

시멘트업

Industry Comment | 2015. 7. 24

삼표의 동양시멘트 인수 - 부정적. 하지만 제한적

레미콘사인 삼표 컨소시엄이 동양시멘트 55% 지분을 8,200억원에 입찰해 매각 우선협상자로 선정. 레미콘사의 시멘트 진출로 기존 시멘트사 구조조정에 대한 기대감이 약화되고, 가격 인하 우려가 확산되면서 시멘트사 주가에 부정적으로 작용. 하지만 시멘트사 가격의 헤게모니는 한일시멘트가 보유해 부정적 영향은 제한적이라는 판단

삼표는 시장 예상을 뛰어넘는 높은 가격에 입찰. 향후 재무리스크로 확대될 전망

- 동양시멘트 매각 입찰에서 삼표는 예상가격(74.1% 지분 매각가격 6,000억~ 8,000억원)을 뛰어넘는, 55% 지분을 8,200억원에 입찰해 매각 우선협상자로 선정. 이에 반해 시멘트사인 한일시멘트와 아세아시멘트 컨소시엄은 보수적인 가격으로 입찰했고, 라파즈한라시멘트는 입찰을 포기함
- 삼표는 산은PE와 컨소시엄으로 참여. 현재 삼표의 연결 기준 자본총계는 2014년말 기준 3,145억원, 이자지급성 차입금 2,441억원을 보유해 대부분의 인수자금은 산은PE를 통해 조달할 것으로 판단

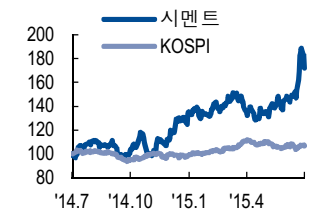
결국 칼자루(출하량 경쟁과 가격인하)는 기존 시멘트사(한일시멘트)가 가지고 있는 셈

- 삼표의 레미콘사업을 담당하는 삼표산업은 2014년말 기준 매출 5,000억원, 영업이익 246억원 시현. 동양시멘트는 매출 5,531억원, 영업이익 549억원, 자본총계 5,774억원, 순차입금 3,500억원 수준. 삼표는 이번 인수로 인해 연결기준으로 본다면 1.2조원의 차입금이 발생하는 구조(향후 산은PE 인수자금을 갚는다는 가정)
- 시멘트의 경우 시멘트사별 원가구조와 품질의 차이가 거의 없어, 시멘트사 간 이익은 대부분 가격에 연동됨. 2005~ 2010년까지 출하량 경쟁과 가격 경쟁으로 대부분 시멘트사가 영업적자 기록. 이번 인수로 가격 경쟁 발생한다면 또 다시 시멘트사는 영업적자 전망. 이 경우 인수자금 부담이 큰 삼표의 재무리스크 악화가 가장 도드라질 전망
- 삼표는 이번 동양시멘트 인수로 시멘트가격을 유지하거나 또는 인상해야 하는 상황이고, 기존 시멘트사는 가격 인하를 통한 삼표의 실적 악화를 노릴 가능성이 있음. 결국 칼자루는 기존 시멘트사가 가지고 있다고 판단
- 현 시점에서 기존 시멘트사가 가격 인하를 할 가능성은 낮은 편. 이는 하반기에 쌍용양회와 현대시멘트 인수가 남아 있기 때문. 결국 이번 삼표의 동양시멘트 인수는 시멘트사 구조조정에 대한 기대감 약화로 부정적이지만 실적에 미치는 영향은 제한적이며 추가 하락 시 매수 전략이 유효하다고 판단
- 이와 함께 나름 보수적인 삼표가 시장 예상과 달리 비싼 금액을 주고 시멘트사를 인수하려 했는지에 대한 생각도 필요. 1) 수입이 어려운 내수산업으로서 시멘트업이 갖는 안정성, 2) 건설자재로서 시멘트가 가지는 강한 경쟁력, 3) 중국, 일본 대비 높은 가격 경쟁력 등 때문이라고 판단. 이처럼 시장에서 생각하는 것보다 시멘트업의 가치가 더 클 수 있다는 점도 감안해야 한다고 판단

Positive (유지)

	PER(배)	PBR(배)
Market	10.6	1.1
Sector	8.2	0.5

Sector Index



업종 시가총액 3,499십억원
(Market 비중 0.27%)

주: 시멘트 4개사: 성신양회, 아세아시멘트, 한일시멘트, 쌍용양회 기준



Analyst 강승민

02-2229-6398, grandblu@nhwm.com

RA 권성우

02-768-7582, skwon2@nhwm.com

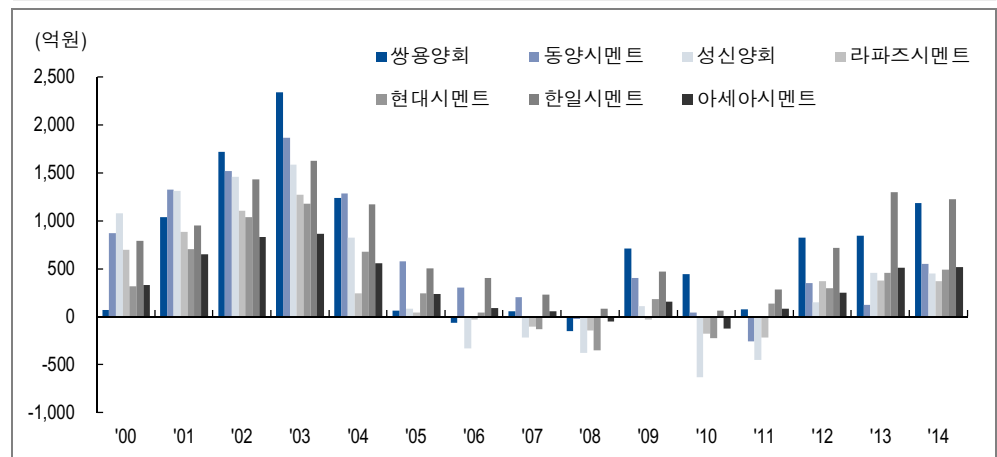
삼표의 연결기준 대차상대표의 주요 항목 현황

(단위: 억원)

2014년말		
현금및현금성자산	167	
단기금융상품	60	
매출채권	2,229	
장기금융상품	24	
토지	2,615	
건물	418	
자산총계		8,359
단기차입금	130	
유동성장기차입금	435	
유동성사채	50	
장기차입금	1,826	
<이자지급성 차입금>	2,441	
부채총계		4,609
자본총계		3,145

자료: 삼표

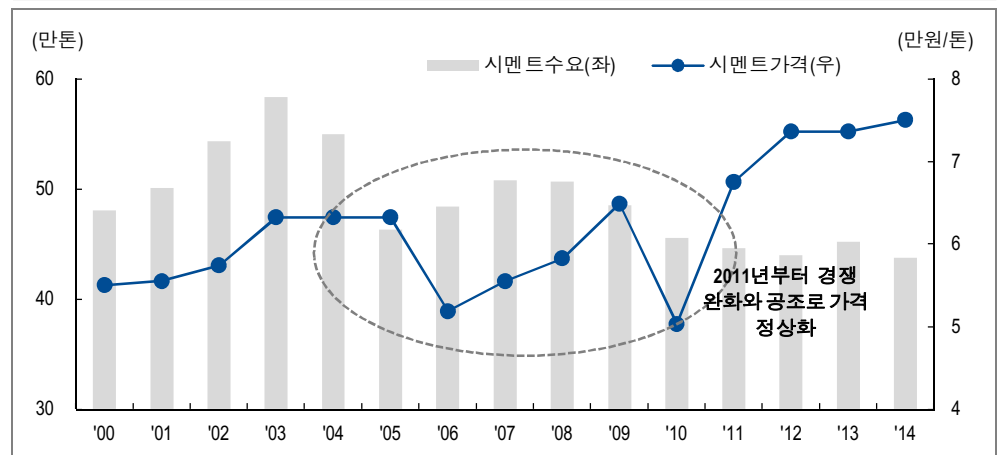
7 개 시멘트사의 영업이익 추이 - 대부분 시멘트사의 영업이익은 비슷한 흐름



주: 별도 기준

자료: 각 시멘트사

시멘트수요와 시멘트가격 추이 - 2005년부터 출하량 감소에 따라 시멘트사 경쟁 격화



자료: 한국시멘트협회 NH투자증권 리서치센터 전망

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.