

영업성과도 재무구조도 좋은데이~!!

BUY

Valuation

Target Price: 7,646

Price: 5,130

Margin of Safety: 49%

MktCap.(100mn): 1,345

ROE: 12.8%

Op.Magin: 15.5%

PER: 8.25

PBR: 1.04

Dividend Yield: 2.2%

Major Sh.Holder:

최재호 외1인(46.29%)

Foreign Shr.: 8.49%

KOSPI 비교



기업분석 1팀

최용림, 김동희

이상욱, 김민정

- 소주 산업의 소개

소주는 맥주와 더불어 국내 주류 산업의 양대 산맥

알코올 도수가 낮아지면서 전통주 시장을 잠식하며 안정적인 성장 추세
맞은 경쟁요소가 아니다

전국구와 지역구, 각 지방마다 소주시장의 강자가 있다

- 무학은 경남, 울산 소주 시장의 지배자

영남은 지방 소주 업체들의 철옹성 - 타지역 대비 높은 점유율

하이트맥주의 진로 인수는 영업력이라는 기존의 경쟁력을 상실하게 할 것

무학이 집중하고 있는 것은 지역에 밀착된 브랜드

중소도시 및 시골에 적절한 마케팅 전략 수행

뛰어난 시장이해력과 제품기획력 - 최초로 저도주를 시장에 도입

안정적인 재무구조

울산에 새로운 공장을 건립하여 올해부터 생산에 들어감

광고선전비와 판매촉진비의 사용이 많은 편

- 부산을 공략하라

부산과 경남은 무학과 대선주조의 각축장

대선주조의 매각은 부산 소주 시장에 혼란을 가져올 것

무학은 부산공략에 집중한다 - 울산공장도 부산 공략을 위한 것

부산 소주 시장을 위해 새로운 브랜드, 더 좋은 데이를 런칭함

부산경남의 대표소주로 지역에 밀착하고자 함

- 비핵심부분으로의 다각화?

철강산업으로 다각화?

청산절차에 들어간 유신건설 - 하지만 당기에 500억 원의 추가 매출이 기대

- Valuation 및 결론

영업구조와 재무구조가 비슷한 대선주조가 최근 3,600억 원에 매각되어 단순
비교시 무려 267%의 수익률이 도출됨

Research 1 Team은 시나리오를 3가지로 나누어 FCFF를 적용함

시나리오 3의 논리에 따라 Target price로 7,646원, 안전마진 49%를 기대하며

Buy를 추천함

2007년 여름 코스피의 상승과 맞물려 급상승했던 주류업체들의 주가가 코스피의 상승세가 둔화되기 시작한 8월을 고비로 지속적인 하락을 보이고 있다. 특히 올해 3월 중순부터 코스피가 리바운드에 성공하고 있음에도 불구하고 주류업체들의 주가는 정체된 상태이다. 주류 산업의 특성상 시장과 현금흐름이 안정적이며, 특히 소주가 경기가 불황일 때 소비가 늘어난다는 측면을 감안하면 현재와 같은 하락추세는 시장이 오해하고 있는 부분이라고 생각한다. Research 1 Team에서 조사한 결과 주류시장에 한정하여 발생한 악재는 없었던 것으로 확인되었다.

그림 1. 주류업체들의 주가 변화



자료: Naver, SMIC Research 1 Team

만약 주류산업 전반이 저평가 상태라면 어떤 기업이 유망할까? 국내 주류 시장의 40%이상을 점유하는 하이트맥주를 첫 손으로 꼽을 수도 있겠다. 하지만 Research 1 Team에서는 경쟁의 강도가 낮아 시장점유율이 꾸준히 유지되고 있는 지방 소주 업체, 그 중에서도 재무구조가 안정적이며 올해로 예정된 자회사 청산 과정에서 약 300억 원의 추가 이익 발생이 기대되는 무학에 주목하였다. 특히 무학은 다른 지방 소주 업체들과 달리 자사의 독점 시장인 경남과 울산 지방에만 머무르지 않고 부산 시장까지 진출하였으며, 부산에서의 시장점유율이 꾸준히 상승하고 있어 산업성장률을 넘어서는 매출 신장도 기대되는 상황이다. 정리하자면 Research 1 Team은 시장의 오해로 인한 저평가, 추가 이익 발생, 타 업체들과 다른 성장성에 주목하여 무학을 분석하였다.

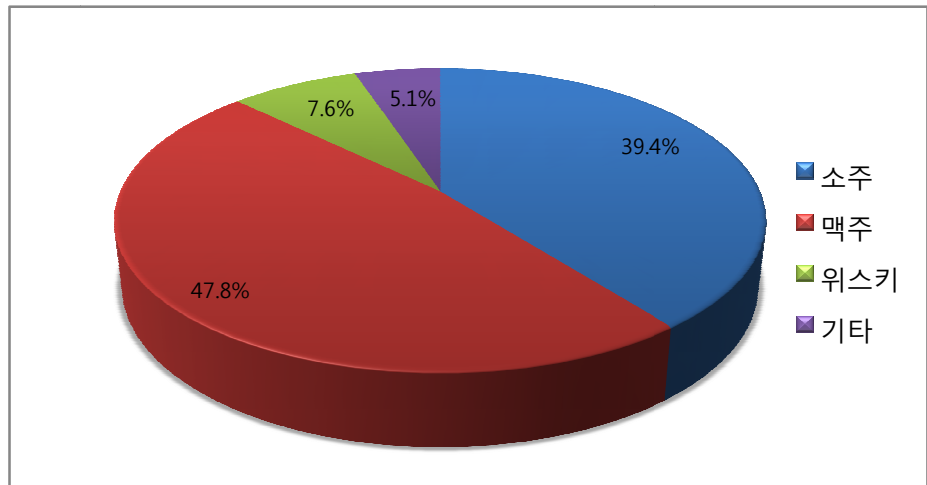
1. 소주 산업의 소개

주류시장의 현황

국내 주류시장은 맥주와 소주가 87%를 차지하는 가운데 와인과 저도수 소주의 점유율이 늘어나는 추세이다.

국내 주류시장은 맥주와 소주가 매출액 기준으로 87%, 출고량 기준으로 97%를 차지하여 사실상 시장을 양분하고, 나머지 13%의 시장을 위스키, 전통주, 과일주 등 기타 주류들이 차지하고 있다. 최근에는 포도주를 포함하는 과일주의 점유율이 높아지는 추세이고, 약주를 포함한 전통주가 부진하는 추세이다. 와인 열풍에 기인한 과일주의 성장은 맥주 시장의 점유율 하락으로 이어지고 있고, 알코올 도수를 낮춘 순한 소주의 출시로 저도수 소주가 전통주를 대체하고 있어서 전통주 시장은 향후에도 획기적인 신상품이 출시되지 않는 한 매출의 회복이 어려울 전망이다.

그림 2. 주류시장 내 매출 구성



자료: 대한주류공업협회

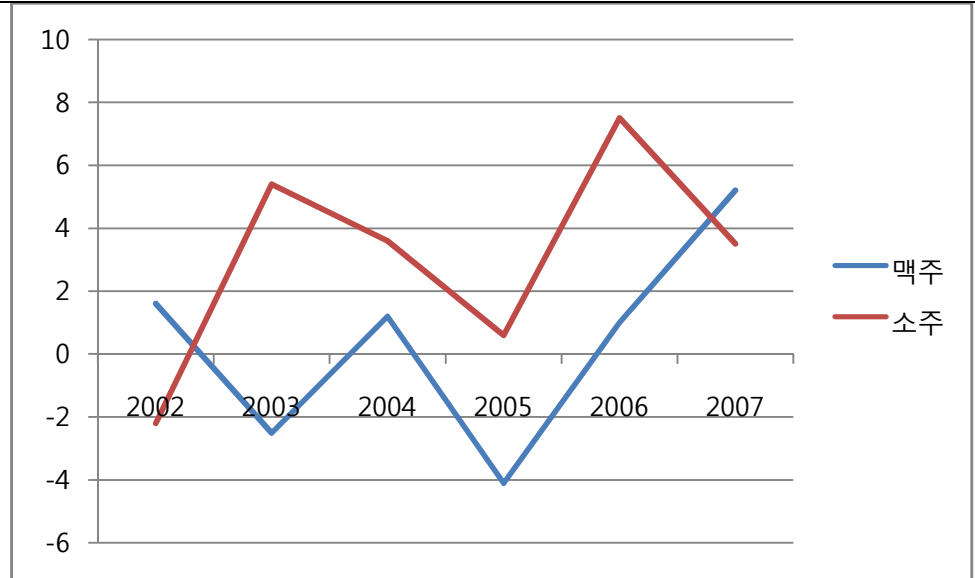
소주시장은 안정적인 성장이 기대된다

소주시장은 성숙기에 접어들었으나 저도수 소주의 소비량 증가로 시장 조금씩 확대되고 있다.

대중들에게 가장 큰 사랑을 받고 있는 맥주와 소주시장은 성숙기에 접어들었다고 보는 것이 합당하다. 소주는 WTO 출범 이후 1996년 7월 1일부로 대외무역법상 제한적인 규제 제외 규정에 의거 완전개방상태에 이른 후, 2000년 위스키와의 상대적 주세비율을 조절하기 위한 목적으로 주세율이 35%에서 72%로 대폭 증가하자 출고량이 감소하여 15.2% 매출 감소를 기록하였다. 그러나 2001년에 즉시 반등하여 다시 14.4% 성장하였고, 2002년 0.8%, 2003년 4.9%, 2004년 3.7%, 2005년 0.9%등 성장률이 정체하는 모습을 보이며 맥주와 더불어 성숙기에 접어든 모습을 보였다. 하지만 2006년에 접어들면서 소주업체들이 도수를 16.9~20도로 낮춘 초저도소주를 출시하여 여성 및 젊은층의 호응을 얻어감과 더불어 기존 전통주 선호 계층의 소비가 유입되면서 2006년에는 전년대비 6.8%의 증가세를 나타내었고, 2007년 상반기에도 전년동기 대비 3.5% 증가하며 성장세를 이어가고

있다. 그러나 2007년 들어 소주 업체들의 마케팅 경쟁이 완화되고 있어서 2007년과 2008년 소주 시장은 3~4% 수준의 완만한 성장세를 기록할 것으로 전망한다.

그림 3. 소주, 맥주 시장의 성장추이



자료: 대한주류공업협회, SMIC Research 1 Team

소주의 알코올 도수가 20도까지 떨어졌고, 16도 내외의 저도주가 출시되며 시장이 확대되고 있다.

소주의 알코올 도수는 하락하는 추세

최근의 웰빙 트렌드와 함께 소주업체들은 알코올 도수를 빠르게 하락시키면서 음주 계층의 다양화와 확산을 유도하고 있다. 1973년에 25도로 정착한 알코올 도수는 1999년 23도, 2001년 22도, 2004년 21도, 최근에는 20도 내외까지 빠른 속도로 하락하였다. 이후 20도 이하로의 추가 하락이 기존 소비자들의 반발을 일으킬 수 있다는 판단 아래 각 소주 업체들은 16도 내외의 저도주와 20도 내외의 기본 술로 제품군을 이원화하였고, 이러한 이원화에 힘입어 소주 시장이 확대되고 있다.

인상시 서민들의 거센 반발이 예상되므로 당분간 소주세율은 현재 수준을 유지할 것으로 전망한다.

소주세율 문제

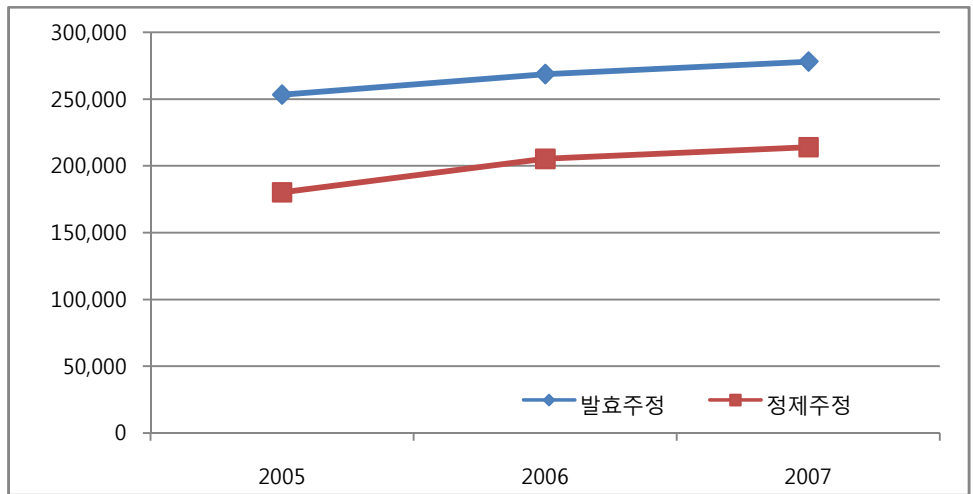
2005년 정부는 세수 부족 현상이 발생하자 '고도주 고세율-저도주 저세율' 트렌드가 글로벌 스탠더드로 자리잡고 있다며 고도주인 소주세율을 올리겠다고 발표하였다. 그러나 소주세율 인상안은 서민들의 거센 반발과 서민들이 주로 소비하는 상품에 대한 간접세 인상은 서민 경제에 악영향을 미칠 수 있다는 판단에 따라 결국 백지화되었다. 또한 이명박 정부가 출범하며 '서민생활에 영향을 끼치는 생활필수품목 52가지'를 지정하였는데 여기에 소주가 포함되었기 때문에 최소한 향후 5년간은 소주세율 인상은 이루어지지 않을 것으로 전망한다.

소주의 원료인 주정은 규제가 많은 산업이라서 원재료 조달상의 문제는 없다.

소주의 원료인 주정은 규제가 많은 산업

소주 원료 중 대부분을 차지하는 주정의 경우, 정부에서 제조 및 유통과정을 엄격하게 관리하고 있다. 국내에서 생산되는 주정은 (주)대한주정판매가 주류업체에게 일괄적으로 판매하고 있고 국산 원재료를 국세청장이 매년 해당업체마다 배당하게 때문에 업체간 차별화가 쉽지 않다. 또한 주정업체들은 각 지역별로 고르게 분산되어 있는데 이는 각 지역별로 지방 소주 업체들이 시장을 장악하고 있기 때문이다. 따라서 소주 업체 입장에서는 원재료 조달상의 문제는 없으며 공급이 안정적이라고 볼 수 있다. 일반 소주에 사용되는 주정은 발효주정인데 최근 3년간의 가격 변화 추이를 살펴보면 매우 안정적임을 알 수 있다.

그림 4. 주정의 가격 변화 추이



자료: 무학 사업보고서

단위: 원/드럼

맛은 경쟁요소가 아니다

소주는 알코올 순도 95%의 주정에 물과 첨가물을 넣어 희석하는 방식으로 생산된다.

소주 생산 과정은 다음과 같다. 먼저 알코올 순도 95%의 주정에 물을 섞어 35% 정도로 희석한 다음 활성탄, 맥반석, 규조토로 1차 여과하고, 여과된 희석액에 다시 물을 섞어 21%로 맞춘 후 당도가 설탕보다 100배가 높은 스테비오사이드와 상쾌하고 청량감이 있는 구연산을 넣어 맛을 안정시킨다. 여기에 단맛을 강화하고 맛을 부드럽게 하기 위해 소금을 조금 넣은 다음 마지막으로 숙취해소에 좋은 아스파라긴과 아르기닌을 추가하면 시중에 판매되는 소주가 생산된다.

현행 주세법에 의해 첨가물 사용량이 2% 이내로 제한되므로 맛의 차이는 미미하다.

주정은 고순도 알코올이므로, 소주의 맛은 약간의 첨가물과 75% 이상을 차지하는 물에 의해 결정된다. 소주에는 설탕, 꿀, 사카린 나트륨, 솔비톨, 자일리톨, 스테비오사이드 등이 포함되는데 어떠한 감미료를 얼마나 첨가하는지가 바로 소주회사의 노하우이다. 그런데 현행 주세법은 희석식소주의 첨가물 사용량이 총량의 2%를 넘지 못하도록 규정하고 있어서 각 소주회사들이 사용하는 첨가물의 양과 비율은

거의 엇비슷할 수 밖에 없다. 그래서 국내에서 영업중인 10개 소주회사에서 생산한 소주의 맛도 대부분 비슷한 실정이다. 소주 전문가들도 블라인드 테스트를 완벽하게 통과하기 어려울 정도다.

전국구와 지역구

국내 소주 시장은 현재 진로가 50% 내외의 시장점유율을 차지하고 있는 가운데 각 지역별로 해당지역의 지방 소주업체가 강세를 보이고 있는 상황이다. 지방 소주 시장은 업체들이 해당지역 집중화 전략을 펼침으로써 진입장벽이 상당히 높은 편이며 이에 따라 최근 2년간 지방 소주업체들의 시장점유율은 큰 변화가 없었다.

그림 5. 각 지역별 소주 업체



자료: SMIC Research 1 Team

지방은 자도주의 시장점유율이 압도적이다

전북과 충남북 지역을 제외하면 지방은 자도주의 시장점유율이 압도적이다.

전북과 충남 · 북 지역을 제외하면 지방은 자도주의 시장점유율이 압도적이다. 1973년 정부는 주류의 품질저하 방지, 시설 현대화 유도, 과당경쟁 방지 등을 이유로 전국에 산재한 주류업체들을 도 단위, 지역별로 1개 업체만 남기고 정리한다는 1도 1사 원칙아래 주류업체 통폐합 조치를 취하였고, 1976년부터 지방산업을 보호한다는 명분 아래 해당 시 · 도에 속해 있는 주류도매상들이 지역내 제조사의 소주를 전체 구매량 중 50% 이상을 사들이게 하는 자도주 구입제도를 도입했었다. 이후 소주는 지역마다 다른 술이라는 관념이 널리 퍼져나갔고, 사람들은 자기 고장의 술을 더욱 애용하게 되어 소주산업은 강한 향토색을 띄게 되었다. 1996년 자도주 구입제도가 헌법재판소로부터 위헌판결을 받았지만 자도주들은 지역과 밀착

된 마케팅을 전개, 자도주의 애용이 지역 발전에 도움이 된다는 인식을 확대하는데 성공하였다.

그림 6. 자도주 시장점유율

연고 (제조사)	부산 (대선)	경남 (무학)	수도권 (진로)	강원 (두산)	충북 (충북)
2006년	84%	77%	84%	48%	32%
2007년	83%	76%	82%	48%	36%
연고 (제조사)	충남 (선양)	경북 (금복주)	전북 (하이트)	전남 (보해)	제주 (한라산)
2006년	46%	92%	36%	79%	90%
2007년	47%	89%	34%	82%	89%

자료: 대한주류공업협회, SMIC Research 1 Team

수도권은 '진로'의 지방

수도권 역시 과거 1도 1사 원칙에 따라 진로가 독점했었으므로 아직까지 진로의 점유율이 80%를 넘는다.

서울을 포함한 수도권의 소주시장은 80% 이상의 시장점유율을 기록 중인 진로의 독점체제가 굳건한 가운데 두산이 도전장을 내미는 형국이다. 최근 두산이 이효리를 앞세워 대대적인 마케팅에 나서고 있지만 시장점유율에는 큰 변화가 없다. 2008년 1분기 기준으로 두산은 수도권에서 18.6%의 점유율을 기록하여 2007년보다 1.4%포인트 상승하였지만 진로는 전년대비 1.5%포인트 감소한 80.7%의 점유율을 기록, 여전히 굳건한 독점체제를 유지하였다. '처음처럼'에 대한 대대적인 마케팅에도 불구하고 시장의 판도는 바뀌지 않고 있다.

2. 무학은?

경남, 울산 지방의 지배적인 사업자

무학은 경남, 울산지역에서 점유율 80%를 기록하고있다

전술하였던 1970년대의 소주 산업 합리화 조치에 따라 경남지역의 36개 양조장이 통폐합되면서 (주)무학주조가 출범하게 되었다. 그러나 1990년대 들어 대기업의 소주시장 진출이 본격화되면서 대부분의 지방주류회사는 자도에서의 시장점유율이 50%대 이하로 떨어지게 된다. 이에 대응하여 무학은 과감한 조직개편과 더불어 1995년 '화이트 소주'를 출시하였고, 시장점유율을 다시 60%이상으로 끌어올리는 쾌거를 이루어내었다. 2000년대에도 무학의 시장점유율은 더욱 상승하여 현재는 시장점유율 80% 수준을 유지, 시장지배사업자의 면모를 보여주고 있다.

영남은 지역 소주 업체의 철옹성

영남지방은 지역소주의 점유율이 타 지역에 비해 높다

영남권의 경우에는 여타 지역에 비해 지역소주의 점유율이 매우 높은 편이다. 대구지방 금복주의 경우 90%내외의 점유율을 나타내고 있으며 부산과 경남의 경우, 대선주조와 무학 양사를 합치면 90%를 상회하는 점유율을 보이고 있다. 이들 3사

는 IMF를 전후해 발빠른 마케팅을 펼치면서 2000년대 초반에는 더 높은 점유율을 보여주었다. 소비자의 선호도 변화 또한 빠르게 파악하여 저도수 소주도 가장 먼저 출시하여 시장의 큰 호응을 얻었고, 진로, 두산 등의 중앙 소주 업체들은 영남 지역 소주 업체들에 뒤따라 저도주를 출시하였다.

진로와 하이트맥주의 결합이라는 태풍

진로와 하이트맥주의 결합은 지역 소주 업체들에게 악재로 작용한다

지역 소주 업체들의 강력한 반발에도 불구하고 하이트맥주는 2005년 공정거래위원회로부터 조건부 승인을 얻어내어 진로를 인수하는 것에 성공하였다. 그러나 여기에는 조건이 있었다. 진로와 하이트맥주는 결합 후 전체 국내 주류 시장의 40% 이상을 점유하게 되기 때문에 두 회사 결합의 경쟁제한성을 인정한 것이었다. 조건의 골자는 첫째, 합병사의 모든 주류 값의 상승을 향후 5년간 소비자물가 상승률 이내로 허용하고, 둘째, 두 회사의 영업관련 조직을 5년간 분리해 운영해야 한다는 것이었다. 첫 번째 조건은 진로가 가격을 인상하지 못한다면 가격 경쟁력 측면에서 지방 소주 업체 역시 가격을 인상할 수 없기에 재무구조가 취약한 업체에게는 커다란 악재로 작용하였다. 두 번째 조건은 영남 소주 3사에게는 치명적인 내용이었다. 하이트맥주는 영남에서 시장 점유율이 90%에 달할 정도로 전통적으로 강세를 보여왔기 때문에 만약 영업조직이 합쳐져서 도매상에 하이트맥주를 판매하면서 참이슬을 끼워팔기 시작한다면 그 위력은 상당할 것이기 때문이다.

무학이 집중하고 있는 것은 지역에 밀착된 브랜드

그러나 무학은 지역밀착경영의 대표주자로서 진로와 하이트맥주의 공격에도 잘버텨낼 수 있을 것이다

향후 3년까지는 소주시장의 유통구조에 의해 해당지역의 유통을 장악하여 시장을 장악하는 것이 가능할 것이다. 그러나 하이트맥주의 영업력을 앞세워 진로가 공격해온다면 더 이상 영업력은 무학만의 장점이 될 수 없을 것이다. 그렇다면 이 시점에서 각 지방의 소주 업체들은 더욱 지역밀착적인 마케팅 활동을 펼쳐야 하며 다른 제품과는 차별화 된 특성을 제공해 줄 수 있어야 할 것이다. 안일하게 현재와 비슷한 컨셉에 유사한 패키지와 디자인을 가진 제품으로는 지역 소비자에게 어필하기 힘들 것이다. 그렇다면 브랜드 자체로 소비자에게 독특한 가치를 제공해야 한다는 결론이 나온다. 이러한 측면에서 볼 때 무학은 현재 경남지역에서 '매우' 잘하고 있다.

완전한 지역 밀착

무학은 '경남'이라는 이미지를 확고히 하기 위하여 꾸준한 노력을 하고 있다

무학의 경쟁력은 동사가 '경남'의 대표적인 회사라는 점을 얼마나 확실히 어필할 수 있는지에 달려 있다. 이에 따라 무학은 경남에서 문화사업과 장학사업 등 여러 가지 활동을 펼치고 있다. 동사는 무학문화장학재단을 설립하여 경남, 울산지역의 우수학생들에게 꾸준히 장학금을 지급하고 있으며, 무학문화장학재단의 최재호 이사장은 "앞으로 다양한 장학 프로그램을 개발해 동남권 지역에서는 경제적 형편 때문에 학업을 포기하는 학생이 없도록 최선을 다하겠다"고 밝히기도 하였다. 또

한 경남지역의 지역 축제마다 지원을 아끼지 않음으로써 지역 주민들의 신망을 얻고 있다. 또한 '무학화이트배 축구대회'를 개최하거나 지역의 프로축구구단인 FC경남에 5,000만원의 지분을 투자하기도 하였다. 농민들이 많다는 경남지역의 특성을 잘 반영해서 지역쌀을 애용해야 한다는 점을 강조하여 농민들과 농협으로부터는 신망을 얻고 있으며, 이를 통해 무학 역시 지역색이 강하다는 점을 다시 어필하여 이중의 효과를 거두고 있다. 무학이 마산시와 공동 개발한 '가을국화'는 지역밀착 마케팅을 넘어 지역과 하나가 된 사례이다.

라벨에 지역광고를 첨부

심지어 무학은 소주병의 라벨에 지역광고를 담아, 경남지방사람들로 하여금 향토애를 느끼도록 만들었다

무학의 마케팅에서 지역 밀착의 백미는 소주 라벨에 경남, 울산 지역 지방자치단체의 우수관광지와 특산품 이미지를 담는다는 것이다. 무학은 지난 1996년에 소주 업계에서는 처음으로 보조라벨을 공익목적의 홍보용으로 제공하는 아이디어를 채택하였고 현재 매우 성공적인 결과를 보여주고 있다. 특히 경남지방이 대도시가 아닌 중소도시 혹은 시골로 이루어져있다는 점은 자신의 지역을 홍보하고 있는 술을 보며 자연스럽게 동질감을 느끼게 하도록 만드는 효과를 배가시킬 것이다. 경남이 대도시가 아니라는 점은 또한 하이트맥주의 영업력을 앞세운 공격에 부산이나 대구보다는 방어가 쉽다는 장점을 가진다.

그림 7. 경남농협과의 공동마케팅 그림 8. 화이트 소주의 라벨



자료: SMIC Research 1 Team

뛰어난 시장이해력과 제품기획력

무학은 시장을 이해하고 제품을 기획하는 데 있어서 뛰어난 통찰력을 보여주고 있다

무학은 시장이해력과 제품기획력이 뛰어난 업체이다. 22도짜리 저도주를 전국에서 가장 먼저 출시한 무학의 통찰력은 경쟁력에서 매우 큰 요소로 작용할 수 있다고 본다. 마산시와 무학이 공동개발한 지역 특산주인 '가을 국화'는 현재 국내뿐 아니라 해외에서도 뜨거운 반응을 보이고 있다. 지리산 하동의 순수청매만을 엄선하여 제조한 "매실마을"도 국내 최장의 숙성기간(6년)이라는 점을 앞세워 매실주의 대중화에 앞장서고 있으며 전국 매실주 시장의 21%를 점유하고 있다. 무학은 이러한

무학은 여타 지역 소주 업체들에 비해 안정적인 재무구조를 가지고 있다

장점을 살려 2007년 기준 미국, 일본, 중국, 호주, 뉴질랜드 등 기존 수출국가에 약 200만 달러의 수출을 달성하였으며 신규로 프랑스, 캐나다, 두바이 등 20여개 국가로 수출을 확대하였다.

안정적인 재무구조가 중요하다

위에서 말했듯이 가격 인상이 어려운 상황에서 재무구조가 우량하지 않은 업체들은 어려움을 겪을 가능성이 크다. 아래 표는 소주업체들의 유동비율과 부채비율을 비교한 표와 매출액, 영업이익, 순이익을 각각 비교한 것이다. 한눈에 영남 소주 3사의 수치가 보해양조와 한라산을 압도하고 있음을 알 수 있다. 그러나 지방 소주 업체들 중 현재 상장되어 있는 회사는 무학과 보해양조, 두 개의 회사에 불과하며 이 중 보해양조의 영업이익은 무학의 영업이익에 비해 훨씬 낮은 것을 확인할 수 있다. 우리 Research 1 Team이 무학을 선택한 이유는 여기에 있다.

참고로 금복주나 대선주조에 비해 상대적으로 무학의 영업이익률이 낮은 것은 판매비와 관리비의 지출이 많았기 때문이며 이는 신제품 출시와 동시에 무학의 공격적인 부산 공략 때문이다. 따라서 당기에는 판관비 비중이 줄 것으로 예상되며 무학의 영업이익률은 더욱 높아질 전망이다.

	진로	무학	금복주	보해양조	대선주조	한라산
유동비율	39.25%	173.71%	163.27%	74.28%	125.73%	49.55%
부채비율	344.87%	43.91%	43.89%	171.11%	66.11%	358.92%

자료 : 전자공시, SMIC Research 1 Team

	진로	무학	금복주	보해양조	대선주조	한라산
매출액	669,427,845	112,548,019	117,109,201	125,494,851	103,407,680	19,386,002
영업이익	138,096,581	17,406,147	31,466,615	8,344,180	22,512,902	1,848,127
순이익	150,711,017	15,640,045	2,243,891	6,025,882	20,476,616	1,217,952

자료 : SMIC Research 1 Team

단위 : 천원

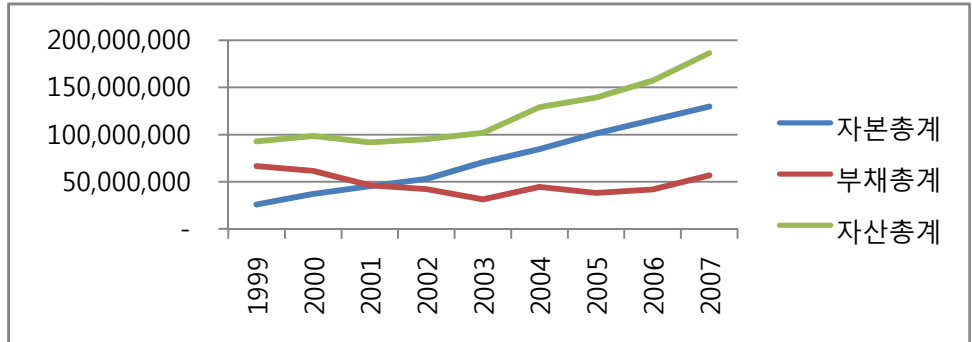
자산이 쌓이고 있다

무학은 꾸준한 자산의 증가를 보이고 있으며 무차입금 경영을 하고 있다

지난 5년 동안 무학의 자산은 꾸준히 증가해왔다. 그러나 이러한 자산의 증가는 자본의 증가에 기인한 것으로 부채비율은 꾸준히 개선되고 있음을 볼 수 있다. 유보율은 2003년 1,312%, 2004년 1,646%, 2005년 1950%, 2006년 2,210%, 그리고 2007년에는 무려 2,373%에 이르렀다. 게다가 무학의 부채는 차입금적 성격이 아닌, 영업활동에서 꼭 필요한 미지급주세가 약 60%를 차지하고 있는 상황이다.



그림 9. 자본구성의 변화



자료: SMIC Research 1 Team

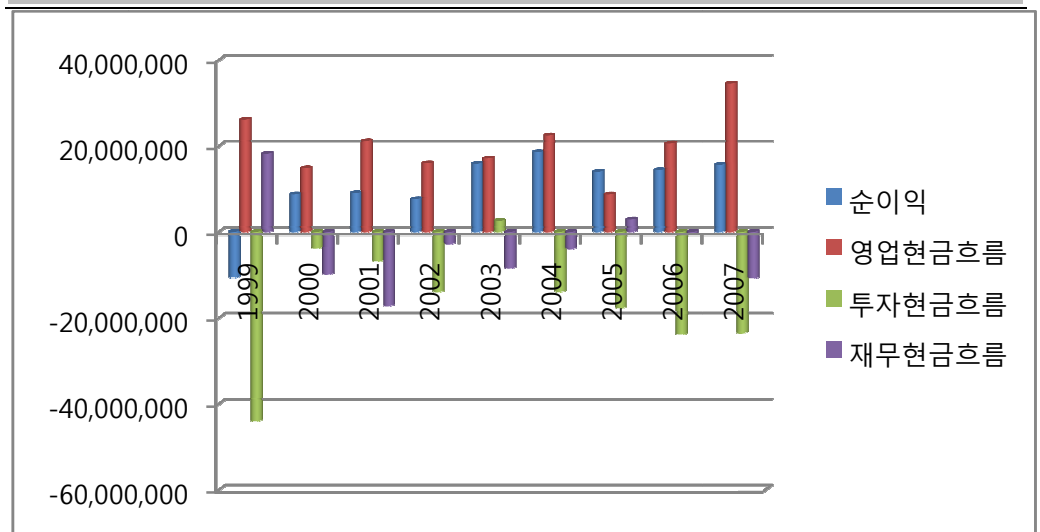
투자현금의 유출은 공장 건립을 위한 것

새로 건립한 울산 공장은 앞으로 마산 본사와 상당한 시너지효과를 발휘할 것이다

무학과 같은 지방 주류업체는 매출액과 영업이익이 꾸준하고 설비투자를 많이 필요로 하는 사업이 아니기 때문에 현금이 많이 쌓여야 정상이다. 그러나 현금흐름표를 살펴보면 지속적으로 투자현금흐름에서 유출이 발생하고 있는 것을 알 수 있다. 첫 번째 이유는 뒷부분에서 설명할 매도가능증권 취득과 관련된 것이고 두 번째 이유는 새로운 생산시설을 갖추고 있기 때문이다.

현재 무학은 약 300억 원의 투자를 통해 울주군 교동리에 생산공장을 건설하는 중인데, 이 공장이 완공되면 하루 160만 병에 달하는 생산규모를 갖게되어 주 생산거점인 마산 공장의 하루 생산량인 170만 병에 육박할 예정이다. 울산공장은 물류기지까지 겸비하고 있어 본격적으로 운영되면 물류비 절감이나 시장 확대 등 마산 본사와의 시너지 효과가 상당할 것으로 예상된다.

그림 10. 현금 흐름의 변화



자료: SMIC Research 1 Team

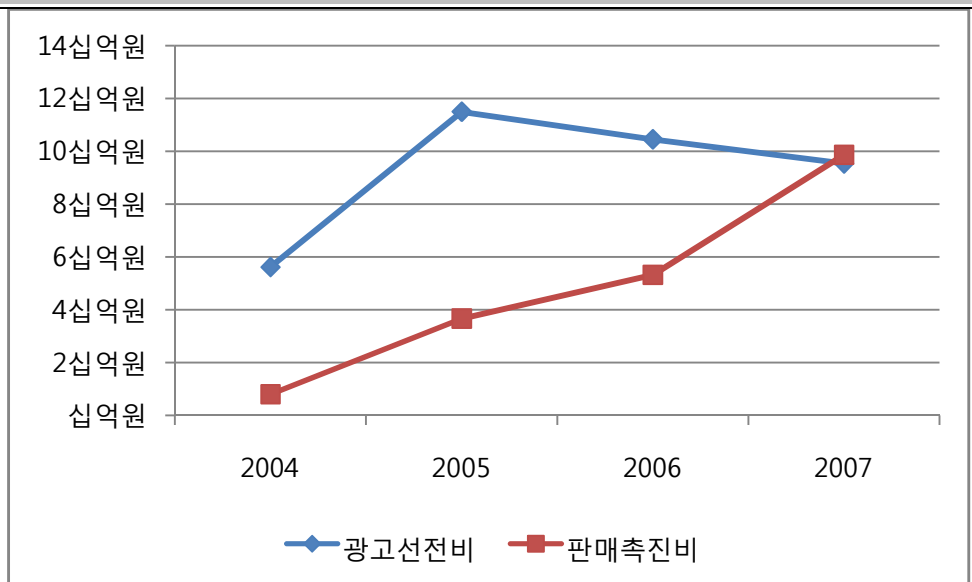
무학은 여타 회사에 비해 광고비와 판매촉진비에 있어 많은 지출을 보였다

광고선전비와 판매촉진비의 많은 지출

무학의 당기 광고선전비와 판매촉진비의 증가율은 이례적으로 높은 편이었다. 영남 3사 중 금복주는 광고선전비로 56억원, 판매촉진비로 26억원을, 대선주조는 광고선전비로 118억원, 판매촉진비로 13억원을 지출한 반면 무학은 광고선전비로 95억원, 판매촉진비로 98억원이라는 많은 지출이 있었다.

최근 4년 동안의 추이를 통해 살펴볼 때 계속하여 증가하는 추세이며 특히 판매촉진비의 경우 2007년에 전년 대비 2배로 상승하였음을 볼 수 있다. 그리고 이는 전기에 비해 영업이익이 하락하는 결과를 가져왔다. 안정적인 시장점유율을 보이는 지역 소주 시장에서 이렇게 공격적으로 광고비를 집행한 이유는 무엇일까? 이것은 부산에 대한 공격적인 마케팅 때문인 것으로 보인다.

그림 11. 광고비 지출 내역



자료: SMIC Research 1 Team

3. 무학의 화두, 부산

부산과 경남, 울산

경남지방의 소주시장을 양분하고 있는 것은 위에서 언급한 것처럼 무학과 대선주조이다. 2007년의 자료를 보면, 다른 지방에서 점유율 1,2위를 다투고 있는 회사는 진로이지만 유독 부산과 경남은 무학과 대선주조가 경쟁하고 있다. 두 지역은 진로가 가장 낮은 점유율 보이고 있는 곳이다.

그림 12. 광고비 지출 내역

2007년 지역별 소주시장 점유율 현황 (%)												
구분	서울	경기	강원	충남	충북	전북	전남	경북	경남	부산	제주	전국
진로	79	84	52	48	60	49	16	10	6	5	11	49.88
두산	20	15	48									11.11
선양				47								3.37
충북소주					36							1.39
하이트주조						34						1.29
보해양조							82					6.24
금복주								89				9.24
무학									76	11		7.98
대선주조									18	83		8.17
한라산소주											89	1.24

자료: 중도일보, SMIC Research 1 Team

흔들렸던 대선주조

대선주조는 IMF 위기를 넘기지 못해서 도산하였고, 롯데와 무학의 M&A 경쟁 끝에 롯데우유 손으로 넘어갔다.

IMF 당시 무리한 사업 운영으로 대선주조가 도산하면서 막대한 유통망과 자금력을 보유한 롯데가 대선주조의 M&A를 시도하였고, 대선주조가 대기업에 넘어가면 경남지역의 영업망 붕괴도 시간문제라는 위기감에 무학 역시 대선주조에 대한 M&A를 강행하였다. 당시 무학은 대선주조의 주식 중 약 40%를 매수하는데 성공하였지만 대선주조 경영진의 반발이 극심했었다. 천신만고 끝에 최대주주 자리를 확보하고 회사간 결합 신청을 하였지만, 공정거래위원회와 법원으로부터 주식을 매도 판결을 받아 M&A를 포기할 수 밖에 없었다. 결국 대선주조는 약 300억 원에 대선주조 대주주와 사돈관계였던 롯데우유의 신준호 회장의 손으로 넘어갔다. 당시 부산시 차원에서 향토기업인 대선주조를 살리기 위한 지원을 아끼지 않았기 때문에 많은 시민들은 향토기업이 대기업에 넘어간 사실에 대해 커다란 아쉬움을 표현하였다.

무학의 공격적인 부산 진출

M&A에 실패한 무학은 공격적으로 부산에 진출하여 1년 만에 점유율을 2% 상승시키는데 성공하였다.

롯데의 소주 시장 진출로 무학이 위기에 빠질 것이라는 우려와는 달리 오히려 무학은 매우 공격적으로 부산에 진출하였다. 회사 담당자에게 문의한 결과 전술하였던 울산 공장도 부산 시장으로의 진출을 위한 목적으로 건설 중이고, 큰 폭으로 증가한 판매촉진비 역시 부산 시장에서 성공하기 위한 투자의 일환이었다. 무학은 2006년 11월 16.9도의 초저도 소주인 좋은데이를 출시하면서 부산 소주시장에 본격적으로 진출하였고 1년 만에 점유율을 2% 상승시키는데 성공하였다.

특히 경상도에서는 그 지방을 상징하는 술이 그 지방의 자존심을 대변하므로 화이트는 C1을 이길 수 없다.

하지만 화이트는 C1을 이길 수 없다

각 지방, 특히 경상도에서는 그 지방을 상징하는 술이 그 지방의 자존심을 대변한다. IMF 당시 무학이 대선주조에 대해 적대적 M&A를 시도하였을 때 경남과 부산의 소주 전쟁으로 여기는 시민들도 상당수였다. Research 1 Team은 무학이 부산 시장에 성공적으로 진출하기 위한 조건으로 첫째, 대선주조가 심하게 흔들려야 하고 둘째, 새로운 브랜드를 런칭하여야 하며 셋째 부산에 완전히 밀착된 전략을 세워야 한다고 판단하였다. 이는 과거 맥주업계에서 조선맥주가 하이트를 출시하며 OB를 제쳤던 사례를 참조한 판단이다. 당시 OB가 페놀 파동으로 흔들리기 시작하자 조선맥주는 새로운 브랜드인 하이트를 출시하여 기존의 이미지를 희석시켰고, 암반수를 사용하였다는 전국구 마케팅으로 OB맥주의 시장점유율을 잠식하는데 성공했었다.

롯데우유는 10배 가량의 시세차익을 남기고 대선주조를 다시 매각하여 부산 시민들의 불매운동이 전개 중이다.

대선주조의 매각

올해 4월 12일부로 한국금융지주 계열의 PEF인 코너스톤에쿼티파트너스가 신준호 롯데우유 회장 일가가 보유하고 있던 대선주조 보통주 791,740주(지분율 98.97%)를 주당 45만 원, 총액 3,600억 원에 매수하여 경영권을 인수하였다. 처음 롯데가 대선주조를 인수했을 당시에도 시민들이 반발했었는데 10배가 넘는 시세차익을 챙기고 PEF에 매각하자 시민단체들의 주도로 불매운동이 전개되고 있는 실정이다. 여기에 신준호 회장의 거주지가 서울이어서 72억 원의 지방세를 서울에 납부한다는 소식까지 전해지자 지역 언론까지 들끓기 시작하였다. 시민들은 시민들의 애항심을 바탕으로 막대한 시세차익을 남긴 만큼 지역 사회로의 매각 이익 환원을 요구하고 있다. 부산시 관계자도 "대선주조와 관련 최근 공장 이전 등에 대한 전폭 지원 등 시 차원의 향토기업 육성책을 적극 시행해 왔다. 이제와 보니 결국 대주주에게만 큰 이익을 줬다는 생각이며 시민단체 의견에 상당부분 공감하고 있다."고 밝혀 시 차원의 움직임도 검토하고 있음을 시사하였다.

PEF가 대선주조를 매우 비싼 가격에 인수하였기 때문에 사업 확장이 확실해서 부산 소주 시장이 요동칠 것이다.

대선주조의 가치는 3,600억 원?

2008년 5월 9일 현재 무학의 시가총액은 약 1,300억 원이다. 이는 무학이 매우 저평가 상태이든지, 대선주조가 매우 고평가 되었든지 둘 중 하나인 것으로 판단된다. 확실한 것은 둘 중 어느 쪽이 참이든지 무학에게 매우 호재라는 사실이다. 만약 무학이 저평가 상태라면 앞으로 주가가 상승할 것이고, 대선주조가 고평가되었다면 대선주조의 기업가치를 키워 재매각할 것이 확실한 코너스톤이 투자 자금 환수를 위해 대선주조의 사업 확장과 주식가치 제고 등 새로운 전략을 수행할 것이며, 이는 그 동안 안정적으로 유지되었던 부산의 소주 시장이 크게 요동칠 것임을 의미한다.



부산 저도주 시장에서 좋은데이가 선전하고 있고, 새로운 제품을 출시하였기 때문에 부산 시장에서 무학의 선전을 예상한다.

무학은 부산에서도 지역 밀착 마케팅을 전개 중이다.

무학은 2005년 사업다각화에 대한 포부를 밝히며 철강산업으로 진출한 바 있으나, 현재 무학스틸은 적자상태이다

무학은 더 좋은데이로 시장에 침투하고자 한다

무학은 대선주조의 저도주 소주인 CYOU에 대항하여 좋은 데이를 런칭하며 성공적으로 부산 소주 시장에 진입, 성장이 기대되는 저도주 시장의 대부분을 차지하는데 성공하였다. 2007년 기준 11%였던 부산 시장의 점유율은, 부산 소주 전체 시장의 10%를 차지한 좋은데이의 성공에 힘입었다. 무학은 경남 시장의 화이트와는 별개로 2007년 10월 일반 소주제품인 더 좋은데이를 출시하였다. 더 좋은데이의 출시는 좋은데이의 이미지에 편승하며 화이트가 가지고 있었던 경남 지역의 술이라는 이미지를 희석시키기 위한 목적으로 풀이된다. 더 좋은데이는 사실 화이트와 거의 흡사한 제품이라는 측면에서 브랜드를 새로 런칭하는 것은 분명히 무학에게 부담이 될 수 밖에 없다. 그럼에도 불구하고 새로운 브랜드를 런칭하였다는 사실은 부산 시장 공략에 대한 무학의 의지가 매우 강하다는 것을 시사한다. 따라서 향후 부산에서 무학의 점유율 상승 가능성이 높다고 판단한다.

무학은 부산·경남의 대표 소주

무학은 경남만의 대표소주가 아니라 이제 부산·경남의 대표소주라는 이미지를 형성하기 위하여 대대적인 홍보에 나섰다. 부산사랑 기금적립 및 각종 문화행사 후원으로 부산에 밀착된 마케팅을 진행 중이다. 뿐만 아니라 광안리에서 펼쳐진 불꽃축제를 후원하며 부산 시민들의 지지를 얻는데 최선을 다하고 있는 상황이다. 이러한 노력에 힘입어 무학은 2007년 5월 부산 지점을 북부산지점과 남부산지점 2곳으로 확대하는데 성공하였다.

4. 비핵심부분으로의 다각화?

철강산업으로의 사업 다각화?

무학이 여타 주류회사와 다른 점은 철강산업에 진출해있다는 점이다. 동사는 2005년 마산본사에서 창립 76주년 기념식을 가지면서 향후 경영다각화를 하겠다는 포부를 밝혔다. 이는 주류시장을 통한 영업확대에는 한계가 있는 만큼 포항 소재 유케이스틸(주) 철강회사를 인수하여 소비재 분야에서 생산재 분야로 영업범위를 확대하겠다는 의도였다. 유케이스틸은 인수 당시 포스코의 협력업체로서 전기강판과 스텐레스 제조/도매를 위주로 하는 자본금 20억원 규모의 철강 제조회사로 그 기반이 매우 튼튼한 상태였다. 이러한 무학의 철강회사 인수는 대선에 대한 인수합병(M&A)불발 이후 대선주조 주식의 매각과 영업이익 증대로 인한 현금 유동성이 확보된 상황에서 이루어진 것으로 볼 수 있으며, 무학스틸로 사명을 바꾼 유케이스틸은 2007년 말 (주)무학에 합병되었다.

그러나 무학이 '제3의창업'이라고까지 지칭하며 진출했던 철강산업에서 얼마만큼의 수익을 낼 수 있을지는 사실 의문이다. 주류산업과 철강산업간에는 시너지효과

제덕만 분양사업은
단기적으로는 모멘텀이
될 수 있지만
장기적으로는 약재다

를 낼 수 있을만한 연관성이 전혀 없기 때문이다. 단지 그 산업의 전망이 밝다는 이유만으로 철강산업에 진출한다는 것은 위험하기 그지없는 일이다. 그 단적인 예로 지난해 무학스틸에서는 매출 130억원, 당기 순손실 약 7억원이 발생하였음을 확인하였다.

유신건설의 청산과 제덕만 분양 사업

최근에 90억의 대손충당금 환입이 있었던 유신건설(구 무학건설)사례 또한 130억의 손실을 본 케이스이다. 제덕만은 시가로 500억의 가치를 지니고 있으며 분양 실적이 좋다면 200억의 차익을 무학에게 돌려줄 것이므로 단기적으로 보았을 때는 모멘텀으로 볼 수 있다. 그러나 분양전망이 불확실할 뿐 아니라, 대부분의 BM이 온전히 주류로 이루어진 무학이 끊임없이 주류 산업과 관계없는 다른 사업에 눈을 돌린다는 것은 장기적으로 볼 때 투자자에게 불리하다고 본다.

5. Valuation & Conclusion

3가지 시나리오에 따라 FCFF 적용

Research 1 Team은 무학의 투자매력도를 판단함에 있어 3가지 시나리오로 나누어서 생각해보았다. 1 Team은 보고서의 논리대로 시나리오 3에 따라 부산 소주 시장을 성공적으로 공략할 것이라고 판단하지만 현재 무학이 저평가되어 있음을 확실하게 보여주기 위해서 시나리오 별로 Valuation을 시도하였다. 구체적인 Valuation 방법으로는 무학이 안정적인 현금흐름을 보여주므로 미래에 대한 예측가능성이 높다고 판단, FCFF를 사용하였다. 소주 시장 성장률은 각 시나리오에 공통적으로 현재 저도주 소주가 시장에서 인기를 끌면서 소주 시장이 안정적으로 성장하는 추세임을 감안하여 GDP 성장률인 4%정도로 추산하였다. 마지막으로 울산 공장에 투자된 부분에 대한 감가상각이 시작될 것을 감안하여 감가상각비 및 유형자산의 비중을 높게 가정하였다.

거래량과 비핵심 사업부문을 감안하여 할인함

무학은 현재 1년치 일별 베타가 0.57정도로 매우 낮은 수준이다. 무학이 안정성이 높은 기업이라는 하지만 시장의 주목을 받지 않아 거래가 부족했던 원인도 간과할 수는 없을 것이다. 또한 앞서 살펴보았던 것처럼 비핵심 사업부문의 지속적인 진출이 회사에 좋지 않은 영향을 준다고 판단하였기 때문에 자기자본비용을 높게 적용하였다. Research 1 Team에서는 이러한 리스크를 자기자본비용에 직접 반영하기보다는 산출된 내재가치를 40% 할인하는 방식을 채택, 매우 보수적으로 가치를 추산하였다.



시나리오 1 - 현상황의 단순 유지

울산공장의 완공, 부산 소주 시장으로의 진출을 모두 제외하고 단순히 시장 성장률만큼 성장한다는 가정하에 FCFF를 적용하였다. 적정주가로 도출된 11,445원을 40% 할인한 6,867원을 Target Price로 제시하며 현재 주가인 5,130원 대비 34%의 안전마진을 기대한다.

그림 13. 시나리오 1에 따른 FCFF 적용

	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
매출액성장률		4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
예상매출액	112,548,019	117,049,940	121,731,937	126,601,215	131,665,263	136,931,874	142,409,149
예상EBIT	17,406,147	21,068,989	21,911,749	22,788,219	23,699,747	24,647,737	25,633,647
NOPLAT	12,619,457	15,275,017	15,886,018	16,521,459	17,182,317	17,869,610	18,584,394
(+)유, 무형자산 상각비	7,134,319	8,357,366	8,357,366	8,357,366	8,357,366	8,357,366	8,357,366
출현금유입	19,753,776	23,632,383	24,243,384	24,878,824	25,539,683	26,226,975	26,941,760
영업용 운전자본	15,465,197	16,539,156	17,200,723	17,888,752	18,604,302	19,348,474	20,122,413
순유형고정자산	58,325,457	60,655,279	63,081,490	65,604,750	68,228,940	70,958,097	73,796,421
기타 영업용 순자산	983,241	1,217,319	1,266,012	1,316,653	1,369,319	1,424,091	1,481,055
IC	74,773,895	78,411,755	81,548,225	84,810,154	88,202,560	91,730,662	95,399,889
예상ROIC(평균)	17.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
예상ROIC(기초)	19.1%	20.4%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%
IC증가액		3,637,860	3,136,470	3,261,929	3,392,406	3,528,102	3,669,226
(+)유, 무형자산 상각비	7,134,319	8,357,366	8,357,366	8,357,366	8,357,366	8,357,366	8,357,366
출투자액		11,995,225	11,493,896	11,619,295	11,749,772	11,885,468	12,026,592
예상 FCFF		11,637,157	12,749,548	13,259,530	13,789,911	14,341,507	14,915,167
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		10,679,231	10,736,949	10,247,248	9,779,883	9,333,833	

자료: Research 1 Team

시나리오 2 - 울산공장의 시너지 발현

울산공장의 시너지가 발현되어 대선주조가 점유하고 있는 경남의 18%, 부산의 83%에 대해 3년동안 3%씩 시장점유율을 추가로 확보할 것으로 예상하였다. 울산공장은 물류기지까지 겸비하고 있다는 점에서 울산 근교 및 부산에서 시장 확대 효과가 있을 것으로 판단하였기 때문이다. 2011년 이후에는 진로가 공격적인 마케팅에 나설 가능성을 감안, 다시 시장 성장률만큼 성장할 것이라고 보았다. 이에 따라 FCFF를 적용하자 적정주가로 12,017원이 도출되어 이를 40% 할인한 7,210원을 Target Price, 현재주가 5,130원 대비 41%의 안전마진을 제시한다.

그림 14. 시나리오 2에 따른 FCFF 적용

	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
매출액성장률		7.00%	7.00%	7.00%	4.00%	4.00%	4.00%
예상매출액	112,548,019	120,426,380	128,856,227	137,876,163	143,391,209	149,126,858	155,091,932
예상EBIT	17,406,147	21,676,748	23,194,121	24,817,709	25,810,418	26,842,834	27,916,548
NOPLAT	12,619,457	15,715,643	16,815,738	17,992,839	18,712,553	19,461,055	20,239,497
(+)유, 무형자산 상각비	7,134,319	8,598,444	8,357,366	8,357,366	8,357,366	8,357,366	8,357,366
출현금유입	19,753,776	24,314,086	25,173,103	26,350,205	27,069,919	27,818,421	28,596,863
영업용 운전자본	15,465,197	17,016,248	18,207,385	19,481,902	20,261,178	21,071,625	21,914,490
순유형고정자산	58,325,457	62,404,950	66,773,297	71,447,428	74,305,325	77,277,538	80,368,639
기타 영업용 순자산	983,241	1,252,434	1,340,105	1,433,912	1,491,269	1,550,919	1,612,956
IC	74,773,895	80,673,632	86,320,786	92,363,241	96,057,771	99,900,082	103,896,085
예상ROIC(평균)	17.9%	20.2%	20.1%	20.1%	19.9%	19.9%	19.9%
예상ROIC(기초)	19.1%	21.0%	20.8%	20.8%	20.3%	20.3%	20.3%
IC증가액		5,899,737	5,647,154	6,042,455	3,694,530	3,842,311	3,996,003
(+)유, 무형자산 상각비	7,134,319	8,598,444	8,357,366	8,357,366	8,357,366	8,357,366	8,357,366
출투자액		14,498,181	14,004,520	14,399,821	12,051,895	12,199,677	12,353,369
예상 FCFF		9,815,905	11,168,583	11,950,384	15,018,023	15,618,744	16,243,494
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		9,007,897	9,405,550	9,235,513	10,650,867	10,165,093	

자료: Research 1 Team

시나리오 3 - 성공적인 부산 소주 시장의 공략

Research 1 Team에서는 무학이 성공적으로 부산 소주 시장을 공략할 것으로 판단한다. 따라서 시나리오 3에서 제시하는 Target Price가 본 보고서에서 제시하고자 하는 내재가치이다. Research 1 Team은 2013년까지 경남에서 현재 대선주조의 18% 점유율 중 9%를 무학이 확보할 것이고 부산에서 20%의 점유율을 확보할 것으로 예상하였다. 시나리오 3에 따라 FCFF를 적용하면 적정주가로 12,744원이 도출되었고, 이를 40% 할인한 7,646원을 Target Price로 산출하였으므로 5,130원 대비 49%의 수익률이 기대된다.

그림 15. 시나리오 3에 따른 FCFF 적용

	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
매출액성장률		8.00%	11.00%	10.00%	7.00%	4.00%	4.00%
예상매출액	112,548,019	121,551,861	134,922,565	148,414,822	158,803,859	165,156,014	171,762,254
예상EBIT	17,406,147	21,879,335	24,286,062	26,714,668	28,584,695	29,728,082	30,917,206
NOPLAT	12,619,457	15,862,518	17,607,395	19,368,134	20,723,904	21,552,860	22,414,974
(+)유, 무형자산 상각비	7,134,319	8,678,803	8,357,366	8,357,366	8,357,366	8,357,366	8,357,366
출연금유입	19,753,776	24,541,321	25,964,760	27,725,500	29,081,269	29,910,225	30,772,340
영업용 운전자본	15,465,197	17,175,278	19,064,558	20,971,014	22,438,985	23,336,545	24,270,007
순유형고정자산	58,325,457	62,988,174	69,916,873	76,908,561	82,232,160	85,583,846	89,007,200
기타 영업용 순자산	983,241	1,264,139	1,403,195	1,543,514	1,651,560	1,717,623	1,786,327
IC	74,773,895	81,427,591	90,384,626	99,423,089	106,382,705	110,638,013	115,063,534
예상ROIC(평균)	17.9%	20.3%	20.5%	20.4%	20.1%	19.9%	19.9%
예상ROIC(기초)	19.1%	21.2%	21.6%	21.4%	20.8%	20.3%	20.3%
IC증가액		6,653,696	8,957,035	9,038,463	6,959,616	4,255,308	4,425,521
(+)유, 무형자산 상각비	7,134,319	8,678,803	8,357,366	8,357,366	8,357,366	8,357,366	8,357,366
출투자액		15,332,499	17,314,401	17,395,828	15,316,982	12,612,674	12,782,886
예상 FCFF		9,208,821	8,650,360	10,329,672	13,764,287	17,297,552	17,989,454
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		8,450,786	7,284,844	7,982,991	9,761,711	11,257,705	

자료: Research 1 Team

대선주조는 3,600억원에 매각됨

무학과 재무구조와 영업구조가 매우 유사하다고 볼 수 있는 대선주조가 지난 4월에 무려 3,600억원에 매각되었다. 2008년 5월 9일 현재 무학의 시가총액은 1,345억원에 불과하다는 점에서 단순비교를 할 경우 무학은 무려 267%의 수익률을 기대할 수 있거나 무학의 경영권 프리미엄이 무려 2,300억 원에 달한다고도 볼 수 있을 것이다. 게다가 지방 소주 업체 중 현재 무학과 함께 유이하게 상장되어 있는 보해양조에 비해 재무구조와 영업성도가 월등하지만 양사의 PER는 약 8로서 거의 같은 상황이다. 따라서 주류업체의 전반적인 저평가 추세에서도 무학은 단연 저평가되어 있다고 판단하고, 앞으로 부산 소주 시장으로의 진출을 기대하며 Research 1 Team은 Buy를 추천한다.