

아세아시멘트(183190)

이익 부진으로 주가 하락 시 매수 기회

가격 인하와 출하량 급감으로 부진
한라시멘트 인수로 매출 2배 남짓 늘어
2분기부터 가격 정상화, 인수 시너지 나타나기 시작

Facts : 가격 인하와 출하량 급감으로 부진

업계 전반의 가격 인하와 출하량 감소로 부진한 실적이다. 시멘트 출하량은 아세아시멘트 별도 기준, 전년대비 11.8% 감소했는데 20% 이상 출하량이 감소한 타사들 대비 선방했다. 그럼에도 연결 영업이익자가 예상보다 커진 이유는 1월 1일부터 연결로 인식되기 시작한 한라시멘트의 영업손실이 추가됐기 때문이다. 한라시멘트 인수로 136억원의 간주취득세가 영업외비용에 반영되며 순손실이 확대됐다.

Pros & cons : 한라시멘트 인수로 매출 2배 남짓 늘어

1분기 시멘트 가격의 할인폭은 역대 최대였다. 이례적 폭한으로 업계 출하량 감소폭이 기존 예상치를 상회한 약 15%에 달했기 때문이다. 그러나 5월부터 할인폭이 빠르게 축소되고 있다. 비록 아세아시멘트의 전사 원가율이 95.5%까지 급등하며 한라시멘트 인수 효과는 가려졌지만, 연결매출은 전년대비 무려 74% 늘며 업종 내 지배력이 확대되는 모습이다. 한라는 3대 해안사 중 하나로, 원가 개선 여지가 높다. 1) 킬른 연료로 유연탄 외에도 pet coke를 사용해 연료비가 적게 든다. 이 비중을 현재 60%에서 89%까지 늘릴 경우 80억원의 원가 절감이 가능하다. 라파즈한라 시절, 글로벌 최대 시멘트 기업인 라파즈의 노하우를 이용, 선진화된 설비를 구축한 영향이다. 2) 2017년 말 옥계광산과 가까운 원강선이 개통돼 운송거리가 87km이상 단축되며 연 10억원의 운송료 절감이 예상된다.

Action : 2분기부터 가격 정상화, 인수 시너지 나타나기 시작

모든 시멘트사가 2012년 이래 최악의 실적을 기록한 만큼, 가격 인상의 명분은 더욱 공고해지고 있다고 판단된다. 업종 전반의 이익 부진으로 주가가 하락한다면, 강력한 매수기회로 보는 이유다. 한라시멘트의 인수 시너지는 가격이 안정화되기 시작한 2분기부터 본격화될 것임을 반영해 목표주가를 29% 상향한다. 지속 가능한 ROE를 8%로 가정 시 적정 PBR은 1.1배로 산출됨에도, 인수효과에 의구심으로 적용하던 30%의 할인을 제거했다. Big 3 중 하나로 올라섰음에도 PBR은 여전히 0.9배로 싸다. 시멘트업종 top pick을 유지한다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 222,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(5/15)	2,459
주가(5/15)	179,500
시가총액(십억원)	699
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저가(원)	179,500/81,009
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,865
유동주식비율/외국인지분율(%)	37.0/8.4
주요주주(%)	아세아 외 11 인 62.1
	신영자산운용 8.7

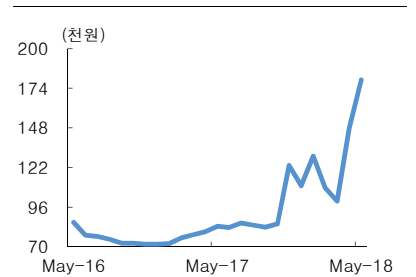
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	6.6	24.7	14.3
PBR(x)	0.5	0.9	0.8
ROE(%)	8.2	3.8	6.1
DY(%)	1.4	0.8	0.8
EV/EBITDA(x)	3.4	9.1	6.9
EPS(원)	16,748	7,274	12,514
BPS(원)	210,139	201,205	212,215

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	84.1	70.6	119.2
KOSPI 대비(%p)	84.0	73.0	111.9

주가추이



자료: WISEfn

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

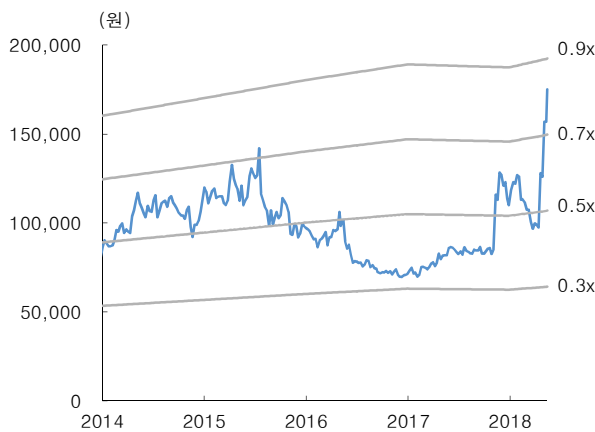
(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	92.5	134.2	121.2	113.2	160.7	42.0	73.7	121.2
영업이익	(1.0)	24.1	19.0	11.1	(13.8)	NM	NM	(3.2)
영업이익률(%)	(1.1)	18.0	15.7	9.8	(8.6)	(18.4)	NM	(2.6)
세전이익	(0.6)	21.3	24.5	29.0	(35.2)	NM	NM	(6.2)
순이익	0.1	16.2	18.6	20.3	(30.0)	NM	NM	(4.7)

자료: 한국투자증권

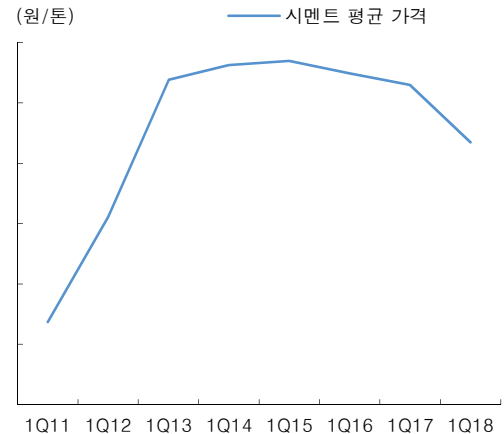
2017년 4분기부터 시작된 가격 인하는 2018년 1~2월 절정이었다. 업계 전반적으로 시멘트 단가는 전년대비 7% 이상 하락한 것으로 파악되나 5월부터 빠르게 하락폭이 줄고 있다. 모든 시멘트사가 최근 5년 이래 최악의 실적을 기록한 만큼, 가격 인상의 명분은 더욱 커지고 있다. 참고로 시멘트가격 1% 인상 시 아세아시멘트의 영업이익은 7.5% 증가하는 것으로 분석된다. 시멘트는 다양한 변수 중, 가격(P)의 영향력이 절대적이다.

[그림 1] 아세아시멘트 PBR밴드



자료: 아세아시멘트, 한국투자증권

[그림 2] 아세아시멘트 별도기준 판매단가 평균



자료: 아세아시멘트, 한국투자증권

〈표 2〉 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	92.5	134.2	121.2	113.2	160.7	251.0	221.0	253.6	455.7	461.2	886.4	902.1	927.0
YoY	5.8%	4.6%	3.2%	(7.6%)	73.8%	87.1%	82.4%	123.9%	1.7%	1.2%	92.2%	1.8%	2.8%
별도 매출	89.2	128.6	115.8	105.9	78.3	116.1	99.1	106.0	424.9	439.4	399.4	401.9	412.4
YoY	8.2%	6.8%	8.9%	(8.6%)	(12.2%)	(9.7%)	(14.4%)	0.1%	1.7%	3.4%	(9.1%)	0.6%	2.6%
시멘트/물탈	58.0	89.6	78.8	74.1	50.6	79.2	66.0	68.2	296.0	300.5	263.9	271.4	279.6
레미콘	30.2	37.7	33.3	30.4	24.7	35.9	32.1	35.6	122.3	131.6	128.3	123.5	125.8
아세아산업개발	3.3	4.1	5.2	5.7	3.6	4.0	5.0	5.4	19.7	18.3	18.0	18.0	18.0
한라시멘트	-	-	-	-	82.4	134.9	122.0	147.6	-	-	464.0	477.2	491.6
원가율	87.5%	71.2%	72.1%	76.6%	95.5%	80.0%	72.0%	75.4%	75.3%	76.0%	79.5%	78.0%	77.0%
판관비	12.6	14.6	14.8	15.4	21.0	25.0	28.0	27.0	55.4	57.4	101.0	106.0	106.0
판관비율	13.6%	10.9%	12.2%	13.6%	13.1%	10.0%	12.7%	10.6%	12.2%	12.4%	11.4%	11.8%	11.4%
영업이익	(1.1)	24.1	19.0	11.1	(13.8)	25.2	33.9	35.4	57.0	53.3	80.7	92.5	107.2
YoY	NM	2.3%	(12.6%)	(26.4%)	NM	4.6%	78.0%	217.1%	(1.8%)	(6.5%)	51.6%	14.6%	15.9%
영업이익률	(1.1%)	18.0%	15.7%	9.8%	(8.6%)	10.0%	15.3%	14.0%	12.5%	11.5%	9.1%	10.2%	11.6%
세전이익	(0.6)	21.3	24.5	29.0	(35.2)	18.2	26.9	28.2	54.2	74.1	38.1	64.5	82.2
지배주주순이익	0.1	16.2	18.6	20.3	(30.2)	13.8	21.5	22.5	41.3	55.2	27.8	48.7	62.1

주: 한라시멘트는 2018년 1분기부터 연결 편입
 자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1965년 제천공장 건설로 시멘트 사업을 시작해 2013년 인적분할을 통해 설립되어 시멘트, 레미콘, 몰탈 등을 생산. 연결대상 종속회사는 한라시멘트, 아세아산업개발, 우신벤처투자 등

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	296	315	479	451	501
현금성자산	80	114	71	72	83
매출채권및기타채권	125	122	266	253	278
재고자산	30	37	80	63	74
비유동자산	555	592	983	998	984
투자자산	48	23	33	33	34
유형자산	437	445	765	778	780
무형자산	48	72	87	87	87
자산총계	851	906	1,461	1,449	1,485
유동부채	91	109	151	170	196
매입채무및기타채무	79	77	133	135	139
단기차입금및단기사채	0	5	5	0	0
유동성장기부채	2	2	2	2	2
비유동부채	94	100	522	447	401
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	5	13	413	323	273
부채총계	186	209	673	618	597
지배주주지분	660	692	784	827	883
자본금	16	16	19	19	19
자본잉여금	506	506	573	573	573
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	120	171	193	235	292
비지배주주지분	5	5	5	5	5
자본총계	665	697	789	831	888

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	72	57	(75)	157	93
당기순이익	43	55	28	49	62
유형자산감가상각비	17	19	28	38	38
무형자산상각비	1	1	2	2	2
자산부채변동	18	(8)	(141)	67	(11)
기타	(7)	(10)	8	1	2
투자활동현금흐름	(57)	(31)	(432)	(56)	(26)
유형자산투자	(45)	(38)	(348)	(51)	(40)
유형자산매각	0	1	0	0	0
투자자산순증	(13)	66	(9)	(1)	(1)
무형자산순증	0	(7)	(17)	(2)	(2)
기타	1	(53)	(58)	(2)	17
재무활동현금흐름	(7)	8	464	(100)	(56)
자본의증가	0	0	69	0	0
차입금의순증	(2)	13	400	(95)	(50)
배당금지급	(5)	(5)	(5)	(6)	(6)
기타	0	0	0	1	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	8	34	(43)	1	11

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

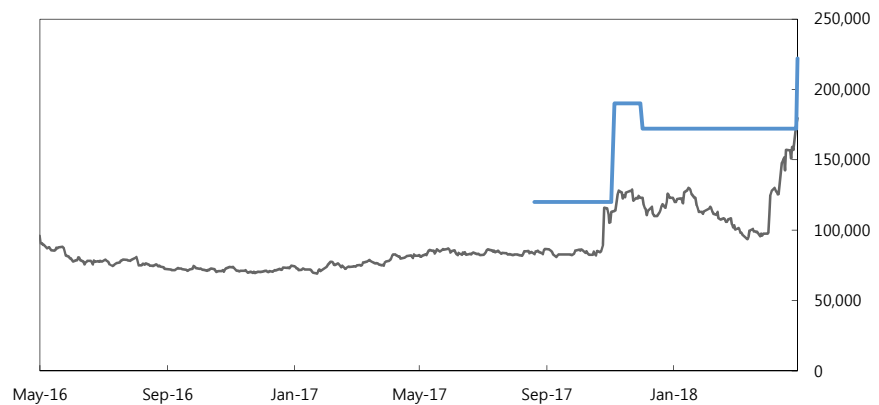
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	456	461	886	902	927
매출원가	343	351	705	704	714
매출총이익	112	111	182	198	213
판매관리비	55	57	101	106	106
영업이익	57	53	81	92	107
금융수익	2	40	2	2	2
이자수익	2	2	2	2	2
금융비용	2	2	31	29	26
이자비용	0	0	30	28	25
기타영업외손익	(3)	(17)	(14)	(1)	(1)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	54	74	38	64	82
법인세비용	12	19	10	16	20
연결당기순이익	43	55	28	49	62
지배주주지분순이익	41	55	28	49	62
기타포괄이익	1	(18)	0	0	0
총포괄이익	43	37	28	49	62
지배주주지분포괄이익	43	37	28	49	62
EBITDA	76	73	111	132	147

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	12,544	16,748	7,274	12,514	15,957
BPS	200,353	210,139	201,205	212,215	226,668
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.7	1.2	92.2	1.8	2.8
영업이익증가율	(1.8)	(6.6)	51.7	14.6	15.9
순이익증가율	(5.6)	33.5	(49.6)	75.2	27.5
EPS증가율	(5.6)	33.5	(56.6)	72.0	27.5
EBITDA증가율	0.6	(2.8)	51.5	18.8	11.2
수익성(%)					
영업이익률	12.5	11.5	9.1	10.2	11.6
순이익률	9.1	12.0	3.1	5.4	6.7
EBITDA Margin	16.6	15.9	12.5	14.6	15.8
ROA	5.1	6.3	2.3	3.3	4.2
ROE	6.4	8.2	3.8	6.1	7.3
배당수익률	2.1	1.4	0.8	0.8	0.8
배당성향	12.0	9.0	21.0	12.0	9.4
안정성					
순차입금(십억원)	(129)	(123)	306	210	147
차입금/자본총계비율(%)	1.1	3.0	53.4	39.3	31.2
Valuation(X)					
PER	5.7	6.6	24.7	14.3	11.2
PBR	0.4	0.5	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	1.5	3.4	9.1	6.9	5.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
아세아시멘트(183190)	2017.04.18	NR	-	-	-
	2017.09.04	매수	120,000원	-26.9	-3.3
	2017.11.20	매수	190,000원	-34.6	-32.2
	2017.12.17	매수	172,000원	-32.4	1.7
	2018.05.15	매수	222,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 15일 현재 아세아시멘트 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 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.