

건설/건자재

김승준

02)739-5937

sjunkim@heungkuksec.co.kr

(038500)

# 삼표시멘트

## HOLD(신규)

긴 호흡에서 접근

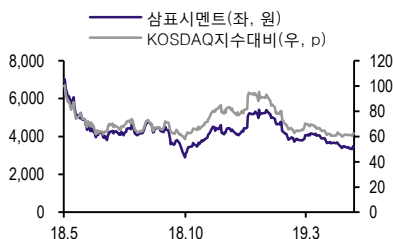
<b>목표주가</b>	<b>3,500원(신규)</b>
<b>현재주가(05/29)</b>	<b>3,430원</b>
<b>상승여력</b>	<b>2.0%</b>
시가총액	368십억원
발행주식수	107,357천주
52주 최고가 / 최저가	7,020 / 2,900원
3개월 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	2.3%
주요주주	
삼표 외 14인	65.1%
케이머스원	9.5%
삼표시멘트 자사주	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.3	-20.1	-17.9	-48.6
상대수익률(KOSDAQ)	0.6	-14.7	-17.4	-28.0

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	671	576	670	727
영업이익	74	1	46	61
EBITDA	127	53	101	117
지배주주순이익	36	-4	12	20
EPS	338	-40	113	183
순차입금	418	429	469	484
PER	9.1	-106.4	30.2	18.8
PBR	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.9	16.7	8.3	7.3
배당수익률	1.6	-	-	-
ROE	5.9	-0.7	1.9	3.1
컨센서스 영업이익	74	1	22	35
컨센서스 EPS	338	-40	80	168

### 주가추이



### 삼척과 동해에 위치한 해안 시멘트사

삼표시멘트는 삼척과 동해에 시멘트를 생산하는 기업으로 해안 운송이 필수적이다. 해상 운임은 육로(철도, 트럭)에 비해 70~80% 가격으로 저렴하지만, 시멘트 전용선이 따로 필요하고 벙커C유 가격에 따라 운임이 달라지는 특징이 있다. 과거 법정관리 과정에서 선박, 폐열발전 등 돈이 되는 자산을 팔았었다. 이와 관련하여 18년에 선박 공급 부족 문제가 발생하여, 성수기인 2Q18에 시멘트 매출을 못 일으켰었다. 이와 같이 삼표시멘트의 경우에는 선박이 생산에 중요한 이슈였었고, 현재는 900억원 가까이 선박에 투자하면서 안정적인 운송 캐파를 가지게 되었다.

### 2019년 실적 전망: 영업이익 +6,039.6%yoy

삼표시멘트 2019년 매출액은 5,800억원(+0.7%yoy), 영업이익 458억원(+6,039.6%yoy)로 전망한다. 2018년에 선박 이슈로 생산 차질이 빚어진 기저효과가 반영되었다. 2019년에는 선박 이슈로 인한 생산 문제는 없을 것으로 전망한다. 시멘트 생산량은 전년대비 3.8% 증가, 시멘트 가격은 1.7% 상승할 것으로 추정했다.

### 투자의견 Hold, 목표주가 3,500원으로 커버리지 개시

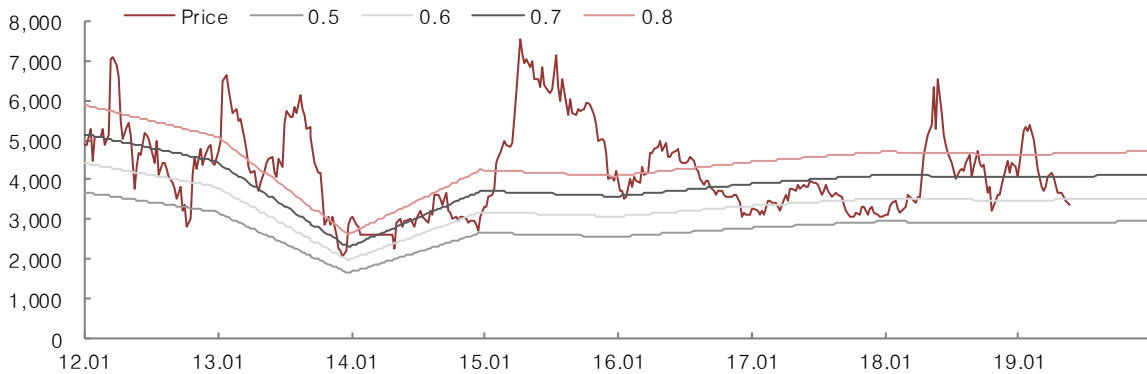
삼표시멘트 투자의견 Hold, 목표주가 3,500원으로 커버리지를 개시한다. 2019년 BPS에 PBR 0.6배를 적용했다. 삼표시멘트는 실적 정상화 여부와 배당 여부(배당 성향)에 따라 밸류에이션 상향 여력이 존재한다. 당장의 회복은 아니지만 장기적 관점에서 지켜볼 필요가 있다.

표 14 삼표시멘트 VALUATION

PBR Valuation	
12M Fwd BPS (원)	5,881
2019E BPS	5,897
2020E BPS	6,080
Target PBR (배)*	0.60
목표주가 (원)	3,538
현재주가 (원)	3,430
상승여력	2.04%

주: 현재주가는 2019.05.24 종가기준,  
 자료: 삼표시멘트, 흥국증권 리서치센터 추정

그림 29 삼표시멘트 밸류에이션 차트



자료: 삼표시멘트, 흥국증권 리서치센터

표 15 삼표시멘트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,328	1,435	1,332	1,666	1,293	1,776	1,732	1,900	6,713	5,760	6,700	7,275
YoY	-16.9	-21.8	-20.3	3.6	-2.6	23.7	30.0	14.0	9.0	-14.2	16.3	8.6
매출이익	90	224	23	261	58	412	281	384	1,435	597	1,134	1,347
매출이익률	6.7	15.6	1.7	15.7	4.5	23.2	16.2	20.2	21.4	10.4	16.9	18.5
판매및관리비	10	11	11	9	10	10	10	10	10	10	10	10
판매비율	21.0	20.7	20.7	18.5	21.8	20.0	20.0	20.0	20.3	20.2	20.5	20.0
영업이익	-50	68	-121	111	-67	231	104	190	744	7	458	605
YoY	작전	-80.9	작전	-20.3	작지	241.8	작지	71.3	8.5	-99.0	6,039.6	32.2
영업이익률	-3.7	4.7	-9.1	6.7	-5.2	13.0	6.0	10.0	11.1	0.1	6.8	8.3
영업외손익	16	-55	-35	-32	-61	-40	-40	-40	-295	-106	-181	-160
세전이익	-34	13	-156	79	-128	191	64	150	449	-99	276	445
YoY	작지	-94.2	작전	-29.9	작지	1,401.9	흑전	89.7	14.5	-122.0	흑전	61.0
재무구조개선이익	-25	7	-139	114	-122	139	47	109	363	-43	173	325
YoY	작전	-96.0	작전	28.9	작지	2,005.0	흑전	-4.1	-27.9	작전	흑전	흑전
시멘트생산실적	1,883	1,841	1,810	2,057	1,677	2,025	1,955	2,222	9,054	7,591	7,878	8,115
YoY	-10.4	-26.4	-14.0	-12.3	-10.9	10.0	8.0	8.0	18.3	-16.2	3.8	3.0
시멘트판매가격	61,881	62,767	61,328	61,919	62,677	63,000	63,000	63,000	65,108	61,919	63,000	65,000
YoY	-5.7	-4.7	-7.0	-4.9	1.3	0.4	2.7	1.7	-2.1	-4.9	1.7	3.2

자료: 삼표시멘트, 흥국증권 리서치센터 추정

**포괄손익계산서**

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>671.3</b>	<b>576.0</b>	<b>670.0</b>	<b>727.5</b>	<b>729.7</b>
증가율 (Y-Y,%)	9.0	(14.2)	16.3	8.6	0.3
<b>영업이익</b>	<b>74.4</b>	<b>0.7</b>	<b>45.8</b>	<b>60.5</b>	<b>46.1</b>
증가율 (Y-Y,%)	8.5	(99.0)	6,039.6	32.2	(23.8)
EBITDA	127.4	53.4	100.6	117.4	105.1
영업외손익	(29.5)	(10.6)	(18.1)	(16.0)	(16.0)
순이자수익	(25.2)	(18.4)	(56.8)	(56.7)	(56.7)
외화관련손익	1.1	(1.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	44.9	(9.9)	27.6	44.5	30.1
<b>당기순이익</b>	<b>36.3</b>	<b>(4.3)</b>	<b>12.2</b>	<b>19.6</b>	<b>13.3</b>
<b>지배기업당기순이익</b>	<b>36.3</b>	<b>(4.3)</b>	<b>12.2</b>	<b>19.6</b>	<b>13.3</b>
증가율 (Y-Y,%)	(27.9)	적전	흑전	61.0	(32.4)
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	6.6	0.7	2.8	2.7	8.2
영업이익증가율(3Yr)	4.9	(74.9)	(12.6)	(6.6)	295.5
EBITDA증가율(3Yr)	(2.6)	(23.8)	(8.6)	(2.7)	25.3
순이익증가율(3Yr)	(51.9)	-	(37.7)	(18.5)	-
영업이익률(%)	11.1	0.1	6.8	8.3	6.3
EBITDA마진(%)	19.0	9.3	15.0	16.1	14.4
순이익률(%)	5.4	(0.8)	1.8	2.7	1.8
<b>NOPLAT</b>	<b>60.1</b>	<b>0.5</b>	<b>20.2</b>	<b>26.7</b>	<b>20.3</b>
(+) Dep	53.1	52.6	54.8	56.9	59.0
(-) 운전자본투자	3.6	(10.4)	25.3	3.6	(0.2)
(-) Capex	99.0	70.8	82.4	89.4	89.7
OpFCF	10.6	(7.2)	(32.7)	(9.5)	(10.2)

**재무상태표**

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	200.5	232.3	221.7	214.8	199.8
현금성자산	38.6	81.7	42.3	27.1	11.2
매출채권	86.2	80.5	86.7	90.7	91.0
재고자산	69.6	62.6	85.0	88.9	89.2
비유동자산	1,064.8	1,074.6	1,103.9	1,138.2	1,170.7
투자자산	34.8	37.2	38.7	40.3	41.9
유형자산	803.5	815.8	846.4	881.9	915.5
무형자산	226.5	221.6	218.8	216.1	213.3
<b>자산총계</b>	<b>1,265.3</b>	<b>1,306.8</b>	<b>1,325.6</b>	<b>1,352.9</b>	<b>1,370.5</b>
유동부채	301.3	222.7	226.4	231.0	232.1
매입채무	79.7	80.7	83.5	87.4	87.7
유동상이자부채	201.5	123.8	123.8	123.8	123.8
비유동부채	331.7	463.1	466.0	469.1	472.3
비유동이자부채	255.4	387.1	387.1	387.1	387.1
<b>부채총계</b>	<b>633.0</b>	<b>685.8</b>	<b>692.4</b>	<b>700.1</b>	<b>704.4</b>
자본금	53.7	53.7	53.7	53.7	53.7
자본잉여금	231.1	231.1	231.1	231.1	231.1
이익잉여금	350.3	342.6	354.8	374.4	387.7
자본조정	(2.8)	(6.5)	(6.5)	(6.5)	(6.5)
자기주식	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>자본총계</b>	<b>632.3</b>	<b>621.0</b>	<b>633.2</b>	<b>652.8</b>	<b>666.1</b>
투하자본	1,047.5	1,047.7	1,099.2	1,133.9	1,163.0
순차입금	418.3	429.2	468.6	483.8	499.7
ROA	2.9	(0.3)	0.9	1.5	1.0
ROE	5.9	(0.7)	1.9	3.1	2.0
ROIC	5.9	0.1	1.9	2.4	1.8

**주요투자지표**

(단위:십억원, 원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Per share Data</b>					
EPS	338	-40	113	183	124
BPS	5,890	5,784	5,897	6,080	6,203
DPS	50	0	0	0	0
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	9.1	(106.4)	30.2	18.8	27.8
PBR	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/ EBITDA	5.9	16.7	8.3	7.3	8.3
배당수익률	1.6	-	-	-	-
PCR	2.4	7.1	5.3	4.6	4.9
PSR	0.5	0.8	0.5	0.5	0.5
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	100.1	110.4	109.3	107.2	105.7
Net debt/Equity	66.2	69.1	74.0	74.1	75.0
Net debt/EBITDA	328.3	804.0	466.0	412.0	475.4
유동비율	66.5	104.3	98.0	93.0	86.1
이자보상배율	2.9	0.0	0.8	1.1	0.8
이자비용/매출액	3.9	3.3	8.6	7.9	7.9
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	93.5	89.8	93.1	94.4	95.6
현금+투자자산(%)	6.5	10.2	6.9	5.6	4.4
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	41.9	45.1	44.7	43.9	43.4
자기자본(%)	58.1	54.9	55.3	56.1	56.6

주) 재무제표는 연결기준기준으로 작성

**현금흐름표**

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업현금</b>	<b>87.1</b>	<b>56.3</b>	<b>44.7</b>	<b>76.0</b>	<b>75.7</b>
당기순이익	36.3	(4.3)	12.2	19.6	13.3
자산상각비	53.1	52.6	54.8	56.9	59.0
운전자본증감	(13.0)	14.6	(25.3)	(3.6)	0.2
매출채권감소(증가)	3.6	9.4	(6.2)	(4.0)	(0.3)
재고자산감소(증가)	(14.3)	3.9	(22.4)	(3.9)	(0.3)
매입채무증가(감소)	1.3	7.8	2.9	3.9	0.3
<b>투자현금</b>	<b>(66.9)</b>	<b>(73.9)</b>	<b>(84.1)</b>	<b>(91.3)</b>	<b>(91.6)</b>
단기투자자산감소	33.5	(4.7)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(99.0)	(70.8)	(82.4)	(89.4)	(89.7)
유무형자산감소	0.1	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
<b>재무현금</b>	<b>(48.8)</b>	<b>60.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
차입금증가	(48.7)	65.4	0.0	0.0	0.0
자본증가	0.0	(5.4)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	5.4	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(28.5)	42.6	(39.5)	(15.3)	(15.9)
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>139.8</b>	<b>64.9</b>	<b>69.9</b>	<b>79.6</b>	<b>75.5</b>
(-) 운전자본증가(감소)	3.6	(10.4)	25.3	3.6	(0.2)
(-) 설비투자	99.0	70.8	82.4	89.4	89.7
(+) 자산매각	0.1	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Free Cash Flow	37.3	4.3	(37.9)	(13.7)	(14.3)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
잉여현금	37.3	4.3	(38.0)	(13.8)	(14.4)