

아세아시멘트(183190)

한라시멘트가 견인한 호실적

기대 이상의 가격 정상화와 비용 절감으로 추정치 상회
가격 회복 vs. 출하량 부진 장기화 우려
가격 회복과 SOC 투자 기대감 유효. 매수의견 유지

Facts: 기대 이상의 가격 정상화와 비용 절감으로 추정치 상회

14일 발표된 2분기 실적은 추정치를 상회했다. 연결 기준 출하량이 전년동기 대비 3% 감소하며 매출액이 4% 줄었지만 가격 정상화 효과와 탄소배출권 관련 매출 원가 절감으로 매출총이익은 오히려 14% 늘었다. 2018년 10월부터 반영된 가격 회복으로 시멘트 업계의 판가는 5~6% 인상됐는데, 아세아/한라시멘트는 업계 내에서도 인상 폭이 컸던 것으로 판단된다. 가격 정상화 효과로 한라시멘트의 실적 개선이 두드러졌는데, 한라시멘트가 대부분을 차지하는 아세아시멘트의 연결자회사 매출총이익률은 전년동기 대비 9%p 개선됐다.

Pros & cons: 가격 회복 vs. 출하량 부진 장기화 우려

출하량 감소에도 가격 회복으로 한라시멘트의 개선세가 두드러졌다. 출하량이 감소하나 가격이 정상화되는 스토리는 전 시멘트사에 동일하게 적용되나 한라시멘트에서는 그 정도가 컸던 것으로 판단된다. 2분기 한라시멘트의 영업이익은 전년동기 대비 52% 늘어나 전사 이익 증가를 견인했다. 한편 주택을 비롯한 건설경기 부진으로 출하량은 상반기에 이어 하반기에도 감소세가 이어질 것으로 전망된다. 상반기 누적기준 착공면적은 전년동기 대비 10% 감소했는데, 주거 및 상업용 시설의 착공면적 감소세가 두드러졌던 것으로 파악된다.

Action: 가격 회복과 SOC 투자 기대감 유효. 매수의견 유지

출하량 감소와 가격 정상화의 싸움에서 이제는 승자가 명확해진 것으로 판단된다. 상반기 누적 연결 매출액은 전년동기 대비 1% 늘어나는데 그쳤으나 영업이익은 92% 급증한 것이 이를 뒷받침하고 있다. 착공면적 감소로 올해 내내 출하량 감소는 불가피하지만 가격 정상화와 비용절감으로 영업이익은 27% 늘어날 것으로 전망된다. 한편 이날 홍남기 경제부총리는 경제활력대책회의에서 공공임대 건설 5.1조, 도로 5.9조, 철도 5.2조 등 총 16.5조 규모의 SOC사업을 신속 집행하겠다고 언급했는데, 이와 관련해 시멘트사의 수혜가 기대된다는 점도 긍정적이다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 115,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(8/14)	1,938
주가(8/14)	80,300
시가총액(십억원)	313
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저(원)	150,000/74,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	984
유동주식비율/외국인지분율(%)	37.8/3.7
주요주주(%)	아세아 외 12 인 61.4
신영자산운용	11.2

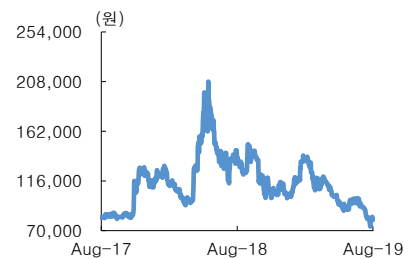
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	25.8	6.5	7.0
PBR(x)	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	2.1	6.0	5.3
DY(%)	1.4	1.9	1.9
EV/EBITDA(x)	7.7	5.3	5.4
EPS(원)	4,005	12,354	11,484
BPS(원)	200,040	212,697	224,541

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(13.7)	(40.3)	(41.8)
KOSPI 대비(%p)	(6.6)	(27.4)	(27.6)

주가추이



자료: FnGuide

김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 영업이익 컨센서스 상회

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	245.3	188.8	248.9	176.9	234.7	32.6	(4.3)	239.8
영업이익	30.9	22.1	39.9	(6.4)	39.4	흑자전환	27.3	32.1
영업이익률	12.6	11.7	16.0	(3.6)	16.8	20.4	4.2	13.4
세전이익	22.0	13.5	26.1	(15.7)	30.6	흑자전환	38.9	22.6
순이익	16.5	9.4	19.6	(11.5)	25.9	흑자전환	56.8	16.6

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	161	245	189	249	177	235	200	232	456	461	844	844	823
증감률(% YoY)	73.7	82.8	55.8	119.8	10.1	(4.3)	6.1	(6.7)	1.7	1.2	83.0	0.0	(2.5)
시멘트	128	205	149	208	144	192	166	195	296	300	690	697	678
아세아시멘트	51	80	58	74	48	65	59	72	296	300	262	244	236
한라시멘트	77	125	91	134	97	127	106	123	471	490	428	453	442
레미콘	25	31	23	29	23	30	23	29	122	132	108	105	103
기타 시멘트	7	9	9	5	8	9	9	6	26	26	29	32	31
기타(창업투자 등)	1	0	7	8	2	3	3	2	12	3	16	10	10
매출총이익률(%)	4.5	22.4	23.8	26.0	8.5	26.7	23.4	27.8	24.7	24.0	20.4	22.4	22.3
본사	1.5	24.9	22.5	23.4	11.3	24.4	22.6	22.6	22.6	23.4	19.3	20.8	20.7
연결자회사	7.3	20.2	24.9	28.1	6.2	28.7	23.7	31.6	53.5	36.0	21.4	23.7	23.5
영업이익	(14)	31	22	40	(6)	39	24	44	57	53	79	101	94
증감률(% YoY)	NM	28.5	16.1	258.6	NM	27.3	7.5	10.2	(1.8)	(6.6)	48.8	27.2	(6.9)
영업이익률(%)	(8.6)	12.6	11.7	16.0	(3.6)	16.8	11.9	18.9	12.5	11.5	9.4	11.9	11.4
세전계속사업이익	(35)	22	13	26	(16)	31	14	35	54	74	26	64	60
지배주주순이익	(30)	17	9	20	(11)	26	9	24	41	55	15	48	45
증감률(% YoY)	NM	2.3	(49.6)	(3.6)	NM	56.8	0.9	23.6	(5.6)	33.5	(72.3)	214.3	(7.0)
순이익률(%)	(18.8)	6.7	5.0	7.9	(6.5)	11.0	4.7	10.4	9.1	12.0	1.8	5.7	5.4

자료: 한국투자증권

기업개요

1957년 4월 설립된 시멘트 제조회사로, 2013년 10월 지주회사인 (주)아세아와 사업회사인 (주)아세아시멘트로 인적 분할. 대부분의 매출(2018년 기준 98%)과 영업이익(86%)이 시멘트사업부문에서 발생하며, 기타 사업으로 창업투자업(우신벤처투자), 농작물 재배 및 판매(아농)업 영위. 2018년 1월 한라시멘트 인수를 통해 시멘트 시장점유율을 크게 확대했으며, 2018년 기준 시멘트 생산량은 1,056만톤. 주요 주주는 (주)아세아(54%), 국민연금(8%), 신영자산운용(7%) 등.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	315	406	397	399	400
현금성자산	114	126	126	125	121
매출채권및기타채권	122	181	181	174	182
재고자산	37	75	66	68	71
비유동자산	592	1,523	1,563	1,562	1,585
투자자산	23	46	72	70	72
유형자산	445	920	934	948	960
무형자산	72	536	537	523	532
자산총계	906	1,929	1,960	1,961	1,985
유동부채	109	226	289	249	219
매입채무및기타채무	75	157	157	153	158
단기차입금및단기사채	5	13	17	18	15
유동성장기부채	2	35	30	26	27
비유동부채	100	916	833	828	832
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	17	669	659	658	656
부채총계	209	1,143	1,123	1,077	1,051
지배주주지분	692	779	829	875	925
자본금	16	19	19	19	19
자본잉여금	506	573	573	573	573
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	171	191	233	272	316
비지배주주지분	5	7	8	8	8
자본총계	697	786	837	883	934

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	57	89	119	75	90
당기순이익	55	17	50	45	49
유형자산감가상각비	19	41	58	59	60
무형자산상각비	1	9	10	10	10
자산부채변동	(8)	40	(1)	(35)	(34)
기타	(10)	(18)	2	(4)	5
투자활동현금흐름	(31)	(335)	(101)	(64)	(84)
유형자산투자	(38)	(58)	(72)	(74)	(71)
유형자산매각	1	6	0	1	0
투자자산순증	66	48	(18)	9	5
무형자산순증	(7)	(15)	(11)	3	(19)
기타	(53)	(316)	0	(3)	1
재무활동현금흐름	8	259	(17)	(12)	(11)
자본의증가	0	69	0	0	0
차입금의순증	13	199	(10)	(6)	(5)
배당금지급	(5)	(5)	(6)	(6)	(6)
기타	0	(4)	(1)	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	34	13	0	(1)	(4)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	461	844	844	823	851
매출원가	351	672	655	640	658
매출총이익	111	172	189	183	192
판매관리비	57	93	88	90	93
영업이익	53	79	101	94	100
금융수익	40	2	2	2	2
이자수익	2	1	2	2	2
금융비용	2	38	34	32	32
이자비용	0	32	34	32	32
기타영업외손익	(17)	(17)	(4)	(4)	(4)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	74	26	64	60	66
법인세비용	19	9	15	15	16
연결당기순이익	55	17	50	45	49
지배주주지분순이익	55	15	48	45	49
기타포괄이익	(18)	7	7	7	7
총포괄이익	37	24	57	52	57
지배주주지분포괄이익	37	23	55	52	57
EBITDA	73	129	169	163	170

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	16,683	4,005	12,354	11,484	12,660
BPS	209,320	200,040	212,697	224,541	237,560
DPS	1,494	1,500	1,500	1,500	1,500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	1.2	83.0	0.0	(2.5)	3.4
영업이익증가율	(6.6)	48.8	27.2	(6.9)	6.4
순이익증가율	33.5	(72.3)	214.3	(7.0)	10.2
EPS증가율	33.5	(76.0)	208.5	(7.0)	10.2
EBITDA증가율	(2.8)	76.2	30.5	(3.6)	4.5
수익성(%)					
영업이익률	11.5	9.4	11.9	11.4	11.7
순이익률	12.0	1.8	5.7	5.4	5.8
EBITDA Margin	15.9	15.3	20.0	19.8	20.0
ROA	6.3	1.2	2.6	2.3	2.5
ROE	8.2	2.1	6.0	5.3	5.5
배당수익률	1.4	1.4	1.9	1.9	1.9
배당성향	9.0	38.2	12.1	13.1	11.8
안정성					
순차입금(십억원)	(117)	580	570	561	563
차입금/자본총계비율(%)	3.8	92.0	85.2	80.0	75.2
Valuation(X)					
PER	6.6	25.8	6.5	7.0	6.3
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	3.4	7.7	5.3	5.4	5.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
아세아시멘트 (183190)	2017.04.23	NR	—	—	—
	2017.09.04	매수	117,975원	-25.6	-1.7
	2017.11.20	매수	186,793원	-33.5	-31.1
	2017.12.17	매수	169,097원	-30.9	6.2
	2018.05.16	매수	222,000원	-43.7	-6.3
	2019.05.16	1년경과	—	-57.3	-55.0
	2019.07.15	매수	115,000원	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 8월 14일 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 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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 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.