

# KOSDAQ | 산업재

# 삼표시멘트 (038500)

## 판가와 원가에 집중할 때

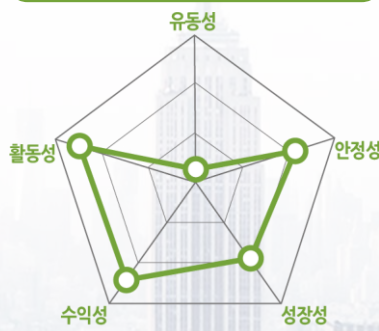
### 체크포인트

- 시멘트시장은 2022년을 기점으로 수요자 우위에서 공급자 우위 시장으로 턴. 또한 2014년 이후 꾸준히 하락세를 유지하던 시멘트 가격은 유연탄 가격과 전기료 상승에 따라 2022년 20% 이상 상승. 동사는 원가상승에 맞춰 ①대체연료, ②폐열발전 및 ③대체원료를 통한 원가절감 시도 중. 이는 원가절감과 폐기물처리 수수료 수익으로 이어져 근본적인 원가를 하락으로 이어질 것으로 전망
- 동사는 보유 중인 시멘트 소성로를 활용한 폐기물 처리사업 진출을 준비 중. 해당 사업은 허가만 받으면 기존 설비를 활용하여 신규 매출 창출이 가능. 또한 채광종료광구를 활용한 매립 사업도 진출. 동사는 총 139개 광구(5개 채광중, 134개 미채광)를 보유하고 있으며 채광종료광구에 매립사업을 진행할 계획. 허가 시, 광구당 연 1,000억원의 매출 발생이 가능할 것으로 기대
- 2022년 연간실적은 매출액 7,211억원(YoY +26.7%), 영업이익 711억원(YoY +35.0%) 기록. 전년대비 증가한 실적은 시멘트 판가 상승에 기인. 2023년 동사 대체연료 및 폐열발전 비율 증가 감안 시, 매출액 7,562억원(YoY +4.9%), 영업이익 786억원(YoY +10.6%) 달성 전망

### 주가 및 주요이벤트

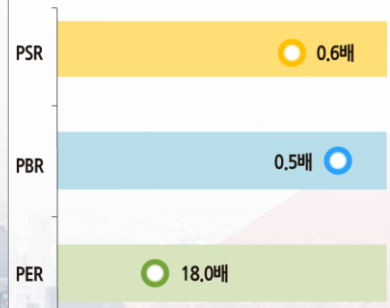


### 재무지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류 상 산업재산업 내 등급화

### 벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 3Q22 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 산업재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

Analyst 김재윤 jy.kim@kirs.or.kr  
RA 손현정 sssson@kirs.or.kr

## 가격인상, 원가절감 진행 중

삼표시멘트는 국내 Big5 시멘트사 중 하나로 국내 최초의 시멘트 제조사인 동양시멘트가 삼표그룹에 인수되며 탄생. 시멘트시장은 2022년을 기점으로 수요자 우위에서 공급자 우위 시장으로 턴. 또한 시멘트 제조원가의 약 30%를 차지하는 유연탄 가격과 전기료 상승에 따라 2014년 이후 꾸준히 하락세를 유지하던 시멘트 가격은 2022년 20% 이상 상승. 동사는 원가 상승에 맞춰 ①대체연료, ②폐열발전 및 ③대체원료를 통한 원가절감 시도 중. 이는 원가절감과 폐기물처리 수수료 수익으로 이어져 근본적인 원가율 하락으로 이어질 것으로 전망

## 신규 폐기물 처리사업 진출 기대

동사는 보유 중인 시멘트 소성로를 활용한 폐기물 처리사업 진출을 준비 중. 시멘트 소성로는 2000℃ 수준의 고열로 소각이 가능하여 일반 소각장(850℃) 대비 오염물질 배출이 현저히 낮음. 해당 사업은 허가만 받으면 기존 설비를 활용하여 신규 매출 창출이 가능. 또한 채광종료 광구를 활용한 매립 사업도 진출. 동사는 총 139개 광구(5개 채광중, 134개 미채광)를 보유하고 있으며 채광종료광구에 매립사업을 진행할 계획. 허가 시, 광구당 연 1,000억원의 매출 발생이 가능할 것으로 기대

## 2023년 실적은 원가율이 관건

2022년 연간실적은 매출액 7,211억원(YoY +26.7%), 영업이익 711억원(YoY +35.0%) 기록. 전년 대비 증가한 실적은 시멘트 판가 상승에 기인. 시멘트 가격은 톤당 2021년 62,648원에서 2022년 77,105원으로 인상되며 매출 증가로 이어짐. 또한 대체연료 및 폐열발전 비율 증가로 원가절감에 성공, 영업이익률은 2021년 9.3% → 2022년 9.9%로 개선. 2023년 또한 시멘트 가격 인상은 지속될 것으로 전망하나, 유연탄 및 전기료 상승폭이 연간 실적을 결정하는 요소가 될 것. 2023년 동사 대체연료 및 폐열발전 비율 증가 감안 시, 매출액 7,562억원(YoY +4.9%), 영업이익 786억원(YoY +10.6%) 달성 전망

### Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액(억원)	5,432	5,690	7,211	7,562	7,708
YoY(%)	-8.8	4.8	26.7	4.9	1.9
영업이익(억원)	617	527	711	786	805
OP 마진(%)	11.4	9.3	9.9	10.4	10.4
지배주주순이익(억원)	137	203	303	369	395
EPS(원)	128	189	280	342	366
YoY(%)	-26.1	48.1	48.1	22.0	7.1
PER(배)	31.2	25.0	12.0	9.9	9.3
PSR(배)	0.8	0.9	0.5	0.5	0.5
EV/EBIDA(배)	7.2	9.2	6.1	5.7	5.5
PBR(배)	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	2.1	3.1	4.5	5.3	5.5
배당수익률(%)	1.9	1.6	2.7	2.6	2.9

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

### Company Data

현재주가 (3/3)	3,400원
52주 최고가	5,500원
52주 최저가	3,200원
KOSDAQ (3/3)	802.42p
자본금	540억원
시가총액	3,669억원
액면가	500원
발행주식수	108백만주
일평균 거래량 (60일)	14만주
일평균 거래액 (60일)	5억원
외국인지분율	2.18%
주요주주	삼표 외 7인 64.67%

### Price & Relative Performance



### Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.9	-14.4	-30.0
상대주가	-9.1	-16.1	-20.4

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 'EPS증가율(YoY)', 수익성 지표는 'EBITDA마진율', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '당좌비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



## 기업 개요

### 1 개요 및 연혁

**삼표시멘트는**  
**국내 최초의 시멘트 제조사**  
**동양시멘트가 전신**

삼표시멘트는 국내 최초의 시멘트 제조사 동양시멘트가 전신인 시멘트 및 레미콘 제조사로 국내 Big 5 시멘트 제조사 중 하나다. 동양시멘트는 1938년 설립된 일본 오노다 시멘트회사의 삼척공장을 1956년 동양그룹 창업자 이양구 회장이 인수하며 탄생했다.

동양시멘트는 1957년 연간 8만톤의 시멘트를 생산하는 시멘트 회사로 시작하여 1959년 연간 18만톤으로 시설을 확장하였으며 1967년 연간 100만톤의 생산량을 기록하며 국내 최대 시멘트 제조사로 발돋움했다. 이후, 대한민국 경제발전과 함께 성장하며 2007년 누적 생산량 2억톤을 달성했다.

그러나 국내 건설붐에 따른 가파른 성장세는 2013년 터진 동양그룹의 유동성 위기로 마침표를 찍었다. 동양시멘트는 법정관리에 들어갔으며 2015년 3월 법정관리 조기종결에 성공하며 2015년 9월 삼표그룹에 인수되어 계열사로 편입되었다.

삼표그룹은 1966년 설립된 국내 레미콘시장 2위 업체로 콘크리트 사업 수직계열화를 위해서 동양시멘트의 지분 54.96%를 7,943억원에 인수했다. 이후, 2017년 상호를 동양시멘트에서 삼표시멘트로 변경하며 현재의 삼표시멘트가 탄생하게 되었다.

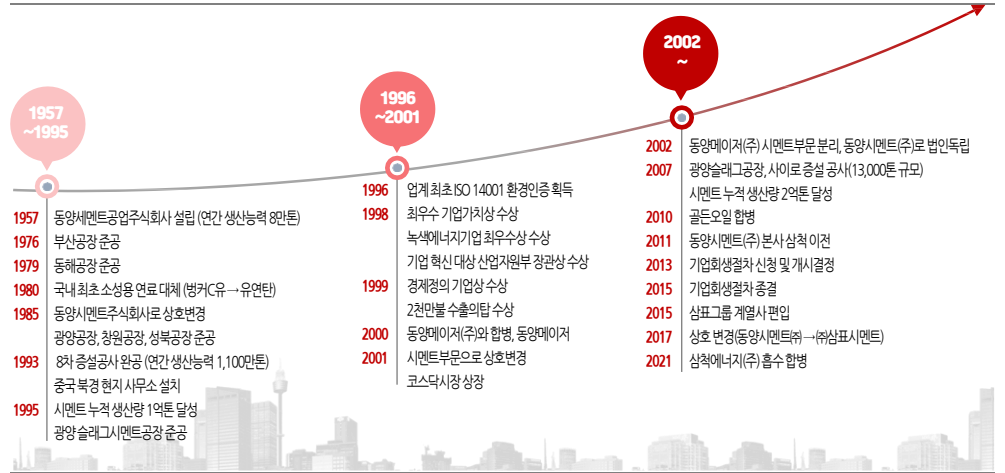
동사는 2022년말 기준, 연간 1,100만톤의 시멘트 생산능력을 보유하고 있으며 강원도 삼척공장에서 시멘트를 생산하여 전국에 시멘트를 공급하고 있다. 삼척공장은 주원료인 석회석 광산과 주원료인 유연탄을 수입할 수 있는 항구가 근거리에서 있어 시멘트 생산에 유리한 것으로 파악된다.

유연탄은 시멘트 제조에 필수연료로 동사 전체 원재료 매입액의 70% 이상을 차지하고 있어 유연탄 가격 변동은 동사 원가율에 핵심이다. 특히, 시멘트 출하가격은 유연탄 가격 변동에 맞춰 유연하게 움직이기 힘들어 유연탄 가격 변동은 동사 이익률 변동에 직결되는 포인트다.

또한 동사는 2021년 8월 삼표레미콘을 설립하며 레미콘사업에도 진출했다. 2021년 9월 삼표산업과 에스피네이처의 여주, 당진, 아산, 대전, 군산 등 5개 레미콘 공장을 인수하여 운영하고 있으며, 시멘트→레미콘으로 이어지는 수직계열화를 구축하였다.

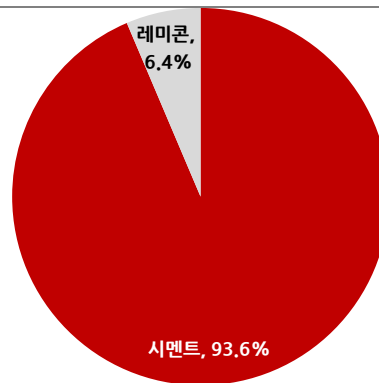
현재 동사가 목표로 하는 핵심역량은 원가 및 탄소 배출절감을 통한 시멘트 업체 내 경쟁력 강화다. 동사는 대체연료 사용량을 2022년 33%에서 2025년 48%, 2030년에는 75%이상으로 늘릴 계획이다. 또한 대체원료 사용량도 늘리는 증으로 시멘트 제조에 들어가는 고품도, 규석을 폐기물로 대체 중이다. 2025년까지 100% 대체를 목표로 하며, 이는 원가절감과 함께 수수료 수익이 함께 발생한다.

### 삼표시멘트 연혁



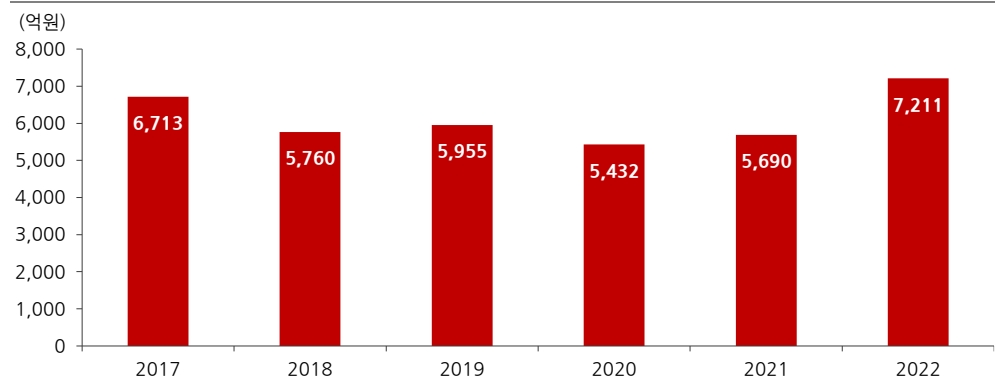
자료: 삼표시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 삼표시멘트 사업부별 매출액 비중



자료: 삼표시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터, 2022년 3분기 기준

### 삼표시멘트 매출액 추이



자료: 삼표시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 2 주요제품 및 매출비중

원료채광, 생산, 물류, 해운까지  
수직계열화 완성

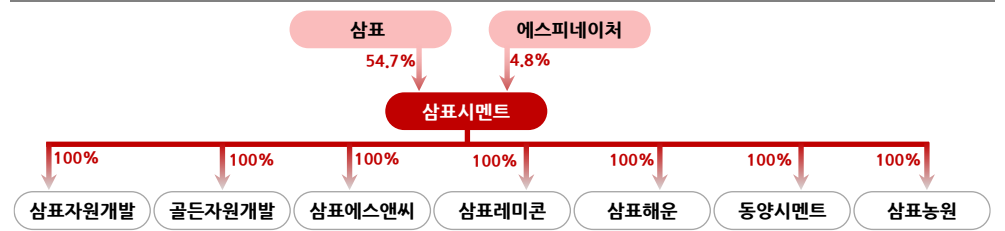
2022년 3분기 기준 사업부별 동사 매출은 ①시멘트 93.6% ②레미콘 6.4%로 구성되며 대부분의 매출이 시멘트에서 발생한다.

동사의 주력매출원인 시멘트 사업은 석회석 광산에서 공급받은 석회석으로 시멘트를 제조하여 대형 거래처의 경우에는 중간 유통과정 없이 직접 판매, 소형거래처의 경우에는 중간 도매상이나, 대리점등을 통하여 수요자에게 공급한다.

시멘트의 핵심 원료인 석회석은 자회사 삼표자원개발(주)를 통해 공급받고 있으며, 전국 16개 출하지에서 육송 및 해송으로 출하된다. 동사는 해안가에 위치한 대표적인 연안 시멘트제조사로 전체 출하량의 약 92%가 해송(삼척)으로 출하된다.

또한 동사는 자회사 삼표해운(주)를 통해 동사 시멘트를 직접 해송으로 유통하고 있으며, 2018년 선박을 직접 구입하며 전용선 8척을 보유 중이다. 즉, 동사는 원료채광, 생산, 물류, 해운까지 수직계열화를 완성하며, 중간 유통과정에 따른 원가를 최소화하는데 성공했다.

### 삼표그룹 지분구조도



자료: 삼표시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 삼표시멘트 제품 및 사업장 현황

주요생산제품	전국 16개 출하지	공장현황																								
<b>포틀랜드 시멘트(보통 / 조강형)</b> ▪ 일반토목공사 ▪ 파일, 침목, 교량 ▪ 콘크리트공사 ▪ 댐, LNG 탱크 ▪ 댐, 터널, 도로포장 ▪ 발전소, 항만	<b>육송 8%</b> — 동해, 삼척 ▪ 부곡 ▪ 광주 ▪ 김해  <b>해송 92%</b> — 삼척 ▪ 포항 ▪ 군산 ▪ 광양 ▪ 창원 ▪ 울산 ▪ 당진 ▪ 제주 ▪ 목포 ▪ 인천 ▪ 서귀포 ▪ 부산	 <b>생산CAPA (2021년 기준)</b> (단위: 천 톤) <table border="1"> <thead> <tr> <th>생산공장</th> <th>크링커</th> <th>포틀랜드 시멘트</th> <th>슬래그 시멘트</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>삼척 공장</td> <td>10,045</td> <td>10,090</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>동해 공장</td> <td>-</td> <td>1,346</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>광양슬래그공장</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>1,200</td> </tr> <tr> <td>부산슬래그공장</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>800</td> </tr> <tr> <td>계</td> <td>10,045</td> <td>11,436</td> <td>2,000</td> </tr> </tbody> </table>	생산공장	크링커	포틀랜드 시멘트	슬래그 시멘트	삼척 공장	10,045	10,090	-	동해 공장	-	1,346	-	광양슬래그공장	-	-	1,200	부산슬래그공장	-	-	800	계	10,045	11,436	2,000
생산공장	크링커	포틀랜드 시멘트	슬래그 시멘트																							
삼척 공장	10,045	10,090	-																							
동해 공장	-	1,346	-																							
광양슬래그공장	-	-	1,200																							
부산슬래그공장	-	-	800																							
계	10,045	11,436	2,000																							
<b>고로슬래그 시멘트</b> ▪ 해안, 항만 공사 ▪ 지하 터널																										
<b>플라이 애시 시멘트</b> ▪ 도로 포장용																										
<b>특수 기능성 시멘트</b> ▪ 저발열 혼합 시멘트 ▪ 기포 콘크리트용 시멘트																										

자료: 삼표시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 산업 현황

### 1 시멘트 산업

국내 시멘트 시장은  
2022년을 기점으로  
공급자 우위 시장으로 턴

국내 시멘트 산업은 1960년대 경제개발이 시작되며 함께 성장했으며 토목, 건축 등 인프라 구축의 기초소재가 되는 만큼, 국가 핵심기간산업 중 하나다. 또한 국내 건설경기과 밀접한 관련이 있으며 주택경기과 정부 SOC투자에 큰 영향을 받는다.

시멘트 산업의 가장 큰 특징은 대규모 장치산업이자 물류비용이 높은 내수 위주의 시장이라는 점이다. 시멘트 생산시설 구축에는 대규모의 초기 투자비용이 들어가며, 석회석 광산 확보와 각종 환경관련 인허가가 요구되어 신규업체의 진입이 힘들다.

시멘트의 주성분은 산화칼슘(CaO), 알루미늄(Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>), 규산(SiO<sub>2</sub>), 산화철(Fe<sub>2</sub>O<sub>4</sub>)로 석회석이 주원료가 된다. 시멘트 제조에는 중량이 많이 나가는 석회석이 대량으로 들어가는 만큼 시멘트 생산공장은 석회석 매장량이 풍부한 지역(충북, 강원)에 몰려있다. 반면, 소비지는 개발의 중심이 되는 대도시에 집중된다.

또한 시멘트 산업은 계절성이 뚜렷하다. 시멘트 생산은 연중 균일하게 되나, 소비는 기후의 영향으로 제한된다. 시멘트 소비량은 건설현장에 유리한 시기인 3~5월과 9~10월에 늘어나며, 동절기인 1~2월과 12월 및 강수량이 많은 7~8월은 줄어든다.

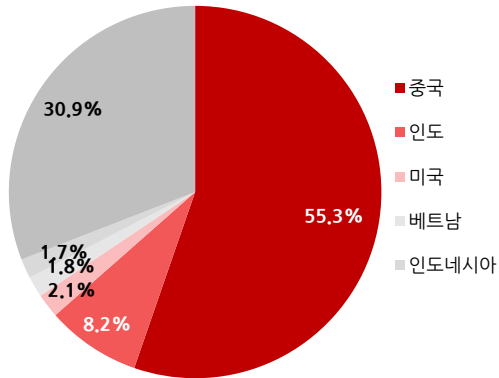
국내 시멘트 산업은 1980년대 후반 공급부족 상황을 해소하기 위해 적극적으로 생산능력을 확대하기 시작하여 1997년까지 생산능력을 6,200만톤 수준까지 확충하였다. 이에 따라 시멘트 내수는 6,175만톤을 기록하며 정점을 찍었으나, IMF외환위기로 국내 수요는 대폭 감소하여 4,400만톤 수준으로 감소했다.

시멘트 내수 수요는 2015년 이후 정부의 건설투자 확대정책에 힘입어 증가세로 전환, 2017년 5,671만톤을 기록했다. 그러나 2018년 주택경기 하락의 영향으로 시멘트 수요는 2020년 4,716만톤까지 감소 후, 2021년 4,936만톤으로 반등했다.

1997년 이후, 수요자 우위시장을 유지하던 국내 시멘트 시장은 2022년을 기점으로 수요자 우위에서 공급자 우위 시장으로 돌아섰다. 이와 함께 원가(유연탄, 전기료) 및 물류비용 상승이 겹치며 시멘트 가격은 2022년 20% 이상 상승하였다.

이러한 원가 상승에 따라 최근 시멘트 업계의 핵심 경쟁력으로 대체원료 및 연료를 통한 원가절감이 주목받고 있다. 폐기물을 활용한 대체원료 및 연료는 원가절감과 동시에 탄소배출을 줄이는 효과도 있다. 글로벌 이산화탄소 배출량의 약 8%가 시멘트 산업에서 발생하는 만큼, 대체연료 및 원료 사용 비중은 시멘트 제조사들의 경쟁력을 평가하는 주요 요소가 될 것으로 전망한다.

글로벌 시멘트 시장 국가별 비중



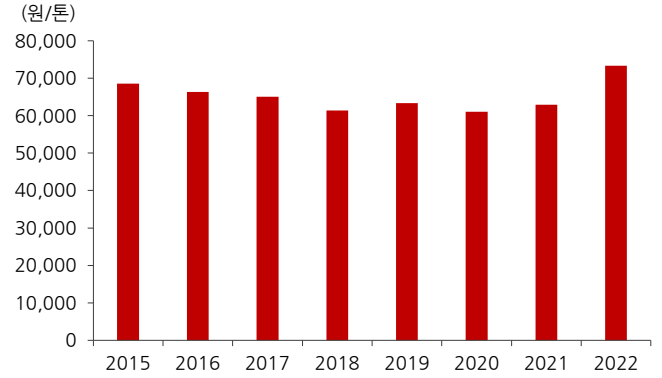
자료: 삼표시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터

유연탄 가격 추이



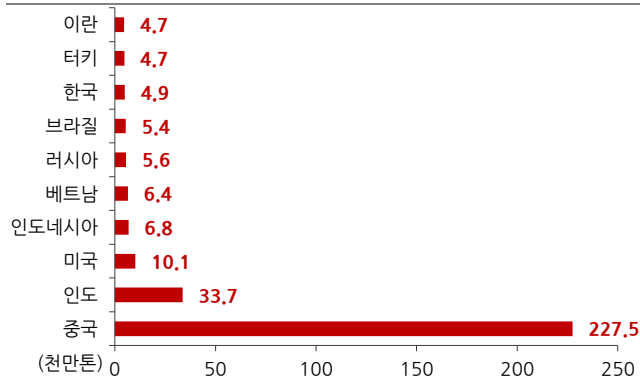
자료: KOMIS, 한국IR협의회 기업리서치센터  
주: FOB Newcastle 20% Ash 5,500kcal/kg NAR 기준

시멘트 내수 가격 추이



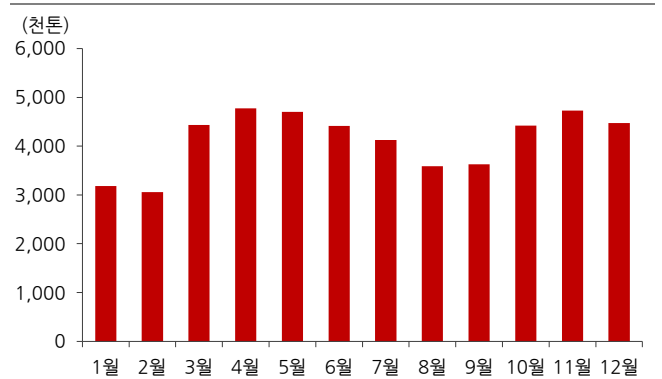
자료: 빅파이낸스, 한국IR협의회 기업리서치센터  
주: 2022년 9월 기준, 시멘트 4사 평균가격

글로벌 상위 10대 시멘트 소비국 현황



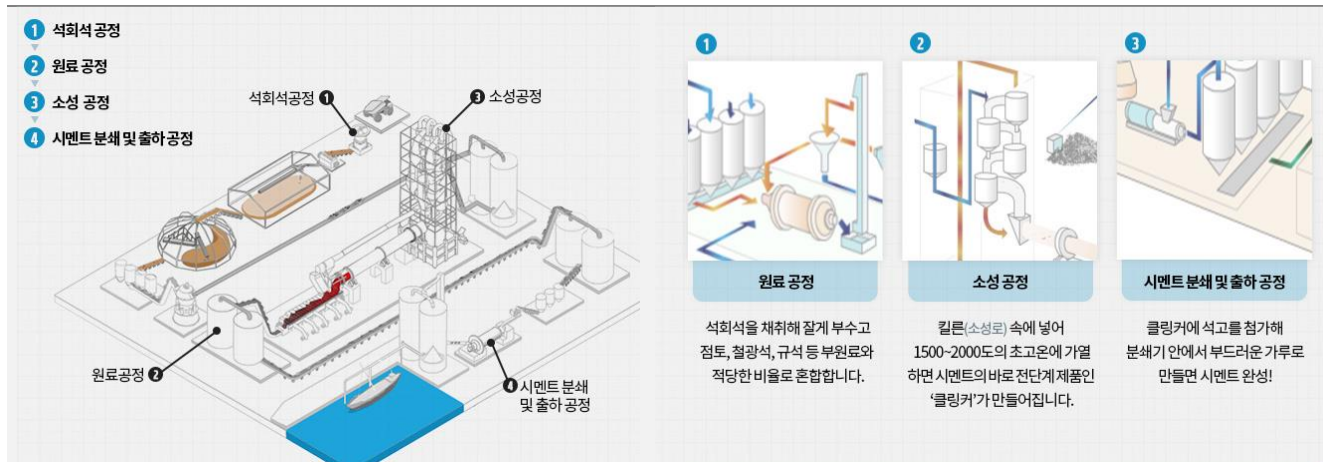
자료: 한국시멘트협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

최근 3년간 국내 월별 시멘트 평균 생산량



자료: 한국시멘트협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

시멘트 생산과정



자료: 삼표시멘트, 한국IR협회의 기업리서치센터





## 투자포인트

### 1 가격인상, 원가절감 진행 중

- ① 대체연료, ② 폐열발전,
- ③ 대체원료 통한 원가절감 시도

삼표시멘트는 국내 Big5 시멘트사 중 하나로 국내 최초의 시멘트 제조사인 동양시멘트가 삼표그룹에 인수되며 탄생하였다. 동사는 2022년말 기준, 연간 1,100만톤의 시멘트 생산능력을 보유하고 있으며 강원도 삼척공장에서 시멘트를 생산 중이다.

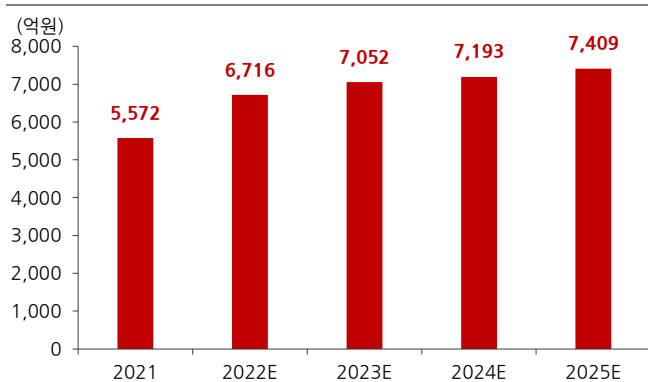
시멘트 산업의 가장 큰 특징은 대규모 장치산업이자 물류비용이 높은 내수 위주의 시장이라는 점이다. 또한 토목, 건축 등 인프라 구축의 기초소재가 되는 만큼, 국가 핵심기간산업 중 하나이며 국내 건설경기와 밀접한 관련이 있다.

시멘트 산업은 1997년(생산능력 6,700만톤) 이후로 지속된 수요자 우위 시장이 2022년을 기점으로 공급자 우위 시장으로 전환하며 새로운 국면을 맞이했다. 또한 시멘트 제조원가의 약 30%를 차지하는 유연탄 가격과 전기료 상승에 따라 2014년 이후 꾸준히 하락세를 유지하던 시멘트 가격은 2022년 20% 이상 상승했다.

2023년은 전기료 상승에 따른 원가율 상승 이슈가 지속되고 있으나, 유연탄 가격이 연초 큰 폭으로 하락하며 시멘트 가격 추가 인상에 대해 시멘트 제조사와 레미콘 제조사간의 마찰이 있는 것으로 파악된다. 올해 시멘트 가격이 동결될 것으로 가정할 경우, 원가절감이 동사 실적에 가장 중요한 포인트가 될 것으로 전망한다.

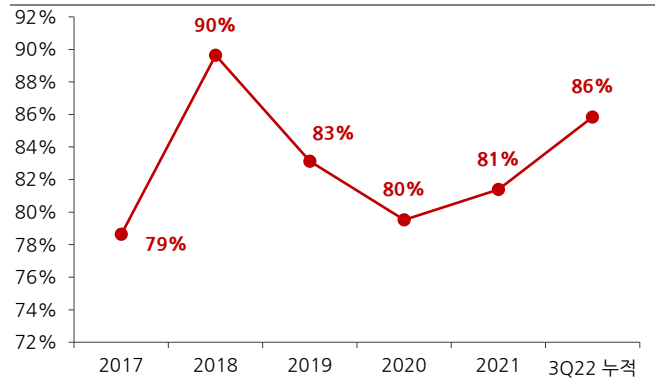
동사는 ① 대체연료, ② 폐열발전 및 ③ 대체원료를 통한 원가절감을 시도 중이며, 이는 원가절감과 폐기물처리 수수료 수익으로 이어져 근본적인 원가율 하락으로 이어질 것으로 전망한다. 선진국(독일 등)의 경우, 대체연료 사용량이 75%에 달하며 동사 또한 현재 33% 수준의 대체연료 사용량을 선진국 수준으로 올릴 계획이다.

삼표시멘트, 시멘트 매출액 추이



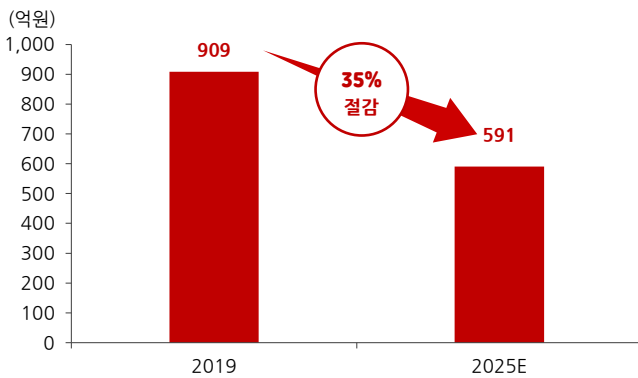
자료: 삼표시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터

삼표시멘트 매출원가율 추이



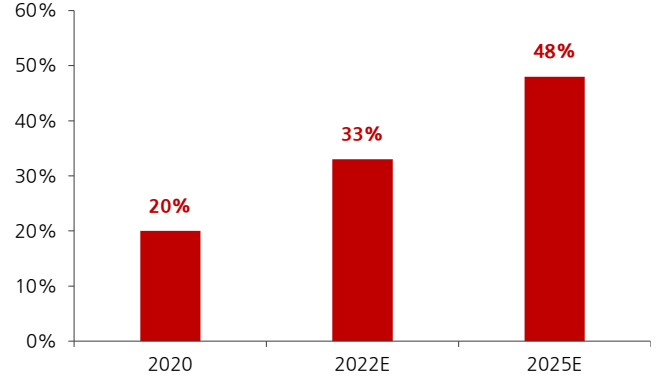
자료: 삼표시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터

연간 연료비 축소 계획



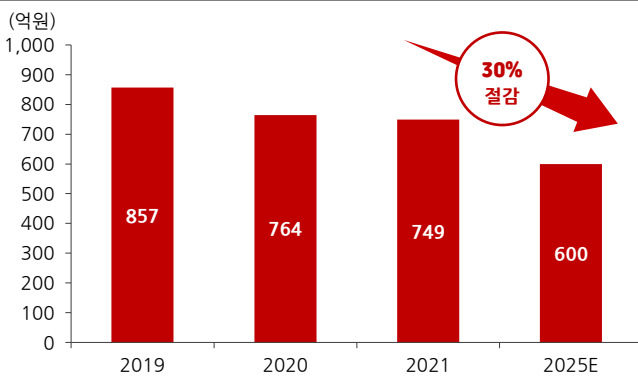
자료: 삼표시멘트, 한국IR협회의 기업리서치센터

삼표시멘트 대체연료 사용 계획



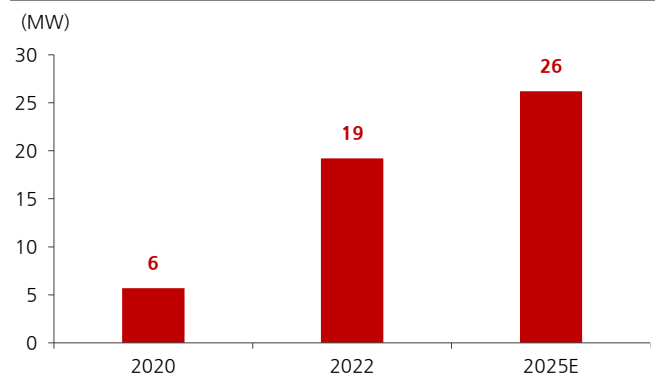
자료: 삼표시멘트, 한국IR협회의 기업리서치센터

연간 전력비 축소 계획



자료: 삼표시멘트, 한국IR협회의 기업리서치센터

삼표시멘트 폐열발전 용량 확대 전망



자료: 삼표시멘트, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 2 신규 폐기물 처리사업 진출 기대

### 시멘트 소성로를 활용한 폐기물 처리사업 진출을 준비 중

동사는 보유 중인 시멘트 소성로를 활용한 폐기물 처리사업 진출을 준비 중이다. 시멘트 소성로는 2000℃ 수준의 고열로 소각이 가능하여 일반 소각장(850℃) 대비 오염물질 배출이 현저히 낮다. 또한 기존 소성로를 활용할 수 있어 추가투자 비용이 적다.

즉, 허가만 받으면 기존 설비를 활용하여 신규 매출 창출이 가능하다는 장점이 있으며, 생활폐기물 뿐 아니라 처리 단가가 높은 지정폐기물 및 건설폐기물 처리도 가능하다.

다만, 소성로를 통한 폐기물 소각은 환경오염시설 통합관리대상 업종 지정 이슈 등 허가를 위한 여러 난관이 존재한다. 또한 질소산화물 배출허용기준 강화 시, 추가 투자 비용이 늘어날 가능성도 있어 시멘트 제조사들의 폐기물 처리 사업 진출에 대한 정부의 스탠스 변화에 주목해야 한다.

동사는 채광 종료 광구를 활용한 매립 사업 진출도 준비 중이다. 동사는 총 139개 광구(5개 채광중, 134개 미채광)를 보유하고 있으며 채광종료광구에 매립사업을 진행할 계획이다. 허가 시, 광구당 연 1,000억원의 매출 발생이 가능할 것으로 기대한다.

삼표시멘트 폐기물 처리 사업 계획

**연료 대체**

- 합성수지(폐비닐, 폐플라스틱)
- 페타이어
- WDF(재생연료유)
- 우드칩(폐목재)

---

**연료 대체**

- 플라이애시(석탄 화력발전소)
- 슬래그(제철소)
- 주물사
- 무기성슬러지


소성로(킬른)를 통한 처리시  
1,500~2,000℃  
고열로 완전연소

유해물배출ZERO

**폐기물 재활용·소성로 처리 품목**

**생활 폐기물**

- 고체연료화 시설
- 고체형 연료(RDF)생산
- 바이오 메탄발전

---

**지정폐기물**

- 소성로를 통한 폐기물 처리
- 지정폐기물 처리 단가
- 2021년 톤당 100만원 ↑

---

**건설 폐기물**

- 건설 폐기물 등 산업에서 발생 하는 폐기물
- 건설 폐기물 처리 단가 156,569원 (한국건설자원협회, 2021년 기준)

자료: 삼표시멘트, 한국R협회의 기업리서치센터

삼표시멘트 매립 비즈니스 계획



**SAMPYO Cement**

삼표시멘트 - 총 139개 광구  
(채광중 5개 / 미채광 134개)



**SAMPYO**

삼표그룹 - 석산 6개 광구

**광구현황**



광구 (시멘트, 그룹)

+

삼표의 인허가 역량

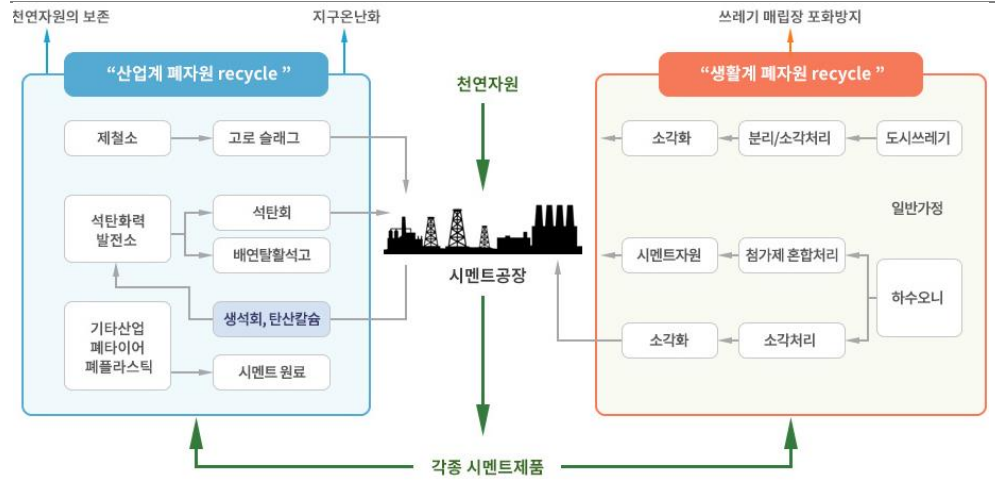
→

매립 비즈니스 확대

광구 당 연간 1,000 ~ 1,500억 매출 발생

자료: 삼표시멘트, 한국R협회의 기업리서치센터

시멘트산업의 폐기물 처리 및 재활용 모식도



자료: 시멘트산업협회, 한국IR협회의 기업리서치센터

**실적 추이 및 전망**

**1 2023년 실적은 원가율이 관건**

올해 상반기  
시멘트 가격 인상 논의 중

2022년 연간실적은 매출액 7,211억원(YoY +26.7%), 영업이익 711억원(YoY +35.0%)을 기록했다. 전년대비 증가한 실적은 시멘트 판가 상승에 기인한다. 동사는 2022년 2번의 가격 인상을 통해 포틀랜드 시멘트 가격은 2021년 내수기준 톤당 62,648원에서 2022년 3분기 기준 77,105원으로 약 23% 인상되었다.

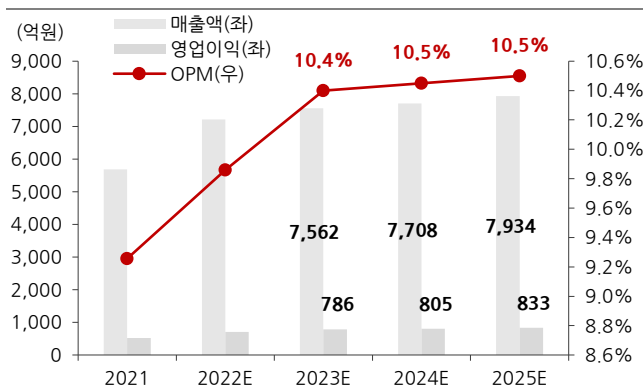
또한 대체연료 및 폐열발전 비율 증가로 원가절감에 성공, 영업이익률은 2021년 9.3%→ 2022년 9.9%로 0.6%p 개선되었다. 동사의 대체연료 및 원료 사용 비중은 매년 증가하고 있는 만큼, 2023년에도 원가절감은 지속될 것으로 기대한다.

상반기에도 시멘트 가격 인상에 대한 논의가 있으나, 유연탄 가격 급락에 따라 당분간 시멘트 가격 인상에 대해서는 보수적인 시각의 접근이 필요할 것으로 판단한다.

또한 2023년은 시멘트 가격 인상 여부와는 별개로 전기료 상승폭이 연간 실적을 결정하는 요소가 될 것으로 전망한다. 또한 건설경기 둔화는 시멘트 수요 감소로 이어질 가능성도 높은 만큼, 2023년 건설경기에 대한 파악도 필요하다.

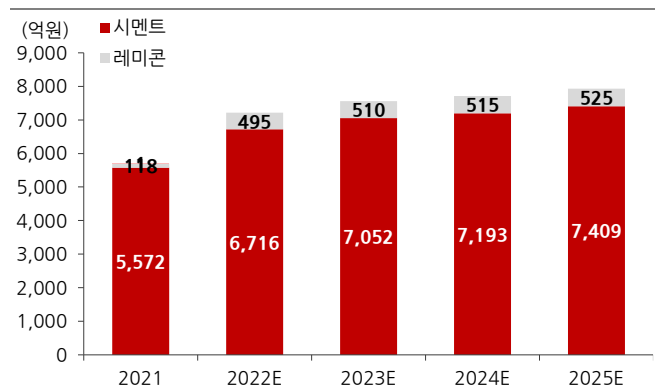
현재 건설시장 분위기가 유지될 경우, 2023년 실적은 대체연료 비율증가에 따라 매출액 7,562억원(YoY +4.9%), 영업이익 786억원(YoY +10.6%) 달성이 전망된다.

삼표시멘트 연간 실적 추이



자료: 삼표시멘트, 한국R협의회 기업리서치센터

삼표시멘트 부문별 매출액 추이



자료: 삼표시멘트, 한국R협의회 기업리서치센터

## 삼표시멘트 실적 전망

(단위: 억원, %)

	2021	2022E	YoY	2023E	2024E	2025E
매출	5,690	7,211	27	7,562	7,708	7,934
시멘트	5,572	6,716	21	7,052	7,193	7,409
레미콘	118	495	321	510	515	525
영업이익	527	711	35	786	805	833
OPM	9.3%	9.9%		10.4%	10.4%	10.5%

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터



## Valuation

### 신규 사업 진출 성공은 동사의 Valuation Re-Rating이 가능한 부분

동사의 2022년 EPS 기준 PER은 12.0배, PBR은 0.5배로 코스닥 평균 PER 22.2배, PBR 2.5배 대비 낮으며, 동종 업계 평균 PER 10.9배, PBR 0.5배 대비 소폭 높은 Valuation을 기록 중이다.

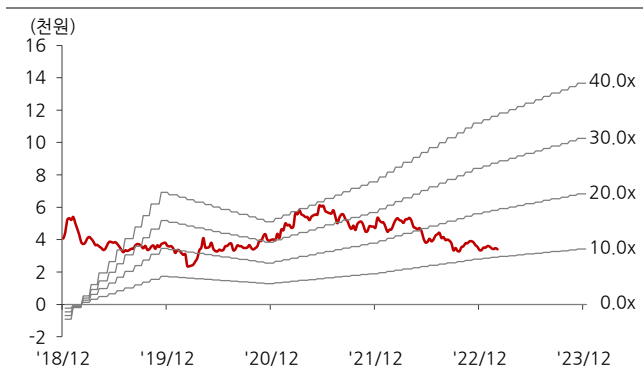
현재 동사 주가는 동종업계와 유사한 Valuation 수준으로 거래되고 있으나, 동사의 과거 5년 평균 PER은 21.8배로 과거 대비 저평가 구간이다. 다만 현재 시장상황 고려 시, 시멘트 산업의 호황기 진입을 예상하기 힘든 만큼 과거 대비 저평가된 Valuation이 동사 주가의 매력도를 대변하지는 못한다는 판단이다.

그러나 동사의 2023년 예상 기준 PBR은 0.5배로 과거 5개년 평균 0.7배 대비 저평가구간인 점은 주목할 만하다. 투자포인트에서 설명한바와 같이 재생원료/연료 사용에 따른 구조적인 원가를 개선은 향후 동사의 핵심경쟁력이 될 가능성이 높다. 향후 이익률 개선 여지가 높은 만큼, 저평가 구간의 PBR은 주가 매수 타이밍으로 판단할 수 있다.

신규 사업 진출 성공은 동사의 Valuation Re-Rating이 가능한 부분이다. 전방산업이 정체된 시멘트 시장과 달리 폐기물 처리 시장은 매년 커지고 있다. IMF는 국내 폐기물 시장이 2025년 약 24조원으로 성장할 것으로 예상하고 있으며, 이에 따른 폐기물 처리업체들의 실적도 크게 증가했다.

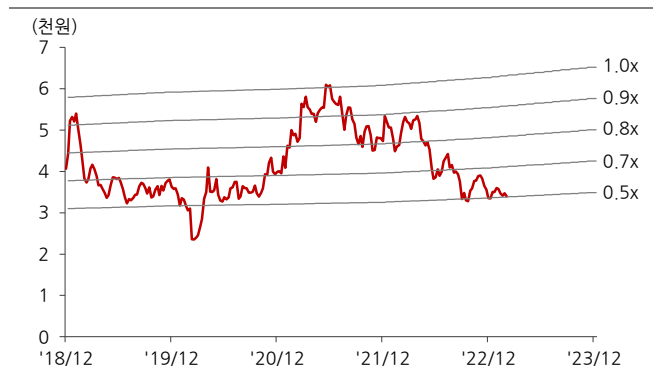
즉, 동사의 폐기물 소각, 매립 사업이 성공적으로 시작될 경우, 실적 성장과 함께 Valuation Re-Rating이 진행될 가능성이 크다.

12m fw PER Band



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

12m fw PBR Band



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 주요 업체 Valuation

(단위: 억원, %, 배)

기업명	시총	매출액		영업이익		P/E			P/B			ROE	
		22E	23E	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E	22E	23E
한일시멘트	8,381	14,876	15,750	1,180	1,410	18.5	9.7	9.2	1.0	0.6	0.6	N/A	6.3
<b>삼표시멘트</b>	<b>3,669</b>	<b>7,211</b>	<b>7,562</b>	<b>711</b>	<b>786</b>	<b>25.0</b>	<b>12.0</b>	<b>9.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>4.5</b>	<b>5.3</b>
아세아시멘트	3,584	10,400	11,370	1,179	1,320	5.0	N/A	4.7	0.5	N/A	0.4	N/A	N/A
한일현대시멘트	3,448	N/A	N/A	N/A	N/A	14.4	N/A	N/A	1.8	N/A	N/A	N/A	N/A
성신양회	2,197	10,304	N/A	7	N/A	64.9	N/A	N/A	1.0	N/A	N/A	N/A	N/A
고려시멘트	814	699	N/A	-113	N/A	26.5	N/A	N/A	1.1	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>평균</b>						<b>25.7</b>	<b>10.9</b>	<b>7.9</b>	<b>1.0</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>		

자료: Quantivise, 한국IR협의회 기업리서치센터, 주: 타사는 컨센서스 기준

## ⚠ 리스크 요인

### 1 원가 상승 속도 및 건설경기 둔화 우려

#### 원가 상승은 가장 큰 리스크

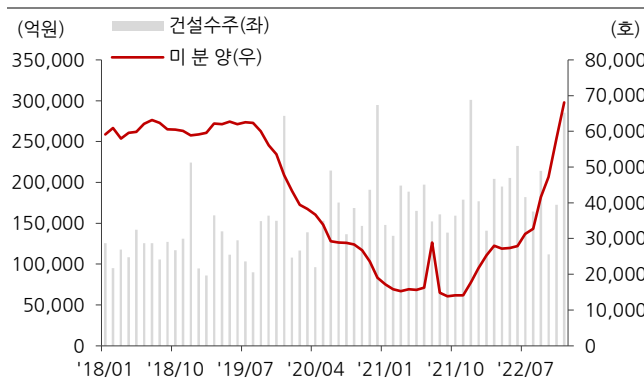
시멘트 제조사에 있어 원가 상승은 가장 큰 리스크다. 2022년은 원가 상승에 맞춰 시멘트 가격인상이 이루어지며 호실적 달성의 해가 되었으나, 이는 물류대란 등 외부요인에 따른 시멘트 공급 부족으로 공급자 우위 시장으로 변한 것에 기인한다.

2023년은 전기료 상승에 따른 원가올 상승 이슈가 지속되고 있으나, 유연탄 가격이 연초 큰 폭으로 하락하며 시멘트 가격 추가 인상에 대해 시멘트 제조사와 레미콘 제조사간의 마찰이 있는 것으로 파악된다. 올해 전기료 가격 상승 속도가 예상보다 빨라질 경우, 이는 동사를 비롯한 시멘트업계에 부담으로 작용할 것으로 보인다.

또한 큰 폭 인상된 시멘트 가격은 건설원가 상승에 영향을 미쳐, 현재 부진한 건설경기에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 건설경기 둔화는 전체 시멘트 수요감소로 이어지는 구조적인 리스크로 단시일내 해소가 어렵다. 특히, 최근 주택분양시장 급랭은 건설 경기둔화의 시발점이 될 수 있어 주의가 필요하다.

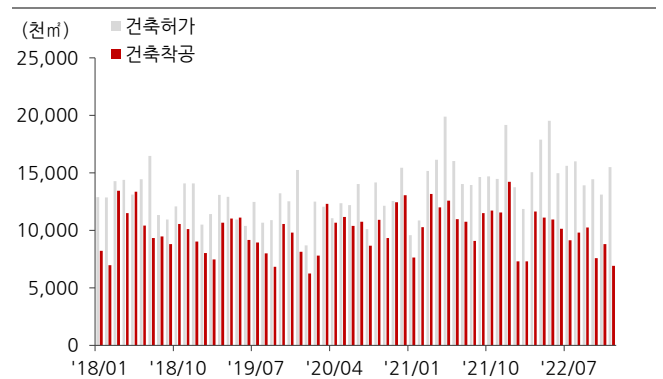
다만, 구조적인 원가 절감이 진행되고 있는 점은 긍정적이다. 대체연료 및 원료 사용 증가에 따른 원가 감소는 구조적인 변화를 통해, 대외 요인을 극복할 수 있는 강점이 될 것이다. 이미 2022년 실적에서 원가절감의 효과가 확인된 만큼, 동사는 현재 기존의 리스크 요인을 조금씩 극복해 나가는 과정에 있다는 판단이다.

건설수주 및 미분양 추이



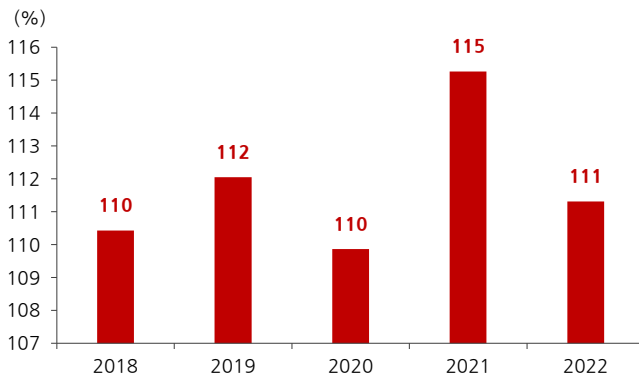
자료: 대한건설협회, 한국R협의회 기업리서치센터

건축허가 및 건축착공 현황



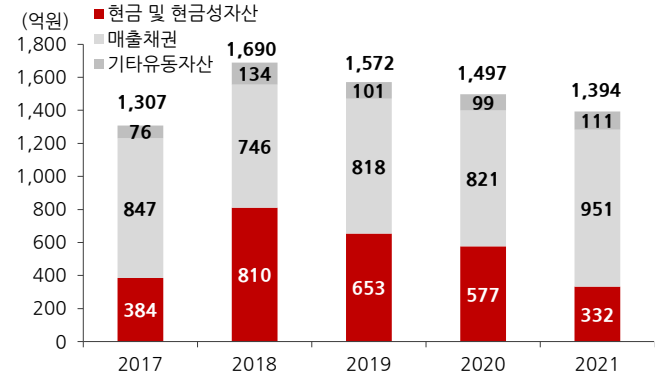
자료: 대한건설협회, 한국R협의회 기업리서치센터

부채비율 추이



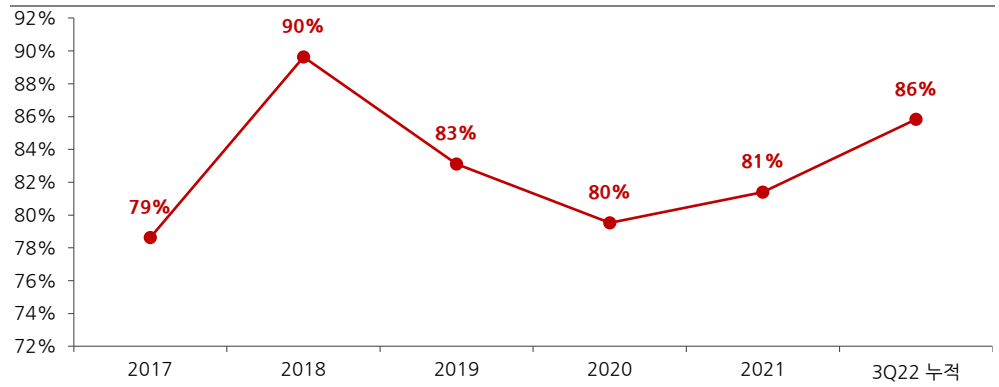
자료: 삼표시멘트, 한국IR협회의 기업리서치센터

연간 현금성자산 추이



자료: 삼표시멘트, 한국IR협회의 기업리서치센터

원가율 추이



자료: 삼표시멘트, 한국IR협회의 기업리서치센터

**포괄손익계산서**

(억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	5,432	5,690	7,211	7,562	7,708
증가율(%)	-8.8	4.8	26.7	4.9	1.9
<b>매출원가</b>	4,319	4,632	5,841	6,050	6,159
매출원가율(%)	79.5	81.4	81.0	80.0	79.9
<b>매출총이익</b>	1,112	1,058	1,370	1,512	1,549
매출이익률(%)	20.5	18.6	19.0	20.0	20.1
<b>판매관리비</b>	495	532	659	726	744
판매비율(%)	9.1	9.3	9.1	9.6	9.7
<b>EBITDA</b>	1,195	1,155	1,445	1,519	1,558
EBITDA 이익률(%)	22.0	20.3	20.0	20.1	20.2
증가율(%)	17.8	-3.3	25.1	5.1	2.6
<b>영업이익</b>	617	527	711	786	805
영업이익률(%)	11.4	9.3	9.9	10.4	10.4
증가율(%)	28.3	-14.6	35.0	10.6	2.4
<b>영업외손익</b>	-356	-308	-332	-320	-299
금융수익	31	18	18	18	18
금융비용	216	232	231	223	220
기타영업외손익	-171	-94	-118	-114	-96
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	261	219	379	467	507
증가율(%)	-2.2	-16.2	73.4	23.0	8.5
법인세비용	124	15	77	98	111
계속사업이익	137	203	302	369	395
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	137	203	302	369	395
당기순이익률(%)	2.5	3.6	4.2	4.9	5.1
증가율(%)	-26.2	48.4	48.7	22.0	7.1
지배주주지분 순이익	137	203	303	369	395

**현금흐름표**

(억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	928	327	1,216	1,136	1,172
당기순이익	137	203	302	369	395
유형자산 상각비	556	606	712	710	731
무형자산 상각비	23	23	22	22	22
외환손익	2	11	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-10	-644	142	-1	-11
기타	220	128	38	36	35
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-465	-1,065	-754	-821	-952
투자자산의 감소(증가)	0	0	-3	-1	-0
유형자산의 감소	57	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-522	-872	-750	-820	-952
기타	0	-194	-1	0	0
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	-540	493	-271	-256	-251
차입금의 증가(감소)	-372	71	-200	-170	-165
사채의증가(감소)	0	600	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-54	-69	-71	-86	-86
기타	-114	-109	0	0	0
<b>기타현금흐름</b>	-0	0	-47	-47	-47
<b>현금의증가(감소)</b>	-76	-245	144	13	-77
기초현금	653	577	332	476	489
기말현금	577	332	476	489	412

**재무상태표**

(억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	2,053	2,194	2,632	2,750	2,716
현금성자산	577	332	476	489	412
단기투자자산	0	4	5	5	5
매출채권	821	951	1,094	1,147	1,169
재고자산	556	797	917	961	980
기타유동자산	99	111	141	147	150
<b>비유동자산</b>	11,440	11,929	11,948	12,036	12,236
유형자산	8,798	9,263	9,301	9,411	9,632
무형자산	2,262	2,242	2,220	2,198	2,176
투자자산	35	52	55	55	56
기타비유동자산	345	372	372	372	372
<b>자산총계</b>	13,493	14,123	14,580	14,786	14,952
<b>유동부채</b>	3,066	3,439	3,614	3,527	3,403
단기차입금	326	800	750	700	650
매입채무	255	294	373	391	399
기타유동부채	2,485	2,345	2,491	2,436	2,354
<b>비유동부채</b>	3,997	4,123	4,199	4,220	4,222
사채	0	603	603	603	603
장기차입금	2,837	2,209	2,109	2,089	2,074
기타비유동부채	1,160	1,311	1,487	1,528	1,545
<b>부채총계</b>	7,064	7,562	7,813	7,747	7,625
지배주주지분	6,428	6,559	6,765	7,038	7,326
자본금	537	540	540	540	540
자본잉여금	2,311	2,259	2,259	2,259	2,259
자본조정 등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	-42	-38	-38	-38	-38
이익잉여금	3,624	3,800	4,006	4,279	4,567
<b>자본총계</b>	6,429	6,561	6,767	7,039	7,327

**주요투자지표**

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
P/E(배)	31.2	25.0	12.0	9.9	9.3
P/B(배)	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
P/S(배)	0.8	0.9	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	7.2	9.2	6.1	5.7	5.5
배당수익률(%)	1.9	1.6	2.7	2.6	2.9
EPS(원)	128	189	280	342	366
BPS(원)	5,988	6,078	6,269	6,521	6,788
SPS(원)	5,059	5,295	6,682	7,007	7,143
DPS(원)	75	75	90	90	100
<b>수익성(%)</b>					
ROE	2.1	3.1	4.5	5.3	5.5
ROA	1.0	1.5	2.1	2.5	2.7
ROIC	2.8	4.4	4.6	5.0	5.0
<b>안정성(%)</b>					
유동비율	67.0	63.8	72.8	78.0	79.8
부채비율	109.9	115.3	115.5	110.1	104.1
순차입금비율	66.4	83.5	75.8	70.3	66.3
이자보상배율	3.1	2.7	3.4	3.9	4.1
<b>활동성(%)</b>					
총자산회전율	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	6.6	6.4	7.1	6.7	6.7
재고자산회전율	9.2	8.4	8.4	8.1	7.9

## Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치 센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.)