

창해에탄올(004650/KQ)

하이트진로에탄올 인수 시너지 기대

매수(유지)

T.P 40,000 원(유지)

Analyst

감승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

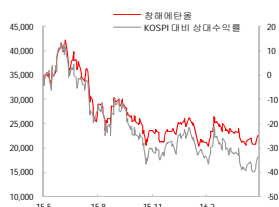
Company Data

자본금	39 억원
발행주식수	844 만주
자사주	9 만주
액면가	500 원
시가총액	1,900 억원
주요주주	
임성우(외13)	29.97%
삼성자산운용	7.77%
외국인지분률	150%
배당수익률	2.20%

Stock Data

주가(16/05/23)	22,500 원
KOSDAQ	691 pt
52주 Beta	1.39
52주 최고가	42,200 원
52주 최저가	20,300 원
60일 평균 거래대금	22 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.1%	2.9%
6개월	-4.9%	-5.2%
12개월	-36.4%	-34.3%

5월 24일 공시를 통해 하이트진로에탄올 주식 100%(75 만주)를 735 억원에 인수한다고 발표했다. 주당 인수가격은 98,000 원이며 7월 29일 인수가 마무리 될 예정이다. 이번 인수로 창해에탄올은 주정업 M/S 20%의 1 위 업체로 도약하게 된다. 원재료 공동구입, 규모의 경제효과 등 합병 시너지가 클 것으로 기대되며, 향후 합병이 이루어지게 되면 하이트진로에탄올의 연결 영업이익 기여액이 30 억원에서 70~80 억원으로 늘어날 전망이다.

5월 24일, 하이트진로에탄올 인수 공시

창해에탄올은 5월 24일 주정사업 경쟁력 강화를 위해 하이트진로에탄올 주식 100%(75 만주)를 인수한다고 공시했다. 인수금액은 735 억원이며, 주당 인수가격은 98,000 원이다. 7월 29일 인수가 마무리 될 예정이며, 3Q 부터 연결 실적으로 반영 될 전망이다. 지난 4월 20일 인수가격에 대한 견해 차이로 협상이 종결됨에 따라 인수가 어려울 것으로 봤지만 가격에 대한 입장차가 좁혀지며 인수에 성공하게 되었다.

주정업계 1 위로 도약할 수 있는 기회

현재 창해에탄올의 주정 M/S 는 14.3%이며 하이트진로에탄올의 M/S 는 5.7%이다. 주정시장 1 위인 진로발효의 M/S 가 16.4%이기 때문에 이번 인수로 창해에탄올은 주정시장 M/S 20%의 1 위 업체로 도약하게 된다. 하이트진로에탄올의 2015년 실적은 매출 279 억원, 영업이익 30 억원, 순이익 24 억원이었으며, 하반기부터 실적이 연결로 반영되면 창해에탄올의 PER 이 약 11 배 수준으로 떨어져 밸류에이션 매력도 커질 전망이다.

합병 시너지 기대

이번 인수로 주정원료 공동구입 및 규모의 경제 효과로 양사의 이익개선이 가능할 전망이다. 장기적으로는 양사의 합병을 통한 시너지기 기대된다. 현재 창해에탄올과 하이트진로에탄올의 수율은 각각 원재료 1 톤당 480Kg/430Kg 수준으로 창해의 수율이 훨씬 높다. 하이트진로에탄올 발효탑 노후화로 생산 효율이 떨어졌기 때문이다. 회사 입장에서는 노후 발효탑에 투자를 하는 것보다 합병을 통해 주정생산을 창해에탄올 쪽으로 집중하는 것이 효율적이라 판단된다. 창해에탄올의 발효주정 가동률도 70% 수준에 불과해 아직 Capa 여유도 충분하다. 일반적으로 주정업의 OPM 은 20%를 상회하나 하이트진로에탄올의 OPM 은 10%로 낮은 편이다. 향후 합병으로 하이트진로 에탄올의 마진율이 창해 수준으로 상향될 경우 하이트진로 에탄올의 연결 영업이익 기여액이 연간 30 억에서 70~80 억원 수준으로 늘어날 것으로 전망된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	1,362	2,352	2,275	2,476	2,592	2,800
yoy	%	94	72.7	-3.3	8.8	4.7	8.0
영업이익	억원	87	217	224	261	282	332
yoy	%	239.7	148.6	3.1	16.8	8.0	17.7
EBITDA	억원	156	343	354	446	435	459
세전이익	억원	186	162	207	246	272	330
순이익(지배주주)	억원	247	88	115	150	172	216
영업이익률%	%	6.4	9.2	9.8	10.5	10.9	11.9
EBITDA%	%	11.5	14.6	15.6	18.0	16.8	16.4
순이익률	%	14.5	5.2	6.6	7.4	8.0	8.9
EPS	원	4,643	1,506	1,493	1,798	2,063	2,587
PER	배	0.0	11.3	16.2	12.5	10.9	8.7
PBR	배	0.0	1.2	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	배	0.0	6.8	8.3	6.2	5.7	4.8
ROE	%	40.2	10.8	11.0	12.4	13.0	14.7
순차입금	억원	1,162	667	264	61	-227	-515
부채비율	%	197.6	113.2	81.2	80.4	77.8	75.3

하이트진로에탄올 실적 추이

(단위: 억원 %)

	2015	2014	YoY
매출	279	268	4.1
영업이익	30	20	53.0
세전이익	28	17	60.0
순이익	24	14	73.6

자료: 하이트진로에탄올

창해에탄올 및 연결법인 실적 추정

(단위: 억원)

창해에탄올	2016E	2017E
매출	2,476	2,592
영업이익	261	282
세전이익	246	272
순이익	150	172
연결실적	2016E	2017E
매출	2,616	2,871
영업이익	276	312
세전이익	260	300
순이익	162	196

자료: 창해에탄올 SK 증권 추정

주: 하이트진로에탄올은 2016년 하반기부터 연결실적에 반영

하이트진로에탄올 실적은 보수적으로 2015년 수치를 사용

2017년 예상 실적은 양사의 실적을 합산해 산출했으며, 향후 합병이 될 경우 영업이익 성장폭이 더 클 것으로 전망

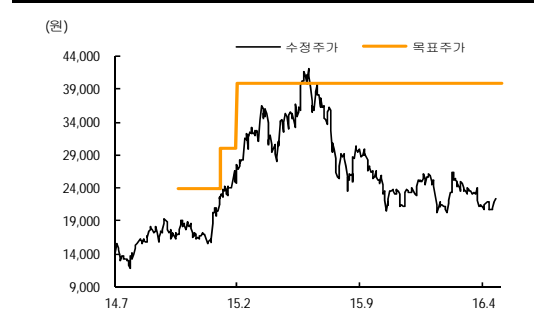
업체별 추정판매량 및 M/S 현황

(단위: D/M, %)

업체	발효주정	정제주정	계	M/S
창해에탄올	120,492	114,315	234,807	14.3
진로발효	148,183	122,641	270,824	16.4
서영주정	96,290	72,850	169,140	10.3
서안주정	50,853	56,887	107,740	6.5
롯데칠성음료	65,847	59,020	124,867	7.6
하이트진로에탄올	34,315	59,174	93,489	5.7
풍국주정공업	87,301	71,460	158,761	9.6
일산실업	105,355	74,117	179,472	10.9
MH에탄올	84,329	71,069	155,398	9.4
한국알콜공업	-	152,904	152,904	9.3
합계	792,964	854,437	1,647,401	100

자료: 창해에탄올

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.05.25	매수	40,000원
	2016.03.24	매수	40,000원
	2015.12.01	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 기재된 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 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 5월 25일 기준)

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1402	1576	1,877	2,222	2,612
현금및현금성자산	116	248	451	739	1,027
매출채권및기타채권	534	473	515	539	582
재고자산	609	621	676	707	764
비유동자산	1,711	1,861	1,760	1,608	1,483
장기금융자산	166	164	164	164	164
유형자산	1,227	1,466	1,364	1,213	1,089
무형자산	56	55	54	52	51
자산총계	3,113	3,437	3,637	3,830	4,095
유동부채	1,131	1,229	1,292	1,329	1,394
단기금융부채	501	514	514	514	514
매입채무 및 기타채무	438	483	526	551	595
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	521	310	329	347	365
장기금융부채	400	208	208	208	208
장기매입채무 및 기타채무	2	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,653	1,540	1,621	1,676	1,760
지배주주지분	941	1,152	1,257	1,382	1,550
자본금	33	39	39	39	39
자본잉여금	139	240	240	240	240
기타자본구성요소	-64	-46	-46	-46	-46
자기주식	-18	0	0	0	0
이익잉여금	834	918	1,028	1,159	1,332
비지배주주지분	519	746	759	772	786
자본총계	1,460	1,897	2,016	2,154	2,336
부채외자본총계	3,113	3,437	3,637	3,830	4,095

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	383	314	346	348	341
당기순이익(손실)	162	207	184	206	250
비현금성항목등	236	186	262	229	209
유형자산감가상각비	122	128	182	151	124
무형자산상각비	4	2	2	2	2
기타	64	35	-8	-8	-8
운전자본감소(증가)	10	-34	-38	-21	-38
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-121	47	-42	-24	-43
재고자산감소(증가)	51	-13	-55	-32	-57
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	101	-34	43	25	44
기타	-21	-35	16	10	18
법인세납부	-25	-45	-62	-66	-80
투자활동현금흐름	-251	-309	-69	17	24
금융자산감소(증가)	-137	-64	0	0	0
유형자산감소(증가)	-137	-338	-80	0	0
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
기타	24	93	12	18	25
재무활동현금흐름	-99	127	-75	-77	-77
단기금융부채증가(감소)	-740	-173	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	351	139	0	0	0
자본의증가(감소)	251	209	0	0	0
배당금의 지급	-7	-33	-39	-42	-42
기타	46	-15	-35	-35	-35
현금의 증가(감소)	31	133	203	288	288
기초현금	85	116	248	451	739
기말현금	116	248	451	739	1,027
FCF	156	85	262	345	339

자료 : 창해에탄올 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,352	2,275	2,476	2,592	2,800
매출원가	1,679	1,556	1,750	1,862	2,013
매출총이익	673	719	726	730	787
매출총이익률 (%)	28.6	31.6	29.3	28.2	28.1
판매비와관리비	457	495	465	448	455
영업이익	217	224	261	282	332
영업이익률 (%)	9.2	9.8	10.5	10.9	11.9
비영업손익	-55	-17	-15	-10	-2
순금융비용	43	22	23	18	10
외환관련손익	-1	-6	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-1	4	0	0	0
세전계속사업이익	162	207	246	272	330
세전계속사업이익률 (%)	6.9	9.1	9.9	10.5	11.8
계속사업법인세	41	58	62	66	80
계속사업이익	121	149	184	206	250
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세회과	0	0	0	0	0
당기순이익	121	149	184	206	250
순이익률 (%)	5.2	6.6	7.4	8.0	8.9
지배주주	88	115	150	172	216
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.76	5.06	6.05	6.63	7.7
비지배주주	33	34	34	34	34
총포괄이익	136	123	158	180	224
지배주주	105	110	145	167	210
비지배주주	31	13	13	13	13
EBITDA	343	354	446	435	459

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	72.7	-3.3	8.8	4.7	8.0
영업이익	148.6	3.1	16.8	8.0	17.7
세전계속사업이익	-13.0	27.5	18.8	10.7	21.2
EBITDA	119.5	3.0	26.0	-2.4	5.5
EPS(계속사업)	-67.6	-0.9	20.4	14.8	25.4
수익성 (%)					
ROE	10.8	11.0	12.4	13.0	14.7
ROA	4.0	4.6	5.2	5.5	6.3
EBITDA마진	14.6	15.6	18.0	16.8	16.4
안정성 (%)					
유동비율	123.9	128.2	145.2	167.2	187.3
부채비율	113.2	81.2	80.4	77.8	75.3
순차입금/자기자본	45.7	13.9	3.0	-10.5	-22.1
EBITDA/이자비용(배)	7.1	11.4	12.6	12.3	13.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,506	1,493	1,798	2,063	2,587
BPS	14,271	14,659	14,883	16,362	18,357
CFPS	3,664	3,181	4,012	3,896	4,106
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.9	28.3	14.7	12.8	10.2
PER(최저)	7.9	10.4	11.3	9.8	7.9
PBR(최고)	1.4	2.9	1.8	1.6	1.4
PBR(최저)	0.8	1.1	1.4	1.2	1.1
PCR	4.6	7.6	5.6	5.8	5.5
EV/EBITDA(최고)	7.3	12.3	6.7	6.2	5.3
EV/EBITDA(최저)	5.9	5.9	5.5	5.0	4.2