

아세아시멘트 (183190)


건설/건자재

김기룡

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	140,000원 (I)
현재주가 (11/28)	103,000원
상승여력	36%

시가총액	4,013억원
총발행주식수	3,895,809주
60일 평균 거래대금	15억원
60일 평균 거래량	11,902주
52주 고	208,000원
52주 저	93,600원
외인지분율	6.54%
주요주주	아세아 외 11 인 61.34%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(0.5) (18.6) (15.8)
상대	(4.3) (11.0) 0.4
절대(달러환산)	0.9 (19.8) (19.0)

한라시멘트 인수 이후, 덩치가 커졌다

한라시멘트 인수 이후, 덩치가 커졌다.

2018년 1월, 인수가격 약 3,800억원(한라시멘트 차입금 4,000억원 제외)에 한라시멘트 지분 100% 을 인수하며 아세아+한라의 국내 시멘트 시장 점유율은 2016년 기준 기준 7%에서 19% 수준으로 상승, Big 3 체제에 합류했다. 동사의 시멘트 매출은 17년 3,000억원에서 18년 6,500억원을 상회할 것으로 추정한다. 강원도 옥계공장을 보유한 한라시멘트 인수로 아세아시멘트는 기존 내륙사에서 해송을 통한 물류비 절감, 수출확대 용이 등 해안사 이점을 누릴 수 있는 구조를 갖출 수 있게 되었다.

연결 실적 급증, 별도 실적은 다소 부진

2018년 4분기 연결 실적은 한라시멘트 실적 편입 효과로 매출액 2,120억원(+87.0%, YoY), 영업이익 253억원(+127.4%, YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 4분기 시멘트 판매단가는 3분기 누계 기준 대비 8% 인상(6.7만원), 출하량은 전년동기대비 2% 감소 효과를 가정하였다. 다만, 별도 기준 매출액은 한라시멘트 인수 이후 일부 양사 간 업무권역 중첩, 인수 초기단계 물량 감소 영향 등으로 전년동기대비 10% 감소한 949억원을 추정한다. 올해 초, 한라시멘트 인수 이후 영업 안정화에 따라 아세아시멘트 별도 출하 둔화 요인은 점진적으로 개선될 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 140,000원으로 신규 커버리지 개시

아세아시멘트에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 140,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019년 BPS 204,553원에 주요 건자재 업종 평균 PBR 0.7x를 적용하여 산출하였다. 기존 무차입 경영 기조에서 한라시멘트 지분 인수로 재무구조는 악화[2017년 순현금 1,200억원 → 3Q18 순차입 금 6,300억원]됐으나, 인수 이후 연간 EBITDA 1,000억원을 상회하는 이익 창출력과 점진적인 내륙+해안사의 시너지 효과, 출하량 증가에 따른 시멘트 단가 인상 수혜 확대는 긍정적인 요인이다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,145	89.5	13.6	2,069	3.7
영업이익	269	141.3	21.5	249	7.9
세전계속사업이익	189	-34.8	40.1	187	0.9
지배순이익	129	-36.3	37.9	179	-27.8
영업이익률 (%)	12.5	+2.7 %pt	+0.8 %pt	12.0	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	6.0	-11.9 %pt	+1.0 %pt	8.7	-2.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

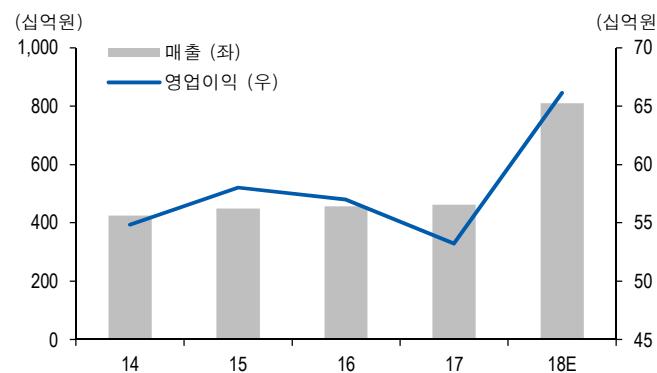
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	4,557	4,612	8,094	8,450
영업이익	570	532	661	817
지배순이익	413	552	87	373
PER	6.7	5.2	46.2	10.8
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	2.0	2.3	8.9	6.6
ROE	6.4	8.2	1.2	4.8

자료: 유안타증권

아세아시멘트 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망 [연결 기준]											(단위: 십억원, %)
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	2019E
매출액 (연결)	93	134	121	113	461	161	245	189	215	809	845
시멘트부문	92	133	121	112	458	159	248	183	213	803	839
– 시멘트	58	90	79	74	300	128	205	149	175	658	686
– 레미콘	30	38	33	30	132	25	31	23	27	107	111
– 2차제품	3	4	5	6	18	4	5	4	5	18	20
– 기타	1	1	4	1	7	3	6	6	5	21	22
기타 및 연결조정	0	1	0	2	3	1	-2	6	2	6	6
매출원가 (연결)	81	96	87	87	351	154	190	144	165	652	670
% 원가율	87.5%	71.2%	72.1%	76.6%	76.0%	95.5%	77.6%	76.2%	76.7%	80.6%	79.3%
매출총이익(연결)	12	39	34	27	111	7	55	45	50	157	175
% 매출총이익률	12.5%	28.8%	27.9%	23.4%	24.0%	4.5%	22.4%	23.8%	23.3%	23.9%	25.6%
판관비(연결)	13	15	15	15	57	21	24	23	23	91	94
% 판관비율	13.7%	10.9%	12.2%	13.6%	12.5%	13.1%	9.8%	12.1%	10.8%	11.3%	11.1%
영업이익(연결)	-1	24	19	11	53	-14	31	22	27	66	82
% 영업이익률(연결)	-1.1%	18.0%	15.7%	9.8%	11.5%	-8.6%	12.6%	11.7%	12.5%	8.2%	9.7%

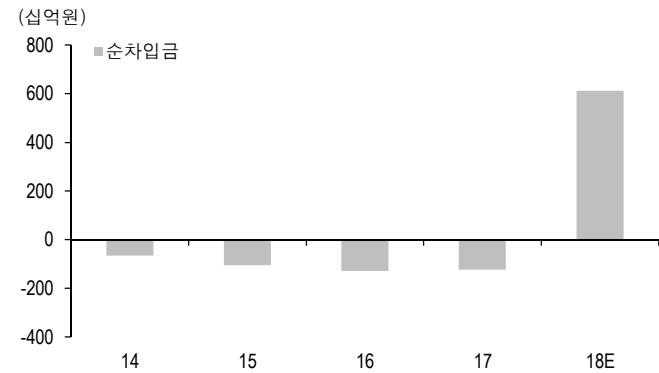
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 아세아시멘트 매출/영업이익 추이(2018년, 한라시멘트 실적 편입)



자료: 유안타증권 리서치센터

연간 아세아시멘트 순차입금 추이(2018년, 한라시멘트 실적 편입)



자료: 유안타증권 리서치센터

아세아시멘트 목표주가 산정

(단위: 원, 배)

항목	금액	비고
BPS	204,553	2019년 예상치 기준
PBR	0.7	주요 건자재 업종 평균
목표주가	140,000	빈율임 적용
현재주가	103,000	11월 28일 기준
상승여력	36%	

자료: 유안타증권 리서치센터

아세아시멘트 (183190) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	4,557	4,612	8,094	8,450	8,702
매출원가	3,433	3,505	6,522	6,698	6,846
매출총이익	1,124	1,106	1,572	1,752	1,855
판관비	554	574	911	935	956
영업이익	570	532	661	817	899
EBITDA	755	734	1,144	1,522	1,609
영업외순익	-28	209	-470	-294	-232
외환관련순익	-3	0	-19	-18	-18
이자순익	17	16	-318	-303	-281
관계기업관련순익	0	0	0	0	0
기타	-42	193	-133	26	66
법인세비용차감전순이익	542	741	191	523	667
법인세비용	116	187	86	131	167
계속사업순이익	426	554	105	392	500
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	426	554	105	392	500
지배지분순이익	413	552	87	373	475
포괄순이익	432	374	104	391	499
지배지분포괄이익	428	372	90	387	494

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,956	3,147	3,676	3,881	4,062
현금및현금성자산	798	1,136	872	1,037	1,178
매출채권 및 기타채권	1,249	1,222	1,811	1,841	1,861
재고자산	299	371	820	830	850
비유동자산	5,550	5,916	15,025	15,110	15,241
유형자산	4,372	4,447	9,149	9,494	9,860
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	478	234	428	428	428
자산총계	8,505	9,064	18,701	18,992	19,303
유동부채	913	1,087	1,889	2,015	2,210
매입채무 및 기타채무	793	773	1,356	1,382	1,416
단기차입금	0	54	199	199	179
유동성장기부채	23	23	210	310	490
비유동부채	944	1,004	9,106	8,956	8,656
장기차입금	51	128	6,687	6,537	6,237
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,857	2,091	10,995	10,971	10,865
지배지분	6,602	6,925	7,652	7,966	8,383
자본금	165	165	195	195	195
자본잉여금	5,064	5,064	5,726	5,726	5,726
이익잉여금	1,202	1,706	1,752	2,067	2,484
비지배지분	46	48	54	54	54
자본총계	6,648	6,973	7,706	8,020	8,438
순차입금	-1,289	-1,236	6,130	5,914	5,633
총차입금	73	205	7,095	7,045	6,905

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	724	568	399	958	1,081
당기순이익	426	554	105	392	500
감가상각비	175	188	412	445	473
외환손익	1	0	8	18	18
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	176	-80	64	-76	-66
기타현금흐름	-54	-93	-190	179	155
투자활동 현금흐름	-569	-312	-3,283	-913	-963
투자자산	-126	683	-2,527	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-445	-383	-521	-791	-841
유형자산 감소	4	5	1	1	1
기타현금흐름	-3	-617	-236	-122	-122
재무활동 현금흐름	-72	83	2,436	-169	-259
단기차입금	0	55	-116	0	-20
사채 및 장기차입금	-23	77	1,971	-50	-120
자본금	0	0	691	0	0
현금배당	-49	-49	-49	-58	-58
기타현금흐름	0	0	-61	-61	-61
연결범위변동 등 기타	2	-1	183	289	281
현금의 증감	84	339	-265	166	141
기초 현금	714	798	1,136	872	1,037
기말 현금	798	1,136	872	1,037	1,178
NOPLAT	570	532	661	817	899
FCF	364	137	388	451	478

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

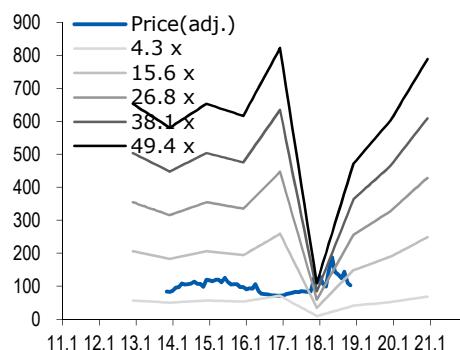
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	12,490	16,676	2,229	9,562	12,202
BPS	199,619	209,370	196,481	204,553	215,265
EBITDAPS	22,921	22,269	29,362	39,066	41,298
SPS	137,735	139,380	207,766	216,897	223,360
DPS	1,494	1,494	1,494	1,494	1,494
PER	6.7	5.2	46.2	10.8	8.4
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	2.0	2.3	8.9	6.6	6.0
PSR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	1.7	1.2	75.5	4.4	3.0
영업이익 증가율 (%)	-1.8	-6.6	24.3	23.5	10.1
지배순이익 증가율 (%)	-5.6	33.5	-84.3	329.0	27.6
매출총이익률 (%)	24.7	24.0	19.4	20.7	21.3
영업이익률 (%)	12.5	11.5	8.2	9.7	10.3
지배순이익률 (%)	9.1	12.0	1.1	4.4	5.5
EBITDA 마진 (%)	16.6	15.9	14.1	18.0	18.5
ROIC	8.1	7.0	3.4	3.9	4.3
ROA	5.0	6.3	0.6	2.0	2.5
ROE	6.4	8.2	1.2	4.8	5.8
부채비율 (%)	27.9	30.0	142.7	136.8	128.8
순차입금/자기자본 (%)	-19.5	-17.8	80.1	74.2	67.2
영업이익/금융비용 (배)	200.0	140.0	2.0	2.6	3.0

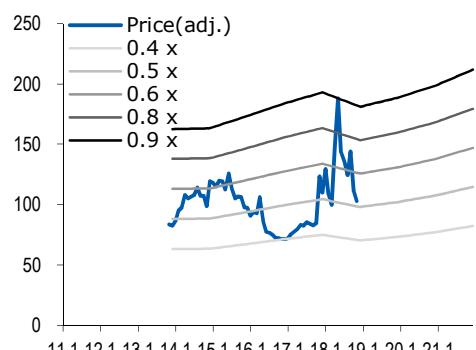
P/E band chart

(천원)



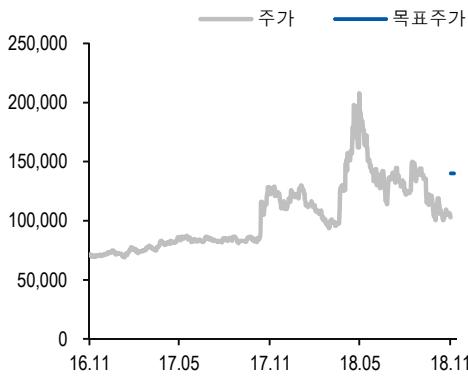
P/B band chart

(천원)



아세아시멘트 (183190) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-29	BUY	140,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	84.4
Hold(중립)	13.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.