

SK COMPANY Analysis



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

Company Data

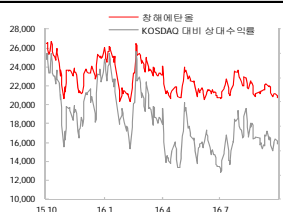
자본금	42 억원
발행주식수	844 만주
자사주	12 만주
액면가	500 원
시가총액	1,769 억원
주요주주	

외국인지분률	100%
배당수익률	240%

Stock Data

주가(16/10/19)	20,950 원
KOSDAQ	659.83 pt
52주 Beta	1.11
52주 최고가	26,650 원
52주 최저가	20,300 원
60일 평균 거래대금	16 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.0%	-0.9%
6개월	-10.3%	-5.4%
12개월	-22.4%	-19.8%

창해에탄올 (004650/KQ | 매수(유지) | T.P 32,000 원(하향))

주정은 선방, 소주는 저조

3Q16 실적은 매출 증가에도 불구하고 보해양조 설비투자 증가, 광고선전비 증가의 영향으로 영업이익은 부진할 것으로 전망된다. 하지만 보해양조의 실적 부진이 대부분 설비 확충, 환경개선 등에 사용된 만큼 당장의 실적 부진에 일희일비 할 필요는 없다고 판단된다. 특히 내년 초 하이트진로에탄올 합병에 따른 시너지로 이익 개선효과가 클 것으로 예상되는 만큼 현재 주가는 저가매수 기회라고 생각된다.

3Q16, 실적 저조 전망

3Q16 연결 실적은 매출 602 억원(+23.7% yoy), 영업이익 38 억원(-25.3% yoy)으로 저조할 것으로 전망된다. 매출은 보해양조의 주류매출 증가, 베트남 법인 매출 성장에 힘입어 yoy 성장이 예상된다. 소주는 폭염의 영향으로 소비가 소폭 감소했으나 8월 가격인상의 영향으로 매출은 yoy 7.3% 가량 성장할 전망이다. 베트남 법인은 3Q15 기저 효과로 매출이 yoy 533% 성장할 것으로 예상되며, 분기 매출액이 약 100 억원에 달할 것으로 전망된다. 반면 주정 부문은 폭염 여파로 매출이 전년 수준에서 정체될 것으로 예상된다. 영업이익은 국산원재료 투입 증가에 따른 원가를 상승, 보해양조 설비투자 증가에 따른 감가상각비 증가, 신제품 판촉비용 증가의 영향으로 저조할 전망이다.

보해양조 투자 증가는 성장통

자회사 보해양조는 올해 HACCP 인증/Package 확충을 위한 대대적 설비투자 및 감가상각비 증가, 부라더소다 브랜드 육성을 위한 광고선전비 증가로 1Q16 이후 영업적자를 기록하고 있다. 지난 8월 공병 취급수수료 인상시기에 맞춰 소주 가격을 인상하긴 했으나 비용 증가폭이 워낙 컸던 만큼 올해 실적은 영업적자를 벗어나기 어려운 상황이다. 하지만 투자금이 대부분 생산설비 확충 및 환경개선에 사용된 만큼 당장의 실적 부진에 일희일비 할 필요는 없다고 판단된다. 오히려 기존 병/PET 제품에서 캔 제품까지 설비를 확충함에 따라 향후 회사가 다양한 제품전략을 구사할 수 있을 것으로 보인다. 부라더소다는 단순 탄산소주가 아니라 저도주 브랜드로 육성하고 있어 광고선전비 증가 또한 미래를 위한 성장통으로 받아들일 수 있다고 보인다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	1,362	2,352	2,275	2,300	2,592	2,800
yoy	%	9.4	72.7	-3.3	1.1	12.7	8.0
영업이익	억원	87	217	224	144	282	332
yoy	%	239.7	148.6	3.1	-35.8	96.4	17.7
EBITDA	억원	156	343	354	328	523	531
세전이익	억원	186	162	207	132	269	328
순이익(지배주주)	억원	247	88	115	115	186	231
영업이익률%	%	6.4	9.2	9.8	6.2	10.9	11.9
EBITDA%	%	11.5	14.6	15.6	14.2	20.2	19.0
순이익률	%	14.5	5.2	6.6	4.4	7.9	8.9
EPS	원	4,643	1,506	1,493	1,386	2,234	2,771
PER	배	0.0	11.3	16.2	15.0	9.3	7.5
PBR	배	0.0	1.2	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	배	0.0	6.8	8.3	8.1	4.4	3.7
ROE	%	40.2	10.8	11.0	9.7	14.2	15.6
순차입금	억원	1,162	667	264	93	-245	-599
부채비율	%	197.6	113.2	81.2	93.8	91.1	85.9

내년 하이트진로에탄올 합병 시너지 기대

하이트진로에탄올 인수 후 창해에탄올의 주정 M/S 는 약 20%에 달해 진로발효(M/S 16.5%)를 제치고 주정업계 1 위로 도약하게 되었다. 하이트진로에탄올은 2015 년 매출 279 억원, 영업이익 30 억원을 기록했으나 내년 초 양사의 합병과 함께 시너지가 커질 것으로 예상된다. 주정사마다 발효방식의 차이 및 발효탑의 노후화에 따라 수율에 차이가 발생하는데, 하이트진로에탄올의 수율은 원재료 1 톤당 약 435kg, 창해에탄올은 약 480kg 에 달해 톤당 약 50kg 의 생산량 차이가 발생한다. 창해에탄올의 가동률은 약 70% 수준으로 아직 여유가 있기 때문에 양사의 합병 이후 주정 생산을 창해에탄올 쪽으로 집중한다면 가동률 상승으로 인한 규모의 경제 효과, 수율 상승으로 인한 생산량 증가, 원재료 공동구매/스팀비 절감을 통한 원가 하락 등 합병시너지가 클 것으로 예상된다. 합병 이후 하이트진로에탄올의 연결영업이익 기여액은 기존 30 억원에서 70~80 억원 수준으로 크게 늘어날 것으로 전망된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가는 32,000 원으로 하향

자회사 보해양조의 설비투자 증가 및 광고선전비 증가를 반영해 연결 영업이익 추정치를 하향하고 목표주기도 40,000 원에서 32,000 원으로 하향한다. 하지만 영업이익 감소가 비용 증가에 따른 일시적 현상이며, 내년 초 하이트진로에탄올 합병에 따른 시너지를 감안해 투자의견은 매수를 유지한다. 합병 시너지를 반영한 내년도 밸류에이션이 PER 9.3 배에 불과해 현 주가는 내년을 위한 저가매수 타이밍이라 판단된다.

분기별 실적 추이

	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	487	618	557	492	602	23.7	22.3	580	3.8
영업이익	51	15	37	29	38	-25.3	31.3	60	-36.6
세전이익	43	11	38	22	34	-19.4	56.1	45	-23.8
지배주주순이익	26	-1	29	31	27	5.4	-10.6	28	-1.8
영업이익률	10.4	2.4	6.6	5.9	6.3	-4.1	0.4	10.3	-4.0
세전이익률	8.7	1.9	6.8	4.5	5.7	-3.0	1.2	7.8	-2.1
지배주주순이익률	5.4	-0.2	5.2	6.2	4.6	-0.8	-1.7	4.8	-0.3

자료: SK 증권 FN 가이드

실적추정 변경 내역

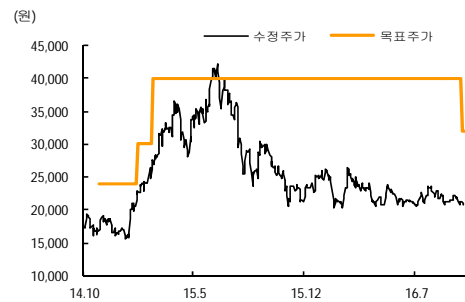
(단위: 억원 %)

	신규추정(a)		기존추정(b)		차이(a/b)	
	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
매출액	2,300	2,592	2,476	2,592	-7.1	0.0
영업이익	144	282	261	282	-45.0	0.0
영업이익률	6.2	10.9	10.5	10.9	-4.3	0.0
세전이익	132	269	246	272	-46.4	-1.0
세전이익률	5.7	10.4	9.9	10.5	-4.2	-0.1
지배주주순이익	115	186	150	172	-22.9	8.3
지배주주순이익률	5.0	7.2	6.1	6.6	-1.0	0.6
EPS(원)	1,386	2,234	1,798	2,063	-22.9	8.3

자료: SK 증권 FN 가이드

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.10.17	매수	32,000원
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 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 10월 17일 기준)

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

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,402	1,576	2,078	2,560	3,016
현금및현금성자산	116	248	893	1,231	1,585
매출채권및기타채권	534	473	478	539	582
재고자산	609	621	628	707	764
비유동자산	1,711	1,861	1,780	1,551	1,365
장기금융자산	166	164	168	168	168
유형자산	1,227	1,466	1,372	1,133	936
무형자산	56	55	54	53	51
자산총계	3,113	3,437	3,858	4,111	4,381
유동부채	1,131	1,229	1,546	1,638	1,703
단기금융부채	501	514	823	823	823
매입채무 및 기타채무	438	483	489	551	595
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	521	310	321	321	321
장기금융부채	400	208	219	219	219
장기매입채무 및 기타채무	2	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,653	1,540	1,867	1,959	2,025
지배주주지분	941	1,152	1,240	1,383	1,570
자본금	33	39	42	42	42
자본잉여금	139	240	273	273	273
기타자본구성요소	-64	-46	-72	-72	-72
자기주식	-18	0	-26	-26	-26
이익잉여금	834	918	999	1,143	1,332
비지배주주지분	519	746	750	769	787
자본총계	1,460	1,897	1,991	2,151	2,357
부채외자본총계	3,113	3,437	3,858	4,111	4,381

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	383	314	856	406	414
당기순이익(손실)	162	207	114	204	249
비현금성항목등	236	186	227	319	283
유형자산감가상각비	122	128	182	239	197
무형자산감가상각비	4	2	2	2	2
기타	64	35	0	-13	-13
운전자본감소(증가)	10	-34	573	-51	-38
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-121	47	24	-61	-43
재고자산감소(증가)	51	-13	-9	-80	-57
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	101	-34	9	62	44
기타	-21	-35	549	27	18
법인세납부	-25	-45	-58	-65	-79
투자활동현금흐름	-251	-309	-450	24	33
금융자산감소(증가)	-137	-64	144	0	0
유형자산감소(증가)	-137	-338	-79	0	0
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
기타	24	93	-513	25	34
재무활동현금흐름	-99	127	238	-93	-93
단기금융부채증가(감소)	-740	-173	276	0	0
장기금융부채증가(감소)	351	139	23	0	0
자본의증가(감소)	251	209	9	0	0
배당금의 지급	-7	-33	-39	-42	-42
기타	46	-15	-31	-51	-51
현금의 증가(감소)	31	133	645	338	355
기초현금	85	116	248	893	1,231
기말현금	116	248	893	1,231	1,585
FCF	156	85	207	403	412

자료 : 창해에탄올 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,352	2,275	2,300	2,592	2,800
매출원가	1,679	1,556	1,535	1,862	2,013
매출총이익	673	719	765	730	787
매출총이익률 (%)	28.6	31.6	33.3	28.2	28.1
판매비와관리비	457	495	621	448	455
영업이익	217	224	144	282	332
영업이익률 (%)	9.2	9.8	6.2	10.9	11.9
비영업손익	-55	-17	-12	-13	-4
순금융비용	43	22	23	26	17
외환관련손익	-1	-6	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-1	4	-5	0	0
세전계속사업이익	162	207	132	269	328
세전계속사업이익률 (%)	6.9	9.1	5.7	10.4	11.7
계속사업법인세	41	58	31	65	79
계속사업이익	121	149	100	204	249
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	121	149	100	204	249
순이익률 (%)	5.2	6.6	4.4	7.9	8.9
지배주주	88	115	115	186	231
지배주주귀속 순이익률(%)	3.76	5.06	5.02	7.18	8.25
비지배주주	33	34	-15	18	18
총포괄이익	136	123	99	202	247
지배주주	105	110	113	184	229
비지배주주	31	13	-15	18	18
EBITDA	343	354	328	523	531

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	72.7	-3.3	1.1	12.7	8.0
영업이익	148.6	3.1	-35.8	96.4	17.7
세전계속사업이익	-13.0	27.5	-36.4	104.6	21.9
EBITDA	119.5	3.0	-7.4	59.6	1.6
EPS(계속사업)	-67.6	-0.9	-7.2	61.2	24.0
수익성 (%)					
ROE	10.8	11.0	9.7	14.2	15.6
ROA	4.0	4.6	2.8	5.1	5.9
EBITDA마진	14.6	15.6	14.2	20.2	19.0
안정성 (%)					
유동비율	123.9	128.2	134.4	156.3	177.1
부채비율	113.2	81.2	93.8	91.1	85.9
순차입금/자기자본	45.7	13.9	4.7	-11.4	-25.4
EBITDA/이자비용(배)	7.1	11.4	9.3	10.2	10.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,506	1,493	1,386	2,234	2,771
BPS	14,271	14,659	14,689	16,376	18,594
CFPS	3,664	3,181	3,595	5,126	5,163
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.9	28.3	19.1	11.8	9.6
PER(최저)	7.9	10.4	14.7	9.1	7.3
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	5.8	4.1	4.0
EV/EBITDA(최고)	7.3	12.3	9.1	5.1	4.4
EV/EBITDA(최저)	5.9	5.9	7.6	4.1	3.4