

## 아세아시멘트(183190)

## 매수(유지)

목표주가: 172,000원(하향)

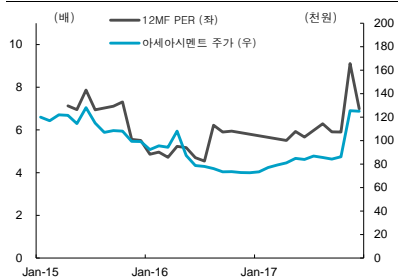
## Stock Data

KOSPI(12/15)	2,482
주가(12/15)	125,000
시가총액(십억원)	412
발행주식수(백만)	3
52주 최고/최저가(원)	131,000/70,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,883
유동주식비율/외국인지분율(%)	38.7/12.3
주요주주(%)	아세아 외 11 인 61.1

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	16.8	46.0	74.3
상대주가(%p)	18.3	40.9	52.5

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 유상증자, 장기적으로 기업가치에 긍정적 결정

## 684억원 규모의 보통주 60만주 유상증자 결정

아세아시멘트는 684억원 규모의 유상증자 결정을 공시했다. 할인율 10%로 1주당 0.146주의 신주가 배정되고 신주 배정 기준일은 12월 31일이다. 11일, 인수가 7,760억원으로 한라시멘트의 인수 계약을 체결했는데 한라시멘트의 차입금 4,100억원을 감안 시 3,651억원의 자금이 필요했기 때문이다. 1월 31일 잔금을 납입하면 거래가 완료되며 2월부터 한라시멘트의 실적은 연결로 인식된다. 한라시멘트는 업계 마지막 매물이라는 점에서 프리미엄이 있었고 희소성 있는 해안사로, 한라시멘트의 영업이익률은 아세아시멘트의 영업이익률보다 2.6%p 이상 높다.

## 시가총액의 17% 수준이며 유상증자의 목적이 분명

최근 주식시장에 연이은 증자 뉴스로 막연한 우려가 제기될 수 있지만 아세아시멘트의 유상증자 결정은 긍정적이다. 한라 인수 전 아세아시멘트의 순현금은 1,200억원이었으나 한라 인수로 약 2,600억원의 순차입 구조로 전환이 부담이었기 때문이다. 유상증자가 성공적으로 마무리되면 연간 30억원의 이자비용 감축이 가능하다. 또한 실권 시, 아세아시멘트 지분 50.3%를 보유한 (주)아세아가 모두 인수할 가능성이 높다는 점에서 향후 아세아시멘트의 지분율은 늘어날 수 있다.

## Big3 멤버로 도약

아세아시멘트의 용량은 450만톤으로 7개사 중 가장 작아 한계가 명백했으나 한라를 등에 업고 점유율 21%의 big3 멤버가 되었다. 인수가 완료된 2018년부터 아세아시멘트는 가격 헤게모니를 질 수 있을 것이다. 아직 시멘트 단가는 회복 전이나, 60%의 점유율을 지닌 big3 모두 가격 인하의 효용성이 사라졌고 2012년 이래 지금은 처음으로 가격 회복의 명분(cost push)이 축적된 상태다. 가격 출혈의 가능성이 점차 낮아지고 있다.

## 희석 감안해 목표주가 10% 하향하나 장기적으로 기업가치는 증대

증자금액 비율만큼의 주당가치 희석을 감안해 목표주가를 10% 하향한 172,000원으로 제시한다. 지속 가능한 ROE가 8%로 추정돼, 목표 PBR은 0.8배를 유지한다. 한라시멘트 인수로 아세아시멘트의 2018년 매출은 2.1배 증가하고 영업이익은 76% 성장할 전망이다. 한라시멘트 인수와 유상증자 등 구조적 변화로 장기간 정체였던 아세아시멘트의 장기 성장성에 청신호가 켜졌다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	448	58	44	13,294	12.5	75	7.5	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
2017F	477	63	48	14,446	NM	83	8.7	3.4	0.6	7.0	1.2
2018F	989	112	69	17,780	23.1	140	7.0	5.2	0.6	8.9	1.2
2019F	989	111	71	17,957	1.0	149	7.0	4.3	0.5	8.1	1.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경자  
kyungja.lee@truefriend.com허나래  
narae.heo@truefriend.com

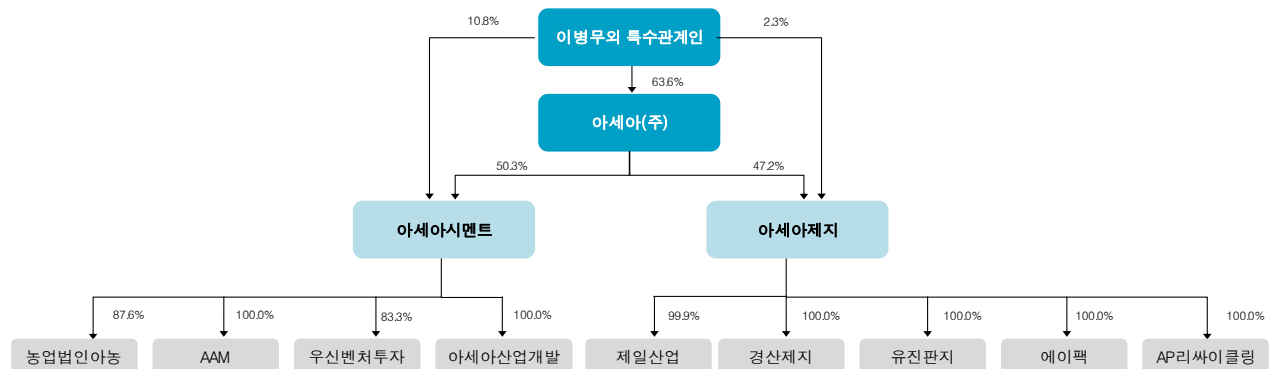
&lt;표 1&gt; 아세아시멘트 실적 추정 요약(2018년부터 한라시멘트 연결)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F	2019F
매출	87.4	128.2	117.5	122.6	92.5	134.2	121.2	129.1	455.7	477.0	989.0	988.5
YoY	3.0%	-0.8%	0.6%	4.5%	5.8%	4.6%	3.2%	5.3%	1.7%	4.7%	107.3%	-0.1%
별도 매출	82.4	120.3	106.3	115.8	89.2	128.6	115.8	122.5	424.9	456.0	459.8	459.5
YoY	6.7%	-1.2%	-3.6%	6.7%	8.2%	6.8%	8.9%	5.8%	1.7%	7.3%	0.8%	-0.1%
시멘트/물탈	56.2	85.2	72.4	82.3	58.0	89.6	78.8	85.4	296.0	311.8	316.3	316.2
레미콘	24.9	33.5	31.2	32.7	30.2	37.7	33.3	36.0	122.3	137.2	136.3	136.3
아세아산업개발	3.8	5.4	5.0	5.4	3.3	4.1	5.2	5.4	19.7	18.0	18.0	18.0
한라시멘트											503.3	503.1
원가율	89.7%	71.1%	69.6%	75.1%	87.5%	71.2%	72.1%	72.8%	75.3%	75.0%	78.0%	78.0%
판관비	12.6	13.6	14.0	15.3	12.6	14.6	14.8	14.0	55.4	56.0	106.0	106.0
판관비율	14.4%	10.6%	11.9%	12.5%	13.6%	10.9%	12.2%	10.8%	12.2%	11.7%	10.7%	10.7%
영업이익	(3.5)	23.6	21.8	15.2	(1.1)	24.1	19.0	21.2	57.0	63.3	111.6	111.0
YoY	nm	-5.6%	-4.4%	22.2%	nm	2.3%	-12.6%	39.5%	-1.8%	11.0%	76.4%	-0.1%
영업이익률	-4.0%	18.4%	18.5%	12.4%	-1.1%	18.0%	15.7%	16.4%	12.5%	13.3%	11.3%	11.3%
별도 영업이익	(4.8)	20.1	14.8	15.3	(0.7)	22.4	17.9	15.6	45.5	55.2	54.7	54.7
시멘트사업	(4.5)	21.2	15.7	15.8	(0.7)	23.1	14.9	19.0	48.2	56.3	59.3	56.7
기타/연결조정	0.9	2.3	8.2	(3.6)	(0.3)	1.0	3.0	3.3	8.0	7.0	7.0	7.0
한라시멘트											45.3	47.8
세전이익	(3.6)	23.3	21.8	12.7	-0.6	21.3	19.5	22.7	54.2	63.0	91.6	93.5
지배주주순이익	(2.0)	17.8	16.1	9.4	0.1	16.2	14.9	16.5	41.3	47.6	69.2	70.7

자료: 아세아시멘트, 한국투자증권

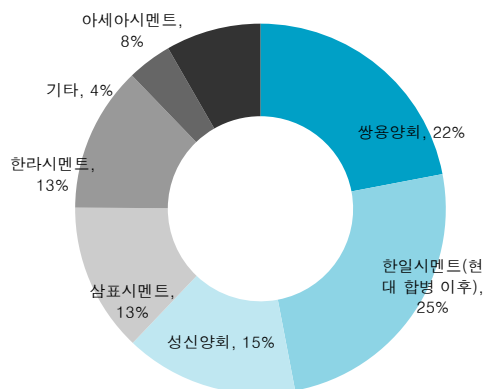
[그림 1] 아세아그룹 지배구조



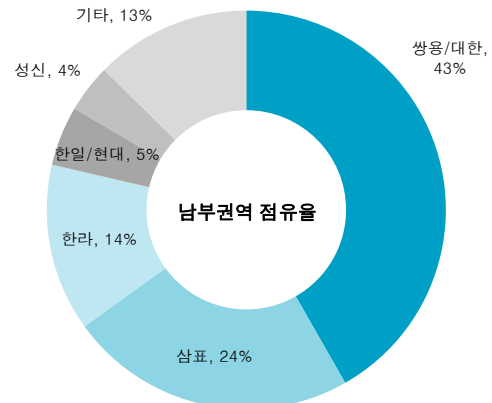
주: 2017년 3분기 기준

자료: 아세아시멘트, 아세아, 한국투자증권

[그림 2] 시멘트 시장 점유율



[그림 3] 남부권역 점유율 - 해안사가 유리



자료: 각사, 한국투자증권

자료: 각사, 한국투자증권

&lt;표 2&gt; 한라시멘트 실적과 재무상태 요약

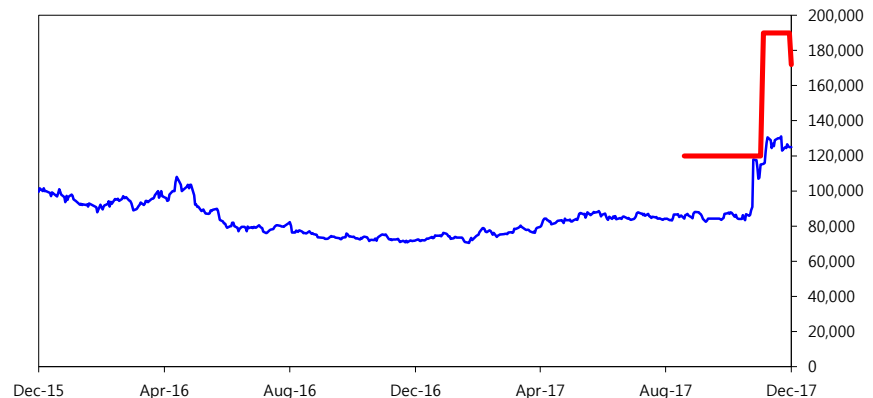
(단위: 십억원)

항목	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
자산총계	469	477	484	424	507	501	532	586	592	640	626
현금및현금성자산	5	7	2	13	20	19	50	100	96	145	115
매출채권	76	91	88	67	68	74	63	75	72	75	69
재고자산	36	42	73	49	39	37	46	38	38	32	29
투자자산	4	5	5	7	6	8	7	8	9	8	9
유형자산	278	262	245	218	324	314	305	309	308	310	315
부채총계	136	155	172	125	148	172	175	191	178	185	160
단기차입금	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
비유동부채	79	68	67	60	74	66	61	63	51	70	54
사채	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
장기차입금	36	19	23	19	15	10	6	4	2	2	2
자본총계	333	322	312	299	359	329	356	396	414	455	466
자본금	222	222	222	222	222	222	222	222	222	222	216
이익잉여금	112	101	91	78	63	34	64	102	129	170	181
매출액	343	335	364	394	345	376	403	420	445	466	471
원가율	89.2%	90.4%	93.1%	91.3%	94.8%	95.7%	82.7%	82.0%	82.9%	81.4%	77.4%
판매비와관리비	40	43	40	38	36	38	33	38	40	43	44
판매비율	11.7%	12.8%	11.0%	9.5%	10.5%	10.2%	8.2%	9.1%	8.9%	9.2%	9.2%
영업이익	(3)	(11)	(15)	(3)	(18)	(22)	37	37	36	44	63
세전이익	(5)	(14)	(10)	(17)	(10)	(27)	29	51	36	54	93
당기순이익	(3)	(11)	(10)	(14)	(15)	(29)	29	38	27	41	64

자료: 한라시멘트, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
아세아시멘트(183190)	2017.04.18	NR	-	-	-
	2017.09.04	매수	120,000원	-25.6	-1.7
	2017.11.20	매수	190,000원	-33.5	-31.1
	2017.12.17	매수	172,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 12월 17일 현재 아세아시멘트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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.