

기업가치 제고 계획 보고서

자본 효율성 극대화 및 주주가치 제고를 위한 중장기 전략 보고서

본 자료에 포함된 '기업가치 제고 계획' 및 향후 전망에 관한 내용은 현재 시점에서의 당사의 예상을 바탕으로 작성된 예측 정보(Forward-looking Statements)입니다.

이러한 예측 정보는 미래의 경영 환경, 시장 상황, 회사의 전략 수정 및 기타 내·외부 요인에 따라 실제 결과와 중대하게 달라질 수 있습니다. 당사가 본 자료에서 제시한 목표나 계획은 달성을 보장하는 것이 아니며, 경영 환경 변화에 따라 변경될 수 있음을 유의하시기 바랍니다.

또한, 당사는 법적 의무가 발생하는 경우를 제외하고는 새로운 정보나 미래의 사건에 따라 본 자료에 포함된 예측 정보를 업데이트하거나 수정할 의무를 지지 않습니다.

본 자료는 투자 권유를 목적으로 작성된 것이 아니며, 투자자의 결정에 대한 최종 책임은 투자자 본인에게 있음을 알려드립니다. 따라서 당사는 본 자료의 내용과 관련하여 어떠한 법적 책임도 지지 않습니다.

1. 개요 및 요약 (Executive Summary)

1.1 기업명 : 주식회사 무학 (코스피 상장)

1.2 보고서 작성 배경 및 목적

본 보고서는 대한민국 금융위원회(FSC)와 한국거래소(KRX)가 주도하는 '기업 밸류업 프로그램(Corporate Value-up Program)'의 가이드라인을 준수하여 작성되었습니다. 주식회사 무학(이하 '당사' 또는 '무학')은 90년 이상의 업력을 보유한 동남권 대표 주류 기업으로서, 안정적인 재무 구조와 강력한 브랜드 파워를 보유하고 있음에도 불구하고, 장기간 지속적인 저평가(Korea Discount) 상태에 머물러 있습니다.

최근 3년간 당사의 PBR(주가순자산비율)은 0.3배 수준에 머물러 있으며, 이는 당사의 시가총액이 청산가치의 30% 수준에 불과하다는 것을 의미합니다. 이러한 시장의 평가는 당사의 보수적인 자본 운용 정책, 저성장 산업에 대한 우려, 그리고 소극적인 주주환원 정책에 기인한 것으로 분석됩니다. 이에 당사는 본 보고서를 통해 기업가치와 시장가치 간의 괴리를 해소하고, 주주 및 시장 참여자들에게 명확한 기업가치 제고의 방향성을 제시하고자 합니다.

1.2. 핵심 전략 요약

무학의 기업가치 제고 계획은 단순한 주가 부양이 아닌, 근본적인 체질 개선을 통한 '지속 가능한 주주가치 창출'을 목표로 합니다. 이를 위해 당사는 다음 세 가지 핵심 축(3-Pillar Strategy)을 수립하였습니다.

(1)자본 효율성 혁신 (Capital Efficiency): 비영업 유휴 자산(부동산 및 금융자산)의 과감한 재편을 통해 ROE (자기자본이익률)를 구조적으로 개선합니다. 특히 비핵심 부동산 자산의 매각을 통해 확보된 현금을 성장 재원 및 주주환원에 활용합니다.

(2)주주환원 정책 고도화 (Shareholder Return): 분기 배당의 정례화를 통해 예측 가능한 현금 흐름을 제공하고, 당기순이익의 일정 비율을 자사주 매입 및 소각에 할당하여 주주환원율을 경쟁사(롯데칠성음료 등) 수준 이상인 30%까지 확대합니다.

(3)글로벌 성장 가속화 (Global Expansion): 내수 시장의 한계를 극복하기 위해 'K-Liquor' 트렌드를 활용, 수출 비중을 획기적으로 늘립니다. 베트남, 미국 등 전략 국가를 중심으로 과일 소주(리큐르) 라인업을 확장하여 성장성 지표를 재평가 받겠습니다.

2. 현황 진단 (Current Status Analysis)

기업가치 제고 계획의 수립은 냉철한 현황 진단에서 시작됩니다. 무학의 재무적, 비재무적 현황을 다각도로 분석하여 저평가의 원인을 규명합니다.

2.1. 재무 지표 분석 (Financial Diagnosis)

2.1.1. 시장 평가 지표 (Valuation) 추이

무학의 2021년부터 2024년까지의 PBR 및 주가 추이는 '극심한 저평가' 상태를 지속적으로 보여주고 있습니다.

구분(기말 기준)	2021년	2022년	2023년	2024년	비고
PBR(배)	0.48	0.29	0.28	0.32	PBR<1.0 지속
BPS(원)	18,700	19,200	19,800	20,057	자산가치 상승
주가(원)	~9,000	~5,600	~5,500	~8,420	주가 정체
ROE(%)	-3.13	-2.70	12.83	8.71	이익 변동성

심층 분석:

- **PBR 0.3배의 의미:** 통상적으로 제조업의 PBR이 1배 미만인 경우, 시장은 해당 기업이 보유한 자산(자본)을 활용하여 자본비용(Cost of Equity) 이상의 수익을 창출하지 못한다고 판단하는 것입니다. 무학의 경우 2023년까지 PBR이 0.28배까지 하락했는데, 이는 투자자들이 무학이 보유한 막대한 현금과 부동산이 '죽은 자본(Dead Capital)'으로 묶여 있다고 인식했기 때문입니다.
- **BPS와 주가의 괴리:** BPS(주당순자산)는 2021년 이후 지속적으로 상승하여 2024년 기준 2만원을 돌파했음에도 불구하고, 주가는 그 절반에도 미치지 못하고 있습니다. 이는 자산의 축적이 주주가치로 환원되지 않는다는 '자본 배치(Capital Allocation)'의 비효율성을 시사합니다.

2.1.2. 수익성 지표 (Profitability) 및 이익의 질

ROE(자기자본이익률)는 PBR을 결정하는 가장 중요한 변수입니다.

- **2021~2022년의 부진:** 코로나19 팬데믹으로 인한 외식 및 주류 시장 침체와 원부자재 가격 상승으로 영업손실 및 당기순손실을 기록하며 ROE가 마이너스(-3.13%, -2.70%)를 기록했습니다. 이는 시장의 신뢰를 훼손하는 결정적 계기가 되었습니다.
- **2023년의 턴어라운드:** 2023년 ROE가 12.83%로 급등했습니다. 이는 엔데믹에 따른 유흥 시장 회복과 가격 인상 효과, 그리고 금융자산 평가익 등 영업외수익의 증가에 기인합니다. 순이익은 2022년 적자에서 2023년 654억 원 흑자로 드라마틱하게 전환되었습니다.
- **2024년의 안정화:** 2024년 누적 실적을 볼 때, 매출은 전년 대비 소폭 증가하고 영업이익률은 11.1% 수준으로 개선되었습니다. 그러나 ROE는 8.71%로 전년 대비 하락하였는데, 이는 이익 증가 속도보다 자본(분모)의 축적 속도가 빠르기 때문입니다.

2.1.3. 재무 안정성 및 자산 구조

무학의 재무제표는 '지나친 안정성'을 보여줍니다. 이는 경영의 안정성을 보장하지만, 동시에 자본 효율성을 저해하는 요인이 됩니다.

- **부채비율 (2024년 기준):** 19.03%. 경쟁사인 하이트진로 등이 100~200% 내외의 부채비율을 유지하는 것과 비교하면 사실상 무차입 경영에 가깝습니다. 레버리지 효과를 전혀 활용하지 못하고 있습니다.
- **유동비율 (2024년 기준):** 267.28%. 단기 부채 상환 능력은 차고 넘치지만, 이는 과도한 현금성 자산이 수익성 낮은 예금 등에 묶여 있음을 의미합니다.
- **보유 부동산:** 무학은 주류 사업과 직접적 연관성이 낮은 투자 부동산을 다수 보유하고 있습니다. 공시에 따르면 서울 빌딩(굿데이 빌딩, 서울 빌딩)등의 자산들은 장부가에는 반영되어 있으나 영업이익 창출에는 기여하지 못해 ROA(총자산이익률)를 떨어뜨리는 주범이 되고 있습니다.

2.2. 비재무 지표 및 거버넌스 진단

2.2.1. 주주환원 정책의 예측 가능성 부재

과거 무학의 배당은 이익 변동에 따라 들쭉날쭉했습니다. 최근 분기 배당 도입(주당 130원)은 긍정적인 신호이나, 명문화된 중장기 배당 정책(예: 별도 당기순이익의 30% 배당 등)이 부재하여 기관 투자자들의 장기 보유 유인이

부족했습니다.

2.2.2. 소통(IR) 활동의 부족

지역 기반 기업의 특성상 서울 여의도 중심의 기관 투자자 및 외국인 투자자 대상 IR 활동이 상대적으로 부족했습니다. 외국인 지분율의 정체는 이를 방증합니다. 밸류업 프로그램의 핵심은 '소통'에 있으며, 당사는 이 부분에서의 개선이 시급함을 인지하고 있습니다.

3. 산업 환경 분석 및 경쟁사 벤치마킹 (External Analysis)

3.1. 국내 주류 시장의 포화와 경쟁 심화

국내 소주 시장은 성숙기에 접어들었습니다. 저출산 및 고령화, 지방 인구 소멸 현상, 회식 문화의 변화로 인해 총 수요는 정체되거나 감소하는 추세입니다.

- 경쟁 구도:** 하이트진로('참이슬', '진로')와 롯데칠성음료('처음처럼', '새로')의 양강 구도 속에서 무학('좋은데이')은 부산/경남 지역의 맹주 자리를 지키고 있으나, 수도권 공략에는 막대한 마케팅 비용이 소요되는 진입 장벽이 존재합니다.
- 비용 압박:** 주정 가격, 병값, 물류비 인상은 주류 업계 전반의 마진을 압박하고 있습니다.

3.2. 새로운 기회: K-Liquor의 글로벌 확산

내수 시장의 한계를 돌파할 유일한 열쇠는 수출입니다. 관세청 데이터에 따르면, 2024년 한국 소주류 수출액은 2억 달러를 돌파하며 역대 최대치를 경신했습니다.

- 수출 트렌드:** 과거 교민 위주의 시장에서 현지인 시장으로 확대되고 있습니다. 특히 '과일 소주(리큐르)'는 쓴 맛을 싫어하는 외국인들에게 칵테일 대용으로 인기를 끌고 있습니다. 미국(24.3%), 중국(19.9%), 일본(19.2%)이 주요 시장이며, 동남아시아의 성장세가 가파릅니다.
- 무학의 포지셔닝:** 무학은 경쟁사보다 앞서 '좋은데이 컬러시리즈'를 중국 및 동남아에 수출하며 시장을 선점한 경험이 있습니다. 이미 2021년에 1,000만 볼 수출의 탑을 수상하는 등 수출 역량을 입증했습니다.

4. 무학 기업가치 제고 계획 (Value-up Plan)

상기 분석을 바탕으로 무학은 '자산의 수익화(Monetization)'와 '글로벌 성장(Globalization)'을 양 날개로 하는 3개년 밸류업 로드맵을 수립하였습니다.

4.1. 중장기 목표 설정 (Financial Targets)

무학은 2027년까지 달성할 핵심 재무 목표(KPI)를 다음과 같이 설정합니다.

핵심 지표	2025년(현재)	2026년(목표)	2027년(목표)	목표 설정 근거
PBR(주가순자산비율)	0.41배	0.6배	0.7배	동종업계 평균 도달
ROE(자기자본이익률)	6.8%	8%	10.0%	자기자본비용(COE) 상회
주주환원율	30.9%	32.3%	34.2%	경쟁사 대비 우위 확보
수출 비중(매출대비)	9.8%	13%	15%	구조적 성장 동력 확보

4.2. 전략 과제 1: 자본 효율성 제고 (Balance Sheet Optimization)

현재 무학의 가장 큰 문제점인 '낮은 PBR'과 '낮은 자본 효율성'을 해결하기 위해, 재무상태표(B/S)를 가볍고 효율적으로 재편합니다.

4.2.1. 비영업 유휴 부동산 유동화

무학은 과거 투자 및 영업 목적으로 취득한 서울지역의 빌딩 및 경남 지역 유희 부지를 보유하고 있습니다. 최근 부동산 경기 변동성에도 불구하고, 서울 등 핵심 지역 자산은 여전히 높은 가치를 유지하고 있습니다.

• **실행 계획:**

1. **자산 실사:** 보유 중인 투자 부동산 전수 조사를 통해 영업 연관성이 떨어지는 자산을 '매각 예정 자산'으로 분류합니다.

2. **재원 활용:** 비효율적인 자산의 매각 대금은 전액 '주주가치 제고 특별 재원'과 '해외 생산 기지 구축'에 사용합니다.

4.2.2 현금성 자산의 재배치 (Cash Allocation)

267%에 달하는 유동비율은 비효율적입니다. 적정 유동비율을 150% 수준으로 설정하고, 이를 초과하는 현금 배당 및 자사주 매입에 투입하여 자본 총계(분모)를 줄이는 작업을 병행합니다. 이는 ROE를 수학적으로 상승시키는 가장 확실한 방법입니다.

4.3. 전략 과제 2: 주주가치 환원 확대 (Enhanced Shareholder Return)

주주들이 체감할 수 있는 직접적인 혜택을 강화하여 '무학 디스카운트'를 해소합니다.

4.3.1. 분기 배당 정례화 및 최소 배당 수익률 보장

- **현황:** 최근 분기당 130원의 배당을 실시하고 있습니다.⁶
- **계획:** 분기 배당을 정관에 명시하여 제도화하고, 연간 최소 배당금(예: 주당 520원 이상)을 가이던스로 제시합니다. 현재 주가(약 8,570원) 기준 시가배당률은 약 6%에 달하며, 이는 시중 금리의 2배 수준입니다. '무학 주식 = 고금리 채권 + 성장 옵션'이라는 인식을 심어주어 하방 경직성을 확보합니다.

4.3.2. 자사주 매입 및 소각 (Buyback & Cancellation)

- **목적:** 유통 주식 수를 줄여 주당순이익(EPS)과 주당순자산(BPS)을 동시에 높입니다. 현재 PBR 0.3배 구간에서의 자사주 매입은 회사의 자산을 70% 할인된 가격에 사는 것과 같으므로, 남아있는 주주들에게 엄청난 부의 이전 효과를 가져다줍니다.
- **규모:** 향후 3년간 매년 별도 당기순이익의 5% 규모를 자사주 매입 및 전량 소각에 사용합니다.

4.4. 전략 과제 3: 글로벌 성장 드라이브 (Global Growth Strategy)

재무적 효율화뿐만 아니라 영업적 성장(Numerator Growth)이 동반되어야 진정한 밸류업이 가능합니다.

4.4.1. 타겟 시장별 맞춤형 수출 전략

- **미국 시장 (High Margin):** 교민 시장을 넘어 월마트, 코스트코 등 주류 유통 채널 입점을 확대합니다. 고도주보다 저도주를 선호하는 현지 MZ세대를 타겟으로 '과일 소주'와 '스파클링 소주' 라인업을 강화합니다. 미국 시장은 단가는 높으나 마케팅 비용이 많이 들므로, 현지 유통사와의 파트너십을 통해 효율적으로 진입합니다.
- **동남아 시장 (High Volume):** 베트남, 필리핀 등 한류 열풍이 강한 국가에서는 대중적인 소주 브랜드로 자리 잡는 것을 목표로 합니다. 베트남 현지 공장을 통한 확장을 검토하여 물류비 및 관세 절감을 추진합니다. 2021년 말레이시아 전용 '민트초코 소주' 수출 성공 사례와 같이 현지 특화 제품 개발을 지속합니다.

4.4.2. 원가 혁신 및 생산성 향상

창원 제1, 2공장의 스마트 팩토리 고도화를 통해 생산 원가를 절감합니다. 소주병 공병 회수율을 높이고, 친환경 패키징을 도입하여 ESG 경영을 실천함과 동시에 비용 효율성을 추구합니다.

5. 세부 이행 로드맵 (Implementation Timeline)

무학은 상기 전략을 체계적으로 이행하기 위해 연도별 실행 계획을 수립하였습니다.

1단계: 기반 조성 (2025년)

- 4분기: 기업가치 제고 계획 공시, 4분기 배당 실시

글로벌 수출 전담 조직 확대 개편. 동남아 현지 추가 유통망 파트너십 체결.

2단계: 성과 가시화 (2026년)

- 상반기: 자사주 매입 완료. 전년도 성과(ROE, 주주환원율) 홈페이지 게재.
- 하반기: K-소주 열풍에 맞춰 적극적인 영업활동으로 수출 비중 13% 달성.
- 재무: 비효율적인 부동산 매각 차익 유입으로 일시적 순이익 급증 예상

3단계: 도약 및 안착 (2027년)

- 전사: PBR 0.7배 안착, ROE 11% 달성.
- 글로벌: 해외 매출 350억 원 돌파 (수출 비중 15% 상회).
- 주주: 주주환원율 34.2% 달성

6. 소통 강화 방안 (Communication Plan)

아무리 좋은 계획도 시장에 전달되지 않으면 무용지물입니다. 무학은 기존의 소극적인 소통 방식을 탈피하여 시장 친화적인 기업으로 거듭나겠습니다.

1. **영문 공시 확대:** 외국인 투자자의 접근성을 높이기 위해 본 보고서를 포함한 주요 공시(잠정 실적, 배당 결정 등)의 영문 번역본을 동시 제출합니다
2. **홈페이지 내 밸류업 섹션 신설:** 회사 홈페이지에 'Value-up' 전용 메뉴를 개설하여, 우리가 제시한 KPI(ROE, PBR, 주주환원율)의 달성 현황을 분기별로 그래픽화하여 투명하게 공개합니다.
3. **주주 의견 수렴 채널 활성화:** 주주총회 시즌 외에도 상시적으로 주주들의 의견을 청취할 수 있는 '주주 소통 창구'를 전담 인력을 통해 운영합니다.

7. 위험 요인 관리 및 대응 (Risk Management)

본 계획의 성공적인 이행을 위협할 수 있는 잠재적 리스크 요인과 이에 대한 대응 방안입니다.

- **규제 리스크 (주류세 개편 등):** 정부의 주류 관련 정책 변화는 매출에 직접적인 영향을 미칩니다.
- **대응:** 수출 비중 확대를 통해 내수 규제 리스크를 헷지(Hedge)합니다.
- **환율 및 원자재 변동성:** 환율 상승은 원재료 수입 단가를 높이지만 수출 매출에는 긍정적입니다.
- **대응:** 통화 선도 계약 등을 통한 환리스크 관리와 수출 결제 통화 다변화를 추진합니다.
- **부동산 시장 침체:** 계획한 자산 매각이 지연되거나 매각가가 기대에 미치지 못할 수 있습니다.
- **대응:** 무리한 급매(Fire Sale)는 지양합니다. 당사는 풍부한 유동성을 보유하고 있으므로, 시장 상황을 모니터링 하며 최적의 매각 타이밍을 조율할 여력이 충분합니다.

8. 결론 (Conclusion)

주식회사 무학은 96년의 역사를 가진 저력 있는 기업입니다. 그러나 현재의 주가는 우리의 자산 가치와 이익 창출 능력을 전혀 반영하지 못하고 있습니다.

이번 '기업가치 제고 계획'은 일회성 이벤트가 아닙니다. 이는 무학이 '지방 소주 회사'라는 낡은 프레임을 벗어던지고, '글로벌 주류 기업'이자 '주주 친화적 우량주'로 재평가받기 위한 근본적인 체질 개선의 선언입니다.

우리는 보유한 자산을 효율화하여 수익성을 높이고, 그 과실을 주주 여러분과 투명하게 공유할 것입니다. 2027년, PBR 0.7배, ROE 11%, 주주환원율 34.2%라는 목표를 반드시 달성하여 주주 여러분의 신뢰에 보답하겠습니다.

주식회사 무학 대표이사 및 임직원 일동

2025년 12월 29일