창해에탄올(004650)

Not rated

비정상의 정상화

국내 주정시장 1위 사업자

창해에탄올은 2017년에 전라주정을 흡수합병하여 소주의 주원료인 주정시장에서 1위 업체(MS 19.9%)로 등극했다. 현재 우리나라 주정 제조는 9개사에 의해 과점체제를 이루고 있다. 주정 제조는 국세청 면허제로 운영되어 진입장벽이 높고 업체별로 생산한 주정을 대한주정판매(주)에 일괄적으로 납품하는 체제이기 때문에 매출 안정성이 높고 시장 점유율의 변동이 극히 제한적이다.

자회사 실적 정상화에 따른 합병 시너지 효과 부각 가능성

상반기 별도기준 매출과 영업이익, 순이익은 전년대비 각각 7.4%, 58.7%, 42.8% 증가했고 매출총이익률과 영업이익률은 각각 6.4%p, 7.8%p 상승했다. 일회성 비용(위로금, 퇴직금, 위생 관련 시설투자비 등) 이슈가 마무리되고 기저효과와 합병 시너지 효과를 바탕으로 올해부터 별도기준 실적이 가시적으로 개선되고 있음에도 불구하고 주가는 부진했다. 타업종 대비 변동성이 적고 주정업계 시장점유율 1위를 차지했음에도 창해에탄올은 자회사 보해양조(31.0% 보유)의 실적 악화에 따른 불확실성이 컸기 때문이다. 다만, 하반기부터는 그동안 주가의 발목을 잡아온 자회사 실적이 흑자로 개선될 것으로 예상되어 실적 노이즈가 해소될 것으로 전망한다.

실적 개선에 따른 밸류에이션 정상화 기대

하반기 별도 실적은 매출 480억원, 영업이익 77억원을 예상한다. 발효주정의 원료인 타피오카의 가격이 다소 상승했으나 작년 계약물을 사용한다고 가정했고 정제주정의 원료인 조주정 가격의 상승, 매년 하반기에 수입산 원료보다 비싼 국산 원료의 비중이 높은 점을 반영했다. 하반기 연결 매출과 영업이익은 각각 910억원과 90억원을 예상한다. 자회사의 점유율 회복에 다소 시간이 소요될 것이기 때문에 하반기 연결 매출은 상반기와 유사할 전망이다. 전라주정 합병 시너지가 지속되는 가운데, 보해양조는 철저한 비용통제가 이뤄지고 추가적인 우발채무가 발생하지 않을 것으로 예상되어 흑자전환을 예상한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2013A	136	9	25	5,015	NM	16	0.0	8.5	0.0	40.2	NM
2014A	235	22	9	1,640	(67.3)	34	10.4	6.7	1.2	10.8	2.9
2015A	227	22	12	1,492	(9.0)	35	16.2	8.3	1.6	11.0	2.1
2016A	213	8	2	204	(86.3)	22	95.6	16.8	1.5	1.5	2.6
2017A	217	12	5	601	194.6	28	29.0	12.8	1.4	4.6	3.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

Value	Growth	Turn around	Issue

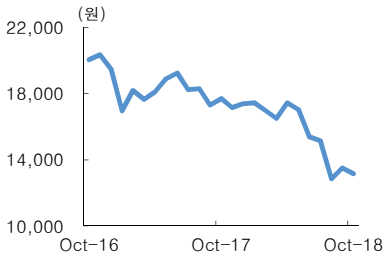
Stock Data

KOSPI(10/10)	2,228
주가(10/10)	12,800
시가총액(십억원)	118
발행주식수(백만)	9
52주 최고/최저가(원)	18,150/11,950
일평균거래대금(6개월, 백만원)	381
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.8/2.4
주요주주(%) 임성우 외 6 인	26.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.3	(22.4)	(24.0)
KOSDAQ 대비(%p)	8.6	(10.8)	(41.5)

주가추이



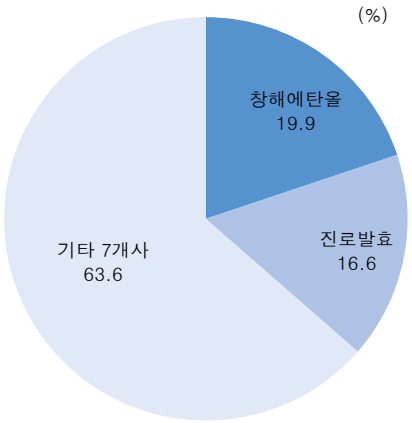
자료: WISEfn

윤철환
chyoon@truefriend.com

하반기는 별도 실적에 집중할 때

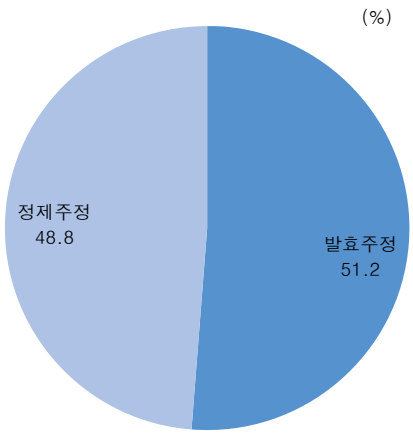
창해에탄올은 안정적인 본업을 바탕으로 창출되는 현금을 전라주정 합병으로 인해 늘어난 장기차입금을 상환하는데 지속적으로 사용할 계획이다. 매년 100억원 가량 차입금을 상환한 뒤, 잔여 지배순이익 대부분을 배당금 지급과 자사주 매입에 사용할 예정이다. 꾸준한 자사주 매입은 기업 스스로 밸류에이션 매력을 증명하고 싶다는 징표이다. 현재 창해에탄올은 자회사 실적 부진에 따라 경쟁사 대비 시가총액이 절반 수준에 머물러 있다. 보해양조의 실적 정상화(흑자전환)에 따라 하반기부터는 별도 실적에 집중할 때이다.

[그림 1] 국내 주정시장 점유율(2017)



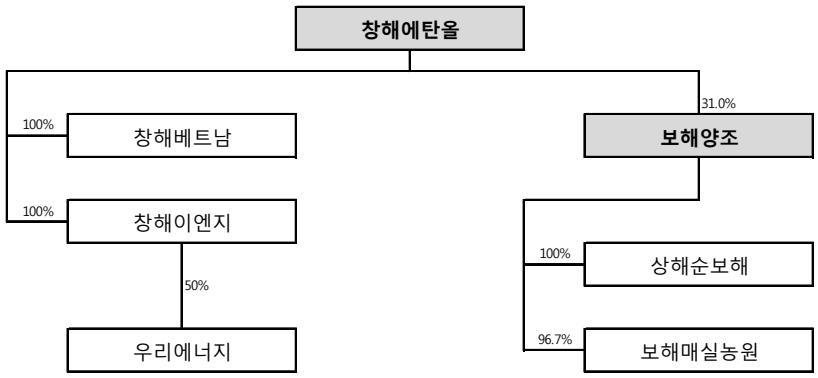
자료: 창해에탄올, 한국투자증권

[그림 2] 별도기준 매출액 비중(1H18)



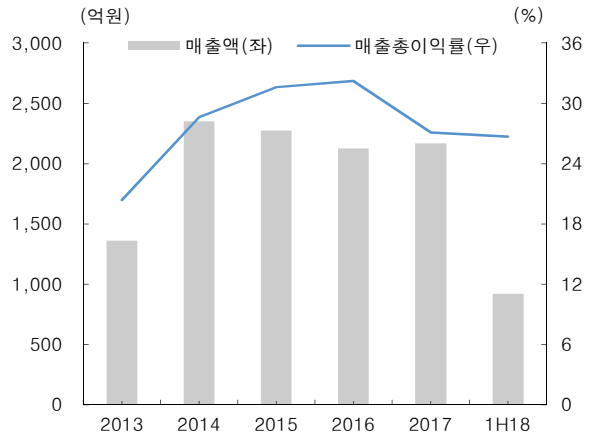
자료: 창해에탄올, 한국투자증권

[그림 3] 지배구조(2018)



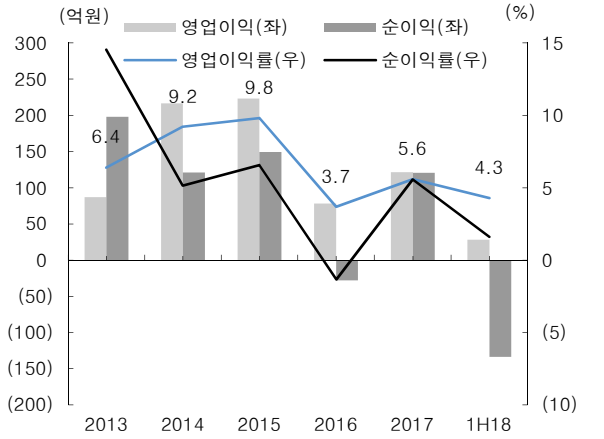
주: 음영처리 기업은 상장사
자료: 창해에탄올, 한국투자증권

[그림 4] 연결기준 매출액 추이



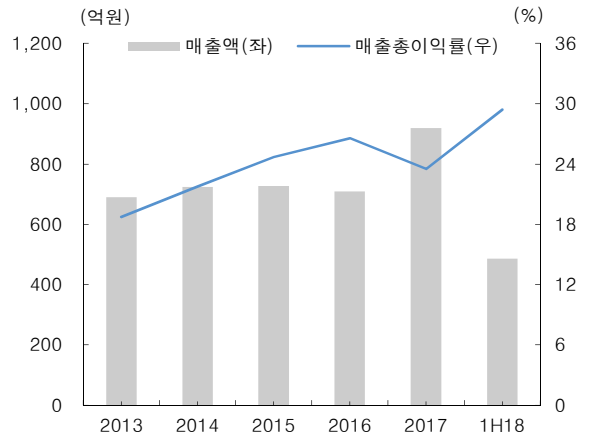
자료: 창해에탄올, 한국투자증권

[그림 5] 연결기준 영업이익, 순이익 추이



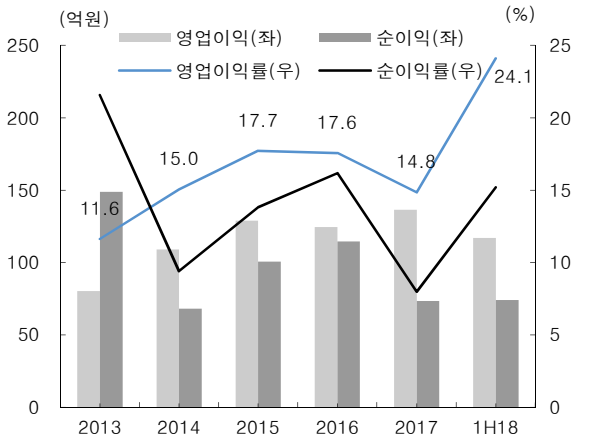
자료: 창해에탄올, 한국투자증권

[그림 6] 별도기준 매출액 추이



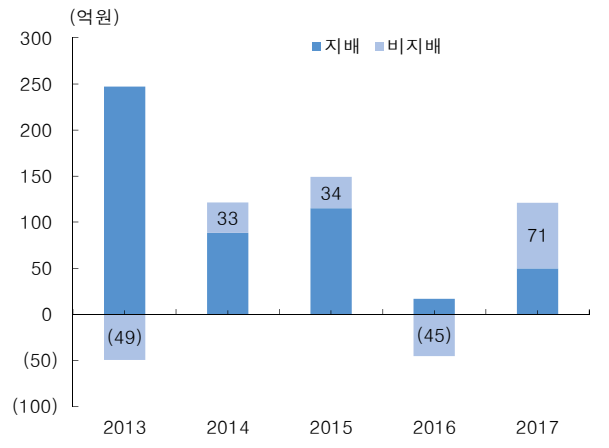
자료: 창해에탄올, 한국투자증권

[그림 7] 별도기준 영업이익, 순이익 추이



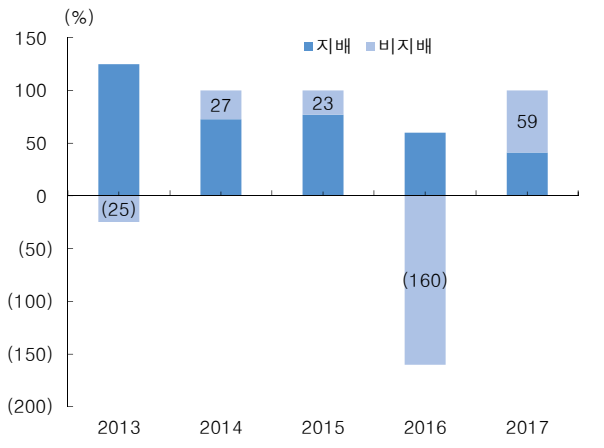
자료: 창해에탄올, 한국투자증권

[그림 8] 지배/비지배 당기순이익 추이



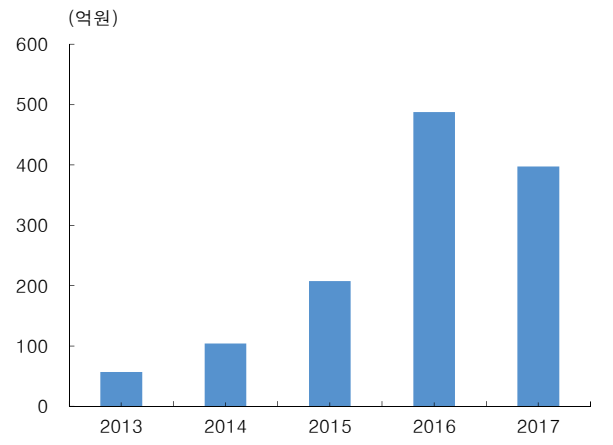
자료: 창해에탄올, 한국투자증권

[그림 9] 지배/비지배 당기순이익 기여도



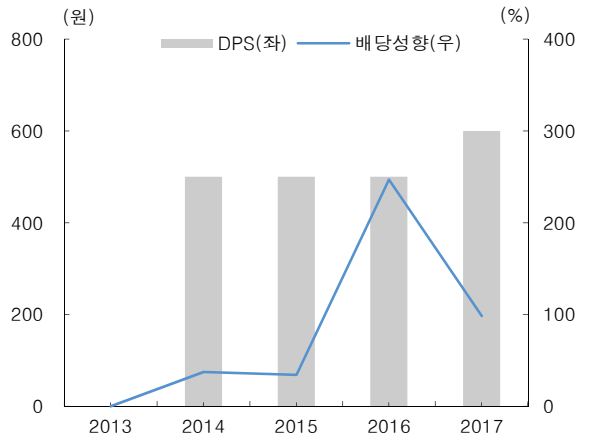
자료: 창해에탄올, 한국투자증권

[그림 10] 장기차입금 추이



자료: 창해에탄올, 한국투자증권

[그림 11] 배당 관련 지표



자료: 창해에탄올, 한국투자증권

〈표 1〉 자사주 취득 일정

(단위: 만주, 억원)

공시일	시작일	종료일	취득 주식수	취득 금액	누적 자기주식수
2018-08-17	2018-08-20	2018-11-12	15.0(예정)	17.9(예정)	50(예정)
2018-01-18	2018-01-19	2018-04-13	12.0	19.5	35.0
2017-10-27	2017-10-30	2017-12-26	11.0	18.5	23.0
2016-05-04	2016-05-09	2016-06-09	12.0	25.4	12.0

자료: DART, 한국투자증권

〈표 2〉 주요 연혁

연도	주요 연혁
1966 년	보해산업(주) 설립
2004 년	(주)창해에탄올로 사명 변경
2005 년	창해연구소 설립
2011 년	보해양조 인수
2012 년	창해베트남 자회사 편입
2014 년	바이오화학 소재 클러스터 구축 투자협약 체결
	코스닥 상장
2015 년	바이오콤비나트(통합형 바이오생산공정) 플랜트 구축 기공
2016 년	하이트진로에탄올(주)(전라주정) 인수
2017 년	(주)전라주정 흡수합병 완료
	HACCP(식품안전관리인증기준) 인증 획득

자료: 창해에탄올, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

창해에탄올은 1966년 보해산업으로 설립되어 2012년 코스닥에 상장한 주정업체. 소주의 주원료로 사용되는 발효주정과 정제주정 제조를 주요사업으로 영위 중. 2017년 2월 전라주정을 흡수합병하여 국내 주정시장 1위 사업자로 등극(MS 19.9%). 잎새주, 복분자주, 부라더소주 등을 생산하는 보해양조의 최대주주(31.0% 보유)이며 창해베트남(타피오카 수매 및 판매), 창해이엔지(에탄올플랜트사업), 우리에너지(열 공급) 등의 자회사를 보유.

- 발효주정: 고구마, 타피오카 등의 전분이나 당분이 함유된 물료를 발효시켜 알콜분 95도 이상으로 정제한 주정
- 정제주정: 조주정을 정제하여 알코올분 95도 이상으로 증류한 주정
- 조주정: 해외에서 전분이나 당분이 함유된 원료를 발효시켜 알코올분 95도 이상으로 증류한 주정
- 타피오카: 동남아시아(베트남, 태국, 캄보디아, 인도네시아)에서 생산되는 에탄올 생산 원료

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
유동자산	125	140	158	126	116
현금성자산	9	12	25	14	10
매출채권및기타채권	41	55	49	48	48
재고자산	66	61	62	54	42
비유동자산	167	171	186	274	267
투자자산	13	18	16	20	17
유형자산	122	123	147	180	173
무형자산	6	6	6	58	53
자산총계	292	311	344	400	383
유동부채	169	113	123	168	160
매입채무및기타채무	50	60	67	54	50
단기차입금및단기사채	103	47	27	100	76
유동성장기부채	7	2	25	13	32
비유동부채	25	52	31	55	41
사채	10	30	0	0	0
장기차입금및금융부채	6	10	21	49	40
부채총계	194	165	154	223	201
지배주주지분	69	94	115	110	109
자본금	3	3	4	4	5
자본잉여금	7	14	24	26	14
기타자본	(14)	(6)	(5)	(7)	(9)
이익잉여금	74	83	92	87	100
비지배주주지분	29	52	75	66	73
자본총계	98	146	190	176	182

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액	136	235	227	213	217
매출원가	108	168	156	144	158
매출총이익	28	67	72	68	59
판매관리비	19	46	50	61	47
영업이익	9	22	22	8	12
금융수익	2	1	1	1	1
이자수익	1	1	1	1	1
금융비용	3	5	4	3	5
이자비용	3	5	3	3	5
기타영업외손익	9	(1)	1	(8)	(4)
관계기업관련손익	2	(0)	0	(1)	(0)
세전계속사업이익	19	16	21	(3)	5
법인세비용	(1)	4	6	0	(7)
연결당기순이익	20	12	15	(3)	12
지배주주지분순이익	25	9	12	2	5
기타포괄이익	0	2	(3)	1	(0)
총포괄이익	20	14	12	(2)	12
지배주주지분포괄이익	25	11	11	2	4
EBITDA	16	34	35	22	28

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
영업활동현금흐름	15	31	40	1	26
당기순이익	20	12	15	(3)	12
유형자산감가상각비	7	12	13	14	15
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	5	(2)	6	(15)	(4)
기타	(17)	9	6	5	3
투자활동현금흐름	9	(25)	(35)	(99)	(11)
유형자산투자	(7	(15)	(35)	(42)	(22)
유형자산매각	1	1	1	0	4
투자자산순증	8	(15)	(9)	1	5
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(58)	0
기타	7	4	8	0	2
재무활동현금흐름	(21)	(2)	8	85	(17)
자본의증가	3	34	21	4	0
차입금의순증	(23)	(36)	(10)	87	(11)
배당금지급	(1)	(1)	(3)	(4)	(4)
기타	(0)	1	0	(2)	(2)
기타현금흐름	(0)	(0)	0	2	(2)
현금의증가	3	3	13	(10)	(4)

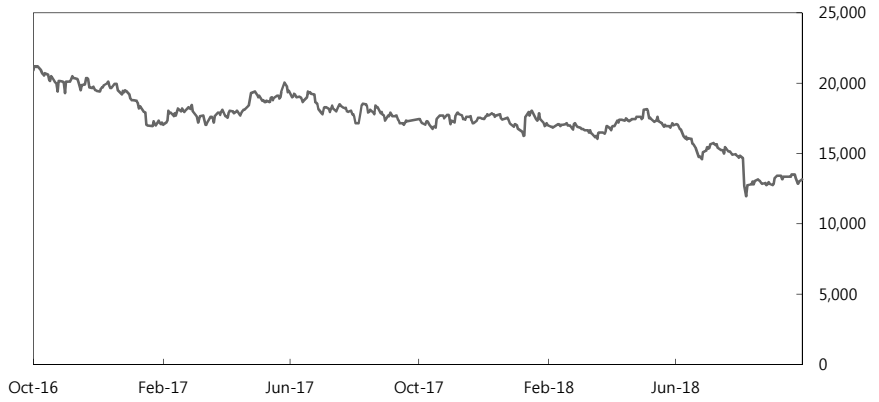
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
주당지표(원)					
EPS	5,015	1,640	1,492	204	601
BPS	15,115	14,550	14,659	13,383	12,371
DPS	0	500	500	500	600
성장성(%, YoY)					
매출증가율	9.4	72.7	(3.3)	(6.6)	2.0
영업이익증가율	239.7	148.6	3.1	(65.0)	55.2
순이익증가율	NM	(64.3)	30.2	(85.4)	196.8
EPS증가율	NM	(67.3)	(9.0)	(86.3)	194.6
EBITDA증가율	97.1	119.5	3.0	(38.5)	27.3
수익성(%)					
영업이익률	6.4	9.2	9.8	3.7	5.6
순이익률	18.1	3.8	5.1	0.8	2.3
EBITDA Margin	11.5	14.6	15.5	10.2	12.8
ROA	9.6	4.0	4.6	(0.8)	3.1
ROE	40.2	10.8	11.0	1.5	4.6
배당수익률	NM	2.9	2.1	2.6	3.4
배당성향	0.0	37.3	34.2	247.1	98.6
안정성					
순차입금(십억원)	116	67	26	142	129
차입금/자본총계비율(%)	130.6	61.7	38.0	91.5	81.0
Valuation(X)					
PER	0.0	10.4	16.2	95.6	29.0
PBR	0.0	1.2	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.5	6.7	8.3	16.8	12.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
창해에탄올(004650)	2018.10.10	NR	–	–	–



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 10일 현재 창해에탄올 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 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.