SK Industry Analysis
2015.12

[주정산업]

소주사의 경쟁은 주정사를 춤추게 한다!

SK증권 김 승 3773-8919, seungeee@sk.com

저도주 트렌드 지속, 과일소주/탄산소주 등 신제품 출시, 지방소주 업체의 수도권 진출 본격화로 국내 소주시장의 경쟁이 심화되고 있으며 이와 함께 소주 소비량도 늘어나고 있다. 소주의 주 원료가 주정인 만큼 소주소비 증가에 따른 주정시장의 수혜가 예상된다. 여러 주정업체 중 자회사를 통해 사업을 다각화하고 있는 창해에탄올, 풍국주정이 가장 유망하다.

SK 증권

음식료/담배

주정산업: 소주사의 경쟁은 주정사를 춤추게 한다!

국내 소주시장은 저도주 트렌드 지속, 과일소주/탄산소주 등 신제품 출시, 무학 등 지방소주 업체의 수도권 진출 본격화 등 경쟁이 지속되고 있으며, 이와 함께 소주 소비량도 늘어나고 있다. 소주의 주 원료가 주정인만큼 소주소비 증가에 따른 주정시장의 수혜가 예상된다. 소주소비 증가에 따른 주정업 전반의 수혜가 예상되지만 자회사 등을 통해 사업을 다각화하고 있는 창해에탄올, 풍국주정 등이 가장 유망할 것으로 예상된다.

Analyst
김승
seungeee@sk.com
02-3773-8919

SK Coverage

종목	투자의견	목표가	Top Picks
창해에탄올	매수	40,000 원	O
풍국주정	N/R		
진로발효	N/R		

국내 소주시장 경쟁 지속

국내 소주시장은 저도주 트렌드 지속, 과일소주/탄산소주 등 신제품 출시를 통한 신규 소비자 유입, 무학 등 지방소주 업체의 수도권 진출 등의 이슈와 함께 M/S 경쟁이 치열하게 벌어지고 있다. 소주 업체들은 성숙단계에 접어든 시장에서 모처럼 찾아온 'Q' 성장의 기회를 놓치지 않으려고 노력하고 있다. 올해 초 과일소주 출시와 함께 시작된 경쟁은 신제품 출시경쟁으로 이어지고 있으며, 내년 초 무학의 수도권 진출 본격화와 함께 수도권 시장을 두고 경쟁이 지속될 것으로 예상된다.

소주시장 경쟁으로 주정시장 수혜 전망

소주사들의 경쟁에 따른 소주소비 증가는 주정산업의 수혜로 이어진다. 저도주 소비 증가는 소주 음용량 증가로 이어지며, 이는 곧 주정 소비량 증가를 의미한다. 과일소주/탄산소주는 기존에 소주를 먹지 않던 신규 소비자들이 소주 시장으로 유입되게 한다. 소주 소비인구 증가는 결국 주정 소비량 증가와 연결된다. 무학 등 지방소주 회사들의 수도권 시장 진출이 본격화되면 하이트진로, 롯데칠성 등 기존 강자들과 수도권 시장을 두고 치열한 경쟁이 벌어질 것으로 예상된다. 경쟁 격화는 광고비/판촉비 증가로 이어진다. 판촉비 중의 상당부분은 샘플/시음행사 관련 비용이며, 판촉비/시음행사 증가 또한 결국 주정 사용량 증가와 연결된다.

창해에탄올, 풍국주정 등 유망

소주시장 경쟁 격화로 주정산업 전반에 걸쳐 수혜가 예상된다. 대한주정판매 지분율에 따라 업체별 판매량이 결정되는 주정산업의 특성상 시장 성장시 각 주정업체들도 동일한 수준의 성장이 기대되기 때문이다. 개별종목으로 보면 주정 외에도 자회사 등을 통해 다양한 사업을 진행하고 있는 창해에탄올, 풍국주정 등이 유망할 것으로 보인다. 창해에탄올은 자회사 보해양조를 통해 소주사업을 영위하고 있어 소주/주정산업 모두 수혜가 가능하며, 베트남 법인에서 주정 컨설팅 매출 발생이 기대되고, 화장품 원료사업도 가시화 되는 등 성장 모멘텀을 다수 보유하고 있다. 풍국주정은 자회사 선도산업(산업용가스), 에스디지(수소가스)를 통해 산업용 가스 사업을 영위하고 있다. 또한 양재동/삼성동(한전부지 옆) 빌딩 등 투자부동산을 약 340 억원 가량 보유하고 있어 자산가치 측면에서도 저평가 되어 있다고 판단된다.

Analyst 김승 seungeee@sk.com / 02-3773-8919

Contents

1. Investment Summary 3

2. 주정이란? 4

3. 주정업의 특성 6

4. 소주업체의 경쟁은 주정사를 춥추게 한다! 10

5. 주정업체, 술주정만 잘 하는 건 아니다 17

6. 투자유망종목 19

7. 개별기업 분석 22

- 창해에탄올
- 풍국주정
- 진로발효

Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2015 년 12 월 2 일 기준)

매수	94.33%	중립	5.67%	매도	0%

1. Investment Summary

국내 소주시장 경쟁 격화

국내 소주시장은 저도주 트렌드 지속, 과일소주/탄산소주 등 신제품 출시를 통한 신규소비자 유입, 무학 등 지방소주 업체의 수도권 진출 등의 이슈들이 연달아 생기며 M/S 확보를 위한 경쟁이 치열하게 벌어지고 있다. 성숙단계에 접어든 국내 소주시장에서 성장 기회가 많지 않기 때문에 소주업체들은 모처럼 찾아온 'Q' 성장의 기회를 놓치지 않으려고 노력하고 있다. 올해 초 과일소주 출시와 함께 시작된 경쟁은 신제품 출시경쟁으로 이어지고 있으며, 내년초 무학의 수도권 진출 본격화와 함께 하이트진로, 롯데 등 기존 강자들도 M/S 수성을 위한 경쟁에 뛰어들 것으로 예상된다.

소주사 경쟁격화로 주정업 수혜 전망

소주사들의 M/S 경쟁이 치열해짐에 따라 주정회사들도 주정소비량 증가에 따른 간접 수혜가 전망된다. 저도주 소비 증가는 소주 음용량 증가로 이어지며, 이는 곧 주정 소비량 증가를 의미한다. 과일소주/탄산소주는 기존에 소주를 먹지 않던 소비자들이 소주 시장으로 유입되게 해 신규 수요를 창출하고 있다. 소주 소비인구 증가는 결국 주정 소비량 증가와 연결된다. 무학 등 지방소주 회사들이 수도권 시장으로 진출하며 인지도 확보를 위해 광고비/판촉비 사용액이 증가하게 된다. 판촉비 중의 상당부분은 샘플/시음행사 관련 비용이며, 판촉비/시음행사 증가 또한 주정 사용량 증가와 연결된다.

창해에탄올, 풍국주정 등 유망

소주시장 경쟁 격화로 주정산업 전반에 걸쳐 수혜가 예상된다. 대한주정판매 지분율에 연동해 판매량이 결정되는 주정산업의 특성으로 시장이 성장할 때 주정업체들도 동일한 수준의 성장이 기대되기 때문이다. 개별 종목으로 보면 주정 외에도 자회사 등을 통해서 다양한 사업을 진행하고 있는 창해에탄올, 풍국주정 등이 유망할 것으로 보인다. 창해에탄올은 자회사 보해양조를 통해 소주사업을 영위하고 있으며 베트남 법인 컨설팅 매출 발생, 화장품 원료사업 가시화 등 모멘텀이 풍부하다. 풍국주정은 주정 사업외에 자회사를 통해 산업용 가스 사업을 영위하고 있다. 주정산업의 안정성에 자회사를 통한 연결이익 성장을 기대할 수 있다. 또한 양재동/삼성동(한전부지 옆) 빌딩 등 투자부동산을 약 340 억원 가량 보유하고 있어 자산가치 측면에서도 저평가되어 있다고 판단된다.

Analyst 김승 seungeee@sk.com / 02-3773-8919

2. 주정이란?

주정, 소주의 주재료

주정(Ethanol)이란 곡류(쌀, 보리쌀, 옥수수) 및 서류(고구마, 감자, 타피오카) 등을 당화시켜 발효성 당으로 변화시킨 후 발효 및 증류 과정을 거쳐 생산된 무색, 무취, 무미의 액체이다. 국내에서 생산된 주정의 90%가 소주 제조에 사용되고 있어 소주의 주재료라고 할 수 있다. 주세법에서는 주정을 '전분이 함유된 물료 또는 당분이 함유된 물료를 발효시켜 알코올분 85 도 이상으로 증류한 것, 알코올분이 함유된 물료를 알코올분 85 도 이상으로 증류한 것'으로 정의하고 있다.

주정생산 과정

단계	내용
분쇄	쌀, 보리 등의 원료를 분쇄하는 과정
증자	분쇄된 원료를 물과 섞은 후 증기를 투입, 온도를 올려 풀과 같은 상태로 만들어 효소 침투가 용이하게 하는 과정
당화	증자과정을 거친 원료에 당화효소를 투입하여 당을 생산하는 과정
발효	당화과정에서 만들어진 포도당에 효모를 투입, 알코올을 생성하는 과정. 이 과정에서 알콜도수 10% 정도의 알코올과 이산화탄소가 생성
증류	발효과정에서 생성된 알코올을 고순도의 알코올로 농축하는 과정. 5개의 증류탑을 거치면서 불순물이 완전 제거됨
검정	증류과정을 거친 알코올(보통 96%)을 일정한 도수(95%)로 맞추는 과정
저장/출고	검정된 주정을 분석한 뒤 품질기준에 적격한 경우 저장탱크로 이동. 저장탱크에서 탱크로리, 드럼, 캔 등의 형태로 출고

자료: 한국주류산업협회

주정의 종류

주정은 크게 식음용, 산업용으로 나눌 수 있으며, 소주의 원재료로 사용되는 주정은 주로 발효주정, 정제주정이다. 발효주정은 보리, 고구마, 현미, 타피오카 등 전분질 원료 및 사탕무, 사탕수수, 당밀 등 당질원료를 발효시켜 제조한다. 국내산 원료는 농가보호를 위해 정부에서 정책적 차원으로 업체들에게 물량을 배정하고 있으며 타피오카 등 수입원료는 동남아 등에서 수입해 사용하고 있다. 정제주정은 조주정(crude alcohol)을 알콜분 95 도 이상으로 재증류/정제한 것으로 배정량에 기초해 중국, 브라질 등에서 수입하고 있다. 정제 과정에서 조주정이 함유하고 있던 곡물 고유의 향과 맛이 제거되고 발효주정과 동일한 형태의 제품이 만들어진다. 발효주정과 정제주정 생산량은 약 5:5 로 비슷하지만 최근 정제주정 생산량이 조금씩 늘어나고 있다. 2014 년 기준 발효주정과 정제주정의 생산비율은 각각 47.7%, 52.3%를 기록했다.

주정의 종류

구분	종류	설명
식음용	발효주정	전분이나 당분이 함유된 물료를 발효시켜 알콜분 95도 이상으로 정제한 것
	정제주정	조주정(crude alcohol)을 알콜분 95도 이상으로 재증류 정제한 것
	곡물주정 (조주정)	전분이나 당분이 함유된 물료를 발효시켜 알콜분 85도 이상으로 정제한 것을 말하는데, 정제과정에 미량 성분인 곡물 고유의 향과 맛을 완전히 제거하지 않고 남아있게 제조한 주정
산업용	무수주정	주정을 알콜분 99.5도 이상으로 재증류 정제한 것. 주로 연료용(자동차)으로 사용됨
	합성주정	석유나 석탄으로부터 추출한 에틸렌을 원료로 직접, 간접 수화법에 의해 생산한 것. 정제과정에서 불순물이 완전히 제거되지 않아 식음용 사용 불가하며 공업용으로만 사용

자료: 한국주류산업협회, SK 증권 정리

연도별 주정 생산량과 생산비율

(단위: D/M, %)

구 분	2009년		2010년		2011년		2012년		2013년		2014년	
발효주정	815,771	51.96	786,393	52.6	771,562	50.59	740,000	50.17	728,000	47.36	746,416	47.66
정제주정	754,229	48.04	708,607	47.4	753,438	49.41	735,000	49.83	809,000	52.64	819,584	52.34
합계	1,570,000	100	1,495,000	100	1,525,000	100	1,475,000	100	1,537,000	100	1,566,000	100

자료: 한국주류산업협회

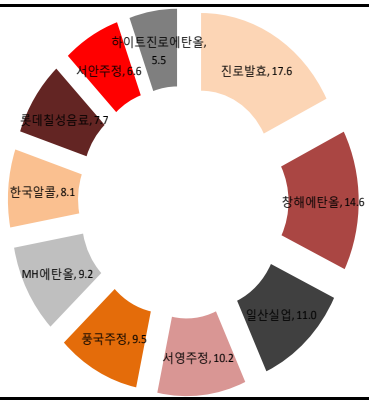
Analyst 김승 seungeee@sk.com / 02-3773-8919

3. 주정업의 특성

대한주정판매를 통해 일괄 판매

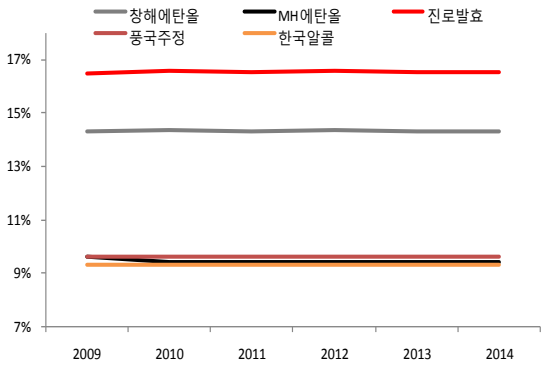
주정업체는 생산된 주정을 대한주정판매에 일괄납품하고 있으며, 대한주정판매에서 각 소주회사별 수요에 따라 주정을 공급하고 있다. 생산량을 전량 대한주정판매에 납품함에 따라 판매에 대한 리스크는 없다고 볼 수 있다. 대한주정판매는 국내 10 개 주정회사가 지분을 출자해 만든 주정판매 전문 기관이며, 주정회사별 주정 판매량은 대한주정판매 지분율에 따라 배정된다. 대한주정판매 지분율은 진로발효(17.6%), 창해에탄올(14.4%), 일산실업(11.0%), 서영주정(10.2%), 풍국주정(9.5%) 등의 순서로 보유하고 있으며 시장 점유율도 지분율과 큰 차이 없이 안정적으로 유지되고 있다.

대한주정판매 지분보유 현황 (단위 : %)



자료 : 각사

주요 주정회사 M/S 추이 (단위 : %)

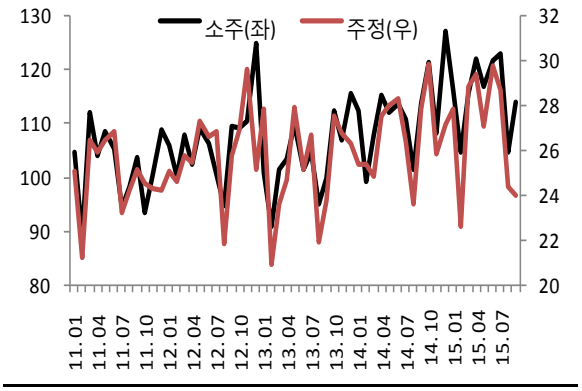


자료 : 각사

시장의 성장이 소주시장 성장에 연동

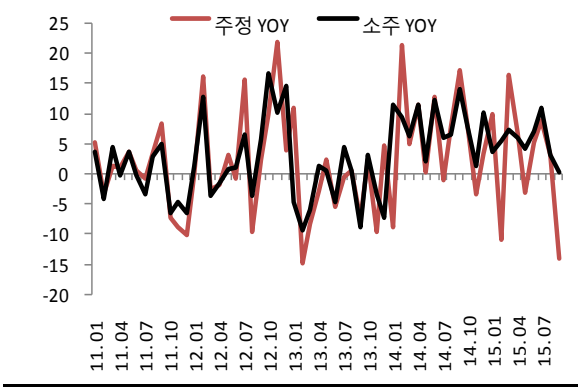
주정은 주류용뿐 아니라 식초/조미료/맛술 등 식품원료로도 사용되며 식품보존용, 의료용(소독제), 살균소독용 및 치약/세제/화장품 등 다양한 생활용품에 사용된다. 하지만 국내에서 생산되는 주정의 90%가 소주의 원료로 사용될 만큼 주류용의 비중이 월등히 높다. 특히 주정이 소주의 제조원가중 약 50%의 비중을 차지하고 있어 주정 시장의 성장은 소주시장 성장에 연동되는 특성을 가지고 있다. 소주와 주정 출하량 추이를 보면 두 제품의 출하량이 비슷한 추세를 가지고 움직임을 확인할 수 있다. 소주와 주정 출하량간의 상관관계는 약 0.9 를 나타내고 있어 두 제품 출하량이 아주 밀접하게 연관되어 있음을 알 수 있다.

소주 및 주정 출하량 추이 (단위 : Kl)



자료 : 통계청

소주 및 주정 출하량 YoY 추이 (단위 : %)

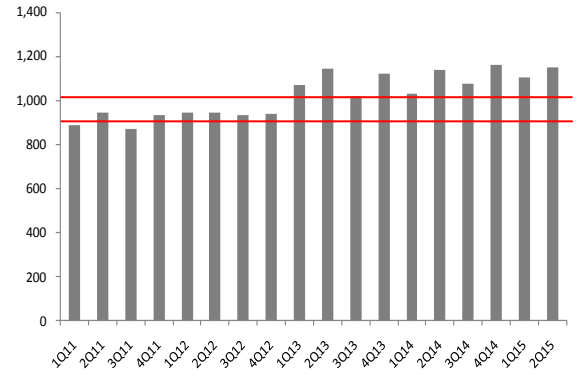


자료 : 통계청

매출은 꾸준, 영업이익은 분기별 변동성 증가

주정은 소주의 원재료로 주로 사용되기 때문에 분기별 매출이 꾸준히 유지되는 경향이 있다. 소주 소비가 많은 동절기에 주정 소비량이 늘어나는 계절성이 일부 있긴 하지만 변동폭이 크지는 않다. 소주 가격 인상과 같은 특별한 이벤트가 생기지 않는 한 주정 소비량은 큰 변화가 생기지 않는다. 상장된 5 개 주정사의 분기별 합산매출 추이를 보면 약 900 억원 수준이 꾸준히 유지되고 있으며, 최근 소주소비 증가와 함께 분기별 평균 매출이 1,000 억원대로 늘어난 것을 확인할 수 있다. 다만 영업이익은 분기별 변동성이 크게 나타나고 있다. 이는 매출의 변동에 의한 것이 아니라 주정생산에 투입되는 원재료로 어떤 곡물이 주로 사용되었느냐에 따라 나타나는 현상이다.

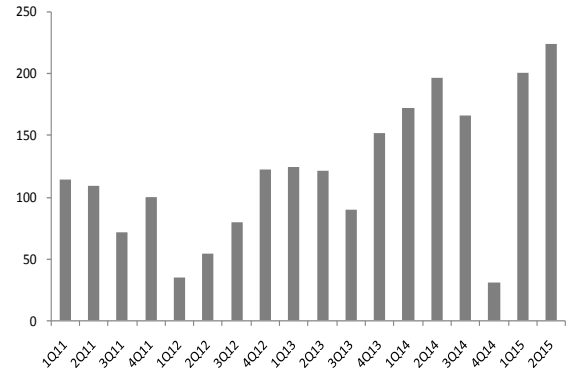
주요 주정회사 합산매출액 추이 (단위 : 억원)



자료 : 각사

주: 상장된 주정사 기준(창해에탄올, 진로발효, 한국알콜, 풍국주정, MH 에탄올)

주요 주정회사 합산영업이익 추이 (단위 : 억원)



자료 : 각사

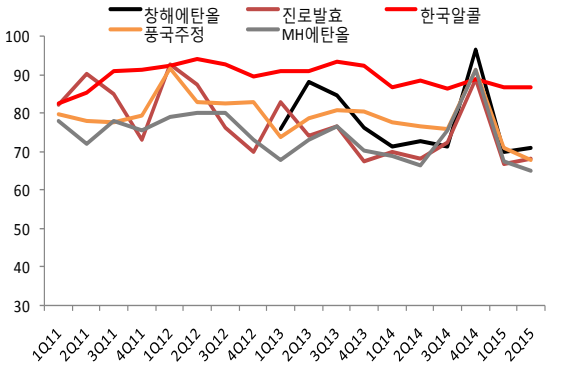
주: 상장된 주정사 기준(창해에탄올, 진로발효, 한국알콜, 풍국주정, MH 에탄올)

Analyst 김승 seungeee@sk.com / 02-3773-8919

원재료로 투입되는 곡물에 따라 원가율 변동

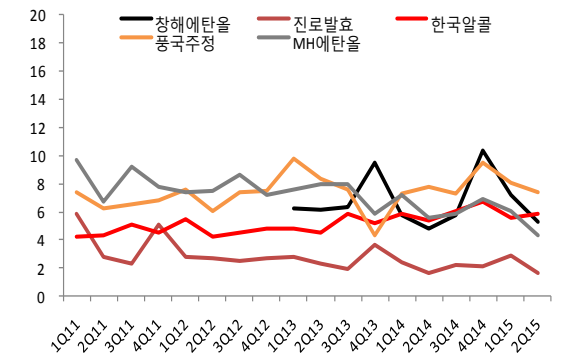
주정의 주요 원재료는 국산 및 수입산으로 구분할 수 있는데, 국산원료는 쌀보리, 겉보리, 현미 등이며 주로 농협/농림수산식품부를 통해 구매하고 있다. 국내 곡물의 수급 안정을 위해 정부에서 국산곡물을 주정업체에 일괄 배정하고 있기 때문에 배정된 수량은 의무적으로 사용해야 한다. 수입 원료로는 동남아 등지에서 수입된 타피오카를 주로 사용하고 있으며, 환율 및 작황에 따라 가격에 변동이 생기기는 하지만 일반적으로 국산 원료에 비해 가격이 1/3 수준에 불과하다. 주정 판매에 드는 비용이 없어 주정업체들의 판관비는 평균 6% 수준으로 상당히 낮은 편이기에 주정업체의 분기별 매출 원가가 크게 등락하는 이유는 국산/수입산 원재료 투입 비중 차이로 인한 것이 대부분이다. 일반적으로 국산 원료는 그 해 5~6 월경 주정업체에 배정되게 된다. 보관비 문제 때문에 배정된 국산 곡물을 3 분기/4 분기에 사용하는 업체들이 많으며, 이로 인해 4 분기 주정업체들의 원가율이 높아지고, 영업이익이 감소하는 추세를 보인다.

주요 주정업체 매출원가율 추이 (단위 : %)



자료 : 각사

주요 주정업체 판관비 추이 (단위 : %)

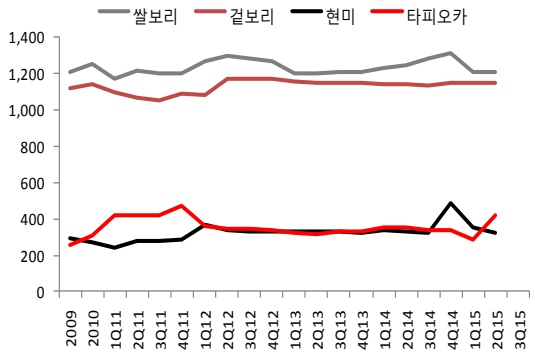


자료 : 각사

정제주정 제조에는 조주정 가격 추이가 중요

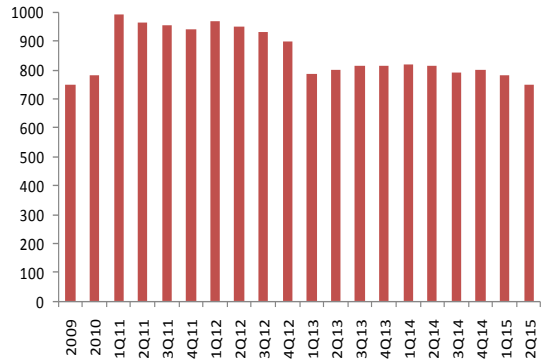
발효주정과 달리 정제주정은 알코올분 85 도 수준으로 정제된 조주정(crude alcohol)을 수입해 알코올분 95 도 수준으로 재증류/정제한 것이다. 조주정 자체가 정제주정의 주요 원재료이기 때문에 조주정 가격 변동 또한 주정업체들의 매출 원가에 큰 영향을 미친다. 우리나라에서 사용하는 조주정은 브라질에서 수입되는 물량이 많기 때문에 원당 가격 변화가 조주정 가격 변화에 영향을 미치게 된다. 즉, 원당 가격이 하락하면 조주정 수입가격도 하락하게 되는 구조라고 볼 수 있다. 국내 조주정 수입 가격은 원당가격 하락에 힘입어 2012 년 이후 꾸준히 하락하고 있다.

주요 곡물 가격추이 (단위 : 천원/톤)



자료 : 진로발효
주 : 일부 분기 숫자 보정

조주정 수입가격 추이 (단위: 천원/톤)



자료: 진로발효

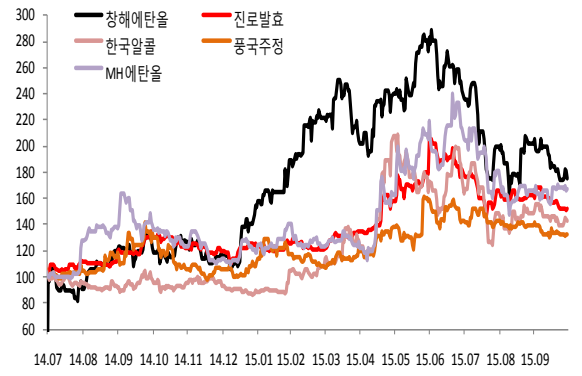
Analyst 김승 seungeee@sk.com / 02-3773-8919

4. 소주업체의 경쟁은 주정사를 춤추게 한다!

주정업 투자환경은 2016 년에도 긍정적

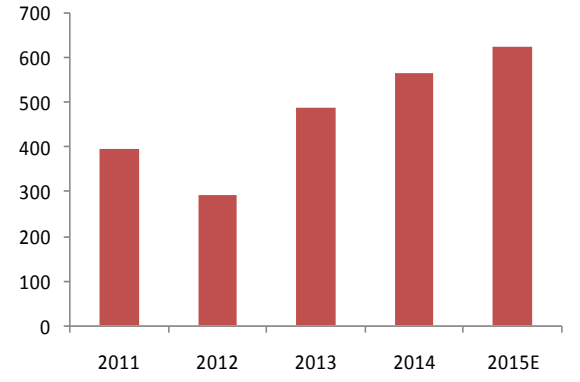
2014 년 하반기 이후 주정업체들이 주목 받으며 주가가 상승했으나 15 년 하반기 주가지수 조정과 함께 주정업체들의 주가도 조정기에 접어들었다. 주가지수가 좋지 못한 것과 함께 하반기 국산원료 투입으로 인한 이익 감소 우려가 있었기 때문으로 보인다. 하지만 올해 하반기 주정사들의 주가는 이미 충분한 조정을 받았고, 4 분기 영업이익 감소에 대한 우려가 일부 있지만 연간으로는 영업이익이 지속적으로 증가하고 있다는 점이 중요하다고 판단된다. 상장된 주정 5 개사의 합산 영업이익은 2014 년 566 억원에서 2015 년 620 억원을 넘어 이익 성장률이 10%를 상회할 것으로 전망된다. 올해 이익성장률도 나쁘지 않지만 2016 년 이익 전망도 긍정적이라고 판단된다. 전방산업인 소주시장에서 저도주 트렌드가 지속되고 있고, 경쟁 격화와 함께 업체별로 다양한 신제품을 출시하고 있어 소주 시장이 확대되고 있기 때문이다. 소주시장의 성장이 주정매출 증가와 직결된다는 점을 감안하면 주정업의 호황은 내년에도 계속될 수 있다고 판단된다.

주요 주정업체 상대주가 추이 (단위 : 2014-07-30=100)



자료 : data guide

주요 주정회사 합산 영업이익 추이 (단위 : 억원)



자료: 각사
주: 상장된 주정사 기준(창해에탄올, 진로발효, 한국알콜, 풍국주정, MH 에탄올)

성숙단계에 접어든 국내 소주시장, 성장을 위해선 'Q'의 성장이 중요

국내 소주시장이 성숙단계에 진입함에 따라 소주업체별로 성장에 대한 고민이 커지게 되었다. 이익 성장과 관련해 P/Q/C 의 측면에서 살펴보면 소주회사가 쓸 수 있는 전략이 'Q'의 성장과 관련된 것에 한정될 수 밖에 없음을 알 수 있다. 먼저, P 측면에서 보면 국내 소주 3 사의 공장도 가격(소주회사의 매출로 잡히는 금액)을 보면 444 원에서 451 원 사이에 촘촘하게 형성되어 있다. 소주의 주재료는 주정인데, 주정 정제과정에서 원료곡물이 함유하고 있던 곡물 고유의 향과 맛이 완전히 제거되기 때문에 소주 맛을 차별화하기는 쉽지 않다. 물론 소주 제조 과정에서 주정 외에 기타 감미료가 일부 첨가되기는 하나 일반적으로 소주 맛은 회사와 상관없이 대동소이하다. 대체재가 확실한 상황에서 한 회사가 일방적으로 가격인상을 하기는 어렵다. 또한 소주 자체가 서민용 술이라는 인식이 강해 가격인상에 대한 저항이 크다는 점도 고려해야 한다. 'C'의 절감이라는 측면에서 살펴보면, 주정가격이 2012 년 하반기 이후 변동이 없어 소주회사가 제조원가 측면에서는 절감요인을 찾기 어렵다. 광고선전비 등 판관비 측면에서는 일부 비용 절감이 가능하지만 제품의 차별화가 어려운 상황에서 판촉비 등을 절감하는 경우 점유율 하락으로 이어질 수 있어 이 또한 쉽게 쓰기 어려운 전략이다. 결국 'Q'의 성장이 소주회사 성장에 중요한 요인이라고 볼 수 있으며, 'Q'의 성장을 위해서는 인당 소주 소비량을 증가시키거나(저도화), 기존에 소주를 먹지 않던 계층이 신규로 시장에 진입하도록 신제품(과일소주, 탄산소주 등)을 지속적으로 런칭하는 것이 중요하다. 주력제품의 도수인하 효과에 힘입어 2014 년 소주 출하량은 전년 대비 8.2% 증가했다. 소주시장이 성숙단계에 진입했다는 점을 감안하면 이는 큰 폭의 성장이다.

주요 소주제품 가격구성 내역 (단위: 원)

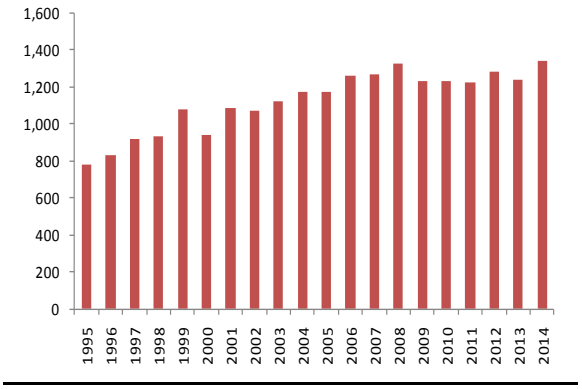
	처음처럼	좋은데이	참이슬
공장도 가격	**444.2**	**446.1**	**451.6**
주세	319.8	321.2	325.2
교육세	96.0	96.4	97.5
공급가	860.0	863.6	874.3
부가세	86.0	86.4	87.4
출고가	946.0	950.0	961.7
유통마진	189.2	190.0	192.3
소매마진	227.0	228.0	230.8
소비자가격	1362.2	1368.0	1384.9

자료: 각사, SK 증권

주: 공장도 가격이 회사별 판매단가(병당 매출), 소비자가격은 추정치, 2015 년 11 월 30 일 가격인상 미반영

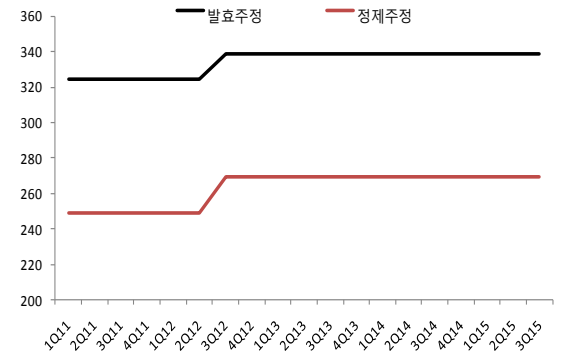
Analyst 김승 seungeee@sk.com / 02-3773-8919

국내 소주 출하량 추이 (단위 : 천 Kl)



자료 : 통계청

주정가격 추이 (단위 : 천원/DM)

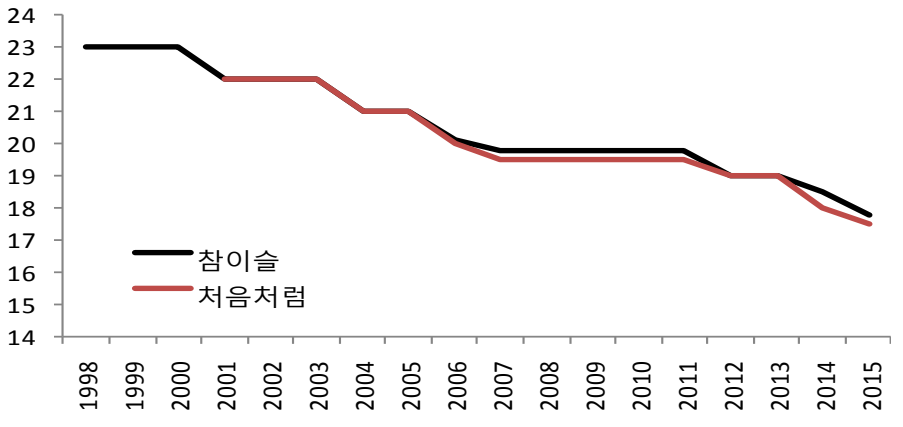


자료 : 한국알콜

저도화 트렌드는 지속되는 이슈

국내 소주는 60 년대 30 도짜리 진로소주에서 시작해 25 도, 23 도 21 도로 점차 도수가 낮아지기 시작해 현재는 17 도대로 하락했으며, 무학은 16.9 도짜리 '좋은데이'를 주력으로 하고 있다. 이전과 다르게 가벼운 음주를 원하는 사람이 늘어나는 등 음주문화의 변화로 소주의 저도화가 이루어지고 있다. 소주 도수의 하락으로 신규 유입되는 소비자도 증가하고 있다. 2014 년은 소주 저도화에 힘입어 소주 출하량이 8.2% 성장했다. 소주회사 입장에서도 동일한 주정 사용량으로 소주 생산량을 늘릴 수 있어 좋다. 20 도짜리 소주의 도수가 19 도로 1 도 낮아지면 주정 사용량이 5% 감소하는 효과가 있고, 소주 생산량도 5% 늘어날 수 있다. 일반적으로 소주 도수 하락으로 인한 음용량 증가분이 주정사용량 감소를 상쇄하고 남기 때문에 주정회사 입장에서도 저도화는 반가운 이슈이다.

참이슬, 처음처럼 일코올 도수 변화 추이 (단위 : 도)

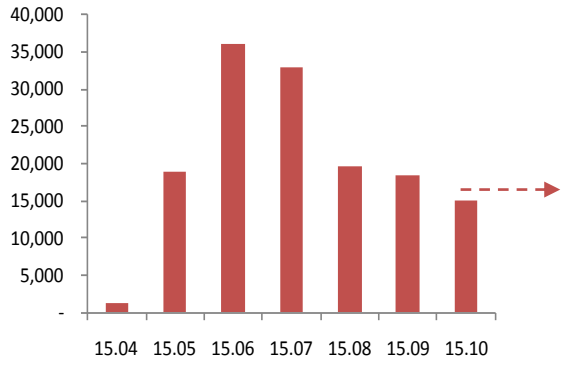


자료 : 각사, 언론보도 참고
주 : 참이슬은 진로소주 포함, 처음처럼은 산소주 포함

소주 신제품 지속 출시

소주의 저도화가 이뤄지고 있지만 소주 본연의 맛을 유지하면서 알코올 도수를 내려야 하기에 소주 도수를 무한정 내릴 수는 없다. 신규 소비자 유입을 통한 'Q'의 성장을 위해 소주 회사들은 저도주 제품 외에도 다양한 신제품을 출시하고 있다. 신제품 출시 경쟁은 올해 초 롯데칠성에서 '처음처럼 순하리' 제품을 출시하면서 시작되었다. 3 월에 출시된 순하리는 출시 한달만에 100 만병이 판매되었으며 5~6 월에는 월 1,800 만병 가량이 판매되며 선풍적 인기를 끌었다. 순하리가 부산에서 출시되며 안방시장을 위협하게 되자 무학도 컬러시리즈 제품을 출시하며 맞대응했다. 하이트진로도 '자몽에이슬'을 출시하며 과일소주 시장에 뛰어들었다. 6~7 월 피크때는 3 사 합산 월 3,500 만병 가량이 판매되었으며, 유행이 지난 9 월 10 월에 들어서도 1,500 만병 이상 꾸준히 판매되고 있다. 과일소주가 레귤러시장을 넘어서기는 어렵다고 판단되나, 알코올 향과 맛을 싫어하는 소비자를 중심으로 꾸준히 수요가 있을 것으로 예상된다. 월 1,000 만병 수준의 판매량이 유지된다고 가정시 소주시장 내에서 과일소주의 비중은 약 5% 수준이 될 것으로 추정된다. 레귤러 소주에 대한 잠식효과가 일부 있다고 가정하더라도 연간 2~3% 수준의 신규수요를 창출할 수 있을 것으로 기대되며, 이는 소주시장에서 의미있는 성장이라고 생각된다. 과일소주의 인기몰이와 함께 색다른 신제품도 잇달아 출시되고 있다. 보해양조는 '부라더 소다', '복받은 부라더' 등 탄산소주를 시장에 출시했다. 과일 소주와 마찬가지로 초기 시장 반응이 긍정적이다.

과일소주 3 사 합산 판매량 추이 (단위 : 천병)



자료 : 각사

과일소주 및 최근 출시 신제품

자료 : 각사, 언론보도 참고

Analyst 김승 seungeee@sk.com / 02-3773-8919

주요 업체별 신제품 출시 현황

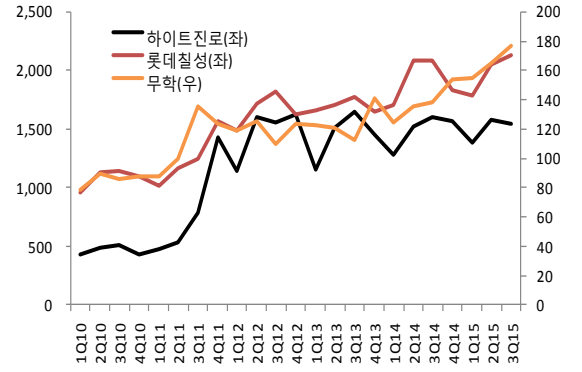
기업명	브랜드명	출시일	비고
하이트진로	17.8도 참이슬	14.11.25	저도주
	자몽에이슬	15.06.19	포도에이슬/ 사과에이슬 예정(상표등록 완료)
	참이슬 16.9	15.09.11	저도주
	참이슬 프레시 400ml(PET)	15.11.26	PET병에 담아 편의성 증진
롯데	처음처럼 순한 쿨	14.06.17	얼려먹는 소주
	처음처럼 순하리	15.03.20	유자
		15.07.21	복숭아
		15.08.24	라임
	처음처럼 400ml(PET)	15.11.10	PET 병에 담아 편의성 증진
무학	좋은데이 컬러시리즈	15.05.11	석류/ 유자/ 블루베리
		15.06.19	자몽
		15.07.16	복숭아
		15.10.19	파인애플
보해	잎새주부라더	15.04.20	저도주
	부라더소다	15.09.02	탄산소주
	복받은 부라더	15.10.12	탄산소주
금복주	상콤달콤 순한참	15.05.18	블루베리/ 자몽/ 유자/ 청포도
	상콤달콤 순한참 애플망고	15.11.09	애플망고
대선주조	C1	15.06.08	블루, 자몽

자료: 각사, 언론보도 참고

지역 소주의 수도권 진출로 소주시장 경쟁 격화

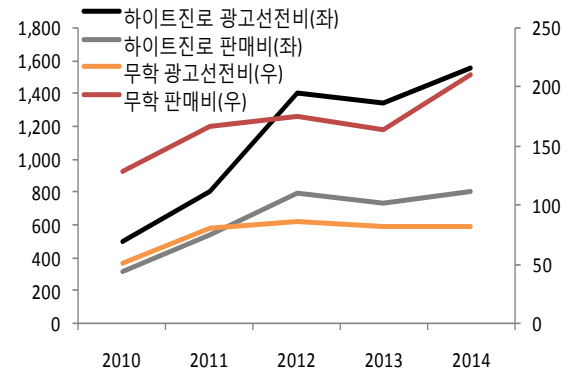
93 년 주류시장 전면 개방 및 96 년 자도주 50% 의무구입제도 폐지 이후 소주 업체는 전국을 대상으로 영업을 할 수 있었으나 여전히 자도주 소비 성향이 강하게 나타났다. 하지만 국내 소주시장 성장이 정체를 보임에 따라 새로운 성장 동력을 찾아 자도를 벗어나는 회사들이 늘어나고 있다. 롯데칠성, 하이트진로 등 전국구 업체들은 지역 시장 진출을 꾸준히 타진하고 있으며, 지역 소주 업체들은 성장 정체를 탈피하기 위해 수도권 진출을 적극 추진하고 있다. 특히 전국 소주시장 비중이 50%에 달하는 수도권 시장에서 경쟁이 갈수록 치열해지고 있다. 수도권 진출에 가장 적극적인 무학은 광고선전비, 판매비 집행금액을 매년 큰 폭으로 늘리고 있다. 수도권 진출에 앞서 광고모델도 교체했고, 홍대, 강남 등 젊은이가 몰리는 지역을 중심으로 홍보활동도 적극적으로 전개하고 있다. 소주시장 경쟁 격화는 판촉비, 판매비, 샘플/시음행사 비용 증가를 수반하게 된다. 소주회사 판관비 중 샘플/시음행사 관련 비용이 약 30%의 비중을 차지하고 있으며, 소주회사 입장에서는 비용증가 요인이지만 주정회사들에겐 주정사용량, 즉 'Q'가 늘어날 수 있는 기회가 된다.

주요 소주 3 사 분기별 판관비 추이 (단위 : 억원)



자료 : 각사
주 : IFRS 별도 기준

하이트진로, 무학 광고선전비, 판매비 추이 (단위 : 억원)



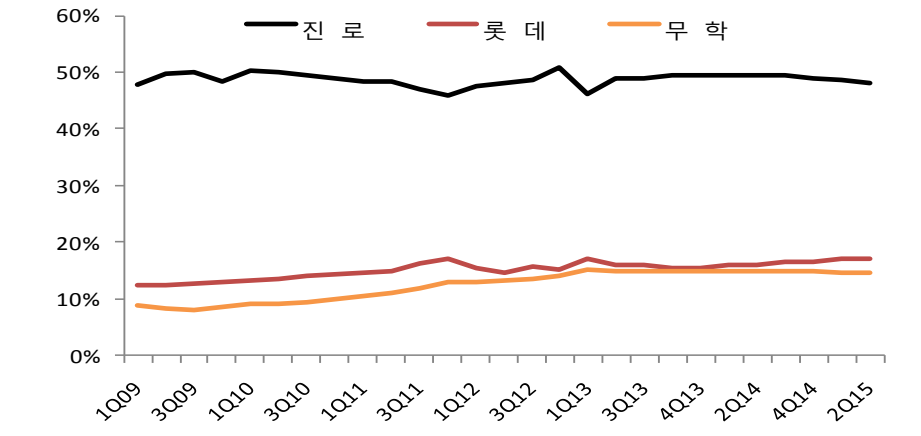
자료 : 각사
주 : IFRS 별도 기준

Analyst 김승 seungeee@sk.com / 02-3773-8919

생산 capa 확충은 경쟁격화의 신호탄

소주회사들이 경쟁적으로 Capa 확장에 나서고 있다. 저도주/탄산소주 등 신제품 출시에 따른 소주시장 성장에 대응, 수도권 시장 본격 진출에 따른 생산 Capa 확보 등 회사마다 이유는 다르지만 Capa 확장에 열을 올리고 있다. 하이트진로는 M/S 48%를 차지하고 있는 1 위 사업자이지만 생산 Capa 가 연간 28.3 억병으로 2014 년 소주 출하량 대비 76.1%에 달해 가동률을 높일 필요가 있다. 롯데칠성은 M/S 상승, 순하리 출시 등 소주 판매량 증가에 대응하기 위해 2015 년 10 월 충주공장 증설을 완료해 Capa 가 연간 6 억병에서 9 억병으로 증가했다. 무학 또한 지난해 3 월 창원 2 공장 가동, 올해 2 월 창원 1 공장 리모델링 및 신규설비 설치로 Capa 가 연간 12.8 억병 수준으로 증가했다. 장치산업이라는 소주업의 특성상 BEP 가 넘어선 이후 이익률이 급격히 상승하는 경향이 있어 소주 업체들은 모두 가동률 상승에 민감할 수 밖에 없다. 특히 롯데칠성과 무학은 올해 Capa 가 크게 증가했기 때문에 내년 판매량 증가에 역량을 집중할 것으로 보이며, 수도권 시장을 두고 경쟁이 치열해짐에 따라 하이트진로는 M/S 방어를 위해 노력할 것으로 보인다. 올해에 이어 내년에도 소주시장 경쟁이 지속될 것으로 보이며, 이로 인한 주정시장의 간접 수혜가 기대된다.

주요 소주회사 M/S 추이 (단위 : %)



자료 : 한국주류산업협회, SK 증권
주 : 3Q13 이후 M/S 미공개. 이후 점유율은 추정

주요 소주회사 생산 Capa (단위: 만병, %)

	Capa	이론 M/S	실제 M/S	Gap
하이트진로	283,943	76.1	48.0	28.1
무학	128,352	34.4	14.5	19.9
롯데칠성	90,000	24.1	17.0	7.1
2014년 소주 출하량	373,161			

자료: 각사, SK 증권 추정
주: 생산 Capa 를 소주 1 병당 360ml 로 나눠서 산출. M/S 는 2Q15 기준

5. 주정업체, 술주정만 잘 하는 건 아니다.

성장을 위한 사업 다각화

주정시장 규모는 약 5,000 억원이며 소주시장 성장과 함께 안정적으로 동반성장하고 있다. 하지만 주류 시장이 성숙단계에 진입함에 따라 타 산업에 비해 성장성이 낮다는 특징이 있다. 주정업체들은 그동안 안정적이고 익숙한 주정업에만 몰두하는 경향이 있었으나 최근 성장성 보완을 위해 다양한 부문에서 다각화를 추진하고 있다. 사업 다각화에 가장 적극적인 기업은 창해에탄올이다. 창해는 식품/무역/주류제조/스팀공급 등 자회사를 통해 다양한 사업을 진행하고 있다. 보해양조는 전남지역 소주시장에서 M/S 70% 이상을 차지하고 있으며, 사업 호조로 올해 순이익 100 억원도 달성할 수 있을 것으로 기대된다. 창해베트남은 타피오카 조달 창구로 활용했으나 올해 상반기부터 베트남 현지 주정회사와 컨설팅 사업을 추진하며 있으며 내년부터 연결실적 기여도가 커질 것으로 전망된다. 풍국주정은 주정제조 외에 선도산업(탄산가스 등 산업용 가스), 에스디지(수소가스) 등을 통해 에너지사업을 영위하고 있다. 주정제조 과정에서 발생하는 부산물인 탄산가스 등을 활용할 수 있어 주정산업의 낮은 성장성을 보완해주고 있다.

상장 주정업체별 주요 자회사 및 사업 현황 (단위: 억원, %)

	주요 자회사	주요사업	3Q15 누적매출	3Q15 누적순이익	비고
창해에탄올	창해웰빙푸드	식품	3	-1	
	창해베트남	타피오카 무역	211	0.2	베트남 현지 주정회사 컨설팅 사업
	보해양조	주류제조	893	79	
	제이엔지니어링	스팀공급	59	7	
진로발효	안동소주	전통주 제조	21	0.4	
	크린콜	소독용알콜	40	-	사업부로 존재
풍국주정	선도산업	산업용가스(탄산가스 등)	187	5	
	에스디지	수소가스	213	4	
MH에탄올	MH바이오텍	기계설비제작	0	0.3	
한국알콜	Soosan	부동산업	36	24	
	이엔에프테크놀로지	Color Paste	2303	226	지분법 대상(지분율 24.33%)
		초산에틸, 초산부틸, 합성주정 등		-	사업부로 존재

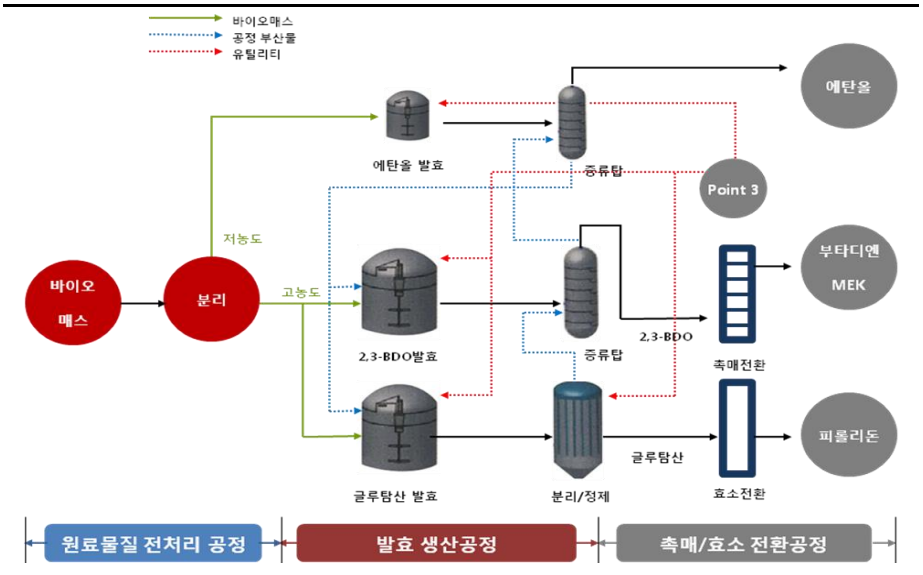
자료: 각사

Analyst 김승 seungeee@sk.com / 02-3773-8919

바이오화학 산업으로 확장 가능성

주정업은 기본적으로 미생물 발효를 기반으로 한 에탄올 생산 공정이다. 즉, 분쇄/증자/당화를 거쳐 만들어진 포도당에 효모를 투입해 알코올을 생산하는 과정인 것이다. 하지만 발효를 통해 에탄올만 생산할 수 있는 것은 아니다. 발효 과정에서 효모대신 다른 발효산물을 투입해 바이오에탄올, 바이오디젤, 바이오플라스틱, 바이오화장품 등 다양한 제품을 생산할 수 있다. 수분함유량을 줄여 주정을 알코올분 99.5 도 이상으로 재증류 정제한 연료용 무수주정이 대표적인 바이오화학 제품이다. 정부는 석유의존 탈피, 온실가스 배출규제 등 친환경 무역규제 환경에 대응하기 위해 바이오화학 산업을 육성하고 있다. 현재 바이오화학 사업을 가장 적극적으로 추진하고 있는 주정업체는 창해에탄올이다. 창해에탄올은 GS 칼텍스/대상/전라북도 등과 컨소시엄을 구성해 '바이오콤비나트' 사업을 진행하고 있다. 미생물 발효 과정에서 바이오제품 뿐만 아니라 생산되는 에탄올 질량의 10 배에 달하는 폐수와 함께 0.95 배에 달하는 이산화탄소가 발생하는데 이를 바이오화학물질 생산 공정과 연계해 폐기물 발생을 최소화하고 에너지 공정 효율을 극대화하는 프로젝트이다. 창해에탄올은 이 프로젝트에서 화장품원료 등 다양한 바이오화학 제품 생산을 계획하고 있다. 다른 주정사도 모두 발효탑을 갖고 있기에 바이오화학 분야 진출이 어렵지 않다고 보인다. 환경규제 증가로 바이오화학 공정에 대한 관심이 증가할 것으로 보이고, 바이오화학 산업이 장기적으로 주정사들의 성장동력이 될 것으로 전망된다.

바이오콤비나트 공정 개념도



자료 : 한국주류산업협회, SK 증권 정리

6. 투자유망종목

주정업 전반에 걸친 수혜 예상

현재 국내 소주 시장은 저도주 트렌드 지속, 과일소주/탄산소주 등 신제품 출시를 통한 신규 소비자 유입, 무학 등 지방소주 업체의 수도권 진출 등 큰 이슈들이 연이어 생기며 치열한 경쟁이 벌어지고 있다. 소주업체들은 'Q'의 성장이 정체된 시장에서 모처럼 생긴 성장의 기회를 놓치고 싶지 않을 거라 생각된다. 올해뿐 아니라 내년에도 소주시장 경쟁은 지속될 것이라고 예상하는 이유이다. 소주시장 경쟁 격화 및 소주 소비 증가는 주정 사용량 증가로 이어지게 되고, 결국 주정회사들도 소주시장 성장의 간접수혜를 받을 것으로 전망된다. 대한주정판매협회 지분에 따라 생산량이 배정되는 주정업의 특성상 주정업체들의 전반적인 실적호조가 기대된다.

창해에탄올, 풍국주정 등 유망

개별 종목으로 보면 창해에탄올이 가장 유망할 것으로 보인다. 창해에탄올은 국내 주정시장 2 위 사업자로 안정적 사업을 영위하고 있으며, 자회사 보해양조를 통해 소주시장 성장의 수혜도 누릴 수 있다는 장점이 있다. 자회사 중에는 베트남 법인이 현지 주정업체와 컨설팅 계약을 맺음에 따라 내년부터 컨설팅 매출이 연결 실적에 반영될 것으로 보인다. 화장품 원료 사업 또한 현재 2,3-BDO가 적용된 시제품이 출시되고 있어 내년 사업 본격화가 기대된다. 대상/GS 칼텍스/전라북도와 함께 컨소시엄을 구성해 진행하고 있는 바이오콤비나트도 2017년부터 가동될 것으로 보여 주정 외에 신규사업에 대한 기대감도 유효하다고 판단된다. 풍국주정은 주정부문 외에 선도산업, 에스디지 등 자회사를 통해 산업용 가스 사업을 영위하고 있다. 주정업에서 연간 70 억원 가량의 영업이익이 발생하며, 가스사업에서도 연간 30~40 억원의 영업이익을 창출하고 있어 가스사업이 주정업의 낮은 성장성을 보완해주고 있다. 또한 양재동/삼성동(한전부지 옆) 빌딩 등 투자부동산을 약 340 억원 가량 보유하고 있어 자산가치 측면에서도 저평가되어 있다고 판단된다.

Analyst 김승 seungeee@sk.com / 02-3773-8919

주요 업체별 투자포인트 (단위: 원)

종목명	종목코드	투자의견	목표주가	투자포인트
창해에탄올	004650	매수	40,000원	보해양조를 통해 소주사업 영위, 소주/주정산업 동시 수혜 자회사 창해베트남에서 주정 컨설팅 매출 발생 전망 화장품 원료사업 가시화, 바이오 콤비나트 2017년 매출발생 기대
풍국주정	023900	NR	-	자회사 선도산업(산업용가스), 에스디지(수소가스)를 통해 산업용가스 사업 영위 양재동, 삼성동(한전부지 옆) 빌딩 등 자산가치 부각
진로발효	018120	NR	-	대한주정판매 지분 17.5%로 주정 업체중 M/S 1위 주정시장 성장에 따른 이익 레버리지 효과 클 것으로 전망

자료: SK 증권

Company Analysis

개별기업분석

SK securities
Happiness Partner

창해에탄올(004650/KQ)

신규사업 본격화

매수(유지)

T.P 40,000 원(유지)

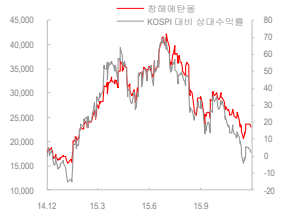
창해에탄올은 주정시장 M/S 14.3%로 2 위를 차지하고 있다. 주정원료에서 완제품까지 수직계열화를 통해 효율을 높이고 있으며, 자회사를 통해 다양한 사업을 영위하고 있다. 4 분기 국산원료 투입으로 일시적 원가 상승이 예상되지만 조주정 가격 하락, 복분자 수매가격 하락 등 원가절감 요인에 힘입어 연간으로 보면 원가개선이 기대된다. 화장품원료 사업, 주정 컨설팅 사업 등도 내년부터 본격화 될 것으로 전망된다.

Analyst
김승
seungeee@sk.com
02-3773-8919

Company Data	
자본금	39 억원
발행주식수	786 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,807 억원
주요주주	
임성우(외8)	22.46%
삼성자산운용	10.35%
외국인지분률	2.40%
배당수익률	2.20%

Stock Data	
주가(15/11/30)	23,000 원
KOSDAQ	688.38 pt
52주 Beta	1.61
52주 최고가	42,200 원
52주 최저가	15,500 원
60일 평균 거래대금	28 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.9%	-9.5%
6개월	-34.3%	-32.1%
12개월	24.7%	-1.3%

주정업계 M/S 2 위, 다양한 자회사 보유

창해에탄올은 주정시장 M/S 14.3%로 진로발효에 이어 2 위를 차지하고 있다. 발효주정/정제주정 등 소주 제조용 주정이 주력사업이며 자회사를 통해 소주(보해양조), 타피오카 무역(창해베트남), 스팀공급(제이엔지니어링) 등 다양한 사업을 영위하고 있다. 자회사를 통해 주정 원료/스팀공급/완제품까지 주정사업 수직계열화가 이루어져 있어 타사 대비 업무 효율이 높다. 보해양조를 통해 소주사업도 영위하고 있어 소주시장 및 주정시장 성장의 수혜를 모두 받을 수 있는 기업이다.

원가 하락을 통한 이익개선 기대

비싼 국산 원료가 3~4 분기에 주로 투입되는 주정업의 특성상 4 분기는 원가율이 일시 상승하며 이익 측면에서 큰 성장이 어려울 수 있으나 연간으로 보면 원가 하락으로 이익 개선이 가능할 것으로 예상된다. 정제주정의 원료인 조주정 가격이 원당가격 하락으로 Kl 당 600 불 이하로 떨어지고 있다. 조주정 가격은 약 3 개월 가량의 시차를 두고 원가에 반영되며, 원당 가격이 하향안정화 되고 있는 만큼 조주정 가격도 하락세가 지속될 전망이다. 자회사 보해양조의 경우 복분자 수매가격 하락으로 연간 20 억원 가량 원가 절감이 기대된다. 올해 4 월에 출시된 저도주 잎새주 부라더도 병당 주정사용량이 10% 이상 줄어들어 기존 제품보다 원가율이 5% 이상 낮을 것으로 보인다. 잎새주 부라더 판매량 증가와 함께 원가율도 하락할 것으로 예상된다.

신규 사업도 본격화

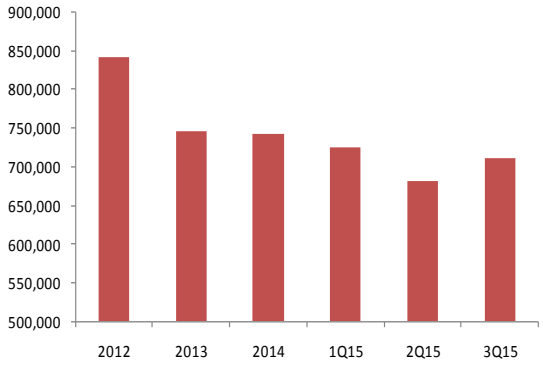
신규사업도 본격화 될 전망이다. 화장품원료 사업은 2,3-BDO 가 적용된 시제품이 출시되었으며, 고객사의 제품 양산이 시작되면 의미있는 수준의 매출이 발생할 것으로 예상된다. 베트남 주정 컨설팅 사업은 현지업체 사정으로 일정이 다소 지연되었으나 내년부터는 연결 실적에 본격 반영될 수 있을 것으로 보인다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	1,245	1,362	2,352	2,269	2,558	2,592
yoy	%	90.7	9.4	72.7	-3.5	12.7	1.3
영업이익	억원	26	87	217	254	291	282
yoy	%	-47.8	239.7	148.6	17.0	14.8	-3.1
EBITDA	억원	79	156	343	306	375	361
세전이익	억원	-206	186	162	233	283	281
순이익(지배주주)	억원	-160	247	88	121	157	155
영업이익률%	%	2.1	6.4	9.2	11.2	11.4	10.9
EBITDA%	%	6.4	11.5	14.6	13.5	14.7	13.9
순이익률	%	-15.3	14.5	5.2	7.5	8.1	7.9
EPS	원	-3,008	4,643	1,506	1,566	2,037	2,015
PER	배	N/A	0.0	11.3	14.7	11.3	11.4
PBR	배	0.0	0.0	1.2	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	6.8	9.2	7.3	7.0
ROE	%	-26.1	40.2	10.8	11.7	13.2	11.8
순차입금	억원	213	1,162	667	345	211	-49
부채비율	%	87.2	197.6	113.2	83.6	79.6	73.3

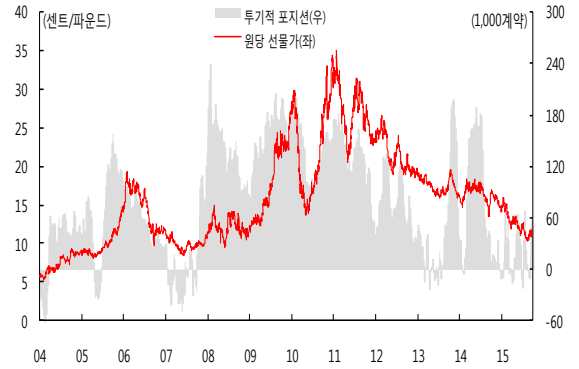
행복파트너 SK증권

조주정가격 추이 (단위 : 원/Kl)



자료 : 창해에탄올

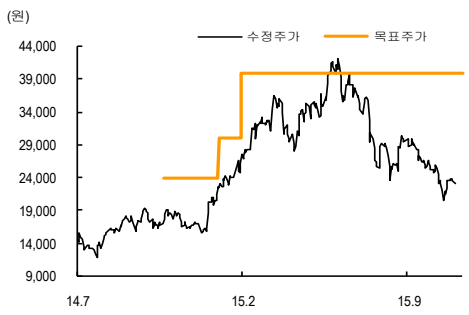
국제 원당가격 및 투기적 포지션 추이 (단위: 센트/파운드, 천계약)



자료 : 블룸버그

Analyst 김승 seungeee@sk.com / 02-3773-8919

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2015.12.02	매수	40,000원
	2015.10.05	매수	40,000원
	2015.08.11	매수	40,000원
	2015.07.07	매수	40,000원
	2015.05.14	매수	40,000원
	2015.04.14	매수	40,000원
	2015.03.18	매수	40,000원
	2015.02.27	매수	40,000원
	2015.01.29	매수	30,000원
	2014.11.18	매수	24,000원



Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2015 년 12 월 2 일 기준)

매수	94.33%	중립	5.67%	매도	0%

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,247	1,402	1,458	1,729	2,004
현금및현금성자산	85	116	256	390	650
매출채권및기타채권	388	534	461	519	526
재고자산	658	609	587	662	671
비유동자산	1,669	1,711	1,749	1,741	1,660
장기금융자산	133	166	167	167	167
유형자산	1,216	1,227	1,256	1,256	1,181
무형자산	59	56	54	51	49
자산총계	2,916	3,113	3,207	3,470	3,664
유동부채	1,691	1,131	1,207	1,285	1,294
단기금융부채	1,126	501	599	599	599
매입채무 및 기타채무	347	438	423	476	483
단기충당부채	14	1	0	1	1
비유동부채	245	521	253	253	256
장기금융부채	154	400	132	132	132
장기매입채무 및 기타채무	18	2	2	2	2
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,936	1,653	1,461	1,538	1,550
지배주주지분	690	941	1,129	1,255	1,379
자본금	27	33	39	39	39
자본잉여금	73	139	221	221	221
기타자본구성요소	-144	-64	-46	-46	-46
자기주식	-115	-18	0	0	0
이익잉여금	739	834	923	1,072	1,220
비지배주주지분	290	519	617	676	735
자본총계	980	1,460	1,747	1,932	2,115
부채와자본총계	2,916	3,113	3,207	3,470	3,664

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	1,362	2,352	2,269	2,558	2,592
매출원가	1,084	1,679	1,572	1,835	1,862
매출총이익	278	673	697	723	730
매출총이익률 (%)	20.4	28.6	30.7	28.3	28.2
판매비와관리비	191	457	444	432	448
영업이익	87	217	254	291	282
영업이익률 (%)	6.4	9.2	11.2	11.4	10.9
비영업손익	99	-55	-20	-8	-1
순금융비용	18	43	31	17	10
외환관련손익	2	-1	2	2	2
관계기업투자등 관련손익	134	-1	0	0	0
세전계속사업이익	186	162	233	283	281
세전계속사업이익률 (%)	13.7	6.9	10.3	11.1	10.8
계속사업법인세	-12	41	63	76	75
계속사업이익	198	121	171	207	205
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	198	121	171	207	205
순이익률 (%)	14.5	5.2	7.5	8.1	7.9
지배주주	247	88	121	157	155
지배주주귀속 순이익률(%)	18.14	3.76	5.32	6.14	5.99
비지배주주	-49	33	50	50	50
총포괄이익	199	136	156	193	191
지배주주	249	105	97	134	132
비지배주주	-50	31	59	59	59
EBITDA	156	343	306	375	361

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	96	383	219	239	279
당기순이익(손실)	186	162	212	207	205
비현금성항목등	-53	236	109	168	156
유형자산감가상각비	68	122	48	80	75
무형자산상각비	1	4	4	4	4
기타	-5	64	4	-7	-7
운전자본감소(증가)	-25	10	-64	-60	-7
매출채권및기타채권의 감소(증가)	65	-121	59	-59	-7
재고자산감소(증가)	16	51	22	-75	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-78	101	-87	54	6
기타	-27	-21	-57	20	2
법인세납부	-14	-25	-38	-76	-75
투자활동현금흐름	140	-251	-30	-62	25
금융자산감소(증가)	-78	-137	25	0	0
유형자산감소(증가)	-62	-137	-71	-80	0
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
기타	280	24	16	19	26
재무활동현금흐름	-206	-99	-50	-44	-44
단기금융부채증가(감소)	32	-740	-151	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	351	35	0	0
자본의증가(감소)	35	251	136	0	0
배당금의 지급	-8	-7	-33	-8	-8
기타	-35	46	-36	-36	-36
현금의 증가(감소)	28	31	140	134	260
기초현금	57	85	116	256	390
기말현금	85	116	256	390	650
FCF	-234	156	238	156	277

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	9.4	72.7	-3.5	12.7	1.3
영업이익	239.7	148.6	17.0	14.8	-3.1
세전계속사업이익	흑전	-13.0	43.8	21.3	-0.8
EBITDA	97.2	119.5	-11.0	22.7	-3.7
EPS(계속사업)	흑전	-67.6	4.0	30.1	-1.1
수익성 (%)					
ROE	40.2	10.8	11.7	13.2	11.8
ROA	9.6	4.0	5.4	6.2	5.8
EBITDA마진	11.5	14.6	13.5	14.7	13.9
안정성 (%)					
유동비율	73.8	123.9	120.8	134.6	154.9
부채비율	197.6	113.2	83.6	79.6	73.3
순차입금/자기자본	118.6	45.7	19.7	10.9	-2.3
EBITDA/이자비용(배)	5.7	7.1	7.2	10.5	10.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,643	1,506	1,566	2,037	2,015
BPS	12,964	14,271	14,374	15,976	17,557
CFPS	5,944	3,664	2,240	3,126	3,039
주당 현금배당금	0	500	100	100	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	12.9	27.0	20.7	20.9
PER(최저)	0.0	7.9	9.9	7.6	7.7
PBR(최고)	0.0	1.4	2.9	2.6	2.4
PBR(최저)	0.0	0.8	1.1	1.0	0.9
PCR	0.0	4.6	10.3	7.4	7.6
EV/EBITDA(최고)	0.0	7.3	14.1	11.3	11.2
EV/EBITDA(최저)	0.0	5.9	6.6	5.2	4.9

자료 : 창해에탄올, SK증권 추정

풍국주정(023900/KQ)

산업용 가스로 안정성 확보

Not Rated

풍국주정은 주정업계 M/S 5 위 업체이며, 주정 외에 탄산가스 등 산업용가스, 수소가스 제조/판매를 영위하고 있다. 선도산업과 에스디지는 주정산업의 낮은 성장성을 보완해주고 있다. 2014 년 기준 주정과 산업용가수 부문의 연결실적 기여도가 약 50%에 달해 주정과 비슷한 수준의 수익을 창출하고 있다. 서울 양재동, 삼성동(한전부지 옆)에 사옥도 보유하고 있어 보유자산가치 대비 저평가되어 있다고 판단된다.

Analyst
김승
seungeee@sk.com
02-3773-8919

Company Data	
자본금	42 억원
발행주식수	840 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	916 억원
주요주주	
이한용(외10)	67.84%
외국인지분률	1.60%
배당수익률	2.30%

Stock Data	
주가(15/11/30)	10,900 원
KOSDAQ	688.38 pt
52주 Beta	0.58
52주 최고가	14,750 원
52주 최저가	9,000 원
60일 평균 거래대금	3 억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.5%	-10.2%
6개월	-14.2%	-11.3%
12개월	12.4%	-11.0%

주정업계 M/S 5 위업체

풍국주정은 주정업 M/S 9.6%를 차지하고 있는 주정업계 5 위 업체이다. 발효주정/정제주정 제조/판매, 탄산가스/수소가스 등 산업용 가스 및 사료용 건조 주정박 제조/판매를 주사업으로 하고 있다. 주정생산 과정에서 발생하는 탄산가스 등을 활용하기 위해 유관산업에 진출 차원에서 산업용가스 사업을 시작했다. 선도산업은 탄산가스 외 산소, 질소, 알곤가스 등을 유통하고 있으며 드라이아이스용, 용접/열처리용 등으로 사용된다. 에스디지는 수소, 아세틸렌을 주로 생산/유통하고 있으며 반도체 세척 등에 주로 사용된다.

산업용가스로 실적 성장성 확보

주정산업의 낮은 성장성을 보완하기 위해 산업용가스 사업에 진출했다. 선도산업은 선도화학에서 생산된 산업용 가스를 유통하는 역할을 담당한다. 탄산가스를 비롯해 300 여 가지의 다양한 제품을 취급하고 있어 사업이 안정적이다. 연간 매출 250~300 억원에 영업이익 20~25 억원 가량을 창출하고 있다. 수소가스는 대한유화/태광산업 등으로부터 원료가스를 공급받아 고순도 수소를 생산한 후 고객사에 납품하고 있다. 연간 매출은 약 300 억원, 영업이익률은 약 10% 수준이다. 수소가스 가격은 원유가에 연동해서 산출된다. 최근 국제유가 하락으로 가격하락 리스크가 일부 있지만 신규 납품처를 확보하며 사업을 확장하고 있다. 2014 년 기준 주정부문 실적이 매출 511 억원, 영업이익 59 억원이라는 점을 감안하면 산업용가스 부문이 연결실적의 50%를 차지할 정도로 비중이 크다는 것을 알 수 있다.

보유자산 가치 대비 저평가

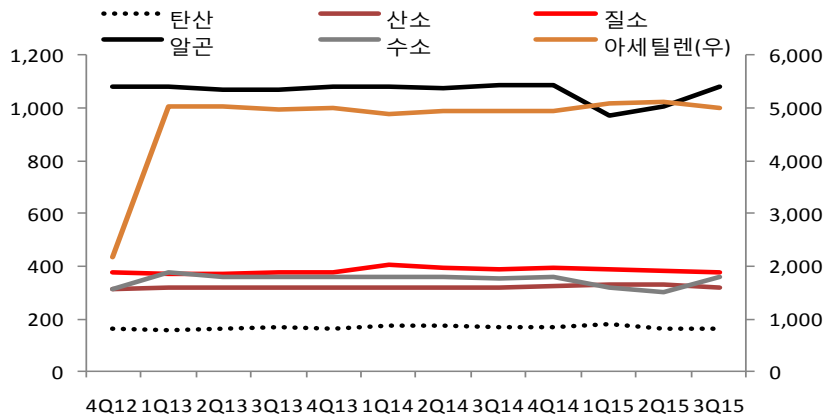
풍국주정 본사는 대구에 있으나 서울 양재동, 삼성동(한전부지옆)에 사옥을 보유하고 있다. 3Q15 기준 투자부동산의 장부가는 약 340 억원이며, 개발가치가 높은 지역이라는 점을 감안시 시가는 이보다 훨씬 클 것으로 추정된다. 약 1 만평에 달하는 대구공장 부지 또한 장부가 40 억원으로 평가되고 있어 자산가치에 비해 저평가되어 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	918	1,003	1,078	1,066	1,105	1,155
yoy	%	14.1	9.2	7.5	-1.1	3.6	4.5
영업이익	억원	71	104	86	97	123	145
yoy	%	-25.9	45.3	-17.1	12.7	27.0	17.9
EBITDA	억원	122	160	144	149	172	194
세전이익	억원	73	105	90	100	131	155
순이익(지배주주)	억원	45	73	62	70	93	111
영업이익률%	%	7.8	10.3	8.0	9.1	11.1	12.6
EBITDA%	%	13.3	15.9	13.4	13.9	15.6	16.8
순이익률	%	6.3	8.3	6.4	7.2	9.0	10.2
EPS	원	539	866	734	834	1,103	1,320
PER	배	8.6	8.2	13.3	13.1	9.9	8.3
PBR	배	0.5	0.7	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	4.5	4.2	6.1	6.1	4.9	4.0
ROE	%	5.4	8.3	6.6	7.2	8.9	9.9
순차입금	억원	61	-25	-53	-123	-196	-285
부채비율	%	24.2	21.2	21.8	20.4	19.8	19.1

행복파트너 SK증권

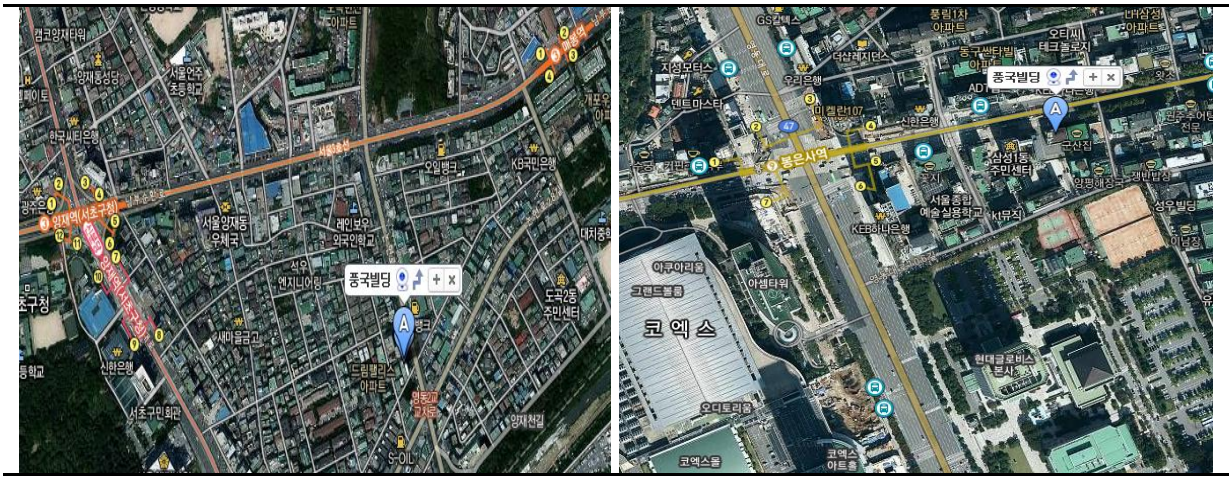
주요 산업용가스 가격추이 (단위 : Kg/원, Nm³/원)



자료 : 풍국주정

주 : 수소는 Nm³당 가격, 나머지는 Kg 당 가격

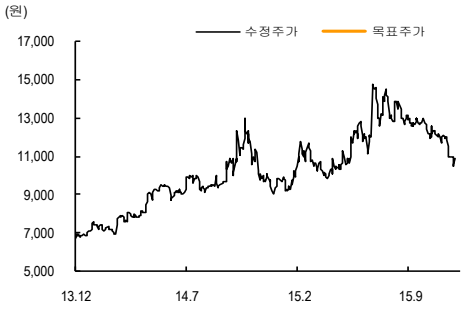
양재동, 삼성동 풍국빌딩 위치



자료 : Daum 지도

Analyst 김승 seungeee@sk.com / 02-3773-8919

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2015.12.02	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2015 년 12 월 2 일 기준)

매수	94.33%	중립	5.67%	매도	0%

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	393	431	493	577	681
현금및현금성자산	33	31	32	104	193
매출채권및기타채권	226	244	245	254	266
재고자산	65	69	70	72	75
비유동자산	832	857	847	849	851
장기금융자산	24	35	38	38	38
유형자산	383	399	400	401	401
무형자산	45	45	45	45	45
자산총계	1,225	1,288	1,340	1,426	1,532
유동부채	149	153	139	144	150
단기금융부채	47	26	11	11	11
매입채무 및 기타채무	67	96	96	100	104
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	64	77	88	92	96
장기금융부채	21	31	36	36	36
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	214	230	227	235	245
지배주주지분	914	953	1,002	1,075	1,165
자본금	42	42	42	42	42
자본잉여금	0	0	0	0	0
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	871	909	958	1,030	1,120
비지배주주지분	98	105	110	116	121
자본총계	1,011	1,057	1,113	1,190	1,287
부채와자본총계	1,225	1,288	1,340	1,426	1,532

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	1,003	1,078	1,066	1,105	1,155
매출원가	777	856	826	840	870
매출총이익	226	222	241	265	285
매출총이익률 (%)	22.5	20.6	22.6	24.0	24.7
판매비와관리비	122	137	144	142	140
영업이익	104	86	97	123	145
영업이익률 (%)	10.3	8.0	9.1	11.1	12.6
비영업손익	1	4	3	8	10
순금융비용	2	-1	-3	-5	-7
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-2	0	-2	2	2
세전계속사업이익	105	90	100	131	155
세전계속사업이익률 (%)	10.5	8.3	9.4	11.8	13.4
계속사업법인세	22	20	24	32	37
계속사업이익	83	69	77	99	117
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	83	69	77	99	117
순이익률 (%)	8.3	6.4	7.2	9.0	10.2
지배주주	73	62	70	93	111
지배주주귀속 순이익률(%)	7.25	5.72	6.57	8.38	9.6
비지배주주	10	8	6	6	6
총포괄이익	84	67	76	99	117
지배주주	74	60	71	93	112
비지배주주	11	7	6	6	6
EBITDA	160	144	149	172	194

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	150	122	129	137	151
당기순이익(손실)	83	69	77	99	117
비현금성항목등	88	83	76	73	77
유형자산감가상각비	56	58	52	49	49
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	7	6	4	-1	-1
운전자본감소(증가)	-5	0	-6	-3	-5
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-9	-17	-13	-9	-12
재고자산감소(증가)	8	-5	0	-3	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	21	0	3	5
기타	-11	0	8	5	5
법인세납부	-17	-30	-18	-32	-38
투자활동현금흐름	-102	-92	-112	-41	-39
금융자산감소(증가)	-52	-30	-60	0	0
유형자산감소(증가)	-30	-65	-48	-50	-50
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	-18	3	-4	9	11
재무활동현금흐름	-36	-33	-17	-23	-23
단기금융부채증가(감소)	-2	-30	1	0	0
장기금융부채증가(감소)	-20	20	5	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-11	-21	-21	-21	-21
기타	-3	-2	-2	-2	-2
현금의 증가(감소)	11	-2	1	72	89
기초현금	22	33	31	32	104
기말현금	33	31	32	104	193
FCF	109	64	77	86	101

자료 : 풍국주정, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	9.2	7.5	-1.1	3.6	4.5
영업이익	45.3	-17.1	12.7	27.0	17.9
세전계속사업이익	44.5	-14.3	11.6	30.4	18.4
EBITDA	30.6	-9.7	3.0	15.9	12.9
EPS(계속사업)	60.7	-15.2	13.5	32.3	19.7
수익성 (%)					
ROE	8.3	6.6	7.2	8.9	9.9
ROA	6.9	5.5	5.8	7.2	7.9
EBITDA마진	15.9	13.4	13.9	15.6	16.8
안정성 (%)					
유동비율	263.1	281.1	354.8	401.9	455.4
부채비율	21.2	21.8	20.4	19.8	19.1
순차입금/자기자본	-2.5	-5.0	-11.1	-16.4	-22.1
EBITDA/이자비용(배)	47.5	75.8	86.0	99.6	112.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	866	734	834	1,103	1,320
BPS	10,876	11,341	11,932	12,793	13,871
CFPS	1,533	1,428	1,449	1,687	1,907
주당 현금배당금	250	250	250	250	250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.2	17.7	17.7	13.4	11.2
PER(최저)	5.4	9.4	11.0	8.3	6.9
PBR(최고)	0.7	1.2	1.2	1.2	1.1
PBR(최저)	0.4	0.6	0.8	0.7	0.7
PCR	4.6	6.8	7.5	6.5	5.7
EV/EBITDA(최고)	4.2	8.0	8.3	6.8	5.6
EV/EBITDA(최저)	2.9	4.4	5.2	4.1	3.2

진로발효(018120/KQ)

주정업계 M/S 1 위업체

Not Rated

진로발효는 주정시장 M/S 16.5%를 차지하고 있는 주정업 1 위 업체이다. 소주시장 경쟁격화로 내년 주정 소비 증가가 기대되며, 이로 인한 이익 레버리지 효과가 클 것으로 전망된다. 판로가 보장되는 주정업의 특성상 매출이 증가하더라도 판관비 증가 이슈가 없기 때문이다. 주정업 외에 장기적 관점에서 크린콜(소독제), 안동소주(전통주) 등으로 사업 다각화도 추진하고 있다.

Analyst
김승
seungeee@sk.com
02-3773-8919

Company Data	
자본금	40 억원
발행주식수	752 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	2,536 억원
주요주주	
서태선(외3)	65.59%
외국인지분률	8.90%
배당수익률	3.00%

Stock Data	
주가(15/11/30)	33,700 원
KOSDAQ	688.38 pt
52주 Beta	0.54
52주 최고가	50,700 원
52주 최저가	27,350 원
60일 평균 거래대금	2 억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.4%	-10.0%
6개월	-13.3%	-10.4%
12개월	12.3%	-11.1%

주정업 M/S 1 위 업체

진로발효는 주정시장 M/S 16.5%로 주정시장 1 위를 차지하고 있는 업체이다. 대한주정판매에 전량 판매를 하는 주정업의 특성상 M/S 가 꾸준히 유지되고 있다. 소주의 원료인 발효주정, 정제주정을 생산/판매하고 있으며 주정 매출이 총매출의 95% 비중을 차지하고 있다. 부수적으로 주정소비 촉진을 위해 알코올소독제(크린콜 등)를 생산하고 있으며, 계열사로 안동소주일품(지분율 49.64%)을 보유하고 있다. 대한주정 판매 지분율은 17.48%이다.

주정소비 증가로 인한 이익 레버리지 기대

소주시장 경쟁 격화/신제품 출시 등에 힘입어 내년에도 소주시장 성장이 지속될 것으로 예상된다. 소주소비 증가는 주정소비 증가로 이어지며, 진로발효는 주정 소비 증가로 인한 이익 레버리지 효과가 가장 클 것으로 예상된다. 주정시장 성장으로 M/S 1 위인 진로발효의 매출액 증가폭이 가장 클 것이며, 판로가 보장되는 주정업의 특성상 주정소비가 늘더라도 판관비 증가 이슈가 없기 때문이다. 평균적으로 7%대의 판관비를 보이는 타 주정사와 달리 진로발효는 판관비율이 2% 수준에 불과하다. 분기별 판관비는 4~5 억 수준에서 큰 변화 없이 유지되고 있다.

장기적으로 사업 다각화 추진

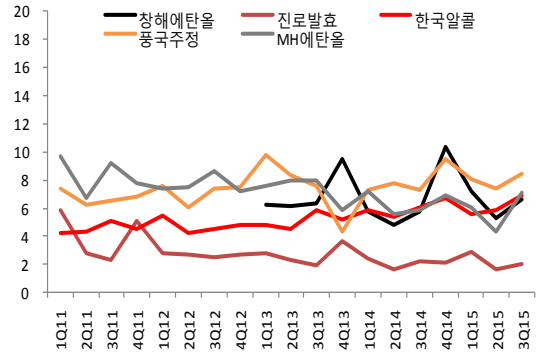
총 매출액 중 발효주정(61%)/정제주정(34%) 비중이 95%에 달해 주정매출이 대부분이지만 장기적 관점에서 사업다각화를 추진하고 있다. 크린콜(알코올 소독제)은 연간 매출이 40 억원 수준이나 매출이 조금씩 성장하고 있으며 이익도 발생하고 있어 실적에 기여하고 있다. 전방산업 진출을 위해 안동소주 지분도 인수했다. 전통주 부문이긴 하지만 전방산업에 진출했다는 점에서 의미가 있다고 생각된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	806	816	857	901	945	980
yoy	%	6.2	1.3	5.0	5.1	4.9	3.7
영업이익	억원	129	183	194	204	229	245
yoy	%	26.7	41.7	5.9	5.1	12.1	7.0
EBITDA	억원	143	197	209	218	241	256
세전이익	억원	199	186	206	218	242	261
순이익(지배주주)	억원	155	141	163	169	183	197
영업이익률%	%	16.1	22.5	22.7	22.7	24.2	25.0
EBITDA%	%	17.7	24.2	24.3	24.2	25.6	26.2
순이익률	%	19.2	17.3	19.0	18.8	19.4	20.2
EPS	원	1,924	1,876	2,164	2,249	2,436	2,625
PER	배	6.3	11.7	13.6	15.0	13.8	12.8
PBR	배	1.9	3.0	3.5	3.5	3.0	2.7
EV/EBITDA	배	6.4	8.2	9.9	10.4	9.0	8.0
ROE	%	19.9	26.8	27.1	24.6	23.3	22.0
순차입금	억원	-12	-44	-177	-278	-381	-500
부채비율	%	26.5	17.7	21.8	25.1	22.0	19.2

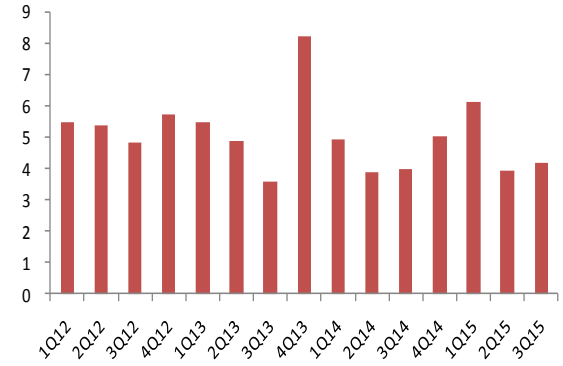
행복파트너 SK증권

주요 주정회사 판관비 추이 (단위 : %)



자료 : 각사

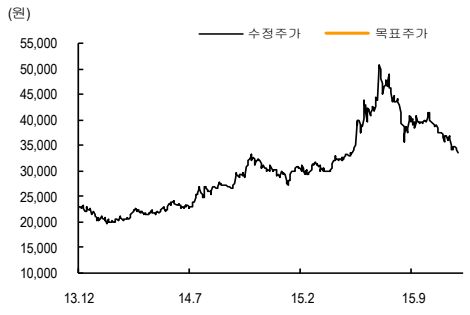
진로발효 분기별 판관비 추이 (단위 : 억원)



자료 : 진료발효

Analyst 김승 seungeee@sk.com / 02-3773-8919

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2015.12.02	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2015 년 12 월 2 일 기준)

매수	94.33%	중립	5.67%	매도	0%

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	410	538	685	803	934
현금및현금성자산	3	31	0	103	222
매출채권및기타채권	192	201	207	217	225
재고자산	136	97	100	104	108
비유동자산	249	243	232	219	208
장기금융자산	34	31	31	31	31
유형자산	179	169	158	145	134
무형자산	25	31	31	31	31
자산총계	659	781	916	1,022	1,141
유동부채	75	111	76	79	82
단기금융부채	30	55	19	19	19
매입채무 및 기타채무	15	14	14	15	16
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	23	29	107	105	102
장기금융부채	4	4	77	77	77
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	99	140	184	184	184
지배주주지분	560	642	733	838	957
자본금	40	40	40	40	40
자본잉여금	1	1	1	1	1
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	520	601	698	806	928
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	560	642	733	838	957
부채와자본총계	659	781	916	1,022	1,141

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	816	857	901	945	980
매출원가	611	645	679	698	717
매출총이익	206	212	222	247	263
매출총이익률 (%)	25.2	24.7	24.7	26.1	26.8
판매비와관리비	22	18	18	18	18
영업이익	183	194	204	229	245
영업이익률 (%)	22.5	22.7	22.7	24.2	25.0
비영업손익	2	12	14	13	16
순금융비용	-1	-3	-7	-8	-11
외환관련손익	-2	-1	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	186	206	218	242	261
세전계속사업이익률 (%)	22.8	24.1	24.2	25.6	26.6
계속사업법인세	45	44	48	59	63
계속사업이익	141	163	169	183	197
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	141	163	169	183	197
순이익률 (%)	17.3	19.0	18.8	19.4	20.2
지배주주	141	163	169	183	197
지배주주귀속 순이익률(%)	17.29	19	18.78	19.39	20.15
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	141	157	166	180	195
지배주주	141	157	166	180	195
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	197	209	218	241	256

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	111	217	169	170	183
당기순이익(손실)	141	163	169	183	197
비현금성항목등	62	59	56	58	59
유형자산감가상각비	14	14	14	13	11
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	4	1	-5	-6	-6
운전자본감소(증가)	-31	36	-12	-11	-10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	4	-9	-6	-10	-8
재고자산감소(증가)	-38	39	-3	-5	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2	1	7	1	1
기타	6	5	-10	4	1
법인세납부	-62	-40	-45	-60	-63
투자활동현금흐름	-31	-138	-162	10	13
금융자산감소(증가)	-31	-128	-170	0	0
유형자산감소(증가)	-16	-5	-2	0	0
무형자산감소(증가)	14	-6	0	0	0
기타	2	1	10	10	13
재무활동현금흐름	-90	-51	-39	-77	-77
단기금융부채증가(감소)	-18	25	-36	0	0
장기금융부채증가(감소)	4	0	73	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-75	-75	-75	-75	-75
기타	-1	-1	-1	-2	-2
현금의 증가(감소)	-11	28	-31	103	119
기초현금	14	3	31	0	103
기말현금	3	31	0	103	222
FCF	107	190	160	174	187

자료 : 진로발효, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	1.3	5.0	5.1	4.9	3.7
영업이익	41.7	5.9	5.1	12.1	7.0
세전계속사업이익	-6.7	11.1	5.4	11.1	7.8
EBITDA	38.3	5.8	4.5	10.8	6.1
EPS(계속사업)	-2.5	15.4	3.9	8.3	7.8
수익성 (%)					
ROE	26.8	27.1	24.6	23.3	22.0
ROA	22.0	22.6	19.9	18.9	18.3
EBITDA마진	24.2	24.3	24.2	25.6	26.2
안정성 (%)					
유동비율	543.0	486.2	895.2	1,012.6	1,145.3
부채비율	17.7	21.8	25.1	22.0	19.2
순차입금/자기자본	-7.9	-27.6	-38.0	-45.5	-52.2
EBITDA/이자비용(배)	313.6	303.4	398.2	109.8	116.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,876	2,164	2,249	2,436	2,625
BPS	7,443	8,528	9,739	11,137	12,724
CFPS	2,060	2,354	2,433	2,604	2,777
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.4	15.4	22.5	20.8	19.3
PER(최저)	6.5	9.1	12.2	11.2	10.4
PBR(최고)	3.1	3.9	5.2	4.6	4.0
PBR(최저)	1.6	2.3	2.8	2.5	2.2
PCR	10.7	12.5	13.9	12.9	12.1
EV/EBITDA(최고)	8.7	11.2	16.3	14.3	13.0
EV/EBITDA(최저)	4.5	6.3	8.2	7.0	6.2

memo

memo