



# 시멘트

**비중확대 (유지)**

**4Q23 Review: 업체별 차별화 시작**

**신한투자증권**  
기업분석부

이지우 연구원  
☎ 02-3772-1578  
✉ jwlee8991@shinhan.com

김선미 연구위원  
☎ 02-3772-1514  
✉ sunmi.kim@shinhan.com



신한 리서치  
투자정보

## 국내 시멘트사 4Q23 실적 Review 및 업종전망

### 4Q23 가격 효과 지속, 그러나 업체별 차별화 심화

시멘트사 4Q23 Review:  
가격 인상 효과의 지속,  
그러나 일회성 요인으로  
인한 차별화

4Q23 국내 시멘트사(5개사 기준) 실적은 매출액 YoY -5.3%, 영업이익 +12.7%로 마무리됐다. 시멘트 내수출하량은 5% 하락했으나, 가격 인상 효과가 지속돼 영업이익 기준 YoY 성장세는 유지됐다. 다만, 일회성 요인에 따라 업체별로 차별화된 모습이다. 한일시멘트와 아세아시멘트 실적은 견조했으나, 쌍용C&E는 환경사업부 악화 지속으로 연결실적이 YoY 대폭 하락했다. 삼표시멘트는 대손상각비 반영과 탄소배출권 매각 수익 감소 등으로 전년 대비 영업이익이 하락한 반면, 성신양회는 4Q22 낮았던 실적의 기저효과로 양호한 추세를 보였다.

출하량 하락기엔 소형사  
가 실적 방어에 불리

업체별 차별화는 2024년 심화될 것으로 예상된다. 출하량 하락기엔 점유율이 상대적으로 작은 소형사들의 타격이 더 클 수밖에 없다. 생산규모 감소 시 가동률 저하로 인한 고정비 부담이 대형사보다 크기 때문이다. 상반기엔 시멘트 및 레미콘 가격 인상분이 반영되고, 2분기 전기요금도 동결되며 출하량 축소를 어느정도 상쇄하겠지만, 하반기로 갈수록 수익성 측면에서 차별양상은 부각될 전망이다.

1Q 출하량 감소폭은  
확대, 가격 할인은 아직

### 이전과 다른 시멘트업종 양상, 지금은 출하량보다 가격 방어가 효과적

결국 가격 방어가 중요하다. 통상 1분기는 시멘트업종 비수기이고, 작년 하반기 착공물량이 급감해 출하량 감소폭은 확대될 전망이다. 이에 가격 경쟁이 시작될 우려가 크나, 가격 할인은 아직 나타나지 않은 것으로 파악된다. 가격 인상분이 모두 반영된 후 할인이 나타난다고 해도, 그 강도는 제한될 것으로 예상된다.

양호한 재무구조,  
완화된 경쟁강도로 이전  
과는 다른 양상

과거 3차례의 가격 경쟁 양상을 살펴보면, 지금과는 상황이 다르다.

3차례 모두 출하량이 감소하는 국면에서 M/S를 조금이라도 더 차지하기 위한 업체들의 생존싸움에서 촉발됐다. 당시엔 7~10개사 정도의 경쟁 구도에서 M/S 차이로 실적과 재무구조가 크게 갈릴 수 있었다. 하지만 현재는 더 이상 경쟁을 시작할 만큼 M/S 확보가 급박한 상황이 아니다. 1) 2023년말 기준 시멘트사들의 합산 영업현금흐름은 9,700억원으로(YoY +128.4%) 재무구조가 안정된 모습이고, 2) 당시 경쟁을 촉발했던 3사(한일, 아세아(한라), 삼표)의 합산 점유율도 60% 정도까지 상승했다. 또한 반복된 가격 경쟁으로 장기간 확대됐던 공시가격과 판매가격의 괴리가 이제서야 축소되고 있어 여기서 괴리를 더 늘릴 여지는 적다.

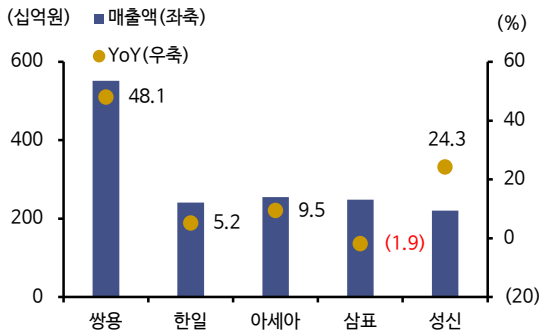
시멘트사들에게 중요한 건 이제 M/S 경쟁이 아닌 가격 방어이다. 1Q24 분양물량이 YoY 회복을 보였고, 정부가 공공부문 공사비 증액을 계획하는 등 착공물량이 반등할 만한 환경이 서서히 조성되고 있다. 2024년 이후 출하량 반등을 기대하며 흑ان기를 버티기 위해 가격 방어에 힘쓰는 것이 시멘트사들의 생존에 더 유리하다. 과거 반복됐던 '가격 상승 - 실적 기대 - 가격 경쟁 - 실적 악화'란 악순환의 고리를 끊고 달라진 모습을 보여줄 타이밍이다.

### 국내 시멘트사 실적 추이

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	QoQ	YoY
<b>매출액</b>										
쌍용	376.2	486.3	474.7	627.7	491.4	555.7	420.4	401.9	(4.4)	(36.0)
아세아	196.8	278.3	269.8	295.2	265.5	332.4	288.4	314.1	8.9	6.4
한일	284.2	411.1	372.1	420.1	387.1	494.1	424.5	493.8	16.3	17.5
삼표	154.2	175.1	166.8	225.0	199.1	220.3	180.5	223.7	23.9	(0.5)
성신	197.9	288.1	268.1	276.4	235.7	306.8	258.8	312.1	20.6	12.9
<b>영업이익</b>										
쌍용	0.4	52.0	36.1	132.2	(1.7)	49.3	47.6	88.9	86.9	(32.7)
아세아	3.7	41.3	35.7	37.2	15.9	47.0	43.8	40.3	(8.0)	8.2
한일	(3.6)	64.3	24.8	32.5	27.3	84.9	69.6	64.7	(7.0)	99.3
삼표	2.8	12.9	16.5	38.9	8.0	31.9	24.5	20.3	(17.4)	(47.9)
성신	2.7	13.9	5.7	(20.4)	(4.9)	33.6	10.5	34.2	227.5	흑전

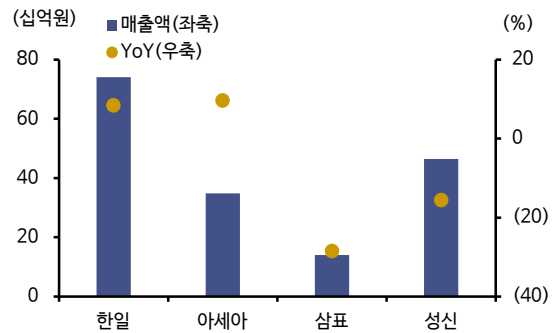
자료: Quantwise, 신한투자증권

### 업체별 4Q23 시멘트 사업부 매출액



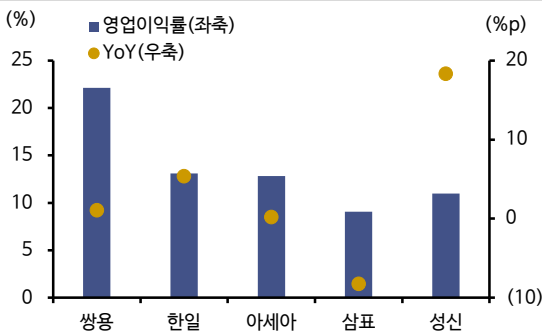
자료: 전자공시, 신한투자증권  
주: 연결실적 기준

### 업체별 4Q23 레미콘 사업부 매출액



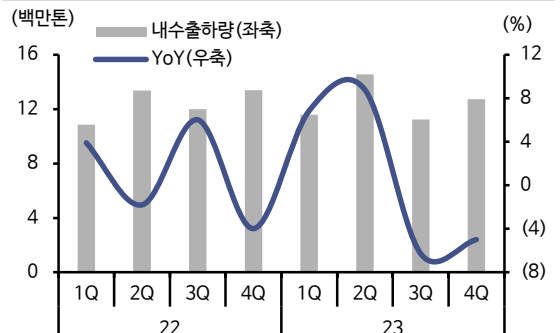
자료: 전자공시, 신한투자증권  
주: 연결실적 기준

### 업체별 4Q23 영업이익률



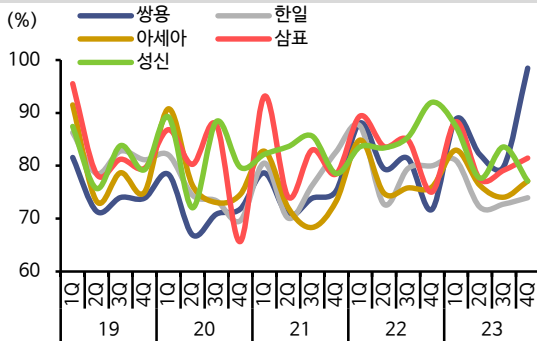
자료: 전자공시, 신한투자증권  
주: 연결실적 기준

### 시멘트 내수출하량 추이



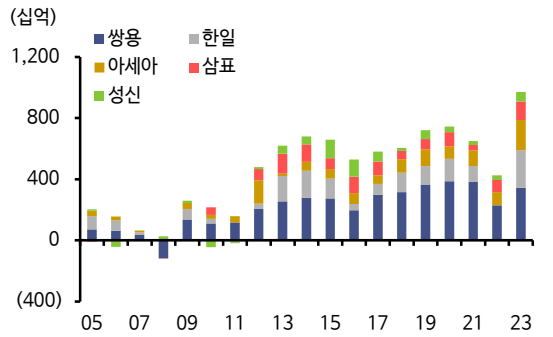
자료: 신한투자증권 추정

### 국내 시멘트사 원가율 추이



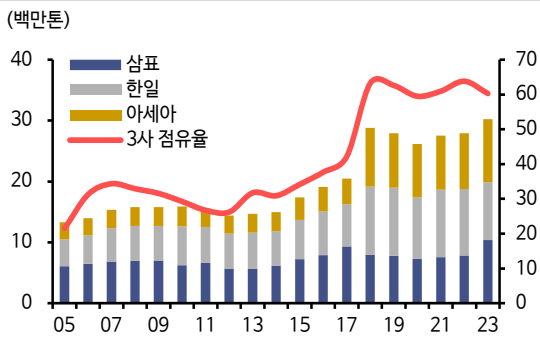
자료: Quantiwise, 신한투자증권

### 국내 시멘트사 합산 영업현금흐름 추이



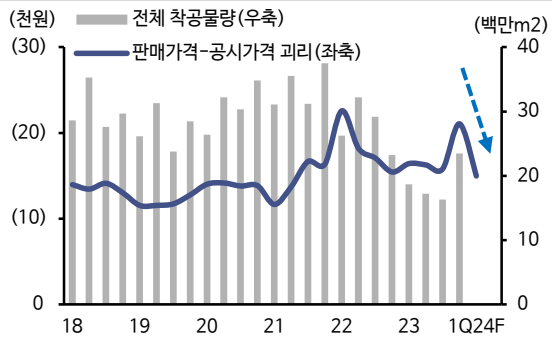
자료: Quantiwise, 신한투자증권

### 시멘트 3사(한일, 아세아, 삼표) 내수출하량 및 점유율



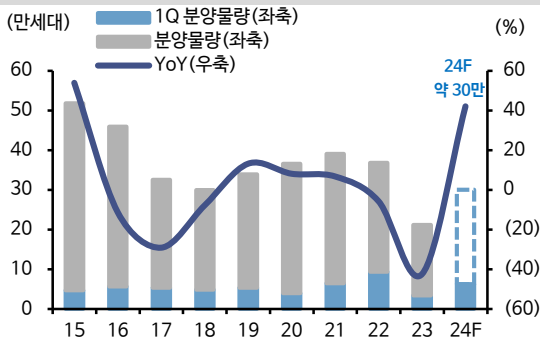
자료: 한국시멘트협회, 신한투자증권 추정

### 시멘트 판매가격 - 공시가격 괴리 추이



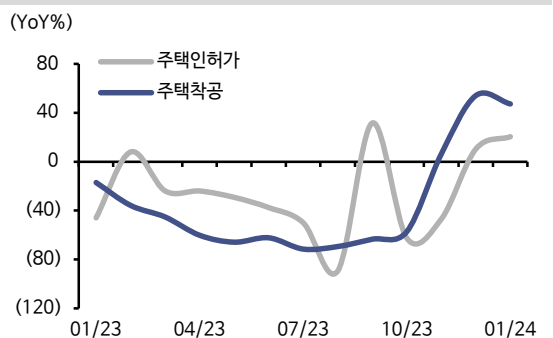
자료: 한국시멘트협회, 신한투자증권 추정

### 아파트 분양물량 추이



자료: 부동산114, 신한투자증권

### 주택인허가 및 주택착공 세대수 YoY 추이



자료: 국토교통부, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이

### 쌍용C&E (003410)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 02월 02일	매수	7,200		

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### 한일시멘트 (300720)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 02월 02일	매수	17,300		

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### 아세아시멘트 (183190)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 02월 02일	매수	14,600		

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이지우, 김선미)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 3월 20일 기준)

매수 (매수)	92.27%	Trading BUY (중립)	6.01%	중립 (중립)	1.72%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------