

## 한일시멘트(003300)

매수(유지) / TP: 158,000원(상향)

주가(4/18, 원)	109,500
시가총액(십억원)	826
발행주식수(백만)	8
52 주 최고/최저가(원)	119,500/71,100
일평균 거래대금(6 개월, 백만원)	1,061
유동주식비율(%)	45.7
외국인지분율(%)	10.1
주요주주(%)	허기호 외 22 인 46.2
	국민연금 7.3

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2015A	1,377	121	58	8,302	(37.0)	171	12.7	3.7	0.5	4.1	1.4
2016A	1,441	102	81	11,653	40.4	154	6.5	2.0	0.4	5.5	2.1
2017F	1,493	126	82	11,798	1.2	179	8.3	2.9	0.5	5.4	1.6
2018F	1,507	144	95	13,693	16.1	197	7.1	2.6	0.4	6.1	1.6
2019F	1,527	153	101	14,540	6.2	206	6.7	2.5	0.4	6.2	1.6

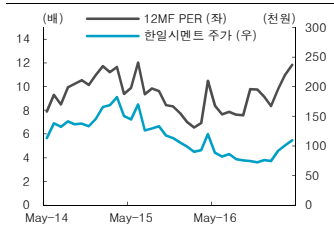
주: 순이익은 지분법적용 순이익

### 업계 consolidation 의 주역

#### 주가상승률

	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가(%)	24.6	36.2	13.7
상대주가(%p)	25.3	30.9	6.8

#### 12MF PER 추이



**목표주가 158,000원으로 상향:** 한일시멘트의 목표주가를 158,000원으로 21% 상향한다. 목표주가 산정 시 기준에는 2017F~2018F BPS에 역사적 평균 PBR 0.6배를 적용했으나 몰탈가격 안정화를 반영해 절대 PBR 방식으로 변경했다. Risk free rate 1.8%, risk premium 6.0%, 2017~2018F ROE 5.7%를 고려한 목표 PBR 은 0.74배다. 역사적 최고 PBR은 1.0배, 최저 PBR은 자회사 한일건설의 리스크가 불거졌던 2011년의 0.2배다.

일본 시멘트 업체들의 PBR은 업계가 파편화됐던 1999년까지 0.6배에 불과했지만 태평양 시멘트와 스미토모시멘트 등이 연속적인 M&A로 점유율을 40%로 끌어올린 이후 가격 인상이 용이해지며 2000년대 중반에 1.6~2.0배로 상승했다. 현재 PBR은 1.2배로 시장 대비 할증 상태다. 한국보다 10여년 이상 앞서 구조조정을 거친 일본 시멘트 업계의 시사점은 크다.

**현대시멘트 인수, 그 이후:** LK파트너스와 컨소시엄으로 현대시멘트 지분 89% 인수에 성공하며 업계 1위로 부상했다. 인수가격은 약 6,200억원으로 LK파트너스의 지분율은 알려지지 않았지만 절반으로 가정해도 인수 여력이 충분하다. 2016년 말 기준 순현금이 2,200억원이고 최근 회사채 1,700억원 증액 발행에 성공했기 때문이다. 매년 1,700억원의 EBITDA를 창출해 왔기에 3~4년 뒤에는 충분히 인수에 사용된 차입금을 상환할 수 있다.

현대시멘트가 동종 업체에 인수되며 60년 시멘트 역사상 처음으로 player가 감소했지만 업계 재편은 아직 끝나지 않았다. 사모펀드가 주인인 쌍용양회와 한라시멘트는 3~5년 내 재매각할 가능성이 높다. 이후 가장 좋은 시나리오는 동종업체가 인수합병하는 'buildup' 전략을 사용하는 것이다. Buildup 전략은 점유율이 분산된 산업에서 수 차례 M&A를 통해 높은 점유율을 갖는 기업을 만드는 전략이다. 시멘트 업체 중 부채비율이 50% 이하이고, 순현금 구조를 유지하는 업체는 한일시멘트와 아세아시멘트뿐이다. 아세아시멘트의 점유율은 10%에 불과해 합병 효익이 작다는 점에서 한일시멘트가 중장기적으로 유력한 인수 주체로 거론될 전망이다.

**몰탈 단가 인상:** 한일시멘트는 2016년 4분기, 몰탈가격 인상을 발표하며 2015년 이후의 길고 지루한 가격출혈이 마무리 단계에 들어갔다. 올 들어 포장용 몰탈가격을 10% 인상해 건자재 유통점에 통보하기 시작했다. 3월 말 삼표도 10% 이상의 몰탈가격 인상을 통보했다. 몰탈시장의 주요 player들이 가격 현실화에 나서며 하반기부터는 건설사에 납품하는 벌크용 몰탈가격도 정상화될 전망이다. 우리는 하반기부터 가격 인상이 적용될 경우 한일시멘트의 몰탈 영업이익은 230억원으로 전년대비 321억원 늘어날 것으로 추정한다.

이경자 3276-6155  
kyungja.lee@truefriend.com

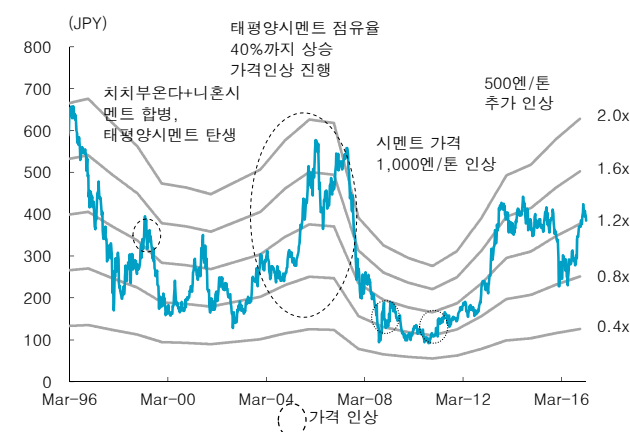
허나라 3276-4126  
narae.heo@truefriend.com

몰탈 단가 인상이 중요한 것은 2015년부터 시작된 ‘3차 가격경쟁’의 종식을 의미하기 때문이다. 몰탈은 물론 시멘트 가격도 예년대비 하락했다. 시멘트 가격도 1분기부터 인하 분위기가 점차 완화돼 성수기인 2분기부터는 회복될 것으로 예상된다. 통상 가격 인하는 점유율 확대의 목적이 크지만 현대시멘트를 인수해 단숨에 점유율을 10% 끌어 올린 한일시멘트로서는 가격 인하의 효용이 낮다. 게다가 사모펀드가 주인인 쌍용양회와 한라시멘트가 우선적으로 가격 부양에 나설 가능성이 높다.

**GTX, 수도권 인프라 투자:** 시멘트 출하량이 가장 크게 늘었던 시기는 2009년 4대강 사업을 할 때다. 통상 시멘트 시장을 주택시장과 연관 짓지만 인프라, 특히 철도 건설 시 시멘트 업계에 미치는 영향이 크다. 최근 정부는 GTX 사업의 타당성 검토를 마치고 늦어도 2018년 말 착공하기로 결정했다. 아직 3개 노선만 결정됐지만 노선이 추가될 가능성이 높다. 1개 노선당 4조원의 사업비가 소요되는 대규모 투자이자 수도권 중심의 인프라 프로젝트라 한일시멘트와 같은 내륙사부터 수혜를 누릴 것이다.

올해부터 주택 공급이 점차 줄어들어 2018년 하반기 이후 시멘트 출하량에 대한 우려가 크지만 늘어나는 인프라 투자 덕에 시멘트 출하량은 쉽게 꺾이지 않을 것이다. 중장기적으로 Q와 C보다, P가 가장 큰 변수이며 처음 시작된 시멘트 시장재편에 주목하는 이유다.

[그림 72] 태평양시멘트 PBR 밴드



자료: 태평양시멘트, 한국투자증권

[그림 73] 한일시멘트 PBR 밴드



자료: 한일시멘트, 한국투자증권

<표 15> 한일시멘트 실적추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출	287	383	375	397	302	382	384	425	1,268	1,321	1,377	1,441	1,493	1,507
YoY	5.8%	-0.9%	5.4%	8.7%	5.2%	-0.3%	2.5%	7.5%	11.9%	4.2%	4.2%	4.6%	3.6%	0.9%
1) 시멘트	92	122	110	114	96	121	119	113	416	431	429	438	448	460
2) 레미콘	98	119	113	116	89	107	103	141	363	367	402	446	440	442
3) 레미탈	55	79	74	82	79	89	82	69	265	288	275	289	320	320
4) 기타	41	64	78	85	38	65	80	102	224	235	272	268	285	285
영업이익	-	37	29	35	3	41	31	51	140	127	121	102	126	144
영업이익률	-0.1%	9.7%	7.9%	8.9%	0.9%	10.8%	8.1%	11.9%	11.0%	9.6%	8.8%	7.0%	8.4%	9.6%
YoY	NM	-22.0%	-29.0%	136.7%	NM	11.1%	4.6%	45.8%	0.0%	-8.9%	-5.1%	-15.8%	23.7%	14.9%
1) 시멘트	1	22	18	21	4	21	19	18	64	60	51	62	62	64
2) 레미콘	1	10	9	9	2	8	4	9	22	16	23	29	23	23
3) 레미탈	(3)	(3)	(1)	(2)	1	6	5	10	32	30	22	(9)	23	24
4) 기타	1	8	4	7	(4)	6	3	13	22	22	25	20	18	33
세전이익	13	38	(12)	91	3	39	29	49	111	118	114	130	120	138
순이익	10	29	(18)	63	2	29	22	31	83	95	65	84	84	97
(지배주주)	9	28	(19)	62	1	28	21	31	80	91	58	80	81	94

자료: 한일시멘트, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	848	948	898	981	994
현금성자산	319	348	299	301	305
매출채권및기타채권	306	345	343	377	382
재고자산	96	110	105	151	153
비유동자산	1,302	1,211	1,416	1,425	1,437
투자자산	212	190	197	198	201
유형자산	988	892	896	901	905
무형자산	40	94	97	98	99
자산총계	2,151	2,158	2,314	2,406	2,431
유동부채	440	378	474	496	445
매입채무및기타채무	267	260	254	256	260
단기차입금및단기사채	70	37	37	37	42
유동성장기부채	64	17	17	17	17
비유동부채	242	252	258	261	265
사채	70	130	130	130	130
장기차입금및금융부채	41	20	22	24	26
부채총계	682	630	732	758	710
지배주주지분	1,433	1,485	1,536	1,600	1,671
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	28	28	28	28	28
기타자본	(40)	(39)	(39)	(39)	(39)
이익잉여금	1,345	1,419	1,489	1,573	1,663
비지배주주지분	36	43	46	48	51
자본총계	1,469	1,528	1,582	1,648	1,721

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	129	41	244	96	96
당기순이익	65	84	85	98	104
유형자산감가상각비	49	51	51	51	51
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	25	(49)	103	(57)	(63)
기타	(11)	(46)	3	2	2
투자활동현금흐름	69	102	(281)	(81)	(85)
유형자산투자	(26)	(95)	(56)	(56)	(56)
유형자산매각	54	196	0	0	0
투자자산순증	(64)	(8)	(25)	(20)	(21)
무형자산순증	(2)	(16)	(5)	(2)	(3)
기타	106	25	(195)	(3)	(5)
재무활동현금흐름	(72)	(57)	(12)	(12)	(7)
자본의증가	(1)	(0)	0	0	0
차입금의순증	(61)	(47)	2	2	7
배당금지급	(10)	(10)	(11)	(11)	(11)
기타	(0)	(0)	(3)	(3)	(3)
기타현금흐름	7	(57)	0	0	0
현금의증가	132	28	(49)	3	4

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	1,377	1,441	1,493	1,507	1,527
매출원가	1,117	1,199	1,228	1,222	1,234
매출총이익	260	242	266	284	293
판매관리비	140	140	140	140	140
영업이익	121	102	126	144	153
금융수익	7	8	6	6	6
이자수익	7	8	6	6	6
금융비용	13	7	7	7	7
이자비용	13	7	7	7	7
기타영업외손익	(1)	27	(5)	(5)	(5)
관계기업관련손익	0	1	1	1	1
세전계속사업이익	114	130	121	140	148
법인세비용	49	46	36	42	44
연결당기순이익	65	84	85	98	104
지배주주지분순이익	58	81	82	95	101
기타포괄이익	(1)	(20)	(20)	(20)	(20)
총포괄이익	64	64	65	78	84
지배주주지분포괄이익	57	61	62	75	81
EBITDA	171	154	179	197	206

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	8,302	11,653	11,798	13,693	14,540
BPS	195,021	201,876	208,682	217,217	226,526
DPS	1,500	1,600	1,600	1,600	1,600
성장성(% YoY)					
매출증가율	4.2	4.6	3.6	0.9	1.3
영업이익증가율	(5.1)	(15.8)	23.7	14.9	5.8
순이익증가율	(37.0)	40.4	1.2	16.1	6.2
EPS 증가율	(37.0)	40.4	1.2	16.1	6.2
EBITDA 증가율	(2.6)	(9.9)	16.2	10.5	4.3
수익성(%)					
영업이익률	8.8	7.0	8.4	9.6	10.0
순이익률	4.2	5.6	5.5	6.3	6.6
EBITDA Margin	12.4	10.7	12.0	13.1	13.5
ROA	3.0	3.9	3.8	4.2	4.3
ROE	4.1	5.5	5.4	6.1	6.2
배당수익률	1.4	2.1	1.6	1.6	1.6
배당성향	18.1	13.7	13.6	11.7	11.0
안정성					
순차입금(십억원)	(169)	(264)	(222)	(226)	(226)
차입금/자본총계비율(%)	16.7	13.3	12.7	12.2	12.0
Valuation(X)					
PER	12.7	6.5	8.3	7.1	6.7
PBR	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	3.7	2.0	2.9	2.6	2.5

#### ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 18일 현재 한일시멘트, LG하우시스, 아세아시멘트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

#### ■ 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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.