



국순당 (043650)

2022년 04월 09일

국제 시장으로 순항한당!

Summary

동사의 목표주가로 13,250원을 제시한다. 수출 부문은 가파르게 성장하여 매출의 상방을 활짝 열어줄 것이며, 내수 부문은 안정적인 수익 창출력을 기반으로 견고한 하방을 만들어줄 것이다. 이러한 매출 성장과 함께 영업이익이 크게 증가할 것으로 기대된다.

보장된 수출 성장과 안정적인 내수

한국 발효주 시장의 역성장 속에서도 동사는 꾸준한 수출 성장을 보여왔다. 최근 일본 향 수출이 빠르게 성장하고 있다. 특히 RCEP 발효와 더불어 평균단가가 낮은 제품들의 수출 가능성까지 기대된다. 내수 부문은 과거와 달리 판가(P) 인상을 통한 가격 전가력이 증명되었다. 리오프닝 이후에도 안정적인 판매량(Q)이 예상된다.

매출 성장과 함께 가시화되는 체질 개선의 효과

매출 성장이 가시화되고 있는 지금, 2020년에 단행한 비용 구조 개선의 효과가 빛을 발하며 영업이익이 가파르게 증가할 것이다.

<추정 손익계산서>

Table with 6 columns: (단위: 백만 원), 2019, 2020, 2021, 1Q22E, 2022E. Rows include 매출액, YoY(%), 매출원가, 매출원가율(%), 매출총이익, GPM(%), 판매비와관리비, 영업이익, OPM(%), 기타손익, 금융손익, 관계기업관련손익, 법인세비용차감전순이익, 법인세비용, 당기순이익, NPM(%).

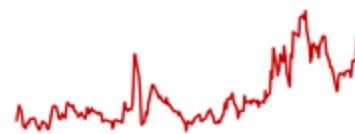
Rating

Buy

목표주가: 13,250 원
현재주가: 10,750 원
상승여력: 23.3%

12M 주가추이

시가총액 1,920 억원



Balance sheet data ('21)

순자산 2,428 억원
PBR 0.60x
ROE 9.34%

Earning data ('21)

PER 7.57x
EPS 1,206 원
당기순이익 215 억원

주요 주주

배종호 외 5인 42.83%

SMIC1 팀

- 팀장 44 기 이성규
팀원 44 기 최정주
45 기 박영민
45 기 이동연
45 기 정지원

# CONTENTS

---

0. Intro	03
1. 산업 분석	04
2. 기업 분석	08
3. 투자포인트 1: 먹구름 낀 수출 시장, 나 홀로 성장 중!	11
4. 투자포인트 2: 안정적인 내수	15
5. 매출 성장과 함께 가시화되는 체질 개선의 효과	19
6. 매출 추정	21
7. Valuation - EV/EBIT Method	23
8. Appendix	27

## 0. Intro

화장품부터 음식료, 의류, 생활용품에 이르기까지 많은 국내 소비재 기업들은 게임, 웹툰, 드라마, 영화, K-POP 등 한류의 세계화로부터 큰 수혜를 입었다. 이런 현상이 단순 유행에 그치지 않고 지속되는 이유는 간단하다. 훌륭한 품질을 바탕으로 한 브랜드 파워가 유지되고 있기 때문이다.

그럼에도 상대적으로 소외받고 있는 품목이 있다. 바로 주류이다. 타 소비재와 달리 지역에 따라 다른 각종 규제와 무거운 세금 문제에서 자유롭지 못하기 때문이다. 특히 발효주의 경우 대부분의 수출이 일본에 편중되어 있는데, 지난 2017년 이래로 하락일로에 들어섰다.

그리고 지금, 한국 발효주 수출의 큰 흐름에서 벗어난 기업이 있다. 바로 국순당(이하 동사)이다. 일본 향 한국 발효주 수출이 역성장하는데 반해, 오히려 동사는 일본 향 수출이 크게 늘어나고 있다. 확실히 지금 잘 되는 것(제품 펀더 기반)은 과거(대세 기반)와 다르다.

본 보고서에서 제시하는 동사에 투자해야 하는 이유는 다음과 같다.

1. 수출 성장은 앞으로도 지속된다. 한국 발효주 역성장의 흐름에서 벗어난 것은 강력한 제품 펀더멘탈에 대한 반증이다. RCEP가 발효되어 일본 향 수출 관세가 단계적으로 철폐된다. 일본 외 지역 역시 가파른 성장세를 보이고 있으며 CPTPP 추진에 따른 신규 수출국 확대 가능성이 있다.
2. 국내 주류 소비 트렌드는 코로나19를 계기로 변곡점을 지났다. 과거와 달리 P 인상에도 판매량이 견조하다. 판가 인상을 통한 비용 전가력이 증명되었다. 리오프닝 위드코로나를 단순 약재라고 판단하기에는 근거가 제한적이다.

## 1. 산업 분석

### 1.1. 주류 산업 개요

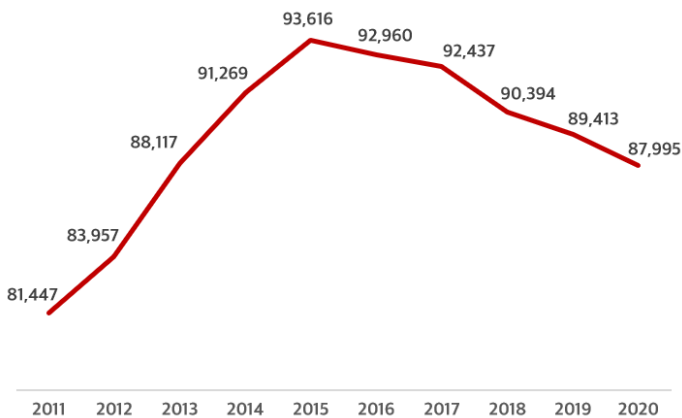
주류 산업은 주류의 제조 및 판매업을 일컫는다. 주류 산업은 여러 공익적인 특성으로 인해 정부의 규제 및 정책에 따라 업황이 좌우된다. 주류 유통망, 초기설비투자, 제조면허, 브랜드 파워 등이 시장 진입장벽으로 작용하여 **새로운 플레이어의 진입이 어려운 산업**이기도 하다.

국내 주류 시장은 정체기에 들어섰다고 판단된다. 주류시장 규모는 2015년을 기점으로 하락 세로 전환했고, 출고 금액 기준 2017년 9.2조 원이었던 주류시장 규모는 2020년도 기준 8.7조까지 지속적으로 감소했다. 주종 구성은 희석식 소주 42.1%, 맥주 39.7%의 2강 체제로 이루어져 있고, 탁주(5.3%), 과일주(1.0%), 청주(0.9%)가 뒤를 잇는다.

주류 소비 감소의 원인으로는 음주 관련 정책 및 문화의 변화가 지목된다. 2016년 '부정 청탁 및 금품 등 수수의 금지에 관한 법률(김영란법)'이 시행되었고, 2018년 이후 주 52시간 근무제가 점진적으로 정착되면서 주류시장 매출의 큰 부분을 차지하던 **회식이 대폭 감소**하였다. 웰빙 트렌드, 혼술/홈술 문화 확산에 따른 가벼운 음주 선호 등의 변화도 전반적인 음주량 감소에 기여하였다.

그림 1-1. 연도별 주류산업 시장규모

(단위: 억 원)



출처: 국세통계연보, SMIC 1팀

그림 1-2. '20 주류시장 내 주종 구성 비율

(단위: 억 원, %)

주종	출고금액 (억 원)	점유율
희석식 소주	37,046	42.1%
맥주	34,934	39.7%
탁주	4,664	5.3%
과실주	880	1.0%
청주	792	0.9%
약주	616	0.7%
기타주류	5,104	5.8%

출처: 국세통계연보, SMIC 1팀

날개글을 여기에 작성한다

하락일로의 업황에 코로나19 팬데믹은 결정타와 같았다. 특히 희석식 소주, 맥주를 판매하던 주요 브랜드들의 타격이 컸다. 국내 주류시장의 50% 이상을 구성하는 업소용 채널이 크게 위축되었다. 지속된 사회적 거리두기는 주류 소비 문화의 방향성을 바꾸었고, 코로나19 종식 이후에도 과거와 같은 모임 및 회식 위주의 주류 소비문화가 지속될 가능성은 낮다.

이에 따라 주류 소비 양상은 소수 브랜드의 과점 구도에서 다수 브랜드의 경쟁 구도로 변화할 것으로 전망되며, 소비자는 주류 선택의 폭이 넓어질 것이다. 또한 가정용 채널의 중요도가 커지면서 혼술/홈술 트렌드에 맞는 저도주 판매가 증가할 것으로 전망된다.

## 1.2. 전통주 시장의 반등

### 1.2.1. 전통주의 종류

전통주의 종류는 크게 탁주, 청주, 약주, 과실주로 나뉜다. 탁주는 쌀과 누룩으로 발효시킨 빛깔이 탁한 전통주를 통칭하며, 막걸리와 동동주가 탁주에 속한다.

청주는 탁주 생산 이후 술지게미를 걸러낸 맑은 술로 주세법상 누룩이 1% 미만으로 포함된 주종이다. 백화수복, 청하 등이 청주에 속한다.

약주는 청주와 생산방식이 거의 유사하나 약재를 첨가한 것이 특징이고, 주세법상 누룩이 1% 이상 함유된 주류를 일컫는다. 예담, 백세주, 산사춘 등이 약주에 속한다.

과실주는 과일이나 과즙을 이용해 발효한 술로, 와인 종류가 모두 과실주에 속한다.

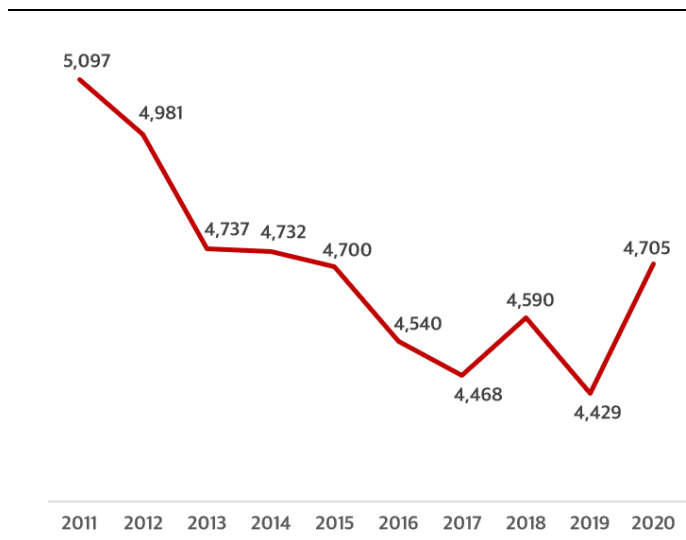
### 1.2.2. 전통주 시장의 성장 - 외식 경기 침체의 반사이익

전통주 제조 기업,  
팬데믹의 수혜를 입다

주류 산업의 전반적인 침체와 팬데믹을 거치며 변화된 음주 문화로 타격을 입은 대형 소주/맥주 제조 기업들과 달리 전통주 제조 기업들은 수혜를 입게 되었다. 가정용 채널의 성장과 소비자 음주 습관의 변화로 전통주의 소비가 늘어나고 있기 때문이다. 특히 전통주 중 높은 비중을 차지하는 탁주의 반등세에 주목할 필요가 있다.

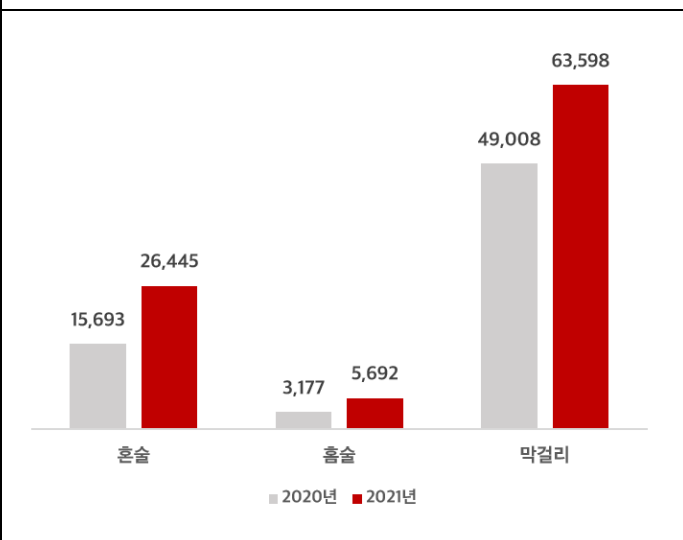
그림 1-3. 탁주 연도별 출고금액

(단위: 억 원)



출처: 국제통계연보, SMIC 1팀

그림 1-4. '20 ~ '21 혼술/홍술/막걸리 키워드 언급량 (단위: 건)



출처: 농림축산식품부, SMIC 1팀

최근 탁주 출고금액  
반등세 확인

[그림 1-3]을 보면, 탁주의 연간 출고액은 2011년 5,097억을 기록했다. 이후 지속적인 하락세가 이어졌고 2020년이 되어서야 전년 대비 6% 상승하며 반등했다. 탁주의 수출액 추이에서도 **확연한 반등세가 나타난다**. 탁주 수출액은 2011년 5,200만 달러의 고점을 기록한 후 2020년 1,200만 달러까지 하락하다가 2021년에 1,500만 달러의 수출액을 기록하며 전년 대비 26% 가량 상승했다.

전통주의 성장,  
소비자의 니즈 변화

탁주 뿐만 아니라 전통주에 속하는 기타 다양한 주종의 성장도 꾸준히 이어지고 있다. **혼술/혼술 문화 확산, 저도주 시장 성장, 다양한 주종에 대한 요구는 일시적 현상이 아니라 뉴노멀로 자리잡고 있는 것이다.** 간단한 근거로 농림축산식품부의 설문조사를 들 수 있는데, [그림 1-4]를 보면 2020년에서 2021년으로 넘어가면서 SNS상 혼술, 홈술, 막걸리 키워드의 언급량이 급증한 모습이 관찰된다.

이에 더해 최선호주종을 묻는 설문조사에서도 답변 중 **희석식 소주가 차지하는 비중이 크게 감소하고 맥주와 전통주, 기타주류가 그 공백을 채우는 결과가 나타났다.** 소비자의 니즈 변화가 시장의 성장으로 가시화되기 시작하는 것이다.

### 1.3. 탁주 시장의 밸류체인

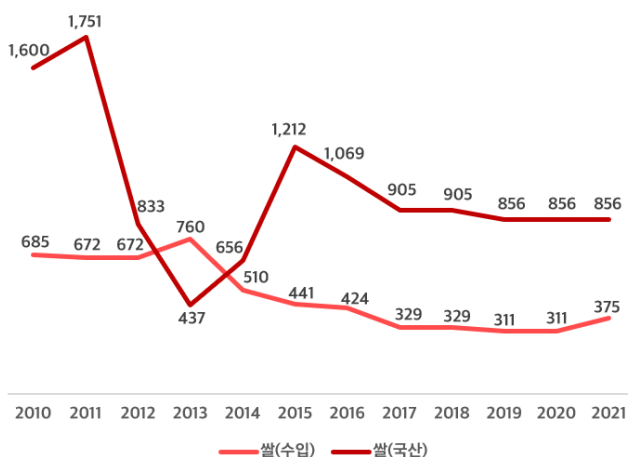
탁주 시장의 밸류체인은 소주/맥주 시장의 밸류체인과 사뭇 다른 모습을 보인다.

쌀은 탁주의 핵심 재료인 누룩과 고두밥의 생산에 쓰이며 원재료 매입액의 약 25%를 차지한다. 전분질에 곰팡이균을 번식시켜 얻는 누룩은 효모와 함께 저온장기 방식으로 발효되어 알코올 성분을 포함하는 밀술이 되는데, 많은 탁주 제조기업들이 자체 제작한 누룩을 사용한다. 따라서 누룩의 재료가 되는 쌀 또는 밀의 가격이 탁주 제조기업의 원가를 결정하는 중요한 요소가 된다.

누룩의 재료용도 이외에도 쌀은 탁주의 생산과정에 필수적이다. 쌀은 도정기와 증자기를 거쳐 핵심 원재료인 고두밥이 된다. 고두밥은 밀술이 배양되는 담금조에 투입되고 발효 과정을 거쳐 탁주 원액이 된다. 개별 제품의 특성과 컨셉에 따라 국내산 혹은 수입산 쌀이 쓰이며, 쌀 가격 변동이 제조 원가에 영향을 미치는 또 하나의 경로가 된다.

그림 1-5. 국내산/수입산 쌀 매입액 추이

(단위: 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 1-6. 쌀(Rough Rice) 선물 가격 추이

(단위: USD/cwt)



출처: CBOT, SMIC 1팀

[그림 1-5]에서 동사의 원재료 매입액 추이를 살펴보면, 국내산 쌀 가격은 2015년까지 폭등과 폭락을 반복했으나 2016년 이후로 하향안정화 되어가는 추세이다. 탁주 제조에 쓰이는

가공용 나라미의 2022년 공시 가격이 2021년 대비 소폭 하락한 것으로 미루어 보아 향후 가까운 시일 내에 국내산 쌀값이 유의미하게 상승할 이유는 없다고 판단된다.

다만 수입산 쌀 가격은 2009년 이후 지속적으로 하락하다가 2021년에 급반등했고, 2022년에도 높은 변동성을 보일 것으로 예상된다. 그림 1-6에서 확인할 수 있듯이, CBOT의 쌀 (Rough Rice) 선물 가격은 2022년 4월 8일 기준 15.8 USD/cwt로 13 USD/cwt 수준에 머물렀던 2021년보다 약 20% 상승했다. 전세계 밀의 25%, 옥수수의 16% 수출을 도맡던 러시아와 우크라이나의 전쟁으로 밀과 옥수수를 포함한 사료용 곡물의 가격이 일제히 상승하면서 밀과 옥수수의 대체재인 쌀의 가격도 동반 상승했기 때문이다.

원재료 매입액의 60%를 차지하는 병, 박스와 같은 주류 포장재의 가격도 상승할 가능성이 높다. 주류 포장용 병은 유리나 플라스틱을 소재로 만들어진다. 유리의 주요 원재료 중 하나인 규사의 가격은 2021년 대비 50% 이상 올랐고, 2022년 말까지 현재의 가격 수준이 유지될 것으로 전망된다.

고유가의 영향으로 나프타 가격이 상승하여 플라스틱 제조 원가 역시 상승압박이 존재하는 상황이다. 원자재 가격 상승이 포장재 기업의 제품 가격 인상으로 이어진다면, 탁주 제조기업의 원가 부담이 늘어날 가능성이 높다.

가격 결정력에 따라  
원재료 비용 부담 상이

그러나 원재료 가격 상승의 영향은 개별 기업의 가격 결정력에 따라 상이할 것으로 판단된다. 원재료 가격의 상승을 판가 인상을 통해 상쇄할 수 있는 기업은 매출의 증가 및 P-C 스프레드 유지를 통해 수익성을 제고할 수 있고, 그렇지 못한 기업은 수익성의 악화를 맞이할 수밖에 없기 때문이다. 개별 기업의 가격 결정력이 향후 실적 성장에 중요한 영향을 미칠 것이라 전망되는 이유이다.

## 2. 기업 분석

### 2.1. 기업 개요

동사는 1983년 2월 5일 주류 제조 및 판매업을 영위하기 위하여 (주)배한산업으로 설립되었다. 1992년 12월 31일에 (주)국순당으로 상호를 변경하여 2000년 8월 24일 코스닥 상장하였다.

### 2.2. 매출 및 재무구조

2021년 기준 동사 매출에서 제품별 비중은 막걸리 39.06%, 백세주 19.23%, 기타주류 9.39% 등이다. 2000년대 초반에는 백세주가 매출의 90% 이상을 차지했으나 2009년 막걸리 붐 이후로는 막걸리 제품 비중이 가장 크다. 서울장수, 지평주조와 함께 '막걸리 3사'로 꼽힌다.

그림 2-1. 동사 주요 제품군 및 매출 비중 (단위: 백만 원)

종류	매출	매출 비중
강장백세주	35	0.05%
백세주	12,541	19.23%
막걸리	25,476	39.06%
예담	2,809	4.31%
기타주류	6,126	9.39%
와인	10,768	16.51%
기타	7,466	11.45%
합계	65,221	100.00%

(\*) 순매출 기준

그림 2-2. 동사 주요 막걸리 제품

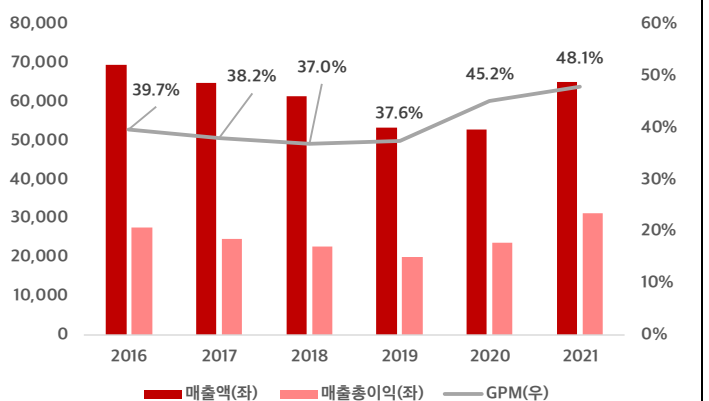


출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

출처: 동사 홈페이지, SMIC 1팀

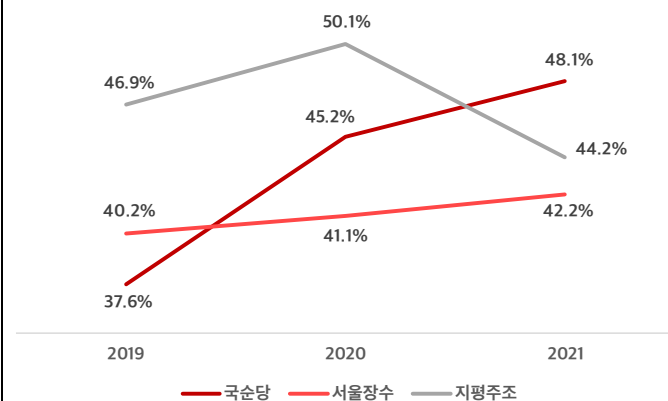
주력 제품인 막걸리와 백세주의 수요가 감소하며 동사 역시 매출이 꾸준히 감소해 왔지만 2021년부터 회복세가 나타나기 시작했다. 주류 산업 특성상 원래도 매출총이익률이 높은 편이지만 2020년부터 제품 판가 인상 효과가 반영되며 매출총이익률이 눈에 띄게 개선되었다.

그림 2-3. '16~'21 매출 및 매출총이익 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

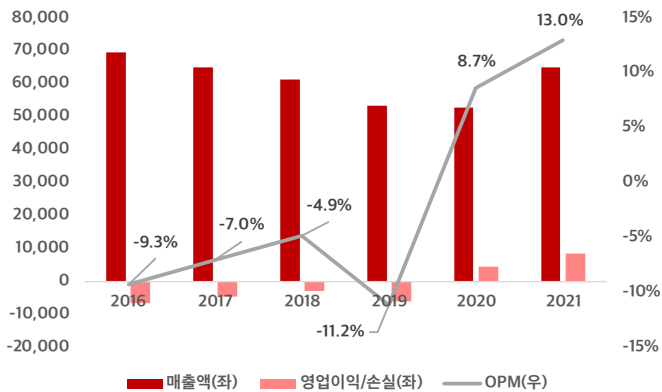
그림 2-4. 막걸리 3사 GPM 비교



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 1팀

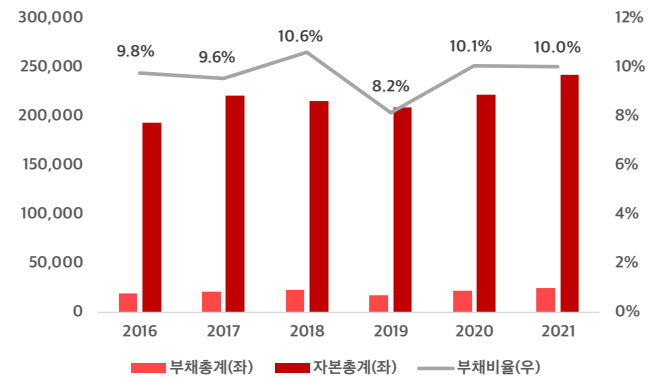
동사는 또한 2015년부터 2019년까지 5년간 영업적자를 기록했다. 하지만 2020년부터 다시 영업흑자로 전환, 본업의 회복세가 명확하다. 2021년에는 영업이익률이 13%에 육박하며 좋은 성적을 내고 있다.

그림 2-5. '16~'21 매출 및 영업이익 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 2-6. 부채 및 자본, 부채비율 추이 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

안정적인 재무구조,  
본업 턴어라운드 주목

동사 재무구조에서 가장 눈에 들어오는 특징은 오랜 기간 영업적자에도 불구하고 무차입 경영을 유지하고 있다는 점이다. 동사 부채비율은 2016년부터 2021년까지 평균 약 9.5% 근처에서 머무르고 있다. 이처럼 안정적인 재무구조를 바탕으로 한 본업의 턴어라운드가 더욱 주목 받고 있다.

### 2.3. 비영업자산

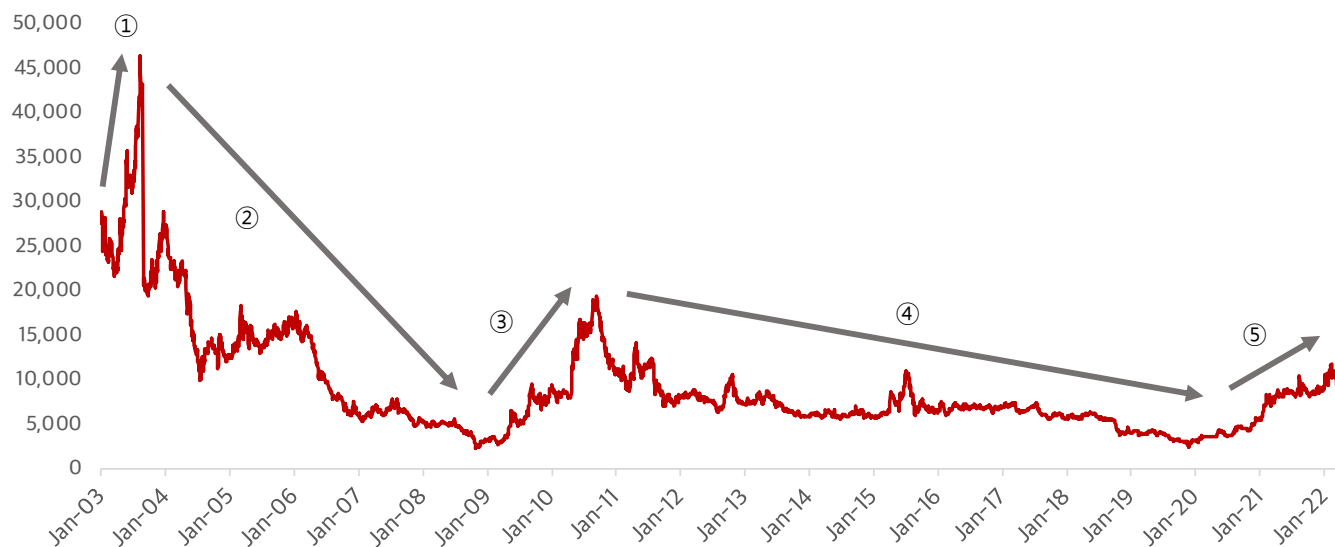
동사는 비영업자산가치와 관련해서도 주목받을 필요가 있다. 동사는 현재 투자자산 가치가 시가총액과 맞먹는 수준이다. 21년 말 기준으로 동사가 보유한 비영업자산은 현금성자산(373억원), 금융자산(954억원), 투자부동산(192억원) 등이다. 주요 연결 대상 종속기업으로는 지앤텍벤처투자(VC), 관계기업으로는 팜에이트(스마트팜)가 있다.

특히 팜에이트는 스마트팜 기업의 리더 중 하나로 주목받고 있다. 서브웨이와 버거킹 양사는 메뉴에 들어가는 양배추의 상당량을 팜에이트에 의존하고 있으며, 삼성 웰스토리 등 급식 업체도 팜에이트로부터 야채를 공급 받는다. 올해 중으로 상장을 준비하고 있다는 점에서 동사에게는 투자자산이 리레이팅 받을 수 있는 호재이기도 하다. 상장 시에는 유동화가 쉬워진다는 장점도 있다.

동사의 투자 성공사례는 팜에이트만이 아니다. 2011년 80억원을 지불한 셀트리온헬스케어 상환전환우선주가 상장과 함께 수백억으로 불어난 사례가 가장 유명하다. 뿐만 아니라 배틀그라운드 성공으로 게임 업계에서 주목받았던 블루홀에도 투자해 상당한 투자 이익을 남겼다. 팜에이트 역시 셀트리온과 블루홀처럼 동사에게 쓸쓸한 이익을 남겨줄 것으로 전망된다.

## 2.4. 주가 분석

그림 2-7. '03-'22 동사 주가 추이



출처: KRX, SMIC 1팀

**(1) ~ 2003.12.**

전통주에 대한 인식 변화와 저도주 선호 추세를 타고 백세주가 크게 히트를 쳤다. 백세주가 매출의 대부분을 견인하며 괄목할 만한 외형 및 수익 성장세를 보였다.

**(2) 2004.01. ~ 2009.03.**

소주 도수가 하락하고 맥주의 종류가 다양해지면서 저도수 주류로서 백세주의 매력력이 크게 감소했다. 이에 따라 백세주 매출이 하락하며 주가 역시 하락했다.

**(3) 2009.04. ~ 2010.09.**

'건강한 술'이 인기를 끌며 막걸리 시장이 급격하게 성장했다. 동사는 국내 최초로 발효제어 기술을 도입하여 막걸리 시장에서 점유율을 확대하였다. 한류 열풍에 따른 일본 수출 호조가 가세하며 주가가 상승했다.

**(4) 2010.10. ~ 2020.03.**

주력 제품인 막걸리, 백세주 매출 급감으로 인해 주가 하락이 계속되었다. 2015년을 기점으로 5년 연속 영업 손실이 발생하여 2020년 2월에는 관리 종목으로 지정되기도 했다.

**(5) 2020.04. ~**

본업인 주류 부문 매출 회복세와 함께 주가도 상승하고 있다. 21년 4월부로 관리 종목에서 해제되었으며, 5월에는 중견기업부에서 우량기업부로 소속이 변경되었다.

### 3. 투자포인트 1: 먹구름 낀 수출 시장, 나 홀로 성장 중!

최근 5년 동안 한국 발효주 수출액 규모는 지속적으로 줄어들었다. 절대적인 비중을 차지하던 일본에서의 역성장이 특히 치명적이었다. 반면 동사는 꾸준히 수출 성장을 보여왔으며, 최근 일본 향 수출이 빠르게 성장하고 있다. 이는 곧 제품 펀더멘탈에 대한 강력한 증거다.

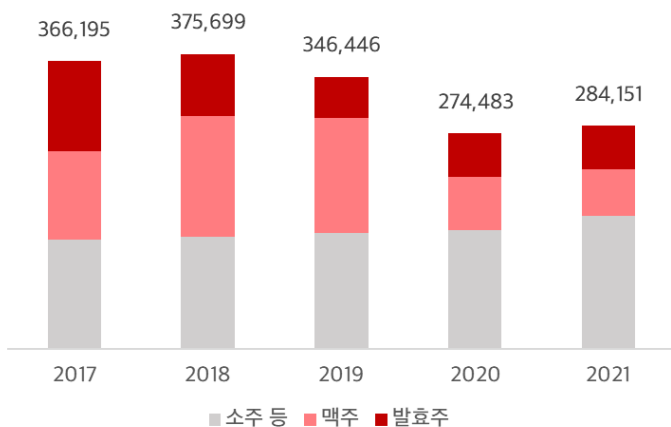
또한 지난 2022년 2월 RCEP가 발효되었다. 대일본 주류 수출의 주요 장애물 중 하나였던 '주류 관세'의 단계적 철폐에 따른 수혜가 기대된다.

#### 3.1. 한국 주류 수출 동향

한국 발효주 수출 규모,  
지속적인 하락세

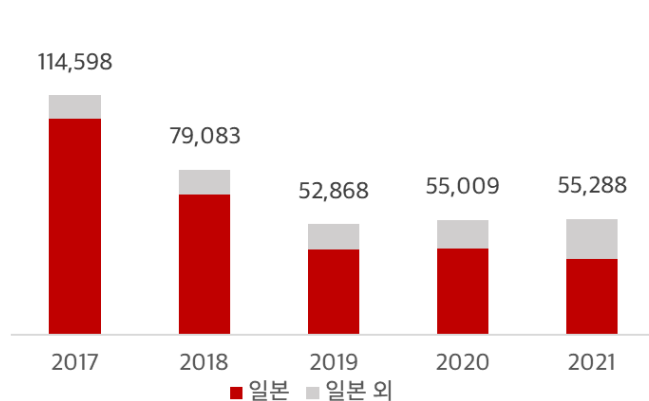
한국의 발효주 수출은 2017년 들어 감소세가 명확하다. '한류' 열풍을 타고 잠시 인기를 누렸던 제품들이 현지화에 실패하면서 나타난 결과다. 특히 관세 문제가 현지 가격을 상대적으로 비싸게 만들기 때문에 성공적인 수출이 더욱 어렵다. 와인(포도주)·청주·약주는 과세 가격의 70%, 위스키·럼·보드카·브랜디는 과세 가격의 160%, 맥주·소주·고량주는 과세 가격의 180%가 세금으로 부과된다. 따라서 제품 펀더멘탈이 뒷받침되지 않으면 현지 시장에서 탈락하는 것이 당연한 수순이다.

그림 3-1. '17~'21 한국 주류 수출액 추이 (단위: 천 달러)



출처: TRASS 수출입통계, SMIC 1팀

그림 3-2. '17~'21 한국 발효주 수출액 추이 (단위: 천 달러)



출처: TRASS 수출입통계, SMIC 1팀

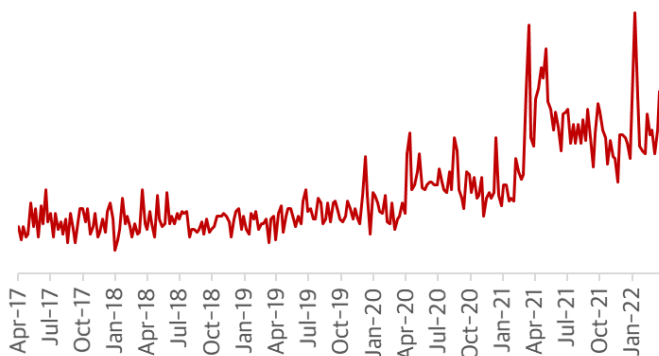
일본 향 수출  
→ 하향 안정화

그렇다면 동사의 주력 제품에 해당하는 발효주를 더 살펴보자. 한국 발효주는 대부분 일본으로 수출된다. 그러나 일본 향 발효주 수출이 13년도, 17년도에 크게 꺾이면서 대부분의 발효주 업체들이 수출 실적에 큰 타격을 입었다. 일본 향 발효주 매출액은 최근 하향 안정화된 수준에서 머무르고 있다.

일본 외 지역 수출  
→ 꾸준한 성장 지속

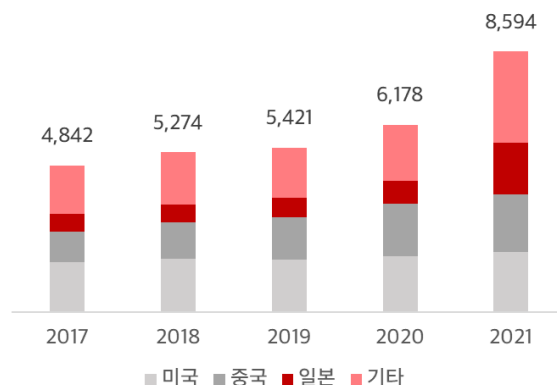
하지만 일본 외 지역에서의 발효주 수출은 꾸준히 성장하고 있다. 막걸리에 대한 관심이 전 세계적으로 점점 높아지고 있기 때문이다. 이러한 추세는 구글 'Makgeolli' 검색량에서도 확인되는 부분이다.

그림 3-3. '17~'21 'Makgeolli' 웹 검색량 추이



출처: Google Trends, SMIC 1팀

그림 3-4. '17~'21 동사 수출 추이 (단위: 천 달러)



출처: TRASS 수출입통계, SMIC 1팀

### 3.2. 한국 발효주가 역성장? 동사는 성장했다!

한국은 역성장  
동사는 성장

앞서 언급했듯 한국 발효주 수출액은 역성장을 거듭해 왔고 가장 큰 원인은 일본 향 수출의 감소다. 반면, [그림 3-4]에서 확인할 수 있듯이 동사는 일본은 물론 일본 외 지역에서도 수출 성장을 지속하고 있다.

#### 3.2.1. 기타 주류가 이끄는 동사의 일본 향 수출 호조

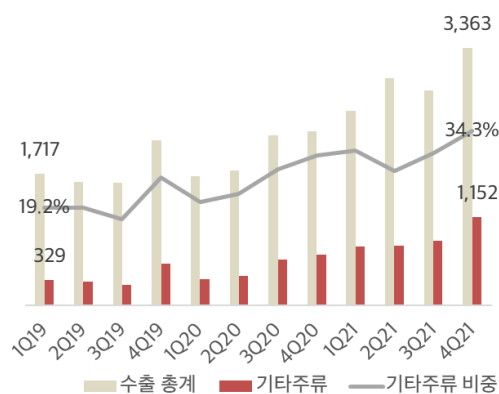
동사가 최근 일본에서 이와 같은 수출 성장세를 보였던 이유는 무엇일까? 그 해답은 바로 '기타 주류'에 있다. '기타 주류'는 동사 제품군 중 2020년 및 2021년 수출액 증가세가 가장 두드러지는 품목이다. 바나나 막걸리, 1000억 프리바이옴 막걸리 등 일반적인 쌀 및 생막걸리 외에 특정 성분이나 맛을 첨가한 제품을 포괄하여 일컫는다.

그림 3-5. 1000억 프리바이옴 막걸리



출처: 동사 홈페이지, SMIC 1팀

그림 3-6. 동사 수출 및 기타주류, 비중 추이 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

2020년에 처음 수출되기 시작한 '1000억 프리바이옴 막걸리'의 성장세가 특히 심상치 않다. 출시 2년 만에 수출액 100만 달러를 돌파했는데, 이는 막걸리 붐이 일었던 2009년 '국순당 생막걸리' 이후 최고의 수출 실적이다.

시장 트렌드에 부합하는  
제품 출시

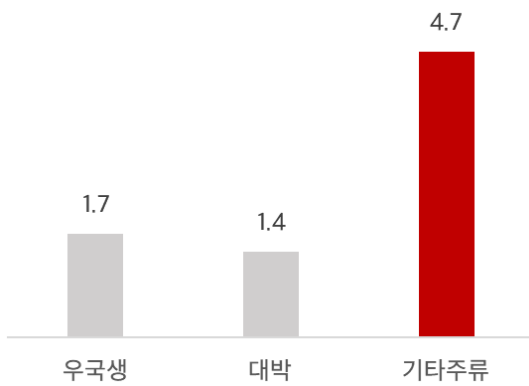
특히 일본에서 2021년 168만 달러의 매출을 달성하며 전년 대비 128.4% 성장하는 기업을 토했는데, 1000억 프리바이오탁막걸리가 이와 같은 흥행을 견인했다. 동 제품은 유산균을 함유하고 있다는 점을 적극적으로 어필하며 코로나19 이후 크게 성장한 일본 유산균 제품 시장을 공략하고 있다.

기타주류가 주도하는  
일본 향 수출

기타주류는 일반적인 약주나 탁주에 비해 높은 평균 단가를 자랑한다. '1000억 프리바이오탁막걸리'와 '국순당 쌀 바밤바밤' 등 기타주류는 약 4.7원/ml로 일반 탁주 단가의 3배 수준이다. 평균 단가가 비싼 제품이지만 제품 퀄리티를 바탕으로 일본 향 수출을 주도하고 있다. 이는 일본에서 기타 주류가 이끄는 수출 성장이 본격적으로 가시화된 2021년에 중량 대비 수출액 규모가 크게 늘어난 데서도 드러난다.

그림 3-7. 기타주류의 높은 평균 단가

(단위: 원/mL)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 3-8. 일본 향 수출액/중량 추이

(단위: 달러/kg)



출처: TRASS, 동사 사업보고서, SMIC 1팀

다시 말해, 동사의 최근 수출 성장세는 일시적인 현상이 아니다. 기업 자체와는 무관한 '한류' 열풍이 수출 호조를 견인했던 2010년대 초반과는 다르게, 최근에는 현지 시장 트렌드를 정확히 겨냥한 '제품'이 중심이 되고 있기 때문이다. 게다가 한국 발효주 수출이 역성장하는 와중에도 성장세를 나타냈다는 점에서 동사 제품이 갖는 가치가 더욱 부각된다.

### 3.2.2. RCEP 체결이 의미하는 것

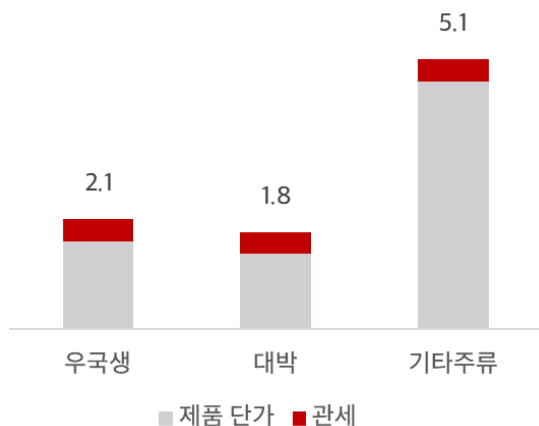
지난 2020년 11월, 역내포괄적경제동반자협정(이하 RCEP)이 체결되었고 2022년 2월 1일부터 발효되었다. 일본은 RCEP 참여국 가운데 유일하게 한국과 FTA를 체결하지 않은 국가로, 이번 RCEP 발효가 가장 큰 의미를 가지는 국가다.

RCEP 발효, 주류 관세  
단계적 폐지

산업통상자원부 발표에 따르면, 기존 일본이 한국 막걸리에 부과하던 관세는 42.4 엔/L이었는데, 이번 RCEP가 발효되면서 기존 관세가 10년에 걸쳐 점진적으로 폐지된다. 즉, 동사 제품에 대한 관세가 매년 4.24 엔/L씩 줄어들게 된다.

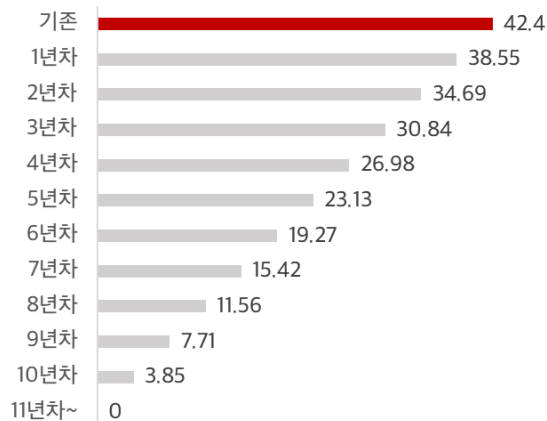
이러한 종량세 성격의 관세가 단계적으로 철폐됨에 따라, 우국생, 대박 등 평균단가가 저렴한 주류들의 수출 역시 기대된다.

그림 3-9. 제품 별 평균단가 및 관세 (단위: 원/mL)



출처: 동사 사업보고서, 산업통상자원부, SMIC 1팀

그림 3-10. RCEP 발효에 따른 단계적 관세 철폐 (단위: 엔/L)



출처: 산업통상자원부, SMIC 1팀

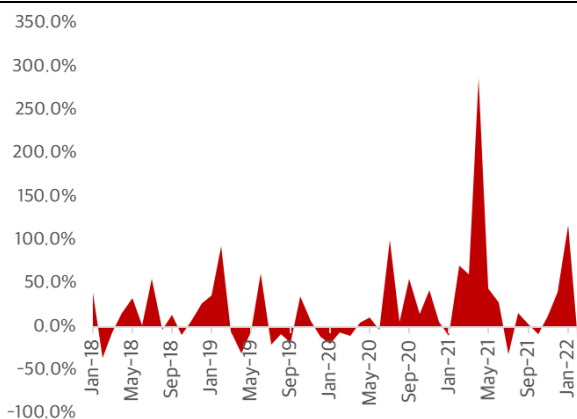
기타주류의 경우 평균단가 대비 관세 비중이 9.0%에 불과하나, 우국생의 경우 25.6%, 대박의 경우 무려 30.0%에 달한다. 즉, 그동안 관세는 평균단가가 낮은 제품들의 일본 향 수출을 어렵게 만드는 모래주머니였던 것이다.

### 3.2.3. 일본 외 국가들 수출 동향

주요 수출국 매출,  
안정적인 성장세

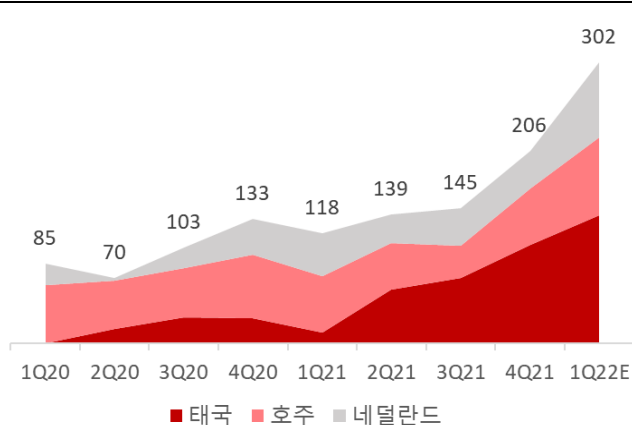
주요 수출국(일본, 미국, 중국) 매출은 안정적으로 성장하고 있다. 달러를 달성하며 YoY % 성장했다. 그 외에도 태국, 호주, 네덜란드의 최근 성장세가 두드러진다. 2021년 178만 달러로 전년 대비 91% 성장했다. 특히 인도네시아, 태국, 대만에서 매출이 빠르게 성장하고 있다.

그림 3-11. 주요 수출국 월별 수출액 YoY



출처: TRASS, SMIC 1팀

그림 3-12. 태국, 호주, 네덜란드향 수출 추이 (단위: 천 달러)



출처: TRASS, SMIC 1팀

호주 유통업체  
- 엔데버드링크

또한 동사는 유통 채널의 중요성을 인지하고 호주에서 현지 유통업체를 확보한 상태다. 동사 제품들은 4월부터 호주 전역에 1,610곳의 매장을 보유한 호주 최대 주류 유통망인 엔데버드링크에 입점하게 된다. 새롭게 수출되는 제품들이 현지 소매점에 배포되며 소비자 접근성이 높아질 전망이다.

## 4. 투자포인트 2: 안정적인 내수

동사는 2022년부터 주요 제품군의 판가 인상, 내수 시장 수요 반등의 수혜를 동시에 누릴 전망이다. 수출에서의 성장뿐만 아니라 내수에서도 안정적인 매출이 기대된다.

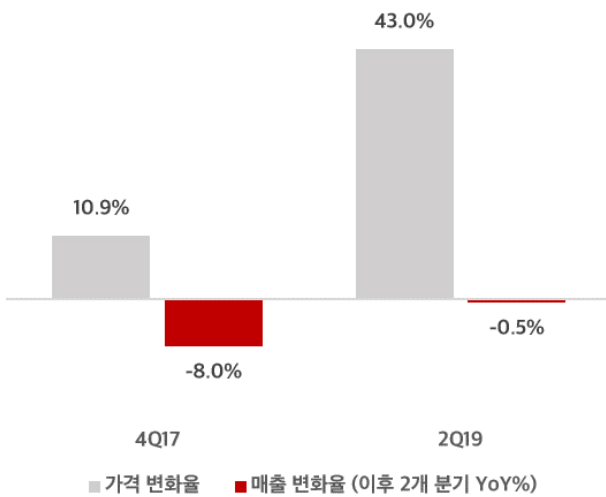
### 4.1. P: 증명된 가격 결정력

#### 주요 제품 판가 인상

동사는 2021년 3분기에 우국생, 대박 막걸리의 판가를 인상했다. 우국생의 공급가는 병당 1,056원에서 1,243원으로 약 18%, 대박 막걸리의 경우 병당 781원에서 990원으로 약 27% 상승했다. 이번 판가 인상은 동사의 매출 성장에 기여할 것으로 전망된다.

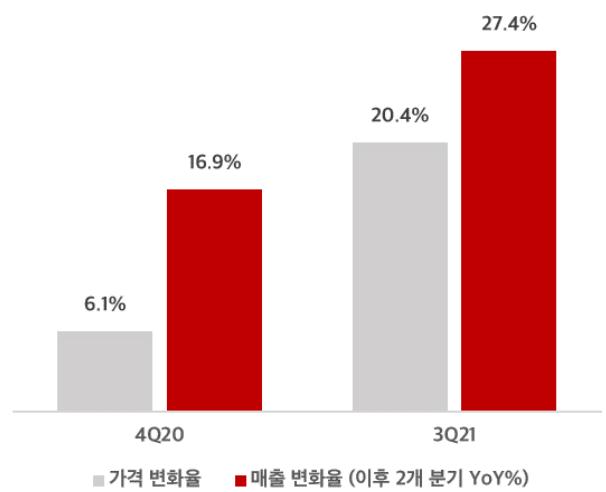
판가 인상이 항상 실적 향상으로 이어지는 것은 아니다. 특히 식품, 음료와 같은 소비재의 경우, 선부른 가격 인상으로 인해 소비자의 거센 저항과 맞닥뜨릴 수도 있다. 판가 인상 이후 판매량의 급격한 감소가 이어지면 오히려 매출이 감소할 수도 있는 것이다.

그림 4-1. '17-'19 가격 인상에 따른 매출 변화 양상



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 4-2. '20-'21 가격 인상에 따른 매출 변화 양상



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

동사는 1~2년에 한 번씩 원재료비 상승을 이유로 주요 제품들의 판가를 인상해 왔다. 판가 인상이 매출에 미치는 영향, 즉 수요의 가격탄력성은 시간이 흐름에 따라 변화하는 모습을 보였다.

#### 2017년도 판가 인상 후 실적 악화

2017년 4분기, 동사는 주요 제품인 우국생의 판가를 15.5% 인상했다. 해당 제품이 막걸리 제품군 매출에서 차지하는 비중을 고려한 가격의 평균 변화율은 약 10.9%인데, 오히려 매출은 YoY -8.0%로 역성장했다.

#### 2019년도 역시 판가 인상 후 실적 악화

마찬가지로 2019년 2분기, 동사는 백세주 판가를 43.0% 인상했고 매출은 YoY -0.5%로 역성장했다. 즉, 판가 인상 후 판매량이 줄어들어 실적이 악화된 것이다

이제는 다르다!

반면 2020년 이후부터는 판가 인상에도 판매량은 견조했다. 2020년 4분기에 동사는 대박 막걸리의 출고가를 약 20% 인상했다. 해당 제품이 막걸리 제품군에서 차지하는 비중을 고려한 가격의 평균 변화율은 6.1% 인상한 것이다. 과거와 달리, 동사 막걸리 제품군의 매출이 16.9% 상승했다. 2021년 3분기에 있었던 판가 인상 역시 마찬가지였다. 20.4%의 평균 판가 인상율 대비 매출은 27.4% 상승했다.

2020년을 기점으로 가격 인상은 매출을 상승시키는 긍정적인 요인으로 작용하고 있다. 소비자들은 가격 인상에도 불구하고 동사의 제품을 소비하고 있으며, 이에 더해 추가적인 판매량 성장까지 이어졌다. 제품의 매력도와 충성 고객층을 기반으로 한 동사의 가격결정력은 원재료 상승에 따른 수익성 훼손에 대응할 강력한 무기가 될 것이다.

#### 4.2. 안정적인 Q

백세주 매출 회복  
+ 탁주 시장 성장 수혜

동사의 주력 제품으로는 백세주와 막걸리가 있다. 백세주와 막걸리는 각각 동사 매출의 19.28%, 48.45%(2021년 기준)로 전체 매출의 약 70%를 차지한다. 이 두 제품은 안정적인 내수 판매량으로 동사의 하방을 견고하게 지킨다. 리오프닝을 앞둔 백세주 매출의 회복과 더불어 국내 탁주 시장 성장의 수혜 역시 기대된다.

##### 4.2.1. 백세주 매출의 안정화

원래 동사를 대표하는 술은 백세주로, 2003년에는 매출의 94.4%를 차지했다. 당시 백세주는 13도 정도의 낮은 도수로 20-22도의 소주 대신 찾는 사람들이 많았다. 그러나 소주 도수가 17도로 낮아지고 맥주의 종류가 다양해지며, 백세주가 갖던 저도수 주종으로서의 매력이 크게 감소했다. 설상가상으로 ‘가짜 백수오 사건’이 터지며 백세주 매출은 몇 년간 높은 변동성을 보여 왔다. 이는 결국 동사 매출의 불확실성을 높이는 요소 중 하나로 작용했다.

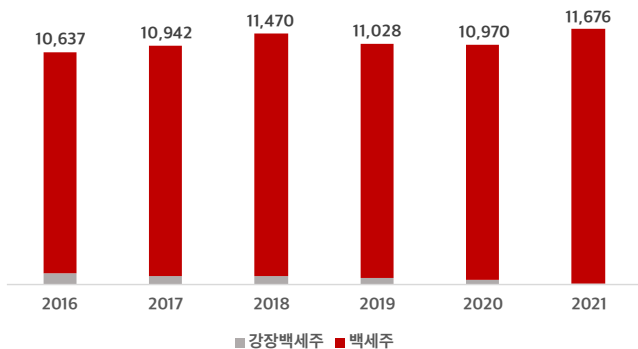
백세주 매출  
하향 안정화

그러나 최근 6년 간의 추이에서는 매출이 확고하게 하향 안정화된 모습이 나타난다. 매년 100억원 가량의 견조한 매출을 내고 있는데, 이는 흔들리지 않는 마니아층을 확보한 것으로 해석할 수 있다.

그림 4-3. 백세주 내수 매출 안정화

(단위: 백만 원)

그림 4-4. 백세주를 이용한 ‘조선 하이볼’



출처: 국세청 주류/지역별 주세 신고 현황, SMIC팀

출처: 동사 페이스북, SMIC팀

외식 사업 회복  
= 백세주 매출 회복

또한 동사 IR에 따르면 백세주는 가정보다 외식 매출 비중이 더 크다. 즉, 2020년에서 2021년 2년간 코로나 이전과 유사한 수준의 매출을 유지한 것은 사실상의 수요 증가라는 의미다. 리오프닝과 함께 외식 사업이 회복한다면 백세주 매출 역시 소폭 성장할 것을 충분히 기대해 볼 수 있다.

#### 4.2.2. 막걸리 매출의 반등

국내 탁주 시장 규모는 2019년을 저점으로 하여 크게 반등했다. 2019년에는 전체 주류 시장에서 7.31%에 불과한 점유율을 차지하였으나, 2020년 11.35%까지 회복했다.

코로나 19, 홈술  
트렌드의 트리거

국내 탁주 시장이 반등한 가장 큰 원인은 코로나19로 꼽힌다. 2000년대 초반 이후로 꾸준히 이어져 온 저도수/프리미엄 주류 메가트렌드에 팬데믹으로 인한 '홈술' (Home+술)이 트리거가 되며 일종의 분기점을 맞이한 것이다.

젊은 세대에 어필하는  
막걸리 업계

또한 막걸리 업계는 '중장년층의 술'이라는 이미지를 탈피하기 위해 콜라보레이션 제품을 출시하고 이색적인 라벨을 사용하는 등 MZ세대에게 적극적으로 어필하고 있다. 동사 역시 해태 아이스크림 '바밤바'와 콜라보한 '국순당 쌀 바밤바밤'을 출시하며 출시 100일만에 200만 병 판매를 달성했다.

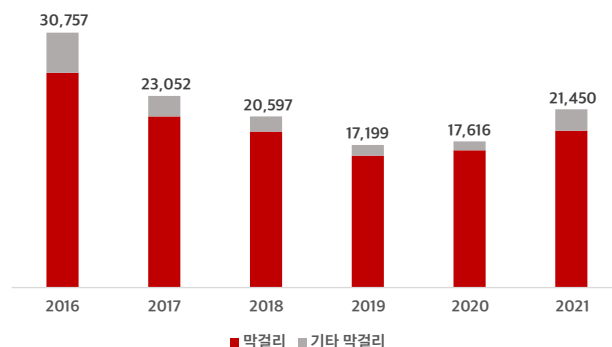
그림 4-5. 국순당 쌀 바밤바밤



출처: 국순당 인스타그램, SMIC 1팀

그림 4-6. 막걸리 내수 매출 반등

(단위: 백만 원)

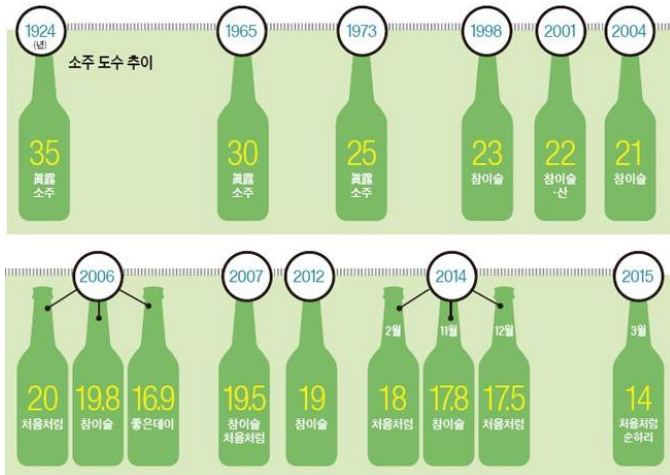


출처: 기업정보 전자공시시스템, SMIC 1팀

동사 역시 막걸리 내수 매출이 2019년 172억원에서 2021년 214억원까지 올랐다. 물론 막걸리는 어느 정도 팬데믹의 수혜를 본 주종이다 보니 리오프닝과 함께 반등한 수요가 다시금 하락할 가능성 역시 완전히 배제할 수는 없다.

하지만 코로나19로 인해 앞당겨졌을 뿐, 저도수 주류에 대한 선호는 2000년대 이후로 흔들림 없이 지속되어 온 큰 흐름이다. 각 주류 브랜드의 간판 소주 도수가 단 한 번도 오른 적이 없다는 사실이 가장 간단명료한 증거다. 게다가 10년 주기로 돌아오는 전통주 트렌드, 코로나 3년 간 동사가 구축해 온 브랜드 이미지를 고려할 때 성장세가 지속될 가능성이 높다.

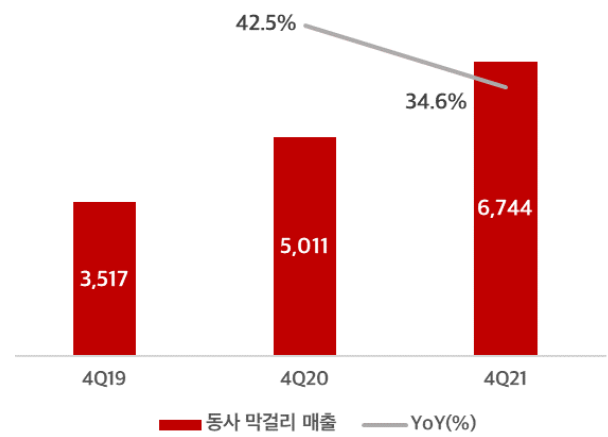
그림 4-7. 소주 알코올 도수 변천사



출처: 중앙일보, SMIC 1팀

그림 4-8. 4Q 막걸리 매출 비교

(단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

2021년 4분기 매출과 2020년 4분기 매출의 비교를 통해 동사 막걸리 매출은 팬데믹과 무관하게 성장하고 있음을 확인할 수 있다.

위드 코로나에도 지속된 매출 성장

2020년 4분기 매출이 전년 동기 대비 42.48% 성장한 것은 코로나로 인한 단기적인 효과로 볼 수도 있다. 하지만 2021년 11월 1일에는 공식적으로 '위드 코로나' 선언이 있었고, 이후 11월, 12월 두 달 간 외부 술자리가 증가했었다. 그럼에도 불구하고 21년 4분기 매출은 전년 동기 대비 34.58% 증가하는 쾌거를 이루었다. 홈술 트렌드가 하나의 문화로 정착했거나, 동사의 막걸리 매출이 팬데믹 수혜 이상 성장하고 있음이 드러난 것이다.

리오프닝에도 역성장은 없다

이는 리오프닝으로 인한 매출 역성장은 없을 것임을 알 수 있는 대목이다. 여러 변수를 고려하더라도 2021년과 보합 수준의 수요는 무리 없이 달성할 것이다.

## 5. 매출 성장과 함께 가시화되는 체질 개선의 효과

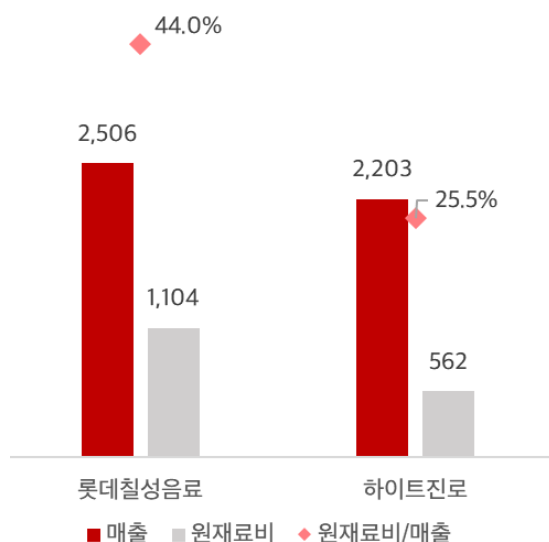
### 5.1. 음료/주류 산업의 특성 - 낮은 원재료비 비중

음료 및 주류 산업의 특성 상 매출 대비 원재료비 비중이 낮은 편이다. 대표적인 국내 최대 음료/주류 기업인 롯데칠성과 하이트진로의 경우, 매출 대비 원재료비 비중이 2021년 기준 각각 44.0%, 25.5%를 기록했다.

최근에서야 개선된  
수익성

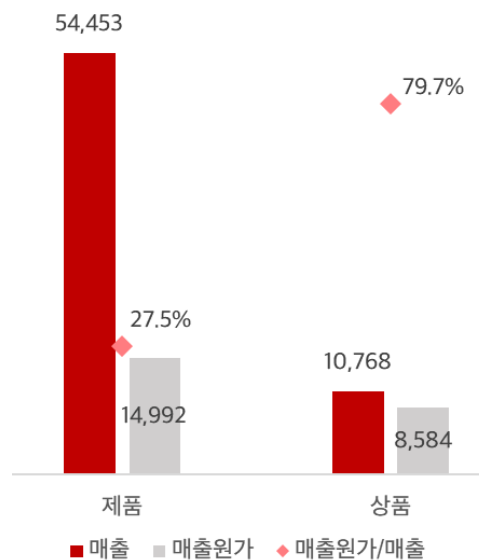
동사가 직접 제조하는 제품의 경우 2021년 기준 매출 대비 원재료비 비중이 약 27.5%다. 즉, 매출 성장에 따른 높은 수익성을 기대할 수 있는 것이다. 하지만 동사의 수익성이 이렇게 개선된 것은 비교적 최근의 일이다.

그림 5-1. 롯데칠성, 하이트진로 원재료비/매출 (단위: 십억 원)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 5-2. 동사 원재료비/매출 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

#### 5.1.1. 지속된 영업적자

'가짜 백수오 사태' 이후  
지속되었던 영업적자

동사는 2015년에 발생한 '가짜 백수오 사태'의 피해 기업 중 하나다. 당시 동사의 주력 제품이었던 백세주 역시 논란이 된 성분을 함유하고 있었기 때문에 직격탄을 맞았다. 동사에 귀책사유가 있었던 것은 아니지만 백세주 매출에 큰 타격을 입었고, 이후 2015년부터 2019년까지 5년 연속으로 영업적자를 기록하게 된다.

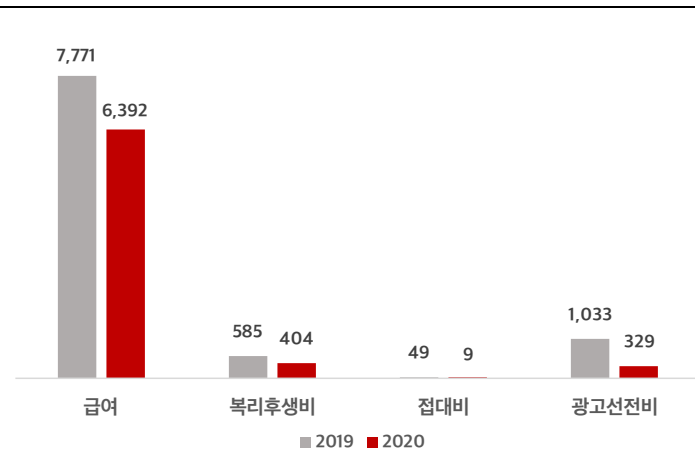
#### 5.1.2. 높아진 비용 부담에 대응하기 위한 체질 개선

비용 절감을 위한  
동사의 노력

지속된 영업적자로 높아진 비용 부담에 대응하기 위해 동사는 변동비와 고정비를 모두 절감하고자 노력해 왔다. 앞서 자세히 다루었던 판가 인상을 통해 변동비 비중을 낮추었을 뿐만 아니라, 강도 높은 비용 통제를 단행하며 고정비 역시 놀라울 만큼 낮추었다. 급여, 복리후생비, 접대비, 광고선전비 등 통제가 가능한 모든 영역에서 구조조정이 있었다.

그림 5-3. 동사 판관비 계정별 감소 추이

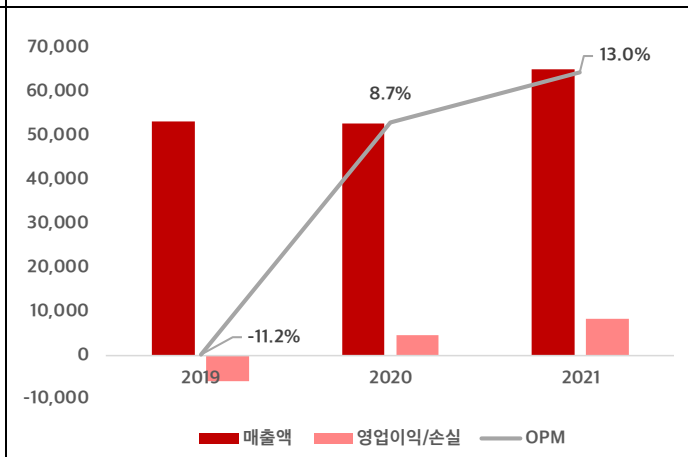
(단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 5-4. '19-'21 동사 매출 및 영업이익

(단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

## 5.2. 수출이 이끄는 전사 매출 성장과 함께 가시화되는 체질 개선의 효과

동사의 비용 구조가 괄목할 만큼 개선되었음에도 불구하고 지금까지 그 효과가 눈에 띄지 않았던 이유는 간단하다. 매출 규모 자체가 작았기 때문이다. **비용 구조 개선으로 인해 2020년 마침내 영업 손실을 면할 수는 있었던 것은 사실이다.** 하지만 동사의 비용 구조가 오직 적자를 면하는 역할로만 받아들여진다면 대단히 아쉬운 일이다.

이와 같은 비용 절감의 진가는 매출액이 성장할 때 나타난다. 동사는 변동비와 고정비가 모두 낮은 수준을 유지하고 있기 때문에, 매출이 조금만 늘어도 일반적인 회사에 비해 영업이익이 늘어나는 속도가 훨씬 더 빠르다.

비용 절감의 효과는  
바로 지금부터!

앞서 서술했듯이 동사의 본격적인 매출 성장은 2022년부터 시작된다. 특히 수출이 본격화되면서 성장의 상방이 활짝 열렸다. 다시 말해, 지금이 바로 영업이익의 폭발적인 성장을 기대해 볼 수 있는 시점이다.

## 6. 매출 추정

매출은 수출 부문과 내수 부문으로 나누어 품목별로 추정하였다. 또한 추정은 2022년 단일 년도에 한하여 진행하였는데, 2022년의 매출액은 수출입통계 및 리오프닝 효과를 반영하여 합리적인 추정이 가능하나 이후 년도의 매출은 합리적인 추정이 어렵다고 판단했기 때문이다.

### 6.1. 수출 부문

수출 부문의 매출 추정 논리는 다음과 같다.

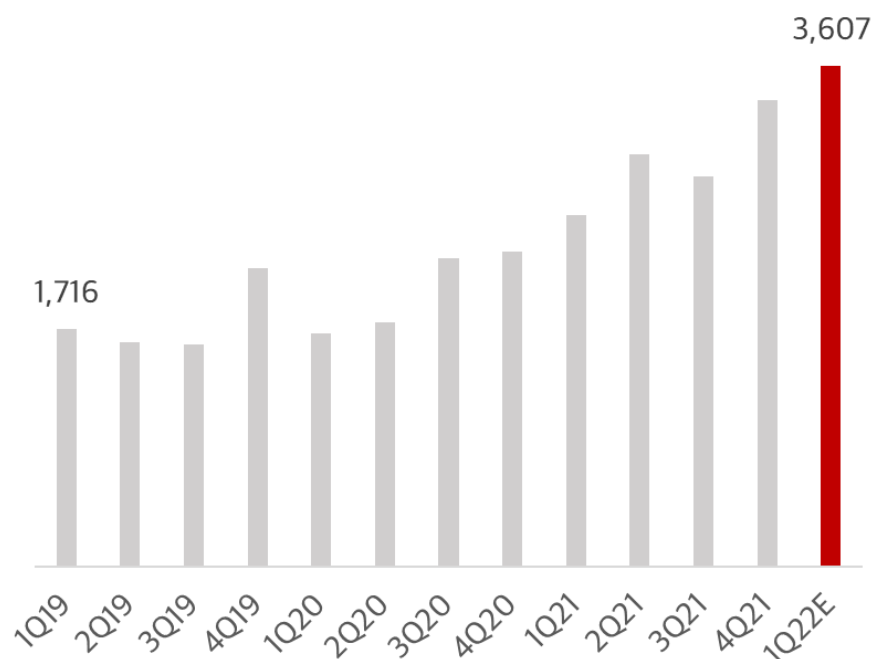
(1) TRASS의 수출입무역통계 자료를 통해 구한 수출액 추정치에 우리은행 외환센터의 월평균 환율을 적용하여 TRASS 기준 2022년 1분기 수출액 추정치를 산출하였다.

(2) TRASS 기준 1분기 수출액에 TRASS와 사업보고서상 수출액 괴리율을 반영하여 실제 실적 기준으로 2022년 1분기 수출액 추정치를 조정하였다.

(3) 과거 3개 년도의 1분기 매출 비중을 반영하여 2022년도 수출액을 추정하였다.

(4) 2021년 4분기의 품목별 매출 비중을 반영하여 2022년도 품목별 수출액을 산출하였다. 수출 부문에서는 계절성이 관측되지 않아 고려하지 않았고, 품목 중 '예담'은 차례주라는 특수성을 고려하여 3개년 average로 추정하였다.

최근 3년 분기별 수출액 및 1Q22E 수출액은 다음과 같다. (단위: 백만 원)



이와 같은 논리에 따라 추정된 수출 부문 매출은 다음과 같다.

품목별 매출 추정 - 수출					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22E	2022E
백세주	769	642	900	285	1,231
막걸리	4,371	4,831	6,607	1,905	8,203
예담	53	28	56	11	46
기타주류	1,503	1,985	3,545	1,243	6,056
와인류	-	-	-	-	-
기타	389	457	575	162	846
<b>수출 매출액</b>	<b>7,085</b>	<b>7,943</b>	<b>11,683</b>	<b>3,607</b>	<b>16,381</b>

## 6.2. 내수 부문

내수 부문의 품목별 매출 추정 논리는 다음과 같다.

- (1) **백세주**는 리오프닝을 통한 외식 산업 성장 효과를 반영하기 위해 팬데믹으로 인한 외식 감소세가 가장 뚜렷하게 나타난 2021년 1분기에서 2분기의 매출액 감소분을 연단위로 환산하여 2021년 매출액에 가산하였다.
- (2) **막걸리**는 2021년 매출액에 상술하였던 P의 인상분을 반영하여 추정하였다.
- (3) **예담**은 2019년 매출액을 flat 적용하였다. 리오프닝과 함께 차례주에 대한 수요가 팬데믹 이전 수준을 회복할 것으로 판단하였기 때문이다.
- (4) **기타주류**는 2021년 매출액을 flat 적용하였다. 상술하였듯 수요는 지속적으로 증가할 것으로 예상되나 보수적으로 추정하였다.
- (5) **와인류**는 2020년 이후의 매출액 증가율 추이를 반영하여 추정하였다. 국내 와인 수입액의 높은 성장률을 고려했을 때 무리한 추정이 아니다.
- (6) **기타**는 2021년 매출액을 flat 적용하였다. 기타 품목에 포함되는 다수의 제품들이 2019년에 단종되면서 매출액이 크게 감소하였다는 점을 반영하였다.

이와 같은 논리에 따라 추정된 내수 부문 매출은 다음과 같다.

품목별 매출 추정 - 내수					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22E	2022E
백세주	11,028	10,970	11,676	3,599	12,869
막걸리	15,890	16,502	18,869	4,973	21,147
예담	3,383	2,589	2,754	1,417	3,383
기타주류	1,309	1,114	2,581	483	2,581
와인류	5,687	8,063	10,768	3,332	13,669
기타	9,092	5,767	6,890	2,067	6,890
<b>내수 매출액</b>	<b>46,389</b>	<b>45,005</b>	<b>53,538</b>	<b>15,871</b>	<b>60,538</b>

## 7. Valuation - EV/EBIT Method

### 7.1. 종업원급여 및 복리후생비, 상각비 추정

#### 7.1.1. 종업원급여 및 복리후생비

종업원급여 및 복리후생비 추정					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22E	2022E
종업원급여 및 복리후생비	15,010	11,552	13,083	3,290	13,159
급여 및 상여금	14,425	11,148	12,589	3,166	12,665
복리후생비	585	404	494	123	494

종업원급여는 과거 3년 평균 임금상승률을 적용하여 추정하였다. 평균 임금상승률은 전체 임직원 연간급여총액을 명수로 나누어 구한 연평균급여액의 변화율을 사용하였다. 생산 관련 급여의 변화는 매출이나 생산설비의 실제가동시간과 무관했고, 생산 외 급여 역시 별다른 규칙성이 없었다. 복리후생비는 종업원급여에 연동하여 추정하였다.

다만, 2019년과 2020년 인식한 급여 및 상여금 계정에 큰 차이가 있는 것을 알 수 있다. 이는 2019년 동사의 대표이사가 변경되면서 확정급여채무 계정에 쌓여있던 배중호 전 대표이사의 퇴직금을 인식하였고, 동시에 2020년의 임원 보수가 크게 줄어들었기 때문이다.

종업원급여 및 복리후생비 추정치를 계정별로 분류한 것은 다음과 같다.

종업원급여 및 복리후생비 추정 - 분류					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22E	2022E
종업원급여 및 복리후생비	15,010	11,552	13,083	3,290	13,159
매출원가	5,799	5,066	4,941	1,243	4,971
판매비와관리비	9,211	6,486	8,142	2,047	8,188

#### 7.1.2. 상각비

상각비 추정					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22E	2022E
상각비	3,279	3,174	2,801	731	2,922
유형자산	3,150	3,064	2,720	710	2,842
투자부동산	80	79	78	20	78
무형자산	49	31	2	1	2

상각비의 주요 계정으로는 유형자산의 감가상각비, 투자부동산의 감가상각비, 그리고 무형자산의 상각비가 있다. 유형자산의 감가상각비는 각 계정별 취득원가 당 상각비로부터 추정 상각률이 유지된다고 가정하였고, 2021년 유형자산에 이를 적용해주었다.

투자부동산과 무형자산의 경우, 신규 취득은 고려하지 않았다. 각각 취득원가 및 상각비, 계정별 추정내용연수로부터 추정한 상각률을 적용해주었다.

상각비 추정치를 계정별로 분류한 것은 다음과 같다.

상각비 추정 - 분류					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22E	2022E
상각비 추정	3,279	3,174	2,801	731	2,922
매출원가	2,365	2,159	2,167	523	2,093
판매비와관리비	914	1,016	634	207	829

## 7.2. 매출원가 추정

매출원가 추정					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22E	2022E
매출원가	33,391	29,009	33,841	10,906	39,858
원재료비	19,400	16,396	22,969	8,019	28,311
종업원급여	5,799	5,066	4,941	1,243	4,971
감가상각비	3,897	2,159	2,167	523	2,093
기타	4,295	5,388	3,764	1,121	4,482

동사 IR에 따르면 주요 원재료의 가격은 연초 계약에 의해 결정된다고 한다. 이에 근거하여 원재료비는 단기 변동성에 영향을 받지 않는다는 가정 하에 추정하였다. 특히 동사 내수 부문의 와인류 매출은 상품이므로 원재료비를 여타 제품들과 다르게 추정하였다.

매출원가 추정 - 제품 및 상품의 원재료비					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22E	2022E
제품매출	47,787	44,884	54,453	19,478	63,251
상품매출	5,687	8,063	10,768	3,332	13,669
제품 원재료비/매출	28.7%	24.7%	27.5%	27.5%	27.5%
상품 원재료비/매출	107.9%	75.9%	79.7%	79.7%	79.7%

## 7.3. 판매비와관리비 추정

지급수수료는 매출에, 수출제비용은 수출에 연동하여 추정하였다. 광고선전비, 운반비, 판매활동비, 연구비, 그리고 기타 잡비는 합리적 추정이 어려워 과거 3년치 평균치를 적용하였다.

## 판매비와관리비 추정

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22E	2022E
<b>판매비와관리비</b>	<b>26,053</b>	<b>19,356</b>	<b>22,913</b>	<b>6,044</b>	<b>24,409</b>
급여 및 퇴직급여	8,626	6,081	7,648	1,923	7,694
복리후생비	585	404	494	123	494
감가상각비(리스포함)	865	984	632	207	827
무형자산상각비	49	31	2	1	2
지급수수료	1,214	1,254	1,486	449	1,773
수출제비용	911	941	1,731	475	2,158
광고선전비	1,033	329	871	186	744
운반비	2,306	1,824	2,103	519	2,078
판매활동비	6,790	4,539	5,133	1,372	5,487
연구비	843	749	757	196	783
기타 잡비	2,832	2,219	2,057	592	2,369

추정 영업실적을 정리하면 다음과 같다.

## 추정 손익계산서

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22E	2022E
<b>매출액</b>	<b>53,474</b>	<b>52,948</b>	<b>65,221</b>	<b>19,478</b>	<b>76,920</b>
YoY(%)	-13.0%	-1.0%	23.2%	27.3%	17.9%
매출원가	33,391	29,009	33,841	10,906	39,858
매출원가율(%)	62.4%	54.8%	51.9%	56.0%	51.8%
<b>매출총이익</b>	<b>20,083</b>	<b>23,939</b>	<b>31,380</b>	<b>8,572</b>	<b>37,062</b>
GPM(%)	37.6%	45.2%	48.1%	44.0%	48.2%
판매비와관리비	26,053	19,356	22,913	6,044	24,409
<b>영업이익</b>	<b>(5,970)</b>	<b>4,583</b>	<b>8,467</b>	<b>2,528</b>	<b>12,653</b>
OPM(%)	-11.2%	8.7%	13.0%	13.0%	16.4%

## 7.4. Valuation - EV/EBIT Method

## 7.4.1. Valuation Method 선정 논리

동사는 지난 2015년부터 2019년까지 5년 연속 영업적자를 기록하면서 2020년 2월 10일 관리종목으로 지정, 주권매매거래가 정지된다. 하지만 영업외수익을 바탕으로 튼튼한 재무구조를 유지해왔고, 이후 2020년 1분기 영업흑자를 기록하면서 관리종목에서 해제되었다.

그 이후 동사 주가는 영업이익에 따라 움직였다. 초기에는 동사 영업활동의 수익성 및 지속성 측면에서 많은 의문이 있었다. 하지만 현재, 판가 인상 및 수출 성장을 통해 전사 매출이 늘어나면서 이러한 의문들이 해소되는 단계에 있다.

그동안 동사 Valuation의 할인 요인이었던 실적 개선 및 성장의 지속가능성에 대한 의문들이 해소되는 국면에 있다. 따라서 영업이익의 성장에 대한 기대감을 잘 반영하는 EV/EBIT Valuation이 적절하다고 판단하였다.

동사는 롯데칠성이나 하이트진로와 같은 국내 음료/주류 Peer와 비교할 때, 매출 증가에 따른 기대 수익성 측면에서는 비슷하지만 주력 제품의 특성이 다르다. 또한, 대부분의 매출이 내수에서만 발생하고 있는 Peer Group의 Multiple로 동사의 수출 성장에 대한 기대감을 설명하는 것은 설득력이 떨어진다고 판단하였다. 따라서 Historical Multiple이 동사의 주가를 설명하는 데 있어 더 합리적이라고 판단하였다.

#### 7.4.2. Target Multiple 선정 및 Valuation

지난 2021년 3분기, 동사는 주요 제품의 내수 판가 인상을 단행하였고, 주가 역시 상승하였다. 하지만 주가 상승분보다 판가 인상에 따른 영업이익 추정치 상황이 더 컸던 탓에 오히려 Multiple은 하향되었다.

직전 분기인 2021년 4분기까지 수출 성장에 대한 기대감이 곧 동사의 Multiple을 설명하는 근거였다. 그리고 이는 현재 역시 마찬가지다. 심지어 지난 2021년 3분기 동사 수출은 (QoQ) -5.3%로 일시적으로 역성장했던 반면, 2022년 1분기 동사 수출의 경우 (QoQ) +7.3%로 성장 추세가 지속되고 있다.

종합하면, 내수에서의 판가 인상을 통한 비용 전가력이 증명되었고, 수출 성장에 대한 전망 역시 밝다. 즉, 지금까지 수출 성장을 통해 동사가 받아왔던 기대감을 설명하는 Multiple을 할인할 이유가 없다. 따라서 2021년 4분기와 2022년 1분기의 Forward EV/EBIT Multiple의 평균인 11.92x를 Target Multiple로 선정하였다.

Valuation - EV/EBIT Method (2022E)	
2022E EBIT (단위: 백만 원)	12,653
Target Multiple	11.92x
Target EV (단위: 백만 원)	150,787
<b>Target Market Cap (단위: 백만 원)</b>	<b>208,248</b>
유통가능주식수 (단위: 주)	15,740,466
<b>목표주가 (단위: 원)</b>	<b>13,250</b>
현재주가 (단위: 원)	10,750
<b>상승여력</b>	<b>23.3%</b>

지금까지의 논의를 종합해 13,250원을 목표주가로 산출하였으며, 현재주가 10,750원 대비 상승여력 23.3%로 투자 의견 Buy를 제시한다.

## 8. Appendix

### 8.1. 영업외손익 및 법인세비용, 추정 손익계산서

#### 8.1.1. 영업외손익

영업외손익 추정					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22E	2022E
기타손익	(3,224)	(5,625)	2,088	(1,065)	(4,260)
기타이익	1,859	1,096	6,496	30	118
기타비용	5,082	6,721	4,408	1,094	4,378
금융손익	11,139	18,973	12,196	3,843	15,370
금융수익	15,696	19,637	18,588	4,487	17,950
금융원가	4,557	664	6,392	645	2,579
관계기업관련손익	(1,607)	7,511	2,962	739	2,956

#### 8.1.2. 법인세비용

법인세비용 추정					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22E	2022E
법인세비용차감전순이익	339	25,442	25,713	6,045	26,719
법인세비용	594	6,780	4,164	1,365	5,458
유효법인세율	175.3%	26.6%	16.2%	22.6%	20.4%

#### 8.1.3. 추정 손익계산서

추정 손익계산서					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22E	2022E
매출액	53,474	52,948	65,221	19,478	76,920
YoY(%)	-13.0%	-1.0%	23.2%	27.3%	17.9%
매출원가	33,391	29,009	33,841	10,906	39,858
매출원가율(%)	62.4%	54.8%	51.9%	56.0%	51.8%
매출총이익	20,083	23,939	31,380	8,572	37,062
GPM(%)	37.6%	45.2%	48.1%	44.0%	48.2%
판매비와관리비	26,053	19,356	22,913	6,044	24,409
영업이익	(5,970)	4,583	8,467	2,528	12,653
OPM(%)	-11.2%	8.7%	13.0%	13.0%	16.4%
기타손익	(3,224)	(5,625)	2,088	(1,065)	(4,260)
금융손익	11,139	18,973	12,196	3,843	15,370
관계기업관련손익	(1,607)	7,511	2,962	739	2,956
법인세비용차감전순이익	339	25,442	25,713	6,045	26,719
법인세비용	594	6,780	4,164	1,365	5,458
당기순이익	(255)	18,662	21,549	4,681	21,261
NPM(%)	-0.5%	35.2%	33.0%	24.0%	27.6%

## 8.2. 유형자산 감가상각비 상세내역

유형자산 감가상각비								
(단위: 백만 원)	건물	구축물	기계장치	차량운반구	집기비품	기타의유형자산	사용권자산	합계
기말취득원가	25,147	2,341	27,722	292	6,288	3,115	1,498	90,730
감가상각비	630	54	1,283	34	177	183	481	2,842
상각률	2.5%	2.3%	4.6%	11.6%	2.8%	5.9%	32.1%	3.1%

**Notice.**

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.