

KOSPI | 자본재

# 아세아시멘트 (183190)

## 2023년 시멘트 출하량 둔화에도 양호한 실적 흐름 기대

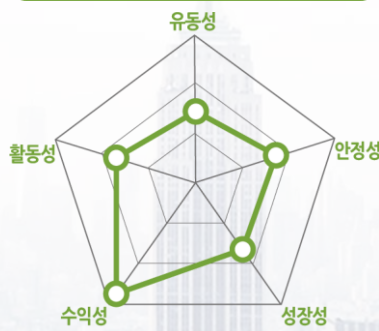
### 체크포인트

- 2013년 코스피 시장 상장. 연결 자회사로는 한라시멘트(100%), 아세아산업개발(100%), 아세아레미콘(100%), 삼성레미콘(100%), 우신벤처투자(83.3%), 아농(88.0%) 보유
- 2022년 러시아 우크라이나 전쟁 발발 이후 러시아 유연탄 수급 우려가 고조되며 유연탄 가격 폭등 발생. 동사는 높은 유연탄 대체율을 기반으로 수익성 방어가 가능했음. 2022년 아세아시멘트 별도 연료 대체율은 50%로 국내 시멘트 업체 중 가장 높은 수준 보유
- 2023년 연간 매출액은 11,252억원(+8.2% YoY), 영업이익 1,328억원(+12.6% YoY) 전망. 2023년 착공 면적 감소에 따른 시멘트 출하량 부진에도 작년말 인상된 가격 효과가 지속되며 양호한 실적 흐름 기대

### 주가 및 주요이벤트

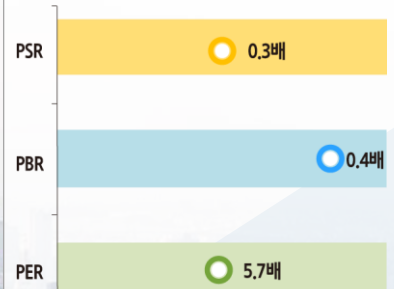


### 재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 산업재산업 내 등급화

### 밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 1Q23 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 산업재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

## 시멘트 제조 및 판매업체

시멘트, 레미콘, 드라이 몰탈, 골재 등 제조 및 판매. 2018년 한라시멘트 인수로 육송, 해송을 아우르는 전국적인 시멘트 유통망 구축. 사업부문은 크게 시멘트 부문과 기타 부문으로 구성되며 2022년 매출액의 99%가 시멘트 사업에서 발생. 시멘트 사업 주요 제품별 매출액 비중은 시멘트 79%, 레미콘 12%, 2차제품 4%, 기타 6%로 구성됨

## 국내 시멘트 업체 중 독보적인 연료 대체율 확보

시멘트 제조사들은 온실가스 감축과 원가절감 일환으로 시멘트 생산에 사용되는 화석연료를 순환자원(폐기물)으로 대체하는 연료 전환을 진행 중. 특히 유연탄의 경우 통상적으로 시멘트 제조 원가의 50% 이상을 차지하며 전량 수입에 의존해 가격 변동에 따라 시멘트업체들의 수익 변동성이 확대됨. 동사는 선제적으로 소성로 개조를 통해 동종사 대비 월등한 연료 대체율을 확보해 과거 유연탄 가격 폭등 시 수익성 방어 유리. 2022년 아세아시멘트 별도 연료 대체율은 50%로 국내 업체 중 가장 높은 수준이며, 2023년 연료대체율은 55%까지 상승할 것으로 기대됨

## 2023F 영업이익 1,328억원(+13% YoY) 전망

1Q23 비수기에도 연결 매출액은 2,655억원(+34.9% YoY), 영업이익은 159억원(+327.5% YoY)으로 호실적 달성. 1) 작년 하반기 공급 지연된 시멘트 물량 수주, 2) 2022년 11월 인상된 가격 효과 지속, 3) 시멘트 배합 비율 강화에 따른 착공 면적 대비 수요량 증가에 따름. 2023년 연간 매출액 11,252억원(+8.2% YoY), 영업이익 1,328억원(+12.6% YoY) 전망. 시멘트부문과 기타부문 매출액은 각각 11,327억원(+8.0% YoY), 151억원(+11.5% YoY), 내부거래제거 226억원 반영

## Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	8,368	7,875	8,926	10,401	11,252
YoY(%)	-0.8	-5.9	13.3	16.5	8.2
영업이익(억원)	812	753	1,286	1,180	1,328
OP 마진(%)	9.7	9.6	14.4	11.3	11.8
지배주주순이익(억원)	277	237	947	635	768
EPS(원)	711	609	2,430	1,631	1,971
YoY(%)	77.7	-14.3	298.8	-32.9	20.9
PER(배)	10.7	11.9	5.0	5.7	4.7
PSR(배)	0.4	0.4	0.5	0.3	0.3
EV/EBIDA(배)	5.7	6.1	5.3	5.0	5.1
PBR(배)	0.4	0.3	0.5	0.4	0.3
ROE(%)	3.5	2.9	11.0	6.8	7.7
배당수익률(%)	2.0	1.7	1.8	2.4	2.4

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

## Company Data

현재주가 (7/11)	9,220원
52주 최고가	13,050원
52주 최저가	8,920원
KOSPI (7/11)	2,562.49p
자본금	195억원
시가총액	3,592억원
액면가	500원
발행주식수	39백만주
일평균 거래량 (60일)	8만주
일평균 거래액 (60일)	8억원
외국인지분율	4.05%
주요주주	아세아 외 11인 61.23% 브이아이피자산운용 7.66%

## Price & Relative Performance



## Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.0	-4.4	-10.9
상대주가	-11.4	-11.9	-18.6

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 'EPS 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

## **기업 개요**

**2022년 사업별 비중은**  
**시멘트 부문 99%,**  
**기타 부문 1%**

**시멘트 사업 주요 제품별**  
**매출액 비중은 시멘트 79%,**  
**레미콘 12%, 2차제품 3%,**  
**기타 6%로 구성**

아세아시멘트는 1965년 설립되어 시멘트, 레미콘, 드라이 몰탈, 골재 등 제조 판매업을 영위하고 있다. 2013년 코스피 시장에 상장했으며 2018년에는 한라시멘트 인수를 통해 기존 동사의 시멘트 운송 방식인 내륙 유통뿐만 아니라 해상 운송이 용이해지며 전국적인 시멘트 유통망을 구축했다.

연결 자회사로는 한라시멘트(지분율 100%), 아세아산업개발(지분율 100%), 아세아레미콘(지분율 100%), 삼성레미콘(지분율 100%), 우신벤처투자(지분율 83.3%), 아농(지분율 88.0%)을 보유하고 있다.

연결 기준 사업부문은 크게 시멘트 부문과 기타 부문으로 구성된다. 시멘트 부문의 경우 아세아시멘트 별도 사업, 연결 자회사 한라시멘트, 아세아산업개발 등 실적이 포함되며 매출유형은 시멘트, 레미콘 등이다. 2022년 연간 사업부문별 매출액 비중은 시멘트 부문 99%, 기타 부문 1%를 기록했으며 시멘트 사업 주요 제품별 매출액 비중은 시멘트 79%, 레미콘 12%, 2차제품 3%, 기타 6%로 구성된다.

연간 주요 제품 생산 Capa는 아세아시멘트 별도 기준 시멘트 4,410천톤, 레미콘 5,040천톤, 몰탈 2,140천톤이며 연결 자회사 한라시멘트의 경우 연간 보통 시멘트 7,603천톤, 슬래그 시멘트 4,752천톤의 생산능력을 보유하고 있다.

### 아시아시멘트의 계열회사

계열회사	지분율	소개
한라시멘트	100.0%	1978년 설립된 국내 대표 시멘트 회사. 포틀랜드 시멘트를 생산하는 옥계공장과 슬래그시멘트를 생산하는 광영공장 및 포항공장을 기반으로 시멘트 제조업 영위
아세아산업개발	100.0%	건설용 기초소재인 골재를 전문적으로 생산 및 판매
아세아레미콘	100.0%	2022년 설립된 레미콘 제조업체. 일반레미콘, 고강도콘크리트, 특수콘크리트 등 생산
삼성레미콘	100.0%	수도권을 포함한 전국 대부분 지역의 레미콘 공급. 레미콘, 투수레미콘, 아스콘, 투수아스콘 생산
우신벤처투자	83.3%	창업 중소기업 및 벤처기업에 투자하는 벤처캐피탈 회사로 1986년 설립
아농	88.0%	공장 주변 유휴 토지에 대한 기업적 농업경영을 통해 생산성 향상 및 수익 증대를 위해 2012년 9월 설립

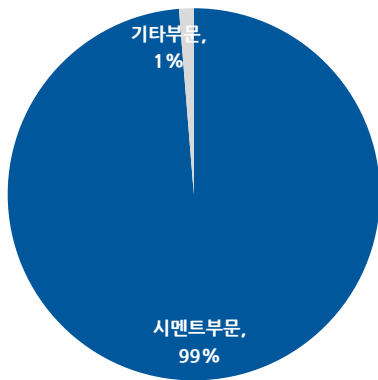
자료: 아세아시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 아세아시멘트 사업 부문 소개

<b>시멘트 부문</b>	시멘트 제조에 필수적인 석회석을 향후 140여년 이상 채광할 수 있는 풍부한 매장량 보유
<b>레미콘 부문</b>	고품질 시멘트와 신속한 공급체계 실현으로 서울, 수원, 용인, 대구, 대전 등 공장에서 연간 504m <sup>3</sup> 의 생산능력과 기술력을 바탕으로 고강도, 고유동 콘크리트, 초고강도 콘크리트 및 무다짐 수중 불분리콘크리트 등 다양한 고성능 콘크리트 생산에 주력
<b>몰탈 부문</b>	몰탈은 시멘트의 강도 강화를 위해 모래, 물을 섞은 혼합 물질 의미. 몰탈 등 부어 사용할 수 있는 몰탈은 작업시간 단축, 공사비 절감, 작업환경 개선 등 많은 장점이 있는 제품, 건설 현장에서 효율성이 입증되고 있음

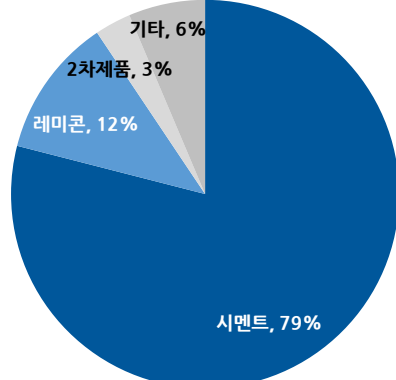
자료: 아세아시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터

연결 기준 사업부문별 매출액 비중(2022Y)



자료: 아세아시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터

시멘트 부문 주요 제품별 매출액 비중(2022Y)



자료: 아세아시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 2023년 내수 시멘트 출하량은 전년 대비 감소할 전망

**건설산업연구원에 따르면**  
**2023년 국내 건설수주는**  
**전년 대비 7.5% 감소할 것으로**  
**예상됨.**  
**올해 내수 시멘트 출하량도**  
**전년 대비 축소될 전망**

시멘트 산업은 대규모 장치산업으로 생산시설 구축을 위한 초기 투자비용, 석회석 광산 확보, 생산시설 정부 인허가 등 요건으로 신규업체의 산업 진입이 제한적이다. 또한 해송, 육송, 철송을 통해 운반되며 물류비 부담이 높아 내수 시장을 중심으로 발달되었다. 시멘트 소비는 일반적으로 건설 수요가 많은 2분기(3~5월)가 연중 성수기이며, 동절기와 장마 시기에는 기후 영향으로 시멘트 수요가 감소한다.

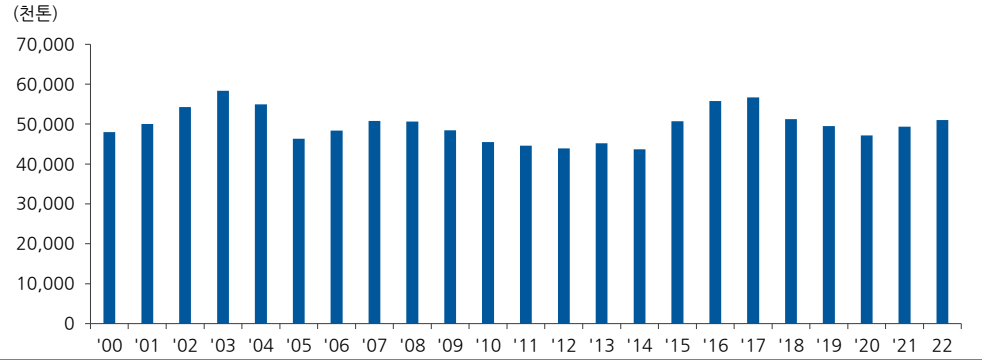
시멘트 내수 출하량은 2008년 이후 감소세가 이어졌으나 정부의 건설 투자 확대와 주택 분양 물량 증가에 따른 시멘트 수요 증가로 2014년부터 2017년 연평균 증가율 +9%를 기록하며 2017년 5,671만톤을 달성했다. 2018년부터는 금리 인상과 함께 대출 규제 DSR(총채적 상환 능력 비율) 적용, 종부세 인상 등 주택 가격 안정화를 위한 정부 정책으로 주택 경기가 하락했으며 시멘트 내수 출하량은 감소세로 전환되었다.

2022년의 경우 전자재 가격 상승, 금리 인상과 경기 위축에 따른 건설업체들의 보수적인 투자로 연간 시멘트 내수 출하량은 전년 대비 3% 개선된 5,000만톤 수준으로 소폭 증가에 그칠 것으로 추정된다. 2023년에도 고금리로 인한 높은 자금 조달 비용이 유지되며 부동산 PF 부실화 우려가 상존하며, 건설 및 부동산 경기 침체가 지속되고 있다. 건설산업연구원 전망치에 따르면 2023년 국내 건설수주는 전년 대비 12.9% 감소할 것으로 전망되며 이에 따라 올해 내수 시멘트 출하량도 전년 대비 축소될 것으로 예상된다.

한편 시멘트 판매 가격은 2021년부터 가격 인상이 지속되었다. 코로나 영향으로 운반비 및 원자재 가격이 상승함에 따라 2021년 시멘트 가격 인상이 시작되었다. 2022년부터는 러시아-우크라이나 전쟁으로 유연탄 수급 불안 확대와 환율 급등에 따른 생산원가 부담이 더해지며, 2022년 11월 국내 시멘트업체들은 톤당 10만 5천원으로 내수 판매 가격 인상을 단행했다. 2023년 유연탄 가격은 하향 안정화되었으나 전기료 상승 등 시멘트업체들의 비용 부담은 지속되고 있다.

한편 시멘트업체들은 원가 절감과 탄소 배출 감소를 위해 폐기물을 활용한 대체원료를 사용하고 있다. 글로벌 이산화탄소 배출량의 8%가 시멘트 산업에서 발생하는 만큼 향후 시멘트 제조사의 소성로 개조를 통한 연료 대체율 상승이 지속될 것으로 예상된다.

연도별 시멘트 내수 출하 실적



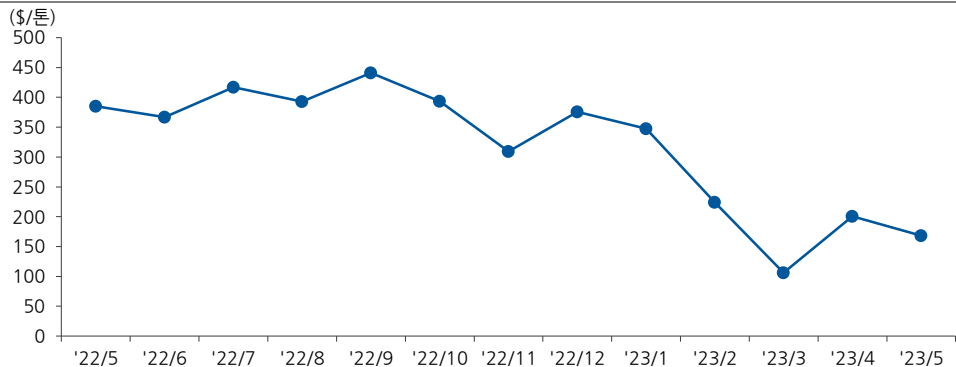
자료: 한국시멘트협회, 한국IR협회의 기업리서치센터

2023년 국내 건설수주 전망

구분	2020			2021			2022			2023E		
	연간	상반기	하반기	연간	상반기	하반기	연간	상반기	하반기	연간		
건설수주액(조원, 당해년 가격)												
공공	52.1	26.8	29.3	56	27.3	29.6	56.9	25.1	29.4	54.5		
민간	142	76.2	79.8	156	89.5	83.4	172.9	69.4	76.2	145.6		
토목	44.7	25.7	27.9	53.6	30.3	30.7	61	31.9	28.7	60.6		
건축	149.4	77.2	81.2	158.4	86.4	82.4	168.8	62.6	76.9	139.5		
주거	92.8	38.9	44.3	83.2	42.3	43.7	86	28.6	42.1	70.7		
비주거	56.6	38.3	36.8	75.1	44.1	38.7	82.8	34	34.8	68.8		
<b>계</b>	<b>194.1</b>	<b>102.9</b>	<b>109</b>	<b>212</b>	<b>116.7</b>	<b>113</b>	<b>229.7</b>	<b>94.5</b>	<b>105.6</b>	<b>200.1</b>		
증감률(% , 전년 동기비)												
공공	8.4	27.3	-5.8	7.5	1.9	1.1	1.5	-8.1	-0.6	-4.2		
민간	20.4	23.5	-0.6	9.9	17.4	4.6	10.8	-22.4	-8.7	-15.8		
토목	-9.7	41.4	5.3	20	17.8	10	13.7	5.2	-6.4	-0.6		
건축	28.2	19.7	-4.4	6	11.9	1.5	6.6	-27.6	-6.6	-17.4		
주거	41.9	3.4	-19.7	-10.3	8.8	-1.4	3.3	-32.5	-3.6	-17.9		
비주거	10.7	42.5	24	32.8	15.1	5	10.1	-22.9	-10	-16.9		
<b>계</b>	<b>16.9</b>	<b>24.4</b>	<b>-2.1</b>	<b>9.2</b>	<b>13.4</b>	<b>3.6</b>	<b>8.4</b>	<b>-19.1</b>	<b>-6.6</b>	<b>-12.9</b>		

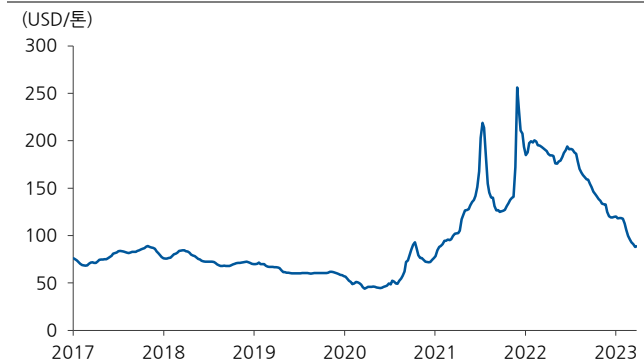
주: 2023년은 한국건설산업연구원 전망치  
 자료: 대한건설협회

최근 1년, 유연탄 가격 변화 추이



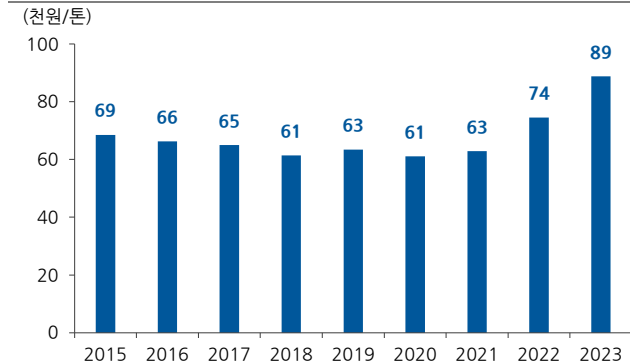
주: 2022.05~2023.05, 월별 둘째 주 평균 가격 기준  
 자료: 광해광업공단, 한국IR협의회 기업리서치센터

2017년 이후 유연탄 가격 추이



자료: KOMIS, 한국IR협의회 기업리서치센터

시멘트 내수 가격 추이



주: 2023년은 3월 기준, 시멘트 4개사 평균 가격  
 자료: 빅파이낸스, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 투자포인트

### 국내 시멘트 업체 중 독보적인 연료 대체율 확보

**높은 연료 대체율은 이산화탄소 배출 감소와 함께 유연탄 가격 변동 시 수익성 방어에 유리함**

시멘트 제조 공정에서 대량의 유연탄, 정제유, 석유 코크스 등 화석연료가 필요하며 이는 이산화탄소 배출로 직결되고 있다. 시멘트 제조사들은 온실가스 감축을 위한 일환으로 시멘트 생산에 사용되는 화석연료를 순환자원(폐기물)으로 대체하는 연료 전환을 진행 중이다.

**2023년 연간 연료 대체율은 아세아시멘트 별도 55%, 한라시멘트 30% 기대**

시멘트 제조 공정 핵심 설비는 소성로이다. 시멘트 원료가 소성로에서 1,400°C 이상에서 용융되며 Clinker(시멘트 반제품)로 만들어지며 이때 주요 화석연료로 유연탄이 사용된다. 유연탄은 통상적으로 시멘트 제조 원가의 50% 이상을 차지하는 필수 원료이며 전량 호주, 러시아, 인도네시아 등으로부터 수입해 조달하고 있다.

한편 폐기물의 경우 일반 폐기물 소각로에서 연소 시 유해물질이 공기 중으로 배출되며 소각 후 잔재물 매립이 필요하나, 시멘트 제조 공정 핵심 설비인 소성로를 개조해 연소할 경우 1,200°C 이상 고온에서 폐기물을 소각할 수 있으며 폐기물 대부분 산화되어 유해물질이 거의 발생하지 않아 폐기물 처리 측면에서도 유리하다. 또한 시멘트 소성로가 1,400~2000°C 고열 소성이 가능한 반면 일반 폐기물은 700~800°C에서 소각되어 시멘트 업체는 보유한 소성로 개조를 통해 폐기물 소각 사업으로의 사업 영역 확대와 함께 유연탄 대체가 가능하다.

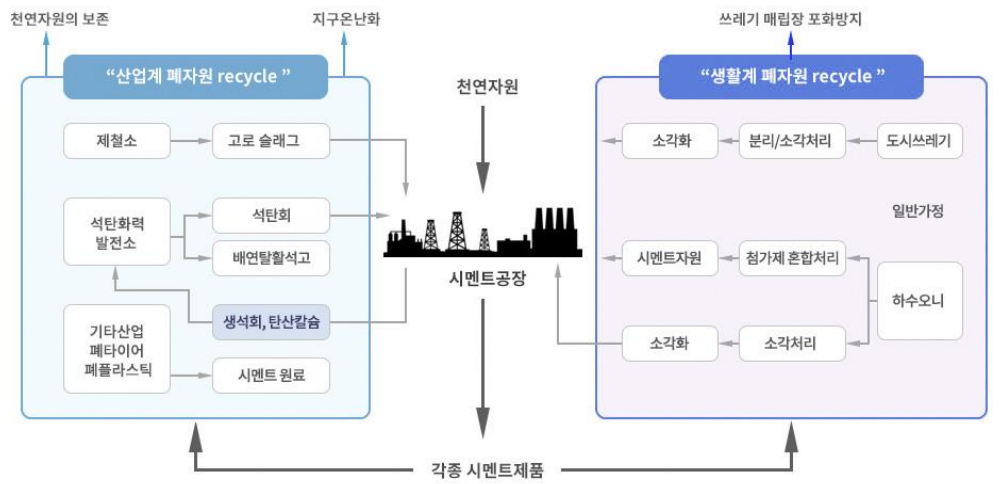
국내 시멘트 제조업체 중 쌍용C&E, 아세아시멘트는 선제적으로 유연탄 대체를 위한 친환경 설비투자를 진행했다. 2018년부터 2022년까지 아세아시멘트 별도로 800억원 규모의 투자가 시행되었고 핵심 자회사인 한라시멘트는 2021년부터 2025년까지 총 900억원의 시설투자가 집행될 예정이다. 동사는 경쟁사 대비 높은 연료 대체율을 바탕으로 유연탄 가격 폭등 및 공급망 불안에도 이익률 방어가 가능했으며 연료대체 후발업체인 동종 시멘트업체들과의 수익성 갭이 확대되었다.

유연탄 가격은 2021년말부터 상승세가 시작되었으며 2022년 러시아 우크라이나 전쟁 발발 이후 러시아 유연탄 수급 우려가 고조되며 유연탄 가격 폭등이 발생했다. 시멘트 제조의 핵심 원재료인 만큼 4Q21~2Q22 국내 제조사들의 매출원가율 상승이 불가피했으며, 주요 업체들의 4Q21~2Q22 평균 매출원가율은 각각 삼표시멘트 84% 트, 한일현대시멘트 83%, 고려시멘트 103%를 기록하며 수익성 감소로 직결되었다. 반면 아세아시멘트의 경우 높은 유연탄 대체율을 기반으로 동기간 매출원가율 78%를 기록하며 수익성 방어가 가능했다.

2022년 아세아시멘트 별도 연료 대체율은 50%로 국내 업체 중 가장 높은 순환 연료 대체율을 보유했으며 2022년 연결 자회사 한라시멘트의 연료 대체율은 25%를 기록했다. 2023년 말에는 아세아시멘트 별도 55%, 한라시멘트 30%로 연료 대체율의 지속적인 상승세가 진행될 예정이다.



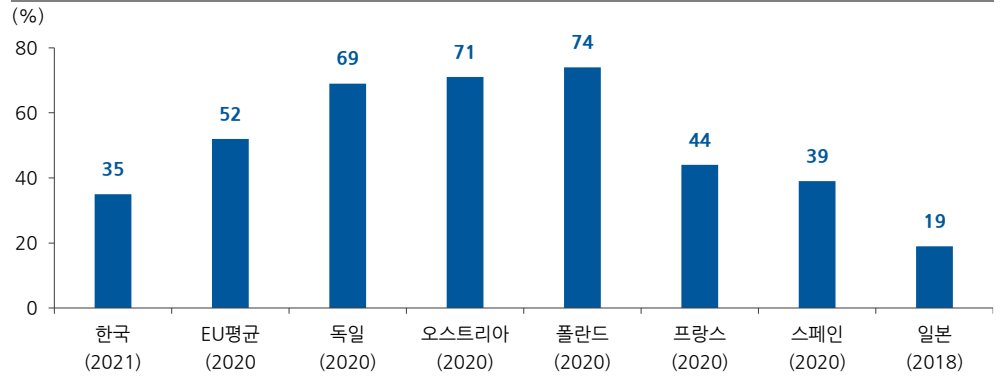
시멘트산업의 순환자원 재활용



자원 순환경 시스템에 있어서 시멘트 공장의역할

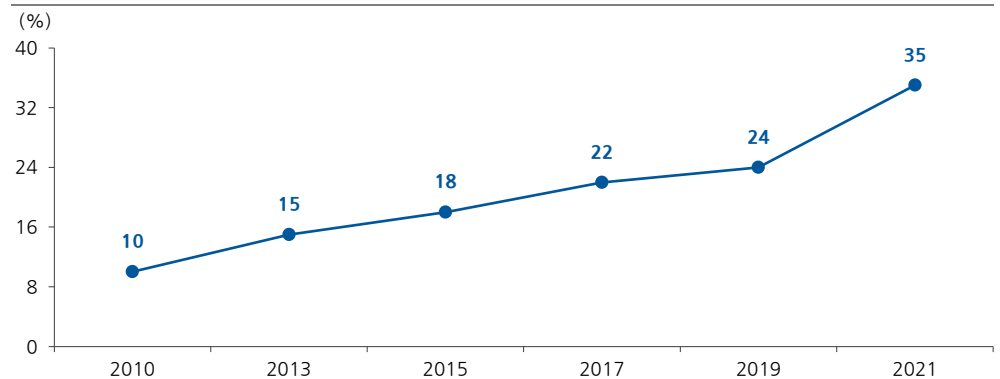
자료: 한국시멘트협회, 한국IR협회의 기업리서치센터

국가별 순환자원 연료대체율



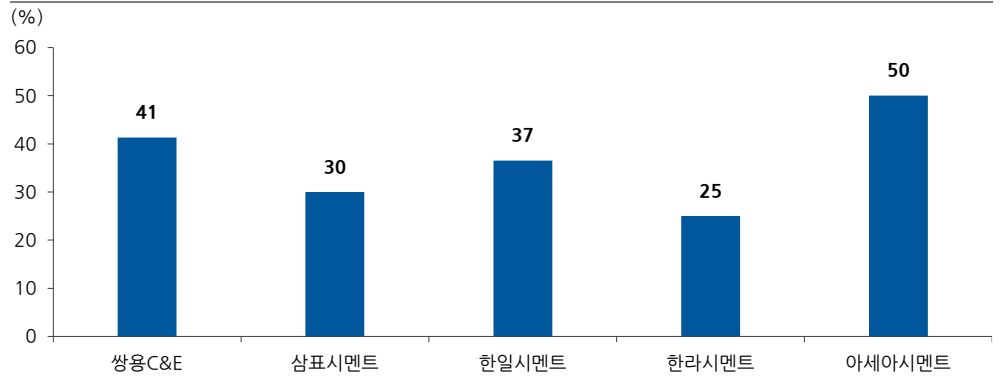
자료: 한국시멘트협회, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 시멘트 산업 연료대체율 추이



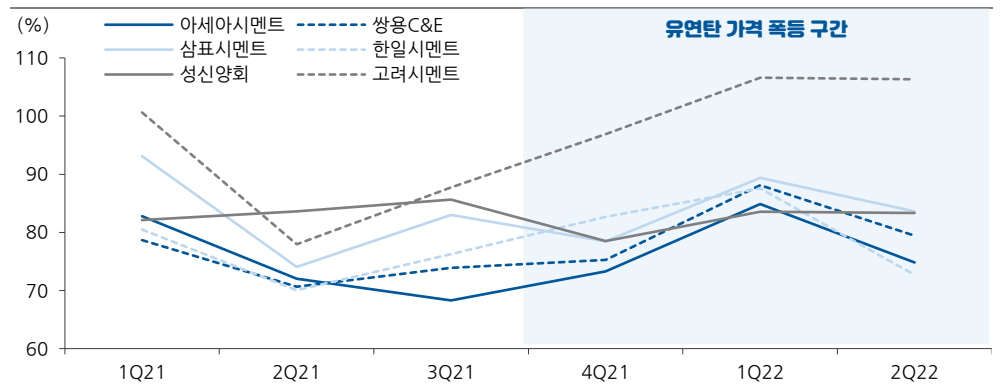
자료: 한국시멘트협회, 한국IR협회의 기업리서치센터

2022년 국내 시멘트 업체별 연료 대체율 현황



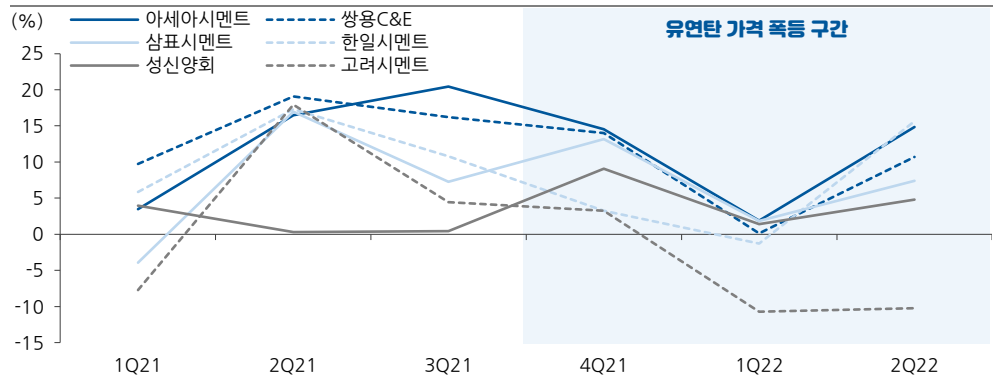
자료: 지속가능보고서, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 업체별 매출원가율 추이



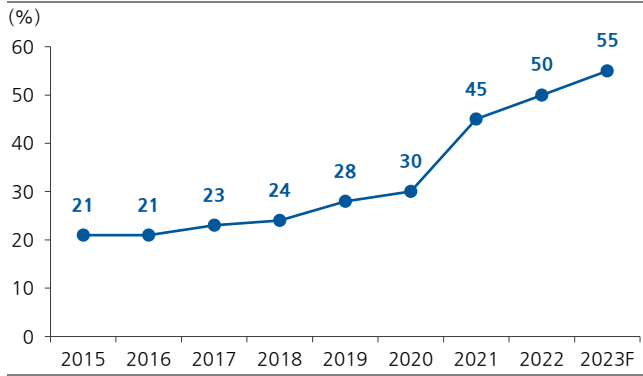
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 업체별 영업이익률 추이



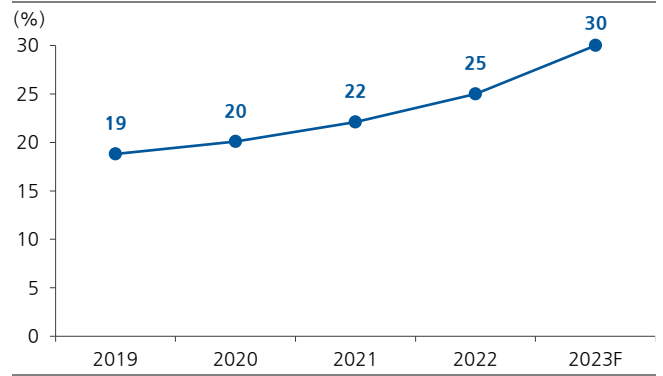
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

아세아시멘트 별도 유연탄 순환자원 대체율 추이 및 전망



자료: 아세아시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터

한라시멘트 유연탄 순환자원 대체율 추이 및 전망



자료: 아세아시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터

**실적 추이 및 전망****2022년 시멘트사업 호실적으로 연결 매출액 1조원 돌파**

**2022년 건설 경기 부진에도  
시멘트 가격 평가 인상 효과로  
연결 매출액 1조원 돌파**

2022년 연간 매출액은 전년 대비 +16.5% 증가한 10,401억원, 영업이익은 전년 대비 -8.3% 감소한 1,180억원을 기록했다. 사업부문별 매출액은 시멘트부문 10,490억원(+20.0% YoY), 기타부문 135억원(-6.7% YoY)로 구성되며 시멘트부문 주요 제품별 연간 매출액은 시멘트 8,243억원(+23.4% YoY), 레미콘 1,212억원(+23.0% YoY), 2차 제품 369억원(+31.6% YoY), 기타 666억원(-16.1% YoY)를 기록했다.

2022년 건설 경기 부진에도 시멘트사업을 중심으로 외형 성장이 가능했던 이유는 유연탄 가격 급등에 따라 연중 2차례에 걸친 시멘트 평가 인상 효과 덕분이다. 2022년 연평균 시멘트 톤당 내수 판매 가격은 아세아시멘트 별도 76,176원으로 YoY +24%, 연결자회사 한라시멘트의 경우 75,099원으로 YoY +25% 상승했다. 2022년 영업이익률은 11.3%로 전년 대비 -3.1%p 감소했다. 1Q23 원재료 가격 인상분의 평가 전가가 온기로 반영되지 못해 1Q23 OPM 1.9%로 대폭 축소되며 연간 수익성 축소에 영향을 미쳤다.

**2023F 매출액 11,252억원(+8% YoY), 영업이익 1,328억원(+13% YoY)**

**2023년 연간 사업별 매출액은  
시멘트부문  
11,327억원(+8.0% YoY),  
기타부문  
151억원(+11.5% YoY),  
내부거래제거 226억원 추정**

일반적으로 시멘트 업종의 계절성은 2분기가 연중 성수기이며 장마와 명절 연휴가 포함된 3분기와 낮은 기온으로 착공 수요가 적은 1분기가 비수기이다. 1Q23 연결 매출액은 2,655억원(+34.9% YoY), 영업이익은 159억원(+327.5% YoY)으로 비수기에도 호실적을 달성했다.

1Q23 실적 성장이 가능했던 이유는 1) 작년 하반기 공급 지연되었던 시멘트 물량 출하가 더해졌으며 2) 2022년 11월 인상된 시멘트 판매 가격이 1분기에도 적용되며 전년 동기 대비 내수 시멘트 톤당 판매 가격은 아세아시멘트 별도 +24%, 한라시멘트 32% 인상 효과가 반영되었다. 3) 또한 시멘트 배합 비율이 강화되며 착공 면적 대비 수요량이 증가한 점도 긍정적으로 작용했다.

사업부문별 매출액은 시멘트부문 2,705억원(+35.6% YoY), 기타부문 37억원(+242.5% YoY)를 기록했으며 시멘트부문 주요 제품별 매출액은 시멘트 2,150억원(+36.4% YoY), 레미콘 326억원(+39.4% YoY), 2차제품 96억원(+61.2% YoY), 기타 134억원(+7.3% YoY)을 기록했다.

2023년 연간 매출액은 11,252억원(+8.2% YoY), 영업이익 1,328억원(+12.6% YoY)을 전망한다. 시멘트부문과 기타부문 매출액은 각각 11,327억원(+8.0% YoY), 151억원(+11.5% YoY), 내부거래제거 226억원을 반영했다. 2023년 국내 착공 면적 축소로 시멘트 출하량은 전년 대비 감소할 것으로 예상되나, 작년말 인상했던 시멘트 판매 가격이 올해 추가 인상 없이 유지될 경우에도 YoY 10% 중반 이상의 'P' 상승 효과를 기대해 볼 만하다.

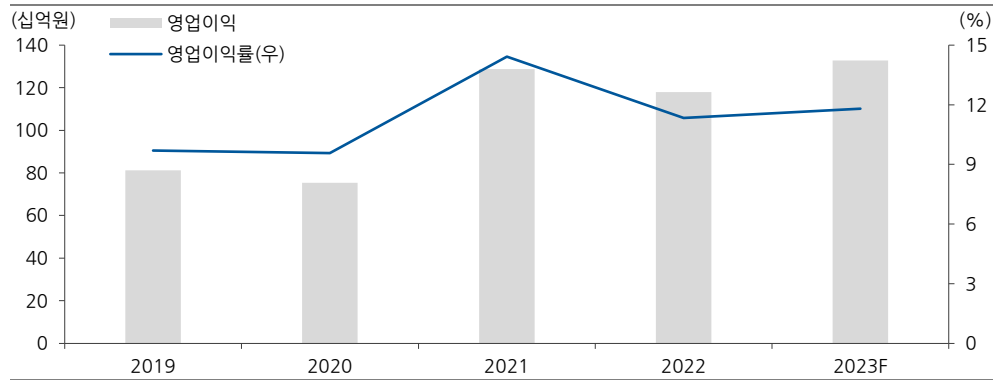
연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023F
매출액	787.5	892.6	1,040.1	1,125.2
시멘트부문	780.3	873.8	1,049.0	1,132.7
기타부문	18.0	36.3	13.5	15.1
내부거래제거	-10.7	-17.5	-22.4	-22.6
영업이익	75.3	128.6	118.0	132.8
영업이익률	9.6	14.4	11.3	11.8
지배주주순이익	23.7	94.7	63.5	76.8
순이익률	3.0	10.6	6.1	6.8
YoY				
매출액	-5.9	13.3	16.5	8.2
시멘트부문		12.0	20.0	8.0
기타부문		102.0	-62.7	11.5
영업이익	-7.2	70.8	-8.3	12.6
지배주주순이익	-14.3	298.8	-32.9	20.9

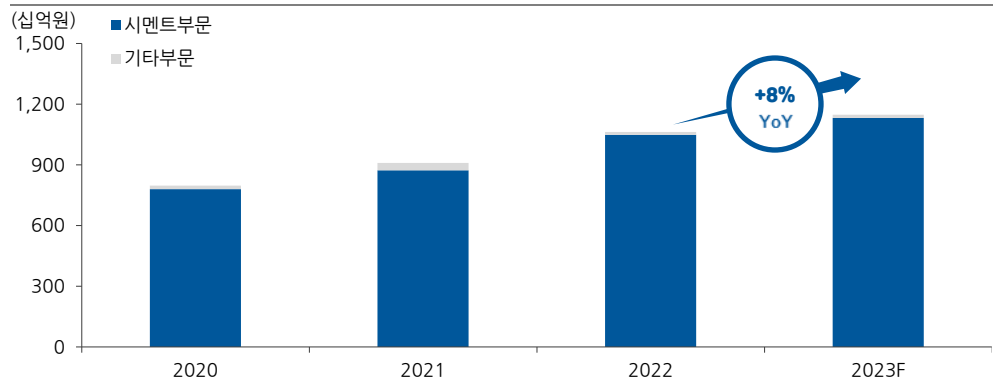
자료: 아세아시멘트, 한국IR협회의 기업리서치센터

연간 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



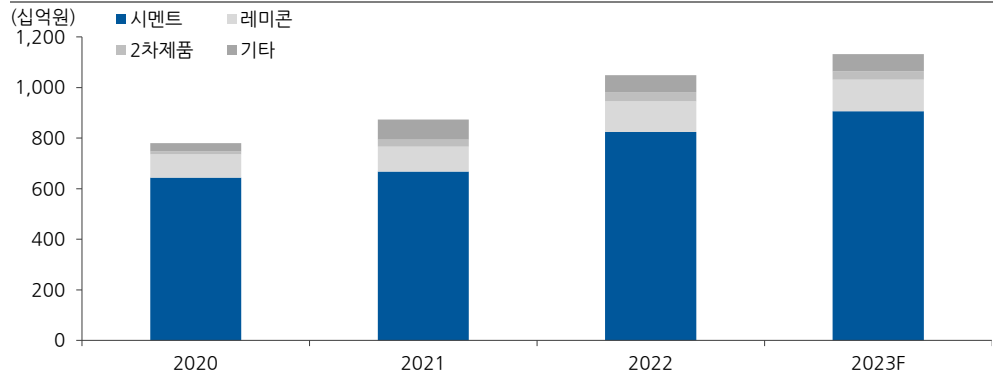
자료: 아세아시멘트, 한국IR협회의 기업리서치센터

연간 사업 부문별 매출액 추이 및 전망



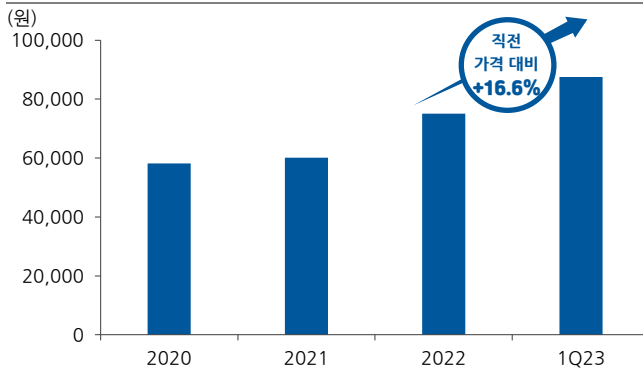
자료: 아세아시멘트, 한국IR협회의 기업리서치센터

시멘트사업 주요 제품별 매출액 추이



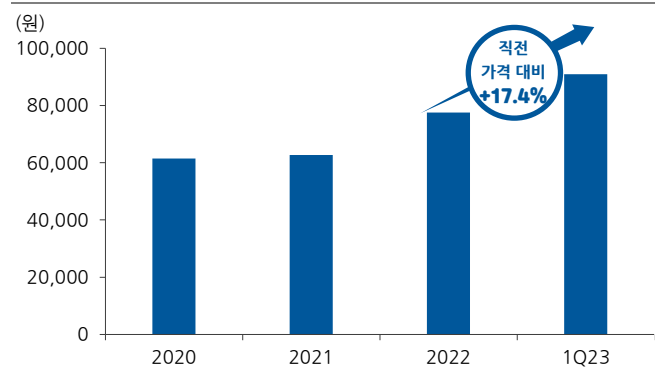
자료: 아세아시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터

아세아시멘트 별도 내수 시멘트 판매 가격



자료: 아세아시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터

한라시멘트 내수 시멘트 판매 가격



자료: 아세아시멘트, 한국IR협의회 기업리서치센터

## Valuation

### 2023F PER 4.7배, PBR 0.3배

**업황 부진을 고려하더라도  
현재 주가는 저평가 구간으로  
판단**

아세아시멘트의 현재 주가는 2023년 추정 EPS 기준 PER 4.7배, PBR 0.3배에서 거래되고 있다. 2023F PER 코스피, 코스닥 지수는 각각 15.1배, 24.7배이며 건축자재 업종의 PER 배수는 9.2배 수준이다. 아세아시멘트의 현재 밸류에이션은 최저점 수준이며 동종사인 쌍용C&E, 삼표시멘트, 한일시멘트의 2023F 평균 PER 12.7배, 평균 PBR 0.8배 대비로도 저평가되어 있다.

2021년 건설업종에 이어 시멘트업체들의 주가 상승세가 발생했으며, 당시 아세아시멘트는 1) 밸류에이션 매력, 2) P&Q 동반 상승에 따른 수혜 기대감, 3) 업황 호조 가운데 합병한 한라시멘트와의 시너지 등이 돋보이며 2021년 YTD 주가 상승률 +65%를 기록한 바 있다.

2023년의 경우 전년부터 전망사업의 부진한 업황이 지속되고 있으며 동사는 추가적인 단가 인상에 대한 불확실성도 높은 상황이나, 1) 현재 밸류에이션은 2020년 이후 최저점 수준을 구가하고 있으며 2) 작년말 시멘트 판가 수준이 유지될 경우 올해 YoY 출하량 감소를 상쇄해 2023년 안정적인 실적 흐름을 달성할 것으로 예상되는 만큼 현재 2023F PER 4.7배, PBR 0.3배의 주가 레벨은 저평가 구간으로 판단한다.

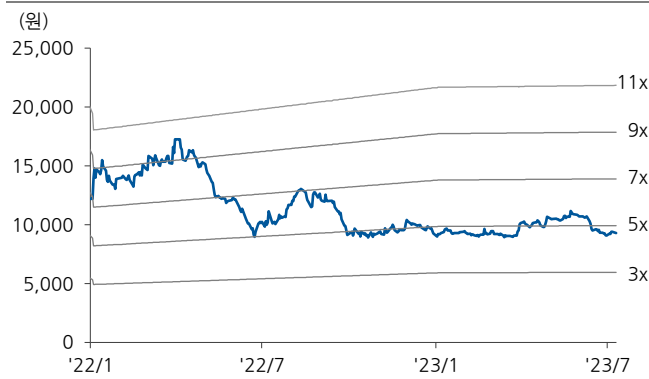
#### 아세아시멘트 주가 추이

(2018.01.03=100)



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

12MF PER Band



자료: Quantiwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

12MF PBR Band



자료: Quantiwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

PER Level

(단위: 배)

2020Y			2021Y			2022Y			2023F
Low	Avg	High	Low	Avg	High	Low	Avg	High	2023.06.22 추가 기준
6.8	10.1	12.9	3.0	4.9	6.5	5.4	7.4	10.8	4.7

자료: Quantiwise, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 피어테이블

(단위: 원, 십억원, %, 배)

		아세아시멘트	삼표시멘트	쌍용 C&E	한일시멘트	고려시멘트
주가(원)		9,220	3,325	4,960	11,740	2,405
시가총액		359	359	2,499	813	77
매출액	2021	893	569	1,661	1,272	66
	2022	1,040	721	1,965	1,488	70
	2023F	1,125	785	2,141	1,629	N/A
영업이익	2021	129	53	249	120	4
	2022	118	71	221	118	-13
	2023F	133	71	226	156	N/A
순이익	2021	95	20	186	79	5
	2022	64	30	128	79	-8
	2023F	77	33	127	106	N/A
매출액증가율(%)	2021	13.3	4.8	13.0	30.5	-6.4
	2022	16.5	26.7	18.3	17.0	6.4
	2023F	8.2	8.8	8.9	9.5	N/A
영업이익증가율(%)	2021	70.8	-14.6	-0.6	-9.3	-13.6
	2022	-8.3	35.0	-11.2	-2.0	적전
	2023F	12.6	0.5	2.1	32.4	N/A
순이익증가율(%)	2021	295.6	48.4	34.6	-14.0	4.4
	2022	-35.6	48.4	-31.3	1.9	적전
	2023F	20.8	9.8	-0.6	29.5	N/A
OPM(%)	2021	14.4	9.3	15.0	9.5	5.6
	2022	11.3	9.9	11.2	7.9	-18.1
	2023F	11.8	9.1	10.5	9.6	#VALUE!
NPM(%)	2021	10.6	3.6	11.2	6.2	7.1
	2022	6.1	4.2	6.5	5.3	-11.1
	2023F	6.9	4.2	5.9	6.5	#VALUE!
PER(배)	2021	5.0	25.0	20.9	18.5	26.5
	2022	5.7	12.0	22.7	10.2	N/A
	2023F	4.7	10.8	19.7	7.7	N/A
PBR(배)	2021	0.5	0.8	2.3	1.0	1.1
	2022	0.4	0.5	1.8	0.6	0.7
	2023F	0.3	0.5	1.5	0.5	N/A
EV/EBITDA(배)	2021	5.4	10.3	11.3	9.0	12.5
	2022	5.2	7.1	9.4	6.3	-9.2
	2023F	5.1	6.4	7.9	5.0	N/A
ROE(%)	2021	11.4	3.1	11.1	6.1	4.4
	2022	6.7	4.5	7.9	5.8	-6.9
	2023F	7.7	4.7	7.9	7.0	N/A
EPS(원,달러)	2021	2,547	189	369	1,242	145
	2022	1,640	280	254	1,265	-243
	2023F	1,971	307	252	1,638	N/A
BPS(원,달러)	2021	23,613	6,111	3,296	21,870	3,663
	2022	25,130	6,404	3,172	22,740	3,419
	2023F	26,506	6,713	3,230	24,150	N/A

주: 아세아시멘트 자체 추정, 그 외 기업은 컨센서스

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 리스크 요인

2023년에도 시멘트 출하량은 YoY 둔화될 것으로 예상되어 시멘트 판매 가격 흐름이 실적의 주요 요인으로 작용할 것으로 전망된다. 2022년 시멘트 가격 인상은 핵심 원료인 유연탄 가격 급등에 기인했으나, 2023년 들어오며 유연탄 가격은 하향 안정화가 진행 중이다.

최근 2년간 국내 시멘트 업체들은 4차례에 걸쳐 판가를 인상했다. 이에 따라 원가 부담이 확대된 건설 및 레미콘 업체들과 시멘트업체의 가격 인상에 대한 분쟁이 지속되고 있다. 올해 건설경기 업황을 고려하면 시멘트 출하량에 따른 실적 성장을 기대하기 어려운 상황이며 유연탄 가격은 안정화되었으나 연초부터 전기료 상승에 따른 시멘트 제조사들의 비용 부담이 지속되고 있다. 현재 상황에서 향후 시멘트 판매 가격의 흐름을 예단하기 어려우나, 향후 시멘트 판매 가격 동향과 전력비 상승 속도가 빨라질 경우 동사의 실적 불확실성은 불가피하다.

**포괄손익계산서**

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
<b>매출액</b>	<b>8,368</b>	<b>7,875</b>	<b>8,926</b>	<b>10,401</b>	<b>11,252</b>
증가율(%)	-0.8	-5.9	13.3	16.5	8.2
<b>매출원가</b>	<b>6,599</b>	<b>6,157</b>	<b>6,562</b>	<b>8,041</b>	<b>8,664</b>
매출원가율(%)	78.9	78.2	73.5	77.3	77.0
<b>매출총이익</b>	<b>1,769</b>	<b>1,718</b>	<b>2,363</b>	<b>2,360</b>	<b>2,588</b>
매출이익률(%)	21.1	21.8	26.5	22.7	23.0
<b>판매관리비</b>	<b>958</b>	<b>965</b>	<b>1,077</b>	<b>1,180</b>	<b>1,260</b>
판매비율(%)	11.4	12.3	12.1	11.3	11.2
<b>EBITDA</b>	<b>1,551</b>	<b>1,487</b>	<b>2,030</b>	<b>1,918</b>	<b>2,097</b>
EBITDA 이익률(%)	18.5	18.9	22.7	18.4	18.6
증가율(%)	19.9	-4.1	36.4	-5.5	9.3
<b>영업이익</b>	<b>812</b>	<b>753</b>	<b>1,286</b>	<b>1,180</b>	<b>1,328</b>
영업이익률(%)	9.7	9.6	14.4	11.3	11.8
증가율(%)	2.5	-7.2	70.8	-8.3	12.6
<b>영업외손익</b>	<b>-445</b>	<b>-404</b>	<b>-323</b>	<b>-351</b>	<b>-346</b>
금융수익	29	33	35	32	34
금융비용	367	366	301	319	330
기타영업외손익	-107	-72	-57	-63	-50
종속/관계기업관련손익	0	-0	5	-0	-0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>367</b>	<b>349</b>	<b>968</b>	<b>829</b>	<b>982</b>
증가율(%)	38.9	-12.3	274.9	-31.2	18.4
법인세비용	80	71	213	190	210
계속사업이익	287	278	809	639	772
중단사업이익	0	-27	237	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>287</b>	<b>251</b>	<b>992</b>	<b>639</b>	<b>772</b>
당기순이익률(%)	3.4	3.2	11.1	6.1	6.9
증가율(%)	66.8	-12.6	295.6	-35.6	20.8
지배주주지분 손이익	277	237	947	635	768

**현금흐름표**

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>1,095</b>	<b>805</b>	<b>1,035</b>	<b>865</b>	<b>1,517</b>
당기순이익	287	251	992	639	772
유형자산 상각비	666	667	678	675	710
무형자산 상각비	74	68	65	63	59
외환손익	1	11	1	0	0
운전자본의감소(증가)	-114	-252	-369	-460	-42
기타	181	60	-332	-52	18
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>-362</b>	<b>-584</b>	<b>-835</b>	<b>-30</b>	<b>-956</b>
투자자산의 감소(증가)	86	18	-94	719	-10
유형자산의 감소	8	4	15	15	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-339	-495	-666	-820	-950
기타	-117	-111	-90	56	4
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>-872</b>	<b>-586</b>	<b>-72</b>	<b>-695</b>	<b>19</b>
차입금의 증가(감소)	-602	-630	174	-400	106
사채의증가(감소)	0	299	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-58	-58	-49	-88	-88
기타	-212	-197	-197	-207	1
<b>기타현금흐름</b>	<b>-1</b>	<b>-10</b>	<b>-0</b>	<b>-0</b>	<b>-23</b>
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-139</b>	<b>-376</b>	<b>127</b>	<b>139</b>	<b>557</b>
기초현금	1,262	1,122	746	874	1,013
기말현금	1,122	746	874	1,013	1,570

**재무상태표**

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
<b>유동자산</b>	<b>3,775</b>	<b>3,469</b>	<b>4,109</b>	<b>4,078</b>	<b>4,682</b>
현금성자산	1,122	746	874	1,013	1,570
단기투자자산	164	158	725	153	153
매출채권	1,638	1,494	1,551	1,648	1,730
재고자산	751	650	852	1,169	1,125
기타유동자산	100	421	108	95	103
<b>비유동자산</b>	<b>15,533</b>	<b>15,544</b>	<b>16,264</b>	<b>16,322</b>	<b>16,513</b>
유형자산	8,973	8,764	9,022	9,434	9,674
무형자산	4,994	4,858	4,953	4,785	4,726
투자자산	558	689	925	892	902
기타비유동자산	1,008	1,233	1,364	1,211	1,211
<b>자산총계</b>	<b>19,308</b>	<b>19,014</b>	<b>20,373</b>	<b>20,400</b>	<b>21,195</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,340</b>	<b>2,194</b>	<b>3,041</b>	<b>3,377</b>	<b>3,599</b>
단기차입금	65	92	784	490	730
매입채무	787	633	563	668	750
기타유동부채	1,488	1,469	1,694	2,219	2,119
<b>비유동부채</b>	<b>8,910</b>	<b>8,584</b>	<b>8,137</b>	<b>7,236</b>	<b>7,125</b>
사채	0	299	300	0	0
장기차입금	6,118	5,475	4,970	4,710	4,560
기타비유동부채	2,792	2,810	2,867	2,526	2,565
<b>부채총계</b>	<b>11,250</b>	<b>10,778</b>	<b>11,177</b>	<b>10,613</b>	<b>10,724</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>7,980</b>	<b>8,144</b>	<b>9,059</b>	<b>9,647</b>	<b>10,326</b>
자본금	195	195	195	195	195
자본잉여금	5,726	5,726	5,726	5,726	5,726
자본조정 등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	-8	-17	-15	10	10
이익잉여금	2,069	2,242	3,155	3,718	4,397
<b>자본총계</b>	<b>8,058</b>	<b>8,236</b>	<b>9,196</b>	<b>9,787</b>	<b>10,471</b>

**주요투자지표**

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	10.7	11.9	5.0	5.7	4.7
P/B(배)	0.4	0.3	0.5	0.4	0.3
P/S(배)	0.4	0.4	0.5	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	5.7	6.1	5.3	5.0	5.1
배당수익률(%)	2.0	1.7	1.8	2.4	2.4
EPS(원)	711	609	2,430	1,631	1,971
BPS(원)	20,484	20,905	23,254	24,761	26,506
SPS(원)	21,480	20,215	22,911	26,699	28,883
DPS(원)	150	125	225	225	225
<b>수익성(%)</b>					
ROE	3.5	2.9	11.0	6.8	7.7
ROA	1.5	1.3	5.0	3.1	3.7
ROIC	3.3	4.1	7.4	6.0	6.8
<b>안정성(%)</b>					
유동비율	161.3	158.1	135.1	120.8	130.1
부채비율	139.6	130.9	121.5	108.4	102.4
순차입금비율	72.2	75.5	63.7	58.8	65.7
이자보상배율	2.4	2.3	4.8	4.8	5.5
<b>활동성(%)</b>					
총자산회전율	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	5.1	5.0	5.9	6.5	6.7
재고자산회전율	11.1	11.2	11.9	10.3	9.8

## Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.