

KOSDAQ | 소재

한국알콜 (017890)

퓨릿 상장 모멘텀 및 미국 부동산가치 재평가 기대

체크포인트

- 1984년 주정 및 화학제품 제조 목적으로 설립, 1992년 7월 코스닥시장 상장. 매출 비중은 1) 화학 67.5% (초산에틸/부틸 40.8%, 정밀화학 소재 등 26.7%), 2) 주정 25.9% (합수·무수 공업용 17.5%, 정제 8.4%) 3) Color Paste 2.7%, 4) 부동산 임대 3.9%
- 투자포인트: 1) 외형 증가세가 가파른 반도체 소재기업 퓨릿, 코스닥 상장 추진 2) 지분법 자회사 성장 기대 3) 미국 부동산 자산재평가 기대
- 2023년 매출액 4,469억원(YoY -12.8%), 영업이익 250억원(YoY -0.6%) 전망, 2023년 실적을 저점으로 2024년부터 실적 개선 전망

주가 및 주요이벤트

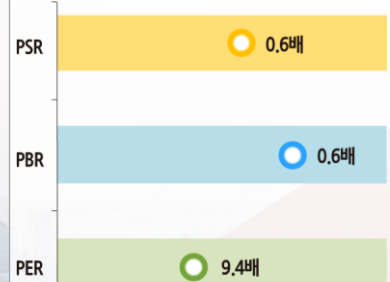


재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 소재산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PER, PBR은 2022년 기준 Trailing, Fnguide WICS 분류 상 소재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

주정사업에서 화학제품, 전자급 고순도소재까지 포트폴리오 다각화

동사는 설립초기 주정으로 사업 착수, 1989년 초산에틸공장 준공으로 화학사업 진출, 2019년 퓨릿 지분 취득으로 전자급 소재사업 진출. 최근 5개년 매출 CAGR은 19.3%로 고성장. 화학 부문(초산에틸·부틸, 퓨릿 전자소재 등)은 동기간 CAGR 26.5% 성장 주도

고성장 중인 반도체 소재기업 퓨릿은 코스닥 상장 추진

2019년 그룹사에 편입된 퓨릿의 최근 3개년 연평균성장률은 31.8% 고성장. 2023년 하반기 IPO 추진중이며, 8월 17일 거래소 상장예비심사 통과

지분법 자회사 이엔에프테크놀로지 성장 기대

이엔에프테크놀로지는 동사가 최대주주로 2022년 영업외 지분법이익에 85% 기여. 2022년 매출액은 6,802억원으로 최근 5개년 연평균 11.9%로 고성장세 시현

미국 자회사 부동산 자산재평가 기대

미국 종속기업(Soosan Corp)의 부동산 장부가는 20여년전 매입가에서 불변. 미국 상업용 부동산가격지수(CPP)는 1998년 50p에서 2023년 7월 기준 130p로 20여년간 160% 상승

Forecast earnings & Valuation

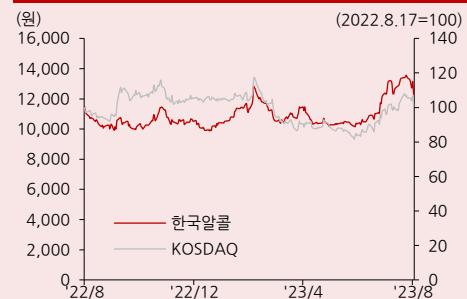
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억원)	3,717	5,017	5,127	4,469	4,774
YoY(%)	27.6	34.9	2.2	-12.8	6.8
영업이익(억원)	561	540	252	250	302
OP 마진(%)	15.1	10.8	4.9	5.6	6.3
지배주주순이익(억원)	510	459	303	208	275
EPS(원)	2,360	2,125	1,404	964	1,271
YoY(%)	60.3	-10.0	-33.9	-31.4	31.9
PER(배)	5.5	5.6	7.1	13.6	10.3
PSR(배)	0.8	0.5	0.4	0.6	0.6
EV/EBIDA(배)	3.7	3.7	5.7	7.5	6.8
PBR(배)	0.8	0.6	0.5	0.6	0.6
ROE(%)	14.6	11.6	7.0	4.5	5.7
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.5	0.8	0.8

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (8/18)	12,300원
52주 최고가	13,560원
52주 최저가	9,870원
KOSDAQ (8/18)	877.32p
자본금	108억원
시가총액	2,658억원
액면가	500원
발행주식수	22백만주
일평균 거래량 (60일)	12만주
일평균 거래액 (60일)	15억원
외국인지분율	2.39%
주요주주	케이씨엔에이 외 3인 38.82%
	트러스트자산운용 8.33%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.1	8.3	9.8
상대주가	4.1	-4.3	3.4

▶ **참고1)** 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 'EPS 증가율', 수익성 지표는 'ROIC', 활동성 지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '당좌비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

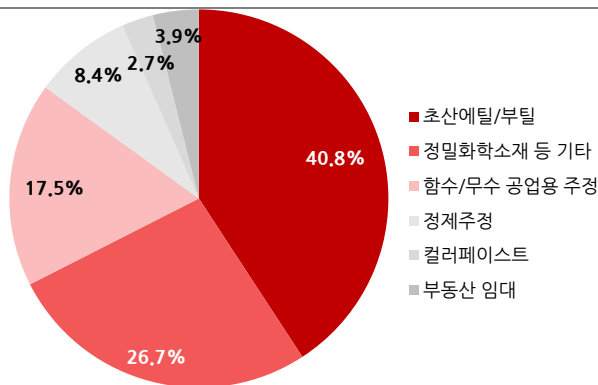
■ 기업 개요

1984년 설립된 주정 및 화학제품 제조회사

1 사업부문 및 연혁

동사는 주정 및 화학제품 제조회사로, 1984년 설립되어 1992년 코스닥에 상장되었다. 동사는 함수주정(합성주정)을 시작으로 정제주정, 무수주정 등 주정제품과 초산에틸, 초산부틸 등 석유화학제품을 생산해왔으며, 그 외 관계사 이엔에프테크놀로지와의 연결회사 퓨릿을 통해 Color Paste, 전자급 정밀화학소재 등을 공급하고 있다. 2022년 연결기준 동사의 사업부문 매출 비중은 1) 화학 67.5% (초산에틸/부틸 40.8%, 정밀화학소재 등 26.7%), 2) 주정 25.9% (함수·무수 공업용 17.5%, 정제 8.4%) 3) Color Paste 2.7%, 4) 부동산 임대 3.9%이다.

2022년 매출 비중



자료: 한국알콜, 한국IR협의회 기업리서치센터

정제주정

소주의 원료로 사용되는 주정은 곡물을 발효시켜 만드는 발효주정과 조주정을 정제하여 만드는 정제주정으로 구분된다. 동사는 이 중에서 정제주정만을 생산한다. 주정제조업은 국제청 면허제도에 의해 운영되어 진입장벽이 높은 편이며, 현재 총 9개의 주정업체가 주정을 생산하고 있다. 동사는 국내 주정시장의 10% 점유율을 차지하고 있으며, 정제주정은 대부분 대한주정판매(주)로 납품되고 있다.

함수주정

함수주정은 원료용 에탄올에 정제공정 등을 거쳐 생산되는 에탄올 순도 95%(수분 5%)의 공업용 주정이다. 소독액 및 손소독제의 원료로 사용되는 무변에탄올과 화장품, 잉크, 세정제, 용매 등 용도로 사용되는 변성에탄올로 구분된다. 동사는 국내 유일의 함수주정 생산업체로, 연간 약 5만kℓ의 생산능력을 갖추었으며 국내 시장에서 50% 이상 점유율을 차지하고 있다.

국내 유일 함수주정,
국내 최대 무수주정 생산업체로
M/S 50% 이상

무수주정

무수주정은 원료용 에탄올에 정제공정을 거쳐 생산되는 에탄올 순도 99.9% 이상의 공업용 주정이다. 합수주정과 마찬가지로 무변성에탄올과 변성에탄올로 구분되며, 제약, 시약, 페인트, 용매 등의 제조에 사용된다. 동사는 연간 6만kℓ 생산능력을 보유한 국내 최대업체로 절반 이상의 시장점유율을 차지한다.

초산에틸

초산에틸은 공업용 주정에 빙초산을 첨가하여 생산되며, 점-접착제, 도료, 잉크 등의 제조과정에서 용제로 사용된다. 동사는 국내 유일의 초산에틸 생산업체로서 연간 약 13만톤 생산능력을 확보하고 있다. 동사는 안정적인 공급망을 장점으로 수입품과의 경쟁에서 우위를 점하며, 국내시장에서 70~80% 이상의 점유율을 차지하고 있다.

국내 유일의 초산에틸, 초산부틸
생산업체로 초산에틸은 M/S
70~80% 이상, 초산부틸은 M/S
50% 이상 차지

초산부틸

부탄올에 빙초산을 첨가하여 생산되는 초산부틸은 도료, 경화제의 용제뿐만 아니라 반도체, 2차전지 등 전자재료 등의 제조과정에서도 사용되고 있다. 초산에틸과 마찬가지로 동사는 국내 유일의 초산부틸 생산업체로서 연간 약 1.5만톤을 생산하며, 국내시장에서 50% 이상 점유율을 차지한다. 전방산업인 자동차, 선박, 건설 경기에 영향을 받으며, 동사는 전자급 초산부틸 생산으로 시장 변화에 대응하고 있다.

관계사 이엔에프테크놀로지,
국내 최초 컬러 페이스트 개발

컬러 페이스트(Color Paste)

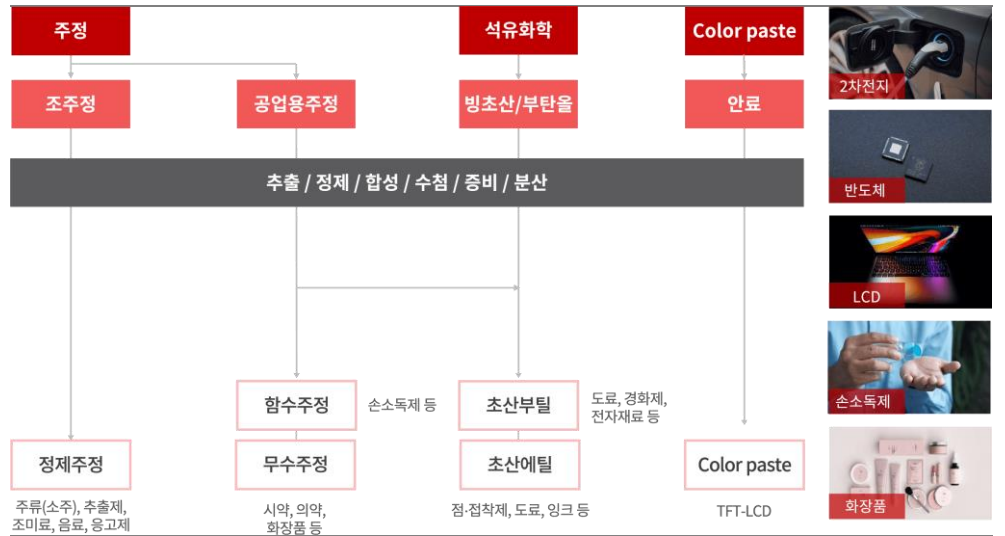
Color Paste는 컬러필터용 안료에 분산제 등을 첨가하여 분산처리를 거쳐 생산된 제품으로 컬러 포토레지스트의 주원료이자 LCD의 색 표현 품질을 결정하는 가장 중요한 소재이다. Color Paste는 과거 대부분 일본에서 수입했으나, 동사의 관계사인 이엔에프테크놀로지가 국내에서 최초로 개발에 성공하였다. 동사는 이엔에프테크놀로지외 공동사업파트너로서, 2008년부터 양산에 성공하며 컬러 페이스트를 공급하고 있다.

고순도 유기용제

고순도 유기용제는 연결회사 퓨릿이 생산하는 전자급 정밀화학소재로, 반도체, 디스플레이 공정에 사용되는 고성능 케미칼 제품의 원료이다. 연결회사는 고순도 유기용제를 생산하기 위한 다양한 정제기술과 시설을 보유하고 있으며, 폐기물 유기용제 등 재활용을 통한 친환경에너지 사업을 계획하고 있다.

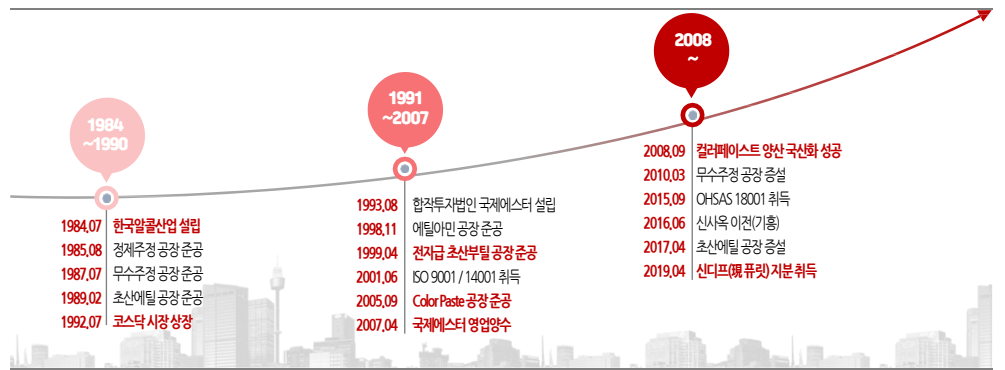
연결회사 퓨릿,
전자급 정밀화학소재 생산

생산 공정도



자료: 한국알콜, 한국IR협회의 기업리서치센터

회사 연혁



자료: 한국알콜, 한국IR협회의 기업리서치센터

- 설립초기 주정사업으로 사업 착수,
- 1989년 초산에틸공장 준공으로 화학사업 진출,
- 2019년 퓨릿 지분 취득으로 전자급 정밀화학소재사업 진출

동사는 1984년 설립하여 함수주정을 시작으로 주정사업을 영위하였다. 1985년 정제주정 공장, 1987년 무수주정 공장을 준공하여 초기 주정사업을 확대해 나갔다. 이에 그치지 않고, 1989년 초산에틸 공장을 준공하여 석유화학 제품 사업에 뛰어 들었으며, 1992년 7월 코스닥 시장 상장 성공하였다.

1990년대에는 본격적으로 화학제품 사업 확대에 나섰다. 1998년 에틸아민 공장을 준공하였으며, 1999년 전자급 초산부틸 사업을 시작하였다. 2005년에는 국내 최초로 개발한 Color Paste 공장을 준공하였다. 2007년부터 국제에스터(주)의 영업 전부 양수를 통해 초산에틸 및 초산부틸 사업을 확대해 나갔으며, 동사는 국내 유일의 공업용 에탄올과 초산에틸, 초산부틸 생산체제를 갖췄다. 2008년부터는 동사의 계열사인 이엔에프테크놀로지과 공동사업 파트너로 Color Paste를 함께 생산 및 판매하였다. 2019년에는 (주)퓨릿의 지분을 취득하여 전자급 정밀화학소재 사업을 시작하였다.

**최대주주 KC&A
지분율 33.5%**

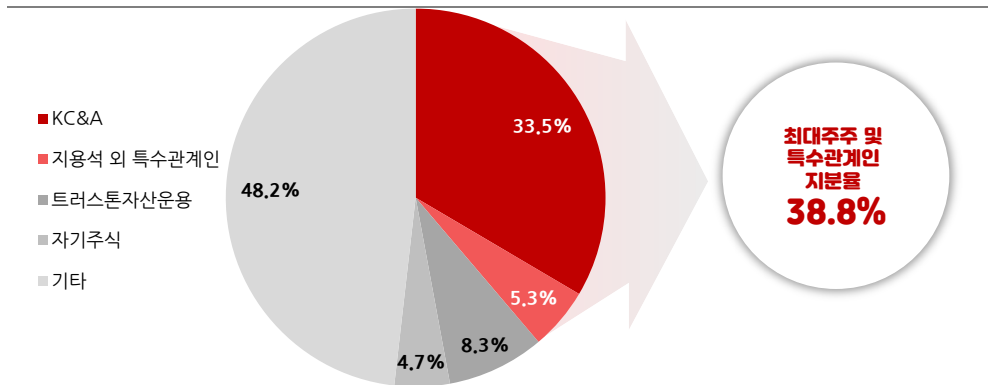
2 주주구성 및 종속기업

2023년 2분기 기준 한국알콜의 최대주주 KC&A의 지분율은 33.5%, 지용석 회장 외 특수관계인의 지분율은 5.3%로 최대주주 및 특수관계인 지분율은 38.8% 이다. 트러스톤자산운용은 지난 7월 보유주식을 1,800,196주로 늘리며, 8.3%의 지분을 갖고 있다. 자기주식수는 1,025,167로, 전체 발행주식의 4.7%이다.

한국알콜의 종속기업은 Soosan Corporation(미국)과 (주)퓨릿이 있다. Soosan Corporation는 부동산 임대 사업을 영위하며, 동사의 지분율은 100%이다. 2023년 2분기 Soosan Corporation의 매출액은 25억원으로, 전년대비 5.0% 감소하였다. (주)퓨릿은 주정 및 에탄올 관련 제품 및 상품의 제조와 판매 사업을 영위하며, 동사의 지분율은 69.9%이다. 2023년 2분기 (주)퓨릿의 매출액은 315억원으로, 전년대비 6.1% 감소하였다.

한편 동사는 지난 18일 이사회에서 연결회사 퓨릿의 코스닥 시장 상장 시, 구주매출 대금의 20%를 최대주주 및 특수관계자를 제외한 일반주주에게 차등배당 형태로 지급 계획을 밝혔다. 이는 주주환원 정책에 따른 것으로, 배당금은 퓨릿의 상장 시점이 올해 4분기로 예상되는 만큼 12월말 기준 12,192,691주를 대상으로 내년 초 지급될 예정이다. 동사는 2019년 4월 퓨릿(舊, 신디프)을 인수해 올해 4월부터 코스닥 상장을 위한 절차를 진행하고 있으며, 8월 17일 거래소로부터 상장예비심사가 승인되었다.

주주구성



자료: 한국알콜, 한국IR협의회 기업리서치센터, 2023년 2분기 기준


산업 현황
1 국내 주정산업 현황

**국내 주정업체는 9개사로
대한주정판매(주)에서 일괄 매입,
주정은 80~90% 소주 원료로 사용**

국내 주정산업은 1960년대 정부의 양곡정책에 의거 증류식 소주의 주원료인 양곡 사용이 전면 중단되면서 증류식 소주 제조업체에게 주정의 제조면허를 승인함으로써 26개 영세 주정공장이 난립하게 되어 업체간 과다경쟁, 불량주정 판매, 탈세, 도산 등 수많은 사회문제가 야기되었다. 1973년 정부는 주정산업 구조조정을 위해 영세주정 통제합과 대형화를 유도하였으며, 군소 주정의 난립을 방지하고자 신규 제조면허를 억제해 현재는 전국적으로 국세청 면허제도에 의해 9개의 주정만이 존재하며, 생산되는 주정은 모두 대한주정판매(주)에서 일괄매입한다. 대한주정판매는 주정의 구입 및 판매를 목적으로 주정 9개사가 지분을 투자하여 1972년 설립된 회사이며, 각 업체들은 지분율만큼 원료의 배정 및 제품의 생산량이 결정된다. 대한주정판매는 각 업체들이 생산한 주정을 탱크로리에 담아 소주업체에 공급한다. 대한주정판매는 각 주정업체들이 주주로 참여하고 있는 만큼 업체별 지분율이 주정업체들의 생산량과 매출액을 결정하는 핵심요인이다.

국내에서 생산되는 주정의 주용도는 80~90%가 소주의 원료인 만큼 주정산업의 성장성은 전방산업인 소주산업의 수요에 동행한다.

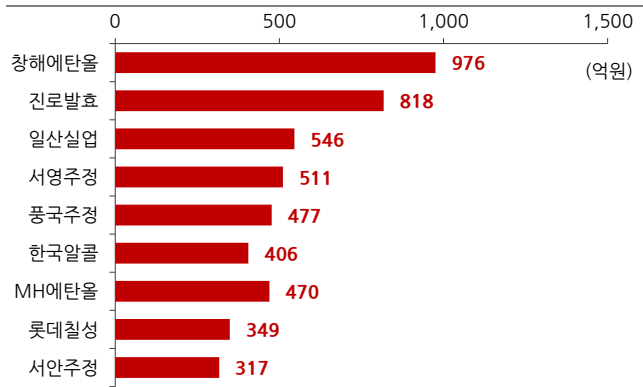
**주정은 용도에 따라 주류용,
식음용, 공업용으로, 제조방법에
따라 발효주정과 정제주정으로
구분**

주정(酒精)은 에탄올, 에틸 알코올로 불리며, 용도에 따라 주류용(희석식 소주 제조), 식음용(식초, 조미료, 맛술 제조), 공업용(의약품, 화장품) 등으로 분류된다. 제조방법에 따라서는 발효주정과 정제주정으로 나뉜다. 발효주정은 쌀, 보리, 밀, 사탕수수, 고구마, 타피오카 등 녹말이 함유된 곡물을 발효시킨 후 연속적으로 증류하여 얻는 알코올 도수 95%(물 5%)의 식음용 주정이며, 정제주정은 알코올 이외의 성분이 포함된 조주정을 원료로 조달해 알코올 성분 95% 이상으로 정제한 주정을 말한다. 주정은 80~90% 이상 소주의 원료로 사용되며, 그 밖에도 손소독제, 방부제, 화장품 등의 원료로도 사용된다. 코로나19 시기에는 손소독제 품귀로 주류용 주정(발효주정)이 손소독제 원료로 긴급 지원될 만큼 발효주정은 식음료 뿐만 아니라 손소독제 용도로도 사용될 수 있다. 주정을 구분할 때 발효주정과 합성주정으로 구분하기도 하는데 발효주정은 소주 등 주류의 원료뿐만 아니라 식음용, 공업용으로도 모두 사용될 수 있는 반면, 합성주정은 석유나 석탄에서 추출된 납사(나프타)를 분해하여 얻는 에틸렌을 원료로 생산된 것으로 도료, 페인트, 잉크 등 공업용으로만 사용이 가능하며, 식음용으로는 사용될 수 없다.

**주정 9개사 중 동사는 유일하게
조주정을 조달, 정제주정 사업 영위**

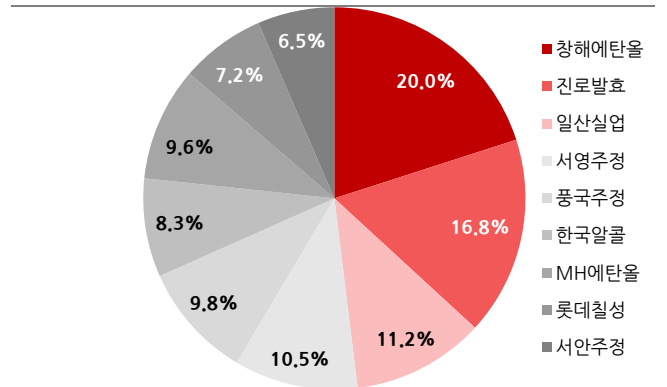
국내 주정 9개사로는 시장점유율 순으로 창해에탄올, 진로발효, 일산실업, 서영주정, 풍국주정, MH에탄올, 한국알콜, 롯데칠성음료, 서안주정이 있다. 상장사로는 창해에탄올, 진로발효, 풍국주정, MH에탄올, 한국알콜 등 5개사가 있다. 이 중에서 한국알콜은 유일하게 조주정을 해외(브라질, 파키스탄 등)에서 원료로 수입해 정제주정을 만드는 업체이며, 나머지 8개사는 곡물을 원료로 제조하는 발효주정과 조주정을 원료로 만드는 정제주정 사업을 동시에 영위하고 있다. 2022년 대한주정판매(주)의 업체별 주정 매입비율을 보면 창해에탄올 20.0%, 진로발효 16.8%, 일산실업 11.2%, 서영주정 10.5%, 풍국주정 9.8%, MH에탄올 9.6%, 한국알콜 8.3%, 롯데칠성음료 7.2%, 서안주정 6.5%를 기록하였다.

2022년 대한주정판매 업체별 주정 매입액



자료: 대한주정판매, 한국R협의회 기업리서치센터

2022년 대한주정판매 업체별 주정 매입비중



자료: 대한주정판매, 한국R협의회 기업리서치센터

2022년 국내 주정시장 규모는 4,870억원으로 10개년 CAGR 0.7%로 성장 정체

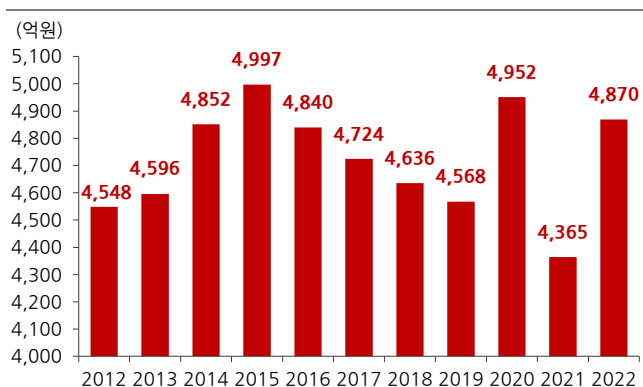
국내 주정시장 규모는 대한주정판매에서 주정 9개사로부터 매입하는 합산 금액으로 볼 수 있다. 2022년 기준 대한주정판매의 주정 매입액은 4,870억원으로 코로나19로 수요 타격이 컸던 전년대비 +11.6% 증가했으나, 이는 코로나19의 거저 효과이며, 2012년 이후 10개년 CAGR은 0.7%로 성장이 정체되어 있다.

국내 주정 시장이 정체를 보이고 있는 원인은 주류 출고량이 구조적으로 감소하고 있기 때문이다.

한국농수산식품유통공사의 2021 주류산업정보 실태조사 보고서에 따르면 2021년 기준 국내 주류 출고금액은 8.8조원으로 2015년 이후 6년만에 증가세로 전환되었으나, 전년대비 증가율은 0.4%에 그쳤다. 2021년 주류 출고량은 310만kℓ로 2014년 이후 최근 7개년 연속 감소세를 기록하였다. 따라서 출고금액 증가세 전환은 맥주가격이 일부 인상된 효과에 의한 것으로 주류 출고량 자체는 지속적인 감소세인 것이다.

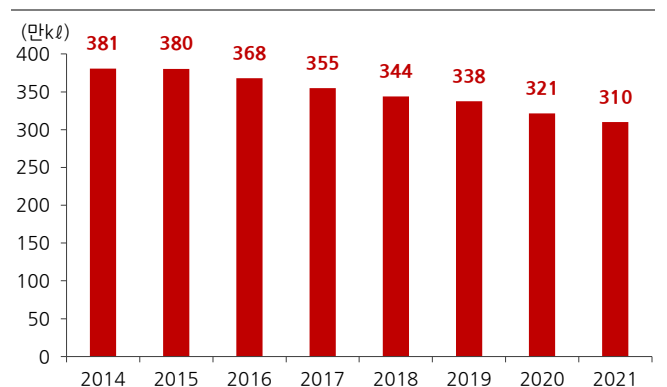
주류 소비가 감소하고 있는 원인으로는 1)주 52시간 근무제 도입에 따른 회식 감소, 2)코로나에 따른 오프라인 모임 감소, 3)MZ세대의 고급주류(양주, 와인 등) 선호, 4)물가상승에 따른 주류가격 상승, 5)건강을 위한 웰빙문화 확산 등이 있다.

국내 주정시장 규모 추이



자료: 대한주정판매, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 주류 출고량

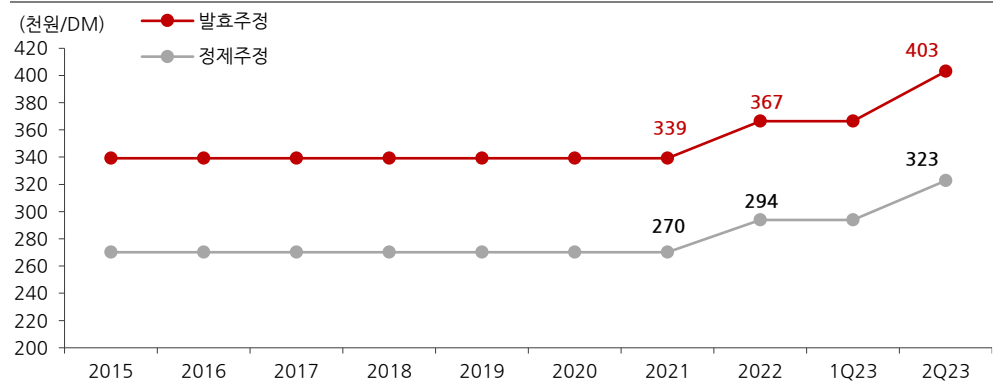


자료: 한국농수산식품유통공사, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 주정가격은 10년만에 2022년 2월 +7.8% 인상에 이어 2023년 4월 +9.8% 추가 인상

국내 주정가격은 대한주정판매주가 지난 해 2월 10년만에 7.8%를 인상한 데 이어 올해 4월부터 9.8%를 추가로 인상하였다. 지난 해 러시아-우크라이나 전쟁에 따른 곡물가격 급등, 물류비용 증가, 고환율 등을 감안하여 가격을 인상한 데 이어 2년 연속 가격을 인상한 것이다. 풍국주정의 사업보고서 상 제품가격을 보면 발효주정은 2012년 이후 2021년까지 10년간 드림당 33.9만원에 유지되었으나, 2022년 36.7만원, 2023년 2분기 40.3만원으로 상승하였으며, 정제주정의 경우에는 2021년까지 드림당 27만원이었으나, 2022년 29.4만원, 2023년 2분기 32.3만원으로 상승하였다.

국내 주정가격 추이



자료: 풍국주정 사업보고서, 한국R협회의 기업리서치센터

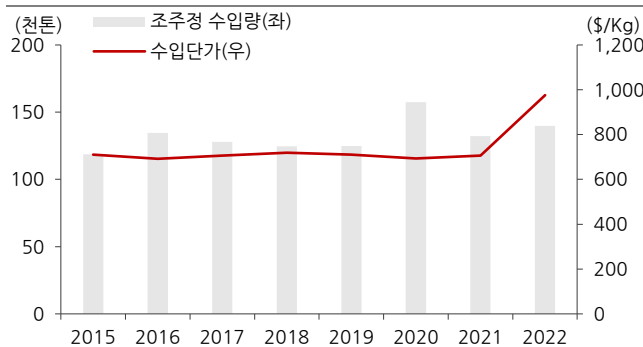
조주정 수입가격은 피크아웃, 2022년 정점 이후 2023년 들어 약보합세

정제주정에 원료로 사용되는 조주정의 2022년 수입량은 14만톤, 수입액은 1.36억달러로 수입액 기준 전년대비 +46.0%나 급증하였다. 수입량 기준으로는 전년대비 +5.7% 증가하였으나, 수입단가가 KG당 \$975로 전년(\$706) 대비 +38.1% 급등한 영향이 컸다. 2021년 코로나19 기저효과 및 코로나 엔데믹에 따른 주정 수요 증가한 가운데 러우전쟁으로 글로벌 인플레이션이 심화되면서 조주정가격이 강세를 보인 것이다.

국내 조주정 수입국은 2022년 기준 브라질산이 100%를 차지하였다.

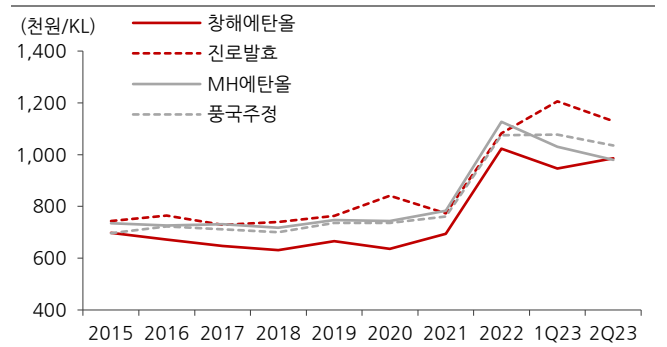
국내 상장 4개사(창해에탄올, 진로발효, MH에탄올, 풍국주정)의 조주정 수입가격을 보면 2021년 kg당 75.3만원에서 2022년 107.7만원으로 +43.0% 급등했으며, 2023년 들어서는 1분기 106.5만원, 2분기 103.3만원으로 약보합세를 보이고 있다.

국내 조주정 수입량 및 수입단가 추이



자료: 관세청, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 상장업체별 조주정 수입가격 추이



자료: 각사 사업보고서, 한국R협회의 기업리서치센터

2 초산에틸·초산부틸 산업현황

동사는 국내 유일 초산에틸 공급자, 시장점유율은 70~80% 추정

초산에틸은 공업용 에탄올에 빙초산을 첨가하여 생산되며, 접착제, 도료, 잉크 등의 제조에 용제로 사용된다. 동사는 국내 유일의 초산에틸 생산업체로 연간 13만톤 생산능력을 보유, 국내 시장점유율은 70~80%대를 차지하고 있는 것으로 추정된다.

동사가 국내유일의 초산에틸 생산업체인 만큼 시장이 작아 국내 초산에틸 시장의 공식통계를 확인할 수는 없으나, 동사의 초산에틸 내수매출액에 수입금액을 더하면 국내 시장규모를 예측해볼수 있다. 관세청 수입통계에 의하면 2022년 기준 국내 초산에틸(HS Code: 291531) 수입액은 2,783만달러(360억원), 수입량은 24,998톤으로 평균 수입단가는 톤당 \$1,113을 기록하였다.

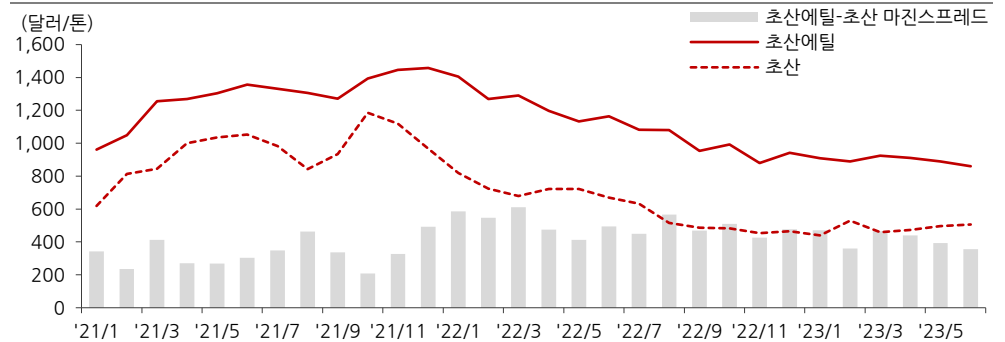
동사의 매출액 중 초산에틸부틸 합산 매출액은 2022년 2,090억원으로 이중에서 내수 매출액이 1,976억원이었다. 연간 생산능력은 초산에틸은 13만톤, 초산부틸은 1.5만톤이며, 동사가 2018년까지 사업보고서 상에 기재한 제품별 매출비중을 참고하면 초산에틸이 85%, 초산부틸이 15%를 차지하였다.

따라서 1,976억원 중 85%인 1,680억원을 초산에틸 내수매출액으로 추정하고, 수입액 360억원을 더해 보면 국내 초산에틸 시장규모는 2,040억원 정도로 대략적인 추정이 가능하다. 따라서 동사의 국내 초산에틸 시장 점유율은 82%에 달하는 것으로 추정해볼 수 있다.

초산 및 초산에틸 가격 동반 약세, 마진스프레드는 축소 국면

동사는 국내 유일의 초산 생산업체인 롯데이네오스화학(舊 롯데BP)으로부터 초산에틸/초산부틸의 주원료인 초산을 전량 내수로 조달하고 있다. 동사의 수익성은 초산에틸가격과 초산가격의 스프레드(가격차)로 가능해볼 수 있다. 롯데이네오스화학이 비상장사이고, 동사의 경우에도 원재료인 초산과 제품인 초산에틸가격을 사업보고서 상에 공시하지 않아 정확한 수치를 확인할 수는 없으나, 관세청의 수입통계 자료로 평균판매단가는 구해볼 수 있다. 통계에 따르면 초산 및 초산에틸가격의 정점은 2021년 4분기이며, 이후 올해 상반기까지 추세적으로 원료 및 제품 가격이 동반 약세를 시현했다. 초산(HS Code: 291521)의 월간 평균 수입가격은 2021년 10월 톤당 \$1,186로 연초대비 두배 수준 상승한 이후 추세적으로 약세를 보여 2023년 6월 기준으로는 톤당 \$506로 2021년 이전 수준으로 회귀하였다. 초산에틸(HS Code: 291531) 평균 수입가격은 2021년 12월 톤당 \$1,458로 연초(1월)대비 52% 급등한 이후 2023년 6월 기준으로는 톤당 \$861로 하락한 수준이다. 분기별 초산에틸과 초산 스프레드는 2022년 1분기 \$581로 최고치를 기록한 이후 2023년 들어 1분기 \$432, 2분기 \$396으로 축소된 것으로 보인다.

초산에틸-초산가격 스프레드 추이



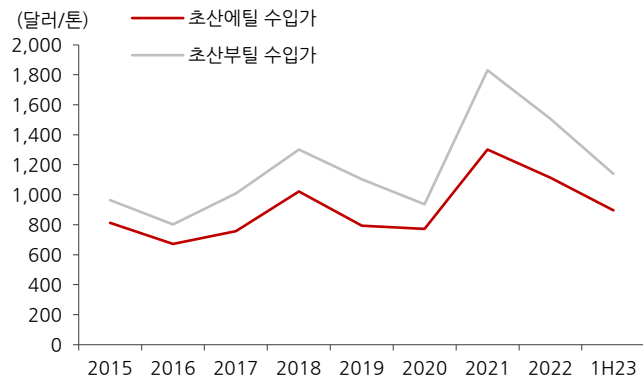
자료: 관세청, 한국R협회의 기업리서치센터

**초산부틸의 국내 유일 공급사로
시장점유율 50% 상회**

초산부틸은 부탄올에 빙초산을 첨가하여 생산되며, 도료 및 경화제 용제 뿐만 아니라 반도체, 2차전지 등 전자재료 제조과정에도 사용되고 있다. 동사는 국내 유일의 초산부틸 생산업체로 연간 생산능력은 1.5만톤을 보유, 국내 시장의 50% 이상 점유율을 차지하고 있다.

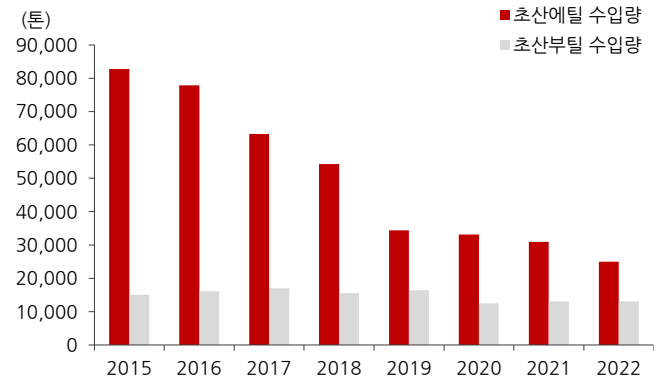
동사는 사업보고서에서 초산에틸과 초산부틸 매출액을 합산하여 공시하고 있는데다, 판매단가 수치도 공시되어 있지 않아 정확한 초산부틸 매출규모를 알수는 없다. 하지만 2018년까지 동사가 사업보고서 상에 공시한 초산에틸/부틸 비중을 보면 초산에틸이 초산에틸/부틸 매출액의 15% 전후를 차지한 만큼 초산부틸 내수 매출규모는 약 300억원 수준으로 추정된다. 관세청의 2022년 초산부틸 수입액은 1,967만달러로 원화환산 기준 255억원 수준임을 감안하면 국내 초산부틸 시장규모는 550~600억원 규모로 추산할 수 있다.

연도별 초산에틸, 초산부틸 평균 수입가격



자료: 관세청, 한국IR협의회 기업리서치센터

연도별 초산에틸, 초산부틸 수입량 추이



자료: 관세청, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

1 외형 증가세가 가파른 반도체 소재기업 퓨릿은 코스닥 상장 추진

2019년 퓨릿을 그룹사에 편입,
최근 3개년 연평균성장률 31.8%
고성장세

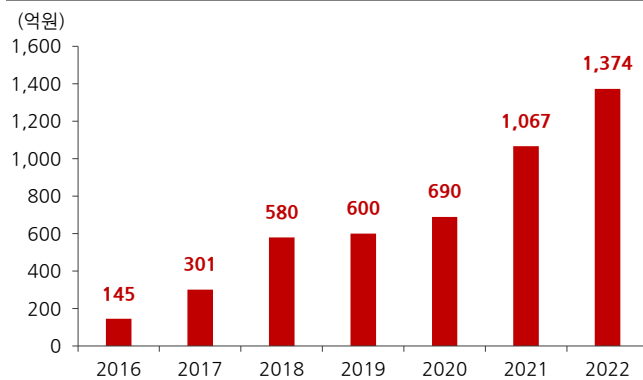
동사의 연결 매출액 중 성장세가 가장 가파르게 나타나고 있는 부문은 전자급 초고순도 케미칼 소재기업인 퓨릿(Purit)이다. 퓨릿은 2010년 신디프테크놀로지라는 사명으로 설립된 화학기업으로 동사가 사업영역 확장 일환으로 2019년 지분 69.9%를 190억원에 취득하면서 한국알콜그룹에 편입되었고, 2023년 2월 퓨릿으로 사명을 변경하였다.

퓨릿의 주요 제품인 EEP, EL, PGME 등 소재들은 반도체용 신너(Thinner) 제조에 사용된다. 신너는 웨이퍼에 PR(포도레지스트) 도포 후 가장자리에 불필요한 PR을 제거하는 EBR공정과 웨이퍼에 PR 도포 시 사용량을 줄이는 RRC(Resist Reducing Coating) 공정에 사용되는 핵심 소재이다. 퓨릿이 양산 중인 초고순도 전자급 소재들은 삼성전자, 삼성SDI, SKC, LG화학, 동진세미켐 등으로 공급되고 있다.

퓨릿의 매출액을 보면 인수 당시 2019년 600억원에서 2022년 1,374억원으로 3년간 연평균 성장률(CAGR)이 31.8%로 가파르게 성장했다. 동기간 영업이익은 2019년 18억원에서 2022년 142억원으로 8배 가까이 증가했다. 매출 성장은 국내 반도체 소부장 국산화 흐름과 반도체 설비증설에 따른 수요 증가가 맞물린 효과이다.

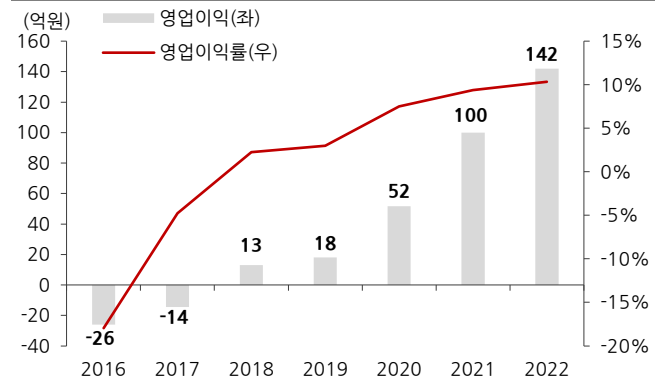
퓨릿은 현재 경주지역에 1공장과 2공장을 가동하고 있으며, 반도체 수요 증가에 대응하기 위해 2023년 3월 충청 남도와 MOU를 체결하고, 예산 제2일반산단에 1,000억원을 투자해 1만평 부지에 공장을 신설하기로 했다.

퓨릿 매출액 추이: 2019년 인수 이후 3개년 CAGR 31.8% 기록



자료: 한국알콜, 한국IR협의회 기업리서치센터

퓨릿 영업이익 및 영업이익률



자료: 한국알콜, 한국IR협의회 기업리서치센터

올해 하반기 중 IPO 추진, 8월 17일 상장예비심사 통과

동사는 2019년 인수 이후 4년여 만에 퓨릿의 코스닥 상장을 추진하기 위해 2023년 4월 거래소에 상장예비심사를 청구했으며, 8월 17일 한국거래소 코스닥시장본부는 코스닥시장위원회회의의 심의의결을 거쳐 퓨릿의 상장예비심사를 승인하였다. IB업계에서는 퓨릿의 기업가치를 최소 1,000억원 이상으로 추정하고 있다. 이는 동사가 2019년 지분 69.9% 인수에 190억원을 투자한 점을 감안하면 3.5배 이상 기업가치가 높아졌음을 시사한다.

올해 상반기에 상장된 기가비스, 마이크로투나노 등 반도체 소부장기업들이 IPO에 흥행한 만큼 퓨릿도 흥행에 기대해볼만 하다. 2023년 5월 상장된 기가비스는 기관대상 수요예측에서 1,670대 1의 경쟁률에 이어 일반공모 청약 경쟁률도 824대 1을 기록했으며, 2023년 4월 상장한 반도체 검사용 부품업체 마이크로투나노는 기관 수요예측에서는 1,717대 1의 경쟁률을, 일반공모 청약에서는 경쟁률 1,636대 1로 3.2조원의 청약증거금이 유입되며, 공모가격은 희망밴드 13,500~15,500원의 최상단인 15,500원으로 결정되었다.

지분법 자회사 성장 기대

영업외수지에서는 이엔에프테크놀로지 지분법이익이 주요 변동요인이며, 중장기 성장 기대감 유효

동사의 영업외수지에서 가장 주목해야 하는 부분은 지분법이익이다. 특히 동사가 지분율 26.13%를 보유한 관계기업으로 이엔에프테크놀로지에 주목해야 한다. 이엔에프테크놀로지는 반도체 및 디스플레이 제조공정용 신너, 현상액, 박리액, 세정제 등 프로세스케미컬 제품과 포토레지스트용 원료 등을 공급하고 있다.

동사가 최대주주이나, 지분율이 26.13%로 낮아 연결대상 기업이 아닌 지분법 관계기업으로 구분된다.

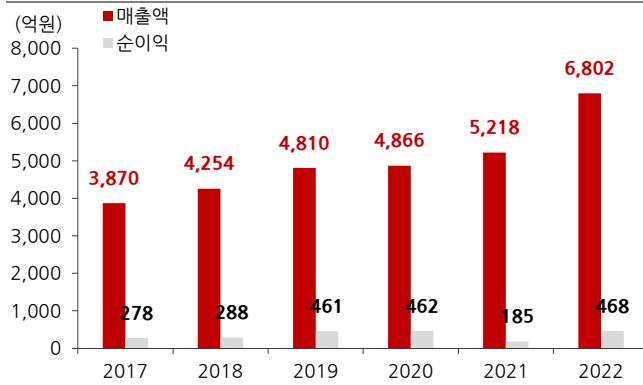
2022년 이엔에프테크놀로지의 매출액은 6,802억원, 영업이익은 646억원으로 모기업인 동사보다 매출과 이익 규모가 크다. 매출액 성장률을 보면 2017년 3,870억원에서 2022년 6,802억원으로 5개년간 연평균 11.9% CAGR을 기록했으며, 동기간 영업이익은 278억원에서 468억원으로 연평균 11.0%씩 증가하였다.

2022년 당기순이익은 468억원이며, 동사 실적에 기여한 지분법이익은 122억원으로 전체 지분법이익(144억원)의 85%를 차지하였다. 2022년 동사의 법인세차감전순이익(세전이익)이 409억원임을 감안하면 이엔에프테크놀로지의 지분법이익이 전체 세전이익의 29.8%를 차지하였다.

2023년 상반기 실적은 반도체 감산으로 프로세스 케미컬 수요가 감소, 지분법이익이 전년동기 76억원에서 0.7억원으로 이익이 대폭 감소했으나, 2분기를 저점으로 하반기부터는 반도체 업황의 점진적 개선으로 프로세스 케미컬 소재 수요가 증가해 지분법 이익이 회복세를 보일 것으로 전망된다.

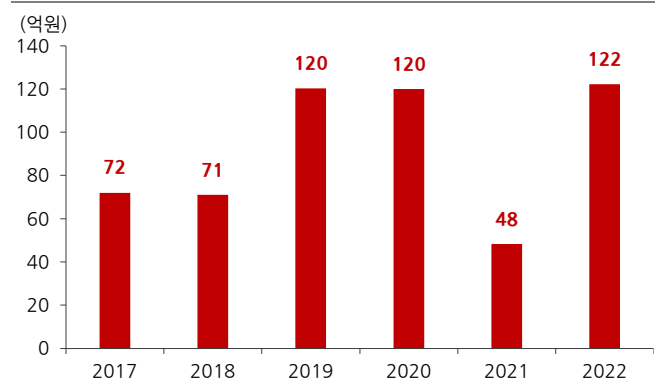
삼성전자의 설비투자액 컨센서스를 보면 2022년 49.4조원에서 2023년 51.9조원, 2024년 49.9조원, 2025년 52.0조원으로 평택 P4~P6투자가 지속될 전망이다. SK하이닉스의 설비투자액 컨센서스를 보더라도 2023년 8.2조원으로 전년 대비 -56.8% 급감하나, 2024년 11.1조원, 2025년 13.5조원으로 올해를 저점으로 설비투자액이 반등 국면을 보일 것으로 예상되어 이엔에프테크놀로지의 실적도 2023년 단기 침체 후 재차 성장세를 이어갈 것으로 기대된다.

이엔에프테크놀로지 실적 추이



자료: 이엔에프테크놀로지, 한국IR협회의 기업리서치센터

이엔에프테크놀로지 지분법이익 추이



자료: 이엔에프테크놀로지, 한국IR협회의 기업리서치센터

3 미국 부동산 자산재평가 기대

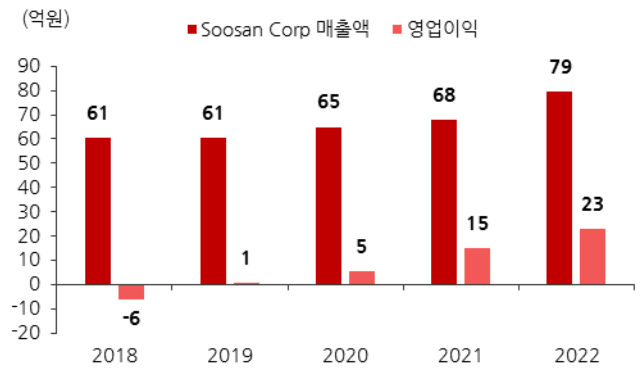
미국 종속기업의 부동산 장부가는 20여년전 매입가에서 불변, 미국 상업용 부동산가격지수(CPII) 20여년간 160% 상승

동사는 종속기업으로 1997년 미국 LA에 설립한 Soosan Corporation을 통해 부동산 임대사업을 영위하고 있다. Soosan Corporation이 보유하고 있는 부동산 자산으로는 미국 LA, 하와이, 뉴저지 등에 상가 4개와 콘도 1개, 토지 1곳을 보유하고 있으며, 장부금액으로 20여년 전 매입가인 7,323만달러(950억원)로 표기하고 있다. 회사측에서는 반기보고서 상에 현지 상업용 부동산 투자 전문회사가 발간한 보고서에 기재된 거래들을 참고하여 추정가를 매입가보다 400억원 내외 증가할 것으로 추정하고 있으나, 이는 실제 부동산 시세와 차이가 있으며, 실제 자산재평가 시에는 막대한 자산가치 증가가 기대된다.

미국의 부동산리서치업체인 Green Street에 따르면 미국 상업용 부동산가격지수(CPII)는 1998년 50p에서 2023년 7월 기준 130p로 20여년간 160% 상승하였다.

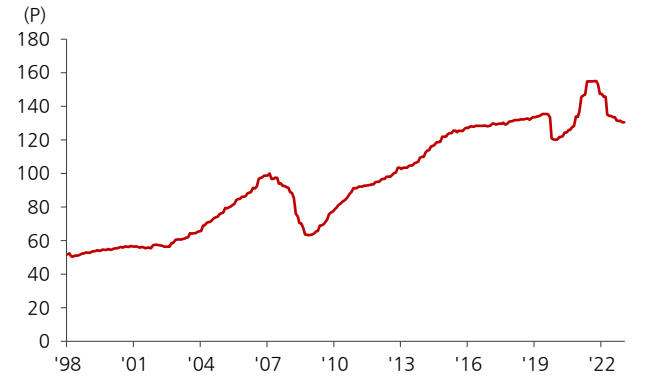
미국 자회사의 2022년 연간 매출액은 79억원, 영업이익 23억원으로 매출 규모는 연결 매출액의 1.5%로 작지만, 영업이익률이 28.7%로 높아 영업이익 기여비중은 9.1%를 차지하였다. 코로나19 이후 엔데믹으로 임대수요가 정상화되면서 임대율(임대면적/임대가능면적)이 평균 90%를 상회하고 있으며, 최근 3개년 연속 임대 매출액과 영업이익이 동반 증가세를 보이고 있다.

Soosan Corp 실적 추이



자료: 한국알콜, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 CPI 상업용 부동산가격 지수 추이



자료: Green Street, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 자회사 부동산 임대사업 현황

(단위: 천sq.ft, 천달러)

부동산명	지역	매입가	추정가	임대가능면적	임대면적	임대율	1H23 임대수익
Hacienda Plaza	CA, USA	9,000	26,500	132	117	89.1%	1,015
Hacienda Plaza	하와이, 미국	42,250	48,000	36	36	100.0%	1,000
Plaza Avalon	CA, USA	5,307	15,000	66	64	97.0%	658
Flair Plaza	CA, USA	12,900	10,000	24	15	63.8%	481
Palisade Condominium	뉴저지, 미국	1,000	-	2	2	100.0%	-
KAI, SE USA	Austin, TX, USA	2,770	-	-	-	-	-
합계		73,227	99,500	260	235	90.3%	3,154

자료: 한국알콜, 한국IR협의회 기업리서치센터

주석: 추정가는 동사 사업보고서에 기재된 수치로 실제 부동산 시세와는 다를 수 있음

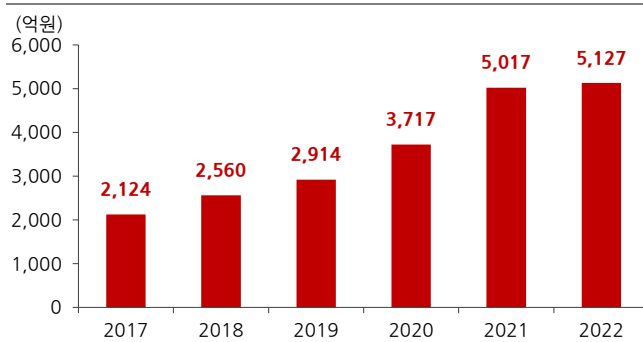
실적 추이 및 전망

1 2022년 실적 분석

2022년 역대 최대치 매출 달성, 별도 부문 외형 감소에도 불구하고 종속기업 퓨릿이 외형 성장세 견인

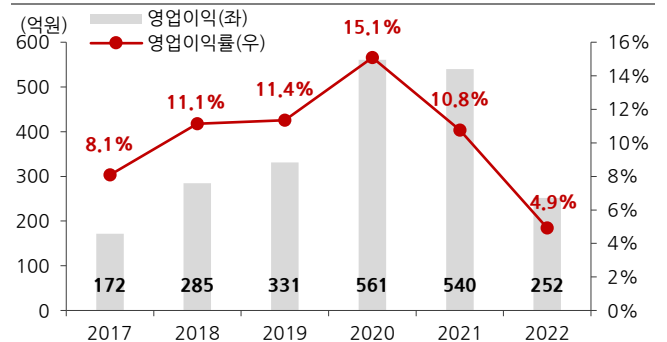
2022년 연결 기준 매출액은 5,127억원으로 전년대비 2.2% 증가하여 역대 최대치를 경신하였으나, 영업이익은 252억원으로 전년대비 -53.5% 감소하였다. 주정사업과 초산에틸, 초산부틸 등 화학사업을 영위하는 별도 기준 매출액은 3,676억원으로 전년대비 -5.3% 감소했으나, 전자급 초고순도 케미칼기업인 종속회사 퓨릿 매출액은 1,374억원으로 전년대비 +28.8% 급증하며 외형 성장을 견인하였다. 미국에서 부동산 임대사업을 영위하는 Soosan Corporation은 코로나19 이후 임대율이 높아지면서 매출액이 전년대비 +17.2% 증가한 79억원을 기록하였다. 사업부문별로 보면 주정 매출액은 1,328억원으로 전년대비 +8.2% 증가하였으며, 주정 중 소주의 주원료인 정제주정 매출액은 432억원으로 전년대비 +13.7% 증가, 공업용 주정 매출액은 896억원으로 전년대비 5.8% 증가하였다. 화학 부문에서 초산에틸과 초산부틸 합산 매출액은 2,090억원으로 -11.2% 감소하였으나, 자회사 퓨릿의 전자급 초고순도 소재 매출액이 1,374억원으로 전년대비 +28.8% 급증하면서 화학부문의 전체 매출액은 3,461억원으로 전년대비 1.2% 증가하는데 기여하였다. 부문별 매출비중은 주정 및 에탄올 96.1%, 부동산 임대 3.9%이며, 제품별로 보면 주정 25.9%, 초산에틸/부틸 40.8%, 반도체용 고순도 유기용제(퓨릿) 26.8%, Color Paste 2.7%, 부동산 임대 3.9%이다.

연도별 연결 매출액 추이



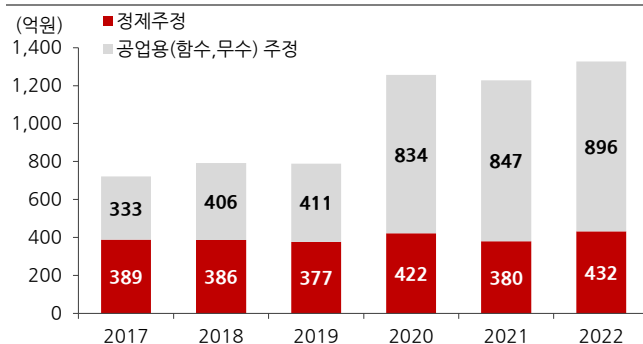
자료: 한국알콜, 한국IR협의회 기업리서치센터

연도별 영업이익 & 영업이익률 추이



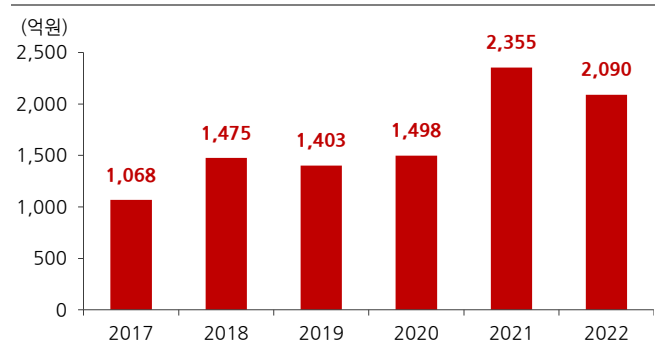
자료: 한국알콜, 한국IR협의회 기업리서치센터

주정 부문 매출액 추이



자료: 한국알콜, 한국IR협의회 기업리서치센터

초산에틸·초산부틸 합산 매출액 추이



자료: 한국알콜, 한국IR협의회 기업리서치센터

영업이익 감익은

연결 기준 외형 증가에도 불구하고 영업이익이 -53.5%나 감소한 원인은 별도 부문의 실적 부진이 컸다.

주정부문의 조주정 원가 상승,

별도 부문의 주정 및 화학사업(초산에틸/부틸) 영업이익이 2020년 506억원, 2021년 427억원에서 2022년 89억원

공업용 주정 부문의 손소독제 특수

으로 -79.2% 급감한 영향이 컸다. 주정부문에서는 주류용 정제주정가격은 대한주정판매주의 가격인상(7.8%)에

약화, 화학부문의 가격 약세에 기인

도 불구하고, 주원료인 조주정 수입가격이 연평균 38.1% 급등(2021년 \$706/kg → 2022년 \$975/kg)하면서 오히려 수익성이 위축된 것으로 추정되며, 코로나시기 실적에 크게 기여하였던 합성주정 부문 손소독제 특수가 약화되면서 합수/무수주정 부문 수익성도 크게 약화된 것으로 추정된다.

매출비중이 40.8%로 가장 높은 초산에틸/부틸 부문에서는 매출액(2,090억원)이 전년대비 -11.2% 감소한데다 원재료인 초산가격과 초산에틸/부틸 제품가격이 2021년 4분기 이후 추세적으로 동반 약세를 보이면서 수익성이 대폭 위축된 것으로 보인다. 관세청의 수출입통계에 따르면 초산에틸(HS Code: 291531) 평균 수입가격은 2022년 \$1,113/톤으로 전년대비 -14.4% 하락했으며, 초산부틸(HS Code: 291521) 수입가격은 \$1,505/톤으로 전년대비 -17.8% 하락하였다.

별도 기준 영업이익 감소에도 불구하고 종속기업인 퓨릿과 미국 부동산 임대사업을 영위하는 Soosan Corp의 영업이익은 142억원과 23억원으로 전년대비 각각 +42.0%, +51.0% 급증하며, 별도 부문의 수익성 하락을 일부 상쇄하였다.

관계기업 이엔에프테크놀로지의

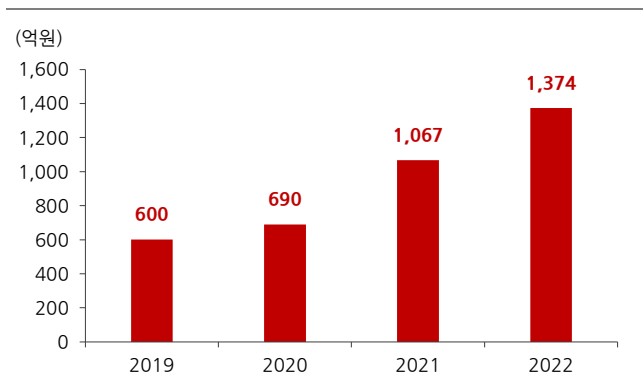
세전이익은 410억원으로 전년대비 -32.6% 감소했으나, 영업외수지에서 지분법이익이 142억원으로 +89.3% 급증해 영업이익 감소폭(YoY -53.5%)보다 세전이익 감소폭은 적었다.

지분법이익이 122억원으로 전체

동사의 지분법대상 관계기업은 5개사(이엔에프테크놀로지, 진솔원, ENF China, 팜테크놀로지, 와이즈캠)이며, 이 중에서 반도체 제조공정용 특수소재를 공급하는 이엔에프테크놀로지의 지분법이익이 122억원으로 전년(48억원) 대비 +154.2% 급증하면서 전체 지분법이익비중의 85.9%를 차지하였다.

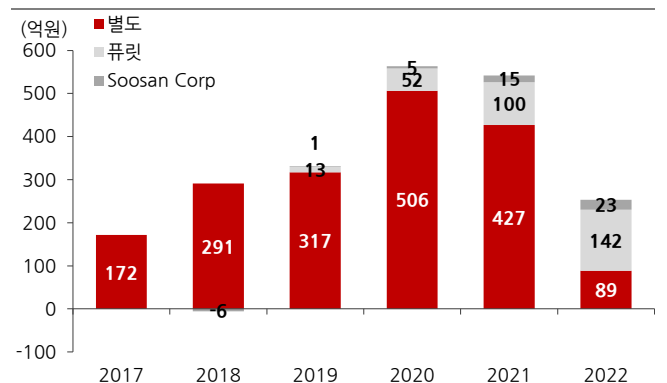
지분법이익의 85.9% 차지

퓨릿 매출액 추이



자료: 한국알콜, 한국IR협의회 기업리서치센터

별도 및 종속기업 영업이익 추이



자료: 한국알콜, 한국IR협의회 기업리서치센터

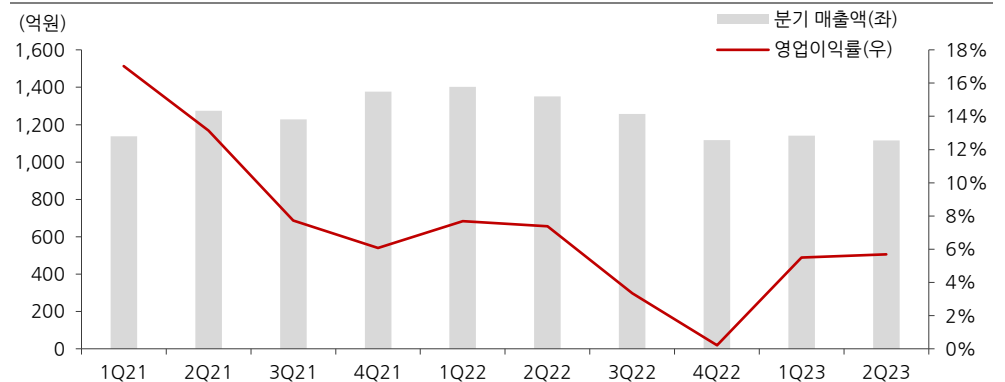
2 2023년 실적 전망

**2023년 반기 매출액 YoY -18.0%,
영업이익은 YoY -39.2% 감소,
주정 및 화학부문 실적 동반 하락**

2023년 반기 연결 매출액은 2,257억원으로 전년동기대비 -18.0% 감소했고, 영업이익은 126억원으로 전년동기대비 -39.2% 감소하였다. 영업이익률은 5.6%로 전년동기대비 1.9%p 하락하였다.

부문별로 보면 주정사업 매출액은 604억원으로 전년동기대비 -14.2% 감소하였고, 초산에틸부틸 매출액은 802억원으로 -32.0% 감소하였다. 지난 해까지 높은 성장세를 시현한 (주)퓨릿의 반기 매출액은 636억원으로 전년동기대비 -8.5% 감소세를 기록하였다. 부동산 임대 부문 매출액은 112억원으로 전년동기대비 5.7% 증가하였다. 주정 부문에서는 정제주정 가격인상에도 불구하고 주류 소비량이 구조적으로 줄어들고 있는데다, 공업용 주정에서 코로나시기 동사의 실적을 견인했던 손소독제 특수가 악화되면서 역기저효과로 판매가 둔화된 것으로 추정된다. 초산에틸부틸 등 화학부문에서는 건설경기 부진에 따른 페인트 등 전방산업 수요둔화 영향으로 판매가 둔화된 가운데 원재료인 초산과 초산에틸·부틸 제품가격이 동반 약세를 보여 외형이 감소한 것으로 추정된다.

분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한국알콜, 한국IR협의회 기업리서치센터

**세전이익은 YoY -56.3%로 악화,
이엔에프테크놀로지 지분법이익
감소효과**

상반기 세전이익은 138억원으로 전년동기(316억원)대비 -56.3% 급감하였는데 이는 영업외수지에서 지난 해까지 실적에 크게 기여했던 지분법이익이 대폭 감소했기 때문이다. 상반기 지분법이익은 0.7억원 이익을 기록, 전년동기(88억원 이익)대비 대폭 악화되었는데 이는 동기간 이엔에프테크놀로지의 지분법이익이 반도체 업황 침체로 전반기 76억원에서 올해 상반기 716만원 손실로 전환된 영향이 크다.

**2023년 매출액 4,469억원으로
YoY -12.8% 감소, 영업이익은
250억원(YoY -0.6%) 전망,
2023년 실적을 저점으로 2024년
부터 실적 개선 전망**

2023년 연간 매출액은 4,469억원으로 전년대비 -12.8% 감소하고, 영업이익은 250억원으로 -0.6% 감소할 전망이다. 영업이익률은 5.6%로 전년대비 0.7%p 상승할 전망이다. 2023년에는 주정, 화학, 퓨릿 등 대부분의 사업부문에서 실적둔화가 불가피할 전망이다. 다만 2023년 실적을 저점으로 2024년부터 실적 개선이 기대되는 이유는 반도체 업황이 저점을 통과하고 있는데다, 2024년부터 설비투자가 증가할 것으로 보여 반도체 공정에 전자급 화학소재를 공급 중인 중속기업 퓨릿과 반도체 업종에 특수 화학제품을 공급중인 관계기업 이엔에프테크놀로지의 실적이 동반 성장할 것으로 기대되기 때문이다.

실적 전망 요약

(단위: 억원, %)

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,717	5,017	5,127	4,469	4,774
주정	1,256	1,227	1,328	1,088	990
초산에틸·부틸	1,498	2,355	2,090	1,592	1,850
썬퓨릿	690	1,067	1,371	1,343	1,444
컬러 페이스트	127	208	140	224	260
부동산 임대	147	160	198	222	230
영업이익	561	540	252	250	302
영업이익률	15.1	10.8	4.9	5.6	6.3
매출액증가율	27.6	34.9	2.2	-12.8	6.8
영업이익증가율	69.5	-3.8	-53.3	-0.6	20.5

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터


Valuation
**현주가는 2023년 추정실적대비
PER 13.6배, PBR 0.6배 수준**

현주가는 2023년 추정실적대비 PER 13.6배, PBR 0.6배 수준으로 코스닥평균 PER 28.5배, PBR 3.0배 대비 현저한 저평가 국면이다. 과거 5개년 평균 PER은 6.3배, PBR은 0.6배로 현주가는 과거평균대비 PER은 높은 수준이며, PBR은 평균 수준이다. 연초대비 주가상승률은 +24.2%로 동기간 코스닥상승률(+29.2%)대비 5%p 수익률을 하회했다. 2023년 들어 실적부진에도 불구하고 하반기부터 본격적으로 주가가 강세를 보였는데 이는 자회사 퓨릿의 상장 기대감이 반영된 결과로 판단된다.

**밸류에이션 Peer로는 주정업체보다
반도체/디스플레이업종 소재업체가
타당**

동사의 사업구조를 보면 크게 주정사업부와 화학 부문으로 구분된다. 주정사업부 매출비중은 전체 연결 매출액의 25.9%로 국내 상장업체로는 창해에탄올, 진로발효, 풍국주정, MH에탄올 등이 있다. 주정 사업부의 매출액 중에서도 주류용 정제주정은 연간 매출액이 432억원으로 전체 연결 매출액의 8.4%에 불과하다. 정제주정을 제외한 공업용 함수/무수주정 매출액이 전체 주정 매출비중의 2/3를 차지하는 만큼 사실상 공업용 주정부문도 엄밀히 구분하면 주정이라기 보다는 화학부문에 가깝다. 동사의 화학부문 Peer로는 동사의 관계기업인 이엔에프테크놀로지, 동진씨미켄, 한솔케미칼 등 반도체 및 디스플레이 제조용 케미칼 소재 공급사와 비교해 볼 수 있다.

주정부문은 국내 주류 소비가 지속적인 감소세를 보이고 있는데다 매년 국가의 관리하에 대한주정판매주의 지분 올만큼 물량이 배정되어 성장이 정체되어 있는 만큼 시장대비 높은 밸류에이션을 기대할 수 없다.

국내 시장에 상장된 주정 4개사(창해에탄올, 진로발효, 풍국주정, MH에탄올)의 경우 증권사의 시장추정치가 존재하지 않아, 2022년 기준으로 밸류에이션을 비교해 보면 업종내 상장 4개사 평균 PBR은 1.1배로 동사(0.5배)가 절반 이상 저평가되어 있다.

**동사는 정제주정 비중이 8.4%에
불과하고, 최근 5개년 매출CAGR
19.3%로 주정업종 비교시 최대
성장성 시현**

최근 5개년간의 연평균매출성장률(CAGR)을 주정업체와 비교해 보면 동사는 19.3%로 가장 높아 성장이 정체되거나 역성장하고 있는 주정업체와는 비교할 수 없는 성장성을 시현했다. 이는 동사의 사업구조상 성장이 정체되어 있는 정제주정 매출비중이 전체 연결 매출액의 8.4%에 불과하고, 나머지는 반도체, 디스플레이, 2차전지, 건설, 조선 등 성장 국면의 전방산업으로 판매되는 매출비중이 85%를 상회하기 때문이다. 따라서 동사의 주가 밸류에이션은 Peer로서 주정업체보다는 반도체, 디스플레이 등에 프로세스 특수 케미칼을 공급하는 소재부문 Peer로 동진씨미켄과 한솔케미칼과 비교하는 것이 타당해 보인다. 2023년 컨센서스 기준 PER은 동진씨미켄 11.7배, 한솔케미칼 17.6배로 동사의 주가는 한솔케미칼보다는 저평가되어 있고, 동진씨미켄보다는 높은 수준이다. PBR로 보면 동종 2개사 평균 PBR이 2.2배로 동사(0.6배)의 주가는 저평가 상태라고 볼 수 있다.

밸류에이션 리레이팅 기대요인

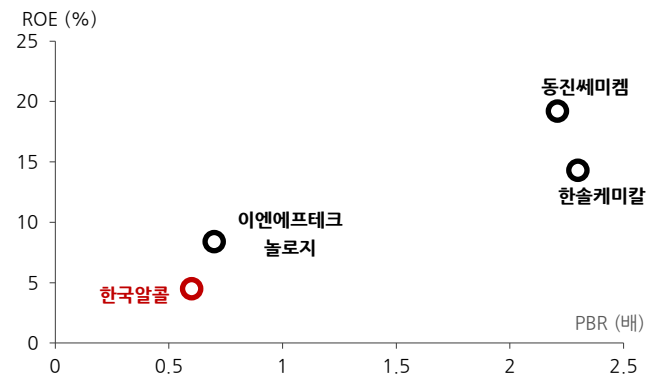
향후 주가의 밸류에이션이 Re-rating될 개연성이 높다고 판단하는데 그 이유로는 1)종속기업 퓨릿의 IPO 추진, 2)미국 자회사의 부동산자산 재평가 기대, 3)2024년 이후 반도체 업황 회복에 따른 관계기업 자본법 이익 증가 기대, 4)주주 가치 제고를 위한 적극적인 배당정책 발표 등이다.

주정부문 동종사 ROE-PBR 비교(2022년 기준)



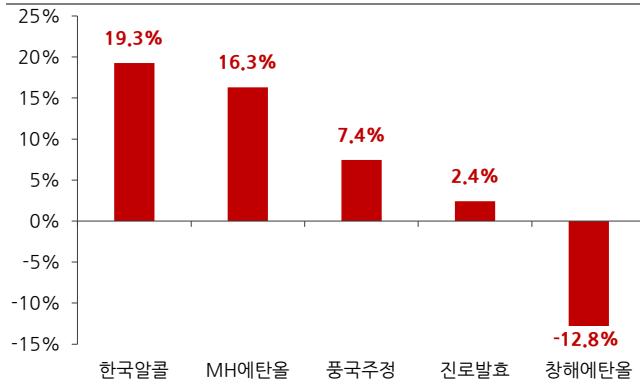
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

화학부문 동종사 ROE-PBR 비교(2023년 기준)



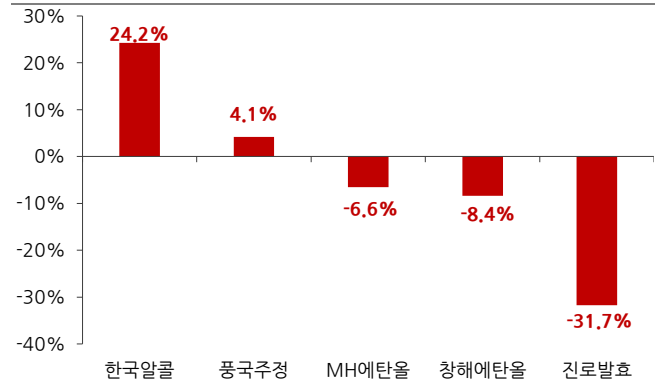
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

주정업체 최근 5개년 연평균 매출성장률(CAGR) 비교



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

연초대비 증가수익률 비교



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

주정사업 주요 경쟁사 밸류에이션 비교

(단위: 억원, 배, %)

		한국알콜	풍국주정	진로발효	창해에탄올	MH에탄올
시가총액		2,930	1,673	959	937	522
자산총계	2021	5,684	1,900	949	1,900	4,515
	2022	5,810	1,908	930	1,951	4,474
	2023E	6,020	N/A	N/A	N/A	N/A
자본총계	2021	4,302	1,447	779	1,347	628
	2022	4,674	1,476	741	1,320	666
	2023E	4,914	N/A	N/A	N/A	N/A
매출액	2021	5,017	1,277	903	970	1,021
	2022	5,127	1,540	996	1,094	1,107
	2023E	4,469	N/A	N/A	N/A	N/A
영업이익	2021	540	72	114	141	233
	2022	252	38	38	98	219
	2023E	250	N/A	N/A	N/A	N/A
영업이익률	2021	10.8	5.7	12.6	14.5	22.9
	2022	4.9	2.5	3.8	8.9	19.8
	2023E	5.6	N/A	N/A	N/A	N/A
당기순이익(지배)	2021	459	71	93	98	59
	2022	303	34	33	1	50
	2023E	208	N/A	N/A	N/A	N/A
PER	2021	5.6	27.1	21.8	12.3	12.7
	2022	7.1	44.1	42.4	1,273.8	11.3
	2023E	13.6	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	2021	0.6	1.3	2.6	0.7	1.1
	2022	0.5	1.0	1.9	0.6	0.7
	2023E	0.6	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE(지배)	2021	11.6	5.0	11.8	7.4	9.5
	2022	7.0	2.4	4.3	0.1	7.7
	2023E	4.5	N/A	N/A	N/A	N/A
현금배당수익률	2021	0.9	0.8	3.8	4.6	3.4
	2022	0.5	0.5	2.2	4.7	3.3
	2023E	0.8	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Fnguide, REFINITV, 한국IR협의회 기업리서치센터

화학사업 주요 경쟁사 밸류에이션 비교

(단위: 억원, 배, %)

		한국알콜	이엔에프테크놀로지	동진세미켄	램테크놀로지	한솔케미칼
시가총액		2,930	3,129	18,612	817	20,052
자산총계	2021	5,684	5,828	11,862	698	11,972
	2022	5,810	6,623	13,743	827	12,533
	2023E	6,020	6,732	14,900	N/A	13,522
자본총계(지배)	2021	4,302	3,326	5,535	432	6,892
	2022	4,674	3,796	6,968	516	7,635
	2023E	4,914	4,106	8,380	N/A	8,537
매출액	2021	5,017	5,218	11,613	486	7,687
	2022	5,127	6,802	14,572	670	8,855
	2023E	4,469	5,392	13,990	N/A	8,436
영업이익	2021	540	260	1,318	45	1,977
	2022	252	647	2,163	69	1,860
	2023E	250	426	1,990	N/A	1,498
영업이익률	2021	10.8	5.0	11.4	9.2	25.7
	2022	4.9	9.5	14.8	10.3	21.0
	2023E	5.6	7.9	14.2	N/A	17.8
당기순이익(지배)	2021	459	185	1,033	32	1,483
	2022	303	468	1,595	61	1,551
	2023E	208	332	1,580	N/A	1,153
PER	2021	5.6	26.4	25.4	36.3	23.3
	2022	7.1	6.2	9.7	12.5	13.6
	2023E	13.6	9.2	11.7	N/A	17.6
PBR	2021	0.6	1.5	4.7	2.7	4.9
	2022	0.5	0.8	2.2	1.5	2.6
	2023E	0.6	0.7	2.2	N/A	2.3
ROE(지배)	2021	11.6	5.8	20.9	7.7	23.9
	2022	7.0	13.1	25.5	12.8	21.4
	2023E	4.5	8.4	19.2	N/A	14.3
현금배당수익률	2021	0.9	0.4	0.2	N/A	0.7
	2022	0.5	0.7	0.4	N/A	1.1
	2023E	0.8	0.6	0.4	N/A	1.2

자료: Fnguide, REFINITV, 한국IR협의회 기업리서치센터

! 리스크 요인

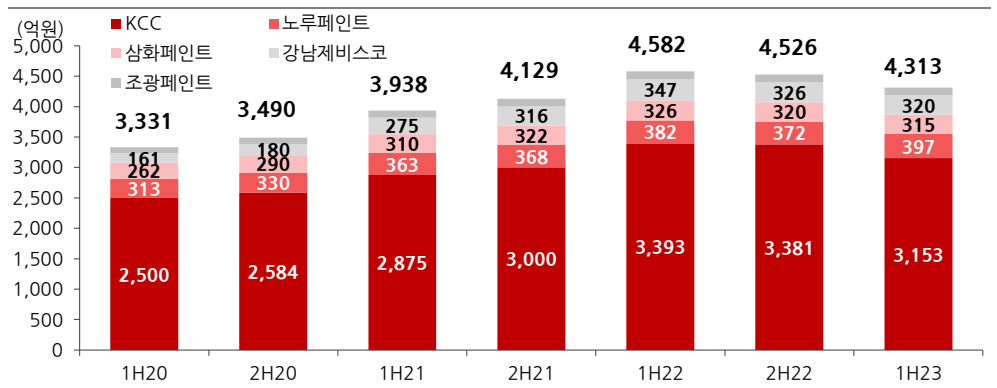
1 주정 전방산업 부진

**손소독제, 페인트, 소주 등
수요 부진은 주정사업 리스크요인**

동사가 생산하는 공업용 주정은 손소독제, 페인트 등 제조 과정에 쓰인다. 코로나 팬데믹으로 손소독제 수요가 늘 어났던 2020~2022년 공업용 매출액은 834~896억원으로 2019년 411억원 대비 2배 이상 증가하였다. 그러나 최 근 코로나 엔데믹으로 들어서면서 손소독제 수요 감소가 예상되며, 이와 관련한 동사의 공업용 주정 매출은 감소 할 가능성이 존재한다. 또한 공업용 주정이 사용되는 페인트 수요도 부진할 전망이다. 건설 경기 악화로 인해 국 내 주택시장이 위축되면서, 페인트 업황도 영향을 받기 때문이다. 국내 주요 5개 페인트 업체의 2023년 상반기 매출액은 4,313억원으로 전년 대비 5.9% 감소하였다. 하반기 건설 시장은 대규모 부실공사 사태 등으로 추가적인 수요 감소가 예상되는 가운데, 부동산PF 등 금융시장 불안이 영향을 미칠 수 있다.

또한 동사가 생산하는 정제주정은 소주의 원료로 쓰인다. 최근 국내 주류시장은 소비 문화가 변화하며, 소주 소비 가 감소하는 추세이다. 국제청에 따르면 전체 출고액 기준으로 80% 이상을 차지하던 소주와 맥주의 소비는 2017 년 9조 2,437억원에서 2021년 8조 8,345억원으로 연평균 1.1% 감소세를 보였다. 반면 와인을 포함한 과실주 수 입액은 2022년 6억 128만달러로 2019년 2억 7,193만달러 대비 3년 만에 120% 이상 증가하였다. 한편, 전체적인 주류 소비 감소 원인으로 1) 주52시간제 시행으로 회식 감소, 2) 코로나19 대유행 이후 오프라인 술자리 감소, 3) MZ세대의 고급주류(양주, 와인) 선호 영향, 4) 물가상승에 따른 주류 가격 상승, 5) 건강 선호, 웰빙문화 확산 등 이 있다.

국내 주요 페인트업체 매출액 추이



자료: 각 업체, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 석탄 가격 하락

원재료 석탄의 가격 하락으로 화학사업 영향 가능성

동사가 주력으로 영위하는 초산에틸 및 초산부틸 사업은 2021~2022년 코로나 팬데믹 당시, 매출액이 2천억원을 돌파하며 실적 성장세를 견인하였다. 동사는 국내 유일의 초산에틸 및 초산부틸 생산 기업으로, 중국 제로코로나 정책으로 인한 제품 가격 상승의 반사수혜를 입었기 때문이다. 그러나 2023년 2분기 초산에틸 및 초산부틸 사업 매출액은 387억원으로 전년대비(550억원) 29.6% 감소하였다. 이는 엔데믹으로 인한 제품 공급 정상화와 원재료 하락에 따른 판매가격 하락에 기인한다. 초산에틸 및 초산부틸의 원재료인 초산은 메탄올로 만들며, 메탄올은 석탄에서 추출된다. 최근 석탄 가격의 하락이 동사 화학제품 실적에 영향을 끼쳤다고 판단한다. 현재 국제 석탄 가격(런던거래소)은 2023년 8월 기준 약 115달러로, 2022년 3월 최고치 약 459달러 경신 이후 하향 추세이다. 특히 중국의 석탄 가격은 5000kcal 무연탄 가격 기준 톤당 880위안(약 16만4000원)으로, 전월 대비 10%, 전년 대비 30% 하락했다. 이는 중국이 2030년 탄소 배출 정점 계획을 밝혔지만, 실제 석탄 생산량은 역대 최대 수준을 기록하고 있기 때문이다. 중국 최대 석탄 생산기지인 산시성의 올해 1분기 석탄 채굴량은 전년 대비 5.9% 증가한 3억 3,316만톤으로, 역대 최대치를 기록했다. 따라서 석탄 가격 하락에 따른 초산에틸 및 초산부틸 제품 가격 하락으로 인한 매출 감소 가능성을 배제할 수 없다.

국제 발전용 석탄 가격



자료: 런던ICE 거래소, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,717	5,017	5,127	4,469	4,774
증가율(%)	27.6	34.9	2.2	-12.8	6.8
매출원가	2,852	4,199	4,564	3,940	4,177
매출원가율(%)	76.7	83.7	89.0	88.2	87.5
매출총이익	865	817	563	529	597
매출이익률(%)	23.3	16.3	11.0	11.8	12.5
판매관리비	304	277	311	278	295
판매비율(%)	8.2	5.5	6.1	6.2	6.2
EBITDA	678	658	378	387	434
EBITDA 이익률(%)	18.2	13.1	7.4	8.6	9.1
증가율(%)	53.2	-3.0	-42.5	2.2	12.2
영업이익	561	540	252	250	302
영업이익률(%)	15.1	10.8	4.9	5.6	6.3
증가율(%)	69.5	-3.8	-53.3	-0.6	20.5
영업외손익	-12	-7	16	-32	-0
금융수익	13	19	47	31	31
금융비용	24	23	47	46	45
기타영업외손익	-2	-3	16	-17	14
중속/관계기업관련손익	122	75	142	105	127
세전계속사업이익	671	608	410	324	429
증가율(%)	52.7	-9.4	-32.6	-21.0	32.4
법인세비용	147	123	72	64	85
계속사업이익	524	485	338	260	344
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	524	485	338	260	344
당기순이익률(%)	14.1	9.7	6.6	5.8	7.2
증가율(%)	63.4	-7.4	-30.3	-23.0	32.0
지배주주지분 순이익	510	459	303	208	275

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	618	137	384	100	268
당기순이익	524	485	338	260	344
유형자산 상각비	115	116	124	133	129
무형자산 상각비	2	2	3	3	3
외환손익	1	0	1	0	0
운전자본의감소(증가)	39	-386	76	-175	-64
기타	-63	-80	-158	-121	-144
투자활동으로인한현금흐름	-299	-465	-344	-78	-251
투자자산의 감소(증가)	-24	-70	0	63	127
유형자산의 감소	11	0	24	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-191	-216	-366	-150	-200
기타	-95	-179	-2	9	-178
재무활동으로인한현금흐름	-68	50	-120	20	-70
차입금의 증가(감소)	-47	72	-97	31	-50
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-0	0	0	0	0
배당금	-21	-21	-21	-10	-21
기타	0	-1	-2	-1	1
기타현금흐름	-4	5	4	17	17
현금의증가(감소)	247	-273	-76	59	-37
기초현금	482	729	456	380	439
기말현금	729	456	380	439	402

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	1,774	2,224	1,807	1,961	2,028
현금성자산	729	456	380	439	402
단기투자자산	100	292	182	173	185
매출채권	710	1,090	815	888	949
재고자산	210	315	344	375	400
기타유동자산	25	70	87	87	92
비유동자산	3,170	3,460	4,004	4,060	4,294
유형자산	872	1,004	1,033	1,049	1,120
무형자산	230	227	228	226	223
투자자산	1,240	1,372	1,513	1,555	1,555
기타비유동자산	828	857	1,230	1,230	1,396
자산총계	4,944	5,684	5,810	6,020	6,321
유동부채	617	845	567	570	533
단기차입금	130	212	124	155	105
매입채무	295	474	306	295	300
기타유동부채	192	159	137	120	128
비유동부채	517	537	569	536	552
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	284	299	309	309	309
기타비유동부채	233	238	260	227	243
부채총계	1,134	1,382	1,136	1,106	1,084
지배주주지분	3,730	4,196	4,525	4,713	4,967
자본금	108	108	108	108	108
자본잉여금	89	89	89	89	89
자본조정 등	-50	-50	-50	-50	-50
기타포괄이익누계액	94	129	170	170	170
이익잉여금	3,489	3,920	4,208	4,396	4,650
자본총계	3,810	4,302	4,674	4,914	5,237

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E(배)	5.5	5.6	7.1	13.6	10.3
P/B(배)	0.8	0.6	0.5	0.6	0.6
P/S(배)	0.8	0.5	0.4	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	3.7	3.7	5.7	7.5	6.8
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.5	0.8	0.8
EPS(원)	2,360	2,125	1,404	964	1,271
BPS(원)	17,265	19,421	20,945	21,814	22,989
SPS(원)	17,206	23,219	23,730	20,684	22,096
DPS(원)	100	100	50	100	100
수익성(%)					
ROE	14.6	11.6	7.0	4.5	5.7
ROA	11.2	9.1	5.9	4.4	5.6
ROIC	29.3	23.3	10.3	8.0	11.1
안정성(%)					
유동비율	287.5	263.3	318.8	343.8	380.6
부채비율	29.8	32.1	24.3	22.5	20.7
순차입금비율	-10.6	-5.2	-2.5	-2.7	-3.0
이자보상배율	31.8	38.8	14.9	15.5	19.1
활동성(%)					
총자산회전율	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
매출채권회전율	5.7	5.6	5.4	5.2	5.2
재고자산회전율	16.7	19.1	15.6	12.4	12.3

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 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 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 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 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.