

아세아시멘트(183190)

Not rated

		매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	DY
		(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
주가(4/18, 원)	80,200											
시가총액(십억원)	264											
발행주식수(백만)	3											
52 주 최고/최저가(원)	108,000/70,400											
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	314											
유동주식비율(%)	38.7											
외국인지분율(%)	9.6											
주요주주(%)	아세아 외 12 인											
2012A		1,035	86	44	NM	192.4	144	NM	2.4	NM	5.3	NM
2013A		117	17	11	NM	(75.2)	21	NM	11.9	NM	1.5	1.5
2014A		424	55	39	11,815	256.8	73	NM	4.6	NM	6.7	1.2
2015A		448	58	44	13,294	12.5	75	7.6	3.0	0.5	7.2	1.5
2016A		456	57	41	12,544	(5.6)	76	5.8	1.5	0.4	6.4	2.1

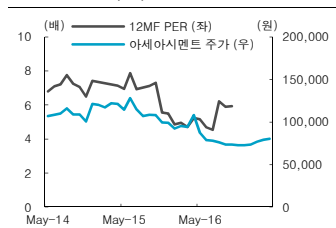
주: 순이익은 지분법적용 순이익, 2013년 분할

어부지리만은 아니다

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.0	8.4	(16.6)
상대주가(%p)	5.7	3.1	(23.6)

12MF PER 추이



최강의 재무구조, 무차입 경영, PBR 0.5배: 2013년 그룹의 지주사 전환으로 아세아(존속 회사)와 아세아시멘트(신설회사)로 인적분할돼 아세아시멘트가 재상장됐다. 분할 과정에서 아세아에 아세아시멘트 지분 19.98%와 아세아제지 지분 47.19%, 아세아제지 자회사들이 편입됐다. 그룹 주력인 아세아제지의 분할로 아세아시멘트의 부채비율은 29%에서 36%로 상승했고 시멘트 업종 점유율 6위이지만 2016년 말 부채비율은 다시 28%로 복귀, 가장 우량하다. 투자주식인 OCI 지분(1.47%, 시가 263억원)도 보유하고 있으며 매년 700억원 대의 EBITDA를 창출해 순현금은 750억원에 육박, 사실상 무차입 경영이다. 2016년 기말 배당은 주당 1,500원으로 시가배당률 1.9%를 기록하는 등, 배당주로서의 매력도 있다.

매출비중은 시멘트 64%, 레미콘 28%, 몰탈 8%로 몰탈 시장에서는 삼표와 2~3위를 다투고 있다. 2015년부터 시작된 몰탈부문의 출혈 경쟁 탓에 시멘트 출하량이 최대치를 기록했던 2016년 아세아시멘트의 영업이익은 전년대비 1.8% 감소했다. 그러나 4분기 매출은 전년대비 5%, 영업이익은 22% 증가하며 1년 만에 전년대비 증가반전했다. 시멘트 가격 출혈이 완화되었기 때문이다.

시멘트 업계 consolidation: 시멘트 업계의 consolidation이 본격화될 전망이다. 한일시멘트가 현대시멘트를 인수하며 4개 양회사 모두 주인을 찾았고 player 1개가 감소했다. 업계 재편은 아직 끝이 아니다. 사모펀드가 주인인 쌍용양회, 한라시멘트의 재매각 가능성이 언제든 열려 있기 때문이다. 게다가 최근 성신양회는 레미콘 공장 4개 중 일부 매각을 검토하고 있다. 시멘트 출하량 감소기에는 자가소비로 일정 물량을 소화하고 장치산업인 시멘트 설비의 가동률을 유지해 줄 레미콘 사업이 필요하다. 결국 성신양회의 점유율 확대 가능성은 점차 낮아질 것으로 판단된다.

이는 곧 재무구조가 우량하고 수직계열화를 이룬 한일시멘트나 아세아시멘트에 긍정적 요인이다. 주요 업체의 재무구조를 비교할 때, 50% 미만의 부채비율과 순현금 구조는 아세아시멘트와 한일시멘트뿐이다. 시멘트, 레미콘, 몰탈을 모두 생산하는 양회사는 한일시멘트와 아세아시멘트뿐이며 사업 다각화로 영업력이 강하다. 즉 단순히 타 업체 중심의 업계 재편에 따른 수혜를 누리기보다, 축적한 재무 및 포트폴리오의 역량이 성장을 유지하는데 도움이 되고 있다.

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

허나래 3276-4126
narae.heo@truefriend.com

2017년 몰탈 영업적자 해소, 시멘트 부문 영업이익 11% 증가 예상: 2016년 몰탈사업은 소폭 적자로 추정된다. 아세아시멘트는 몰탈 단가를 공시하지 않으나 한일시멘트 기준 2016년 몰탈 단가는 전년대비 14.3% 하락했다. 그러나 4분기에는 전년대비 0.9% 하락에 그쳐 3분기 대비해서는 6.7% 상승했다. 즉 몰탈 가격 출혈 경쟁의 절정을 지남에 따라 한

일시멘트는 연초부터 10%의 가격 인상을 통보하기 시작했고 이어 삼표도 포장용 몰탈 가격을 10% 이상 인상하는 계획을 추진하고 있다. 아세아 역시 2분기부터는 시장 가격에 수렴할 것으로 예상된다. 이 경우 몰탈부문은 약 40억원의 영업흑자를 낼 것으로 예상된다. 올해 시멘트사업 영업이익의 증분의 대부분은 몰탈에서 발생할 것이며 시멘트 가격 안정이 본격화될 경우 이익 upside를 예상한다. 1분기 시멘트 출하량은 9% 이상 증가한 것으로 추정돼, 성수기인 2분기부터 가격 회복이 빨라질 것이다.

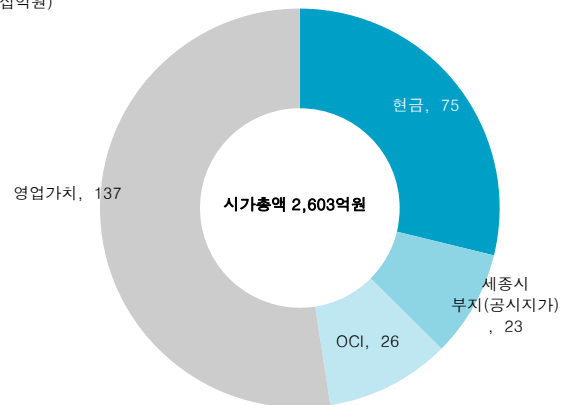
Hidden value, ‘아세아산업개발’: 100% 지분을 보유한 연결자회사 ‘아세아산업개발’은 골재와 레미콘을 생산한다. 세종시에 자체 석산을 보유해 3,000m³/d의 골재와 부순모래를 생산한다. 최근 골재가격이 급등해 수익성에 차질을 빚는 타사와 달리 안정적으로 골재와 모래를 공급받고 있다. 부채비율도 15.3%로 매우 안정적이며 연 매출 약 200억원, 영업이익 20억원대를 유지하고 있다. 세종시 자체 석산 공장을 포함한 부동산 규모는 18만평이라 향후 용도 변경 등을 통한 개발 가능성이 열려있다. 매우 장기적으로 접근할 이슈지만 아세아시멘트의 우량 자산 중 하나임에 분명하다.

[그림 74] 아세아산업개발의 자체 석산 공장



[그림 75] 아세아시멘트 시가총액과 자산가치: 시총의 절반이 우량 자산

(십억원)



자료: 아세아산업개발, 한국투자증권

자료: 아세아시멘트, 한국투자증권

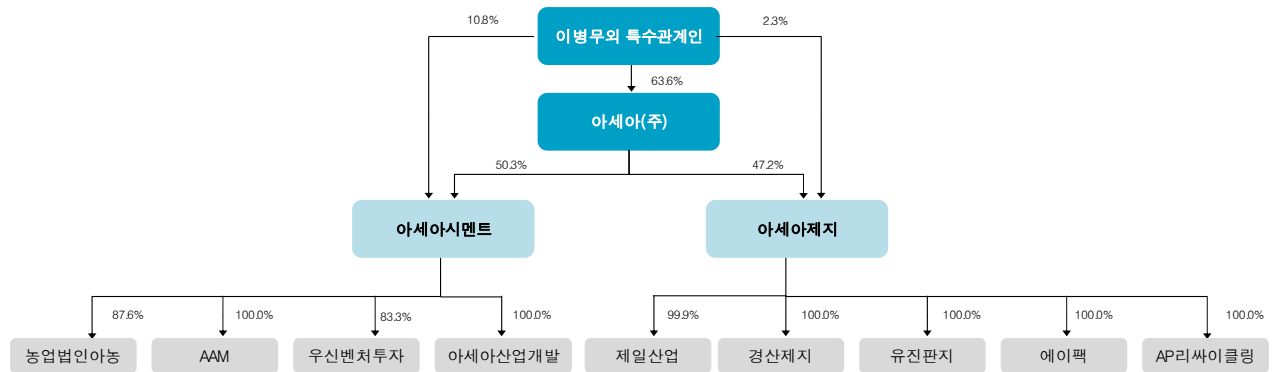
〈표 16〉 아세아시멘트 손익 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
매출	87.4	128.2	117.5	122.6	424.4	448.3	455.7	457.9	461.8	467.2	471.5
YoY	3.0%	19.0%	30.0%	4.5%	262.9%	5.6%	1.7%	0.5%	0.9%	1.2%	0.9%
시멘트사업	86	126	111	121	422	443	444	453	457	462	467
기타/연결조정	1	2	11	(4)	2	5	11	5	5	5	5
매출원가율	89.7%	71.1%	69.6%	75.1%	74.2%	74.5%	75.3%	75.0%	74.9%	74.9%	74.8%
영업이익	(3.5)	23.6	21.8	15.2	54.8	58.0	57.0	58.4	59.8	61.4	62.8
YoY	nm	-5.6%	-4.4%	22.2%	228.3%	5.8%	-1.8%	2.6%	2.4%	2.6%	2.4%
시멘트사업	(4.5)	21.2	15.7	15.8	57.1	54.4	48.2	53.4	54.8	56.4	57.8
기타/연결조정	0.9	2.3	8.2	(3.6)	(2.3)	4.8	8.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익률	-4.0%	18.4%	18.5%	12.4%	12.9%	12.9%	12.5%	12.8%	13.0%	13.1%	13.3%
영업외손익	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(2.4)	(2.3)	0.7	(2.8)	0.7	0.7	0.7	0.7
세전이익	(3.6)	23.3	21.8	12.7	52.5	58.7	54.2	59.1	60.5	62.1	63.5
지배주주	(2.0)	17.8	16.1	9.4	38.9	43.8	41.3	44.7	45.7	46.9	48.0

자료: 아세아시멘트, 한국투자증권

[그림 76] 아세아시멘트, 아세아지주 지배구조



자료: 아세아시멘트, 아세아, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
유동자산	463	238	267	274	296
현금성자산	96	44	52	71	80
매출채권및기타채권	235	142	134	123	125
재고자산	111	35	39	33	30
비유동자산	1,119	546	528	535	555
투자자산	111	88	49	52	48
유형자산	845	383	390	412	437
무형자산	41	38	44	47	48
자산총계	1,582	783	795	809	851
유동부채	286	90	98	78	91
매입채무및기타채무	104	65	67	62	79
단기차입금및단기사채	117	19	12	0	0
유동성장기부채	48	0	2	2	2
비유동부채	208	106	108	105	94
사채	10	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	51	6	10	7	5
부채총계	494	196	206	183	186
지배주주지분	836	584	586	622	660
자본금	24	16	16	16	16
자본잉여금	34	506	506	506	506
기타자본	(19)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	732	11	41	79	120
비지배주주지분	252	3	3	4	5
자본총계	1,088	587	589	627	665

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
영업활동현금흐름	153	16	59	64	72
당기순이익	71	11	39	44	43
유형자산감가상각비	58	4	17	16	17
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	6	(4)	(9)	5	18
기타	18	6	12	(3)	(6)
투자활동현금흐름	(75)	(9)	(48)	(25)	(57)
유형자산투자	(81)	(7)	(26)	(35)	(45)
유형자산매각	5	0	1	1	0
투자자산순증	5	(3)	(25)	2	(13)
무형자산순증	(3)	(0)	(2)	(2)	0
기타	(1)	(0)	4	9	0
재무활동현금흐름	(48)	(3)	(3)	(20)	(7)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(44)	(3)	1	(15)	(2)
배당금지급	(3)	0	(4)	(5)	(5)
기타	(0)	(0)	(0)	(0)	0
기타현금흐름	(0)	(0)	(0)	(0)	0
현금의증가	30	4	8	19	8

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
매출액	1,035	117	424	448	456
매출원가	843	85	315	334	343
매출총이익	191	32	109	114	112
판매관리비	105	15	55	56	55
영업이익	86	17	55	58	57
금융수익	11	1	3	9	2
이자수익	3	0	1	2	2
금융비용	10	0	2	1	2
이자비용	9	0	0	0	0
기타영업외손익	2	(4)	(4)	(8)	(3)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	88	13	53	59	54
법인세비용	17	2	14	14	12
연결당기순이익	71	11	39	44	43
지배주주지분순이익	44	11	39	44	41
기타포괄이익	(30)	5	(32)	(2)	1
총포괄이익	41	15	6	43	43
지배주주지분포괄이익	15	16	6	41	43
EBITDA	144	21	73	75	76

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
주당지표(원)					
EPS	NM	NM	NM	NM	NM
BPS	NM	NM	NM	NM	NM
DPS	0	1,250	1,500	1,500	1,500
성장성(% YoY)					
매출증가율	(4.6)	(88.7)	262.9	5.6	1.7
영업이익증가율	202.3	(80.6)	228.3	5.8	(1.8)
순이익증가율	192.4	(75.2)	256.8	12.5	(5.6)
EPS 증가율	NM	NM	NM	NM	NM
EBITDA 증가율	52.7	(85.8)	253.2	3.5	0.6
수익성(%)					
영업이익률	8.3	14.3	12.9	12.9	12.5
순이익률	4.2	9.3	9.2	9.8	9.1
EBITDA Margin	14.0	17.6	17.1	16.8	16.6
ROA	4.5	0.9	4.9	5.5	5.1
ROE	5.3	1.5	6.7	7.2	6.4
배당수익률	NM	1.5	1.2	1.5	2.1
배당성향	0.0	37.7	12.7	11.3	12.0
안정성					
순차입금(십억원)	117	(34)	(66)	(105)	(129)
차입금/자본총계비율(%)	20.8	4.2	4.2	1.5	1.1
Valuation(X)					
PER	NM	NM	NM	NM	NM
PBR	NM	NM	NM	NM	NM
EV/EBITDA	2.4	11.9	4.6	3.0	1.5

■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 18일 현재 한일시멘트, LG하우시스, 아세아시멘트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 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.