

한일시멘트(300720)

몰탈로 한발 빠른 턴어라운드

1분기 부진을 씻다
몰탈 영업이익률 18%, 확실한 시장 장악력
턴어라운드를 사자

Facts : 1분기 부진을 씻다

7월 1일부로 (舊)한일시멘트는 한일홀딩스(존속회사)와 한일시멘트(신설회사)로 분할되었다. 2분기 분할된 한일시멘트 실적은 한일홀딩스의 중단사업손익으로 표현되었다. 이번 감사보고서에 기재된 중단영업이익으로 추정 시, 신설회사의 2분기 매출은 전년대비 6% 감소, 영업이익은 23% 감소로 추정된다. 반기 매출은 전년대비 7% 감소했고 영업적자는 19억원으로 소폭 확대됐다.

Pros & cons : 몰탈 영업이익률 18%, 확실한 시장 장악력

이번에 주목할 포인트는 몰탈의 놀라운 수익성이다. 한일시멘트의 이익은 시멘트보다 몰탈이 좌우한다. 시멘트는 출하량 감소로 영업손실이 지속된 것으로 추정된다. 레미콘도 출하량이 전년대비 11% 감소하고 골재가격이 상승하며 영업이익률은 2.4%로 하락했다. 그러나 몰탈은 무려 18.1%의 영업이익률을 기록하며 전사 이익을 견인했다. 출하량은 전년대비 2.9% 증가에 그쳤지만 2017년 초 10%의 단가 인상에 이어, 2018년에도 추가 인상을 했기 때문이다. 감사보고서 기준 상반기 몰탈 단가는 전년대비 16% 상승하며 몰탈시장에서 확실한 장악력을 입증했다. 게다가 6월 중순에 한일시멘트도 시멘트 단가 인상을 통보했기에 하반기부터 타사들과 마찬가지로 전년대비 실적 개선이 예상된다. 몰탈은 턴어라운드 폭을 더욱 키우는 요소다.

Action : 턴어라운드를 사자

신설회사 한일시멘트의 목표주가를 176,000원으로 제시한다. 지속 가능한 ROE 8.4%를 감안해 목표 PBR 0.8배를 적용했다. 분할 이후 사업회사와 지주회사 모두 주가가 불안정한 모습을 보였지만 하반기 실적 턴어라운드가 사업회사의 가장 강력한 투자포인트다. 2019년 시멘트 출하량은 2018년 대비 3% 내외 하락할 전망이다. 오른 가격이 적용되고, 몰탈도 우량한 수익성을 지속하며 2019년 영업이익은 연환산한 2018년 대비 46.1% 증가할 전망이다. 사업회사 한일시멘트의 순차입금은 900억원에 불과하며 업계 상위 player로서 투자매력이 높다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(재상장)

목표주가: 176,000원

Stock Data

KOSPI(8/14)	2,259
주가(8/14)	120,500
시가총액(십억원)	499
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저가(원)	121,500/116,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,837
유동주식비율/외국인지분율(%)	47.2/8.1
주요주주(%)	허기호 외 20 인 52.8
	신영자산운용 5.1

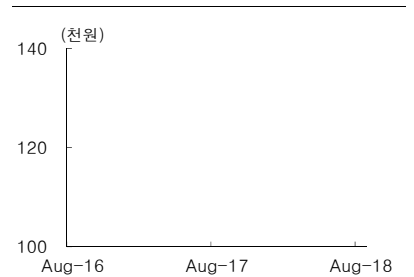
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	-	10.4	6.8
PBR(x)	-	0.6	0.5
ROE(%)	-	2.9	8.4
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	-	11.3	4.0
EPS(원)	-	11,555	17,816
BPS(원)	-	202,319	220,136

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-	-	-
KOSPI 대비(%p)	-	-	-

주가추이



자료: WISEfn

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

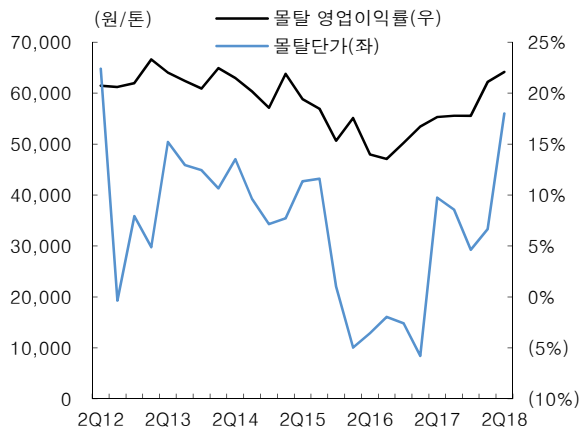
〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	—	—	—	—	286.9	—	—	NA
영업이익	—	—	—	—	32.9	—	—	NA
영업이익률(%)	—	—	—	—	11.5	—	—	NA
세전이익	—	—	—	—	33.0	—	—	NA
순이익	—	—	—	—	24.6	—	—	NA

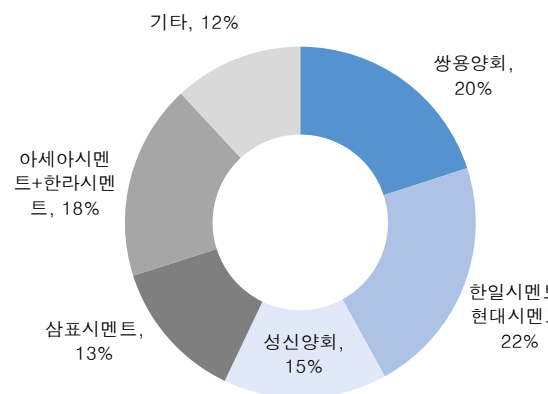
자료: 한국투자증권

[그림 1] 한일시멘트의 몰탈 단가와 영업이익률



자료: 한일시멘트, 한국투자증권

[그림 2] 포틀랜드 시멘트 점유율(2017년 말 기준)



자료: 각사, 한국투자증권

분할 후 한일홀딩스와 한일시멘트의 밸류에이션은 <표 2>와 같다. 한일홀딩스는 주력사업이 없으며 향후 자회사의 로열티(매출의 0.28%, 한일현대시멘트는 0.14%)와 배당금이 주요 수익원이 될 것이다. 한일홀딩스의 주요 자산가치를 할인 없이 합산한 수치는 총 4,920억원이며 이는 PBR 0.6배에 해당된다.

〈표 2〉 한일홀딩스/한일시멘트 밸류에이션

(단위: 십억원, 배)

분할 후 상태	존속회사	분할 설립회사	합산
	한일홀딩스	한일시멘트	
자본(2018F)	817	912	1,729
부채	1,092	726	1,818
분할비율	0.45	0.54	
적정 PBR	0.4~0.6	0.8	
적정 시가총액(십억원)	326~492	730	1,056~1,139
주식수(주)	3,400,553	4,145,239	7,545,792
적정 주가(원)	95,000~120,000	176,000	
현재 주가(원)	86,700	120,500	

자료: 한국투자증권

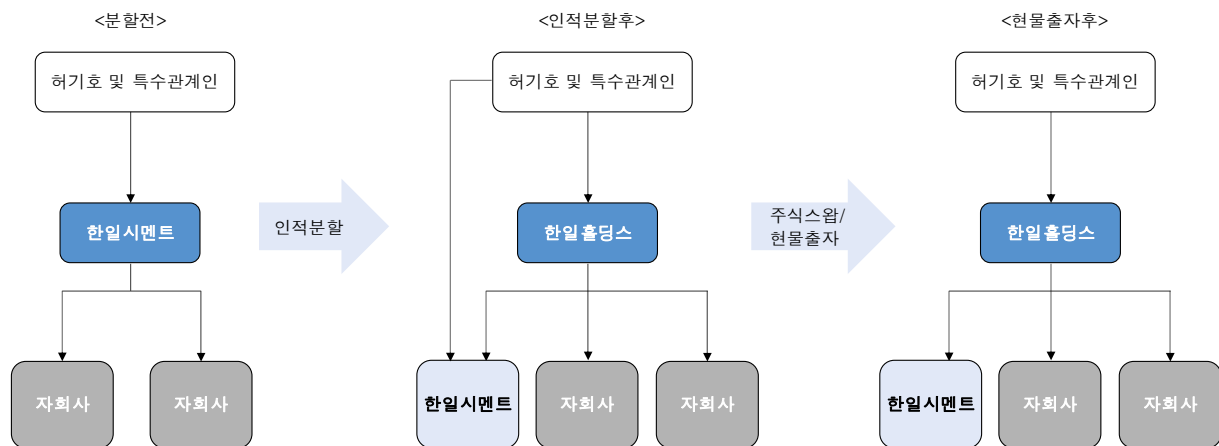
〈표 3〉 한일홀딩스의 주요 자산 합산

(단위: 십억원)

항목	금액	비고
순현금	(160)	차입금 3,200 억원, 현금 1,600 억원
1) HLK	220	한일현대시멘트를 인수한 SPC 로 48.77% 보유
2) 한일건설	36	
3) 한일네트웍스	37	
4) 서울랜드	45	
5) 한일산업	46	레미콘 자회사
6) 우덕축산	3	
7) 한일개발	6	
8) 고을인더스트리	15	
9) 동화청과	34	
10) 비상장주식과 상장주식	174	
총 가치	492	Implied PBR 0.6 배

자료: 한국투자증권

[그림 3] 인적분할 전 vs. 인적분할 후 vs. 현물출자 후 한일시멘트 그룹 지배구조 변화



자료: 한국투자증권

3분기부터 한일시멘트는 신설회사 기준으로 실적을 발표하게 되며 2018년 연간 실적은 하반기 실적만 반영하게 된다. (舊)한일시멘트의 실적에서 한일현대시멘트의 실적을 차감한 형태로 pro-forma 손익계산서를 작성해 보았다. 비교 가능성을 높이기 위해 신설회사 설립 전 상반기 실적을 포함한 2018년 매출은 전년 대비 14%, 영업이익은 22% 감소할 것으로 전망된다. 2019년은 시멘트 출하량 감소에도 불구하고, 시멘트 단가 회복과 몰탈의 활약으로 전년대비 46%의 영업이익 증가를 예상한다.

〈표 4〉 실적추정 (신설회사 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F (연환산)	2018F (발표기준)	2019F	2020F	2021F
매출	241	305	220	287	320	404	1,067	1,212	725	1,183	1,232	1,276
YoY	7.4%	5.7%	(8.6%)	(5.8%)	7.1%	94.2%	(0.1%)	13.6%	NM	(2.4%)	4.2%	3.5%
1) 시멘트	97	121	58	148	122	171	507	499	294	506	524	539
2) 레미콘	94	114	82	107	95	89	411	373	184	350	366	377
3) 몰탈	68	106	91	131	113	128	383	445	242	397	413	430
4) 기타	(18)	(36)	(11)	(99)	(10)	15	(235)	(105)	5	(70)	(70)	(70)
영업이익	1	43	4	33	17	22	97	75	39	107	119	126
YoY	80.5%	50.1%	154.7%	(22.9%)	(48.5%)	7.8%	19.3%	(22.1%)	NM	46.1%	6.6%	2.3%
1) 시멘트	2	23	(5)	(8)	8	26	76	20	34	61	68	70
2) 레미콘	1	9	(4)	3	2	3	17	4	5	5	7	8
3) 몰탈	(4)	10	6	24	17	20	20	67	37	62	64	69
4) 기타	2	-	7	15	(10)	(27)	(17)	(15)	(37)	(20)	(20)	(20)
영업이익률	0.6%	14.0%	1.7%	11.5%	5.3%	5.4%	9.1%	6.2%	5.3%	9.1%	9.7%	9.9%
1) 시멘트	2.1%	19.3%	(8.7%)	(5.7%)	6.5%	14.9%	15.0%	4.0%	11.4%	12.0%	13.0%	13.0%
2) 레미콘	1.4%	7.7%	(4.6%)	2.4%	2.0%	3.4%	4.1%	1.0%	2.7%	1.5%	2.0%	2.0%
3) 몰탈	(5.8%)	9.7%	6.7%	18.1%	15.0%	15.5%	5.3%	15.0%	15.3%	15.5%	15.5%	16.0%
세전이익	4	39	4	33	15	22	66	73	37	105	118	126
순이익	3	33	3	25	11	13	47	51	24	74	83	88

주: 모두 추정치, 2018년 7월 1일 설립회사로 2018년 연환산 수치는 비교 가능성을 높이기 위해 상반기 수치를 합산함
 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 1,086m³, 레미탈은 724만톤의 연간 생산능력을 보유. 전국적으로 충청북도 단양군의 공장을 비롯하여 25개의 공장과 유통기지 보유. 舊한일시멘트는 2018년 7월 1일부로 한일홀딩스(존속회사)와 한일시멘트(신설회사)로 분할.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	—	—	541	689	720
현금성자산	—	—	140	201	209
매출채권및기타채권	—	—	145	177	185
재고자산	—	—	109	142	148
비유동자산	—	—	851	950	971
투자자산	—	—	7	12	12
유형자산	—	—	775	808	823
무형자산	—	—	29	47	49
자산총계	—	—	1,392	1,639	1,691
유동부채	—	—	327	472	477
매입채무및기타채무	—	—	109	106	111
단기차입금및단기사채	—	—	50	40	7
유동성장기부채	—	—	15	22	27
비유동부채	—	—	227	254	219
사채	—	—	150	150	117
장기차입금및금융부채	—	—	30	27	22
부채총계	—	—	554	726	696
지배주주지분	—	—	839	912	995
자본금	—	—	21	21	21
자본잉여금	—	—	794	794	794
기타자본	—	—	0	0	0
이익잉여금	—	—	24	98	181
비지배주주지분	—	—	0	0	0
자본총계	—	—	839	912	995

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	—	—	(29)	112	113
당기순이익	—	—	24	74	83
유형자산감가상각비	—	—	8	15	16
무형자산상각비	—	—	0	0	0
자산부채변동	—	—	(68)	17	13
기타	—	—	7	6	1
투자활동현금흐름	—	—	(890)	(45)	(39)
유형자산투자	—	—	(783)	(48)	(31)
유형자산매각	—	—	0	0	0
투자자산순증	—	—	(7)	(5)	(0)
무형자산순증	—	—	(29)	(19)	(2)
기타	—	—	(71)	27	(6)
재무활동현금흐름	—	—	1,060	(6)	(66)
자본의증가	—	—	815	0	0
차입금의순증	—	—	245	(6)	(66)
배당금지급	—	—	0	0	0
기타	—	—	0	0	0
기타현금흐름	—	—	0	0	0
현금의증가	—	—	140	61	8

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

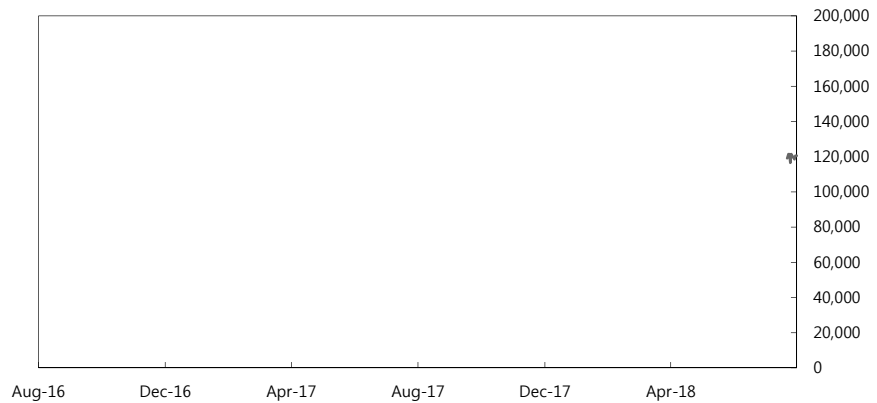
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	—	—	725	1,183	1,232
매출원가	—	—	613	935	968
매출총이익	—	—	112	247	264
판매관리비	—	—	73	140	145
영업이익	—	—	39	107	119
금융수익	—	—	3	4	4
이자수익	—	—	3	4	4
금융비용	—	—	7	6	5
이자비용	—	—	7	6	5
기타영업외손익	—	—	2	0	0
관계기업관련손익	—	—	0	0	0
세전계속사업이익	—	—	37	105	118
법인세비용	—	—	13	32	36
연결당기순이익	—	—	24	74	83
지배주주지분순이익	—	—	24	74	83
기타포괄이익	—	—	0	0	0
총포괄이익	—	—	24	74	83
지배주주지분포괄이익	—	—	24	74	83
EBITDA	—	—	47	123	136

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	—	—	11,555	17,816	19,992
BPS	—	—	202,319	220,136	240,128
DPS	—	—	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	—	—	0.0	63.2	4.2
영업이익증가율	—	—	NM	177.5	11.1
순이익증가율	—	—	NM	207.5	12.2
EPS증가율	—	—	NM	54.2	12.2
EBITDA증가율	—	—	NM	165.4	10.2
수익성(%)					
영업이익률	—	—	5.3	9.1	9.7
순이익률	—	—	3.3	6.2	6.7
EBITDA Margin	—	—	6.4	10.4	11.0
ROA	—	—	1.7	4.9	5.0
ROE	—	—	2.9	8.4	8.7
배당수익률	—	—	—	—	—
배당성향	—	—	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	—	—	30	(12)	(91)
차입금/자본총계비율(%)	—	—	29.2	26.2	17.4
Valuation(X)					
PER	—	—	10.4	6.8	6.0
PBR	—	—	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	—	—	11.3	4.0	3.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한일시멘트(300720)	2018.08.15	매수	176,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 15일 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 추가등락 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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 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.