

KOSDAQ
 식품, 음료, 담배

기업분석 2022.12.12

창해에탄올 (004650)

견고한 수비 후 공격의 기회를 기다리는 중

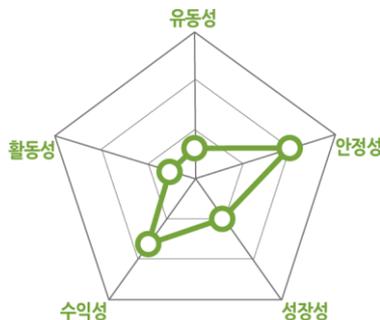
체크 포인트

- 창해에탄올은 국내 점유율(20%) 1위 주정회사로 1) 주정 사업, 2) 에너지 사업, 3) 엔지니어링 사업, 4) 무역 사업을 영위
- 동사의 투자포인트는 1) 소주의 안정적인 수요를 바탕으로 향후에도 견조한 매출이 예상되며, 2) 건전한 재무구조와 높은 배당수익률이 기대되는 점
- 2023년 창해에탄올의 매출액과 영업이익은 각각 1,092억원(+1%YoY), 127억원(+16%YoY) 전망. 현재 창해에탄올의 2023년 예상 PBR은 0.8배로 역사적 하단 수준
- 리스크 요인은 높은 원재료 가격과 원달러 환율 상승에 의한 단기 실적 악화 우려. 중장기적으로 해소될 것

주가 및 주요 이벤트



재무 지표



주: 2021년 기준, Fnguide WCS 분류 상 필수소비재산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 3Q22 기준, Trailing, Fnguide WCS 분류 상 필수소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

창해에탄올 (004650)

Analyst 최민주 mjchoi@kirs.or.kr
RA 양준호 junho.yang@kirs.or.kr

KOSDAQ
식품,음료,담배

사업의 안정성과 재무 안정성을 견비

창해에탄올은 1) 주정 사업(2021년 매출비중 77%)을 주력으로, 2) 에너지 사업(7%), 3) 엔지니어링 사업(7%), 4) 무역 사업(9%)을 영위. 동사의 투자포인트는 1) 소주의 견조한 수요와 과점화된 주정업계 경쟁 구도를 바탕으로 향후에도 안정적인 주정매출이 예상되며, 2) 건전한 재무구조와 높은 배당수익률이 기대되는 점

2023년 매출액, 영업이익은 각각 1,092억원, 127억원 전망

창해에탄올의 2023년 매출액과 영업이익은 각각 1,092억원(+1%YoY), 127억원(+16%YoY) 전망. 2022년 급등했던 원재료 가격이 부분적으로 주정 가격에 반영될 것으로 보이고, 원재료 가격 및 환율이 하향 안정화되면서 영업이익의 증가가 예상됨. 현재 창해에탄올의 2023년 예상 PBR은 0.8배로 역사적 하단 수준

단기실적 우려는 리스크 요인

동사 이익은 원재료 가격과 환율에 의해 크게 영향받는 구조로 2022년 높게 형성된 상품가격과 원달러 환율 상승은 이중고. 동사의 원재료 비축 주기를 고려시 2023년 하반기부터 점진적 이익 개선 기대. 중장기적으로 원자재 가격과 환율이 정상화되는 시기에 다시 예전의 높은 수준의 영업이익률 달성이 충분히 가능하다고 판단됨

Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액(억원)	1,873	1,147	970	1,081	1,092
YoY(%)	-4.1	-38.8	-15.4	11.4	1.0
영업이익(억원)	46	194	141	110	127
OP 마진(%)	2.4	16.9	14.5	10.1	11.6
지배주주순이익(억원)	201	130	98	50	98
EPS(원)	2,185	1,414	1,071	545	1,063
YoY(%)	440.3	-35.3	-24.3	-49.1	94.9
PER(배)	5.7	9.5	12.3	21.1	10.8
PSR(배)	0.6	1.1	1.3	1.0	1.0
EV/EBIDA(배)	8.3	7.1	8.8	9.9	8.6
PBR(배)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	17.4	10.2	7.4	3.7	7.1
배당수익률(%)	4.8	4.4	4.5	5.2	5.2

자료: 창해에탄올, 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (12/9)	11,500원
52주 최고가	15,000원
52주 최저가	10,750원
KOSDAQ (12/9)	719.49p
자본금	46억원
시가총액	1,057억원
액면가	500원
발행주식수	9백만주
일평균 거래량 (60일)	3만주
일평균 거래액 (60일)	3억원
외국인지분율	1.62%
주요주주	임성우 외 4인 27.14%



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.3	-19.3	-15.4
상대주가	0.6	-1.6	20.2

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

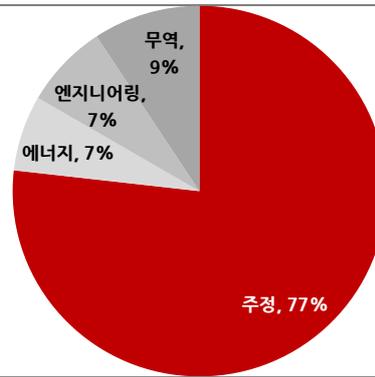
기업 개요

1) 사업부문 및 연혁

창해에탄올은 주정, 에너지, 엔지니어링, 무역 사업을 영위

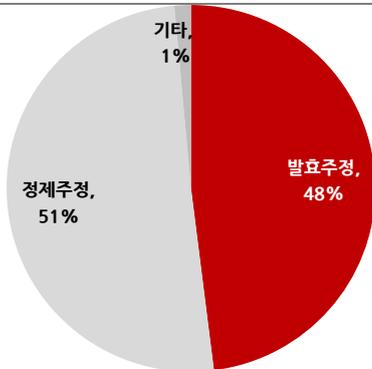
창해에탄올은 각종 주류의 주요 원료인 순수 알코올을 생산하는 1) 주정 사업이 주력이며, 이와 더불어 2) 에너지 사업, 3) 엔지니어링 사업, 4) 무역 사업을 영위하고 있다. 2021년 매출 기준 각 사업부문의 매출 비중은 주정 사업(77%), 에너지 사업(7%), 엔지니어링 사업(7%), 무역 사업(9%)으로, 주정 사업의 비중이 매우 높다.

창해에탄올의 사업부문별 매출 비중(2021년 기준)



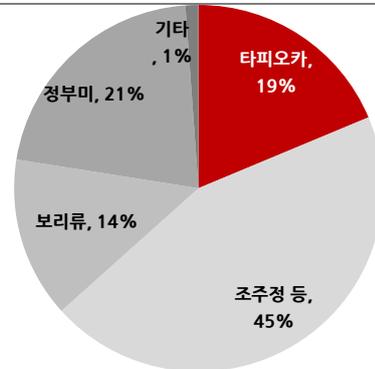
자료: 창해에탄올, 한국IR협회의 기업리서치센터

주정사업부 매출 비중(2021년 기준)



자료: 창해에탄올, 한국IR협회의 기업리서치센터

주정사업부 원재료 비중(2021년 기준)



자료: 창해에탄올, 한국IR협회의 기업리서치센터

주정사업부 소개

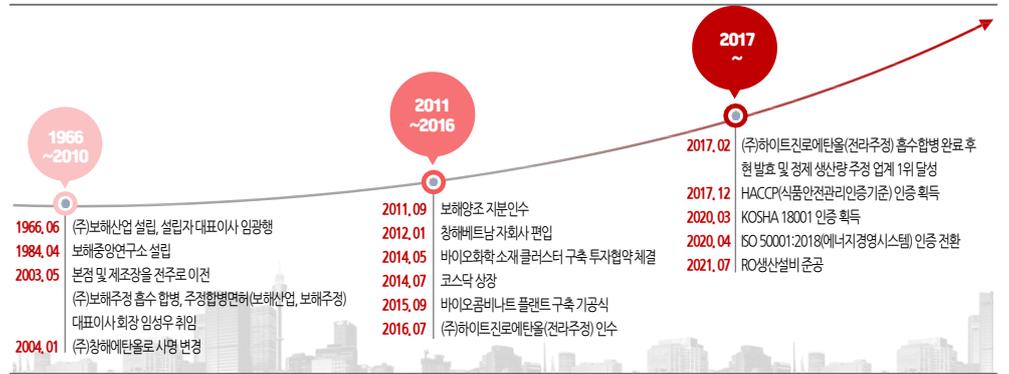
주정은 대부분 주류(소주 등)의 기초 원료로 사용되고 있다. 용도에 따라 구체적으로 1) 주류용(희석식소주 제조 등), 2) 식음용(식초, 조미료, 맛술 제조 등), 3) 공업용(의료용품, 화장품 제조 등)으로 분류된다. 최근에는 식품기구 살균 소독용, 성분 추출용, 의약용, 손소독제 등으로도 사용된다.

제조 방식에 따라서는 발효주정과 정제주정으로 나눌 수 있다. 발효주정은 녹말이 함유된 곡물을 전통 발효기법을 사용하여 순수한 에탄올을 추출하고 정제하여 생산된다. 정제주정은 알코올 이외의 성분이 포함된 조주정을 발효 과정 없이 증류해서 정제하여 생산된다. 2021년 기준 창해에탄올 주정사업부의 발효주정과 정제주정 생산 비율은 48%, 51%이다.

2020년 코로나 팬데믹 상황에서는 각국의 전략물자화에 따라 소독용 알코올 수입이 어려워지자, 국내 주정 생산 능력으로 자체 생산된 알코올을 소독용으로 우선공급했다. 참고로 손소독제는 에틸알코올(주정)에 정제수와 글리세린 등을 첨가해 제조한다. 창해에탄올은 원재료 가격이 상대적으로 저렴한 정제주정으로 손소독제를 생산했는데, 이에 따라 2020년 정제주정의 비율이 54%로 일시적으로 높았다.

주정의 원료에는 전분질 원료와 당질 원료가 있다. 전분질 원료는 쌀, 보리, 쌀보리, 밀, 수수, 고구마, 타피오카 등이 있으며, 당질 원료는 사탕수수, 사탕무 등이 있다. 창해에탄올은 주정 원재료로 조주정(45%), 정부미(21%), 타피오카(19%), 보리류(14%), 기타(1%)를 사용하고 있다. 농가 소득증대를 위한 주정용 쌀보리 계약 재배 등은 양곡 정책의 일환이므로, 정부미와 보리는 국내에서 조달하고 있다. 타피오카와 조주정은 수입을 통해 저렴하게 구입하고 있다.

창해에탄올의 연혁



자료: 창해에탄올, 한국IR협의회 기업리서치센터

연혁

창해에탄올은 1966년, (주)보해산업이라는 상호로 임광행 대표이사에 의해 설립되었다. 이후 2004년에 사명을 (주)창해에탄올로 변경했다. 2014년 7월 코스닥 시장에 신규상장했다.

동사는 2003년, 본점 및 제조장을 전주로 이전하면서 임광행 대표이사의 차남인 임성우씨가 대표이사이자 회장으로 취임했다. 같은 해, (주)보해주정을 흡수 합병했다.

2011년 9월 보해양조 지분 42.7%를 인수하며 경영권을 확보했다. 장남인 임건우씨가 물려받았던 보해양조는 계열사인 보해저축은행의 부실이 전이되면서 자금난을 겪으며 위기에 몰렸다. 창해에탄올은 구원투수로 외부 매각 위기에 놓인 가업을 되찾아 왔다. 인수 직후인 2012년말 기준 보해양조의 부채는 1,900억원을 상회했고 부채비율도 400%가 넘었지만, 동 지표들은 2016년말 각각 1,200억원, 120% 수준으로 개선되었다.

창해에탄올은 2012년 창해베트남을 자회사로 편입했다. 2014년~2015년에는 바이오에탄올 및 바이오케미칼 분야로 신사업을 추진했다. 2014년 4월 바이오화학 소재 클러스터 구축 투자협약을 체결했으며, 2015년 바이오컴비나트 플랜트를 구축했다.

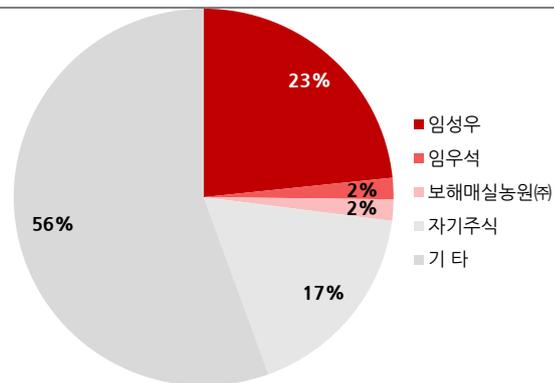
2016년, 창해에탄올은 하이트진로홀딩스로부터 하이트진로에탄올(전라주정) 주식을 인수하고, 2017년 2월 흡수합병을 완료했다. 이로써 점유율이 14%에서 20%로 상승하면서 업계 1위가 되었다. 노후화된 하이트진로에탄올 공장에서 생산하는 대신 창해에탄올의 전주 공장에서 사실상 생산을 전담하고 있어, 가동률 상승에 따른 규모의 경제, 수율 개선, 인건비 절감 등 긍정적인 효과를 볼 수 있었다. 주정업 특성 상 이러한 시장점유율은 계속 유지되면서 현재까지도 약 20%로 1위를 기록하고 있다.

2) 주주구성과 종속회사

**창해에탄올의 최대주주는
대표이사 임성우
(지분율 23.4%)**

2022년 9월 30일 기준, 창해에탄올의 주요주주는 임성우(지분율 23.4%, 대표이사), 임우석(1.8%, 임원), 보해매실농원(주)(1.8%, 기타 특수관계인)이다. 최대주주 및 특수관계인의 지분 비율은 27.1%이다. 자기주식수는 1,603,534주로 전체 발행주식의 17.4%에 해당한다.

창해에탄올의 주주구성



자료: 창해에탄올, 한국IR협의회 기업리서치센터

종속회사는

- 1) ㈜창해이엔지
- 2) CHANGHAE VIETNAM JSC
- 3) ㈜우리에너지

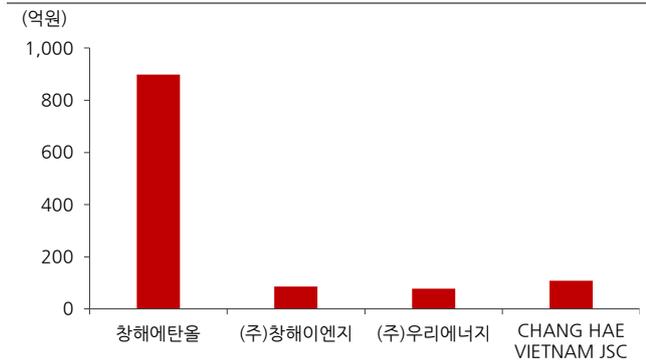
창해에탄올의 연결대상 종속회사는 1) ㈜창해이엔지(지분율: 100%, 건설업/제조업), 2) CHANGHAE VIETNAM JSC(지분율: 100%, 무역/유통), 3) ㈜우리에너지(지분율: 60%, 도소매/증기)로 총 3개사이다.

(주)창해이엔지는 2013년 11월 20일에 설립되어 에탄올플랜트의 설계, 시공 등 에탄올 플랜트 전 공정과 유지보수를 수행하고 있다. 국내 에탄올(주정) 제조 업체가 주된 고객이다. 2022년 9월 30일 기준 원주군청과 광산구청의 하수도 공사를 수주받아 진행하고 있으며, 모회사인 창해에탄올의 서버 교체 및 수전설비 교체공사도 진행 중이다.

2013년 6월 3일에 설립된 (주)창해베트남은 베트남 현지에서 타피오카 칩을 수매하여 창고 보관 후 베트남 자국시장 및 한국, 중국 등에 수출 판매하는 무역업을 영위하고 있다. 현지 기후 변화에 따른 작황 상태 및 국제 곡물가격의 변화에 따라 가격이 민감하게 변동되어 실적의 변동성이 높다.

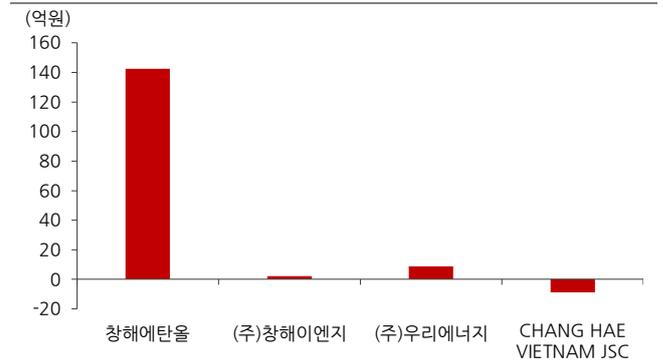
2012년 1월 18일에 설립된 (주)우리에너지는 전주권 소각자원센터 및 팔복동 폐기물 처리업체 등으로부터 폐기물 및 고품연료를 소각할 때 발생하는 소각 폐열을 활용하여 생산된 증기를 공급받아 전주시 팔복동 산업단지 소재 입주기업에게 판매하고 있다. 사업이 소규모 지역에 국한되기 때문에 성장에는 한계가 있지만, 제한된 인원으로 꾸준한 매출을 발생시키기에 수익성은 좋은 편이다.

창해에탄올 사업부/자회사별 매출(2021년 기준)



자료: 창해에탄올, 한국IR협의회 기업리서치센터

창해에탄올 사업부/자회사별 영업이익 (2021년 기준)



자료: 창해에탄올, 한국IR협의회 기업리서치센터

관계기업은

1) 보해양조(주)

2) (주)씨에스파워

관계기업으로는 1) 보해양조(주)(유효지분율: 21.5%)와 2) (주)씨에스파워(27.5%, 창해이엔지의 종속기업)가 있다. 보해양조는 창해에탄올이 2011년 9월에 인수한 전남/광주 지역 기반의 소주 회사로 주요 브랜드는 ‘잎새주’이다. 보해양조가 발행한 전환사채의 전환권 행사에 따라 창해에탄올의 보해양조에 대한 지분율이 하락해, 2020년부터 보해양조는 창해에탄올의 연결대상 종속회사에서 제외되었다. 보해양조의 매출이 2018년, 2019년 전년대비 각각 18%, 7% 감소하고, 대규모 영업적자까지 시현하면서 창해에탄올 연결실적에도 부정적인 영향을 미쳤다. 하지만, 보해양조가 최근 2년 동안 소폭의 영업흑자를 기록했으며, 지분율도 낮아져 현재 창해에탄올에 미치는 실적기여도가 제한적이다.

산업 현황

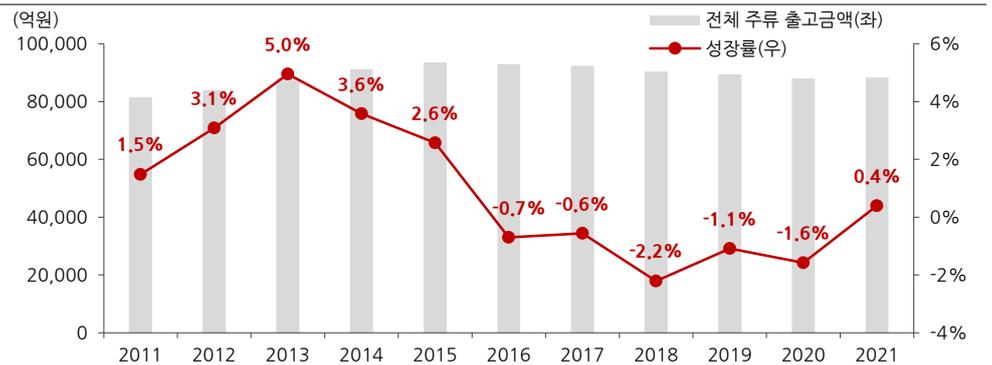
1) 국내 주류 출고금액은 2015년을 고점으로 역성장 시현

국내 주류 출고금액,
2011~2015년
연평균 3.5% 성장 vs.
2016~2021년
연평균 1% 역성장

국내 주류 전체 출고금액은 2021년 8.8조원을 기록하며 2011~2021년 동안 연평균 0.8% 성장했다. 2011년부터 2015년까지는 연평균 3.5%로 견조하게 성장했으나, 2016년부터 2021년까지 연평균 1% 역성장하며 2015년에 기록한 최고치 9.4조원을 돌파하지 못하고 있다. 특히, 2020년에는 코로나 타격으로 전년 대비 1.6% 역성장하였으며, 2021년 0.4% 성장하면서 일부 만회하는 모습을 보이고 있다.

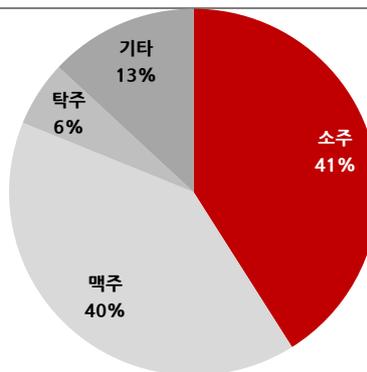
2021년 기준 주류별 출고금액을 살펴보면, 소주와 맥주가 각각 3.6조원(비중 41%), 3.5조원(40%)을 기록하며 전체 주류 시장에서 80% 이상의 비중을 차지했다. 그 다음으로는 탁주가 약 5,100억원을 기록하며 전체 시장의 6%를 차지했다.

2011~2021년 국내 전체 주류 출고금액



자료: 국세청, 한국R협의회 기업리서치센터

2021년, 소주와 맥주가 주류 시장의 81%를 차지



자료: 국세청, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 소주 출고금액,
2011~2021년
연평균 2.1% 성장

국내 주류 시장은 2015년 이전에 견조한 성장을 보여주었지만 2016년 이후 부진한 모습을 시현했는데, 구체적인 배경을 살펴보기 위해 소주와 맥주 시장을 나눠서 확인할 필요가 있다. 먼저, 소주 출고금액은 2011~2021년 동안 연평균 2.1% 성장했다. 국내 소주 출고금액은 2019년 최고치인 3.74조원을 기록하며 코로나 이전까지 꾸준한 성장세를 보여왔다. 특히, 2010년도 초중반까지 소주의 저도화 트렌드에 힘입어 주류시장의 성장을 이끌어 왔다.

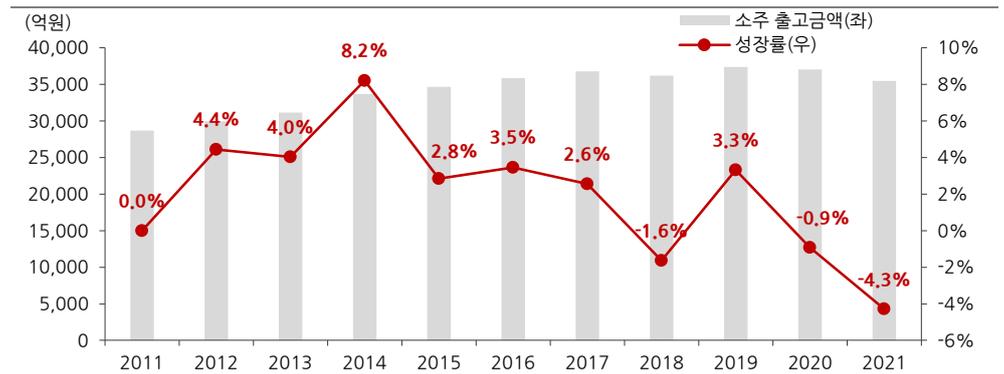
하지만, 2020년과 2021년에는 전년대비 각각 0.9%, 4.3% 감소하면서 코로나의 타격에서 벗어나지 못했다. 특히, 2021년에는 유흥업소 영업 및 사적모임 제한이 연중 지속되었고, 이는 고스란히 주류업계 매출의 타격으로 이어졌다.

**국내 맥주 출고금액,
2011~2021년
연평균 0.5% 역성장**

반면, 맥주 출고금액은 2011~2021년 동안 연평균 0.5% 역성장했다. 국내 맥주 출고금액은 2015년에 최고치인 4.34조원을 기록했지만, 그 후 연평균 3% 역성장하며 주류 시장 전체의 하락을 견인했다. 이러한 맥주 출고금액 감소의 주된 배경은 1) 혼밥 및 혼술 문화가 확산되면서 가정용 맥주 시장이 확대되었는데, 2) 이 시장에서 대형마트와 편의점 채널을 중심으로 수입맥주의 점유율이 급격히 상승했기 때문이다. 2020년 코로나 발발과 함께 5% 이상 감소했던 맥주 출고 금액은 특이하게도 2021년 3.7% 성장 전환했다. 이는 코로나가 길어지면서 혼술 트렌드가 더욱 강화되었고, 소비자의 다양한 니즈에 맞는 수제맥주가 대안으로 떠오르며 급성장했기 때문이다.

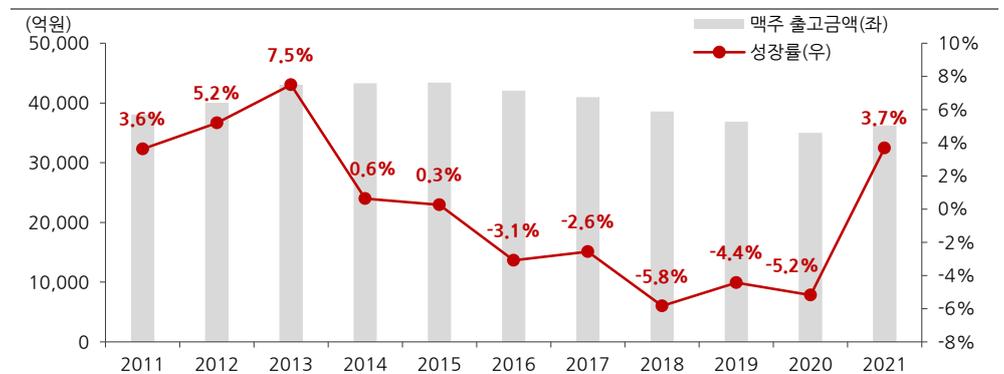
결론적으로, 코로나로 인해 일반적이지 않은 트렌드를 보였던 2020년과 2021년을 제외하면, 국내 소주시장은 지난 십여 년 동안 견조한 성장세를 시현했고 국내 맥주시장은 2016년부터 꾸준한 하락세를 기록했다.

2011~2021년 소주 출고금액



자료: 국세청, 한국IR협회의 기업리서치센터

2011~2021년 맥주 출고금액



자료: 국세청, 한국IR협회의 기업리서치센터

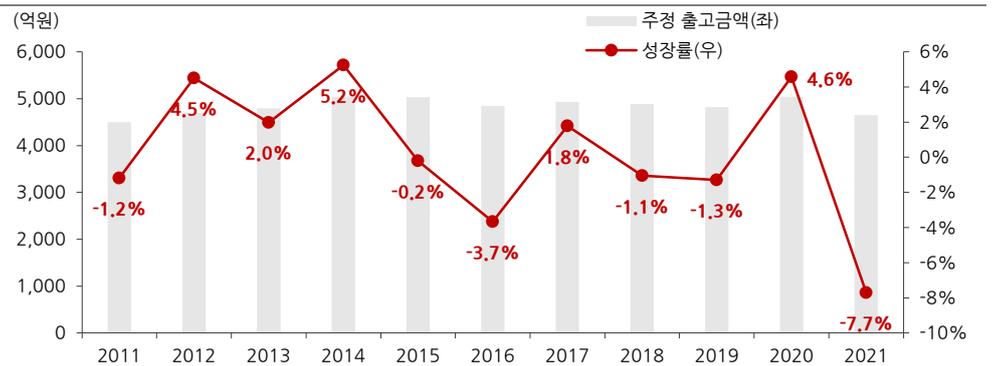
2011~2021년,
 소주 연평균 2.1% 성장 vs.
 주정 연평균 0.3% 성장

2) 국내 주정 출고금액, 2011~2021년 연평균 0.3% 성장

2021년 기준 주정 출고금액은 4,650억원으로 전년 대비 7.7% 감소했다. 동 시장은 2011~2021년 동안 연평균 0.3% 성장했다. 현재 국내에서 생산되는 주정의 90% 정도가 소주의 주원료로 사용되고 있는데, 주정의 성장률은 동 기간 소주 출고금액의 연평균 성장률(2.1%) 대비 다소 낮다. 이러한 차이는 소주는 지속적으로 가격을 인상해 온데 반해 주정은 지난 십여 년간 가격을 거의 인상하지 못한데 기인한다.

소주의 꾸준한 수요와 동행하여 주정 역시 경기에 비탄력적인 흐름을 보이며 약 5,000억원 정도의 시장 규모를 유지해왔다. 하지만, 코로나 발발 시기였던 2020년 주류 출고금액은 부진한데 반해, 주정 출고금액은 전년 대비 4.6% 증가했다. 이는 당시 전 세계적으로 소독용 알코올(주정)의 일시적 품귀현상이 발생하여 가격이 급등한 가운데, 손소독제 수요 급증에 대응하기 위해서 국내 주정업체들이 소독제용 주정을 원활하게 시장에 공급했기 때문이다. 2021년에는 1) 전년의 손소독제용 주정 출고로 인한 높은 베이스와 2) 코로나 장기화로 인해 야외활동 제한이 연간 내내 이어지면서 업소용 소주시장이 타격을 입음으로써 주정 출고금액 역시 전년 대비 큰 폭(7.7%)으로 감소했다.

2011~2021년 주정 출고금액, 경기에 비탄력적인 모습 시현



자료: 국세청, 한국IR협회의 기업리서치센터

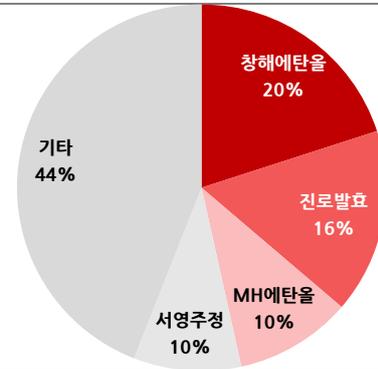
주정업은 9개 주정회사의
 과점체제, 수년째 점유율 유지

주류 산업은 세입원으로서 매우 중요한 위치를 차지하고 있을 뿐만 아니라, 물가정책, 양곡정책, 국민 보건 및 위생관리 측면과 같이 공익과 관련된 특성을 지니고 있다. 국산 쌀, 보리, 밀, 고구마 등의 국산원료는 수입원료 대비 가격이 비싸지만 정부정책에 따라 주정업체들은 국산원료를 우선적으로 사용하고, 부족분에 한해 수입원료를 사용함으로써 국내 농가 소득에 큰 몫을 담당하고 있다. 이러한 이유로 주정업종은 정부에서 제조, 판매 및 유통 과정을 철저히 관리하는 업종이다. 따라서, 주정의 입고 및 출고 관리는 전국의 세무서가 담당하고 있다. 주정회사는 생산된 주정을 판매회사인 (주)대한주정판매에 판매하고, (주)대한주정판매는 자체 탱크로리로 소주사 등 수요처에 공급하고 있다.

주정의 제조는 국세청 면허제에 의해 운영되고 있으며, 현재 총 9개의 주정회사가 전국에 각 지역별로 고르게 분포되어 있다. 각사의 주정 생산량은 국세청에서 전년도 생산실적을 기준으로 당해연도 물량을 배정받아 결정된다. 즉, 각사별 시장점유율에 따라 원료의 배정 및 제품의 생산량이 결정되기에, 9개사의 시장점유율은 수십 년째 큰 변동 없이 유사한 흐름이 유지되고 있다. 2021년 기준 상위권 주정사의 시장점유율은 창해에탄올(20%), 진로발효

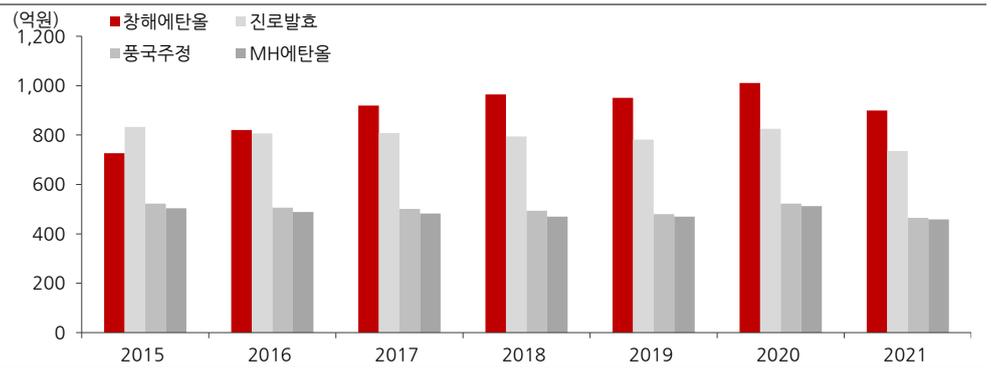
(16%), 서영주정(10%), MH 에탄올(9%), 기타(44%, 롯데칠성음료(주), 서안주정(주), 일산실업(주), 풍국주정공업(주), 한국알콜산업(주))이다.

주정 산업은 9개사가 과점하는 구조



자료: 창해에탄올, 진로발효, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 주정회사의 연간 주정매출은 매우 안정적



자료: 각 사, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

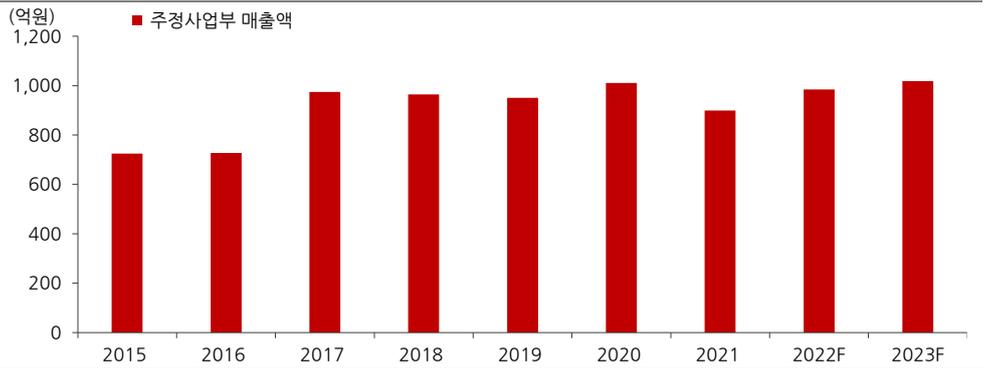
주정산업은 전방산업인
소주 시장과
밀접한 연관성을 보임

1) 안정적인 주정 매출

창해에탄올은 국내 주정시장 점유율(20%) 1위 회사로 주정사업부 매출이 매우 안정적이다. 동사의 별도기준(주정사업부) 매출액은 하이트진로에탄올을 인수한 이후인 2017년부터 최근 회계기준연도인 2021년까지 900억원 내외의 안정적인 수준을 유지하고 있다. 2022년 매출액은 984억원으로 전년대비 9.5% 증가할 전망이다.

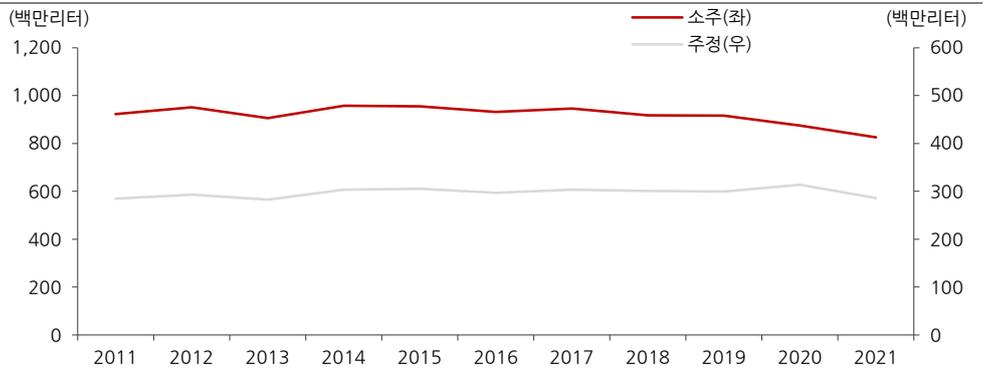
2021년에는 1) 전년의 손소독제용 주정 출고로 인해 높아진 베이스와 2) 코로나 장기화로 인해 야외활동 제한이 연간 내내 이어지면서 업소용 소주시장이 타격을 입음으로써 동사의 주정매출액이 전년대비 11% 감소했다. 하지만, 2022년 1월 25일 발효주정은 8.01%, 정제주정은 8.80% 인상되면서 2022년 3분기 누적 매출액은 전년동기대비 다시 11% 증가했다. 올해초 주정가격 인상은 소주가격이 꾸준히 인상되는데 반해 주정가격은 수해 동안 인상이 없었던 점과 주정의 원재료 가격 상승이 한꺼번에 반영된 결과였다.

창해에탄올 별도(주정사업부) 매출은 안정적인 흐름 시현



자료: 창해에탄올, 한국IR협의회 기업리서치센터

소주와 주정의 출고량은 매우 유사한 흐름



자료: 국세청, 한국IR협의회 기업리서치센터

**창해에탄올 주정사업부는
향후에도 안정적인 실적이
전망됨**

창해에탄올 주정사업부는 1) 소주의 견조한 수요, 2) 과점화된 주정업계 생태계 유지에 의해 향후에도 안정적인 실적이 전망된다. 창해에탄올이 생산하는 주정의 90%가 소주의 원료로 사용되고, 소주 제조원가의 약 50%에 해당하는 핵심 원료가 주정인 만큼 소주와 주정은 뿔레야 뿔 수 없는 관계이다. 실제로 2011년부터 소주와 주정의 출고량 추이를 살펴보면 두 지표가 매우 비슷한 흐름을 보여주고 있다. 참고로, 2020년 소주의 출고량은 전년 대비 4% 감소한데 반해 주정의 출고량은 전년 대비 5% 증가하였는데, 이는 당시 코로나 발발로 인해 국내 주정업체들이 소독제 용도로 전체 출고량의 약 10% 정도의 주정을 추가 생산했기 때문이다.

앞서 산업 현황 파트에서 설명했듯이, 국내 소주 출고금액은 지난 십여 년 동안 연평균 2.1%로 견조하게 성장했다. 소주는 대한민국 대중주로서 경기에 비탄력적인 속성을 띄고 있기에 향후에도 수요의 변동 폭이 적을 것으로 판단된다. 이에 따라 주정 시장 역시 안정적인 흐름을 보일 것이고, 전년의 생산량에 의해 점유율이 정해지는 과점형 주정 업체로 인해 창해에탄올 주정사업의 매출 역시 경기 침체 등 외부환경 영향을 덜 받을 것으로 전망된다.

또한, 창해에탄올이 생산하는 주정 전량을 (주)대한주정판매에 판매하고 있기 때문에, 시장상황이 어려워질 때에도 별도의 영업네트워크 확보를 위한 노력이 요구되지 않는다. 뿐만 아니라, 장치산업 특성상 초기 투자비용이 상당히 높고, 정부의 까다로운 인허가 및 관리 정책 시행으로 신규 업체 진입에 의한 경쟁 요소가 매우 낮은 편이다. 이러한 배경으로 안정적인 매출이 지속적으로 가능할 것으로 예상된다.

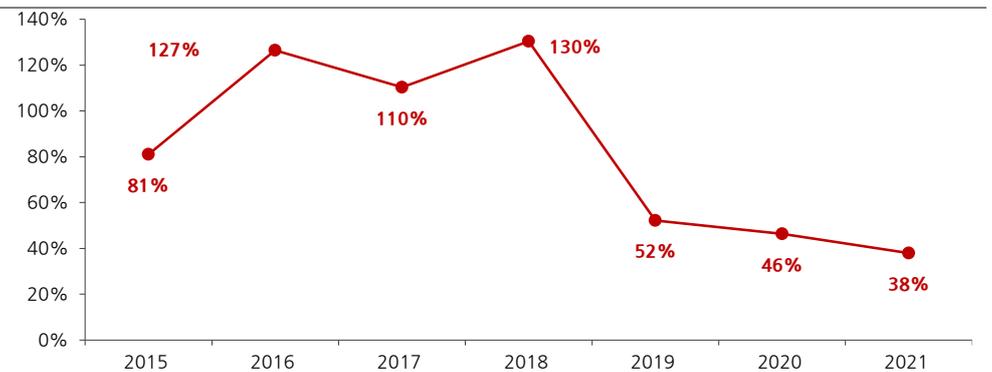
2) 안정적인 재무구조와 높은 배당수익률

**창해에탄올의 강점은
안정적인 재무구조와
높은 배당수익률**

창해에탄올은 1) 안정적인 재무구조와 2) 높은 배당수익률이 강점이다.

창해에탄올의 부채비율은 2016~2018년 동안 110%~130%를 기록한 이후 지속적으로 하락하고 있다. 2019년에 52%로 개선되었고 2020년 46%, 2021년 38%로 재차 하락했다. 최근 3년 동안 부채비율이 하락한 이유는 1) 부채비율이 높은 보해양조가 연결대상 종속회사에서 제외되었고, 2) 하이트진로에탄올 인수 자금으로 늘어난 부채를 안정적인 영업현금흐름으로 빠르게 상환하고 있기 때문이다.

창해에탄올 부채비율

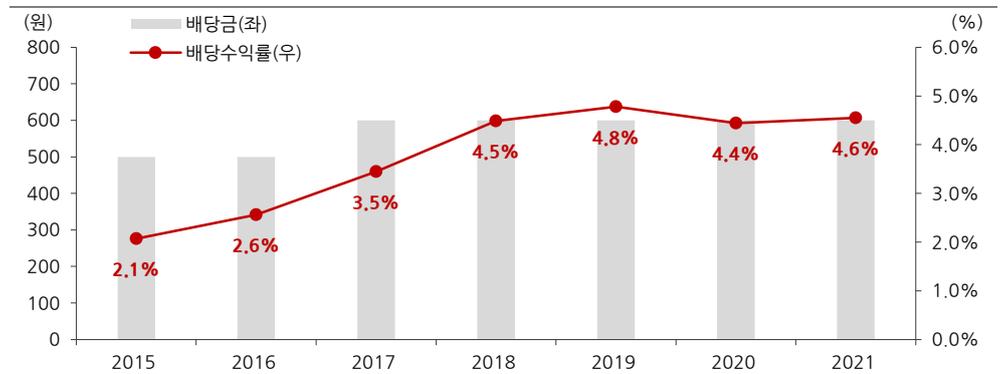


자료: 창해에탄올, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사는 주당배당금(DPS, Dividend Per Share)을 꾸준히 유지함으로써 주주환원 정책을 펼치고 있다. 상장 이후 DPS는 2015~2016년 500원, 2017~2021년 600원을 유지하고 있다. 2018년 종속자회사(보해양조)의 실적 부진과 유형자산 손상차손 인식으로 인해 당기순손실 145억원(지배주주 귀속 당기순이익의 37억원)을 기록했을 때에도 DPS 600원을 유지했다. 이러한 정책으로 창해에탄올의 배당수익률은 2019년 이후 높은 수준(4% 이상)을 유지하고 있다.

당사는 2022년 창해에탄올 DPS를 600원으로 예상한다. 현재주가(12월 9일 11,500원) 기준으로 배당수익률 5.2%를 기대할 수 있다.

창해에탄올 배당금 및 배당수익률 추이



자료: 창해에탄올, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

1) 2022년 3분기 누적 매출 804억원(+13%YoY), 영업이익 87억원(-20%YoY)

**2022년 3분기 누적기준
매출 804억원(+13%YoY),
영업이익 87억원(-20%YoY)
기록**

창해에탄올의 2022년 3분기 누적 매출액은 전년대비 13% 증가한 804억원을 기록했다. 매출 성장의 배경은 1) 2022년 1월 25일, 주정 가격(발효주정 8.01%, 정제주정 8.80%)이 크게 인상되었고, 2) 전년대비 소주의 소비량이 증가하면서 주정의 수요 역시 증가했으며, 3) 전 세계적으로 농산물을 포함한 상품 가격이 급등하면서 창해에탄올의 해외지사인 창해베트남의 매출이 전년동기대비 28% 급증했기 때문이다. 참고로 주정 가격은 매년 소폭 상승하다가, 최근 몇 해 동안 정체되었다. 2022년 주정가격 인상 폭은 이례적으로 높은 편이었는데, 수년 동안 없었던 인상이 한꺼번에 반영된 것으로 사료된다.

창해에탄올의 2022년 3분기 누적 영업이익은 전년대비 20% 감소한 87억원을 기록했다. 영업이익률은 10.9%로 전년동기대비 4.6%p 하락했다. 이는 1) 2022년 극심한 인플레이션에 의해 주요 원재료인 조주정과 타피오카가 전년동기대비 각각 36%, 12% 상승했고, 2) 두 원재료를 수입하면서 달러로 결제하는데 환율 역시 급등했기 때문이다. 이에 따라 2022년 3분기 누적 매출원가율이 81.4%로 전년동기대비 7.1%p 급등했다. 반면, 동 기간 판매비용은 7.8%로 전년동기대비 2.6%p 하락해 영업이익률 큰 폭의 하락을 일부 방어했다.

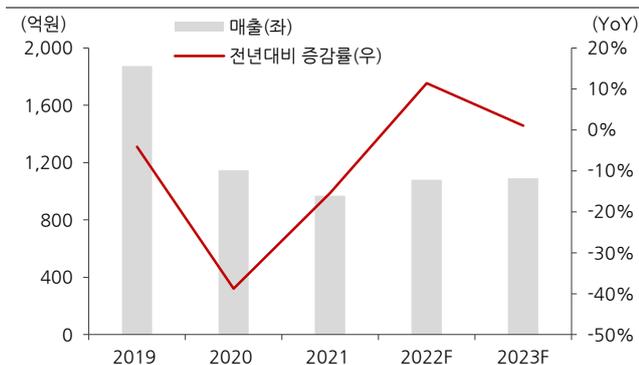
2) 2022년 연간 실적 전망

**2022년 매출액과 영업이익은
각각 1,081억원(+11%YoY),
110억원(-22%YoY) 전망**

창해에탄올의 2022년 매출액을 1,081억원(+11%YoY), 영업이익을 110억원(-22%YoY), 영업이익률은 10.1%(-4.4%pYoY)로 전망한다. 매출 성장 및 부진한 영업이익의 근거는 3분기까지 실적의 내용과 유사하다. 즉, 1) 주정 가격 인상 및 주정 수요 증가에 의한 매출 성장, 2) 원재료 가격 상승 및 환율 상승에 의한 매출원가 증가에 기인한다.

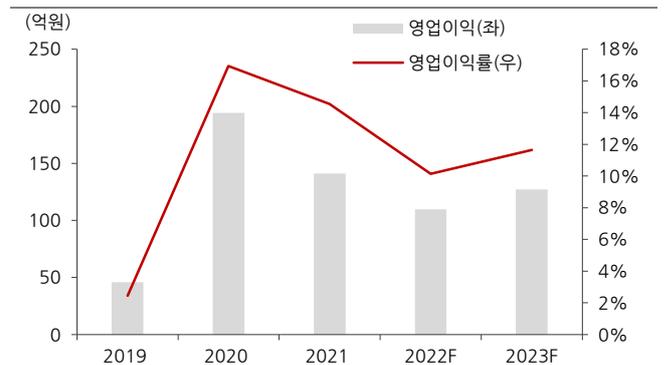
4분기에는 코로나 규제 완화에 의한 연말 송년모임 및 회식 증가와 그에 따른 업소용 소주 시장 업황 반등이 추가적인 변수이기는 하나, 침체된 경기와 높아진 원가 부담에 의한 영업이익 부진의 큰 흐름을 바꾸지는 못 할 것으로 판단한다.

창해에탄올의 연간 매출 전망



자료: 창해에탄올, 한국IR협의회 기업리서치센터

창해에탄올의 연간 영업이익 전망



자료: 창해에탄올, 한국IR협의회 기업리서치센터

3) 2023년 연간 실적 전망

2023년 매출액과 영업이익은 각각 1,092억원(+1%YoY), 127억원(+16%YoY) 전망

창해에탄올의 2023년 매출액은 1,092억원(+1%YoY), 영업이익은 127억원(+16%YoY), 영업이익률은 11.6%(+1.5%pYoY)로 전망한다. 먼저, 2022년 급등했던 원재료 가격이 부분적으로 주정 가격에 반영될 것으로 판단한다.

또한, 원재료 가격 및 환율이 하향 안정화되면서 영업이익 증가 및 영업이익률 개선이 예상된다. 다만, 동사는 통상적으로 6개월 정도 미리 원재료를 구입해 놓기 때문에, 2023년 상반기까지는 높은 원재료 가격 및 환율이 매출 원가에 반영될 것으로 예상된다. 2023년 예상 별도(주정사업부) 영업이익률은 11.3%로 2015~2021년 평균 17.8% 대비 낮은 편이지만, 2022년 예상치인 9.7%보다는 소폭 상향될 것으로 전망한다. 중장기적으로 원자재 가격과 환율이 정상화되는 시기에 다시 예전의 높은 수준의 영업이익률 달성이 충분히 가능하다고 판단한다.

Valuation

**현재 창해에탄올의
2023년 예상 PBR은 0.8배로
역사적 하단 수준**

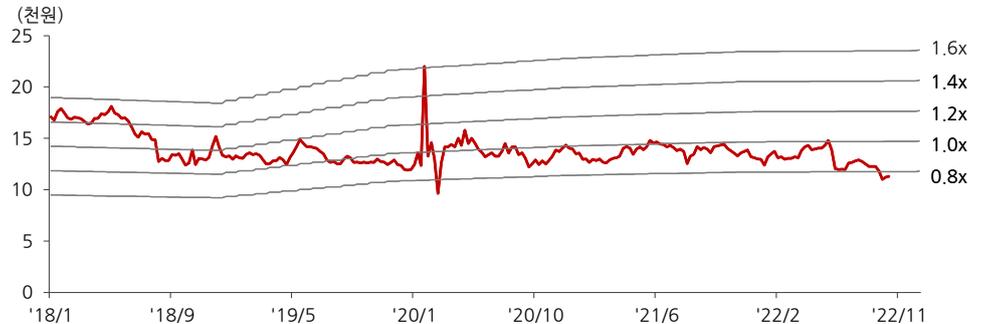
현재 PBR 밸류에이션은 역사적 하단 수준

창해에탄올은 현재 2023년 예상 BPS 기준 PBR 0.8배에서 거래되고 있다. 이는 동사의 최근 5개년(2018~2022년) PBR 밴드에서 하단 수준이다. 현재 PBR 밸류에이션은 2020년초 코로나로 인한 주가 급락 시기의 밸류에이션과 유사하다.

동사의 실적은 매출이 어느정도 규모에서 유지되면서 원재료 가격과 환율에 의해 이익률이 변동된다. 2022년은 원재료 가격과 환율 측면에서 매우 불리한 한 해였음에도, 영업이익 110억원, 지배주주 순이익 50억원의 흑자를 기록할 것으로 전망된다. 이익지표는 내년 하반기부터 개선세를 보일 것으로 전망되고, 중장기적으로 이익 증가와 함께 ROE 개선(2023F ROE 7.1%)이 예상된다. 따라서, 최근 ROE가 3%후반으로 낮아졌음에도 향후 이익가시성을 토대로 현재 PBR 0.8배는 저평가로 판단된다.

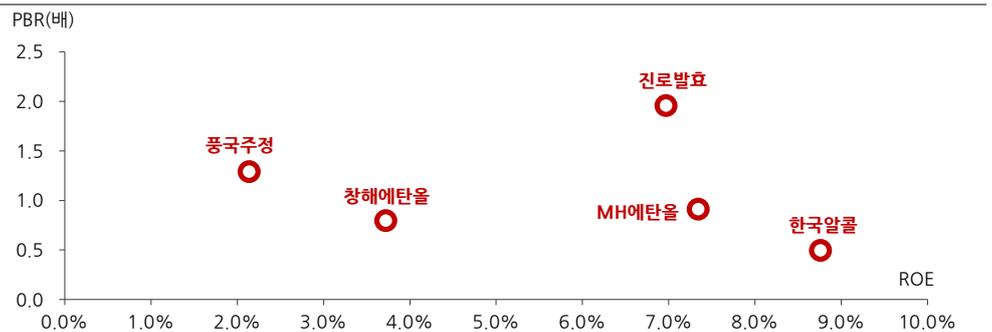
현재 국내 주식시장에 상장된 주정회사는 5개사(창해에탄올, 진로발효, MH에탄올, 풍국주정, 한국알콜)이다. 각 사들이 주정업을 기반으로 각기 다른 추가 사업(건설, 주류, 골프장, 탄산가스, 석유화학제품 등)을 영위하고 있기에 일대일 비교가 어렵다. 5개사의 PBR, ROE 매트릭스를 참고지표로 살펴보면 진로발효와 풍국주정은 고평가, MH에탄올과 한국알콜은 저평가, 그리고 창해에탄올은 중간 정도의 밸류에이션을 받고 있다.

PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

창해에탄올과 경쟁사의 PBR & ROE 비교



자료: Fnguide, 각 사, 한국IR협회의 기업리서치센터

주: ROE, PBR은 2022년 3분기 기준

창해에탄올과 주요 경쟁사의 밸류에이션 비교

(단위: 억원, %, 배)

		창해에탄올	진로발효	MH 에탄올	풍국주정	한국알콜
시장 구분		KQ	KQ	KS	KQ	KQ
주가(원)		11,500	22,000	7,980	14,950	10,450
시가총액(억원)		1,057	1,457	589	1,884	2,258
자산총계(억원)	2018	3,654	1,159	4,402	1,741	3,765
	2019	1,930	911	4,515	1,801	4,371
	2020	1,958	930	4,497	1,851	4,944
	2021	1,900	949	4,515	1,900	5,684
자본총계(억원)	2018	1,059	1,004	623	1,283	2,941
	2019	1,244	784	574	1,337	3,279
	2020	1,309	799	614	1,408	3,730
	2021	1,347	779	628	1,447	4,196
매출액(억원)	2018	1,954	869	728	1,205	2,560
	2019	1,873	884	809	1,214	2,914
	2020	1,147	1,019	946	1,180	3,717
	2021	970	903	1,021	1,277	5,017
영업이익(억원)	2018	105	165	12	134	285
	2019	46	165	78	105	331
	2020	194	155	158	112	561
	2021	141	113	233	72	540
영업이익률(%)	2018	5.4	19.0	1.7	11.2	11.1
	2019	2.4	18.7	9.7	8.7	11.4
	2020	17.0	15.2	16.7	9.5	15.1
	2021	14.5	12.6	22.9	5.7	10.8
당기순이익(억원)	2018	37	141	(6)	105	287
	2019	201	141	(5)	78	318
	2020	130	114	68	82	510
	2021	98	93	59	71	459
ROE(%)	2018	3.5	14.8	(0.9)	8.5	10.5
	2019	17.5	15.8	(0.9)	6.0	10.2
	2020	10.2	14.4	11.5	6.0	14.6
	2021	7.4	11.8	9.5	5.0	11.6
PER(배)	2018	33.0	16.1	N/A	23.1	5.4
	2019	5.7	14.4	N/A	27.1	5.1
	2020	9.5	17.9	9.1	32.2	5.5
	2021	12.3	21.8	12.7	27.1	5.6
PBR(배)	2018	1.2	2.3	0.7	1.9	0.5
	2019	0.9	2.6	0.8	1.6	0.5
	2020	0.9	2.5	1.0	1.9	0.8
	2021	0.9	2.6	1.2	1.3	0.6
PSR(배)	2018	0.6	2.6	0.6	2.0	0.6
	2019	0.6	2.3	0.6	1.7	0.6
	2020	1.1	2.0	0.7	2.2	0.8
	2021	1.3	2.2	0.7	1.5	0.5
배당수익률(%)	2018	4.5	4.0	5.9	1.0	0.7
	2019	4.8	4.4	5.7	1.0	1.3
	2020	4.4	4.4	4.2	0.9	0.8
	2021	4.6	3.8	3.4	0.8	0.9

주: 시가총액과 주가는 12월 9일 종가 기준
 자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

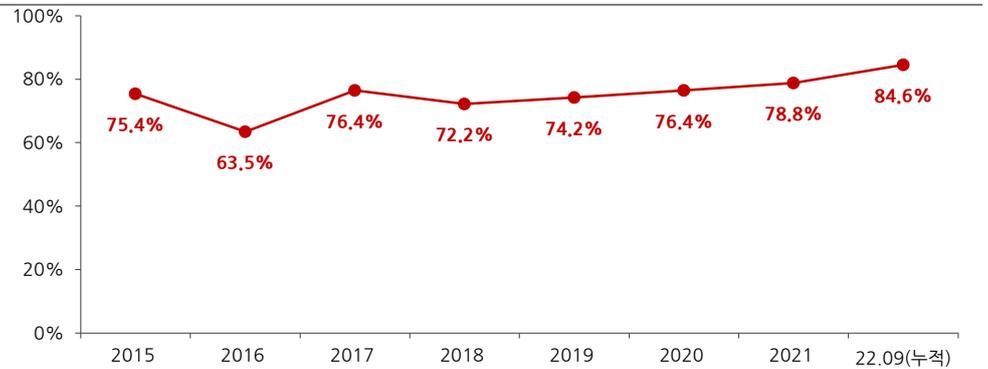
⚠ 리스크 요인

원재료가격 및
환율 변동에 따라
이익변동성 높음

원재료 가격 및 환율 상승에 의한 단기실적 우려

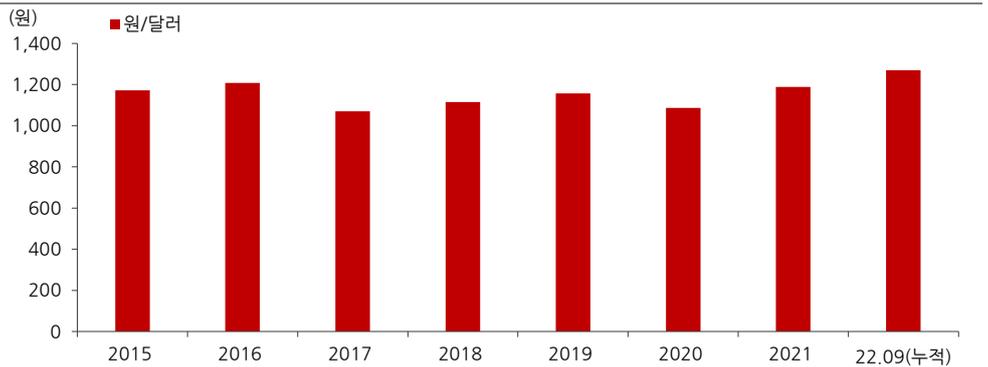
창해에탄올의 주정사업부는 회사의 근간을 이루는 주력사업부로서 전사 매출뿐 아니라 영업이익의 대부분을 차지한다. 앞서 언급한바와 같이 동사 주정사업부(별도기준 실적)의 매출원가는 원재료 가격과 환율에 의해 크게 영향 받는 구조이다. 낮은 환율 및 안정화된 원재료 가격이 반영되었던 2018~2020년 동사 별도기준 매출원가율은 72.2%~76.4%로 낮은 편이었다. 동기간 별도 영업이익률 역시 21.5%~17.9%로 역사적으로 높은 수준의 수익성을 시현했다. 참고로 동사는 통상적으로 6개월 정도 미리 원재료를 구입해 놓기 때문에 2018년 최고수준의 영업이익률(21.5%)은 2017~2018년의 낮은 환율이 반영된 결과이다.

2015~2022년, 창해에탄올 주정사업부 매출원가율 추이



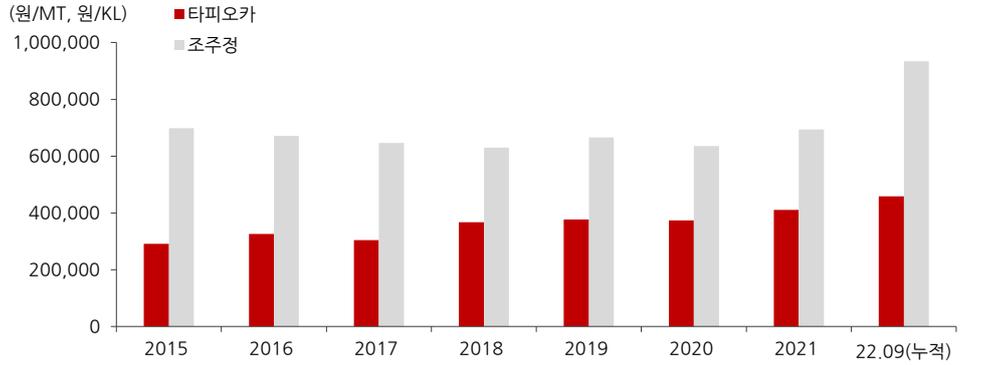
자료: 창해에탄올, 한국IR협의회 기업리서치센터

2015~2022년, 평균환율 추이



자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

2015~2022년, 주요 원재료 가격 추이



자료: 창해에탄올, 한국IR협의회 기업리서치센터
 주: 타피오카 단위는 원/MT, 조주정 단위는 원/KL

따라서, 2022년 인플레이션에 의한 높은 상품가격과 미국의 급격한 기준금리 인상이 야기한 원달러 환율 상승은 동사 실적에 이중고를 안겨줬다. 동사 원재료의 45%를 차지하는 조주정 가격은 2022년 3분기 전년동기대비 36% 상승했다. 조주정은 사탕수수를 원료로 제조하는데, 사탕수수가 바이오에탄올의 원료이기도 해서 화석연료의 대체재로서 올해 가격이 급등했다. 타피오카(비중 19%) 가격 역시 전년동기대비 12% 상승했다. 2022년 원달러 평균환율은 1분기(1,205원), 2분기(1,260원), 3분기(1,338원), 4분기(1,382원)으로 분기를 거듭할수록 상승해왔다. 이렇게 높아진 원재료와 환율은 2023년 상반기 실적에도 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다.

원자재 가격 및 환율 정상화 시, 높은 수준 영업이익률 달성 가능

하지만, 창해에탄올은 주정업계 1위사로 매출 규모, 수익성 및 재무건전성 측면에서 업계 내 우위를 점하고 있다. 따라서, 중장기적으로 원자재 가격과 환율이 정상화되는 시기에 다시 예전의 높은 수준의 영업이익률 달성이 충분히 가능하다고 판단한다. 단기적으로는 불리한 대외조건을 반영해 2023년 주정 가격 인상을 기대해 볼 수 있겠다.

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,873	1,147	970	1,081	1,092
증가율(%)	-4.1	-38.8	-15.4	11.4	1.0
매출원가	1,504	857	734	887	877
매출원가율(%)	80.3	74.7	75.7	82.1	80.3
매출총이익	369	289	236	194	215
매출이익률(%)	19.7	25.2	24.3	17.9	19.7
판매관리비	323	95	95	84	88
판매비율(%)	17.2	8.3	9.8	7.8	8.1
EBITDA	191	231	178	145	159
EBITDA 이익률(%)	10.2	20.2	18.3	13.5	14.5
증가율(%)	-25.3	21.1	-23.2	-18.2	9.3
영업이익	46	194	141	110	127
영업이익률(%)	2.4	16.9	14.5	10.1	11.6
증가율(%)	-56.3	324.8	-27.4	-22.3	16.1
영업외손익	-61	-18	3	-40	-0
금융수익	11	5	3	4	10
금융비용	55	19	12	30	10
기타영업외손익	-18	-4	12	-14	0
중속/관계기업관련손익	127	1	-9	0	0
세전계속사업이익	111	177	135	69	127
증가율(%)	흑전	60.0	-23.9	-48.6	83.1
법인세비용	58	43	34	16	28
계속사업이익	53	134	101	53	99
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	53	134	101	53	99
당기순이익률(%)	2.8	11.7	10.4	4.9	9.1
증가율(%)	흑전	155.4	-24.9	-47.1	86.0
지배주주지분 순이익	201	130	98	50	98

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	249	122	128	52	127
당기순이익	53	134	101	53	99
유형자산 상각비	144	37	37	36	32
무형자산 상각비	1	0	0	0	0
외환손익	0	2	1	0	0
운전자본의감소(증가)	-46	-71	2	-37	-4
기타	97	20	-13	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-3	-22	-18	-6	-1
투자자산의 감소(증가)	178	4	5	0	0
유형자산의 감소	93	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-73	-21	-22	0	0
기타	-201	-5	-1	-6	-1
재무활동으로인한현금흐름	-309	-108	-123	-45	-45
차입금의 증가(감소)	-309	-43	-74	0	0
사채의증가(감소)	94	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-48	-46	-46	-46	-46
기타	-46	-19	-3	1	1
기타현금흐름	-0	-1	3	-38	-4
현금의증가(감소)	-64	-8	-10	-38	77
기초현금	132	68	60	50	12
기말현금	68	60	50	12	90

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	501	546	524	540	623
현금성자산	68	60	50	12	90
단기투자자산	58	59	57	63	64
매출채권	210	230	227	253	256
재고자산	128	154	154	171	173
기타유동자산	37	42	36	40	40
비유동자산	1,429	1,411	1,377	1,379	1,351
유형자산	424	410	402	366	335
무형자산	516	516	514	514	514
투자자산	402	399	367	406	409
기타비유동자산	87	86	94	93	93
자산총계	1,930	1,958	1,900	1,919	1,974
유동부채	600	576	492	503	504
단기차입금	468	438	384	384	384
매입채무	38	52	40	45	45
기타유동부채	94	86	68	74	75
비유동부채	62	44	31	31	31
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	54	41	28	28	28
기타비유동부채	8	3	3	3	3
부채총계	662	620	523	534	535
지배주주지분	1,244	1,309	1,347	1,351	1,404
자본금	46	46	46	46	46
자본잉여금	149	179	179	179	179
자본조정 등	-129	-144	-144	-144	-144
기타포괄이익누계액	0	1	-13	-13	-13
이익잉여금	1,177	1,227	1,279	1,284	1,336
자본총계	1,268	1,338	1,378	1,385	1,439

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022F	2023F
P/E(배)	5.7	9.5	12.3	21.1	10.8
P/B(배)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
P/S(배)	0.6	1.1	1.3	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	8.3	7.1	8.8	9.9	8.6
배당수익률(%)	4.8	4.4	4.5	5.2	5.2
EPS(원)	2,185	1,414	1,071	545	1,063
BPS(원)	13,530	14,242	14,653	14,703	15,271
SPS(원)	20,377	12,475	10,553	11,758	11,878
DPS(원)	600	600	600	600	600
수익성(%)					
ROE	17.4	10.2	7.4	3.7	7.1
ROA	1.9	6.9	5.2	2.8	5.1
ROIC	3.6	11.5	8.1	6.8	8.1
안정성(%)					
유동비율	83.5	94.9	106.4	107.4	123.6
부채비율	52.2	46.3	37.9	38.5	37.2
순차입금비율	32.8	27.9	23.4	25.5	19.2
이자보상배율	0.8	13.8	13.5	11.3	13.1
활동성(%)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6
매출채권회전율	5.5	5.2	4.2	4.5	4.3
재고자산회전율	6.4	8.1	6.3	6.6	6.3

Compliance notice

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

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.