

시멘트



비중확대 (유지)

[Analyst]

황어연 ☎ 02-3772-3813
 연구원 eoyeon.hwang@shinhan.com

박상연 ☎ 02-3772-1592
 책임연구원 sypark03@shinhan.com

하반기가 기대되는 이유

1Q15 Review: 예상보다는 저조했던 실적

2015년 1분기 커버리지 3사는 합산 매출액 4,871억원(+2.1% YoY), 영업이익 121억원(+30.4% YoY)을 달성했다. 영업이익은 당사 추정치 376억원을 하회했다. 저조한 실적의 주 원인은 삼표의 몰탈 시장 진입이다. 한일과 아세아시멘트의 몰탈부문 합산 매출액은 647억원(-12.1% YoY)으로 감소했다. 삼표의 시장 진입에 따른 단가 인하(1Q15 -10.5% YoY), 출하량(1Q15 -1.8% YoY) 감소가 불가피했다.

커버리지 3사 합산 시가총액은 3월 고점 대비 24.6% 하락했다. 1) 1분기 실적 우려와 2) 동양시멘트 인수전에 시멘트의 주 수요처인 레미콘사들(삼표산업, 유진기업)이 참여한 것이 악재로 반영됐다.

2015년 전망: C(유연탄 가격), Q(출하량)가 이끄는 실적 개선

커버리지 3사의 2015년 매출액 2.5조원(+6.1% YoY), 영업이익 2,503억원(+22.9% YoY)을 전망한다. 1분기 실적은 추정치를 하회 했지만 2분기 부터는 본격적인 성장세가 예상된다. 시멘트부문은 국내 건설 호조세와 유연탄 가격 하락으로 연간으로는 성장이 전망된다. 레미콘부문은 건설기성액 호조로 1분기에 이어 2분기에도 양호한 실적이 기대된다. 한일과 아세아시멘트의 몰탈 출하량은 1분기에는 저조했지만 주택 분양 호조세로 삼표산업의 시장 진입을 고려하더라도 2분기부터는 증가가 예상된다.

Top pick: 성신양회

성신양회(004980)는 주택업황 호조세로 인한 시멘트 출하량 증가와 유연탄 가격 하락세로 연간으로 실적 개선세가 전망된다. 유연탄을 원료로 사용하는 시멘트부문의 매출 비중(80%)이 커버리지 3사 중 가장 높아 실적 개선 폭이 가장 클 것으로 판단된다. 2015년 영업이익은 전년대비 41.4% 증가할 전망이지만 저금리 기초와 레미콘 효과로 당기순이익은 497.3% 증가가 예상된다.

시멘트 커버리지

종목명	투자의견	현재주가 (5월 22일, 원)	목표주가 (원)	상승여력 (%)
성신양회(004980)	매수	12,300	16,000	30.1%
아세아시멘트(183190)	매수	112,000	140,000	25.0%
한일시멘트(003300)	매수	141,000	170,000	20.6%

자료: 신한금융투자

Contents

03 1Q15 Review: 예상보다는 저조했던 실적

- 1) 1Q15 합산 영업이익 121억원(+30.4% YoY) 달성, 몰탈 사업 부진으로 추정치 하회
- 2) 4월 이후 주가 부진: 1) 1Q15실적 우려, 2) 레미콘사의 동양시멘트 인수戰 참여가 원인

05 2015년 전망: C(유연탄 가격), Q(출하량)가 이끄는 실적 개선

- 1) 2015년 매출액 +6.1 YoY, 영업이익 +22.9 YoY 전망, 10년내 최대 영업실적 예상
- 2) 2015년 시멘트부문, Q(출하량) 증가와, C(유연탄 가격)하락이 실적개선 이끌 전망
- 3) 2015년 몰탈부문, 주택 호조세로 한일·아세아시멘트 출하량 증가 전망

07 Top pick: 성신양회

2015년은 시멘트 비중이 높고 레버리지 효과가 큰 업체에 유리한 업황

08 Company analysis

성신양회 (004980) - 매수 (유지), 목표주가: 16,000원 (하향)

아세아시멘트 (183190) - 매수 (유지), 목표주가: 140,000원 (하향)

한일시멘트 (003300) - 매수 (유지), 목표주가: 170,000원 (하향)

1Q15 Review: 예상보다는 저조했던 실적

- 1Q15 커버리지 3사 합산 영업이익 121억원(+30.4% YoY) 달성, 몰탈 사업 부진으로 추정치 하회
- 주가 4월 이후 24.6%↓ 1) 1Q15 실적 우려, 2) 레미콘사의 동양시멘트 인수戰 참여가 원인

1Q15 커버리지 3사 합산 영업이익 +30.4% YoY, 몰탈 사업 부진으로 추정치 하회

영업이익 121억원(+30.4% YoY), 당사 추정치 376억원 하회

2015년 1분기 커버리지 3사는 합산 매출액 4,871억원(+2.1% YoY), 영업이익 121억원(+30.4% YoY)을 달성했다. 영업이익은 당사 추정치 376억원을 하회했지만 전년 동기 대비 개선됐다. 저조한 실적의 주 원인은 삼표의 몰탈 시장 진입이다. 커버리지 3사의 합산 매출 비중은 시멘트, 레미콘, 몰탈이 각각 51.6%, 24.6%, 13.2%이다.

커버리지 3사 합산 시멘트 매출액은 2,429억원(+1.5% YoY)으로 증가했다. 시멘트 가격은 2014년 7월 가격 인상분이 반영되어 전년 동기 대비 1.6% 상승했다. 시멘트 출하량은 전년과 유사한 351만톤(-0.1% YoY)을 기록했다.

레미콘부문은 호조세를 보였다. 매출액은 1,277억원(+8.9% YoY)으로 증가했다. 가격과 출하량 모두 각각 전년 동기 대비 0.4%, 8.6% 증가하며 호조세를 이끌었다. 가격 인상폭은 작년 7월 인상분 3.0%에 비해 저조했지만 커버리지사들의 레미콘 공장이 집중되어 있는 중부권의 출하가 증가하며 양호한 실적을 시현했다.

한일과 아세아시멘트가 과점(점유율 2014년 100.0%→ 2015년 93.9% 전망)하는 몰탈 사업은 저조한 실적을 보였다. 매출액은 647억원(-12.1% YoY)으로 감소했다. 전년 동기 대비 가격은 1.8%, 출하량은 10.5% 감소했다. 삼표산업의 몰탈 공장 가동에 따른 경쟁 심화가 원인이다. 한일과 아세아시멘트가 9:1로 양분하는 502만톤(2014년 기준) 몰탈 시장에 삼표산업이 신규 진입했다. 2014년 4분기에 50만톤 규모(연 생산량 기준)의 몰탈 공장을 준공하여 현재 가동 중이다. 삼표의 시장 진입에 따른 한일과 아세아시멘트의 단가(1Q15 -10.5% YoY) 인하, 몰탈 출하량(1Q15 -1.8% YoY) 감소가 불가피했다.

1) 시멘트

P: +1.6% YoY, Q: -0.1% YoY

2) 레미콘

P: +0.4% YoY, Q: +8.6% YoY

3) 몰탈

P: -1.8% YoY, Q: -10.5% YoY

Coverage 건자재 업체 1Q15 실적 Review

(단위: 십억원, %)	1Q15	1Q14	YoY	4Q14	QoQ	신한(기준)	차이	2015F	2014	YoY
매출액	487	477	2.1	627	(22.3)	489	(0.4)	2,503	2,359	6.1
시멘트	243	239	1.5	321	(24.3)	247	(1.8)	1,268	1,218	4.1
판매단가(원/톤)	69,254	68,145	1.6	69,703	(0.6)	69,475	(0.3)	69,939	69,160	1.1
출하량(천톤)	3,508	3,512	(0.1)	4,604	(23.8)	3,561	(1.5)	18,129	17,615	2.9
레미콘	128	117	8.9	163	(21.4)	121	5.3	618	580	6.5
판매단가(원/m³)	61,777	61,560	0.4	57,514	7.4	62,269	(0.8)	62,472	60,676	3.0
출하량(천m³)	2,068	1,904	8.6	2,827	(26.9)	1,948	6.1	9,899	9,566	3.5
몰탈	57	65	(12.1)	80	(29.2)	72	(20.4)	362	311	16.5
판매단가(원/톤)	63,773	64,935	(1.8)	59,545	7.1	65,237	(2.2)	62,410	61,985	0.7
출하량(천톤)	892	997	(10.5)	1,349	(33.9)	1,096	(18.6)	5,808	5,020	15.7
기타부문	60	56	6.6	63	(6.0)	49	21.8	255	250	2.1
영업이익	12	9.3	30.4	61	(80.1)	38	(67.7)	278	226	22.9
당기순이익	9	(7.3)	(224.3)	33	(72.6)	24	(61.9)	217	142	53.0
영업이익률(%)	2.5	2.0	-	9.7	-	7.7	-	11.1	9.6	-
순이익률(%)	1.9	(1.5)	-	5.2	-	4.8	-	8.7	6.0	-

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

4월 이후 커버리지 3사 주가
24.6% 하락

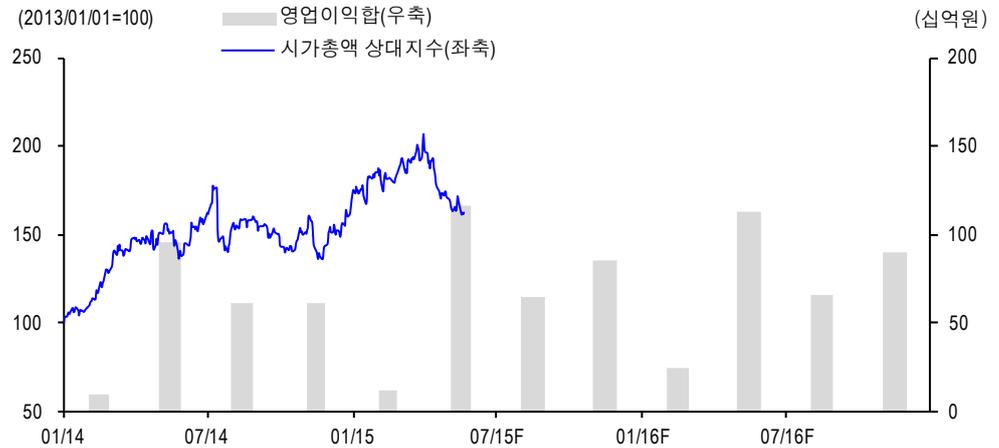
삼표산업, 유진기업 동양시멘트
인수전 참여 가능성 부각

4월 이후 주가 부진: 1)1Q15실적 우려, 2)레미콘사의 동양시멘트 인수戰 참여가 원인
커버리지 3사 합산 주가는 3월 고점 대비 24.6% 하락했다. 1) 삼표산업의 몰탈 시장 진입에 따른 한일과 아세아시멘트의 몰탈 출하량 감소 우려와 2) 동양시멘트 인수전에 시멘트의 주 수요처인 레미콘사들(삼표산업, 유진기업)이 참여한 것이 악재로 반영됐기 때문이다.

레미콘사들이 동양시멘트를 인수하게 될 경우 레미콘사의 시멘트 가격 협상력 상승으로 시멘트 사간 점유율 변동과 가격 인하가 우려된다. 동양시멘트 인수전에 참여 의사를 밝힌 것으로 파악되는 레미콘사는 삼표산업과 유진기업이다. 삼표산업과 유진기업이 1년에 소비하는 시멘트량은 각각 60만톤 규모에 불과하지만 레미콘 공장이 중부권(서울, 충청도)에 몰려있어 중부권 출하가 많은 내륙사(한일시멘트, 아세아시멘트, 성신양회)에게는 악재로 반영될 전망이다.

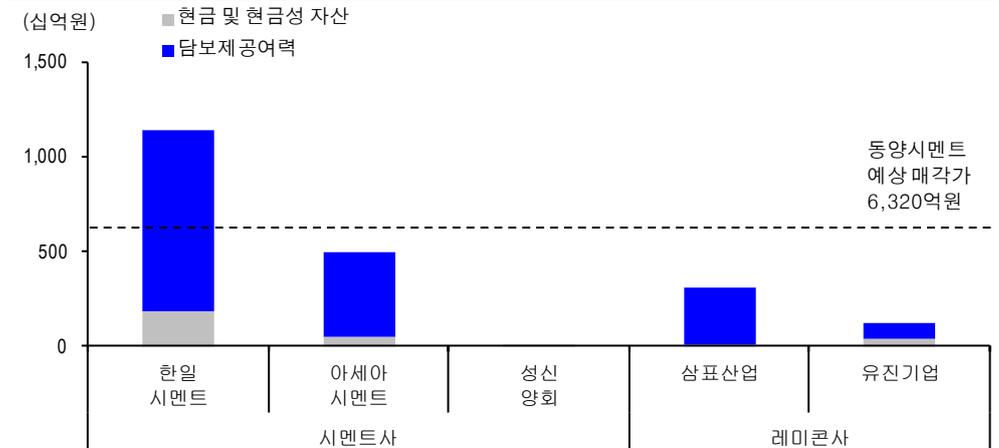
레미콘사들은 높은 부채비율과 낮은 자금동원력으로 동양시멘트 인수가 불가능할 것으로 판단했다. 레미콘사들은 부족한 자금력을 사모펀드와의 컨소시엄을 통해 메꾸고 있다. 삼표산업은 산업은행과 컨소시엄을 구성하고 동양시멘트 인수전에 참여한 것으로 파악된다.

커버리지 3개사 합산 시가총액, 영업이익의 추이 및 전망



자료: 회사 자료, Quantwise, 신한금융투자 추정 /주: 커버리지 3개사 - 성신양회, 한일시멘트, 아세아시멘트

2014년 기준 시멘트사와 레미콘사의 자금동원력 비교



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 동양시멘트 예상 매각가 = 동양시멘트 3개월 평균 시가총액*0.7405(채권단 지분율)*1.3(경영권 프리미엄), 담보제공여력 =매도가능증권+유형자산+투자부동산-담보설정액

2015년 전망: C(유연탄 가격), Q(출하량)가 이끄는 실적 개선

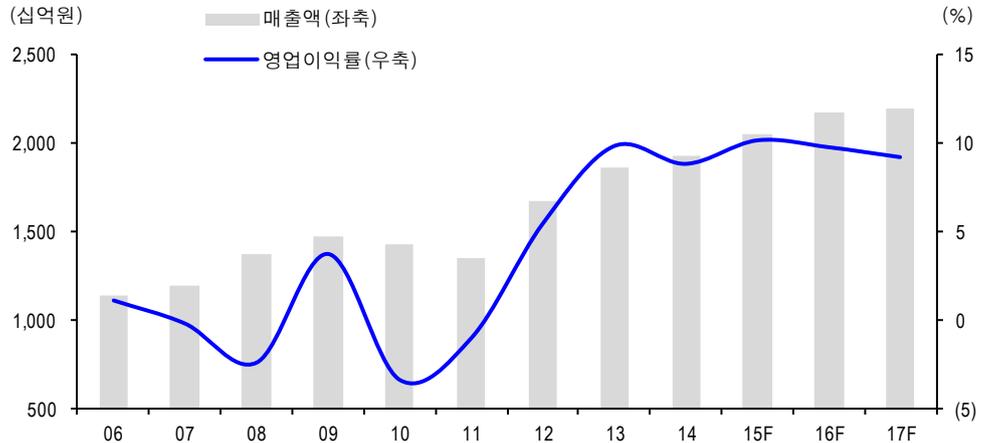
- 2015년 매출액 +6.1 YoY, 영업이익 +22.9 YoY 전망, 10년內 최대 영업실적 예상
- 2015년 시멘트부문, Q(출하량) 증가와, C(유연탄 가격)하락이 실적개선 이끌 전망
- 2015년 몰탈부문, 주택 호조세로 한일·아세아시멘트 출하량 증가 전망

2015년 매출액 +6.1 YoY, 영업이익 +22.9 YoY 전망, 10년內 최대 영업실적 예상

2분기부터 전사업(시멘트, 레미콘, 몰탈) 부문 호조세 전망

커버리지 3사의 2015년 매출액 2.5조원(+6.1% YoY), 영업이익 2,503억원(+22.9% YoY)을 전망한다. 1분기 실적은 추정치를 하회 했지만 2분기 부터는 본격적인 성장세가 전망된다. 시멘트부문은 국내 건설 호조세와 유연탄 가격 하락으로 2분기부터 연간으로 성장세를 보일 전망이다. 레미콘부문은 건설기성액 호조로 1분기에 이어 연간 양호한 실적이 기대된다. 한일과 아세아시멘트의 몰탈 출하량은 1분기에 이어 저조했지만 주택 분양 호조세로 삼표산업의 시장 진입을 고려하더라도 2분기부터는 증가세가 전망된다.

성신양회·한일시멘트 합산 영업실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 /주: 아세아시멘트는 2013년 10월 분할 상장

커버리지 3사의 사업부문별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, 원/톤, 천톤, %)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F	2017F
매출액 전체	477	670	585	627	487	727	610	695	2,359	2,503	2,639	2,669
시멘트	239	362	296	321	243	377	305	343	1,218	1,268	1,328	1,334
판매단가	68,145	68,163	70,675	69,703	69,254	69,171	71,225	70,159	69,160	69,939	70,623	71,276
출하량	3,512	5,306	4,193	4,604	3,508	5,450	4,288	4,884	17,615	18,129	18,807	18,722
레미콘	117	163	138	163	128	180	147	164	580	618	661	662
판매단가	61,560	62,053	62,326	57,514	61,777	63,313	62,373	62,219	60,676	62,472	63,104	63,683
출하량	1,904	2,624	2,211	2,827	2,068	2,850	2,349	2,632	9,566	9,899	10,474	10,401
몰탈	65	87	79	80	57	101	96	108	311	362.5	388	396
판매단가	64,935	62,938	61,229	59,545	63,773	61,503	61,265	63,629	61,985	62,410	63,647	63,647
출하량	997	1,388	1,286	1,349	892	1,650	1,565	1,701	5,020	5,808	6,093	6,222
기타부문	56	59	72	63	60	68	63	80	250	255	262	276
영업이익	9	95	61	61	12	116	65	100	226	278	293	276
순이익	(7)	76	40	33	9	91	52	68	142	217	232	246
매출액 증가율 (%) YoY	(19.7)	(18.9)	(19.9)	(0.3)	2.1	8.5	4.4	10.8	18.8	6.1	5.4	1.1
QoQ	(24.1)	40.5	(12.8)	7.3	(22.3)	49.3	(16.0)	13.8	-	-	-	-
영업이익 증가율 (%) YoY	337.7	(16.6)	(9.9)	(19.2)	30.4	21.8	6.6	64.3	12.5	22.9	5.2	(5.6)
QoQ	(87.7)	923.7	(36.4)	0.6	(80.1)	856.3	(44.3)	54.9	-	-	-	-
영업이익률 (%)	2.0	14.2	10.4	9.7	2.5	16.0	10.6	14.4	9.6	11.1	11.1	10.4
순이익률 (%)	(1.5)	11.3	6.9	5.2	1.9	12.5	8.5	9.8	6.0	8.7	8.8	9.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2015년 시멘트 부문, Q(출하량) 증가와, C(유연탄 가격) 하락이 실적개선 이끌 전망

2015년

시멘트 출하량: +3.2% YoY

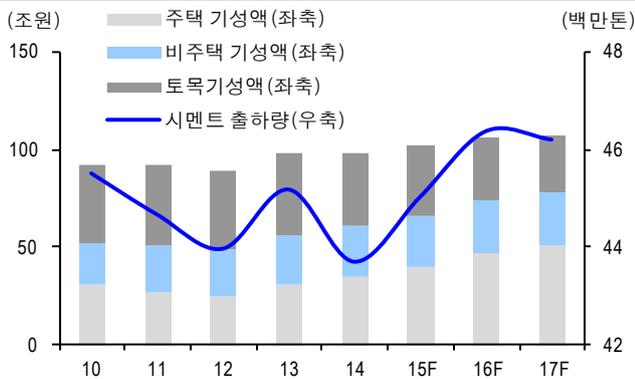
유연탄 매입단가: -12.5% YoY

커버리지 3사의 2015년 시멘트부문 매출액은 1.3조원(+4.1% YoY)이 전망된다. 영업이익률은 한일시멘트(성신양회와 아세아시멘트는 사업부문별 영업이익 미공개) 기준으로 전년대비 2.7%p가 개선되어 16.6% 달성이 예상된다. 실적개선의 근거는 출하량 증가와 유연탄 가격 하락이다. 시멘트 가격은 2014년 7월 가격 인상분 1.9%가 온기로 반영되어 전년대비 1.1% 상승할 전망이다.

커버리지 3사의 시멘트 출하량은 1,813만톤(+2.9% YoY)으로 증가가 예상된다. 시멘트 출하량과 상관관계가 가장 높은 지표는 실질 건설기성액이다. 실질 건설기성액은 2014년, 2015년 주택 건축 수주 호조세(2014년 +37.1%, 2015년 +22.7% YoY)가 반영되어 전년대비 3.0% 증가가 예상된다.

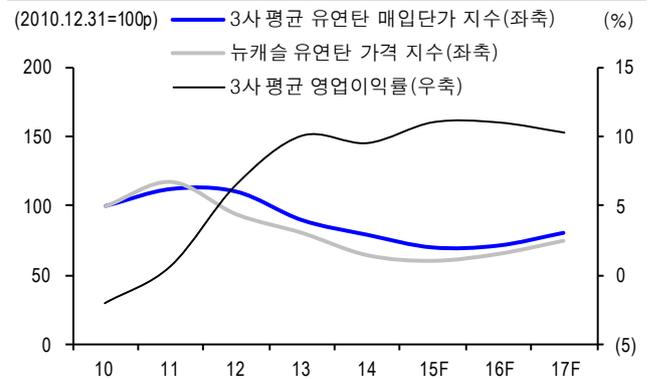
2015년 유연탄 매입단가는 12.5% 하락할 전망이다. 연초 이후 뉴캐슬 유연탄 가격은 28.9% 하락했다. 중국의 연료탄 재고는 4월 말 기준 전년대비 30.3% 상승했다. 연간으로 유연탄 가격 하락세가 지속될 전망이다. 성신양회와 아세아시멘트는 2분기부터 올초에 새로 계약한 유연탄 가격이 원가에 반영된다. 2분기부터 본격적인 수익성 개선이 예상된다.

건설 기성액 추이 및 전망



자료: 통계청, 부동산114, 한국시멘트협회, 신한금융투자 추정

유연탄 가격, 커버리지 3사 평균 영업이익률 추이 및 전망



자료: Kores, 회사 자료, 신한금융투자 추정

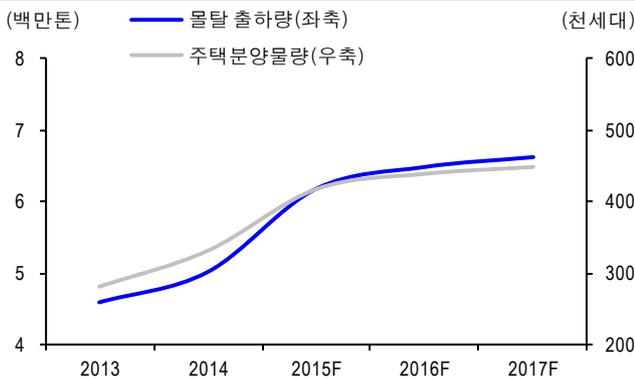
2015년 몰탈부문, 주택 호조세로 한일·아세아시멘트 출하량 증가 전망

2015년

몰탈 출하량: +15.7% YoY

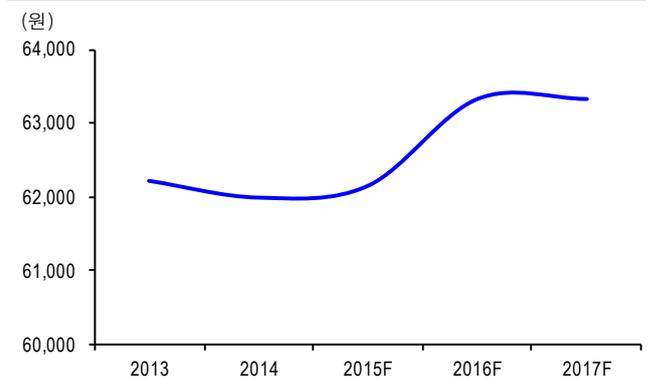
한일과 아세아시멘트의 2015년 몰탈부문 매출액은 3,625억원(+16.5% YoY)이 전망된다. 영업이익률은 한일시멘트(아세아시멘트 사업부문별 영업이익 미공개) 기준으로 전년대비 1.6%p 감소한 9.8%가 예상된다. 한일과 아세아시멘트의 몰탈 출하량은 삼표산업의 영향으로 1분기에 저조했다. 주택 분양시장 호조세로 삼표산업의 시장 진입을 고려하더라도 2분기부터는 증가가 전망된다. 한일과 아세아시멘트의 판매단가는 가격 협상력 약화로 올해 0.3% 상승하는데 그칠 전망이다.

주택 분양물량, 몰탈 출하량 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

몰탈 가격 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자

Top pick: 성신양회

2015년은 시멘트 비중이 높고 레버리지 효과가 큰 업체에 유리한 업황

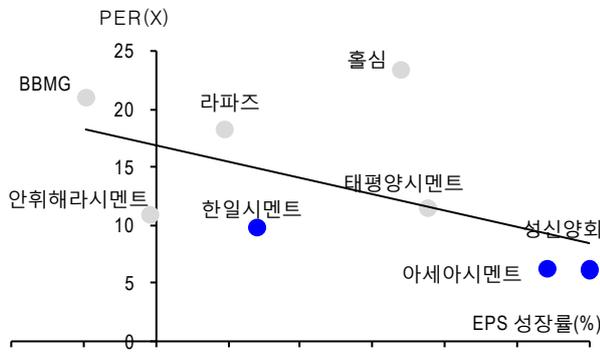
성신양회

2015년 영업이익 +41.4%, 당기 순이익 +497.3% 전망

커버리지 3사의 1Q15 합산 영업이익은 121억원(+30.4% YoY)으로 개선됐으나 삼표산업의 몰탈시장 진입으로 추정치를 67.7% 하회했다. 몰탈사업을 영위하지 않으며 시멘트부문 비중(80.0%)이 가장 높은 성신양회의 실적이 전년대비 가장 양호했다. 2015년 연간으로 시멘트 비중이 높은 업체의 영업이익 개선폭이 가장 클 것으로 판단된다.

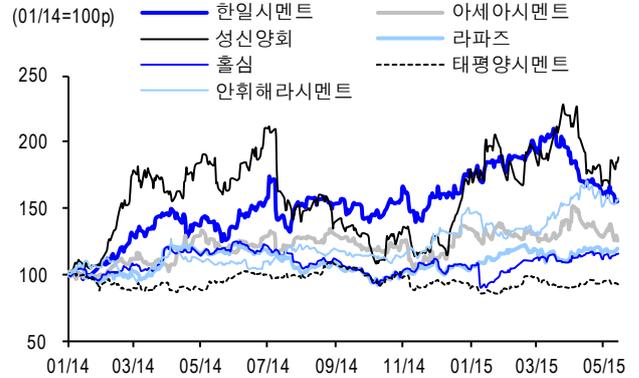
성신양회(004980)는 주택업황 호조로 인한 시멘트 출하량 증가와 유연탄 가격 하락세로 연간으로 실적 개선세가 전망된다. 유연탄을 원료로 사용하는 시멘트부문의 매출 비중(80%)이 커버리지 3사 중 가장 높아 커버리지 3사 중 실적 개선 폭이 가장 클 것으로 판단된다. 2015년 영업이익은 전년대비 41.4% 증가할 전망이지만 저금리 기조와 레버리지 효과로 당기순이익은 497.3% 증가가 예상된다.

Global 시멘트사 EPS성장률, PER 비교



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정 / 주: 국내 시멘트사는 신한 추정치 기준, 성신양회 EPS 성장률은 497.3%

Global 시멘트사 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

Coverage 건자재 업체 Valuation 및 목표주가

(십억원, 배, %)		년도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	ROE (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)
성신양회 (004980)	투자 의견: 매수 (유지) 목표주가 16,000원(하향) 상승여력 30.1%	2013	602	45	3	156	14,058	1.1	41.0	7.2	0.5
		2014	614	44	8	333	13,993	2.4	31.6	8.2	0.8
		2015F	636	63	49	1,987	15,980	13.3	6.2	6.6	0.8
		2016F	661	68	62	2,509	18,489	14.6	4.9	5.5	0.7
		2017F	665	59	78	3,145	21,634	15.7	3.9	4.9	0.6
아세아시멘트 (183190)	투자 의견: 매수 (유지) 목표주가 140,000원(유지) 상승여력 25.0%	2013	117	17	11	13,355	178,051	1.5	6.3	12.0	0.5
		2014	424	55	39	11,714	178,661	6.7	10.4	4.7	0.7
		2015F	445	68	59	17,978	195,140	10.0	6.2	3.4	0.6
		2016F	462	79	60	18,257	211,898	9.3	6.1	3.0	0.5
		2017F	464	73	55	16,777	227,175	7.9	6.7	3.1	0.5
한일시멘트 (003300)	투자 의견: 매수 (유지) 목표주가 170,000원(유지) 상승여력 20.6%	2013	1,268	140	83	11,007	176,094	6.4	7.7	5.2	0.5
		2014	1,321	127	95	12,613	190,890	6.9	11.5	7.3	0.8
		2015F	1,423	147	108	14,379	203,891	7.3	9.8	6.0	0.7
		2016F	1,516	145	110	14,571	217,083	6.9	9.7	5.6	0.6
		2017F	1,540	145	113	14,980	230,683	6.7	9.4	5.1	0.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

성신양회 (004980)

매수 (유지)

현재주가 (5월 22일) **12,300 원**
 목표주가 **16,000 원 (하향)**
 상승여력 **30.1%**

황어연 박상연
 (02) 3772-3813 (02) 3772-1592
 eoyeon.hwang@shinhan.com

KOSPI	2,146.10p
KOSDAQ	713.54p
시가총액	289.4십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	23.5백만주
유동주식수	16.3백만주(69.4%)
52 주 최고가/최저가	15,200 원/7,230 원
일평균 거래량 (60 일)	294,260 주
일평균 거래액 (60 일)	3,843 백만원
외국인 지분율	7.98%
주요주주	김영준 외 8 인 28.91%
	삼성자산운용 8.10%
절대수익률	3개월 7.4%
	6개월 58.5%
	12개월 8.8%
KOSPI 대비	3개월 -1.8%
상대수익률	6개월 45.1%
	12개월 2.2%

주가차트



2분기는 더 좋다

1Q15 매출 성장세 확인, 2Q15 수익성 개선세도 확인 가능

1분기 실적은 매출액 1,308억원(+12.4% YoY), 영업손실 21억원(적자지속 YoY)을 달성했다. 매출액은 당사 추정치 1,196억원을 상회했으나 영업이익은 추정치 5억원을 하회했다. 유연탄 가격 하락분이 2분기부터 적용돼 예상 대비 저조한 수익성을 시현했다. 2분기부터는 본격적인 이익 성장이 전망된다.

시멘트 매출액은 1,048억원(+20.0% YoY)으로 추정치 928억원을 상회하며 매출 성장을 견인했다. 시멘트 가격은 2014년 7월 가격 인상분이 반영되어 전년 동기 대비 1.9% 상승했다. 출하량은 151만톤(+17.8% YoY)으로 큰 폭 상승했다. 레미콘(레미콘 1m³당 시멘트 0.9톤 투입) 호조세와 전년도 기저효과가 원인이다.

2015년 매출액 6,355억원(+3.6% YoY), 영업이익 628억원(+41.4% YoY) 전망

2015년 매출액 6,355억원(+3.6% YoY), 영업이익 628억원(+41.4% YoY)을 전망한다. 시멘트 매출액은 5,095(+3.8% YoY)억원이 예상된다. 시멘트 출하량은 729만톤(+2.8% YoY)이 전망된다. 주택경기 호조세가 출하량 증가를 이끌 예정이다.

2015년 영업이익률은 9.9%(+2.7%p YoY)으로 큰 폭의 개선이 기대된다. 원가(매출원가+판매비)의 13.6%를 차지하는 유연탄 가격 하락이 실적개선의 주요인이다. 유연탄 매입 단가는 전년대비 10.4% 하락이 예상된다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 16,000원으로 하향, 시멘트 업종 내 최선호주

목표주가는 2015년 실적 추정치 변경으로 16,000원으로 하향한다. 2015년 예상 EPS(주당순이익) 1,987원에 2년 평균 PER 8배를 적용했다.

주택 호조세에 따른 시멘트 출하량 증가, 유연탄 매입 단가 하락으로 2015년 외형성장과 이익 개선이 기대된다. 시멘트 매출 비중 80%(2014년 기준)로 유연탄 가격 하락의 가장 큰 수혜주다. 2015년 영업이익은 전년대비 41.4% 성장이 기대되지만 레버리지 효과로 당기순이익은 497.3% 증가가 예상된다. 시멘트 업종 내 최선호주로 제시한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EVEBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2013	601.7	44.9	4.4	3.6	168	(0.1)	14,071	38.0	7.2	0.5	1.1	159.4
2014	613.7	44.4	9.1	8.5	343	104.6	13,983	30.6	8.2	0.8	2.4	154.5
2015F	635.5	62.8	59.1	49.5	1,998	482.0	15,980	6.2	6.6	0.8	13.3	111.7
2016F	661.0	68.3	71.6	62.5	2,522	26.2	18,503	4.9	5.5	0.7	14.6	75.2
2017F	664.7	58.8	83.1	78.3	3,162	25.4	21,665	3.9	4.9	0.6	15.7	41.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 당기순이익은 지배주주기준

성신양회의 2015년 1분기 영업실적 요약

(십억원, %)	1Q15	4Q14	QoQ	1Q14	YoY	신한금융	차이
매출액	131	170	(22.9)	116	12.4	120	9.4
영업이익	(2)	15	적전	(9)	적지	1	적전
세전이익	(11)	7	적전	(20)	적지	(4)	적지
순이익	(11)	7	적전	(20)	적지	(4)	적지
영업이익률 (%)	(1.6)	9.1	-	(7.6)	-	0.5	-
세전이익률 (%)	(8.1)	4.2	-	(16.8)	-	(3.2)	-
순이익률 (%)	(8.1)	4.2	-	(16.8)	-	(3.2)	-

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

성신양회의 영업실적 전망 변경

(십억원, %)	변경 후		변경 전		변경률	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
매출액	636	661	640	667	(0.6)	(0.8)
영업이익	63	68	72	44	(12.5)	55.8
세전이익	59	72	58	32	1.8	122.4
순이익	49	62	49	28	(0.3)	125.8
영업이익률 (%)	9.9	10.3	11.2	6.6	-	-
세전이익률 (%)	9.3	10.8	9.1	4.8	-	-
순이익률 (%)	7.7	9.4	7.7	4.1	-	-

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

성신양회의 사업 부문별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, 원톤, 천톤, %)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F	2017F
매출액 전체	116	178	150	170	131	188	146	170	614	636	661	665
시멘트	87	149	119	135	105	152	116	137	491	510	530	533
판매단가	68,318	69,069	72,406	71,252	69,600	70,105	72,406	71,752	70,311	70,949	71,678	72,338
출하량	1,279	2,163	1,649	1,893	1,506	2,172	1,602	1,903	6,984	7,182	7,397	7,370
레미콘	23	32	29	34	25	35	29	32	119	122	127	128
판매단가	59,034	59,466	59,452	61,331	60,188	60,655	59,452	59,126	59,903	59,857	60,437	60,989
출하량	388	539	495	558	419	578	495	546	1,981	2,037	2,099	2,091
기타부문	6	(4)	1	0	1	1	1	1	4	4	4	4
영업이익	(8.9)	25.7	12.2	15.4	(2.1)	32.8	9.1	22.9	44.4	62.8	68.3	58.8
세전이익	(19.5)	17.3	3.4	7.1	(10.6)	33.7	11.4	24.6	8.2	59.1	71.6	83.1
순이익	(19.5)	17.3	3.4	7.1	(10.6)	28.7	10.2	20.9	8.2	49.2	62.1	77.9
매출액 증가율 (%) YoY	(0.4)	(2.8)	5.1	6.5	12.4	5.9	(2.4)	0.2	2.0	3.6	4.0	0.5
QoQ	(27.0)	52.9	(15.6)	13.0	(22.9)	44.1	(22.3)	16.0	-	-	-	-
영업이익 증가율 (%) YoY	(39.3)	(5.7)	8.6	(26.8)	적지	27.5	(25.1)	49.1	(1.1)	41.4	8.8	(13.9)
QoQ	적전	흑전	(52.8)	26.6	적전	흑전	(72.3)	152.0	-	-	-	-
영업이익률 (%)	(7.6)	14.5	8.1	9.1	(1.6)	17.4	6.2	13.5	7.2	9.9	10.3	8.8
세전이익률 (%)	(16.8)	9.7	2.3	4.2	(8.1)	17.9	7.8	14.5	1.3	9.3	10.8	12.5
순이익률 (%)	(16.8)	9.7	2.3	4.2	(8.1)	15.2	7.0	12.3	1.3	7.7	9.4	11.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

성신양회의 연결 순이익 PER Valuation

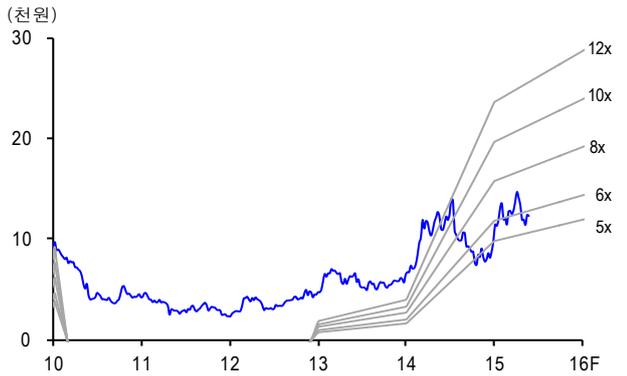
(십억원, 원, 배)

2015년 순이익	49	
2016년 EPS	1,987	
Target PER	8	2년 평균 PER 적용
목표주가	16,000	

자료: QuantiWise, 신한금융투자.

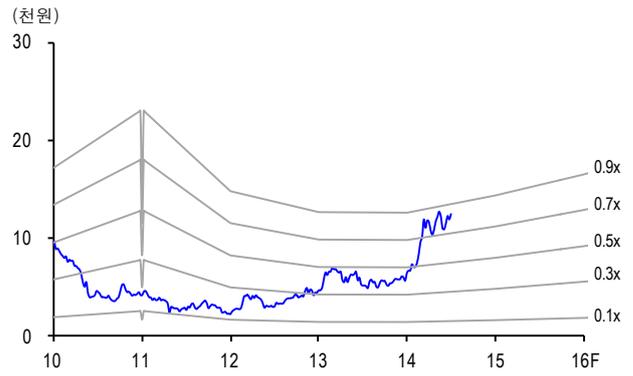
주: 성신양회가 본격 회복기에 진입한 2014년 이후 2년간 평균 PER 사용

성신양회의 12개월 선행 PER 추이 및 전망



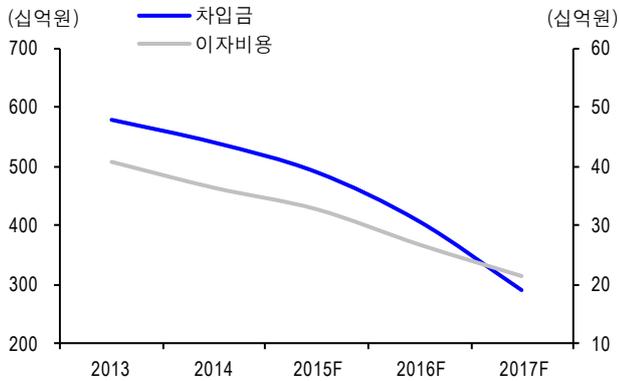
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

성신양회의 12개월 선행 PBR 추이 및 전망



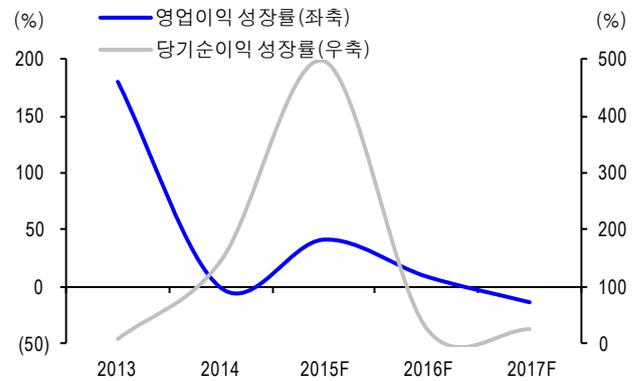
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

성신양회의 차입금, 이자비용 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

성신양회의 영업이익, 당기순이익 성장률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
자산총계	1,144.3	1,115.7	1,115.3	1,112.2	1,073.2
유동자산	329.3	319.8	363.6	402.8	406.6
현금및현금성자산	2.3	5.0	48.2	63.0	68.0
매출채권	219.3	231.8	232.3	250.3	249.4
채고자산	60.7	61.6	61.7	66.5	66.2
비유동자산	815.0	795.9	751.7	709.4	666.6
유형자산	696.6	678.7	634.5	591.1	548.4
무형자산	27.3	25.3	25.3	25.3	25.3
투자자산	18.2	14.5	14.5	15.6	15.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	796.1	769.0	719.5	654.2	537.3
유동부채	566.1	512.5	467.7	395.9	280.5
단기차입금	245.0	308.3	263.3	183.3	68.3
매입채무	66.3	66.3	66.5	71.6	71.3
유동성장기부채	210.4	98.4	98.4	98.4	98.4
비유동부채	230.0	256.5	251.8	258.3	256.8
사채	24.1	7.0	7.0	7.0	7.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	99.2	126.9	121.9	118.9	117.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	348.2	346.6	395.9	458.0	535.9
자본금	126.1	126.1	126.1	126.1	126.1
자본잉여금	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
기타자본	(4.5)	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.1)
기타포괄이익누계액	(21.2)	(18.3)	(18.3)	(18.3)	(18.3)
이익잉여금	221.7	217.2	266.7	329.1	407.5
지배주주지분	348.5	346.3	395.9	458.3	536.7
비지배주주지분	(0.3)	0.3	0.0	(0.3)	(0.8)
*총차입금	578.8	540.5	490.5	407.5	291.5
*순차입금(순현금)	555.2	535.4	442.2	344.4	223.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	52.0	51.6	99.3	104.9	126.9
당기순이익	3.4	8.2	49.2	62.1	77.9
유형자산상각비	50.3	49.6	49.1	48.3	47.5
무형자산상각비	1.9	1.9	1.2	1.2	1.2
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.3)	5.2	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(18.2)	(23.6)	(0.2)	(6.7)	0.3
(법인세납부)	(0.7)	(0.1)	(9.9)	(9.5)	(5.2)
기타	16.3	10.4	9.9	9.5	5.2
투자활동으로인한현금흐름	(84.4)	(13.2)	(6.1)	(7.1)	(5.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(74.4)	(37.2)	(4.9)	(4.8)	(4.7)
유형자산의감소	6.9	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.0)	(0.0)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
투자자산의감소(증가)	(11.1)	4.0	(0.0)	(1.1)	0.1
기타	(5.8)	19.9	0.0	0.0	0.0
FCF	1.1	45.0	97.3	87.7	99.8
재무활동으로인한현금흐름	30.5	(35.6)	(50.0)	(83.0)	(116.0)
차입금의증가(감소)	9.3	(35.4)	(50.0)	(83.0)	(116.0)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	21.2	(0.2)	0.0	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)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(1.8)	2.7	43.2	14.8	5.0
기초현금	4.1	2.3	5.0	48.2	63.0
기말현금	2.3	5.0	48.2	63.0	68.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	601.7	613.7	635.5	661.0	664.7
증가율 (%)	10.1	2.0	3.6	4.0	0.5
매출원가	462.9	468.8	474.4	488.8	501.1
매출총이익	138.8	144.9	161.1	172.3	163.5
매출총이익률 (%)	23.1	23.6	25.4	26.1	24.6
판매관리비	93.8	100.4	98.3	103.9	104.7
영업이익	44.9	44.4	62.8	68.3	58.8
증가율 (%)	180.8	(1.1)	41.4	8.8	(13.9)
영업이익률 (%)	7.5	7.2	9.9	10.3	8.8
영업외손익	(40.5)	(35.4)	(3.7)	3.3	24.3
금융손익	(39.3)	(33.4)	(4.0)	3.3	24.3
기타영업외손익	(1.5)	1.5	0.8	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.3	(3.4)	(0.4)	0.0	0.0
세전계속사업이익	4.4	9.1	59.1	71.6	83.1
법인세비용	0.1	(0.0)	9.9	9.5	5.2
계속사업이익	4.4	9.1	49.2	62.1	77.9
중단사업이익	(1.0)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.4	8.2	49.2	62.1	77.9
증가율 (%)	8.0	145.4	497.3	26.2	25.4
순이익률 (%)	0.6	1.3	7.7	9.4	11.7
(지배주주)당기순이익	3.6	8.5	49.5	62.5	78.3
(비지배주주)당기순이익	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.4)
총포괄이익	(3.0)	(1.9)	49.2	62.1	77.9
(지배주주)총포괄이익	(2.7)	(1.6)	48.8	61.6	77.3
(비지배주주)총포괄이익	(0.3)	(0.3)	0.4	0.5	0.7
EBITDA	97.2	95.9	113.1	117.7	107.4
증가율 (%)	40.2	(1.2)	17.8	4.1	(8.8)
EBITDA 이익률 (%)	16.1	15.6	17.8	17.8	16.2

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS (당기순이익, 원)	156	333	1,987	2,509	3,145
EPS (지배순이익, 원)	168	343	1,998	2,522	3,162
BPS (자본총계, 원)	14,058	13,993	15,980	18,489	21,634
BPS (지배지분, 원)	14,071	13,983	15,980	18,503	21,665
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	41.0	31.6	6.2	4.9	3.9
PER (지배순이익, 배)	38.0	30.6	6.2	4.9	3.9
PBR (자본총계, 배)	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6
PBR (지배지분, 배)	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	7.2	8.2	6.6	5.5	4.9
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	16.1	15.6	17.8	17.8	16.2
영업이익률 (%)	7.5	7.2	9.9	10.3	8.8
순이익률 (%)	0.6	1.3	7.7	9.4	11.7
ROA (%)	0.3	0.7	4.4	5.6	7.1
ROE (지배순이익, %)	1.1	2.4	13.3	14.6	15.7
ROIC (%)	4.9	4.9	5.9	7.2	6.7
안정성					
부채비율 (%)	228.6	221.8	181.7	142.8	100.3
순차입금비율 (%)	159.4	154.5	111.7	75.2	41.7
현금비율 (%)	0.4	1.0	10.3	15.9	24.3
이자보상배율 (배)	1.1	1.2	1.9	2.6	2.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0
재고자산회수기간 (일)	37.5	36.4	35.4	35.4	36.4
매출채권회수기간 (일)	134.1	134.2	133.3	133.2	137.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아세아시멘트 (183190)

매수 (유지)

현재주가 (5월 22일) **112,000 원**
 목표주가 **140,000 원 (하향)**
 상승여력 **25.0%**

황어연 박상연
 (02) 3772-3813 (02) 3772-1592
 eoyeon.hwang@shinhan.com

KOSPI	2,146.10p
KOSDAQ	713.54p
시가총액	369.1 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	3.3 백만주
유통주식수	1.3 백만주(38.6%)
52 주 최고/최저가	135,000 원/93,300 원
일평균 거래량 (60 일)	12,423 주
일평균 거래액 (60 일)	1,517 백만원
외국인 지분율	4.51%
주요주주	아세아 외 13 인 61.11%
	국민연금 9.99%
절대수익률	3 개월 -3.9%
	6 개월 19.5%
	12 개월 4.2%
KOSPI 대비	3 개월 -12.1%
상대수익률	6 개월 9.4%
	12 개월 -2.1%

주가차트



2분기부터 본격 성장 사이클 진입

시멘트 출하량 감소로 부진한 1분기 실적 기록

1분기 실적은 매출액 849억원(-1.6% YoY), 영업손실 21억원(적자전환 YoY)으로 전년 동기 대비 부진했다. 시멘트 출하량(-11.0% YoY) 감소와 유가(-50.7% YoY) 대비 하락 폭이 작았던 운반비(-5.2% YoY)가 수익성 악화의 원인이다. 레미콘과 몰탈 매출액은 각각 216억원(+11.8%), 53억원(+12.8%)으로 성장하며 견조한 모습을 보였다.

시멘트 가격은 2014년 7월 가격 인상분이 반영되어 전년 동기 대비 0.5% 상승했지만 출하량은 79만톤(-11.0% YoY)으로 큰 폭으로 감소했다. 출하량 감소의 원인은 역기지 효과와 남부권대비 저조했던 중부권 시멘트 출하로 파악된다.

2015년 매출액 4,406억원(+3.8% YoY), 영업이익 660억원(+20.3% YoY) 전망

2015년 매출액 4,406억원(+3.8% YoY), 영업이익 649억원(+20.3% YoY)을 전망한다. 시멘트 매출액은 3,054(+3.1% YoY)억원이 예상된다. 출하량은 441만톤(+2.3% YoY)으로 소폭 성장이 전망된다. 주택 호조세로 출하량 증가세는 유효하나 1분기 출하량 감소로 연간으로는 소폭 성장이 예상된다.

2015년 영업이익률은 15.0%(+2.1%p YoY)으로 개선이 기대된다. 원가(매출원가+판매비)의 12.3%를 차지하는 유연탄 가격 하락이 실적개선의 주요인이다. 2분기 부터 유연탄 가격 하락분이 본격 반영되어 유연탄 매입 단가는 전년대비 17.3% 하락이 예상된다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 140,000원으로 하향

목표주가는 2015년 실적 추정치 변경으로 140,000원으로 하향한다. 목표주가는 2015년 예상 EPS(주당순이익) 18,601원에 Target PER(목표 주가수익비율) 8배를 적용했다. Target PER은 2013년 10월 재상장 이후 평균 PER을 적용했다.

안정적인 재무구조와 EBITDA 성장으로 배당매력이 돋보인다. 2014년 배당 성향은 12.8%로 상장 시멘트사(평균 배당성향 3.4%) 중 가장 높다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EVEBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2013	116.9	16.7	12.8	10.9	13,278	N/A	177,159	6.3	12.0	0.5	1.5	(5.8)
2014	424.4	54.8	52.5	38.9	11,811	(11.1)	177,830	10.3	4.7	0.7	6.7	(11.1)
2015F	444.9	68.4	78.9	61.4	18,618	57.6	194,949	6.0	3.4	0.6	10.0	(11.8)
2016F	461.5	79.3	80.6	62.3	18,907	1.6	212,357	5.9	3.0	0.5	9.3	(11.3)
2017F	464.4	72.7	73.9	57.3	17,374	(8.1)	228,232	6.4	3.1	0.5	7.9	(11.9)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 당기순이익은 지배주주기준

아세아시멘트의 2015년 1분기 영업실적 요약

(십억원, %)	1Q15	4Q14	QoQ	1Q14	YoY	신한금융	차이
매출액	85	112	(24.0)	86	(1.6)	88	(3.6)
영업이익	(2)	15	적전	0	적전	7	적전
세전이익	8	10	(26.0)	0	1,763.2	7	6.3
순이익	6	7	(9.9)	0	14,313.9	5	17.8
영업이익률 (%)	(2.5)	13.1	-	0.4	-	7.7	-
세전이익률 (%)	8.9	9.1	-	0.5	-	8.1	-
순이익률 (%)	7.1	6.0	-	0.0	-	5.8	-

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아세아시멘트의 영업실적 전망 변경

(십억원, %)	변경 후		변경 전		변경률	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
매출액	445	462	452	476	(1.7)	(3.0)
영업이익	68	79	79	85	(13.7)	(6.6)
세전이익	79	81	81	87	(2.3)	(7.8)
순이익	59	60	57	62	3.1	(2.7)
EPS(원)	17,978	18,257	17,432	18,768		
영업이익률 (%)	15.4	17.2	17.5	17.9	-	-
세전이익률 (%)	17.7	17.5	17.8	18.4	-	-
순이익률 (%)	13.3	13.0	12.7	13.0	-	-

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아세아시멘트의 사업 부문별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, 원/톤, 천톤, %)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F	2017F
매출액 전체	86	122	104	112	85	130	107	123	424	445	462	464
시멘트	61	86	71	79	54	91	75	89	296	309	321	323
판매단가	68,141	67,527	69,575	69,690	68,475	68,540	69,916	70,098	68,704	69,300	69,964	70,599
출하량	888	1,274	1,021	1,127	790	1,333	1,068	1,265	4,310	4,457	4,590	4,574
레미콘	19	28	23	25	22	28	22	24	95	96	99	100
판매단가	59,806	61,213	61,936	62,000	61,435	62,438	61,936	62,000	61,293	61,825	62,417	62,984
출하량	323	461	365	398	351	451	362	394	1,547	1,558	1,591	1,587
물탈	5	6	6	6	5	8	6	7	23	26	28	28
판매단가	64,935	62,890	61,330	59,740	63,773	61,503	61,265	61,288	61,985	61,836	62,955	62,955
출하량	72	95	96	105	83	124	100	114	368	420	441	450
기타부문	2	2	4	1	2	2	2	2	11	14	14	14
영업이익	0.3	23.5	16.4	14.7	(2.1)	29.8	15.4	25.4	54.8	68.4	79.3	72.7
세전이익	0.4	25.2	16.7	10.2	7.5	30.0	15.6	25.7	52.5	78.9	80.6	73.9
순이익	0.0	19.2	12.6	6.7	6.1	22.2	11.5	19.5	38.6	59.3	60.2	55.3
매출액 증가율 (%) YoY	-	-	-	(4.5)	(1.6)	6.3	2.6	10.3	4.3	4.8	3.8	0.6
QoQ	-	41.9	(15.2)	7.5	(24.0)	53.4	(18.2)	15.6	-	-	-	-
영업이익 증가율 (%) YoY	-	-	-	-	적전	27.0	(6.1)	73.1	-	24.8	15.9	(8.4)
QoQ	-	7,515.8	(30.2)	(10.5)	적전	흑전	(48.4)	65.0	-	-	-	-
영업이익률 (%)	0.4	19.2	15.8	13.1	(2.5)	22.9	14.4	20.6	12.9	15.4	17.2	15.6
세전이익률 (%)	0.5	20.6	16.1	9.1	8.9	23.0	14.6	20.9	12.4	17.7	17.5	15.9
순이익률 (%)	0.0	15.7	12.1	6.0	7.1	17.0	10.8	15.9	9.1	13.3	13.0	11.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 아세아시멘트 2013년 10월 10일 아세아로부터 분할 결정

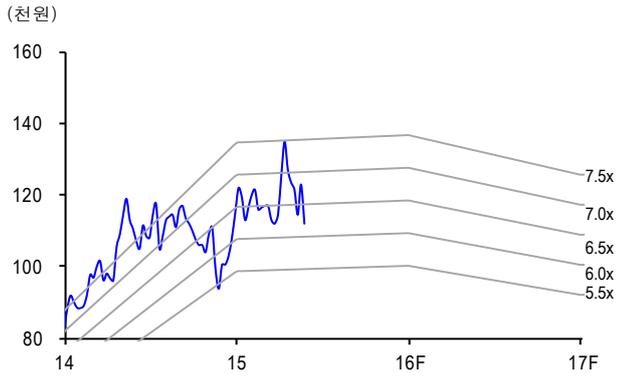
아세아시멘트의 연결 순이익 PER Valuation

(십억원, 원, 배)

2015년 순이익	59	
2015년 EPS	17,978	
Target PER	8	상장이후 아세아시멘트 평균 PER 적용
목표주가	140,000	

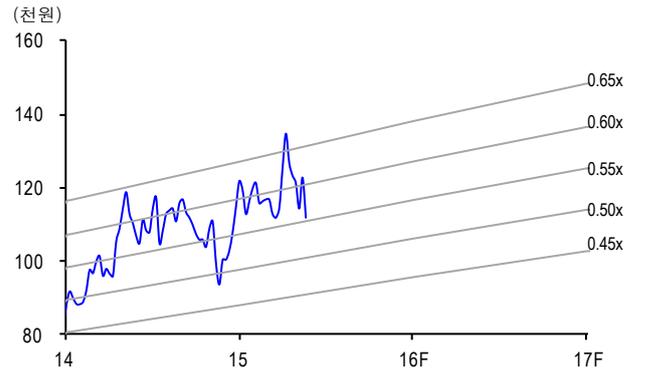
자료: 신한금융투자 추정

아세아시멘트의 12개월 선행 PER 추이 및 전망



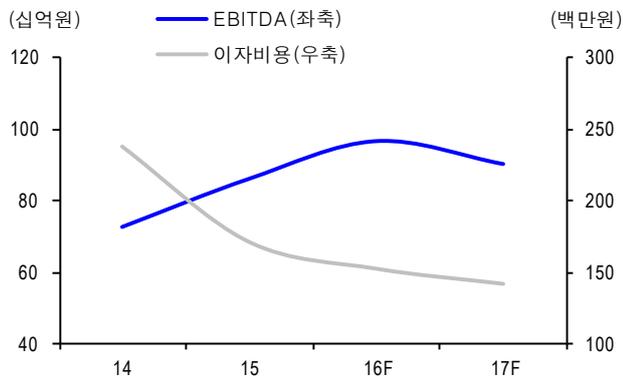
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

아세아시멘트의 12개월 선행 PBR 추이 및 전망



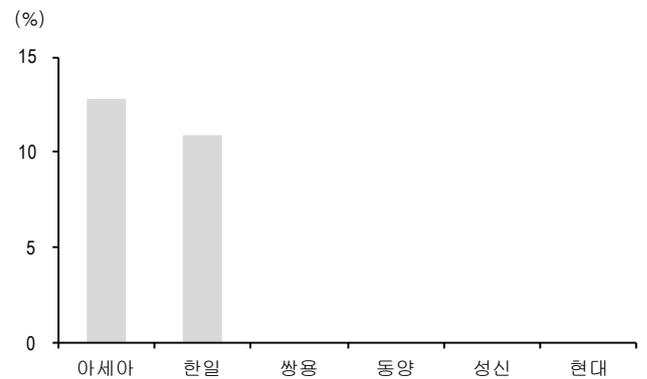
자료: Bloomberg, 회사 자료

아세아시멘트의 EBITDA, 이자비용 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

시멘트사 배당성향 비교



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
자산총계	783.1	794.7	865.8	927.9	976.7
유동자산	237.5	266.8	293.1	302.9	311.7
현금및현금성자산	43.8	51.9	56.2	56.0	65.3
매출채권	141.7	133.3	146.9	153.2	152.9
채고자산	35.0	38.5	42.5	44.3	44.2
비유동자산	545.5	528.0	572.7	625.0	664.9
유형자산	383.0	390.3	390.3	390.3	390.3
무형자산	38.4	44.1	44.1	44.1	44.1
투자자산	87.6	49.4	54.4	56.8	56.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	196.2	205.9	222.6	229.5	227.9
유동부채	89.8	97.5	106.0	109.9	109.7
단기차입금	18.8	12.5	12.5	12.5	12.5
매입채무	18.6	31.6	34.9	36.3	36.3
유동성장기부채	0.0	2.3	2.3	2.3	2.3
비유동부채	106.4	108.4	116.6	119.7	118.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	5.6	10.1	8.2	6.7	5.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	586.8	588.8	643.1	698.4	748.7
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	506.4	506.4	506.4	506.4	506.4
기타자본	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	50.4	22.0	22.0	22.0	22.0
이익잉여금	10.6	41.3	97.7	155.1	207.4
지배주주지분	583.9	586.1	642.5	699.9	752.2
비지배주주지분	2.9	2.7	0.6	(1.5)	(3.5)
*총차입금	24.4	24.9	23.0	21.5	20.3
*순차입금(순현금)	(34.1)	(65.5)	(75.6)	(78.7)	(89.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	16.3	59.4	77.5	77.9	73.0
당기순이익	11.0	38.6	59.3	60.2	55.3
유형자산상각비	3.7	17.0	17.7	17.4	17.6
무형자산상각비	0.2	0.7	0.1	0.1	0.1
외화환산손실(이익)	(0.2)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	2.5	(0.6)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(4.4)	(8.9)	0.5	0.2	(0.0)
(법인세납부)	(0.1)	(10.0)	(19.6)	(20.4)	(18.7)
기타	3.6	23.1	19.5	20.4	18.7
투자활동으로인한현금흐름	(9.1)	(48.1)	(66.5)	(71.6)	(57.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(6.6)	(26.3)	(17.7)	(17.4)	(17.6)
유형자산의감소	0.2	1.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.0)	(2.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
투자자산의감소(증가)	0.1	(0.1)	(5.1)	(2.3)	0.1
기타	(2.8)	(20.8)	(43.6)	(51.8)	(39.9)
FCF	136.4	46.2	41.9	55.0	54.6
재무활동으로인한현금흐름	(2.8)	(3.2)	(6.8)	(6.5)	(6.2)
차입금의증가(감소)	(2.7)	1.0	(1.9)	(1.5)	(1.2)
자기주식의처분(취득)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(4.2)	(4.9)	(4.9)	(4.9)
기타	(0.2)	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)
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)	4.3	8.1	4.2	(0.2)	9.3
기초현금	39.5	43.8	51.9	56.1	55.9
기말현금	43.8	51.9	56.1	55.9	65.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	116.9	424.4	444.9	461.5	464.4
증가율 (%)	(88.7)	262.9	4.8	3.7	0.6
매출원가	85.3	314.9	319.9	324.6	333.6
매출총이익	31.6	109.5	125.0	136.9	130.9
매출총이익률 (%)	27.1	25.8	28.1	29.7	28.2
판매관리비	14.9	54.6	56.5	57.6	58.2
영업이익	16.7	54.8	68.4	79.3	72.7
증가율 (%)	(80.6)	228.3	24.8	15.9	(8.4)
영업이익률 (%)	14.3	12.9	15.4	17.2	15.6
영업외손익	(3.9)	(2.3)	10.5	1.2	1.3
금융손익	0.3	1.3	9.0	1.2	1.3
기타영업외손익	(4.2)	(3.6)	1.4	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	12.8	52.5	78.9	80.6	73.9
법인세비용	1.9	13.9	19.6	20.4	18.7
계속사업이익	11.0	38.6	59.3	60.2	55.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	11.0	38.6	59.3	60.2	55.3
증가율 (%)	(84.5)	251.8	53.5	1.6	(8.1)
순이익률 (%)	9.4	9.1	13.3	13.0	11.9
(지배주주)당기순이익	10.9	38.9	61.4	62.3	57.3
(비지배주주)당기순이익	0.1	(0.3)	(2.1)	(2.1)	(2.0)
총포괄이익	15.5	6.2	59.3	60.2	55.3
(지배주주)총포괄이익	15.5	6.3	59.0	59.9	55.1
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	(0.1)	0.3	0.3	0.2
EBITDA	20.6	72.6	86.2	96.8	90.4
증가율 (%)	(85.8)	253.2	18.7	12.3	(6.7)
EBITDA 이익률 (%)	17.6	17.1	19.4	21.0	19.5

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS (당기순이익, 원)	13,355	11,714	17,978	18,257	16,777
EPS (지배순이익, 원)	13,278	11,811	18,618	18,907	17,374
BPS (자본총계, 원)	178,051	178,661	195,140	211,898	227,175
BPS (지배지분, 원)	177,159	177,830	194,949	212,357	228,232
DPS (원)	1,250	1,500	1,500	1,500	1,500
PER (당기순이익, 배)	6.3	10.4	6.2	6.1	6.7
PER (지배순이익, 배)	6.3	10.3	6.0	5.9	6.4
PBR (자본총계, 배)	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5
PBR (지배지분, 배)	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA (배)	12.0	4.7	3.4	3.0	3.1
배당성향 (%)	37.7	12.7	8.1	7.9	8.6
배당수익률 (%)	1.5	1.2	1.3	1.3	1.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	17.6	17.1	19.4	21.0	19.5
영업이익률 (%)	14.3	12.9	15.4	17.2	15.6
순이익률 (%)	9.4	9.1	13.3	13.0	11.9
ROA (%)	0.9	4.9	7.1	6.7	5.8
ROE (지배순이익, %)	1.5	6.7	10.0	9.3	7.9
ROIC (%)	(4.3)	5.5	10.1	11.2	10.0
안정성					
부채비율 (%)	33.4	35.0	34.6	32.9	30.4
순차입금비율 (%)	(5.8)	(11.1)	(11.8)	(11.3)	(11.9)
현금비율 (%)	48.8	53.2	53.0	50.9	59.5
이자보상배율 (배)	248.5	230.2	398.6	518.3	509.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	0.7	4.2	4.5	4.4	4.3
재고자산회수기간 (일)	227.6	31.6	33.2	34.3	34.8
매출채권회수기간 (일)	582.1	118.3	115.0	118.7	120.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한일시멘트 (003300)

매수 (유지)

현재주가 (5월 22일) **141,000 원**
 목표주가 **170,000 원 (하향)**
 상승여력 **20.6%**

황어연 박상연
 (02) 3772-3813 (02) 3772-1592
 eoyeon.hwang@shin sympark03@shinhan

KOSPI	2,146.10p
KOSDAQ	713.54p
시가총액	1,063.9십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	7.5 백만주
유동주식수	3.7 백만주(48.6%)
52 주 최고가/최저가	188,000 원/112,000 원
일평균 거래량 (60 일)	18,594 주
일평균 거래액 (60 일)	3,034 백만원
외국인 지분율	12.73%
주요주주	허정섭 외 25 인 43.33%

절대수익률	3개월	-16.8%
	6개월	9.7%
	12개월	16.5%
KOSPI 대비	3개월	-24.0%
상대수익률	6개월	0.5%
	12개월	9.4%

주가차트



주택 분양호조세로 몰탈 2Q부터 본격 성장

시멘트, 몰탈 출하량 감소로 저조한 1분기 실적 시현

1분기 실적은 매출액 2,714억원(-1.1% YoY), 영업이익 163억원(-8.6% YoY)으로 부진했다. 시멘트, 몰탈 출하량이 각각 전년 동기 대비 10.0%, 12.5% 감소한 것이 원인이다. 시멘트 출하량은 역기저 효과와 저조한 중부권 출하로 감소했다.

몰탈은 매출액 516억원(-14.1% YoY), 영업이익 398억원(-38.3% YoY)의 부진한 실적을 기록했다. 한일과 아세아가 양분하는(점유 비율 9:1) 몰탈 시장에 삼표산업이 진출해 출하량이 81만톤(-12.5%)으로 감소했다.

2015년 매출액 1.4조원(+7.7% YoY), 영업이익 1,470억원(+15.6% YoY) 전망

2015년 매출액 1.4조원(+7.7% YoY), 영업이익 1,470억원(+15.6% YoY) 을 전망한다. 2분기 부터는 시멘트, 몰탈 출하량 증가로 본격적인 매출 성장이 기대된다. 매출 비중의 30.2%를 차지하는 시멘트 부문은 2015년 전년대비 3.3%의 출하량 증가와 12.5%의 유연탄 매입단가 하락으로 매출과 이익 모두 개선이 예상된다.

2015년 몰탈은 매출액 3,365억원(+16.7% YoY) 영업이익률 8.1%(-2.2% YoY)을 전망한다. 삼표산업과의 가격경쟁으로 수익성은 하락이 예상되나 매출 성장세는 유효하다. 몰탈 출하량과 0.89(2010~14년)의 상관관계를 갖는 분양물량(2015년 +26.0% YoY) 호조세로 몰탈 출하량은 539만톤(+15.8% YoY)으로 증가가 예상된다. 삼표산업의 시장 진입에도 고성장세는 유효하다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 170,000원으로 하향

목표주가는 2015년 실적 추정치 변경으로 170,000원으로 하향한다. 목표주가는 2015년 예상 EPS(주당순이익) 14,379원에 Target PER(목표 주가수익비율) 12배를 적용했다. Target PER은 3년 평균 PER 적용했다.

2분기 부터는 아파트 분양 호조로 몰탈 출하량이 본격적으로 증가할 전망이다. 삼표의 몰탈 시장 진입에도 출하량 증가 폭이 더 커서 몰탈부문 고성장세는 유효하다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EVEBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2013	1,267.6	139.5	110.6	80.0	10,600	흑전	169,797	8.0	5.2	0.5	6.4	20.4
2014	1,321.3	127.1	117.8	91.5	12,124	14.4	183,723	12.0	7.3	0.8	6.9	9.0
2015F	1,423.2	147.0	142.8	104.3	13,822	14.0	196,166	10.2	6.0	0.7	7.3	3.5
2016F	1,516.1	145.1	144.4	105.7	14,006	1.3	208,793	10.1	5.6	0.7	6.9	(1.6)
2017F	1,539.8	144.9	148.0	108.6	14,399	2.8	221,813	9.8	5.1	0.6	6.7	(7.2)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 /주: 당기순이익은 지배주주기준

한일시멘트의 2015년 1분기 영업실적 요약

(십억원, %)	1Q15	4Q14	QoQ	1Q14	YoY	신한금융	차이
매출액	271	346	(21.5)	275	(1.1)	281	(3.4)
영업이익	16	31	(47.2)	18	(8.6)	30	(46.0)
세전이익	18	25	(27.0)	17	8.5	29	(38.3)
순이익	14	19	(29.0)	12	10.8	22	(39.3)
영업이익률 (%)	6.0	8.9	-	6.5	-	10.8	-
세전이익률 (%)	6.7	7.2	-	6.1	-	10.4	-
순이익률 (%)	5.0	5.5	-	4.5	-	7.9	-

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한일시멘트의 영업실적 전망 변경

(십억원, %)	변경 후		변경 전		변경률	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
매출액	1,423	1,516	1,404	1,459	1.4	3.9
영업이익	147	145	163	154	(9.6)	(5.9)
세전이익	143	144	159	154	(10.0)	(6.3)
순이익	108	110	120	117	(10.0)	(6.3)
EPS(원)	14,379	14,571	15,968	15,554	-	-
영업이익률 (%)	10.3	9.6	11.6	10.6	-	-
세전이익률 (%)	10.0	9.5	11.3	10.6	-	-
순이익률 (%)	7.6	7.3	8.6	8.0	-	-

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한일시멘트의 사업 부문별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, 원톤, 천톤, %)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F	2017F
매출액 전체	275	370	331	346	271	408	357	402	1,321	1,423	1,516	1,540
시멘트	91	126	106	107	84	133	115	117	431	450	477	478
판매단가	67,982	67,547	69,539	67,860	69,333	68,560	70,921	68,437	68,198	69,260	69,924	70,578
출하량	1,346	1,868	1,524	1,584	1,212	1,945	1,618	1,716	6,322	6,490	6,820	6,778
레미콘	75	103	86	104	81	117	95	107	367	400	435	435
판매단가	62,856	63,151	63,486	55,420	62,382	64,414	63,486	63,303	60,772	63,478	64,091	64,686
출하량	1,194	1,624	1,350	1,871	1,298	1,820	1,492	1,693	6,038	6,304	6,784	6,724
몰탈	60	81	73	74	52	94	90	101	288	336	360	368
판매단가	64,935	62,942	61,221	59,529	63,773	61,503	61,265	63,797	61,985	62,455	63,701	63,701
출하량	925	1,293	1,190	1,244	809	1,526	1,465	1,587	4,651	5,388	5,652	5,772
기타부문	60	71	76	79	67	81	75	93	287	300	316	332
영업이익 전체	18	46	32	31	16	54	40	52	127	147	145	145
시멘트	8	23	13	15	7	30	21	18	60	75	74	64
레미콘	2	7	3	4	4	11	6	6	16	29	41	38
몰탈	6	11	7	5	4	9	11	15	30	27	30	31
세전이익	16.7	44.7	31.6	24.8	18.1	52.4	39.2	35.8	117.8	142.8	144.4	148.0
순이익	12.2	39.4	24.4	19.1	13.5	40.1	30.0	27.7	95.2	108.5	109.9	113.0
매출액 증가율 (%) YoY	10.1	3.8	7.0	(1.9)	(1.1)	10.4	8.1	16.1	4.2	7.7	6.5	1.6
QoQ	(22.2)	34.8	(10.6)	4.6	(21.5)	50.5	(12.5)	12.4	-	-	-	-
영업이익 증가율 (%) YoY	14.4	(10.8)	(6.5)	(18.1)	(8.6)	16.0	25.1	67.6	(8.9)	15.6	(1.3)	(0.1)
QoQ	(52.7)	158.1	(30.4)	(3.6)	(47.2)	227.7	(24.9)	29.1	-	-	-	-
영업이익률 (%)	6.5	12.5	9.7	8.9	6.0	13.1	11.2	12.9	9.6	10.3	9.6	9.4
세전이익률 (%)	6.1	12.1	9.6	7.2	6.7	12.8	11.0	8.9	8.9	10.0	9.5	9.6
순이익률 (%)	4.5	10.7	7.4	5.5	5.0	9.8	8.4	6.9	7.2	7.6	7.3	7.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한일시멘트의 연결 순이익 PER Valuation

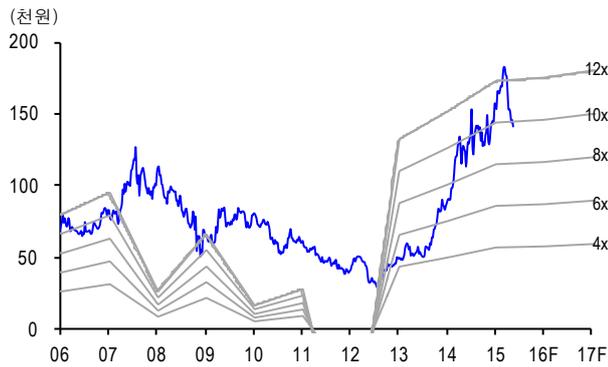
(십억원, 원, 배)

2015년 순이익	108	
2015년 EPS	14,379	
Target PER	12	3년 평균 PER 적용
목표주가	170,000	

자료: QuantiWise, 신한금융투자.

주: 시멘트 본격 회복기에 진입한 2011년 이후 3년간 평균 PER 사용, 2012년은 한일건설 손상처리로 인한 순이익 적자 기록으로 평균 PER 산정에서 제외

한일시멘트의 12개월 선행 PER 추이 및 전망



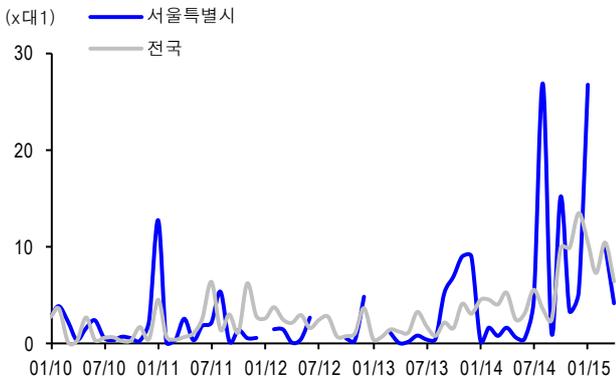
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

한일시멘트의 12개월 선행 PBR 추이 및 전망



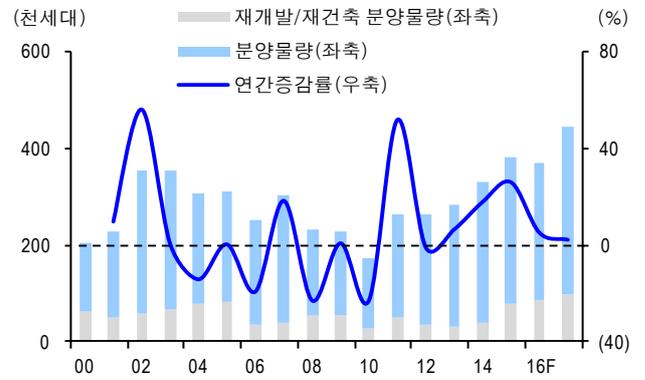
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

월간 아파트 청약 경쟁률 추이 - 1순위



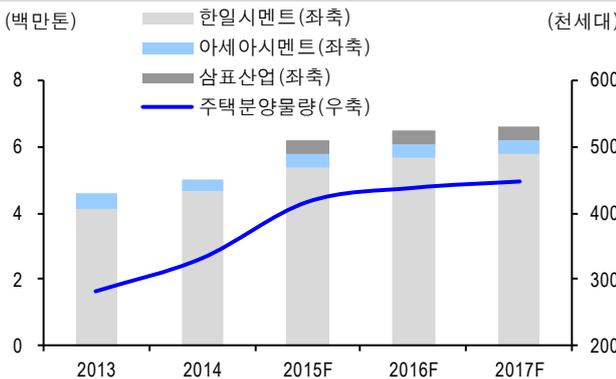
자료: 금융결제원, 부동산114, 신한금융투자

아파트 분양 물량 추이 및 전망



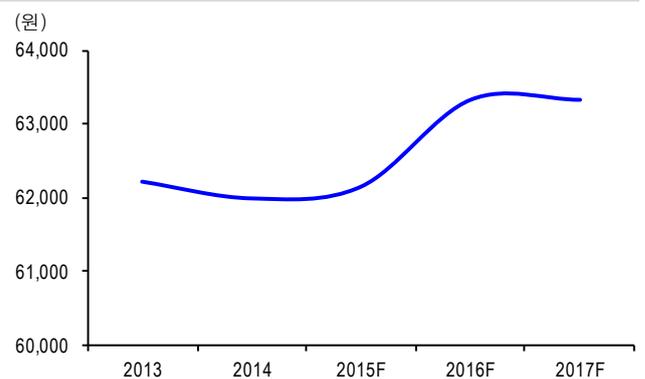
자료: 부동산114, 신한금융투자 추정

국내 몰탈 출하량 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

몰탈 가격 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
자산총계	2,143.4	2,122.4	2,163.9	2,202.5	2,219.5
유동자산	650.8	609.0	633.8	657.0	670.1
현금및현금성자산	196.8	187.0	179.2	172.8	178.3
매출채권	301.5	297.9	320.9	341.9	347.2
재고자산	91.9	104.8	112.9	120.2	122.1
비유동자산	1,492.7	1,513.4	1,530.2	1,545.5	1,549.4
유형자산	1,079.9	1,075.1	1,075.1	1,075.1	1,075.1
무형자산	45.5	41.7	41.7	41.7	41.7
투자자산	184.2	218.0	234.8	250.1	254.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	814.8	682.0	625.5	564.6	479.0
유동부채	387.1	377.4	396.4	413.8	418.2
단기차입금	30.0	14.7	14.7	14.7	14.7
매입채무	98.7	130.5	140.5	149.7	152.1
유동성장기부채	145.3	115.9	115.9	115.9	115.9
비유동부채	427.7	304.6	229.1	150.8	60.8
사채	118.9	39.9	39.9	39.9	39.9
장기차입금(장기금융부채 포함)	217.7	154.8	70.8	(15.2)	(107.2)
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,328.7	1,440.3	1,538.4	1,638.0	1,740.6
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
기타자본	(36.8)	(39.0)	(39.0)	(39.0)	(39.0)
기타포괄이익누계액	26.1	57.2	57.2	57.2	57.2
이익잉여금	1,224.9	1,301.1	1,395.0	1,490.3	1,588.5
지배주주지분	1,281.2	1,386.2	1,480.1	1,575.5	1,673.7
비지배주주지분	47.5	54.1	58.3	62.5	66.9
*총차입금	512.0	325.4	241.4	155.4	63.4
*순차입금(순현금)	270.6	130.0	53.1	(27.0)	(124.7)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	165.9	177.3	151.1	155.1	161.9
당기순이익	83.1	95.2	108.5	109.9	113.0
유형자산상각비	44.7	46.4	48.4	50.5	51.2
무형자산상각비	1.2	1.7	2.0	2.0	2.1
외화환산손실(이익)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(1.9)	(0.3)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(1.9)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
운전자본변동	4.8	30.4	(4.2)	(3.8)	(0.8)
(법인세납부)	(19.7)	(31.1)	(34.3)	(34.5)	(35.0)
기타	55.6	35.3	34.1	34.4	34.8
투자활동으로인한현금흐름	(41.5)	11.6	(67.4)	(68.1)	(56.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(37.7)	(56.5)	(48.4)	(50.5)	(51.2)
유형자산의감소	14.3	17.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(3.3)	(3.0)	(2.0)	(2.0)	(2.1)
투자자산의감소(증가)	13.7	13.4	(16.4)	(14.9)	(3.5)
기타	(28.5)	40.7	(0.6)	(0.7)	(0.1)
FCF	136.4	125.0	100.8	100.8	102.8
재무활동으로인한현금흐름	(71.7)	(197.8)	(94.4)	(96.4)	(104.8)
차입금의증가(감소)	(56.4)	(185.6)	(84.0)	(86.0)	(92.0)
자기주식의처분(취득)	7.8	2.2	0.0	0.0	0.0
배당금	(7.7)	(10.5)	(10.4)	(10.4)	(10.4)
기타	(15.4)	(3.9)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	2.9	2.9	2.9
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(1.3)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	51.3	(9.8)	(7.7)	(6.4)	5.5
기초현금	145.5	196.8	187.0	179.2	172.8
기말현금	196.8	187.0	179.2	172.8	178.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,267.6	1,321.3	1,423.2	1,516.1	1,539.8
증가율 (%)	11.9	4.2	7.7	6.5	1.6
매출원가	989.2	1,044.0	1,110.6	1,195.5	1,217.0
매출총이익	278.4	277.3	312.5	320.6	322.8
매출총이익률 (%)	22.0	21.0	22.0	21.1	21.0
판매관리비	138.9	150.2	165.5	175.5	177.9
영업이익	139.5	127.1	147.0	145.1	144.9
증가율 (%)	83.8	(8.9)	15.6	(1.3)	(0.1)
영업이익률 (%)	11.0	9.6	10.3	9.6	9.4
영업외손익	(28.9)	(9.3)	(4.2)	(0.7)	3.1
금융손익	(18.6)	(12.3)	(7.2)	(3.8)	0.0
기타영업외손익	(10.5)	2.8	2.8	2.8	2.8
종속 및 관계기업관련손익	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
세전계속사업이익	110.6	117.8	142.8	144.4	148.0
법인세비용	27.6	22.6	34.3	34.5	35.0
계속사업이익	83.1	95.2	108.5	109.9	113.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	83.1	95.2	108.5	109.9	113.0
증가율 (%)	N/A	14.6	14.0	1.3	2.8
순이익률 (%)	6.6	7.2	7.6	7.3	7.3
(지배주주)당기순이익	80.0	91.5	104.3	105.7	108.6
(비지배주주)당기순이익	3.1	3.7	4.2	4.3	4.4
총포괄이익	78.2	122.4	108.5	109.9	113.0
(지배주주)총포괄이익	76.1	117.0	103.7	105.1	108.1
(비지배주주)총포괄이익	2.0	5.4	4.8	4.8	5.0
EBITDA	185.4	175.1	197.3	197.7	198.2
증가율 (%)	56.0	(5.5)	12.7	0.2	0.3
EBITDA 이익률 (%)	14.6	13.3	13.9	13.0	12.9

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

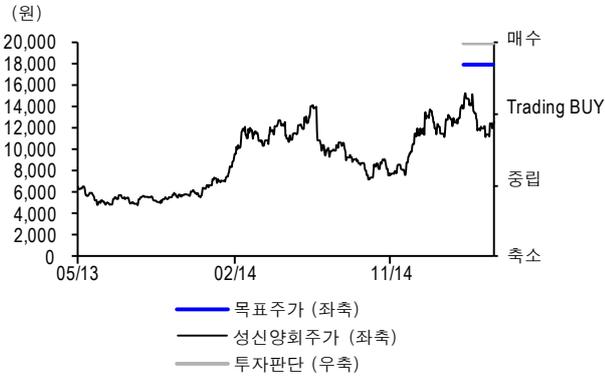
주요 투자지표

12월 결산	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS (당기순이익, 원)	11,007	12,613	14,379	14,571	14,980
EPS (지배순이익, 원)	10,600	12,124	13,822	14,006	14,399
BPS (자본총계, 원)	176,094	190,890	203,891	217,083	230,683
BPS (지배지분, 원)	169,797	183,723	196,166	208,793	221,813
DPS (원)	1,400	1,500	1,500	1,500	1,500
PER (당기순이익, 배)	7.7	11.5	9.8	9.7	9.4
PER (지배순이익, 배)	8.0	12.0	10.2	10.1	9.8
PBR (자본총계, 배)	0.5	0.8	0.7	0.6	0.6
PBR (지배지분, 배)	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	5.2	7.3	6.0	5.6	5.1
배당성향 (%)	12.2	11.4	10.0	9.8	9.6
배당수익률 (%)	1.6	1.0	1.1	1.1	1.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	14.6	13.3	13.9	13.0	12.9
영업이익률 (%)	11.0	9.6	10.3	9.6	9.4
순이익률 (%)	6.6	7.2	7.6	7.3	7.3
ROA (%)	3.9	4.5	5.1	5.0	5.1
ROE (지배순이익, %)	6.4	6.9	7.3	6.9	6.7
ROIC (%)	7.5	8.4	9.0	8.8	8.5
안정성					
부채비율 (%)	61.3	47.4	40.7	34.5	27.5
순차입금비율 (%)	20.4	9.0	3.5	(1.6)	(7.2)
현금비율 (%)	50.8	49.5	45.2	41.8	42.6
이자보상배율 (배)	5.4	7.1	12.1	17.1	31.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	6.1	7.2	8.2	8.2	8.0
재고자산회수기간 (일)	27.3	27.2	27.9	28.1	28.7
매출채권회수기간 (일)	86.0	82.8	79.4	79.8	81.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

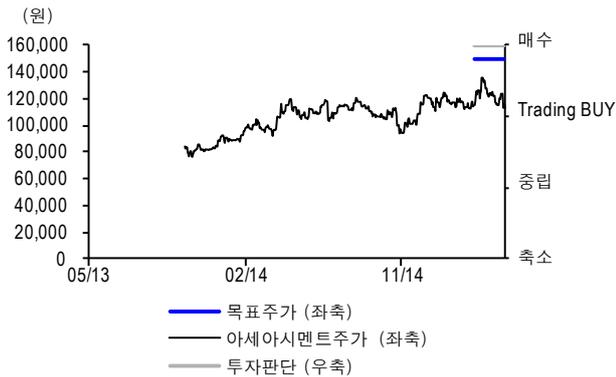
투자의견 및 목표주가 추이

성신양회 (004980)



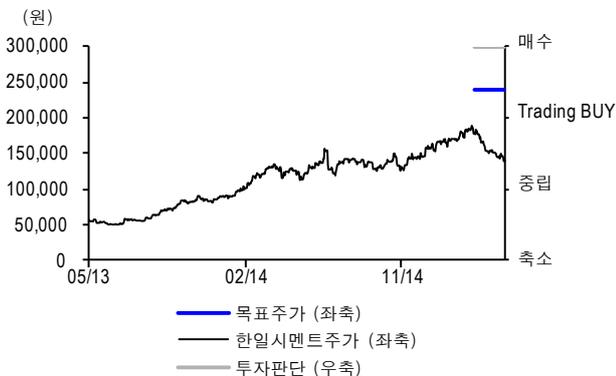
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015.03.31	매수	18,000

아세아시멘트 (183190)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015.03.31	매수	150,000

한일시멘트 (003300)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015.03.31	매수	240,000

고객지원센터 : 1588-0365
서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com

