

# 한일시멘트(003300)

## 지주사 전환 후 가치 분석

### 7월 지주사 전환 예정

한일시멘트는 오는 29일 주주총회에서 인적분할 안건이 의결되면 7월 1일, 지주사 체제로 전환한다. 분할존속회사인 한일홀딩스는 자회사를 관리하는 투자회사 역할을, 분할신설회사인 한일시멘트는 시멘트업을 영위하게 된다. 분할등기 예정 일은 7월 2일, 거래 정지는 6월 29일부터 8월 5일까지다. 한일홀딩스의 자산은 1.0조원, 부채 3,670억원, 한일시멘트의 자산은 1.3조원, 부채 4,530억원이다.

### 한일홀딩스 밑으로 계열사들의 병렬식 나열

사측은 분할 목적을 전문적이고 신속한 의사결정이 가능한 지배구조 체제 확립이라고 밝혔다. 이는 지주사 전환을 결정한 타 회사들과 같은 문구다. 지주사 전환 이후, 한일홀딩스가 지주사 역할을 하고 한일시멘트와 현대시멘트 등은 한일홀딩스의 자회사로 편입될 전망이다. 이는 인수한 한라시멘트를 아세아시멘트의 종속회사로 편입시킨 아세아그룹과 다른 모습이다. 이로써 허기호 회장→한일홀딩스→한일시멘트 및 계열사로 이어지는 지배구조가 완성된다. 현재 한일시멘트의 대표이사인 허기호 회장의 지분율은 10.1%에 불과하다. 8.1%인 자사주를 활용하고 인적분할 후 지주사의 유상증자, 사업회사 지분간 스왑 과정을 통해 오너 및 특수관계자의 지주사 지배력 확대가 용이해질 것이다.

### 목표주가 220,000원으로 상향, 목표주가 도달시 PBR 1배

지주사 체제로 전환 시 존속회사와 분할회사의 합산 시가총액은 1.6조원으로 추정돼 목표주가를 220,000원으로 10% 상향한다. 이는 PBR 1배 수준이며, peer인 쌍용양회의 PBR 대비 80% 할인된 수준이다. 쌍용양회의 5%대 고배당률이 할증요인이긴 하나, 1) 한일시멘트 역시 지주사 전환의 과정에서 장부가 3,960억원의 비핵심자산의 매각과 재평가가 예상돼 book value의 할인이 축소될 필요가 있다. 2) 작년 4분기부터 시작된 시멘트 업계의 출혈경쟁은 올 1분기가 최고조였고 2분기부터 점차 완화돼 하반기부터 이익 개선이 예상된다. 한일시멘트는 시멘트 가격 1% 인상 시 연결기준 영업이익이 6.5% 증가하는 효과가 있다. 3) 상기 요인들을 바탕으로 배당 확대 등 주주가치 제고를 기대한다.

### 매수(유지)

목표주가: 220,000원(상향)

#### Stock Data

KOSPI(5/11)	2,478
주가(5/11)	169,000
시가총액(십억원)	1,275
발행주식수(백만)	8
52주 최고/최저가(원)	172,500/105,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,390
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.9/10.0
주요주주(%)	허기호 외 19 인
	46.1
	국민연금
	7.7

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	47.0	14.6	33.1
KOSPI 대비(%p)	45.6	17.1	25.2

#### 주가추이



자료: WISEfn

#### 이경자

kyungja.lee@truefriend.com

#### 김치호

chiho.kim@truefriend.com

## 분할 후 가치 분석

인적분할 전 허기호 회장과 허정섭 명예회장, 중원(중원은 한일시멘트 지분을 3.98% 보유하고 있으며 허기호 회장이 중원 지분 38.09% 보유)이 보유한 지분은 총 20.7%이다. 인적분할과 출자전환 후 허기호 회장 외 특수관계자의 한일홀딩스 지분율은 36.7%로 상승하게 된다. 이를 통해 대주주의 한일홀딩스 그룹 지배력이 높아질 전망이다.

〈표 1〉 분할 전 후 지배구조 추정

	분할 전 지배구조		분할 후 시가총액		출자전환 후 예상 지분율	
	주식수	지분율	한일홀딩스	한일시멘트	한일홀딩스	한일시멘트
선설 지주회사					NM	28.8
1) 허기호 회장/중원/허정섭	1,563,100	20.7	119	145	36.7	0.0
2) NPS	548,628	7.3	42	51	5.8	7.3
3) 자사주	608,300	8.1	46	56	6.4	0.0
4) 기타	4,825,285	64.0	367	448	51.1	64.0
합계	7,545,313	100.0	575	700	100.0	100.0

자료: 한일시멘트, 한국투자증권

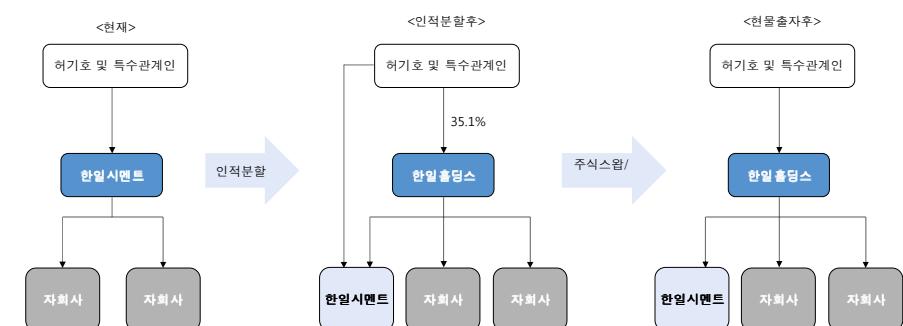
〈표 2〉 한일시멘트 주요 주주 지분 변동내역

(단위: 주, %)

성명	2016년 초		2016년 말		2018/3/31		
	주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율	관계
허기호	442,915	5.87	589,000	7.81	763,100	10.11	본인
허정섭	600,000	7.95	600,000	7.95	500,000	6.63	아버지
허동섭	450,170	5.97	350,170	4.64	350,170	4.64	숙부
허진영	2,979	0.04	—	—	—	—	사촌
중원(주)	186,718	2.47	239,652	3.18	300,000	3.98	개인회사
허진성	6,371	0.08	6,371	0.08	—	—	사촌
허진훈	4,224	0.06	4,224	0.06	—	—	사촌
문보미	8,465	0.11	8,465	0.11	—	—	사촌

자료: 한일시멘트, 한국투자증권

〈그림 1〉 인적분할 전 vs 인적분할 후 vs 현물출자 후 한일시멘트 그룹 지배구조 변화



자료: 한국투자증권

분할 후 한일홀딩스(존속회사)와 한일시멘트(신설회사)의 예상 합산 시가총액은 1.6조원으로 추정한다. 한일홀딩스는 현대시멘트 등 연결자회사를 모두 편입하게 되며 한일시멘트는 본업인 시멘트업만 영위하게 된다. 한일홀딩스는 약 1,200억 원의 상장 주식을 보유하고 있는데 지주사법에 의해 계열사가 아닌 지분은 모두 매각해야 하므로 빠른 현금화가 예상된다.

〈표 3〉 한일시멘트 분할 개요

(단위: 십억원, 배, 원)

분할 후 상태	한일홀딩스	한일시멘트	합산
자산	1,025	1,277	2,301
자본	658	823	1,481
- 자본금	17	21	
부채	367	453	820
분할비율	0.45065	0.54935	
2016년 매출	33	3,475	
목표 PBR (implied PBR)	0.9	1.3	
합산 시가총액	<b>563</b>	<b>1,037</b>	<b>1,600</b>
적정주가			<b>220,000</b>

주: 한일시멘트의 목표 PBR은 peer인 쌍용양회의 PBR을 30% 할인해 적용

자료: 한국투자증권

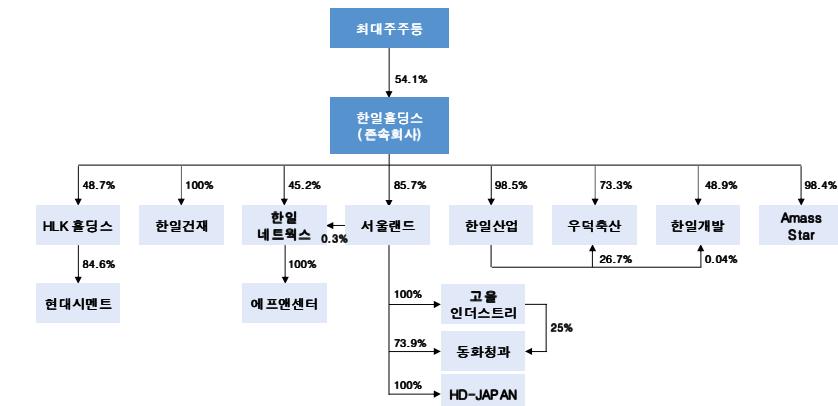
〈표 4〉 한일홀딩스 밸류에이션

(단위: 십억원)

항목	세부 항목	금액
1 순차입금		(367)
2. 주요 자회사	1) HLK (현대시멘트) 2) 한일건재 3) 한일네트웍스 4) 서울랜드 5) 한일산업 6) 우덕축산 7) 한일개발 8) 고을인더스트리 9) 동화첨과	622 36 37 45 46 3 6 15 34
3. 투자증권	비상장주식과 상장주식 총 가치	174 563

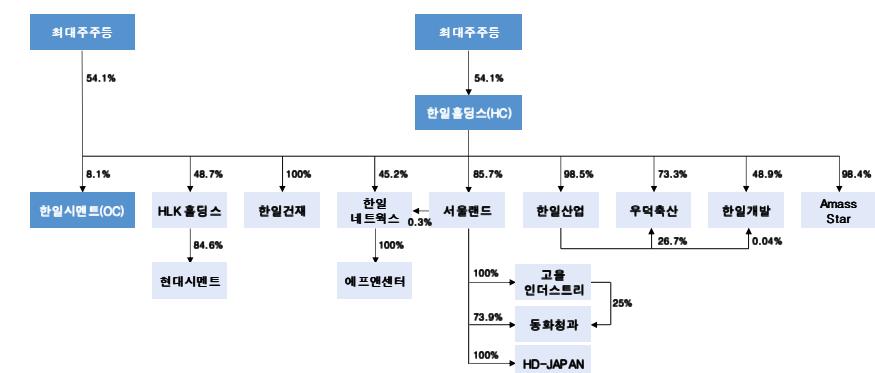
자료: 한국투자증권

[그림 2] 분할 전 한일시멘트 지배구조



자료: 한일시멘트

[그림 3] 분할 후 한일시멘트 지배구조



자료: 한일시멘트, 한국투자증권

한일시멘트는 2017년 10월부터 현대시멘트를 연결기준으로 인식하기 시작해 올 상반기 시멘트 매출 증가율은 전년대비 2배에 육박할 전망이다. 그러나 1분기 실적은 영업적자 80억원으로 예상을 크게 하회할 전망이다. 이례적 혹한과 일부 업체의 가격 할인으로 작년 4분기부터 시작된 출혈경쟁이 올 1분기 최고조에 이르렀기 때문이다. 모두가 지는 게임이었다. 그러나 4월 들어 출하량이 다시 반등하고 있고 할인율도 빠르게 축소되고 있어 하반기 완전한 정상화가 예상된다.

〈표 5〉 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F
매출	318	410	465	380	384	528	542	379	1,574	1,833	1,747	1,800
YoY	10.8%	7.3%	24.0%	(4.0%)	20.6%	28.7%	16.5%	(0.2%)	9.2%	16.4%	(4.7%)	3.0%
1) 시멘트	97	121	182	108	148	224	246	112	507	730	718	743
2) 레미콘	94	114	105	98	83	104	95	92	411	374	398	412
3) 물탈	68	106	110	96	86	125	115	123	383	450	351	365
4) 기타/연결	59	70	68	75	67	75	85	53	272	280	280	280
영업이익	2	53	43	35	(8)	58	68	32	133	150	158	180
영업이익률	0.6%	12.8%	9.3%	9.2%	(2.0%)	11.0%	12.5%	8.5%	8.4%	8.2%	9.0%	10.0%
YoY	NM	41.7%	44.4%	0.0%	NM	10.4%	55.9%	(7.9%)	30.8%	13.2%	5.1%	14.0%
1) 시멘트	2	23	29	22	(12)	30	40	22	76	81	97	102
2) 레미콘	1	9	6	1	(8)	1	1	(0)	17	(7)	9	11
3) 물탈	(4)	10	9	4	(2)	6	5	11	20	20	6	8
4) 기타/연결	2	10	(1)	3	15	21	21	(1)	19	56	47	59
세전이익	9	54	18	23	(12)	53	64	-	104	105	119	150
지배주주순이익	5	43	4	6	(9)	40	47	(7)	57	71	80	102

자료: 한국투자증권

### 기업개요

1961년 시멘트 제조회사로 출발하여 현재 레미콘, 레미탈까지 건설 공정에 필요한 주요 건자재를 전국 곳곳에 위치한 유통 기지를 통해 소비자에게 공급하고 있음. 2014년 기준으로 시멘트는 810만톤, 레미콘은 1,086m<sup>3</sup>, 레미탈은 724만톤의 연간 생산능력을 보유. 전국적으로 충청북도 단양군의 공장을 비롯하여 25개의 공장과 유통기지 보유

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	948	1,324	1,532	1,460	1,504
현금성자산	348	258	367	349	360
매출채권및기타채권	345	432	458	437	450
재고자산	110	169	165	157	162
비유동자산	1,211	2,012	2,279	2,226	2,490
투자자산	190	233	271	259	230
유형자산	892	1,180	1,179	1,178	1,177
무형자산	94	567	550	524	540
자산총계	2,158	3,336	3,810	3,686	3,994
유동부채	378	762	1,138	901	1,025
매입채무및기타채무	260	318	312	297	306
단기차입금및단기사채	37	300	300	305	355
유동성장기부채	17	78	78	78	78
비유동부채	252	934	960	990	1,070
사채	130	230	230	230	230
장기차입금및금융부채	19	516	511	551	624
부채총계	630	1,697	2,098	1,891	2,095
지배주주지분	1,485	1,534	1,603	1,682	1,783
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	28	22	22	22	22
기타자본	(39)	(39)	(39)	(39)	(39)
이익잉여금	1,419	1,469	1,529	1,598	1,689
비지배주주지분	43	106	109	112	116
자본총계	1,528	1,639	1,712	1,794	1,899

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,441	1,574	1,833	1,747	1,800
매출원가	1,199	1,256	1,453	1,364	1,395
매출총이익	242	319	380	383	405
판매관리비	140	186	230	225	225
영업이익	102	133	150	158	180
금융수익	8	15	8	8	8
이자수익	8	15	8	8	8
금융비용	7	22	40	39	35
이자비용	7	22	40	39	35
기타영업외손익	27	(23)	(15)	(10)	(5)
관계기업관련손익	1	2	2	2	2
세전계속사업이익	130	104	105	119	150
법인세비용	46	38	32	36	45
연결당기순이익	84	66	74	83	105
지배주주지분순이익	81	57	71	80	102
기타포괄이익	(20)	10	10	10	10
총포괄이익	64	76	84	93	115
지배주주지분포괄이익	61	66	80	90	112
EBITDA	154	199	225	232	255

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	41	70	524	(60)	241
당기순이익	84	66	74	83	105
유형자산감가상각비	51	60	69	69	69
무형자산상각비	1	6	5	5	5
자산부채변동	(49)	(82)	358	(214)	57
기타	(46)	20	18	(3)	5
투자활동현금흐름	45	(879)	(396)	12	(340)
유형자산투자	(95)	(58)	(68)	(68)	(68)
유형자산매각	196	9	0	0	0
투자자산순증	(8)	(223)	(27)	24	41
무형자산순증	(16)	(7)	12	21	(21)
기타	(32)	(600)	(313)	35	(292)
재무활동현금흐름	(57)	719	(19)	31	110
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(47)	734	(5)	45	124
배당금지급	(10)	(14)	(12)	(11)	(11)
기타	0	(1)	(2)	(3)	(3)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	28	(90)	109	(17)	11

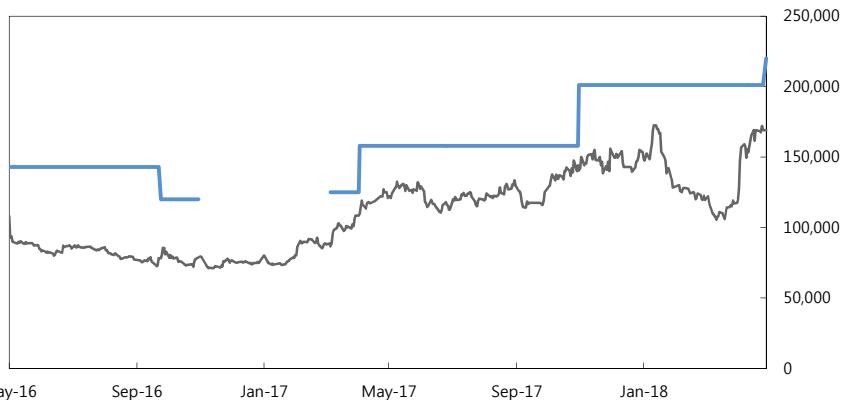
## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	11,653	8,238	10,206	11,584	14,730
BPS	201,876	208,398	217,585	228,045	241,407
DPS	1,600	1,800	1,600	1,600	1,600
성장성(%), YoY					
매출증가율	4.6	9.2	16.4	(4.7)	3.0
영업이익증가율	(15.8)	30.8	13.2	5.1	14.0
순이익증가율	40.4	(29.3)	23.9	13.5	27.2
EPS증가율	40.4	(29.3)	23.9	13.5	27.2
EBITDA증가율	(9.9)	29.5	12.9	3.3	9.6
수익성(%)					
영업이익률	7.0	8.4	8.2	9.0	10.0
순이익률	5.6	3.6	3.9	4.6	5.7
EBITDA Margin	10.7	12.6	12.3	13.3	14.1
ROA	3.9	2.4	2.1	2.2	2.7
ROE	5.5	3.8	4.5	4.9	5.9
배당수익률	2.1	1.3	0.9	0.9	0.9
배당성향	13.7	21.9	15.7	13.8	10.9
안정성					
순차입금(십억원)	(264)	457	86	76	82
차입금/자본총계비율(%)	13.3	68.5	54.2	49.0	47.9
Valuation(X)					
PER	6.5	17.4	16.6	14.6	11.5
PBR	0.4	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	2.0	8.1	6.4	6.1	5.6

주: K-IFRS (연결) 기준

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한일시멘트(003300)	2016.05.01	매수	143,000원	-40.2	-20.6
	2016.10.09	매수	120,000원	-35.5	-28.8
	2016.11.15	중립	-	-	-
	2017.03.21	매수	125,000원	-19.5	-13.2
	2017.04.18	매수	158,000원	-21.4	-6.6
	2017.11.15	매수	201,000원	-30.5	-14.2
	2018.05.14	매수	220,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 14일 현재 한일시멘트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 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 돋기 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.