

기업분석

진로발효(018120)

투자등급 : A, 투자 의견 : BUY

주가 : 17,000원

시가총액 : 1,105억

액면가 : 500원

발행주식:650만주

- 바보라도 운영할 수 있는 기업
- 시장과 경쟁자, 고객의 구도가 변함없는 주정시장
- 비록 16%의 작은 공간이지만 내실있는 독점을 영위
- 소주시장의 확대는 주정업체 투자자들에게겐 보너스

	매출액	영업이익	영업이익률	순이익	자본총계	P/E	P/B	ROE	RPR	복리수익률
2003	563	148	26.2	124	705	-	-	17.5		
2004	620	172	27.7	139	837	-	-	16.6		
2005	652	125	19.1	118	641	9.3	1.72	18.4	1.97	
2006(E)	670	165	24.6	140	760	7.9	1.47	18.4	2.33	13.7%
2007(E)										

(주) 1. RPR = ROE/PER ratio 2. 복리수익률 = 10년간 기대되는 연평균 복리수익률

바보라도 운영할 수 있는 기업

워렌버핏은 ‘바보라도 운영할 수 있는 회사’를 구입해야한다고 한다. 물론 기업경영이 바보가 할 수 있을 만큼 녹록한 일은 아니다. 끊임없이 소비자들의 비위를 맞춰야하고 이익이 좀 난다 싶으면 순식간에 경쟁기업이 침입해와 이익이 감소하기 일쑤이다. 정말 바보가 경영한다면 이런 난관을 헤쳐나가기도 전에 망하고 말것이다.

그런데 기업분석을 하다보면, 가끔 아주 가끔은 정말 바보가 경영해도 괜찮겠다 싶은 회사들이 눈에 보이기도 한다. 어지간히 품질만 맞춰주면 별다른 트집없이 구매해주는 충성스런 소비자가 있다. 이익도 꾸준히 안정적이며 물가상승에 따라 제품가도 꾸준히 상승해준다. 이해하기 쉽고 단순한 사업구조 때문에 밖에서 보기엔 별다른 매력도 없는 사업처럼 보인다. 그래서인지 경쟁자도 별로 많지 않다.

만일 이런 기업이 적절한 가격에 거래되고 있다면? 매입해야 한다.

단순하고 명쾌한 비즈니스 모델

진로발효는 주정생산업체이다. 주정의 종류에는 여러가지가 있지만 동사는 소주의 원료가 되는 주정을 생산하고 있다.

주정사업은 정부의 주세제도라는 일관된 틀에 의해 가치사슬을 이루고 있다. 먼저 주정의 원재료인 쌀보리, 밀, 옥수수는 정부의 농수산물보호정책과 주정업체 통제를 위해 주정업체별 생산량에 비례해 일괄적으로 구입량이 정해진다. 원료를 구매한 주정업체는 각업체별 마켓쉐어에 따라 정부가

할당해준 생산량에 맞추어 주정을 생산한다. 따라서 주정업체들간 시장점유율의 변동은 거의 없으며 경쟁의 여지도 없다. 이렇게해서 각 업체에서 생산된 주정은 대한주정판매(진로발효가 16%지분소유)라는 독점 유통업체가 거의 비슷한 가격에 전량 구매한후 소주업체에 주정을 판매하게 된다. 즉, 주정사업 면허를 받아 일정한 시장점유율을 형성하고 있는 회사라면 자신의 점유율안에서 먹고 살 것이 걱정없는 사업구조인 것이다. 현재 국내에는 10개의 주정업체가 있고 진로발효의 시장점유율은 16%이며 나머지업체들이 시장을 안분하고 있다.

그러나 단점도 있다

아무리 훌륭한 사업구조라 해도 단점은 있기 마련이다.

우선 가장 큰 단점은 사업에 대한 정부의 통제이다.

주정생산과 유통사업은 정부가 주세를 통제하는 초기단계의 가치사슬이기 때문에 사업권을 아무에게나 허가해주지 않는다. 정부가 이런 진입장벽을 만들어주는 대신에, 가격을 마음대로 올릴수 없고 정부가 지정하는 국산원 재료를 사서 써야한다는 단점이 존재한다.

둘째는 사업의 성장성이 매우 느리다. 주정업체들은 비교적 느린 속도로 성장해왔으며 주정가격의 인상률도 매우 통제되어 있다. 서로의 시장점유율을 빼앗아 오지 않는다는 태생적인 사업모델도 느린 성장성의 주요한 원인이다. 결국 주정업체의 성장은 소주시장의 성장과 거의 궤를 같이 한다.

정부의 통제는 실보다는 득

비록 정부의 통제를 받는다는 단점이 있지만 주정업체들에게는 오히려 장점으로 작용하는 측면이 크다. 특히 요새처럼 경쟁이 치열하고 독점을 보장받기 힘든 경제환경에서 업계내의 경쟁이 없고 시장점유율의 변동이 없다는 것은 특히나 시장점유율 선두업체에게는 결코 무시할수 없는 안전판이다.

게다가 주정가격은 원재료가격에 업계의 평균마진을 붙여서 정부와 대한주정판매가 결정하는데 이때 업체별 원가절감노력과 규모의 경제에 따라 이익률이 높아질 여지가 있다. 진로발효가 바로 그러한 예이다. 다른 주정업체가 15~20%의 영업이익이익률을 내는 동안 25%이상의 고영업이익률을 내는 것은 규모의 경제효과에 따른 것이다. 즉, 정부의 통제가 오히려 지속적인 고영업이익률로 나타나는 상황인 것이다.

성장성이 없다는 단점은 경쟁이 제한된 사업모델이므로 태생적인 한계라 할수 있겠다. 하지만 정부의 주세정책, 세수정책, 주류산업정책에 대한 대대적인 변혁이 없는한 높은 이윤의 사업을 오랜시간 영위할수 있다는 안정성을 담보로 성장성 부재에 대해 위안을 삼을만 하다.

진로발효가 갖고 있는 독점의 가치

최근들어 저도수의 소주신제품이 경쟁적으로 출시되면서 20~30대 젊은 여성층의 소주 소비가 늘고 있다고 한다. 만일 국내 주류시장의 40%를 차지

하는 소주시장의 비중이 더욱 확대된다면 주정업체에게도 엄청난 성장기회가 되겠지만 가치투자자는 그런 가능성에만 기대지는 않는다.

그보다는 정부의 조세정책, 주세 및 주류산업정책에 따라 주정산업이 안정적인 구도를 유지해왔고 커다란 이변이 없는한 앞으로도 이러한 구도가 유지될 것이라는 점(산업적인 측면),

비록 같은 업계내에 경쟁자가 있지만 과거의 시장점유율을 근거로 정부가 생산량을 할당해 주고 있어 서로간의 시장점유율이 정적으로 유지되어 있다는 점(경쟁자적 측면),

소비자는 거의 비영리로 운영되는 대한주정판매라는 독점유통업체로 단일화되어 있어 소비자의 번덕에 신경쓰지 않아도 된다는 점(소비자적 측면)을 통해 진로발효가 갖고 있는 독점의 가치를 평가해주는 것이 바람직하다.

투자의견

비록 16%라는 시장점유율이 독점이라 하기에는 부족한 수치이기는 하지만 16%의 작은 공간을 통해 오랜기간 안정적으로 25%의 영업이익률을 누릴 수 있다면 감히 독점이라 부를만 하다.

만일 경쟁자가 끊임없이 넘보고 대규모 마케팅전쟁을 펼쳐야하며 어제는 30%였던 이익률이 어느덧 10%밑으로 떨어지는 불안정한 50%의 독점과 경쟁자가 없고 마케팅전쟁을 할 필요도 없으며 어제도 그리고 오늘도 25%의 이익률을 누릴수 있는 16%의 독점중 어느 하나를 선택하라면, 보수적인 투자자는 후자를 선택할 것이다.

“Conservative investor sleeps well.”(Philip A. Fisher)