

아세아시멘트

| Bloomberg Code (183190 KS) | Reuters Code (183190.KS)

2024년 3월 14일

주주친화적 스탠스로 반등을 기대

[시멘트]

이지우 연구원
☎ 02-3772-1578
✉ jwlee8991@shinhan.com

김선미 연구위원
☎ 02-3772-1514
✉ sunmi.kim@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (3월 13일)
10,890 원



목표주가
14,600 원 (유지)



상승여력
34.1%

- ◆ 4Q23 Review: 예상과 크게 다르지 않았던 실적
- ◆ 2024년 출하량 감소에도 실적 YoY 개선세는 유지
- ◆ 반가운 주주친화적 스탠스, 반등 모멘텀을 기대하기에 충분



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	424.3 십억원
발행주식수	38.5 백만주
유동주식수	13.5 백만주 (34.9%)
52 주 최고가/최저가	11,600 원/8,930 원
일평균 거래량 (60 일)	64,845 주
일평균 거래액 (60 일)	694 백만원
외국인 지분율	4.94%
주요주주	
아세아 외 11 인	61.23%
브이아이피자산운용	7.66%
절대수익률	
3 개월	2.3%
6 개월	8.0%
12 개월	20.1%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-4.7%
6 개월	1.7%
12 개월	7.5%

주가



예상과 크게 다르지 않았던 4Q23

4Q23 연결실적은 매출액 3,140억원(YoY +6.4%, QoQ +8.9%), 영업이익 402억원(YoY +8.2%, QoQ -8.0%)을 기록했다. 3분기부터 시작된 시멘트 내수출하량 감소에도 연말 시멘트 가격 인상과 유연탄가 하락 효과가 실적의 YoY 증가를 견인했다. 수익성은 2~3Q 대비 아쉬웠는데, 연말 이-팔 전쟁에 의한 유연탄가의 일시적 상승과 전기료 인상에 따른 전력비 증가가 원인인 것으로 파악된다.

출하량 감소에도 실적 개선세는 지속 예상

2024년 출하량 감소에도 실적 개선세는 이어질 전망이다. 2023년 건축 착공물량의 급감으로 시멘트 내수출하량은 전년대비 5% 감소가 예상된다. 그러나 작년 시멘트 가격 인상(+6.9%)과 더불어 올해 초 레미콘 가격 인상(+5.6%)을 고려 시, Q 감소 < P 상승 효과에 기반한 견조한 매출 규모를 유지할 수 있을 전망이다.

전기료 인상에 따른 전력비 증가가 부담이긴 하나(4Q23 기준 전력비 YoY +22.6%) , 유연탄 가격은 YoY 하락 추세에 있어(2월 CFR 동북아 5,750kcal/kg NAR 기준 YoY -20%) 수익성 또한 지속적으로 개선될 전망이다.

반가운 주주친화적 스탠스, 반등 모멘텀을 기대

PBR 밸류에이션으로 산정한 목표주가 14,600원과 Top Pick 의견을 유지한다. 동사 주가는 정부의 밸류업 프로그램 발표 후 연초 대비 3.8% 상승했다. 1) 시멘트업은 평균 0.6배(쌍용C&E 제외)의 대표적인 저PBR 업종인 점과, 2) 작년 기록적인 실적 성장에 기반한 동사의 강력한 주주환원정책 발표(2년간 별도 기준 순이익 40% 내 자사주매입 후 소각, 나머지 현금배당)가 주가 상승을 견인했다.

2024년 별도 기준 예상 순이익은 약 600억원 이상으로, 250억원 가량의 재원 확보가 예상돼 주주환원정책의 지속적 시행을 기대해 볼 수 있다. 이에 향후 배당성향 확대와 DPS의 증가가 예상되는 점을 고려 시, PBR 0.41배는 여전히 저평가라는 판단이다. 주주친화적 스탠스의 변화가 두드러진 만큼 반등 모멘텀을 기대하기에 충분하다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	892.6	128.6	94.7	2,430	23,254	5.0	5.3	0.5	11.0	63.7
2022	1,040.1	118.0	63.5	1,631	24,761	5.7	5.0	0.4	6.8	58.8
2023	1,200.5	146.9	89.1	2,288	26,498	4.6	4.3	0.4	8.9	52.2
2024F	1,216.4	158.7	104.1	2,673	28,801	4.1	3.7	0.4	9.7	39.1
2025F	1,275.4	173.1	117.9	3,026	31,438	3.6	3.1	0.3	10.0	27.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

아세아시멘트 2023년 4분기 실적 리뷰

(십억원, %)	4Q23P	3Q23	QoQ	4Q22	YoY	신한
매출액	314.1	288.4	8.9	295.2	6.4	328.6
영업이익	40.3	43.8	(8.0)	37.2	8.2	42.4
세전이익	33.9	36.6	(7.5)	30.3	11.8	36.1
순이익	26.6	27.7	(4.0)	26.1	2.0	28.4
영업이익률	12.8	15.2	(2.4)	12.6	0.2	12.9

자료: 전자공시, Quantiwise, 신한투자증권

아세아시멘트 수익 예상 변경

(십억원, %, %p)	변경전		변경후		변경률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,239.8	1,286.0	1,216.4	1,275.4	(1.9)	(0.8)
영업이익	158.8	175.0	158.7	173.1	(0.1)	(1.1)
세전이익	135.1	154.7	135.0	152.8	(0.1)	(1.2)
순이익	104.2	119.3	104.1	117.8	(0.1)	(1.3)
영업이익률	12.8	13.6	13.0	13.6	0.2	(0.0)

자료: 신한투자증권 추정

주: 순이익은 지배주주 순이익 기준

아세아시멘트 PBR 밸류에이션

항목	비고
Fw 12M BPS (원)	29,091
목표 PBR (배)	0.5 ROE, PBR 상관성 기반. 예상 ROE와 COE를 통해 도출
적정주가 (원)	14,600
현재주가 (원)	10,890
상승여력 (%)	34.1

자료: 신한투자증권 추정

아세아시멘트 실적 추정

(억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F
연결 매출	2,655.2	3,324.4	2,884.3	3,140.6	2,752.3	3,358.7	2,946.1	3,107.0	12,004.6	12,164.1
시멘트 부문	2,618.7	3,253.8	2,729.8	2,977.2	2,681.8	3,286.9	2,789.3	2,945.6	11,579.5	11,703.7
시멘트	2,149.5	2,706.1	2,305.9	2,546.8	2,332.0	2,755.8	2,345.5	2,503.8	9,708.3	9,937.2
레미콘	325.7	440.9	328.0	348.2	328.5	441.6	348.6	362.7	1,442.7	1,481.4
2차제품	95.5	136.6	109.2	132.8	93.8	134.2	107.9	130.1	474.1	466.0
기타 부문	36.6	70.5	154.5	163.5	70.5	71.8	156.8	161.4	425.1	460.5
연결 영업이익	158.7	470.0	437.6	402.5	176.0	489.4	482.9	438.7	1,468.9	1,587.0
OPM	6.0	14.1	15.2	12.8	6.4	14.6	16.4	14.1	12.2	13.0
YoY										
연결 매출	34.9	19.5	6.9	6.4	3.7	1.0	2.1	(1.1)	15.4	1.3
시멘트 부문	33.8	17.0	2.3	4.1	2.4	1.0	2.2	(1.1)	12.8	1.1
시멘트	36.4	20.8	9.7	9.5	8.5	1.8	1.7	(1.7)	17.8	2.4
레미콘	39.4	34.0	(1.0)	9.6	0.9	0.2	6.3	4.2	19.1	2.7
2차제품	61.2	40.3	4.2	22.8	(1.8)	(1.7)	(1.2)	(2.0)	28.3	(1.7)
기타	241.5	2802.1	429.1	75.8	92.7	1.8	1.5	(1.2)	214.1	8.3
연결 영업이익	327.4	13.7	22.5	8.2	10.9	4.1	10.3	9.0	24.5	8.0
OPM	4.1	(0.7)	1.9	0.2	0.4	0.4	1.2	1.3	0.9	0.8

자료: 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
자산총계	2,037.3	2,040.0	2,135.0	2,145.2	2,200.4
유동자산	410.9	407.8	474.0	495.6	549.7
현금및현금성자산	87.4	101.3	130.2	155.3	203.0
매출채권	155.1	164.8	197.7	195.6	199.4
채고자산	85.2	116.9	117.2	116.0	118.3
비유동자산	1,626.4	1,632.2	1,660.9	1,649.5	1,650.6
유형자산	902.2	943.4	988.0	980.4	984.6
무형자산	495.3	478.5	483.4	479.8	476.3
투자자산	92.5	89.2	83.6	83.5	83.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,117.7	1,061.3	1,087.8	1,007.4	959.0
유동부채	304.1	337.7	407.4	366.8	350.7
단기차입금	78.4	49.0	96.6	96.6	96.6
매입채무	56.3	66.8	71.0	70.3	72.4
유동성장기부채	28.8	75.3	83.7	45.6	22.8
비유동부채	813.7	723.6	680.4	640.6	608.3
사채	30.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	590.3	548.1	493.6	455.8	418.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	919.6	978.7	1,047.2	1,137.7	1,241.4
자본금	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5
자본잉여금	572.6	572.6	572.6	572.6	572.6
기타자본	(0.1)	(0.1)	(4.3)	(4.3)	(4.3)
기타포괄이익누계액	(1.5)	1.0	1.0	1.0	1.0
이익잉여금	315.5	371.8	443.6	533.3	636.0
지배주주지분	906.0	964.7	1,032.3	1,122.0	1,224.8
비지배주주지분	13.6	14.0	14.9	15.7	16.6
*총차입금	745.8	692.3	695.2	619.1	559.0
*순차입금(순현금)	585.9	575.7	546.2	445.0	337.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	103.5	86.5	180.5	176.2	198.8
당기순이익	99.2	63.9	90.0	105.0	118.8
유형자산상각비	67.8	67.5	71.5	74.2	72.0
무형자산상각비	6.5	6.3	5.9	3.6	3.5
외환환산손실(이익)	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(35.2)	(0.1)	(0.4)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.5)	0.6	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(36.9)	(46.0)	6.0	(6.6)	4.4
(법인세납부)	(7.7)	(29.0)	(24.0)	(30.1)	(34.1)
기타	10.3	23.3	31.3	30.1	34.2
투자활동으로인한현금흐름	(83.5)	(3.0)	(133.1)	(66.4)	(76.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(66.6)	(82.0)	(130.2)	(66.5)	(76.3)
유형자산의감소	1.5	1.5	0.3	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(5.3)	(4.0)	(1.7)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(9.4)	71.9	1.2	0.1	(0.4)
기타	(3.7)	9.6	(2.7)	(0.0)	(0.0)
FCF	137.1	57.4	39.7	135.8	133.4
재무활동으로인한현금흐름	(7.2)	(69.5)	(18.5)	(84.7)	(74.4)
차입금의 증가(감소)	17.4	(40.0)	11.4	(76.1)	(60.0)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	(4.2)	0.0	0.0
배당금	(4.9)	(8.8)	(9.9)	(8.6)	(14.4)
기타	(19.7)	(20.7)	(15.8)	(0.0)	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
현금의증가(감소)	12.7	13.9	28.9	25.1	47.7
기초현금	74.6	87.4	101.3	130.2	155.3
기말현금	87.4	101.3	130.2	155.3	203.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	892.6	1,040.1	1,200.5	1,216.4	1,275.4
증감률 (%)	13.3	16.5	15.4	1.3	4.9
매출원가	656.2	804.1	929.8	922.8	963.2
매출총이익	236.3	236.0	270.6	293.6	312.2
매출총이익률 (%)	26.5	22.7	22.5	24.1	24.5
판매관리비	107.7	118.0	123.7	134.9	139.2
영업이익	128.6	118.0	146.9	158.7	173.1
증감률 (%)	70.8	(8.3)	24.5	8.0	9.1
영업이익률 (%)	14.4	11.3	12.2	13.0	13.6
영업외손익	(31.8)	(35.1)	(31.0)	(23.6)	(20.2)
금융손익	(26.6)	(28.8)	(25.9)	(23.6)	(20.2)
기타영업외손익	(5.7)	(6.3)	(5.1)	0.0	0.0
중속 및 관계기업관련손익	0.5	(0.0)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	96.8	82.9	115.9	135.1	152.9
법인세비용	21.3	19.0	25.9	30.1	34.1
계속사업이익	80.9	63.9	90.0	105.0	118.8
중단사업이익	23.7	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	99.2	63.9	90.0	105.0	118.8
증감률 (%)	295.6	(35.6)	40.8	16.6	13.2
순이익률 (%)	11.1	6.1	7.5	8.6	9.3
(지배주주)당기순이익	94.7	63.5	89.1	104.1	117.9
(비지배주주)당기순이익	4.6	0.4	0.9	0.8	0.9
총포괄이익	100.9	67.9	90.0	105.0	118.8
(지배주주)총포괄이익	96.4	67.5	89.2	104.1	117.9
(비지배주주)총포괄이익	4.6	0.4	0.9	0.8	0.9
EBITDA	203.0	191.8	224.2	236.5	248.6
증감률 (%)	36.4	(5.5)	16.9	5.5	5.1
EBITDA 이익률 (%)	22.7	18.4	18.7	19.4	19.5

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	2,547	1,640	2,310	2,694	3,050
EPS (지배순이익, 원)	2,430	1,631	2,288	2,673	3,026
BPS (자본총계, 원)	23,605	25,121	26,880	29,204	31,865
BPS (지배지분, 원)	23,254	24,761	26,498	28,801	31,438
DPS (원)	225	225	255	380	400
PER (당기순이익, 배)	4.8	5.6	4.5	4.0	3.6
PER (지배순이익, 배)	5.0	5.7	4.6	4.1	3.6
PBR (자본총계, 배)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR (지배지분, 배)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA (배)	5.3	5.0	4.3	3.7	3.1
배당성향 (%)	9.3	13.8	10.9	13.8	12.9
배당수익률 (%)	1.8	2.4	2.4	3.5	3.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	22.7	18.4	18.7	19.4	19.5
영업이익률 (%)	14.4	11.3	12.2	13.0	13.6
순이익률 (%)	11.1	6.1	7.5	8.6	9.3
ROA (%)	5.0	3.1	4.3	4.9	5.5
ROE (지배순이익, %)	11.0	6.8	8.9	9.7	10.0
ROIC (%)	7.4	6.0	7.7	7.7	8.7
안정성					
부채비율 (%)	121.5	108.4	103.9	88.5	77.2
순차입금비율 (%)	63.7	58.8	52.2	39.1	27.2
현금비율 (%)	28.7	30.0	32.0	42.3	57.9
이자보상배율 (배)	4.8	4.8	5.4	6.1	7.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	10.7	12.2	11.1	10.3	10.8
재고자산회수기간 (일)	30.7	35.5	35.6	35.0	33.5
매출채권회수기간 (일)	62.3	56.1	55.1	59.0	56.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 02월 02일	매수	14,600		

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이지우, 김선미)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 11일 기준)

매수 (매수)	92.27%	Trading BUY (중립)	6.01%	중립 (중립)	1.72%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------