Yonsei Investment Group

COMPANY ANAYSIS

Oct. 3, 2004

무 학 주 정

1차 리포트 (기본분석)

3기 정일구 (상경 99)
팀장/ 리서치1팀
cyrus99@korea.com
http://www.yig.user.to

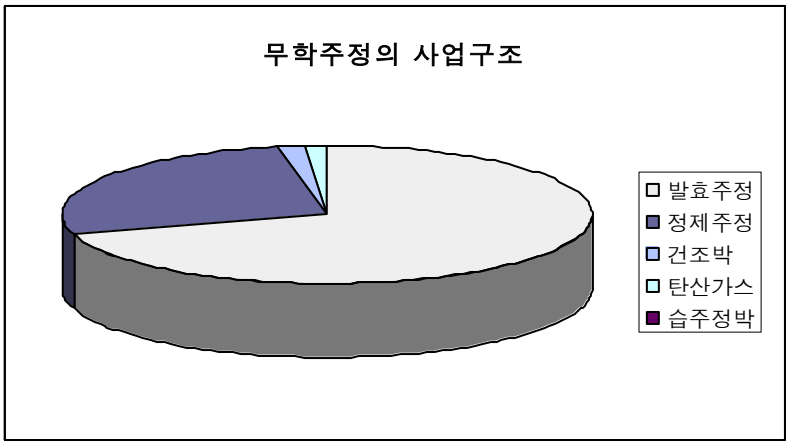
PASS

Key Point

- 안정적인 매출, 안정적인 이익구조를 보유한 주정 제조 회사
- 10%를 상회하는 높은 시가 배당률
- PER 2.40으로 저평가 되어 있으며, 수익성 꾸준히 향상됨.

주류의 원료인 주정을 생산, 판매하는 업체

- 무학주정은 경남 마산을 근거지로 하는 주정 제조 업체이며, 안정적인 매출처를 바탕으로 꾸준하게 흑자를 기록하고 있다. 주요 영위 사업으로 소주의 원료가 되는 주정이 매출의 97%를 차지하고 있으며, 나머지는 주정 생산 과정의 부산물을 건조시킨 건조박과 탄산가스 등이 차지하고 있음.

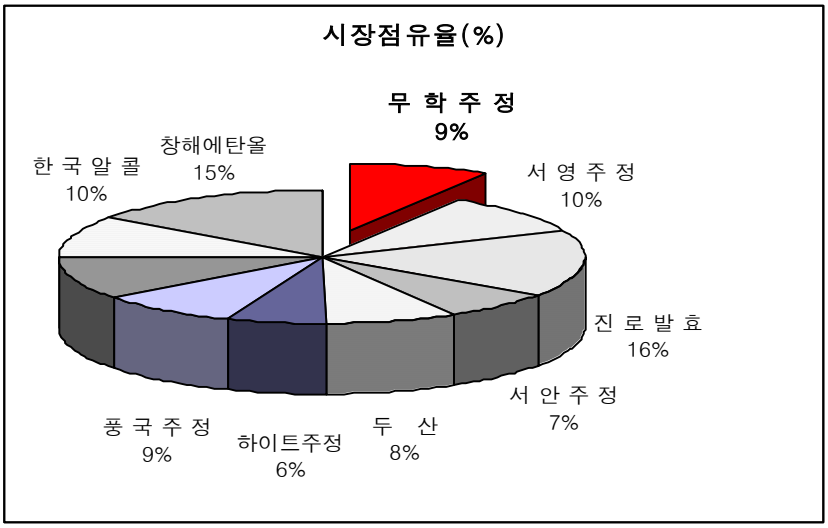


산업 특성상 매출 안정성 보유

- 주정산업은 주류산업의 특성상 정부의 엄격한 통제와 보호 속에서 성장. 따라서 관련 제도의 변화가 동 산업의 성장과 발전에 중요한 계기가 됨. 1960년대 주정 제조면허 규제 완화로 28개의 영세 주정공장이 난립한 이후, 주정 제조 신규 면허를 억제하게 되어 현재에는 전국에 10개의 주정회사가 존립. 정부의 농민보호정책이 유지되는 한 주정산업의 현 체제를 유지할 듯.

- 세수확보와 국산원료의 소비를 위해 유통체계와 생산에 절대적인 영향을 미치는 원료의 배정은 10개의 주정회사의 규모에 따라 배정되며, 생산된 모든 주정은 국세청의 배정에 의해 대한주정판매㈜를 통해 일괄 구매되고, 그 이후 각 주류업체로 판매되는 구조. 정부 주도 산업 정책으로 대한주정판매㈜를 통해 안정적인 매출을 시현.

안정된 매출을 바탕으로 느슨한 경쟁구조 유지

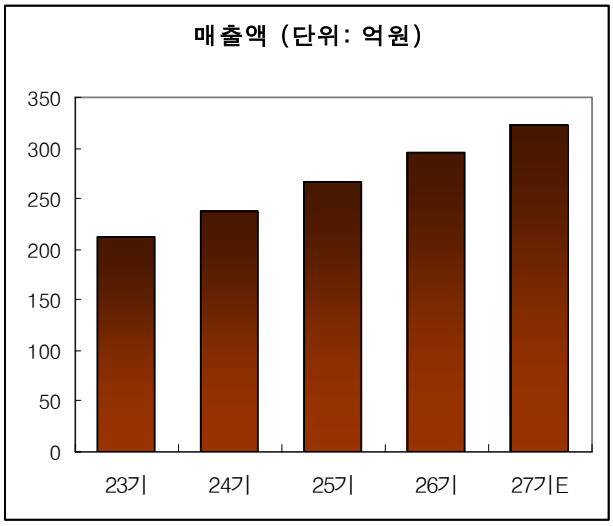


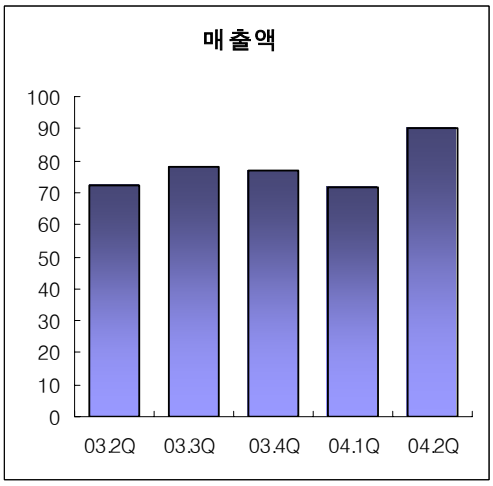
- 창해에탄올과 진로발효를 제외한 대부분의 주정회사가 10% 내외의 고른 시장점유율을 보유하고 있음. 정부 주도의 배정이 관여되어있어 시장점유율이 큰 의미를 못지님. 경쟁사의 점유율과는 상관없이 산업의 성장이 회사의 성장과 직결됨.

재무제표 분석

안정적인 매출 시현 및 꾸준한 성장

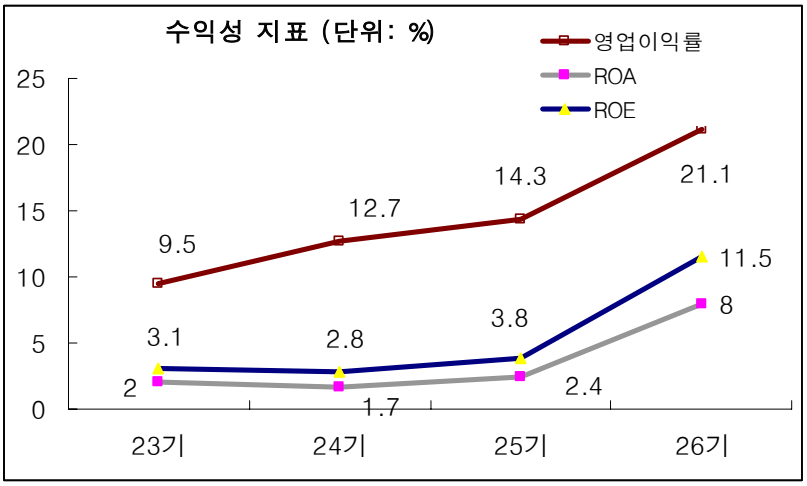
- 가격이 상대적으로 저렴한 소주 산업은 경기 흐름과 반대로 불황일 때 매출이 증가하는 경향을 보이고 있는 데다가, 산업의 크기도 점진적으로 성장하는 모습을 보이고 있다. 무학주정의 최근 5년간 매출 추이를 살펴보면, 매출감소없이 매년 소폭의 안정적인 성장을 해오고 있음을 알 수 있으며, 분기별 매출액을 살펴보아도 큰 기복없이 안정적인 형태를 보여준다.





개선되는 영업 및 자본 효율성

- 무학주정의 최근 4년간의 영업이익률, ROA, ROE 추이를 분석해보면 그림과 같이 점진적인 상승곡선을 유지하고 있음을 알 수 있다. 이는 안정적인 매출을 유지하면서 비용절감과 구조조정의 성과가 가시화된 것으로 보인다. 이번 27기에는 주정의 주원료인 쌀보리의 가격상승으로 인해 26기보다는 수익성이 떨어질 것으로 예상되지만 예전 수준은 유지할 것으로 보인다.



원재료 가격의 비중이 높은 비용구조.

- 무학주정의 매출액을 100으로 하였을 때 각 비용요소들이 차지하는 비중을 보면 다음과 같은 표로 나타난다. 아래 표를 살펴보면 무학주정의 비용구조에서 고정비용 다시 말해, 원재료 구입 등의 매출원가 비중이 매우 높음을 확인할 수 있다. 이에 비해 변동비용은 매우 비중이 작은데, 매출액 대비 판관비는 평균 6% 수준에 지나지 않는다. 따라서 원재료 가격을 제외하고는 무학주정의 수익구조에 절대적인 영향을 미치는 가변요소들이 없는 상태이다.

과목	제 27 기 반기	제 26 기 반기	제 26 기 연간	제 25 기 연간
Ⅰ.매출액	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Ⅱ.매출원가	77.58%	73.22%	72.82%	79.91%
Ⅲ.매출총이익	22.42%	26.78%	27.18%	20.09%
Ⅳ.판관비	6.04%	6.22%	6.06%	5.79%
1.급여	2.15%	2.00%	2.07%	1.74%
Ⅴ.영업이익	16.38%	20.56%	21.12%	14.30%

양호한 현금흐름

- 무학주정의 현금흐름 구조를 살펴보면 안정적인 매출과 이익을 바탕으로 매우 양호한 현금흐름을 보여주고 있다. 무학주정의 안정성을 보여주는 또 하나의 지표라 할 수 있다.

과 목	제 25 기	제 26 기	제 27 기 반기
Ⅰ. 영업활동으로 인한 현금 흐름	5,380,838,069	4,906,422,809	3,070,076,514
1.당기순이익	1,055,031,161	3,460,462,799	1,528,698,983
2.현금의유출이없는비용등의가산	4,736,920,617	3,566,997,963	1,334,852,418
3.현금의유입이없는수익등의차감	-827,029,024	-169,091,699	-526,595,163
4.영업활동으로인한자산부채의변동	415,915,315	-1,951,946,254	733,120,276
매 출 채 권 의 감 소 (증 가)	-705,142,036	-2,507,549,326	-116,323,285
재 고 자 산 의 감 소 (증 가)		79,827,255	811,919,399
Ⅱ.투자 활동으로 인한 현금 흐름	-59,161,243	-5,364,042,948	-1,789,523,795
1.투자활동으로인한현금유입액	18,024,938,142	7,316,818,958	3,036,840,641

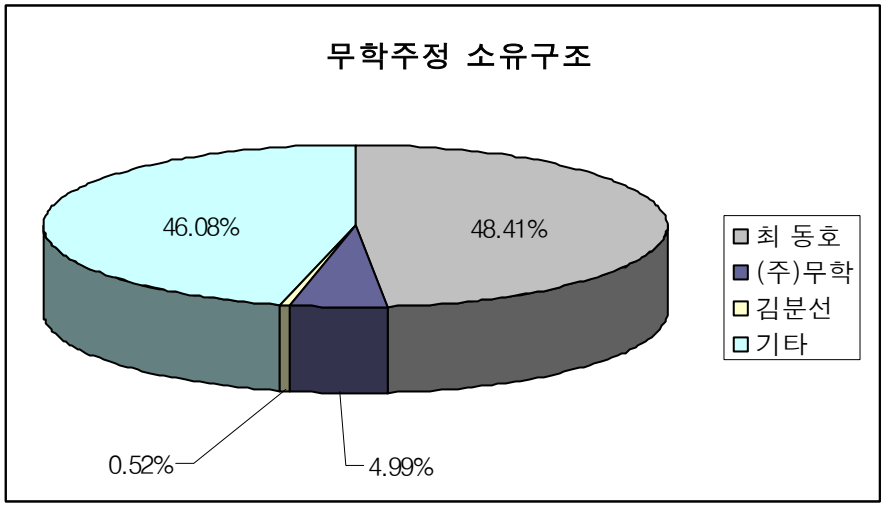
2.투자활동으로인한현금유출액	-18,084,099,385	-12,680,861,906	-4,826,364,436
Ⅲ.재무 활동으로 인한 현금 흐름	-5,874,680,000	247,478,339	-1,182,555,053
1.재무활동으로인한현금유입액	2,989,440,000	7,483,400,000	3,797,344,174
2.재무활동으로인한현금유출액	-8,864,120,000	-7,235,921,661	-4,979,899,227
Ⅳ.현금의증가(감소)(Ⅰ+Ⅱ+Ⅲ)	-553,003,174	-210,141,800	97,997,666

안정적인 재무구조

- 무학주정의 최근 4년간 최고 68%에서 40%대까지 점진적으로 부채비율을 줄여왔으며, 매우 안정적인 구조를 보여주고 있다. 유동성은 90%에서 160%까지 최근 4년간 잦은 변동을 보이고 있지만 업계의 특성상 안정적인 매출을 시현하고 있으며, 유통경로도 지정되어 있어서 외부에 노출된 위험이 타 업계에 비해서 매우 낮으므로 유동성의 의미가 큰 비중을 차지하지 않는다. 금융비용의 경우는 차입규모가 작아서 이자보상배율이 꾸준히 10배 이상을 상회하는 안정적인 구조를 보여주고 있다.

소유구조와 배당정책

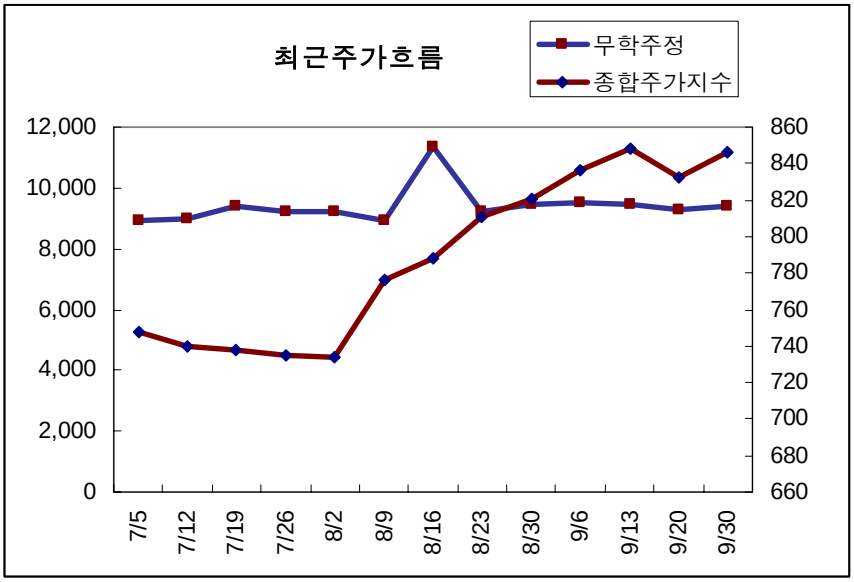
- 무학주정의 소유구조는 최동호 대표가 48.41%의 지분을 소유하고 있으며, 관계회사인 ㈜무학이 4.99%의 지분율을 보이고 있다. 기타 특수관계인의 지분을 제외한 유통가능 주식은 총 주식의 46.08% 이다.



- 무학주정의 배당은 2002년부터 실시되고 있는데, 2002년 배당 첫해 300원의 배당이 실시되었고, 2003년에는 주당 1000원의 배당이 실시되었다. 2003년의 배당 당시를 기준으로 10.82%의 높은 시가배당율을 보이는데, 올해도 이변이 없는한 그 수준에서

배당을 실시할 것으로 보여, 투자시 높은 배당이익을 기대할 수 있다.

최근 주가흐름 및 PER



- 무학주정의 주가흐름을 살펴보면 종합증시의 흐름과는 거의 관계없이 변동이 없는 주가흐름을 보여주고 있다. 특히 올해 2분기 이후부터는 9000원~10000원 사이에서 박스권을 형성하는 주가흐름이 나타나고 있다. 무학주정의 PER은 자체계산 결과 2.40배를 기록하고 있으며, 이는 동종업계에 비해 저평가된 수치이다. 같은 주정회사인 한국알콜은 7.74배, 진로발효는 3.32배, 풍국주정은 3.20배, 두산은 21.60배 등의 PER을 기록하고 있다.

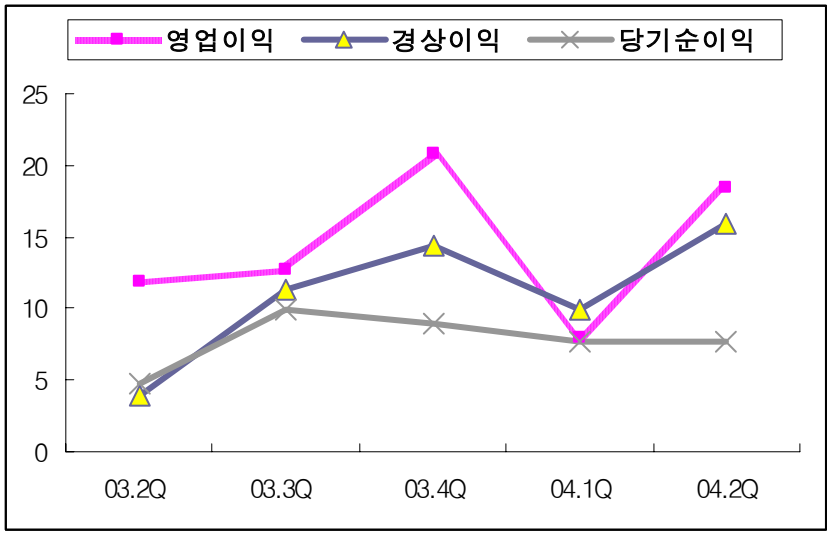
무학주정 PER (자체계산)

당기순이익(2003 년기준)	3,460,462,799 원
총발행주식수	881,500 주
주당순이익(2003 년기준)	3,925.65 원
현재가(2004/10/1 일 종가)	9,410 원
PER	2.40 배

잠재 투자 위험들

정부 배정에 의한 원료 수급 문제

- 주정산업의 특성 때문에 무학주정 역시 정부의 배정에 따라 원료를 공급받는데 그 원료가 국산 농산물로 제한되어 있다. 따라서 주원료인 쌀보리 가격의 인상, 인하 여부에 큰 영향을 받게 되는데, 그러한 위험이 가장 잘 나타난 것이 바로 올해 1분기라 할 수 있다. 1분기 쌀보리 가격이 급등하였는데, 아래의 그래프를 보면, 이러한 원가상승이 고스란히 영업이익의 급감으로 반영이 됨을 알 수 있다.



주정산업 개방여부

- 현재 주정산업은 정부의 정책적 산업으로 분류되어 일괄적으로 관리되고 있으나, 국제통상협정에 따라 농산물 시장이 개방이 되고, 주류산업의 규제 개혁이 이루어지면 단계적으로 개방경제체제로 바꾸어 질 것으로 예상된다. 이 경우, 지금까지의 안정성에 기댄 안일한 경영에서 벗어나 경쟁체제에 알맞은 사업구조를 구축해야 한다.

Conclusion

무학주정은 정부의 보호와 감시를 받는 주정산업의 특성에 따라 안정적인 매출과 이익이 기대되는 회사이다. 실제로 99년을 제외한 전 사업년도에서 흑자를 기록하였으며, 안정적인 이익을 바탕으로 튼튼한 재무구조를 보이고 있다. 특히 법적 규제로 인해 대한주정판매㈜에 일괄적으로 판매를 하는 산업구조 덕분에 매우 안정적인 매출처가 확보되어 있어 향후 매출 시현에도 문제가 없을 것으로 판단된다. 다만 문제가 되는 것은 이러한 안정성과 정부 규제로 인해 다른 주정회사와의 경쟁이 불가능하며, 그만큼 성장성을 기대하기는 어렵다. 오히려 주정산업의 개방이 점진적으로 이루어질 경우, 상당한 리스크가 예상된다. 하지만 정부의 세수확보와 국산 농산물 보호를 위해 당분간 상당기간 동안은 지금과 같은 산업구조가 유지될 것으로 보인다. 무학주정에의 투자에 있어서 가장 매력적인 부분은 높은 시가배당율

이라 할 수 있다. 무학주정은 지난해 10%를 상회하는 높은 배당을 지급하였으며, 이는 예금이자를 훨씬 웃도는 비율이다. 지금과 같이 불안한 증시와 저금리 정책이 유지되는 상태에서 최선의 투자안이라는 결론을 내렸다.