks Beta: 0.86

52weeks High/Low:

18,650 / 10,050

기업분석 3팀

고한성, 김세환, 박봉휘,

정진욱, 허은혜

### ◆ 최악은 면하겠지만...

#### 힘든 시간을 보낸 성신양회

건설경기 위축, 유연탄 가격 상승, 중국산 시멘트 유입, 시멘트 업체들간의 출혈경쟁 등으로 최근 힘든 시간을 보냈다.

#### 건설경기 회복?

건설 경기 회복에 대한 가능성은 긍정적이다. 긍정적 건설경기 선행지표, 행정도시, 혁신도시 조성 가능성

#### 유연탄 가격과 운송비는?

유연탄 가격 상승세. 매출원가 커져 수익성에 악영향. 뚜렷한 대책 없다. 물류비는 꾸준한 상승세에 있으며 파업 등의 위험에 노출되어 있다.

#### 중국산 시멘트

중국산 저가 시멘트가 단기간 직접적 위협이 되지 못할 것. 중국산 수입품의 원가와 운송비 상승 때문.

#### 부담스러운 이자비용

320억원 규모의 이자비용. 많은 자산이 담보로 잡혀 있는 불안한 재무구조

#### 공장 부지 자산가치는 상승

부천, 용인, 아산 공장부지 장부가 대비 2배의 자산가치 가진다.



1. 시멘트 산업과 성신양회

시멘트 산업은 국가경쟁력 제고를 위한 사회간접시설 확충에 필수적인 기간산업이다. 초기에 대규모의 투자비용이 소요되고 규모의 경제 원리가 적용되는 장치 산업이므로 신규 업체의 시장 진입이 어려우며 물류 비용의 비중이 높으며 이로 인해 전형적인 내수 산업이라는 특징이 있다. 건설업을 전방산업으로 볼 수 있으며 건설경기에 민감하게 반응하며 봄, 가을의 성수기와 여름, 겨울의 비수기가 뚜렷하게 나누어지는 특징을 보인다.

성신양회는 국내 시멘트 업계 3위권의 기업으로서 쌍용, 동양 등의 기업들과 함께 국내 시멘트 시장을 과점하고 있는 업체이다. 67년 설립된 이래 시멘트를 생산하고 있는 업체로서 매출 비중은 시멘트가 75%, 레미콘이 24%를 차지하고 있다. 최근 몇 년간 성신양회를 비롯한 시멘트 업계 전체가 매우 힘든 시간을 보냈는데 최근 시멘트 가격 인상을 통해 수익성 개선을 위한 움직임이 보이고 있다.

<국내 시멘트 업계 시장점유율>

	06년	05년	04년
성신	12.9	13.1	13.4
동양	13.4	13.2	14
쌍용	20.6	20	21
한일	9.6	9.5	10.2
현대	9.8	10.2	10.1

2. 힘들었던 과거

2.1. 건설경기 침체

2003년을 정점으로 건설경기가 지속적인 불황의 늪에 빠져 있는 데 그 이유는 다음과 같다. 2003년에 이르러 민간부분의 비율이 59%에서 68%<sup>1</sup>로 증가하여 건설경기 부양을

1

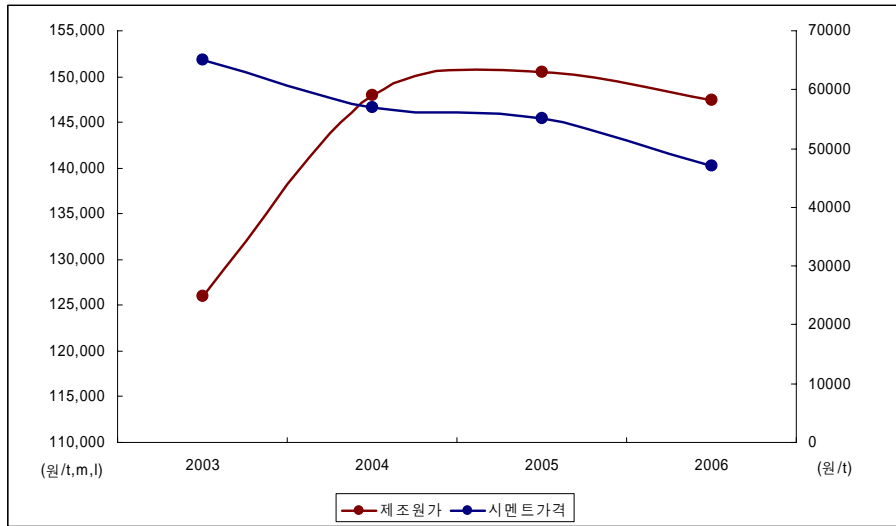
2002	2003	2004	2005	2006	2007(예상)
40.13%	31.45%	35.73%	33.27%	31.36%	32.15%
59.87%	68.55%	64.27%	66.73%	68.64%	67.85%

주도하였으나, 정부는 민간부분에 대해서 집값 상승 억제를 위해 2003.10.29 부동산 대책<sup>2</sup>을 발표하였고 이로 인해 2003년 이후 건설 수주액이 감소하기 시작했다. 건설경기 침체로 시멘트 수요가 감소하면서 시멘트 업계는 공급 과잉 현상이 발생하기 시작하였고 긴 불황의 늪에 함께 빠지게 되었다.

## 2.2. 출혈경쟁

시멘트 업계는 지난 몇 년간 심각한 내수 부진과 재고량 증가로 저가로 시멘트를 공급하며 업계간 출혈경쟁 양상을 보여왔다. 라파즈한라는 국내 시장 진출 이후 시장 점유율을 끌어올리기 위해 사실상 시멘트 가격 인하를 주도했다. 이에 대응하기 위해 경쟁사들은 위축된 시장을 서로 빼앗으려고 '출혈경쟁'을 벌이며 최근 3~4년 새 판매가격을 30%나 하락시켰다. 하지만 시멘트와 모래, 자갈 등의 원재료 가격이 상승하고, 급등한 유가로 운반비도 상승하여 제조원가는 2000년 대비 30% 정도 올랐다. 여기에 건설사마다 최저가 납품을 요구하고 있어 업계 전체가 공급 가격을 하락시켜 제조원가 이하로 납품하면서 수익성이 크게 악화되었다. 이러한 수익성 악화가 성신양회의 실적 악화에 직접적인 원인이 되었다.

시멘트 가격과 제조원가 추이



(시멘트 가격은 운송료를 포함한 수도권 지역 판매 기준, 출처 : 양회공업협회)

<sup>2</sup> 부동산 투기 수요 억제를 위해서 재산세-종합부동산세(2006년 실시 예정), 양도소득세(2007년 실시 예정) 관련 대책을 내놓았다.

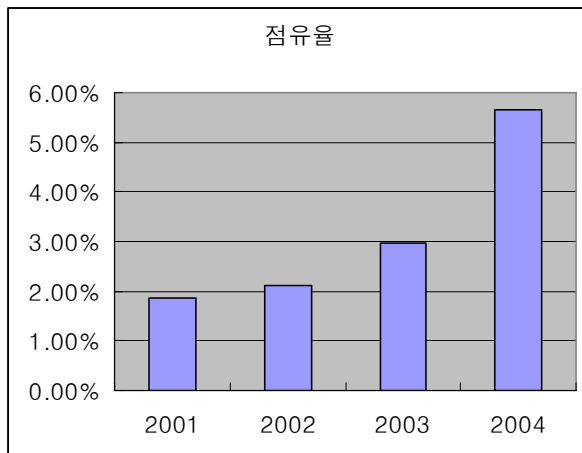
### 2.3. 중국산 저가 시멘트

시멘트 업계를 힘들게 했던 또 다른 요인은 중국산 저가 시멘트의 등장이었다. 실제 중국의 시멘트 수출량은 2004년과 2005년을 거치면서 폭증하는 모습을 볼 수 있다. 우리나라에서의 중국시멘트 점유율도 급격히 높아지는 모습을 보여주었다.

<중국의 시멘트 수출량>

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
생산	597,000	627,000	704,000	860,000	970,000	1,064,000	1,240,000
수출	5,959	6,080	4,994	5,330	7,930	22,158	35,000

(자료: 동아시아시멘트포럼, 중국시멘트협회)



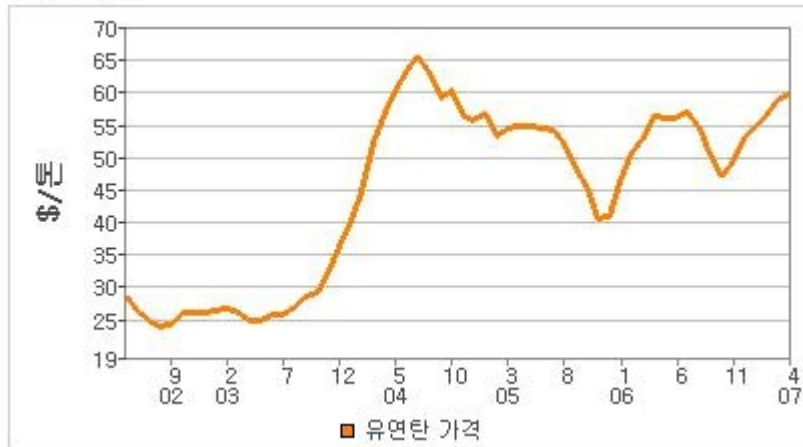
<중국산 시멘트의 국내시장 점유율>

국내의 생산능력이 5000만톤 정도로 정해져 있는 상황에서 2004년 당시 중국의 건설경기 하강의 여파로 한국으로의 시멘트 밀어내기가 진행되면서 저가 물량이 유입되자 공급 물량이 늘어나면서 국내 시멘트 업체들에게 치명적인 결과가 발생하게 되었던 것이다.

### 2.4. 유연탄 가격 상승

유연탄 가격의 급증 역시 성신양회에 큰 부담으로 작용하는 요인이다. 매출원가에서 유연탄을 포함한 연료비가 차지하는 비중은 50%에 달한다. 유연탄은 연료탄과 원료탄으로 나누어지는데 성신양회에서는 유연탄을 연료로 사용하고 있고 분쇄, 소성 작업으로 인해 에너지

의 소비가 큰 시멘트 산업의 특성으로 볼 때, 유연탄 가격의 상승은 매출 원가의 상승으로 직결되는 문제이다. 그래프에서 볼 수 있듯이 2003년과 2004년을 지나며 유연탄 가격이 두 배 이상 상승하였는데 이는 성신양회를 비롯한 시멘트 업계 전체에 타격으로 작용하였다.



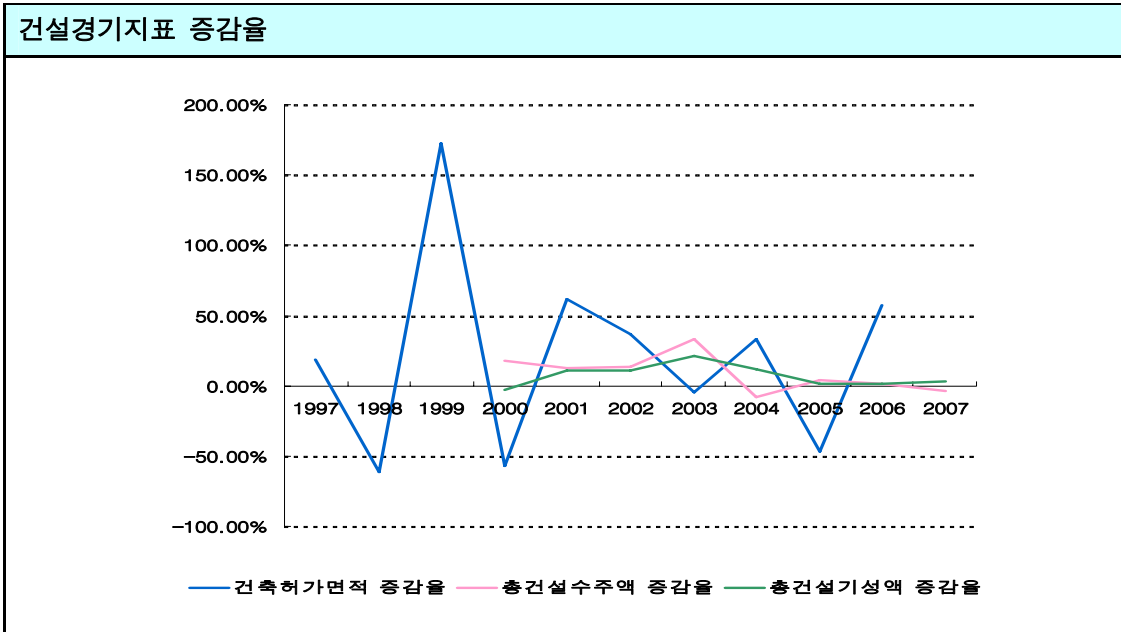
<유연탄 가격 변화>

3. 그렇다면 앞으로는 좋아질까?

3.1. 건설경기 회복?

건설 경기를 나타내는 지표로는 건설 기성액, 건설 수주액, SOC 예산 그리고 건축허가면적이 있다.

	19999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007(E)
총건설 기성액	67.91	66.17	73.66	81.8	99.12	110.92	112.6	114.31	117.88
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007(E)
공공	24.44	24.65	29.89	30.89	32.2	33.8	32.7	31.3	30.8
민간	26.69	35.50	37.95	46.08	70.2	60.8	65.6	68.5	65
토목	20.8	22.43	26.00	26.28	31.9	32.2	32.5	27.8	28.1
건축	30.34	37.73	41.83	50.69	70.5	62.3	65.9	72	67.6
총건설 수주액	51.14	60.15	67.84	76.97	102.4	94.6	98.3	99.8	95.7

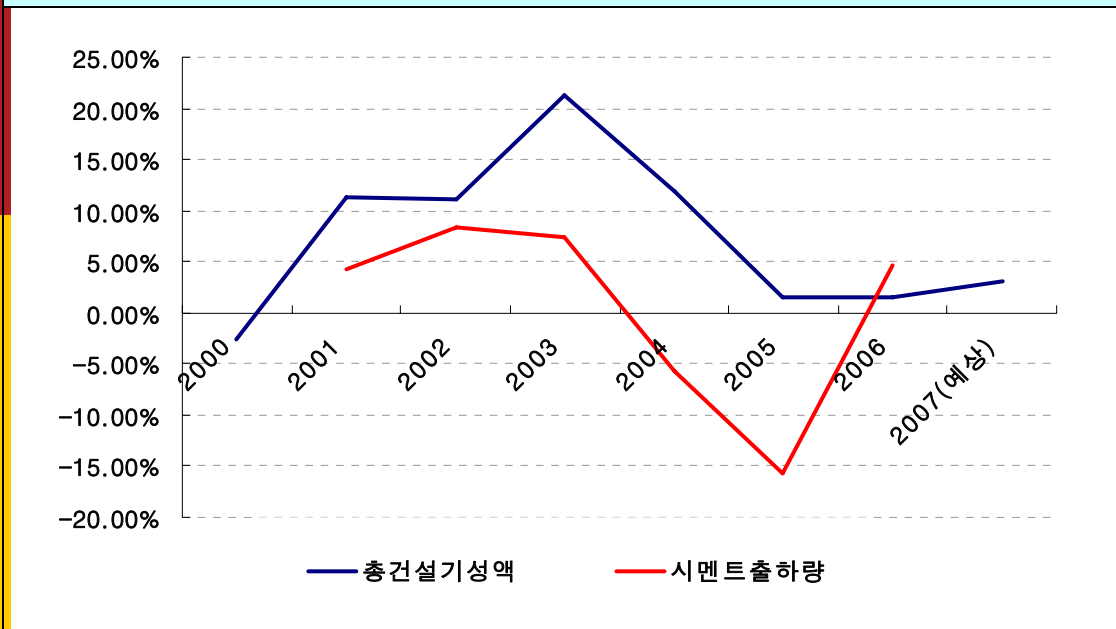


각 지표가 건설 경기를 반영하는 순서는 다음과 같다. 우선 건설기성액은 건설투자 실적을 반영한다. 예컨대 건설기성액 증가율이 둔화했다면 건설경기 자체가 시들해졌다는 분석이 가능하다. 그러나 건설기성액보다 중요한 지표는 건설경기의 '선행지표'인 건설수주 실적이다. 다시, 건설 수주 실적에 대해서는 민간 부분의 경우 건축허가 면적, 공공 부분의 경우 정부의 SOC 예산이 선행하는 지표이다. 이를 단순화하면 다음과 같다.

건설경기 선행지표				
현재			→	미래
공공	건설기성액	예상건설기성액 (건설교통부발표) <sup>3</sup>	건설수주액	SOC예산
민간				건축허가면적 (정부 부동산 대책과 관련)

<sup>3</sup> 건설교통부에서는 내년 예상치를 발표하고 있으며, 이는 오차율이 3% 내외이다.

시멘트 출하량 Vs 건설기성액



한편, SOC 예산의 2007년 증가율은 8%가 될 전망<sup>4</sup>이고 건축허가면적은 2006년에 2005년 대비 54% 증가했다. 시멘트 출하량이 건설기성액과 연동되는 점에서 선행 지표를 기준으로 향후 시멘트 소비량이 증가될 것임을 예측할 수 있다.

### 3.2. 중국산 시멘트 우려는 완화

중국산 저가 시멘트의 수입이 급증할 것이라는 우려는 일단 할 필요가 없다고 판단된다. 레미콘 회사들의 저장능력이 350만 톤으로 제한되어 있고 1일 기준 1만톤의 시멘트 저장능력 확장을 위해서는 70억원 정도의 건설비용이 소요된다. 중국의 시멘트 가격 역시 계속해서 상승세를 보이고 있고 보통 50000원 정도에서 수입되어 7600원 정도의 운송비가 든다는 점을 고려할 때, 중국산 저가 시멘트의 수입 급증에 대한 우려는 국내 시멘트 가격이 충분히 낮은 지금 상황에서는 지나친 우려라고 판단한다.

<sup>4</sup> “2007년에는 1조가 증가해서 18.1조에 이를 전망이고, 특히 내년도 전체 공공부문 건설 투자 증가율은 8%가 될 것으로 예상된다”면서 “내년도 경상성장률과 재정증가율은 6~7% 인점을 감안하면 이것을 상회하는 수준이 될 것”이라고 발표  
기획예산처, 2006.9.13

## &lt;시멘트 수입량&gt;

구분	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	합계
05년	207	149	231	271	352	317	269	332	290	329	352	305	3,403
06년	219	170	286	325	301	284	260	284	293	294	269	213	3,198
07년	203	141											345

(자료: 한국양회공업협회)

실제로 2007년 1,2월 동안의 시멘트 수입량은 전년 동기에 비해 12% 감소한 모습을 보여주고 있고 06년의 수입량도 05년에 비해 적은 것을 알 수 있다. 즉, 중국으로부터의 수입은 당장 크게 우려할 만한 것이 아니라고 할 수 있다.

## 3.3. 유연탄 가격 변화

유연탄 가격은 2005년 이후 안정세를 보이다가 고유가로 유연탄 수요가 늘고 중국이 내수용 유연탄 확보를 위해 수출 규제에 나서면서 최근 오름세로 돌아서고 있다. 향후의 유연탄 수요에 대한 예측은 엇갈리는 측면이 있다. 2009년까지 지속적으로 수요가 증가할 것이라고 보는 견해가 있는 반면, 중국의 유연탄 수요가 줄어들고 세계 최대 수출국인 호주의 항만과 철도 시설 등이 확충되면 유연탄 가격이 안정세로 돌아설 것이라고 보는 견해도 있다. 하지만 시멘트 업계의 입장에서는 유연탄 가격 상승에 따른 뾰족한 대책이 없는 상황이며 업계 관계자의 말에 따르면 ‘현재로서는 지속적인 투자를 통해 연료 효율성을 높여 유연탄 수요를 줄이는 수밖에 없다’고 밝히고 있다. 한마디로, 유연탄 가격 상승에 대한 대책이 없는 상황으로 판단된다.

## 3.4. 물류비는?

매출원가의 50%를 차지하는 항목이 유연탄이라면, 물류비용이 전체 매출원가의 15% 정도를 차지하고 있다. 시멘트 공장에서 시멘트가 제조되면, 바로 수요처로 가는 것이 아니라 전국에 위치해 있는 출하기지(사일로)로 먼저 보내져서 보관되다가 사용된다. 이 외에 생산 시설로 수요자가 직접 시멘트를 운반하기 위해서 오는 경우도 있으나, 그 비중은 매우 미미하다. 시멘트 공장에서 출하기지로 운반하는 방식에는 크게 철도와 BCT(벌크 시멘트 트레일러), 그리고 선박이 있다. 선박의 경우에는 삼척이나 동해와 같이 해안가에 공장이 위치해 있는 ‘쌍용양회’ 나 ‘동양시멘트’의 경우에서 상당한 비중을 차지한다. ‘성신양회’의 경우에는 생산시설이 단양을 비롯해서 내륙에 위치해 있는 이유로 선박을 이용한 운송은 없다. 철도와 BCT를 통한 육상수송으로 전량 운반되고 있는데 그 비중은 4:6정도이다. 운송비는 과



거에 비해서 전체적으로 지속적인 상승을 보이고 있는데, 이것은 '인플레이션'의 영향도 있겠지만, 무엇보다도 '유가'의 상승에 따른 이유가 가장 크다. 여기서 BCT와 달리 철도수송의 경우에는 '한국철도공사'라는 공적 기관을 통해서 비용을 일괄적으로 지불하는 만큼, 그 변동성이 비교적 적은 수준임과 동시에 예상 가능한 수준이라고 한다.

시멘트 운송에 있어서 중요한 변수로 작용할 수 있는 것은 운송 담당 주체들의 파업이다. 과거 추이를 살펴보면, 2000 년 이후로 철도파업의 경우 2002 년, 2003 년과 2006 년에 일어났고, BCT 가 포함된 화물연대의 경우 2002 년 이후 파업이 매년 이루어지고 있다. 실제 2003 년에 발생했던 BCT 파업의 경우에는 성신양회가 단양에서 매일 시멘트 1 만 1 천 t 가량을 수송하던 것이 전면적으로 중단되어 큰 피해를 입은 적이 있다. BCT 의 경우에는 화물연대에 속하지 않은 비노조원도 있지만, 2003 년을 비롯해서 매 파업마다 노조원들에 의한 압력으로 사실상 비노조원들도 운송을 전혀 하지 못하는 것이 실정이다. 성신양회를 비롯해서 시멘트 업계가 파업을 대비해서 사일로(출하기지)에 어느 정도는 재고량을 비축하고 있다고 하지만, 장기적인 파업에는 속수무책인 이상 고질적인 파업사태를 해결하지 않고는 안정적 운송운임, 시스템을 보장할 수 있는 근본적인 해답은 나오기 힘들어 보인다.

### 3.5.시멘트 가격 인상

최근 시멘트 업체들이 더 이상의 수익성 악화를 좌시할 수만은 없다는 인식이 생기면서 가격 인상 움직임이 일어나고 있다. 실제 올해 초 10%의 가격 인상이 있었고 추후 추가적인 가격 인상에 대한 기대가 생겨나고 있다. 국내 건설 수요가 정체된 상황에서 악화된 수익성을 재고하기 위한 방법은 가격 인상밖에 없다. 최근 저가 출혈경쟁을 주도했던 라파즈한라를 시작으로 시멘트업체들은 15년전 수준으로 동결하였던 시멘트 가격을 종전 대비 10%이상 인상하는 움직임을 보이고 있다. 이 같은 가격인상에 따라 업체별로 실적이 개선될 것으로 기대되며 성신양회도 가격 인상이 이루어지면 수익성 개선이 이루어질 것으로 기대된다.

## 4. 다른 리스크는?

성신양회의 리스크로 취약한 재무구조를 들 수 있다. 현재 이자발생 부채규모가 6,200억으로 연간 320억원에 달하는 다소 부담스러운 금융부담비용을 안고 있다. 2006년 말 기준 성신양회가 발행한 사채 규모가 5,735억이고, 장기차입금 규모가 420억 정도이다. 이와 관련하여 당사의 소유 토지, 건물 및 기계장치의 대부분이 담보로 제공(채권최고액 : 607,600 백만원, US\$ 68백만)되어 있다는 점도 재무구조의 안정성을 해치는 요인이다. 사채와 장기차입금에 대한 상환계획은 아래와 같다.

구 분	사 채	장기차입금
2007. 12.31	160,000,000	17,662,780
2008. 12.31	230,000,000	4,257,180
2009. 12.31	183,500,000	4,553,870
2010. 12.31	-	4,337,200
2010. 12.31 이후	-	11,206,100
계	573,500,000	42,017,130

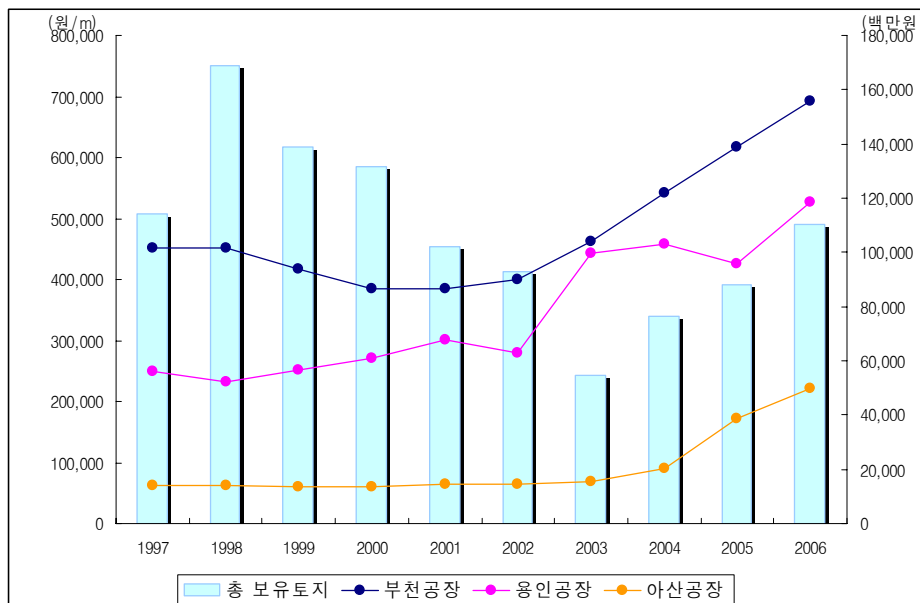
(단위 : 천 원)

5. 긍정적인 요인은 없나?

부천 중동지구와 용인 그리고 아산지역에 레미콘공장들이 있는데 이들 토지의 가치는 장부가 기준으로 306억원 수준이다. 최근 이들 지역의 토지가격이 많이 상승하여 장부가의 2배 이상 수준이 되므로 자산가치 측면에서 긍정적이다.

최근 용인시가 남사면 일대 197만여평을 시가지화 예정지로 지정한 2020년 완료 목표 '용인 도시기본계획'을 건설교통부로부터 승인 받으면서 이 일대가 분당급 신도시로 개발될 것이라는 소문이 나돌며, 부동산 가격이 연초보다 20~30% 상승했다. 부천시는 뉴타운 개발 사업의 영향으로 부동산 가격이 상승하고 있고, 아산지역 역시 부동산 규제, 행정복합도시 추진, 아산신도시개발 등의 영향으로 부동산가격 상승이 지속되고 있다.

성신양회 보유토지의 공시지가



## 6. 결론

성신양회는 PBR 0.75배 수준에서 거래되고 있다. 자산 가치에 비해 저평가 되었다고 볼 수도 있지만 현재 당기순손실을 내고 있는 회사이기에 선불리 저평가되었다고 말할 수는 없을 것으로 생각한다. 시멘트 업황에 가장 직접적인 영향을 주는 건설경기가 회복될 전망이지만 그 영향력이 얼마나 될 지는 미지수이며 최근 시멘트 가격 인상과 추후 인상 가능성도 어디까지나 가능성일 뿐이다. 게다가 주가는 시멘트 가격 인상 기대감을 반영해 이미 오를만큼 오른 상태라고 판단된다. 유연탄 가격도 지속적인 상승세에 있고, 시멘트 가격 인상에 따른 실적 개선 여지가 있지만 언제든지 다시 출혈경쟁이 시작될 수 있다는 점 또한 불확실한 요인이다. 따라서 무리한 가정에 따른 밸류에이션을 지양하고 향후에 보고서에서 언급했던 요인들을 예의주시하면서 시멘트 업황이 나아지는 것을 확인하는 것이 투자의 선결조건이 될 것으로 판단한다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.