기업브리프

키움증권
2013. 2. 19

☑ 실적리뷰

무학 (033920)

양호한 4Q실적, 기대되는 '13년 실적

BUY(Maintain)
목표주가: 20,000원
주가(2/18): 14,150원

시가총액: 3,764억원

음식료
Analyst 우원성, CFA
02) 3787-5084 wswoo@kiwoom.com
RA 박종국
02) 3787-5152 jkpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(2/18)		1,981.91pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	14,700원	10,246원
등락률	-3.74%	38.10%
수익률	절대	상대
1M	-1.7%	-1.4%
6M	18.2%	16.1%
1Y	20.7%	23.2%

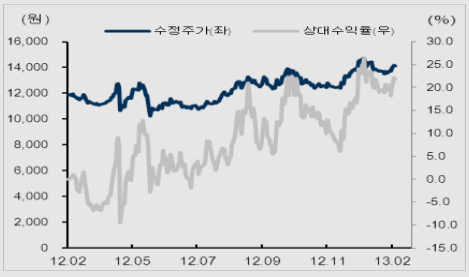
Company Data

발행주식수		26,600천주
일평균 거래량(3M)		40천주
외국인 지분율		14.27%
배당수익률(12E)		0.39%
BPS(12E)		9,914원
주요 주주	최재호 외 5인	50.75%

투자지표

(억원, IFRS 별도)	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	1,957	2,113	2,313	2,425
보고영업이익	551	468	565	619
핵심영업이익	451	468	565	619
EBITDA	571	624	723	771
세전이익	555	467	626	677
순이익	418	353	484	524
지분법적용순이익	414	353	484	524
EPS(원)	1,557	1,326	1,821	1,971
증감률(%YoY)	35.2	-14.8	37.3	8.2
PER(배)	7.0	10.3	7.8	7.2
PBR(배)	1.3	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	4.6	4.9	3.8	2.8
보고영업이익률(%)	28.2	22.1	24.4	25.5
핵심영업이익률(%)	23.0	22.1	24.4	25.5
ROE(%)	19.4	14.3	16.9	15.6
순부채비율(%)	-13.7	-23.2	-35.4	-45.7

Price Trend



4Q12에는 분기 최대 소주판매량에 힘입어 실적 개선세를 이어갔습니다. 13년에는 소주판가 인상에 따라 이익 증가 폭이 확대될 전망이며 시장지위 강화로 그러한 실적 개선의 가시성이 높다고 판단합니다. 현 지수수준이 지속될경우 ELS 수익도 기대되어 Valuation re-rating이 충분해 보입니다

>>> 4Q실적 예상 부합, '13년 이익모멘텀으로 re-rating 전망

4Q12 실적은 사상 최대 분기 소주판매량 기록에 따라 매출과 영업이익이 높은 한자리로 증가하는 양호한 실적을 기록했다. '13년에는 시장지배력이 추가적으로 확대되는 가운데 소주판가 인상 효과로 영업이익이 20% 이상 증가할 전망이다. 주력시장(부산/경남)에서 판매 규모가 안정화됨에 따라 동사의 이익 증가 가시성은 음식료 내 타 업체들 대비해서도 높다고 판단한다. 현재 과도한 할인(49%)을 받고 있는 valuation이 re-rating될 것으로 전망하며, 목표주가 20,000원과 투자의견 Buy를 유지한다.

>>> 4Q12 소주 판매실적 최대, 영업이익 7.2% 증가

4Q12 실적은 매출 553억원(YoY 9.6%), 영업이익 129억원(YoY 7.2%), 순이익 93억원(YoY 19.1%)으로 영업이익 기준 당사의 기존추정치(126억원)을 살짝 상회했다. 1) '좋은데이' 등 소주 판매량이 사상 최대치(11,400만병 내외)를 기록하며 두 자리 이상의 견조한 성장세를 보였던 것이 주요인으로 분석한다. 2) 주정가격 인상('12년 7월), 공병투입비용 증가로 마진은 소폭 감소했으나 매출증가 효과로 영업이익도 높은 한자리 수준의 증가를 보였다.

>>> 소주판가 인상, ELS 수익으로 '13년 이익 모멘텀 전망

부산지역에서 추가적으로 MS가 확대되는 가운데 소주판가 인상 효과로 '13년 영업이익이 20.9%(YoY) 증가할 전망이다. 다른 조건이 동일할 때, 전년 12월 말 소주판가 인상(ASP 8.2% 상승 추정)에 따른 매출/영업이익 증가효과는 연간 150억원으로 추정한다. 판가인상 전 가수요로 1월 판매량이 12월 보다 부진할 전망이지만 11월(3,700만병) 이상은 판매된 것으로 추정되어 전년 동기대비 증가 기조는 이어질 전망이다. 부산지역 MS는 전년 말 60%대 후반으로 높은 수준이나, 판매 호조세에 따른 추가적인 점유율 상승이 예상된다. 전년동기 스틸사업부 매출 급감, 마케팅비 상승으로 기저가 낮아 '13년 상반기부터 이익 모멘텀이 전망된다. 동사는 약 1,000억원 규모의 ELS을 운용하고 있는데, '11년에는 KOSPI 호조로 100억원 이상의 수익을 올렸다. '12년에는 만기가 돌아오는 상품이 없어 수익이 미미했으나, '13년에는 KOSPI가 가입시점 대비 호조를 보이고 있어, 현 추세가 이어질 경우 ELS로부터 두 자리 수 이상의 수익률이 가능할 전망이다.

4분기 실적 Review (IFRS 별도)

(단위: 억원, %,%p)

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12		차이	YoY	QoQ
					실제발표치	당사추정	(%,%p)	(%,%p)	(%,%p)
매출액	505	510	539	511	553	540	2.5	9.6	8.4
영업이익	121	101	117	120	129	126	2.5	7.2	7.3
세전이익	112	126	123	88	130	133	-2.5	16.1	47.7
순이익	78	97	91	72	93	103	-10.2	19.1	28.3
영업이익률(%)	23.9	19.8	21.7	23.6	23.3	23.3	0.0	-0.5	-0.2
세전이익률(%)	22.1	24.7	22.9	17.2	23.4	24.6	-1.2	1.3	6.2
순이익률(%)	15.4	19.0	16.9	14.1	16.7	19.1	-2.4	1.3	2.6

자료: 무학, 키움증권

주: 영업이익=조정영업이익=매출총이익-판관비

실적 추정치 변경(IFRS별도 기준)

(단위: 억원, %,%p)

	2011	변경전		변경후		변경률(%,%p)		YoY(%,%p)	
		2012E	2013E	2012	2013E	2012	2013E	2012	2013E
매출액	1,957	2,099	2,307	2,113	2,313	0.7	0.3	8.0	9.5
영업이익	451	464	567	468	565	0.8	-0.3	3.7	20.9
세전이익	555	470	627	467	626	-0.7	-0.2	-15.9	34.1
순이익	418	363	486	353	484	-2.8	-0.3	-15.6	37.3
영업이익률(%)	23.0	22.1	24.6	22.1	24.4	0.0	-0.1	-0.9	2.3
세전이익률(%)	28.4	22.4	27.2	22.1	27.1	-0.3	-0.1	-6.3	5.0
순이익률(%)	21.4	17.3	21.1	16.7	20.9	-0.6	-0.1	-4.7	4.2

자료: 무학, 키움증권

주: 영업이익=조정영업이익=매출총이익-판관비

분기별 실적전망(IFRS별도)

(단위: 억원, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012
매출액	358	390	376	469	1,594	502	506	444	505	1,957	510	539	511	553	2,113
*주류	319	343	325	397	1,384	411	441	400	468	1,720	451	487	451	504	1,893
*스틸사업부	39	47	52	72	210	91	65	44	37	237	58	52	59	50	220
매출총이익	160	180	170	207	716	215	232	206	244	897	220	242	230	251	943
영업이익	83	90	88	115	375	127	133	71	121	451	101	117	120	129	468
세전이익	97	103	98	113	410	170	179	95	112	555	126	123	88	130	467
순이익	74	77	74	81	306	128	139	73	78	418	97	91	72	93	353
EBITDA	109	112	107	150	478	155	162	101	153	571	136	154	158	175	624
EPS(원)	270	218	245	450	1,182	481	522	276	292	1,557	364	343	271	348	1,326
YoY(%)															
매출액	7.9	10.0	14.0	38.8	17.6	40.0	29.8	17.9	7.7	22.8	1.6	6.4	15.1	9.6	8.0
주류	7.9	10.9	10.1	26.2	14.0	28.6	28.7	23.3	18.0	24.3	10.0	10.2	12.7	7.7	10.1
스틸사업부	8.1	3.6	46.1	207.0	49.5	133.4	38.2	-15.8	-48.4	12.8	-35.9	-19.4	36.3	33.4	-7.2
매출총이익	1.4	10.0	8.9	39.8	14.6	34.2	29.2	21.3	17.9	25.2	2.3	4.2	11.6	3.1	5.1
영업이익	3.6	39.0	17.3	102.0	35.9	53.5	47.8	-19.4	4.7	20.1	-20.3	-12.0	70.3	7.2	3.7
세전이익	-32.8	-45.0	-38.1	66.8	-26.3	75.7	73.7	-2.7	-1.0	35.4	-25.8	-30.9	-7.6	16.1	-15.9
순이익	-32.5	-46.2	-45.5	24.9	-32.5	73.4	79.4	-1.0	-4.1	36.4	-24.2	-34.2	-1.9	19.1	-15.6
EBITDA	14.4	37.3	14.6	61.0	31.5	42.1	45.3	-5.2	1.7	19.5	-12.2	-5.0	56.3	14.7	9.2
EPS(원)	-35.2	-60.3	-52.9	81.9	-31.7	78.1	139.5	13.0	-35.1	31.7	-24.2	-34.2	-1.9	19.1	-14.8
수익성(%)															
매출총이익률	44.7	46.1	45.1	44.1	45.0	42.8	45.9	46.4	48.3	45.8	43.1	44.9	45.0	45.4	44.6
영업이익률	23.1	23.0	23.3	24.6	23.6	25.3	26.2	15.9	23.9	23.0	19.8	21.7	23.6	23.3	22.1
세전이익률	27.0	26.3	25.9	24.1	25.7	33.8	35.3	21.4	22.1	28.4	24.7	22.9	17.2	23.4	22.1
순이익률	20.6	19.8	19.7	17.3	19.2	25.5	27.4	16.6	15.4	21.4	19.0	16.9	14.1	16.7	16.7
EBITDA margin	30.4	28.6	28.4	32.1	30.0	30.9	32.0	22.8	30.3	29.2	26.7	28.6	31.0	31.7	29.5

자료: 무학, 키움증권

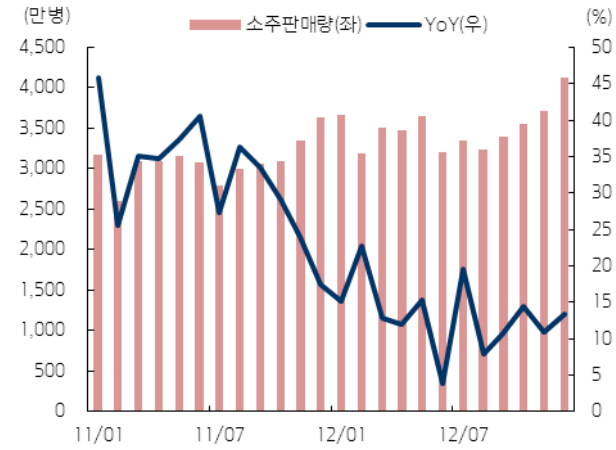
주:

1) 영업이익=조정영업이익=매출총이익-판관비,

2) 2010년 실적은 K-IFRS(별도)기준으로 조정된 수치임

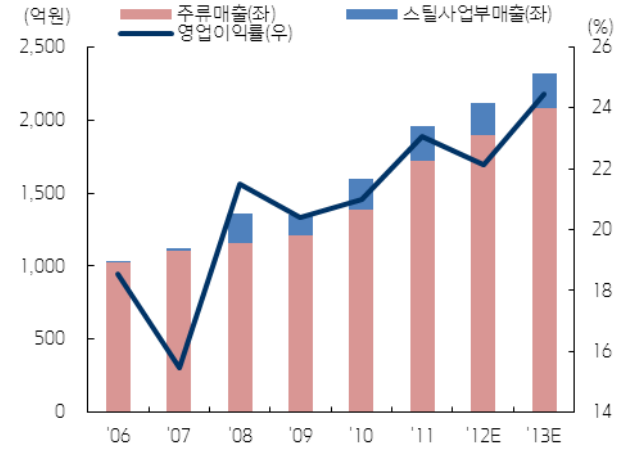
3) 4Q12와 2012년 주류사업부와 스틸사업부의 매출은 당사 추정치임

소주 판매량 두자리 수의 견조한 증가세 지속



자료: 무학, 키움증권

소주판가 인상으로 영업이익률 개선될 전망



자료: 무학, 키움증권

타 음식료 소업종 대비 top-tier와의 Valuation 할인 폭 과도

	라면		가공식품		유가공		주류	
	기업	P/E(X)	기업	P/E(X)	기업	P/E(X)	기업	P/E(X)
1st	농심	12.8	CJ 제일제당	14.2	빙그레	17.1	하이트진로	15.4
2nd	삼양식품	10.3	대상	10.1	매일유업	12.7	무학	7.9
할인율(%)	19.7		29.0		25.7		48.8	

자료: Fnguide, 키움증권

주:

1)P/E는 13년 EPS 대비임

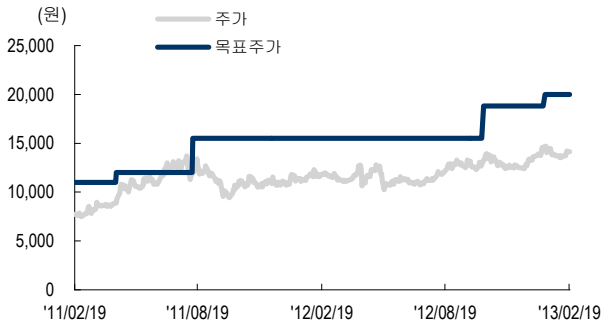
2)매일유업, 무학은 당사 추정 기준, 나머지는 컨센서스 기준임

- 당사는 2월 18일 현재 '무학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
무학(033920)	2011/01/03	Buy(Initiate)	10,000원
	2011/01/27	Buy(Maintain)	11,000원
	2011/04/21	Buy(Maintain)	12,000원
	2011/08/12	Buy(Maintain)	15,500원
	2011/10/07	Buy(Maintain)	15,500원
	2012/01/27	Buy(Maintain)	15,500원
	2012/04/16	Buy(Maintain)	15,500원
	2012/07/17	Buy(Maintain)	15,500원
	2012/10/15	Buy(Maintain)	18,800원
	2012/10/29	Buy(Maintain)	18,800원
	2013/01/14	Buy(Maintain)	20,000원
	2013/02/19	Buy(Maintain)	20,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상