

진로의 IPO 이슈

소주 시장의 절대강자 진로가 돌아온다

● 진로의 재상장 압박

- 최근 진로를 인수한 하이트홀딩스의 자금 조달의 한계로 인해, 진로의 재상장에 대한 압박이 점차 강해지고 있음.

● 소주 산업

- 비교적 진입장벽이 높은 산업.
- 다른 주류에 비해 변동성이 적은 산업 매출액.
- 국내 소주산업은 진로의 '참이슬'이 50% 이상의 점유율을 차지.
- 수도권에서 '참이슬'과 '처음처럼'은 70~80%의 압도적인 MS를 보여줌.
- 지방에서는 각 지역의 자도주가 시장을 이끌어나가고 있음.

● 소주 시장의 균계일학, 진로

- 파산, 회생, 성장 등의 과정을 거치는 와중에도 소주 시장의 최강자로 군림.
- 지난 수십 년간 꾸준한 매출액과 시장점유율을 유지하고 있음.
- 당기순이익에 영향을 주는 지분법 이익은 225 억원에 달함.
- 시장에서의 우위를 유지하기 위한 지속적인 노력이 이루어지고 있음.

● 진로 vs 롯데 vs 자도주

- 5030 억 원에 롯데주류 BG 가 두산주류를 인수함.
- 롯데는 시장점유율 1 위인 유통 조직을 활용해 시장점유율 확대를 노릴 것.
- 수도권에서는 롯데의 유통망에도 불구하고 진로의 선점효과 및 하이트홀딩스와의 연계로 큰 변화가 없을 것으로 판단됨.
- 지방에서는 자도주의 우세와 진로의 적극성 미비로 인해 큰 변화가 없을 것.

● Put-Back Option과 진로의 IPO

- 하이트홀딩스는 2005 년 진로를 인수합병하는 과정에서 막대한 인수 비용을 충당하기 위하여 컨소시엄을 구성해 재무적 투자자들을 유치함.
- 위의 과정에서 재무적 투자자들에게 풋백옵션(Put-Back Option)을 부여.
- 현재까지 3,500 억 원이 행사됨. 2010 년까지 추가로 1 조원이 행사 가능.
- Put-Back Option 을 매입하는 과정에서 현금이 부족한 화이트홀딩스로 인해 진로의 재상장에 대한 압박이 거세지고 있음.
- 현 시점에서의 상장 가정: 공모예상가를 PER를 통해 예상해보고 DCF를 통한 적정 주가를 예측해, 두 가격 사이의 차액을 통한 거래 기회의 포착 가능성

기업분석 1 팀

임상진, 최호선

조재명, 홍보화

INTRO. 진로의 재상장 압박이 커지고 있다

Put Back Option으로 인해 재상장에 대한 압박이 커지고 있다

지난 수십 년간 서민들의 애환을 달래며 소주시장 1 위 자리를 지켜온 진로 소주. 하지만 그 굳건한 지위에도 불구하고 IMF 외환위기 당시 파산위기에 몰리는 등 우여곡절을 겪으며, 2005 년 하이트맥주 컨소시엄에 인수합병 되었다. 당시 하이트맥주는 인수비용을 충당하기 위해 여러 재무적 투자자를 유치했는데, 이때 그들이 인수한 진로주식을 3~5 년 후 하이트맥주가 특정가격에 전량 매입해 준다는 Put Back Option 을 명시하였다. 재무적 투자자들에게 지불해야 하는 막대한 금액을 하이트맥주가 자체 조달하는 데는 한계가 있기에, 근본적인 해결 방법은 진로의 재상장뿐이다. 실제로 하이트맥주는 진로의 IPO 를 추진했으나 주식시장 환경이 유리하지 않았던 관계로 연기한 바 있다. 그러나, 본격적으로 재무적 투자자들이 Put back Option 을 행사하기 시작한 지금, 진로의 재상장 압박이 점점 커지고 있다. 본 리서치팀은 상황적인 필연성을 전제로, 머지 않은 시점에 진로가 재상장 될 것으로 판단한다. 본 보고서는 전반적인 소주산업 분석을 바탕으로 진로의 내재가치를 평가하고, 재상장 시점에서 진로 주식에 대한 투자 기회를 찾아보고자 한다.

1. 소주시장분석

소주의 원료 및 제조 과정

소주의 원료는 주정이며, 그 조달에 있어 매우 안정적인

소주의 원료인 주정은 크게 전분질원료와 당질원료로부터 제조되며, 곡류(쌀, 보리, 옥수수)와 서류(고구마, 감자, 타피오카) 등이 함유하고 있는 전분질을 효소를 이용하여 발효성 당으로 변화시킨 후 발효공정을 거쳐 생산된다. 주정은 10 개의 주정제조업체로부터 공급받는 대한주정판매(주)를 통해 필요한 전량 구입 가능하다. 국세청고시 제 2007-21 호에 의거하여, 대한주정판매(주)가 주정도매업자로 지정되어 주정을 독점 공급하고 있으며, 현재 주류제조사가 필요로 하는 물량을 공급할 수 있는 여력이 충분하기 때문에 원료 조달상의 문제는 없다.

소주 시장의 진입 장벽

제조면허 신규취득이 어렵기 때문에 진입 장벽이 매우 높음

정부 조세수입에서 주류산업이 차지하는 부분은 3.3%로 비중이 크기 때문에 원료, 판매가, 세율 등 전반에 걸쳐 정부의 규제를 받고 있다. 또한 주류소비에 부과되는 세율은 여타 세율에 비해 높은 편이어서 주류제품의 가격결정에 큰 영향을 미친다. 이러한 중요성 때문에 주류는 국가의 허가가 있어야 제조, 생산할 수 있다. 국세청은 과점적 주류면허를 유지해주고 있기 때문에 주류 제조면허 신규 취득이 어렵다. 따라서 시장의 진입장벽은 매우 높다.



소주 수요 변동 - 소득 및 경기변동에 따른 민감도 낮음

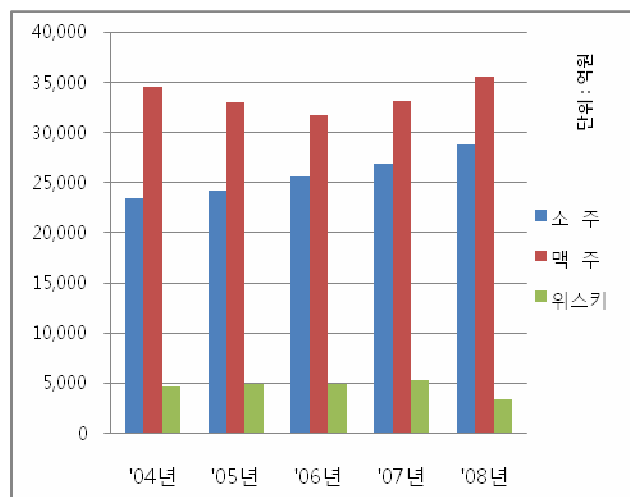
소주는 여타 주류와 달리 소득 및 경기변동에 따른 민감도가 낮다. 꾸준한 수요층이 존재하는 대중주이며, 상대적으로 저가이기 때문이다. 이는 실제 2008 년의 소주 판매량에서도 나타나는데, 2008 년 전세계적 경기침체에도 불구하고 소주의 판매량은 오히려 증가하는 모습을 보였다.

소주 시장 성장성 예측

저도수 선호의 영향으로 소주 시장이 꾸준히 성장하고 있다

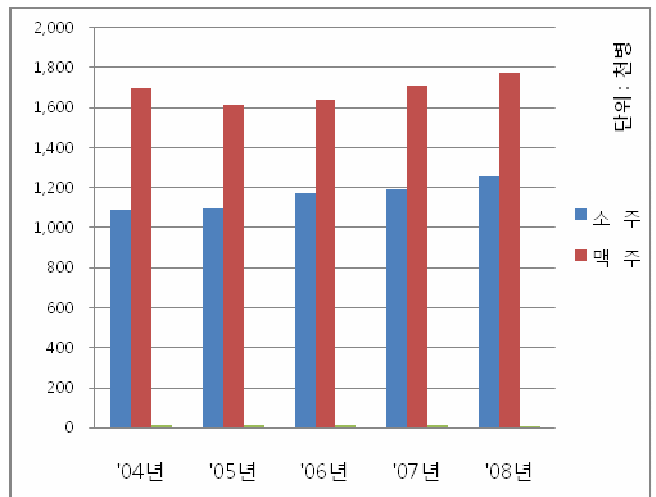
아래의 그림 1 과 그림 2 에서 확인할 수 있듯이, 소주의 국내 소비액과 소비량은 매년 꾸준히 증가하고 있다. 이러한 현상의 주요한 원인으로 저도수 소주 시장의 성장을 들 수 있다. 소주가 점차 저도수화 되어감에 따라 여성을 비롯한 음용 가능 인구가 증가되었으며, 한편으로는 소비자의 주량이 상승하는 효과를 가져와 소주의 소비량이 증가하게 될 것임을 예상할 수 있다.

그림 1. 연도별 주종별 국내 소비액



자료: ㈜진로 사업보고서, SMIC

그림 2. 연도별 주종별 국내 소비량



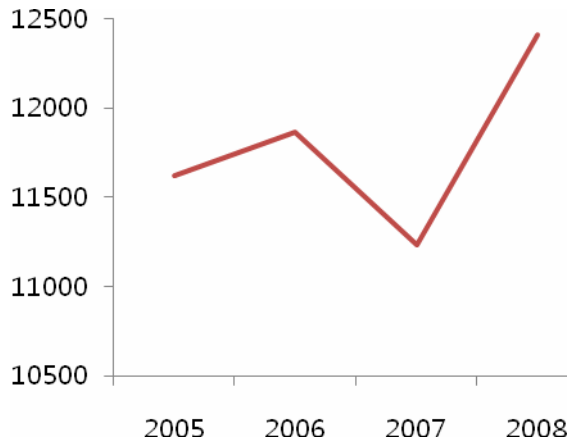
자료: ㈜진로 사업보고서, SMIC

소주의 해외 수출 동향

소주 산업은 일본으로의 수출 비중이 매우 크다

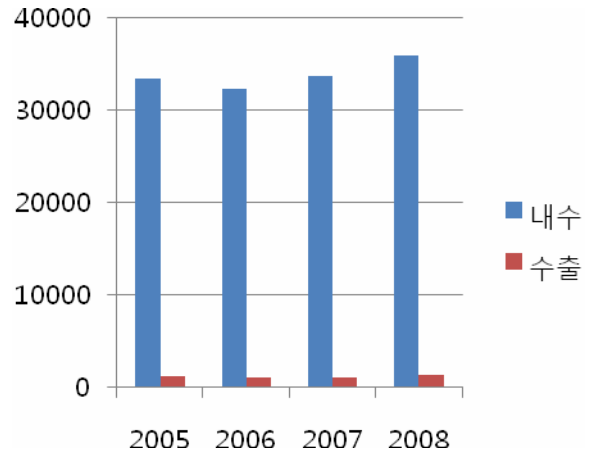
소주 수출에는 일본 수출이 절대적 비율을 차지하고 있으며, 미국, 중국으로의 수출이 꾸준히 증가하고 있다. 2007년에는 일본의 경기침체 및 출고가격 인상으로 대 일본 수출은 감소하여 총 수출은 줄어들었다. 2008년에는 환율상승으로 일본수출물량이 회복세를 보였고 베이징올림픽 특수 등으로 대중국 수출 또한 증가하는 호재를 맞았다. 그러나, 여전히 내수 시장에 비하여 수출 비중은 극히 낮아, 전체 소주 시장에서 해외 시장이 가지는 의미는 매우 제한적이다.

그림 3. 최근 4개년간 소주 수출 추이 (단위: 만\$)



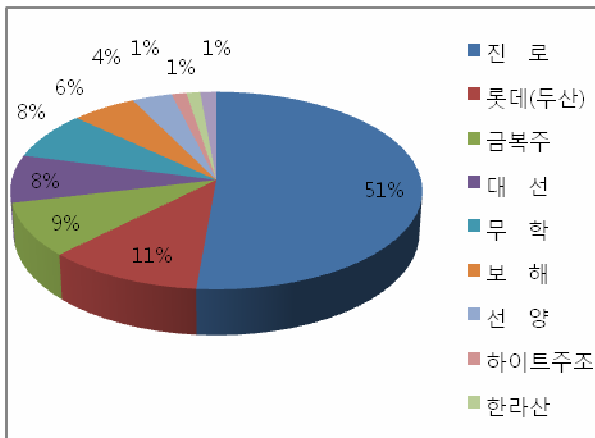
자료: 한국 무역협회, SMIC

그림 4. 내수액 대비 수출 비중 (단위:억)



자료: 한국 무역협회, SMIC

그림 5. 2008년 전국 소주시장 점유율



자료: 대한주류공업협회, Research 1 Team Database

그림 6. 2008년 지역별 1위 소주브랜드

지역	수도권	강원	충북	충남	경북	경남	부산	전북	전남	제주
연고제조사	진로	두산	충북	선양	금복주	무학	대선	하이트	보해	한라산
1위	진로	진로	진로	진로	금복주	무학	대선	진로	보해	한라산
	80.8	59	59.6	48.8	86.6	74.1	81.6	49.5	79.6	88.3
2위	두산	두산	충북	선양	진로	대선	무학	하이트	진로	진로
	18.4	41	37	46.1	12.7	18.5	12.1	34.1	19	11.6

자료: Research 1 Team Database

소주시장 점유율 현황

전체시장에서는 진로가 압도적이지만, 지역별 격차가 크다

소주업계는 10여 개 업체 간 경쟁구도로 경쟁이 치열한 편이다. 위 그림에서 볼 수 있듯이, 진로가 전체 시장의 51.4%를 차지하며 독보적 1위 자리를 지키고 있다. 2006년 52.4%, 2007년 50.0%의 점유율을 보이며 소주시장에서 안정적인 지위를 확보하고 있다.

수도권에서는 진로의 참이슬이 압도적인 점유율을 보였지만, 광주, 부산, 제주 등의 지역에서는 각 지역의 자도주(지역 소주)가 시장을 점유하고 있음을 위의 표에서 확인할 수 있다.

II. (주)진로

진로는 수십 년간 한국 소주시장의 강자였다

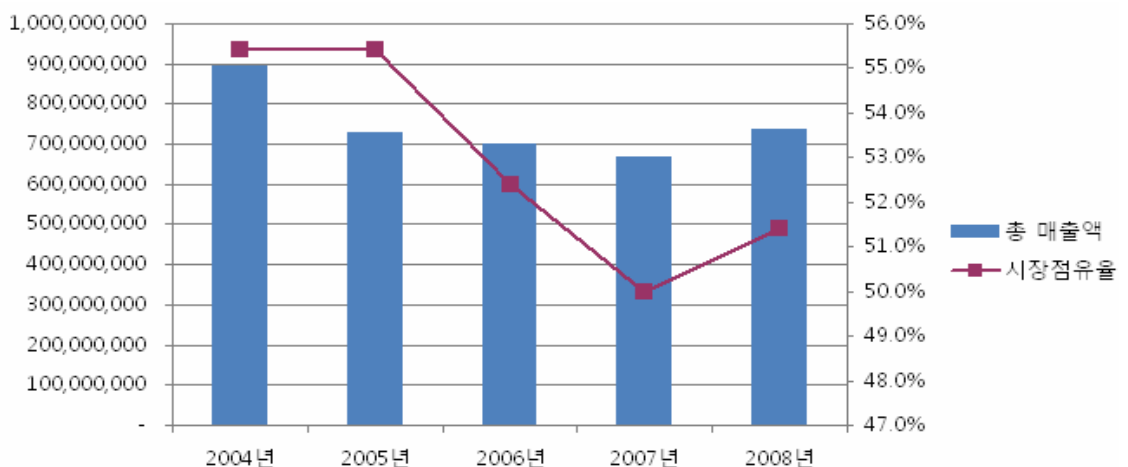
진로는 1973년 기업공개로 상장되었으나, 2003년 파산신청과 함께 상장폐지 되었다. 수십 년간 꾸준히 소주시장의 최강자로 군림했으나, 1997년 하반기 외환위기를 맞아 비운을 겪게 된 것이다. 재정적 어려움을 겪다가 98년 채권자 합의를 통해 부채 상환의 혜택을 받는 화의 승인을 받았다. 파산 위기에 내몰린 진로에게 미국계 투자은행 골드만삭스는 자산매각 주관사 계약을 벌미로 회사 내부정보를 받았고 이 기밀자료를 토대로 진로의 가치와 회생가능성을 확인한 뒤, 다량의 채권을 헐값에 인수하였다. 수 년간 채권의 이자와 차익으로 이득을 본 골드만삭스는 결국 2003년 진로의 파산을 신청했고 진로는 상장폐지를 맞게 된다. 그러나 진로의 브랜드파워를 인지하고 있는 많은 기업들이 진로 인수를 위해 치열한 경쟁을 벌였고 2005년 하이트맥주 컨소시엄에 3조 4100억 원으로 인수합병 되었다.

압도적인 시장점유율과 안정적인 매출액

압도적인 시장점유율을 유지하고 있다

소주시장에서 한번도 1위 자리를 놓친 적 없는 동사는 파산 신청이 이루어진 2003년 이후로도 50%대의 점유율을 유지하였고, 매출액 역시 두산 '처음처럼'의 약진으로 시장점유율이 소폭 떨어졌던 2007년을 제외하고는 7000억 대를 상회하고 있다. 2008년에는 전년대비 약 10% 상승한 7353억 원의 매출을 달성하였다. 시장 점유율은 51.4%로 2위인 두산의 11.1%에 비해 월등한 위치를 유지하고 있다.

그림 7. 진로 총 매출액 및 시장 점유율 추이



자료: (주)진로 사업보고서, SMIC Database

시장에서의 우월적 지위를 유지하기 위한 지속적인 노력을 수행하고 있다

진로의 경쟁 우위 지속 노력

소주 시장에서 85년의 역사를 통해 쌓아온 브랜드 파워는 동사의 가장 큰 재산이라고 할 수 있다. 실례로, 동사가 80년대까지 독과점으로 지배하고 있던 소주시장에 (주)두산에 인수된 경월이 이른바 '부드러운' 소주 제품을 내놓고 소비자로부터 좋은 반응을 얻으며 점유율을 확대해가자, 동사는 그에 뒤따라 기존의 '쓴' 소주 이미지를 과감히 버리고 저도수화 트렌드에 응하며 '참이슬'을 출시하였고 출시된 후 10년간 140억병의 판매고를 올리며 국내 소주 업계의 최고 히트 상품이 되었다. 즉, 처음 저도수화를 실현시킨 것은 경쟁사 두산이었지만 진로가 무려 수십년간 쌓아온 압도적인 점유율과 브랜드파워는 진로의 한발 늦은 변화에도 보다 큰 마케팅 효과를 야기시켰고 결과적으로 여전히 시장 1위를 고수할 수 있게 되었다. 동사의 브랜드 자체가 갖고 있는 경쟁력을 엿볼 수 있는 예이다.

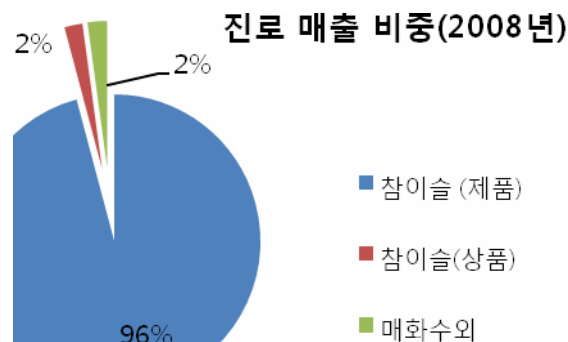
85년 동안 쌓아온 영업 노하우와 굳건한 유통망 또한 동사의 경쟁사 대비 강점으로 볼 수 있다. 특히 전체 인구의 ¼이 거주하고 있는 서울, 수도권 지역에서 자도와 같은 위치를 점하고, 진로 소주를 팔지 않는 소매점이나 주류판매업소를 찾기가 힘들 정도의 점유율 (그림6. 참조)을 확보하고 있는 점은 경쟁사들에게 큰 부담이 될 수 밖에 없다.

참이슬(제품)의 매출 비중이 매우 크다

매출 구조

동사의 주요제품인 할 수 있는 참이슬 소주는 2008년 기준 전체 매출 비중의 98%를 차지하고 있다. 곧 참이슬의 매출이 사실상 동사의 매출이라고 해석할 수 있다.

그림 8. 2008년 진로의 매출규모



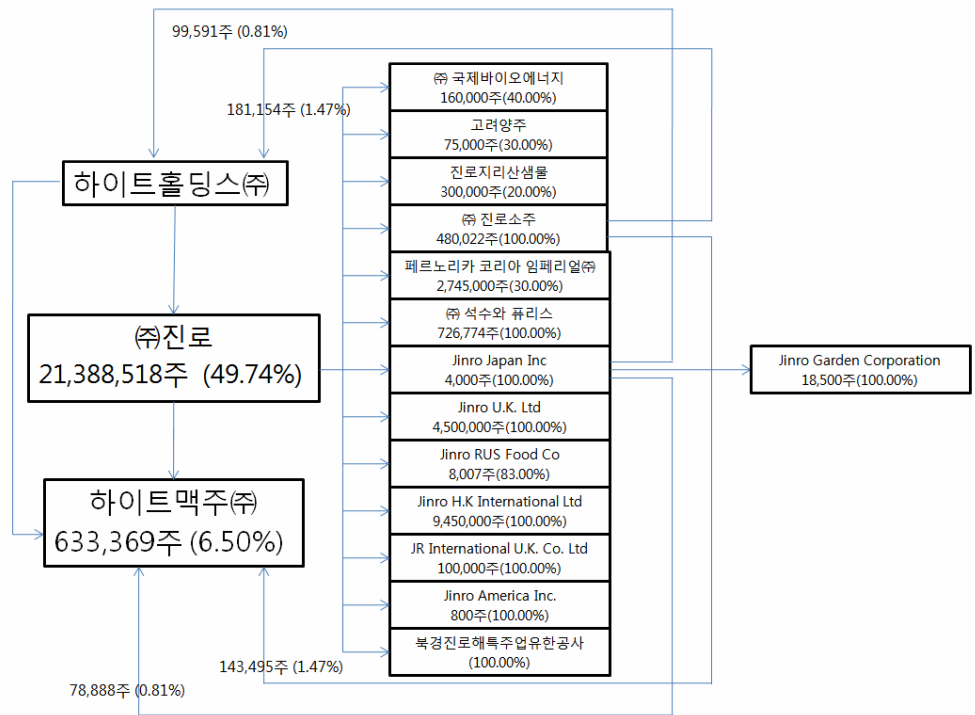
자료: 진로 사업보고서

다수의 자회사를 보유하고 있으며, 지분법 이익을 받고 있다

지분구조

동사는 투자주식 중 중대한 영향력을 행사할 수 있는 주식은 지분법을 적용하여 평가한 가액으로 감사보고서에 계상하고 있다. 현재 본사가 소유하거나 투자하고 있는 자회사는 13개에 달한다. 대다수의 기업들이 해외시장개척을 위해 각국에 분포된 자회사들이고, 그 밖에 샘플시장과 위스키산업 등에 법인출자를 하고 있다. 참고로, 2008년 지분법손실은 22억에 불과하지만 지분법이익은 203억에 달한다. 전년 대비 지분법 손실은 7억 원 가까이 증가(15억)한 반면, 지분법이익은 69억 원(134억 원) 증가하였다. 그만큼, 당기순이익이 증가하는 결과를 가져다 주었다. 가장 큰 지분법 이익을 기록한 자회사는 (주)진로소주로 주류제조 및 일본 수출/판매업을 하고 있다.

그림 9. 하이트 홀딩스의 지배구조



자료: 진로 사업보고서

III. 시장판도예측

참이슬 VS 처음처럼: 롯데의 수도권 시장 장악 가능성은?

롯데의 '처음처럼' 인수

롯데의 '처음처럼'을
인수가 진로에게 미칠
영향은?

2009년 1월, (주)롯데칠성음료는 소주 '처음처럼' 등을 생산하는 (주)두산의 주류사업 부문인 두산주류 BG(Business Group)를 5천 30억 원(비영업자산 포함)에 인수하였다. 이로써 롯데는 두산주류 BG 인수를 통해 소주 '처음처럼', '산', '그린'을 비롯해 약주 '국향', '군주', '포도주', '마주앙' 등 브랜드를 보유하게 되었다. 참고로, 위스키 시장에서는 롯데칠성 스카치 블루가 시장 점유율 18%로 업계 3위, 롯데아사히 주류의 아사히 맥주 역시 국내 수입 맥주시장에서 3위를 차지하고 있다. 롯데가 기존 음료 및 주류 사업의 탁월한 판매망을 활용해 적극적으로 경쟁에 뛰어 든다면, 현재 소주시장을 50% 이상 점유하고 있는 진로의 아성에 큰 위협이 될 수도 있다. 과연 국내 최대 주류업체인 하이트-진로 그룹에 버금가는 종합주류 회사로 거듭난 롯데주류 BG가 진로에게 미치는 영향은 무엇일까?

롯데의 강력한 영업망 효과

국내 유통 1위 기업인
롯데의 힘

소주의 약 48%는 일반슈퍼 또는 할인매장을 통해 가정에서 소비되고 있다. 이는 약 46%의 음식점 등 유흥업소 소비 비중보다 더 큰 수준이다. 즉 소매상과 도매상 등 유통망을 통한 판매가 주를 차지하고 있다는 것을 의미한다. 두산은 이미 오래 전부터 주력업종을 중공업으로 잡고 발전해 오고 있던 기업으로 유통에 강점을 가지고 있지는 않았던 반면, 롯데그룹은 대형마트, 백화점, 홈쇼핑, 인터넷쇼핑 등 국내 모든 유통망과 이를 중계하는 중간상까지 강력한 파워를 가지고 있는 국내 유통 1위 기업이다 (M/S기준 백화점 1위, 마트 3위, 슈퍼마켓 1위, 편의점 3위). 따라서 롯데그룹의 유통망과 기존 롯데칠성의 영업망을 총동원해 시장공략에 나설 경우 그 영향력이 클 것이라 판단된다.

소매상 및 주점, 식당
영업망을 통한 시너지
효과가 예상됨

소매상에서 주류 제품이 차지하는 비중은 큰 편이다. 매년 성장하고 있는 편의점의 판매 상위 제품을 보면 상위 20개 품목에서 11개 품목이 맥주와 소주 등 주류 제품이다. 이 중 롯데 '처음처럼'은 20위에 머물러 있는데, 롯데그룹 계열사인 7-Eleven의 2,000여 개 점포를 활용하여 매대 전진 배치를 통해 적극적으로 판매 확대에 나선다면 M/S 확대가 용이할 것으로 전망된다. 다른 롯데그룹 계열사인 롯데마트는 이미 '처음처럼'을 전진 배치해 효과를 보고 있다. 롯데마트에서 '처음처럼'을 전진 배치한 후 일주일간의 소주매출을 분석한 결과 '처음처럼'은 작년 같은 기간에 비해 29% 신장한 반면 진로 소주는 0.1%가 늘어나는 데에 그쳤다.

또한 기존 롯데칠성의 영업망이 각종 유흥 주점과 식당에 구축되어 있어 이들을



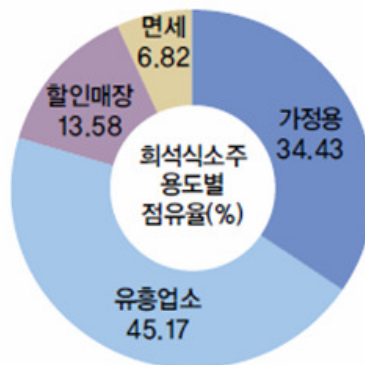
롯데의 진출이 소주 시장점유율에 미칠 영향은 2~3%안팎으로 예상된다

활용한 시너지 효과도 가능할 것으로 예상된다. 이러한 영업망은 음식점에 냉장고를 무상 제공하고 자사의 음료 등을 우선 판매하도록 하는 방법 등으로 구축되어 있는데, 소주에서도 동일한 방식으로 판매를 증진시킬 수 있는 가능성을 가지고 있다.

롯데의 유통사 시장점유율을 통해 소주 시장점유율에 대한 영향력을 예측해보면, 우선 유통업소 등을 통한 점유율은 기존의 확고한 영업 루트를 확보하고 있는 동사의 우세가 점쳐지므로, 롯데의 등장이 전체 시장 판도에 큰 영향을 줄 수 없을 것이라 판단된다. 유통업소 다음으로 비중이 큰 소매시장에서 할인점, 편의점, 슈퍼마켓이 차지하는 비중은 각각 66%, 13%, 21%로 롯데는 롯데마트와 세븐일레븐을 통해 할인점 시장에서 14%, 편의점 시장에서 15% 정도를 차지하고 있다. 이를 통해 계산해보면 롯데가 소매 유통 시장에서 차지하고 있는 비중은 약 10.9% 가량으로 결코 적지 않음을 알 수 있다.

그러나 기존까지 '소주하면 진로'라는 말이 나올 정도로 동사의 제품에 대한 시장 수요가 있는 만큼 롯데가 자사 매장에서 동사의 제품을 철수시킬 수 있을 정도의 극단적인 전략은 수립할 수 없을 것으로 보이며, 따라서 매장 내에서 상품의 전시 위치를 변경시키거나 사은품을 끼워서 파는 등의 전략을 보일 것으로 판단된다. 실제로 롯데가 소주 시장에 본격적으로 참여한 2009년 1월부터 전국에 있는 롯데 계열 매장에서 '처음처럼'의 진열과 이벤트 재정비가 이루어졌다. 이를 통해 동사와 롯데의 제품 매출상승률이 대비를 이뤘는데, 총 시장점유율에 미친 영향은 1~2%에 불과하였다. 게다가 이후 진로의 광고선전 및 판촉 증가가 시작되면서 이러한 점유율 변화는 다시 이전의 양상으로 안정화되고 있는 추세이다. 만약 롯데 칠성음료, 롯데제과, 롯데삼강 등을 통한 타 유통망을 활용할 경우에는 이러한 영향력이 2~3%정도로 커질 가능성이 있다고 판단된다.

그림 10. 희석식 소주 용도별 점유율(2008년)



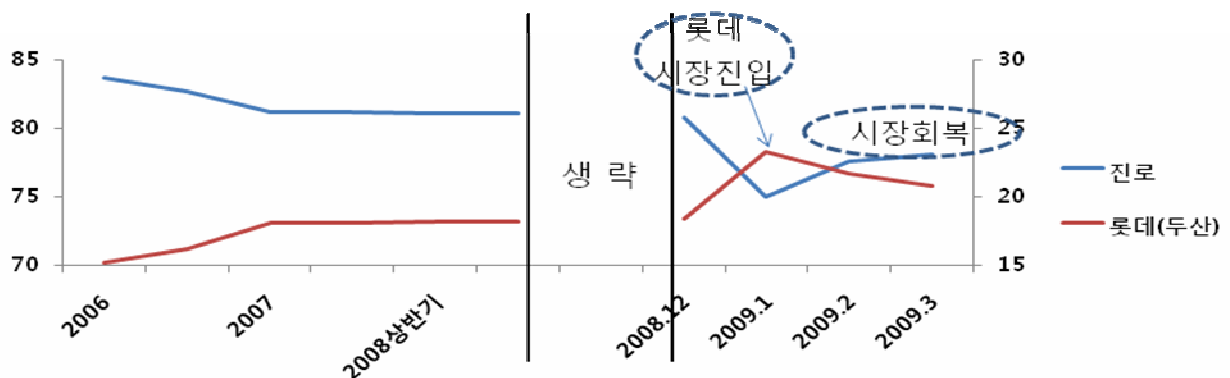
자료: 대한주류공업협회

수도권의 절대강자 진로

진로가 수도권 소주시
장의 주도권을 롯데에
게 빼앗길 가능성은
적음

현재 수도권의 소주 시장은 압도적으로 진로가 차지하고 있다. 두산이 2006년 2월 처음처럼을 출시한 이후 5% 정도의 점유율 향상을 이루었지만, 진로의 압도적 우위는 여전하다. 진로는 국내 최고의 '주류명가'로서 정통성이 부각되는 브랜드 파워를 가지고 있다. 따라서 롯데가 진로를 뛰어 넘기 위해서는 소주시장에서만 85년의 역사를 가진 '진로'의 생산·영업 등의 노하우를 극복할 수 있는 획기적인 전략이 필요하다. 롯데는 1월 초에 두산주류BG를 인수한 뒤, 적극적인 판촉활동을 수반한 롯데효과로 1월에 수도권 시장점유율 23.3%라는 최고치를 기록했지만 2월, 3월에는 다시 21.7%, 20.8%로 원년 수준으로 점유율이 하락하였다. 이 결과를 바탕으로 롯데의 영업망을 이용한 적극적인 활동으로 '처음처럼'의 시장 점유율이 크게 확대될 가능성은 제한적일 것으로 판단한다.

그림 11. 진로와 롯데 주류 BG의 2009년 M/S 변동추이



자료: SMIC

진로와 하이트맥주의 시너지효과

2010년 이후, 진로와
하이트맥주의 영업망
공유 효과 기대

한편 지역 소주 업체들의 강력한 반발에도 불구하고 하이트맥주는 2005년 공정거래위원회로부터 조건부 승인을 얻어내 진로를 인수하는 데에 성공하였다. 그러나 진로와 하이트맥주가 결합하면 전체 주류 시장의 40% 이상을 점유하게 되기 때문에 인수에는 두 가지 조건이 있었다. 첫째는 합병사의 모든 주류 값의 상승을 향후 5년간 소비자물가 상승률 이내로 허용하고, 둘째는 두 회사의 영업관련 조직을 5년간 분리해 운영해야 한다는 것이다.

따라서 2010년부터는 두 회사의 영업관련 조직을 함께 구축하여 운영하게 되는데, 맥주의 경우 일반 소매 유통 비율이 50%에 이르기 때문에 상당한 시너지 효과가 나타날 것으로 예상된다.

또한 국내 최대의 주류 기업으로서 하이트맥주가 주류 도매상들에게 상당한 협상력을 발휘할 수 있을 것으로 예상되기 때문에, 2010년 이후 진로의 점유율 향상

효과가 기대된다. 이러한 배경에서 롯데가 진로의 수도권 소주시장의 M/S를 빼앗아 오기란 쉽지 않을 것으로 보인다.

참이슬 VS 지방소주: 진로의 지방 소주 시장 장악 가능성은?

강한 향토색을 기반으로 공고한 입지를 가진 자도주

자도주는 지방에서 강한 영향력을 지니고 있다

현재 수도권과 인접한 충남·북 지역과 전북을 제외한 지방의 소주시장은 자도주가 압도적인 시장점유율을 차지하고 있다. 1973년 정부는 1도 1사 원칙으로 주류업체 통폐합 조치를 취했고, 1976년부터 지방산업을 보호한다는 명분 아래 해당 시·도에 속해있는 주류도매상들이 지역 내 제조사의 소주를 전체 구매량 중 50% 이상 사들이게 하는 자도주 구입제도를 도입했다. 이러한 제도로 인해 소주는 지역마다 다른 술이라는 개념이 자연스레 형성되었고, 사람들은 자기 고장 술을 더욱 애용하게 되었다. 1996년 자도주 구입제도가 헌법재판소로부터 위헌판결을 받았지만 아직까지 그 인식의 영향이 남아 현재까지 소주산업은 강한 향토색을 띄고 있다.

지역 소주가 갖고 있는 경쟁우위

지역발전에 기여하는 지역소주

주세는 국세이므로 국가에서 거두지만, 지역소주 회사의 매출액이 많아지면, 해당 지방자치단체에 납부하는 지방세가 증가한다. 또한 소주 판매대금의 순환과 고용 창출 등 어느 제조업보다 지역경제에 미치는 영향이 크다. 즉, 매출액 증가는 지방세수 확보를 포함한 지역 경제에 도움이 된다. 각 지역별 대표 소주브랜드는 지역 주민에게 관점을 바탕으로 어필하며, 브랜드를 홍보하기 위해 혼신의 힘을 다한다.

지역 소주 업체는 지역 밀착형 마케팅 전략을 추구

예를 들어 충남의 대표 브랜드 선양은 장학금 전달 및 다양한 지역사회 봉사활동 뿐만 아니라 2007년 '맨발마라톤 대회'를 개최, 지역민에게 다가가려고 하였다. 실제로 선양은 370억 원 규모의 주세를 연간 납부하고 거의 지방세로 환원되어 충청지역의 대표적인 향토기업으로 인정받고 있다. 또한, 300억 원의 원, 부자재 지역 구매 효과도 창출하여 지역의 경제활성화에 기여하고 있다. 경남지역에는 무학이라는 향토 소주 업체가 있다. 무학은 경남에서 문화사업과 장학사업 등 여러 가지 활동을 펼치고 있다. 무학은 무학문화장학재단을 설립, 장학금을 꾸준히 지급하고 지역의 프로축구단인 FC 경남에 투자하기도 하였다.

소비자와 친한 지역소주, 제품기획력과 시장지배력 강점

지역소주가 갖는 성공요인은 지역에 대한 감정적인 호소와 시장 상황과 소비자에 대한 정확한 이해이다. 무학의 경우, 경남지방이 대도시가 아닌 중소도시 혹은 시골로 이루어졌기 때문에 소주 라벨에 경남, 울산지역의 지방자치단체의 우수 관광지와 특산품을 이미지로 담았다. 이는 공익목적의 홍보용으로 소비자들의 마음을 사로잡았다. 충남의 선양은 특허를 받은 소주를 생산하고 있다. 산소용존공법으로

하이트 영업망의 이용
가능성이 기대됨에 따
라 지역소주시장에서
선전이 점쳐진다.

제조한 '맑을 린'의 산소용존량은 21PPM 이다. 이는 수족관 물의 용존산소량이 6PPM 에 불과하기 때문에 맑은 산이나 바닷가에서 마시는 것처럼 잘 취하지 않을 뿐더러 쉽게 풀린다는 것이 선양 측의 설명이다. 또한, 지하 92m 암반수를 사용함은 물론 11 년간 숙성된 원주(원료가 되는 소주)를 사용, 그 어떤 소주보다도 깊은, 숙성된 맛을 갖고 있다. 이처럼 지역 소주도 나름의 제품 경쟁력을 토대로 해당 지역의 소비자와 밀착하여 경쟁 우위를 유지하고 있다.

진로가 지역 소주 시장에서 기대할 수 있는 부분은 없다?

앞서 살펴 본 각 지역 소주의 공고한 경쟁우위를 근거로, 진로가 수도권 지역에서의 강력한 브랜드 파워를 토대로 지역소주시장을 쉽게 침투하지는 못할 것이라 예상하기 쉽다. 지역소주기업들이 철저하게 지역밀착형 마케팅을 이용하여 향토심을 자극할 뿐만 아니라 실질적으로 지역소주기업들이 지역 발전을 위해 여러 방면으로 노력하고 있기 때문이다.

그러나 본 리서치팀은 2010년 하이트맥주와 진로의 영업조직 공동 운영에서 가능성을 타계해보고자 한다. 타지역에 비해 지역소주의 점유율이 매우 높은 영남권을 예로 들어보자. 금북주의 경우 90% 가까운 점유율을 나타내고 있으며, 부산과 경남의 경우 대선주조와 무학이 90%를 넘는 점유율로 진로가 끼여들 틈이 없었다. 하지만 하이트맥주가 영남에서 시장 점유율이 90%에 달할 정도로 전통적으로 강세를 보여왔기 때문에 유통망을 통합한다면 영업의 효율성이 상당히 제고될 것이다. 만약 진로와 하이트맥주의 영업조직이 합쳐져서 도매상에 하이트맥주를 판매하면서 참이슬을 끼워팔기 시작한다면 그 위력 또한 무시할 수 없을 것이다.



IV. 진로의 주식에 따른 적정주가 예측

Valuation - DCF

상기의 리서치 내용을 바탕으로 진로의 주식에 대한 적정주가를 예측하기로 한다. 진로의 경우 50%이상의 시장점유율을 바탕으로 안정적인 영업현금흐름을 창출하는 기업이기에 Valuation 방법은 DCF 를 사용하는 것이 적절할 것으로 판단된다.

투입요소에 대한 가정

(1) 영업이익률

진로의 영업이익률은 하이트홀딩스에 인수된 이후 약 20% 전후의 안정적인 모습을 보이고 있다. 2008년의 영업이익률은 약 19.7 %이나, 2009년에는 롯데주류비지의 처음처럼 인수로 인한 광고와 판촉경쟁이 더욱 치열해질 것으로 예측되기에 영업이익률은 다소 하락할 것으로 예상된다. 실제 광고판촉비가 영업이익에 미치는 영향을 파악하기 위해 하이트홀딩스에 인수된 2005년부터 4년간 광고판촉비의 절대액 변화 및 매출액과 판관비에서 차지하는 상대적인 비율을 조사하였다. 아래 표에서 보는 바와 같이 광고판촉비가 판관비에서 차지하는 비중은 25%~35% 내외로 매우 높음을 알 수 있다. 2008년도에 광고판촉비가 523 억 원임을 감안할 때 2009년에는 약 200~300억 정도의 추가지출이 예상된다. 이 경우 영업이익률은 약 3%~4% 하락할 것으로 판단된다. 실제 09년 1분기 실적을 살펴보면 매출액 대비 광고비 지출비율이 08년에 비해 상승한 것을 알 수 있다. 이를 반영하여 2009년의 영업이익률은 16%수준을 적용하였다. 향후에도 롯데주류비지와 경쟁이 예상되긴 하나 2010년 하이트맥주와 영업망이 통합되면 영업인력 감축 및 유통망의 효율성이 증진될 것이므로 해당 년도부터 영업이익률은 18%로 개선될 것으로 예측하였다. 2008년의 영업이익률이 19.7%이고 과거 10년간 영업이익률 평균이 21.69%인 점을 생각할 때 본 영업이익률의 추정치는 적정한 것으로 판단된다.

표 1. 광고판촉비의 절대액 변화 및 상대적 비율 분석

	2005	2006	2007	2008	(단위: 천원) 2009. 1Q
매출액	729,710,006	700,794,286	669,427,845	735,259,392	180,447,052
매출총이익	345,330,380	311,773,788	295,835,448	326,549,205	72,074,091
판관비	134,874,142	188,869,886	157,738,867	181,721,364	45,747,428
광고선전비	11,076,743	56,187,837	34,864,263	46,434,206	12,544,817
판매촉진비	8,595,706	8,431,431	5,553,751	5,954,196	1,253,326
광고+판촉비	19,672,449	64,619,268	40,418,014	52,388,402	13,798,143
영업이익	210,456,238	122,903,902	138,096,581	144,827,841	26,326,663
광고+판촉비/매출액	2.70%	9.22%	6.04%	7.13%	8.60%
광고+판촉비/판관비	14.59%	34.21%	25.62%	28.83%	30.16%
광고+판촉비/영업이익	9.35%	52.58%	29.27%	36.17%	52.41%

자료: SMIC



(2) 매출액 성장률 및 영구성장률 산정

우리나라 소주시장 규모는 해마다 꾸준히 증가하고 있는 추세이다. 판매단가인상 효과를 제외한 판매량 변화추이를 조사해 보아도 5년 평균 연 4% 수준의 꾸준한 증가추세를 보이고 있다. 이러한 소주시장의 변화추세 속에서 중요한 것은 시장점유율일 것이다. 본 리서치 팀은 롯데의 주류시장 진입에 따라 향후 진로가 약간의 시장점유율을 잃을 가능성이 있지만 그 폭은 크지 않을 것이며, 결국 현재와 비슷한 수준을 유지할 것이라고 예측하였다. 또한 위에서 언급한 바와 같이 2010년 하이트맥주와 유통망 통합이 이루어질 경우 진로의 독보적 시장점유 체제는 계속 유지될 가능성이 더욱 크다. 이에 따라 소주시장 전체의 시장증가율, 진로의 시장점유율이 일시적으로 하락가능성과 추후 회복가능성을 종합하여 매출액 성장률을 가늠하였다. 2009년에는 평균 소주시장 성장률보다 낮은 2%, 2010년에는 영업망 통합 및 시장점유율 회복을 고려한 8%, 2011년에는 5년 평균 소비액 성장률의 평균인 5.4%를 적용하였다. 영구성장률의 경우 최소한의 물가상승률 정도를 반영하여 2%로 설정하였다.

표 2. 과거 5년간 소주시장 소비액 변화 추이 및 출하량 변화 추이

	2004	2005	2006	2007	2008
전체 소주 소비액(단위:억원)	23,398	24,192	25,597	26,855	28,812
증가율		3.39%	5.81%	4.91%	7.29%
전체 소주 출하량(단위:kl)	1,088,952	1,099,197	1,174,219	1,194,200	1,253,538
증가율		0.94%	6.83%	1.70%	4.97%

자료: SMIC

(*) 본 소주시장 전체 소비액은 소비자가 기준의 규모로 기업이 매출액으로 인식하는 출고가와는 가격차이가 존재함을 밝혀둔다.

(3) FCFF를 산정하기 위한 기타요소

1) 유무형자산 상각 비율 과 순유형고정자산 비율

진로의 현재 공장가동률 수준은 평균 90% 수준에 육박한다. 때문에 꾸준히 늘어나는 매출액에 대응하여 현재공장에 추가설비투자를 진행한다. 09년 추가 설비투자액은 약 20억 정도로 그 동안의 투자분과 합치면 216억 수준의 기계장치 투자와 47억 수준의 구축물 투자가 병행될 예정이다. 때문에 해당 CAPEX 증가분을 고려하여 유무형자산 상각 비율 과 순유형고정자산 비율을 적용하였다.

표 3. 추가 설비투자 진행 분에 대한 비율 산정

	감가상각 내용연수	증설금액	추정 Dep	매출액 대비 순유형고정자산	매출액 대비 유무형상각비율
기계장치	10년	216억	21.6억	3.00%	0.30%
건축물	20년	47억	2.4억	0.57%	0.03%
08년 기준 매출액				7353억	

자료: SMIC

2) 영업용운전자본을 비롯한 기타추정치

순무형고정자산의 경우 08년 보유내역에서 큰 변동이 있을 거라 생각되지 않기에 08년의 비율을 그대로 적용하였다. 영업용운전자본 및 기타영업용순자산의 경우 하이트홀딩스가 인수한 시점인 2005년 전과 후의 비율편차가 심하기에 인수한 이후 시점부터인 05~08년까지의 평균비율을 산정하였다.

3) 희석주식 관련사항

진로의 경우 전환사채와 신주인수권부 사채가 존재하지 않고 우선주의 경우 상환우선주나 전환우선주가 아니기에 희석주식 관련사항에서는 고려하지 않았다. 또한 주식선택권 역시 부여된 적이 없기에 희석주식사항에서도 고려하지 않았다.

(4) 자기자본 비용 및 타인자본 비용, WACC

진로의 경우 비상장주식이기에 일별베타 값이 존재하지 않는다. 때문에 현재 주식시장에 상장되어 있는 지방소주들의 베타 값을 조정하여 대응베타로 사용하였다. 추정과정은 다음과 같다. 보해양조 와 무학의 일별베타값을 산출한 뒤 여기서 부채사용으로 인한 레버리지분을 차감하였다. 즉 영업위험만 반영된 Unlevered Beta 를 산출한 후 진로의 재무위험을 반영한 Levered Beta 값을 산출하였다. 타인자본비용의 경우 진로의 한계조달금리를 이용하였다.

구체적인 계산과정은 다음과 같다.

그림 12. 베타 도출 과정

하마다 모형 이용

$$\beta_L = \beta_U + \beta_U (1 - T) \frac{B}{S}$$

무학의 $\beta_L = 0.5168$ $T = 27.5\%$ $B/S = 68.47\%$
 보해양조의 $\beta_L = 0.6909$ $T = 27.5\%$ $B/S = 173.02\%$
 무학의 $\beta_U = 0.3454$
 보해양조의 $\beta_U = 0.3064$
 무학과 보해양조의 시가총액 비율로 가중평균한 β_U 산출
 무학의 시가총액 : 1202억, 보해양조의 시가총액 : 356억
 $Weighted\ Average\ \beta_U = 0.3365$
 진로의 부채비율 = 178%, 2009년 $TAX\ Rate$: 24.2%
 진로의 $\beta_L = 0.7905$

자료: SMIC



(5) 현재 주주지분가치 예측

진로의 경우 비상장주식이기에 WACC 산정 시 시가총액을 사용할 수 없는 상황이다. 이에 장외주식 시장의 진로주식 매매가를 조사하여 이에 대한 적절한 Discount 를 실시하였다. 진로 주식의 경우 장외주식 시장에서 60,000 ~ 62,000 원 사이에서 거래되고 있으나 매수물량과 매도물량 모두 극히 작은 편이다. 이에 20%의 유동성 Discount 를 시행하여 현재 주주지분가치를 43,000,000 * 50,000 = 2 조 1500 억 원으로 추정하였다.

(6) EXTRA POINT

진로의 경우 5월말과 6월초시점에 약 3,000 억원의 사채를 발행할 예정이다. 때문에 해당 분만큼의 부채가치를 증가시켜 반영하였다.

표4. 투입요소 자료(기대)

■ 출액 대비 비율	2008	2009	2010	2011	2012	2013	10년 평균치
영업이익률	19.70%	16.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	21.69%
유,무형자산 상각비	2.93%	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%	4.37%
영업용운전자본	-30.15%	-26.40%	-26.40%	-26.40%	-26.40%	-26.40%	-53.37%
순유형고정자산	47.72%	51.29%	51.29%	51.29%	51.29%	51.29%	61.86%
순무형고정자산	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.28%
기타영업용순자산	26.60%	-14.42%	-14.42%	-14.42%	-14.42%	-14.42%	-40.03%

자료 : SMIC

표5. 투입요소 자료(기대)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	735,259,392	749,964,580	809,961,746	853,294,700	898,945,966	947,039,575
매출액성장률		2.0%	8.0%	5.4%	5.4%	5.4%
매출액	735,259,392	749,964,580	809,961,746	853,294,700	898,945,966	947,039,575
매출액성장률		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액	0	0	0	0	0	0
매출액성장률		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액	0	0	0	0	0	0
가중평균성장률		2.0%	8.0%	5.4%	5.4%	5.4%
예상EBIT	144,827,841	119,994,333	145,793,114	153,593,046	161,810,274	170,467,124
NOPLAT	105,000,185	90,955,704	112,989,664	119,802,576	126,212,014	132,964,356
(+)유,무형자산 상각비	21,510,982	24,448,845	26,404,753	27,817,407	29,305,638	30,873,490
총현금유입	126,511,167	115,404,550	139,394,417	147,619,983	155,517,652	163,837,847
영업용 운전자본	(221,696,544)	(197,990,649)	(213,829,901)	(225,269,801)	(237,321,735)	(250,018,448)
순유형고정자산	350,853,001	384,656,833	415,429,380	437,654,851	461,069,386	485,736,598
기타 영업용 순자산	195,581,119	(108,144,892)	(116,796,484)	(123,045,096)	(129,628,008)	(136,563,107)
IC	324,737,576	78,521,292	84,802,995	89,339,955	94,119,643	99,155,044
예상ROIC(평균)	40.0%	45.1%	138.4%	137.6%	137.6%	137.6%
예상ROIC(기초)	52.6%	28.0%	143.9%	141.3%	141.3%	141.3%
IC증가액		(246,216,284)	6,281,703	4,536,960	4,779,688	5,035,401
(+)유,무형자산 상각비		24,448,845	26,404,753	27,817,407	29,305,638	30,873,490
총투자액		(221,767,439)	32,686,456	32,354,367	34,085,326	35,908,891
예상 FCFF		337,171,989	106,707,960	115,265,616	121,432,326	127,928,955
할인기간		0.58	1.58	2.58	3.58	4.58
현재가치		320,637,158	93,048,224	92,163,709	89,031,438	86,005,620

자료 : SMIC

표 6. Conclusion		표 7. Conclusion		
현재가치의 합	695,258,150	자기자본비용		9.22%
PV of TV	1,580,465,059	1년치일별베타		0.79050
현금 + 시장성유가증권	194,903,820	Adj. 한국시장프리미엄		7.00%
비영업용자산	334,978,909	3년만기국채수익률(2009년 평균)		3.69%
Value of the Firm	2,805,605,938			
(-)Value of the Debt	681,106,504			
전환사채	0	WACC		7.86%
신주인수권부사채 및 S/O 등		차입금가치(이자발생부채)		681,106,504
우선주 현재주가		주주지분가치(시가총액)		2,150,000,000
우선주 발행주식수		한계조달금리		4.57%
(-) Value of the preferred stocks	0	구분	수치	비교
Value of the Equity	2,124,499,434	1987년 평균지수	417.6	기획재정부 홈페이지
발행주식수	42,994,284	2008년 평균지수	1,529.49	
회석주식수		시장프리미엄	6.38%	21년간 지수수익률의 기하평균
목표주가	₩ 49,414			
현재주가				
기대수익률				

자료: SMIC

자료: SMIC

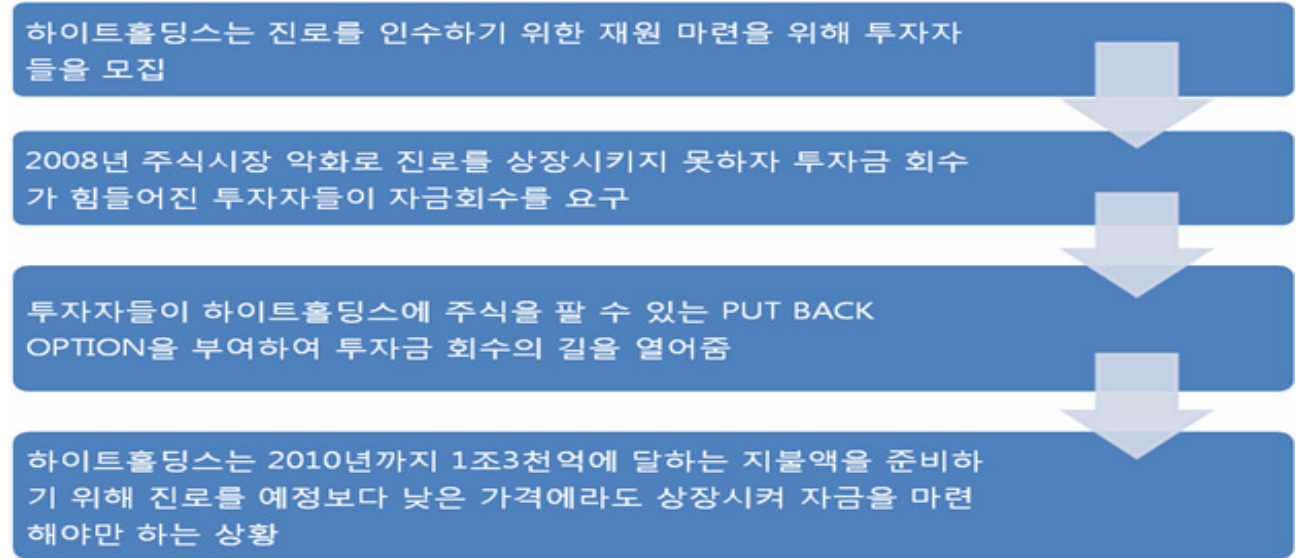
Valuation Conclusion)

리서치 팀의 Valuation 결과 적정주가는 약 49,414 원으로 도출되었다.

V. 하이트홀딩스 와 PUT-BACK OPTION

진로가 작년부터 재상장을 시도하는 이유는?

그림13. 재무적 투자자들과 관련한 PUT-BACK OPTION 진행상황



자료 : SMIC

2005년 진로인수가액
3조 4100 억원

진로는 2003년 상장폐지 된 후 법정관리에 들어갔고 결국 M&A를 통해 2005년 하이트맥주(현재는 하이트홀딩스의 지주회사와 하이트맥주로 인적분할 된 상태)에 인수되게 된다. 이 당시 진로의 인수대금은 3조 4100억 원 수준이었는데, 당시 이 대금을 하이트맥주가 전부 지불한 것은 아니고, 컨소시엄 구축과정에서 여러 재무적 투자자들을 동원하여 자금을 마련하였다. 인수한 시점에서 진로의 지분율 현황을 보면 하이트맥주가 41.85%로 가장 많고, 한국교직원공제회 20.95%, 군인공제회 16.43% 순이다. 이외에도 산업은행, 모건스탠리 등이 재무적 투자자로서 진로인수에 참여하였으며 현재까지 지분을 보유하고 있다.

재무적 투자자들에 부여된 PUT-BACK 옵션

사실 하이트맥주를 제외한 대부분의 재무적투자자들은 진로를 통해 영업이나 장기보유로 인한 주주이익을 얻기 위해 컨소시엄에 참가한 투자자들이 아니었다. 그들은 하이트맥주가 진로인수 후 단기간 내에 기업가치를 올려 놓으면 해당지분 매각 등으로 차익을 실현하기 위해 진로인수에 동참한 것이었다. 이러한 사실은 진로 인수시점부터 공유된 생각이기에 하이트맥주(이하 하이트홀딩스) 는 작년 3월과 4월, 재무적 투자자들과 PUT-Back Option 과 Call Option에 관한 계약을 체결하였다. 세부 내용은 각 재무적 투자자 별로 조금씩 상이하지만 간략히 정리하자면 다음과 같다. 재무적 투자자들은 진로 주식 인수종결일로부터 5년(일부 재무적투자자는 3년 6 개월) 이내에 연복리5% 내지 8.7%를 적용하여 계산된 행사가격에

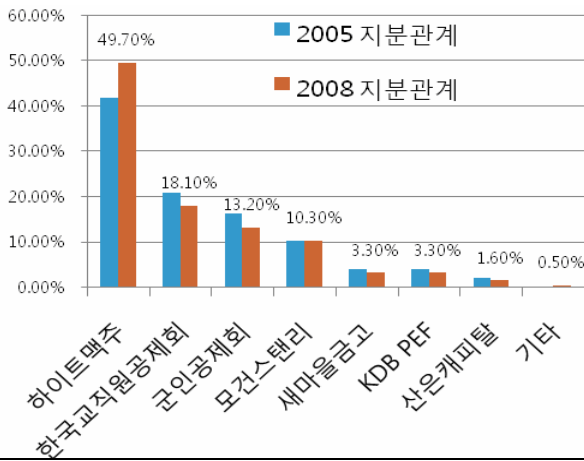
의하여 보유 주식 전부를 회사에 매도할 수 있는 매도선택권(Put Option)을 부여 받았으며, 하이트홀딩스는 인수종결일로부터 5년 이내 또는 (주)진로의 상장직전일 중 먼저 도래하는 날까지 연복리 5% 내지 10%를 적용하여 계산된 행사가격에 의하여 재무적 투자자 보유주식의 20%(일부 재무적 투자자에 대해서는 10%)를 매수할 수 있는 매수선택권(Call Option)을 갖는 계약을 체결하였다.

2009년 행사가능금액:
약 3,600 억원

2010년 행사가능금액:
약 1조원

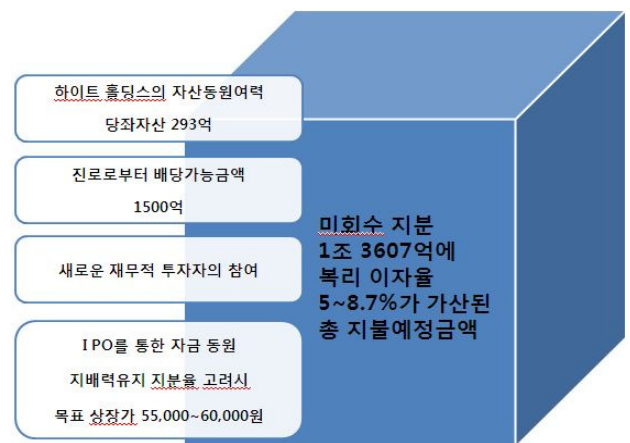
이에 따라 2009년 3월 29일 이후 약 3,600 억 원 정도의 Put Option이 행사될 수 있고, 2010년 9월 이후에는 약 1조원 정도의 Put Option이 행사될 수 있는 상황이다. 바꿔 말하면 하이트홀딩스 입장에서는 진로주식의 가치가 옵션계약의 행사가격만큼 상승하지 않는다면, 재무적투자자들의 풋옵션 행사 분만큼 진로주식을 매입해야 하는 상황인 것이다. 이 때문에 하이트홀딩스는 08년부터 Call Option을 조기 행사하여 돌아오는 Put Option에 대한 부담을 줄이는 정책을 취했다. 이로 인해 진로에 대한 지분율은 인수시점의41.85%에서 2008년 기준 49.74%까지 증가하였다.

그림 14. 진로지분을 변화



자료: 진로, 사업보고서, KB투자증권

그림 15. 총 지불금액 재원조달 원천



자료: 진로, 사업보고서, 대우증권

또한 하이트홀딩스는 작년 하반기부터 꾸준히 주식시장에 진로의 재상장을 시도하여 진로의 주식가치를 높이려 했다. 그러나 글로벌 금융위기의 여파로 주식시장이 침체되어 하이트홀딩스가 생각한 공모가격으로 주식이 상장되지 못할 가능성이 커지자 계속 상장을 미루게 되었다. 현재는 5월이나 6월 상장을 예상하고 있으나, 이 또한 전체주식시장의 현황에 따라 미루어 질 수 있는 상황이다. 그러나 본 팀의 예측으로는 상장이 계속해서 미루어질 가능성은 낮다고 보고 있다. 그 이유는 풋옵션의 대금지급 문제 때문이다.

차입금 조달로는 풋옵션 행사대금 지급불능

현재 하이트홀딩스의 차입금 현황은 약 3,800억 수준에 부채비율 약 53%를 보이고 있다. 만약, 풋옵션 대금을 차입을 통하여 지급한다고 할 때 추가로 차입할 수 있는 부채금액은 약 3,000 억을 한계로 봐야 한다. 그 이상으로 부채비율이 증가하면, 재무건전성 측면에서 하이트-진로 그룹의 시장평가가 악화될 것이고, 이는 신용등급 하락과 주가 하락으로 이어질 가능성이 크기 때문이다. 또한 과도한 부채차입은 이자비용의 부담으로 이어질 수 있기에 차입금으로 인한 자본 조달은 한계가 있는 상황이다.

현금배당으로도 풋옵션 행사대금 지급불능

또 다른 자금 조달방법은 진로나 하이트맥주로부터 현금배당을 받는 것이다. 그러나 하이트맥주의 경우 현금성자산 보유액이 250억 정도 밖에 되지 않고 하이트홀딩스의 지분율도 6%에 불과하기 때문에 현실적으로 하이트맥주로부터의 현금배당은 어렵다고 봐야 한다. 진로의 경우 현재 지분율이 50% 정도이고 진로의 현금성자산 보유액이 2000 억이기에 최대 1,000 억 정도까지는 현금 조달이 가능한 상황이다. 그러나 이 역시 전체 풋옵션 결재대금을 지급하기에는 부족한 액수라 할 수 있다.

다른 재무적투자자를 찾는 방법도 어려움

마지막 방법으로는 다른 재무적투자자를 찾아 진로의 주식인수를 주선하는 방법이 있으나, 현재 풋옵션 행사가 56,000 원 ~ 60,000 원에 이르는 진로주식 1주를 선뜻 구매할 재무적투자자를 찾기는 쉽지 않을 것이다.

적정가보다 낮은 주가로 상장될 가능성

때문에 진로의 상장은 하이트홀딩스 입장에서는 필수적인 일이라 할 수 있고 다만 그 상장 시기의 차이만 존재할 뿐이다. 본 팀의 예측으로는 2010년에 돌아오는 1조원가량의 풋옵션을 막기 위해서는 내년 하반기 이전에는 적정 공모가격에 미달하더라도 상장이 이루어질 것으로 보고 있다. 그 이유는 마땅한 자금 조달원이 없기 때문이다. 이미 2009년 3월말 시점에 MSJI LLC와 KDB PEF, 산은캐피탈 등의 진로 재무적투자자들이 풋옵션을 행사하였고, 약 3,544억에 이르는 행사대금을 청구하였다. 이 중 1,252억은 이미 지급되었고 MSJI LLC에 대한 2,292억대금도 9월 30일 전까지는 지급되어야 한다. 1,252억에 대한 대금 마련에 있어 하이트홀딩스는 단기차입금으로 500억 사채를 통하여 600억을 조달한 상황이다. 이번 풋옵션 행사로 진로에 대한 하이트홀딩스의 지분율은 54.67 %까지 높아졌으며, 2,292억에 대한 대금 지급까지 완료되면 약 63%수준까지 지분율이 증가할 것으로 보인다.

VI. 상대평가 Valuation을 통한 공모가격 추측 - PER Method

상대평가 밸류에이션을 통하여 현재 주식시장에 상장되었을 경우의 공모가격을 파악해보고 절대평가 밸류에이션의 적정주가와 차이를 비교해 보기로 한다. 공모가격의 경우 현재의 시장상황과 평가에 대한 고려가 들어가야 하기 때문에 절대평가 방법이 아닌 상대평가 방법을 사용하였으며, 일반적으로 사용되는 PER Method를 이용하였다. 비교대상기업으로는 무학, 보해양조, 국순당을 선정하였다. 무학의 경우 ELS 평가손실이 자본조정에서 영업외비용으로 정정공시 되면서 EPS가 981.35원 에서 36원으로 조정 공시되었다. 때문에 PER역시 4.67에서 120.83까지 높아져 있는 상태다. 상대평가 밸류에이션을 위해 영업외적인 수익과 비용을 제거한 수정 EPS를 적용하였고 이에 따른 Adjusted PER를 사용하여 밸류에이션을 하기로 한다.

가중치 결정을 위한 Quality-Rating

비교대상기업의 특성이 각기 다르기 때문에 Quality Rating 을 통한 개별기업의 가중치를 결정하였다. Quality Factor 로는 Brand Awareness, Business Model, Market Position, Financial Status, Production Capacity, Operating Margin, Growth 의 7 가지 요소를 산정하였다.

그림 16. 투입요소 자료-가중치결정

	Proportion	무학	보해양조	국순당	무학	보해양조	국순당	무학	보해양조	국순당	최종 가중치
		Rank			Rank			Rank			
Brand Awareness	25	1	2	3	1/2	1/3	1/6	1250	833	417	
Business Model	20	1	2	3	1/2	1/3	1/6	1000	667	333	
Market Position	15	1	2	3	1/2	1/3	1/6	750	500	250	
Financial Status	10	2	1	3	1/3	1/2	1/6	333	500	167	
Production Capacity	10	2	1	3	1/3	1/2	1/6	333	500	167	
Operating Margin	10	1	2	3	1/2	1/3	1/6	500	333	167	
Growth	10	2	1	3	1/3	1/2	1/6	333	500	167	
overall	100							4500	3833	1667	10000

자료 : SMIC

Adjusted EPS 산출

비교기업과 진로에 대한 보다 정확한 비교를 위해 단순 Net Income 이 아닌 보다 영업적인 이익에 초점을 맞춘 Adjusted Net Income 을 사용하였다. 또한 Adjusted EPS 산출을 위해 가중평균유통보통주식수를 사용하였다.

표8. Adjusted EPS 산출

(2008년 기준, 단위 : 원)				
	무학	보해양조	국순당	진로
보통주 N/I	915,937,769	5,803,862,328	3,697,873,560	154,802,712,275
조정항목				
외환차손	5,866,965		3,608,775	8,173,840,427
외환차익	570,132,088		220,022,586	9,836,826,476
외화환산손실	35,275,585		82,440,554	1,358,155,652
외화환산이익	163,269,353		535,309,490	1,327,996,630
투자자산관련이익	2,638,671,137		1,089,750,000	
투자자산관련손실	33,571,689,680		2,169,959,960	92,743
비경상손실	877,710,329	117,874,363	4,756,776	5,275,336,603
비경상이익	239,389,623	1,034,617,456	27,776,510	3,243,966,629
수정보통주 N/I	23,303,271,029	5,139,223,586	3,979,106,482	155,091,723,150
가중평균유통보통주식수	25,524,075	2,202,551	16,449,354	42,994,284
Adjusted EPS	912.99	2333.31	241.90	3607.26

자료 : SMIC

Du-Pont Analysis 와 ROE Estimating 을 통한 2009 년 추정 EPS 산정

진로의 2009 년 추정 EPS 산정을 위해 진로에 대한 Du-Pont 분석을 실시했으며, 이를 바탕으로 2009 년의 진로 ROE 를 추정하였다.

Du-Pont 분석결과 하이트홀딩스의 진로인수 시점인 2005 년을 전후로 ROE 의 수치변동이 심하게 나타났다. 이에 기준 ROE 를 10 년 평균 ROE 를 사용하지 않고 합병 후 시점인 2006~2008 년까지의 3 년 평균 ROE 를 사용하였다. 이렇게 도출한 기준 ROE 와 2008 년의 ROE 를 비교 분석하였으며, 2009 년 3,000 억 원의 사채발행효과 등을 고려하여 2009 년 진로 ROE 를 추정하였다.

이렇게 구한 ROE 를 이용하여 2009 년의 추정 Net Income 을 도출하였으며, 2008 년 Net Income 의 수치와 비교하여 Net Income 의 성장률을 추정하였다. 이렇게 도출한 성장률에 2)에서 구한 2008 년 진로의 Adjusted EPS 를 곱하여 2009 년의 진로의 추정 EPS 를 산정하였다.

표9. Du-Pont Analysis

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	과거 3년 평균
당기순이익(NI)	-108,738,649	87,102,674	-122,057,280	-160,287,482	-962,901,043	59,075,218	512,318,206	115,949,954	150,711,017	154,802,712	
매출액	513,050,427	521,251,149	547,126,668	590,404,370	615,972,652	202,838,254	729,710,006	700,794,286	669,427,845	735,259,392	
총자산	1,949,472,285	1,691,360,703	1,702,081,678	1,562,395,030	706,154,603	915,486,617	2,529,226,695	1,469,103,628	1,310,206,484	1,319,218,779	
총자본	149,751,264	56,028,329	-73,586,129	-239,581,410	-1,205,974,980	-2,409,321,119	594,874,855	138,909,335	294,515,713	474,783,846	
매출액 순이익률	-21.13%	16.71%	-22.31%	-27.15%	-156.32%	29.12%	70.21%	16.55%	22.51%	21.05%	20.04%
자산회전률		0.2863	0.3225	0.3617	0.5431	0.2502	0.4237	0.3505	0.4817	0.5593	0.4638
재무레버리지		17.69	-193.27	-10.42	-1.57	-0.45	-1.90	5.45	6.41	3.42	5.09
ROE		84.66%	1390.35%	102.37%	133.22%	-3.27%	-56.45%	31.60%	69.54%	40.25%	47.34%

자료: SMC

표 10. ROE Estimating

	2008	2009
매출액 순이익률	21.05%	19.99%
자산회전률	0.5593	0.4632
재무레버리지	3.42	3.09
ROE	40.25%	28.61%

표 11. Net Income Estimating

	2008	2009	N/I 성장률
자기자본장부가치	474,783,846	610,626,375	
ROE	40.25%	28.61%	
당기순이익	154,802,712	135,842,529	-12.25%

자료: SMC

자료: SMC

표12. 2009년의 추정 EPS 산출

	2008년	성장률	2009년
Adjusted EPS	3,607.26	-12.25%	3,165.37

자료: SMC

Adjusted PER 산출 및 가중치 반영, Multiple Premium

위에서 산정한 Adjusted EPS 를 이용하여 Adjusted PER 를 도출하였으며, 여기에 가중치를 반영하였다. 가중치까지 반영한 후 진로의 업계 1 위 업체로서의 할증프리미엄 25%를 반영하여 최종공모 예정가를 산정하였다.

표13. Conclusion

	무학	보해양조	국순당	ave.	weighted ave.	Multiple Premium	진로	적정공모가
Adjusted PER	5.62	7.16	25.55	12.77	9.53	25%	11.91	37,707.73
Adjusted EPS (원)	912.99	2,333.31	241.90				3,165.37	

자료: SMC

Valuation 에 대한 결론 - 적정주가 VS 공모예상가

Valuation 결과 절대평가 기준의 적정주가와 상대평가 기준의 공모예상가 간의 간격이 크게 나타나는 것을 알 수 있다. 현재 세계적인 주류회사의 평균 PER 를 조사해보면 대부분 10 이하에서 형성되고 있으며, 진로의 경우 시장점유 1 위 업체로서의 Premium 을 고려한다 할 때 11.91 정도가 적절할 것으로 판단된다. 혹 프리미엄 가중치를 더 준다 해도 현재 주식시장을 고려할 때 12 를 넘기기는 어려울 것이다. 단순비교는 어렵겠지만 2008 년 하반기 오비맥주의 소유주인 AB INBEV 가 미국최대 맥주회사 Anheuser-Busch 를 인수할 때의 인수 PER 도 12 를 넘지 않았었다. 본 리서치 팀이 생각하는 진로의 적정가치(DCF 결과)에 도달하기 위해서는 약 15.61 정도의 PER 가 필요한 상황인데 이는 진로가 당장 상장된다 했을 때는 도달하기 어려울 것이라 생각한다. 또한 이런 이유로 진로는 계속 상장을 미루어 오고 있는 것이다.

그럼에도 본 리서치팀은 진로의 주가가 상승할 가능성은 충분하다고 본다. 다시 말하면, 진로에 대한 상대평가 밸류에이션의 Target PER 를 15.61 로 설정하는 것도 충분히 적정하다는 것이다. 그 이유는 위에서도 언급했지만 진로 자체의 시장지배력과 영업력, 유통망 모두 소주시장에서는 최고이기 때문이고 2010 년에 이루어질 하이트맥주와의 유통망 통합은 이러한 경쟁력을 더욱 강화 시킬 것이기 때문이다. 또한 2009 년에는 대량의 사채발행으로 EPS 가 다소 낮아질 것으로 예상되지만 2010 년 이후로는 EPS 가 증가하는 모습을 보일 것으로 예측되기에 상장 시 15.61 의 PER 보다 다소 낮은 PER 를 가진다 해도, 적정주가에 도달할 가능성은 높다고 할 수 있을 것이다.

VII. Conclusion

롯데의 처음처럼 인수로 앞으로 소주시장은 진로 vs 롯데 의 전쟁이 예상되며, 이와 더불어 지방소주업체들과 진로, 롯데의 지역시장점유 전쟁도 더욱 가속화 될 것으로 예측된다. 아직 그 결과를 선부르게 예측할 수는 없으나, 여러 근거를 종합해 볼 때 현재의 시장지배구조가 크게 변동하는 일은 없을 것으로 보인다. 또한 진로의 상장문제 와 관련 하여 풋백옵션의 문제로 인해 진로의 주식이 적정가격보다 저가에 상장될 가능성이 있는 만큼 진로의 상장시기와 공모가격을 주시한다면, 높은 안전마진을 가지는 저평가주식을 저가에 매수하는 기회를 잡을 수 있을 것이라는 의견을 제시하는 바이다.



VIII. Appendix

* 요약 대차대조표			
과 목	2006.12	2007.12	2008.12
자산총계	1,469,103,628	1,310,206,484	1,319,218,779
유동자산	281,588,157	319,863,147	357,415,888
당좌자산	255,431,873	294,426,206	334,757,618
매출채권	94,180,137	82,503,109	98,949,069
재고자산	26,156,284	25,436,941	22,658,270
비유동자산	1,187,515,471	990,343,338	961,802,892
투자자산	564,531,542	399,308,737	334,978,909
유형자산	366,235,475	333,990,353	350,853,001
무형자산	788,058	1,019,255	1,270,045
기타비유동자산	255,960,398	256,024,993	274,700,937
부채총계	1,330,194,293	1,015,690,772	844,434,934
유동부채	346,115,764	814,982,078	665,502,419
매입채무	77,402,102	57,951,910	75,909,674
비유동부채	984,078,529	200,708,693	178,932,515
자본총계	138,909,335	294,515,713	474,783,846
자본금	215,000,000	215,000,000	215,000,000
자본잉여금	736,449,160	0	618,837
자본조정	-15,500	-15,500	-15,500
기타포괄손익누계액	-11,612,524	-6,717,163	18,129,420
이익잉여금	-800,911,801	86,248,376	241,051,088
보통주	42,995	42,995	42,995

* 요약 손익계산서			
과 목	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	700,794,286	669,427,845	735,259,392
매출원가	389,020,498	373,592,397	408,710,188
매출총이익	311,773,788	295,835,448	326,549,205
판매비와관리비	188,869,886	157,738,867	181,721,364
영업이익	122,903,902	138,096,581	144,827,841
영업외수익	115,137,228	91,368,624	72,824,959
영업외비용	185,455,798	81,899,086	68,848,006
이자비용	56,904,036	34,174,819	24,022,877
법인세차감전계속사업이익	52,585,333	147,566,119	148,804,793
법인세비용	-63,364,621	-3,144,898	-5,997,919
계속사업이익	115,949,954	150,711,017	154,802,712
중단사업이익	0	0	0
*중단사업법인세효과	0	0	0
당기순이익	115,949,954	150,711,017	154,802,712
*주당계속사업손익	0	3,505	3,601
*주당순이익	1,772	3,505	3,601
*회석화주당계속사업손익	0	0	0

* 요약 현금흐름표			
과 목	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한현금흐름	-232,327,186	239,495,357	165,581,794
당기순이익	115,949,954	150,711,017	154,802,712
현금유출이없는비용	166,140,689	78,342,697	62,972,173
현금유입이없는수익	61,720,962	67,895,947	47,711,316
영업활동으로인한자산부채변동	-452,696,867	78,337,589	-4,481,774
투자활동으로인한현금흐름	371,985,047	197,079,322	74,073,456
투자활동현금유입액	472,010,314	253,812,172	176,372,696
투자활동현금유출액	100,025,267	56,732,849	102,299,240
재무활동으로인한현금흐름	-921,799,534	-379,883,604	-189,029,773
재무활동현금유입액	750,018,537	0	381,763,842
재무활동현금유출액	1,671,818,071	379,883,604	570,793,615
현금의증가	-782,141,673	56,691,075	50,625,477
기초현금	869,715,761	87,574,088	144,265,163
기말현금	87,574,088	144,265,163	194,890,640

****풋백옵션 [put back option]**

실물이나 금융자산을 약정된 기일이나 가격에 팔 수 있는 권리인 풋옵션(put option)을 매각자에게 행사하는 것.

****콜옵션 [call option]**

옵션거래에서 특정한 기초자산을 만기일이나 만기일 이전에 미리 정한 행사가격으로 살 수 있는 권리.

****컨소시엄**

대형 프로젝트에 복수기업이 차관단을 조직하여 연대 참가하는 것.

****기업공개 [IPO]**

넓은 의미로는 기업의 전반적 경영내용의 공개, 좁은 의미로는 주식공개. 한국에서의 기업공개는 주식상장을 전제로 함.