



BUY(Maintain)

목표주가: 25,000원(상향)

주가(5/30): 17,900원

시가총액: 4,928억원

음식료

Analyst 우원성, CFA

02) 3787-5084 wswoo@kiwoom.com

RA 박종국

02) 3787-5152 jkpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(5/30)	2,000.10pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	20,200원	10,739원
등락률	-11.39%	66.68%
수익률	절대	상대
1M	-11.4%	-13.0%
6M	39.8%	35.1%
1Y	67.5%	54.5%

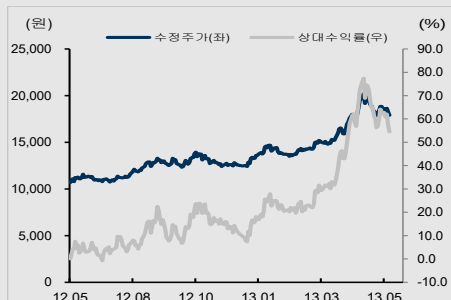
Company Data

발행주식수	27,000천주
일평균 거래량(3M)	51천주
외국인 지분율	13.80%
배당수익률(13E)	0.30%
BPS(13E)	12,785원
주요 주주	최재호 외 4인
	50.77%

투자지표

(억원, IFRS 별도)	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	2,113	2,306	2,438	2,562
보고영업이익	468	574	625	662
핵심영업이익	468	574	625	662
EBITDA	617	789	827	853
세전이익	466	664	678	717
순이익	360	512	525	555
지분법적용순이익	345	512	525	555
EPS(원)	1,277	1,896	1,943	2,056
증감률(%)YoY)	-16.7	48.5	2.5	5.8
PER(배)	10.6	9.4	9.2	8.7
PBR(배)	1.2	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	5.6	5.1	4.2	3.3
보고영업이익률(%)	22.1	24.9	25.6	25.8
핵심영업이익률(%)	22.1	24.9	25.6	25.8
ROE(%)	13.7	16.0	14.2	13.1
순부채비율(%)	-8.0	-23.0	-35.2	-44.7

Price Trend



무학 (033920)

상승세의 기업은 다르다



1Q13 영업이익은 전년비 28% 증가하며 예상을 상회하는 호실적을 기록했습니다. 경쟁사와 달리 가격저항을 이겨내며 매출이 높은 성장세를 보인 것은 동사의 견조한 상승 무드에 대한 방증으로 판단합니다. 평가인상 효과가 이어지며 이익 모멘텀의 가시성이 높은 반면 여전히 업종대비 저평가되고 있어 re-rating이 예상됩니다.

>>> 1Q13 실적 전망치 상회, 전년비 28% 증가

1Q13 실적(별도기준)은 매출 551억원(YoY 8.1%), 영업이익 129억원(YoY 28.1%), 순이익 152억원(YoY 57.3%)을 기록했다. 당사 추정 영업이익(120억원)을 상회하는 양호한 실적이었다. 요인은 1)소주 평가 인상에 따른 수요 저항에도 판매량이 2~3% 증가하며, 주류매출이 9.6% 증가했다. 수요 저항으로 1분기 매출 성장세가 부진했던 진로(참이슬), 롯데(처음처럼)와는 대조적이다. 주력제품 '좋은데이'가 꺾이지 않는 상승세를 보이며, 평가인상 효과가 바로 나타나면서 원가율이 개선되었다. 2)매출 증가에 따른 단위당 고정비 개선과 마케팅비 절감에 따라 판관비율이 1%p 개선되었다. 3)ELS 처분이익(57억원) 발생에 따라 순이익 증가율이 영업이익 증가율을 크게 상회했다. 연결기준 실적(매출 563억원, 영업이익 129억원, 순이익 155억원)은 별도기준과 큰 차이가 없었다.

>>> 2분기 이후에도 판매량 증가와 평가인상 효과 이어질 전망

2분기 이후에도 실적 모멘텀이 이어질 전망이다. 우선, 수요 저항이 완화되면서 판매량 증가세가 개선될 것으로 예상된다. 4월에는 판매량 증가가 6~7%로 1분기보다 더 개선되고 있는 것으로 추정된다. 부산지역 점유율은 70% 내외로 추정되는데, 이전만큼 가파르지는 않더라도 추가적으로 MS가 확대될 여지가 남아있다고 판단한다. 이와 함께, 평가인상(1월, 8.2%) 효과가 연간으로 이어질 것으로 예상되어, 13년 영업이익은 전년비 22.7% 증가한 574억원을 전망한다. 현 수준의 지수가 유지될 경우 1분기 기실현 분을 포함해 연간 ELS 처분이익이 100억원 이상으로 예상된다.

>>> 소주평가 인상, ELS 수익으로 '13년 이익 모멘텀 전망

평가인상에 따른 가격저항이 크게 체감되지 않는 것은 동사의 영업 상승무드를 말해준다. 이와 함께 평가인상 효과가 연간으로 나타나며, 음식료 내에서 실적 확대에 대한 가시성이 높은 종목 가운데 하나로 판단한다. 실적 추정 상향(이익률 상향, ELS수익 85억원 전망 반영)함에 따라 목표주가를 25,000원으로 상향 조정하고 투자의견 Buy를 유지한다. 여전히 높아진 위상(전국 점유율 2위에 근접한 3위)과 실적 규모에 비해 저평가되고 있는 기업으로 향후 업계 top-tier(하이트진로, 16.7배)와의 valuation gap 매우기가 예상된다.

1Q13 실적 Review(IFRS별도)

(단위: 억원, %, %p)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13			차이 (%, %p)		YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					실제발표치	당사추정	Consensus	당사추정	Consensus		
매출액(억원)	510	539	511	553	551	557	565	-1.1	-2.5	8.1	-0.5
영업이익(억원)	101	117	120	130	129	120	124	7.9	4.3	28.1	-0.1
세전이익(억원)	126	123	88	129	199	172	150	15.8	32.7	58.2	54.5
순이익(억원)	97	91	72	100	152	133	98	14.6	55.8	57.3	52.9
영업이익률(%)	19.8	21.7	23.6	23.4	23.5	21.5	22.0	2.0	1.5	3.7	0.1
세전이익률(%)	24.7	22.9	17.2	23.3	36.2	30.9	26.6	5.3	9.6	11.5	12.9
순이익률(%)	19.0	16.9	14.1	18.0	27.7	23.9	17.3	3.8	10.4	8.7	9.7

자료: 무학, 키움증권, 주:영업이익은 조정영업이익 기준임

실적 추정치 변경(IFRS별도)

(단위: 억원, %, %p)

	변경전			변경후		변경률(%, %p)		YoY(%, %p)	
	2012	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
매출액	2,113	2,308	2,439	2,306	2,438	-0.1	0.0	9.1	5.7
영업이익	468	558	624	574	625	2.9	0.2	22.7	8.8
세전이익	466	599	676	664	678	10.8	0.3	42.4	2.1
순이익	360	463	523	512	525	10.6	0.3	42.2	2.5
영업이익률(%)	22.1	24.2	25.6	24.9	25.6	0.7	0.1	2.8	0.7
세전이익률(%)	22.1	26.0	27.7	28.8	27.8	2.8	0.1	6.7	-1.0
순이익률(%)	17.0	20.1	21.4	22.2	21.5	2.1	0.1	5.2	-0.7

자료: 무학, 키움증권, 주:영업이익은 조정영업이익 기준임

분기별 실적전망(IFRS별도)

(단위: 억원, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2013E
매출액	502	506	444	505	1,957	510	539	511	553	2,113	551	597	560	598	2,306
*주류	411	441	400	468	1,720	451	487	451	509	1,899	495	540	497	550	2,082
*스틸사업부	91	65	44	37	237	58	52	59	44	214	56	57	64	49	225
매출총이익	215	232	206	244	897	220	242	230	251	943	252	283	265	288	1,088
영업이익	127	133	71	121	451	101	117	120	130	468	129	147	144	153	574
세전이익	170	179	95	112	555	126	123	88	129	466	199	154	151	160	664
순이익	128	139	73	78	418	97	91	72	100	360	152	119	117	124	512
YoY(%)															
매출액	40.0	29.8	17.9	7.7	22.8	1.6	6.4	15.1	9.6	8.0	8.1	10.8	9.7	8.1	9.2
주류	28.6	28.7	23.3	18.0	24.3	10.0	10.2	12.7	8.9	10.4	9.6	11.1	10.1	7.9	9.6
스틸사업부	133.4	38.2	-15.8	-48.4	12.8	-35.9	-19.4	36.3	18.2	-9.6	-3.8	8.0	7.0	10.4	5.0
매출총이익	34.2	29.2	21.3	17.9	25.2	2.3	4.2	11.6	3.1	5.1	14.8	16.8	15.3	14.5	15.4
영업이익	53.5	47.8	-19.4	5.0	20.2	-20.3	-12.0	70.3	7.2	3.7	28.1	26.0	19.8	18.3	22.7
세전이익	75.7	73.7	-2.7	-1.0	35.4	-25.8	-30.9	-7.6	15.5	-16.0	58.2	24.6	71.8	24.0	42.4
순이익	73.4	79.4	-1.0	-4.1	36.4	-24.2	-34.2	-1.9	28.3	-13.8	57.3	30.4	62.0	24.1	42.2
수익성(%)															
매출총이익률	42.8	45.9	46.4	48.3	45.8	43.1	44.9	45.0	45.4	44.6	45.8	47.4	47.3	48.1	47.2
영업이익률	25.3	26.2	15.9	23.9	23.1	19.8	21.7	23.6	23.4	22.2	23.5	24.7	25.7	25.6	24.9
세전이익률	33.8	35.3	21.4	22.1	28.4	24.7	22.9	17.2	23.3	22.1	36.2	25.8	26.9	26.7	28.8
순이익률	25.5	27.4	16.6	15.4	21.4	19.0	16.9	14.1	18.0	17.0	27.7	19.9	20.8	20.7	22.2

자료: 무학, 키움증권

주:

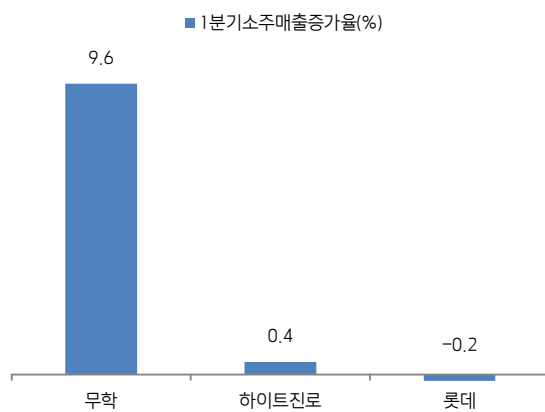
- 1) 영업이익=조정영업이익=매출총이익-판관비,
- 2) 2010년 실적은 K-IFRS(별도)기준으로 조정된 수치임
- 3) 4Q12와 2012년 주류사업부와 스틸사업부의 매출은 당사 추정치임

무학 Valuation (단위: 원, %)

		2012	2013E	2014E	CAGR(2012~2014)
무학	PER(배)	10.6	9.4	9.2	
(당사추정치)	EPS 성장율(%)	-16.7	48.5	2.5	23.3
음식료업	PER(배)	17.3	17.1	14.7	
(오리온 제외)	EPS 성장율(%)	-11.5	19.4	11.1	15.2
무학 EPS		1,277	1,896	1,943	
적용 EPS			1,916	12m fwd EPS	
적정배수(P/E)			13.0	업종평균(오리온 제외) 대비 20.0% 할인	
적정주가			24,980		

자료: Fnguide, 키움증권

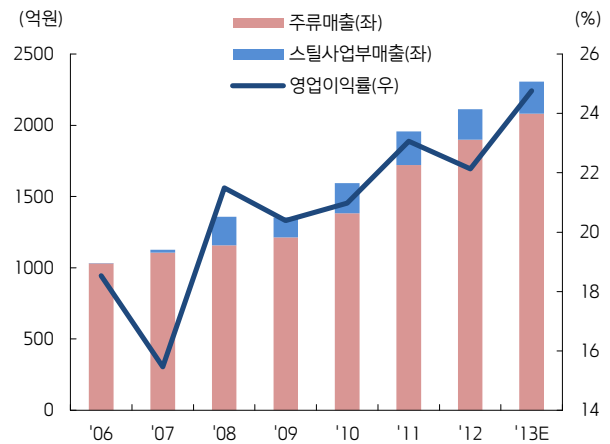
경쟁사 대비 가격저항 적어 1분기 높은 매출 성장세 보임



자료: 무학

주: 무학은 주류매출 기준, 하이트진로와 롯데는 내수소주매출 기준임

평가인상효과, 판매량 증가로 13년 이익 모멘텀 전망



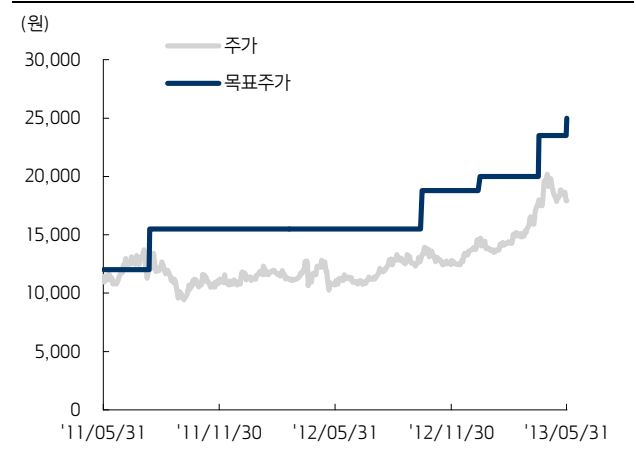
자료: 무학, 키움증권

- 당사는 5월 30일 현재 '무학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	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
	2013/04/17	Buy(Maintain)	23,500원
	2013/05/31	Buy(Maintain)	25,000원

목표주가 추이



투자 의견 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