



하이트맥주우(000145)

2007년 5월 5일

음식료품

진로와 함께 더 높이!! 더 멀리!!

BUY

Valuation

Target Price: 91,795

Price: 45,500

Margin of Safety: 102%

MktCap.(100mn): 26,456

ROE: 8.64%

Op.Magin: 22.57%

PER: 29.14

PBR: 2.08

Dividend Yield: 2.53%(우)

Major Sh.Holder:

박문덕(31.66%)

Foreign Shr.: 26.41%

52weeks Beta: 0.706

52weeks High/Low:

57,200/39,500

기업분석 2팀

이한수, 구본일, 김근영,
황윤희, 권혁성

◆ 맥주시장의 독보적인 1위 업체

하이트맥주는 2006년 현재 60%정도의 시장점유율을 가지고 있는 맥주시장 1위업체로서 시장점유율 증대와 수익성 개선을 통하여 지속적인 성장을 이룰 것으로 판단된다.

◆ 참이슬 fresh로 새로운 도약을

2005년 하반기 하이트 맥주가 진로를 인수했다. 두산 ‘처음처럼’의 저가 정책으로 인하여 2006년 수익성이 악화되고, 2007년 3월 현재 진로의 시장점유율 49.5%를 기록하면서 50%의 마지노선이 무너지게 되었다. 하지만 2007년 가격 인상으로 수익성이 강화될 것으로 보이며, 저도주 ‘참이슬 fresh’의 출시로 새로운 도약을 꿈꾸고 있다.

◆ Hite와 진로의 높은 시너지 효과

R&D, 원료구매, 제품생산, 물류배송, 영업마케팅 등 모든 value chain에서 시너지효과가 발생할 것으로 보인다. 또한, 진로의 경우 수도권과 서울에서 강세를 이루고 있고, 하이트는 지방에서 강세를 이루고 있어 지역적인 보완관계가 형성되어 있어, 그 지역의 높은 점유율을 이용한 끼워팔기 등이 가능한 2010년에는 매출증대가 본격화될 것으로 보인다.

◆ 보통주 적정주가 15만원으로 23% 안전마진 확보

진로의 지분가치의 재평가를 이용한 하이트의 영업가치를 계산해 본 결과 보통주의 적정주가는 151,278원으로 5월 4일 종가인 123,000원을 기준으로 약 23%의 안전마진을 확보하였다.

◆ 현재 보통주 주가 대비 우선주 괴리율 61%로 상위업체 평균 괴리율 39.32%에 비해 현저히 저평가 상태

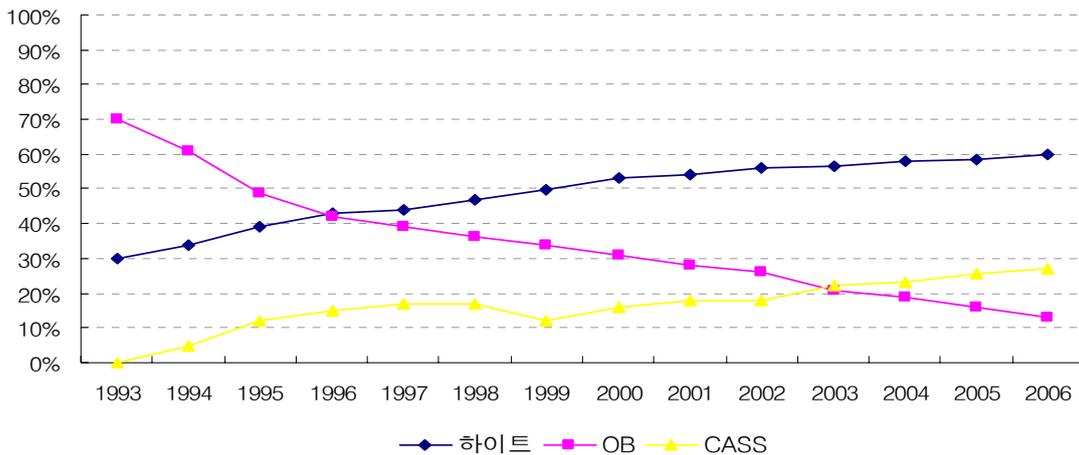
증권거래소에 상장되어 있는 하이트와 비슷한 규모 - 시가총액 1조 5000억원 이상, ROE 7% 이상 - 의 기업들의 보통주와 우선주의 괴리율은 39.32%이다. 보통주의 적정주가인 151,278원에 60.68%를 곱하게 되면 우선주의 적정주가인 91,795원으로 도출되고 이는 5월 4일 종가인 45,500원을 기준으로 102%의 안전마진이 존재한다.

1. 맥주시장

1. 하이트맥주 후발업체에서 당당히 1위업체로

하이트맥주는 1933년 8월 ‘조선맥주’로 설립되어 OB 맥주에 이어 업계 2위업체로 시작하였지만 1993년 하이트 맥주의 출시를 바탕으로 시장점유율을 늘려왔다, 그러다 1996년 OB맥주 생산업체인 두산이 ‘폐놀’ 사건으로 수질오염의 주범으로 질타를 받게 될 때를 틈타 천연 암반수를 차별우위로 내세우며 시장점유율 1위를 빼앗았고, 98년에는 상호명도 하이트맥주로 바꾸었다. 그 후 기존 열처리 맥주시장에서 비열처리 맥주시장으로의 이동이 가속화되면서 하이트맥주는 경쟁사 OB맥주와의 격차를 더욱 벌리게 된다. 2005년에는 국내 최대 소주 생산업체인 진로(주)를 인수함으로써 향후 높은 시너지를 얻을 것으로 기대된다.

맥주시장 점유율추이



출처 : 주류공업협회, 하이트맥주

2. 산업 매출 규모는 감소추세이나 이는 주세율 인하에 따른 가격인하 효과에 불과

	2003년	2004년	2005년	2006년
매출액	347.5	354.5	337	323
성장률		2.0%	-4.9%	-4.2%

출처 : 사업보고서

맥주산업 전체 매출규모를 살펴 보면, 점차 감소하는 것처럼 보이나 이는 정책적인 주세율 인하에 따른 가격인하 효과에 불과하다. 실제로 주세율은 1999년 130%수준에서 2007년에는

72%수준까지 지속적으로 낮아졌고 따라서 판매가격 하락에 따른 매출규모 감소 추세는 우려할 사항이 아니다. 오히려 주세율 감소 추세를 바탕으로 출고가를 높임으로써 소비자가격 인상에 따른 수요감소 효과를 배제하면서도 이익율은 늘릴 수 있었다. 또한 다양한 신제품 등장 및 프리미엄 제품의 성장 등을 통한 수요창출 요인이 존재함으로써 맥주 시장 전망이 나쁘다고 볼 수는 없는 상황이다. 현재 하이트맥주는 점차적으로 시장점유율을 늘려가면서 매출성장을 이루어내고 있다.

3. 판가 인상과 판관비 감소로 인해 향후 수익성은 보다 개선될 듯

(1) 판매가격의 인상

2007년을 기점으로 해서 맥주에 대한 주세율은 72%로 고정되게 된다. 하지만 맥주시장은 하이트맥주와 0B맥주의 복점구도를 갖추어 원가상승분을 판매가격에 전가시킬 수 있는 상황이다. 하이트맥주는 2007년 1월에 소비자물가지수 한도인 3%의 판가 인상과 더불어 수입 맥아 원가 인상에 대비하여 최근에 추가적으로 1.9%정도의 가격인상을 단행하여 2007년 수익 전망을 밝게 한다.

(2) 마케팅비용의 감소

정책적인 주세율 인하로 세수가 줄어드는 것을 방지하기 위하여 정부는 끼워팔기 제한 및 과도한 판촉행위로 인하여 수익성이 악화되지 않도록 규제를 하고 나섰다.¹ 0B맥주와의 경쟁과정에서 과도한 판관비를 사용하였던 과거의 전례를 비추어 볼 때, 이러한 정부의 규제 방침은 하이트맥주의 수익성 개선에 일조할 수 있을 것으로 판단된다.

또한 0B맥주의 대주주인 Inbev사는 올해 목표를 수익성 강화에 두었는데, 이는 전세계 맥주 시장의 재편, 통합과정에 맞서 자사 가치를 보다 높이려는 전략의 일환이다. 국내 시장이 전체 시장규모의 1%정도를 차지하는 데 불과하긴 하지만 이러한 정황으로 보았을 때 과거와 같은 출혈경쟁은 발생하지 않을 것이라고 예상할 수 있다.

II. 소주시장

1. 하이트 맥주, 주류업계 큰 기업으로.

2005년 하반기, 맥주의 시장점유율 58%를 가지고 있는 하이트 맥주는 소주의 시장점유율

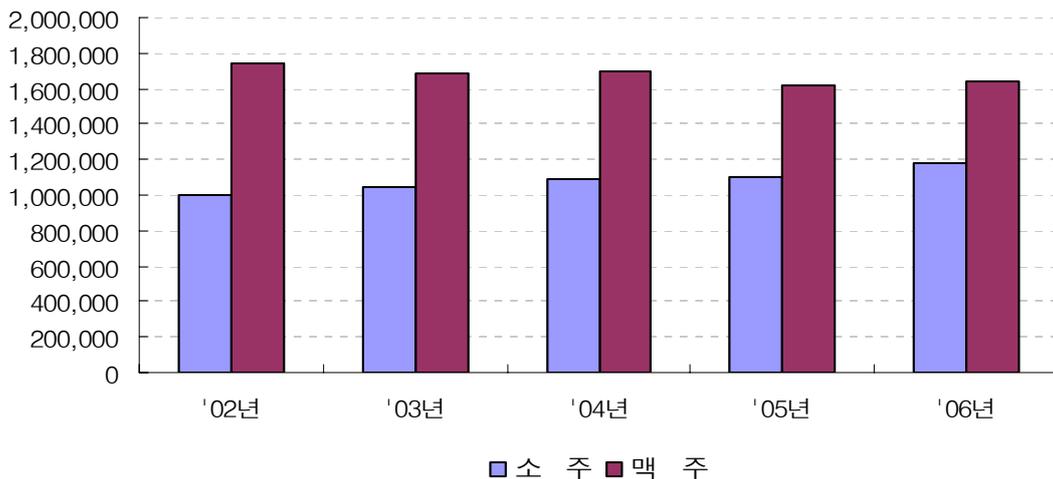
¹ 판촉 도우미 활용이 상시 가능했으나 1/3 수준으로 제한되었고 경품 판매는 매장매출 1%이하로만 가능하도록 제한되었다.

55%을 가지고 있는 진로를 3조4천억원에, 지분을 41.85%를 인수하면서 주류업계의 거대기업이 되었다. 그러나 인수 당시 조건이 있었으며, “향후 5년간 합병사의 모든 주류 가격 인상은 소비자물가 상승률 이내에서 허용” 등과 같은 영업상에 제약을 받게 되었다. 이런 규제는 2010년까지 지속되며, 규제가 풀리는 2010년에는 하이트의 영업실적은 더욱 상승할 것이다.

2. 저도 소주로, 새로운 시장 열려,

소주시장은 현재 제한적이지만, 지속적으로 상승하고 있다. 06년도에는 각 소주사별로 16.8도 ~ 19.8도의 저도소주를 출시하여 여성 및 젊은층에까지 다양한 음주층을 확보하면서 새로운 시장이 형성되었으며, 이는 07년도에도 지속될 것이다.

주종별 국내소비량



[출처 : 진로 2006년 사업보고서]

3. 수익성 악화되었으나, 2007년에는 개선될 듯,

2006년 진로 소주의 수익성이 악화되었다. 첫 번째 이유는 소주의 원료인 주정의 원가는 상승하였으나, 가격인하정책을 사용한 두산의 ‘처음처럼’으로 인해 가격상승은 부담스러운 요인이다. 또, 주류는 소비자물가지수에 반영되는 제품이기 때문에 소비자물가지수보다 가격인상을 높게 할 수가 없다. 즉, 판매가 상승률보다 주정가격 상승률이 컸기 때문에 수익성이 악화되었다. 두 번째는 2006년 두산의 ‘처음처럼’의 출시로 인해 이에 대응하기 위해 판관비(광고)가 급증하여 이 역시 수익성의 악화를 가져왔다.

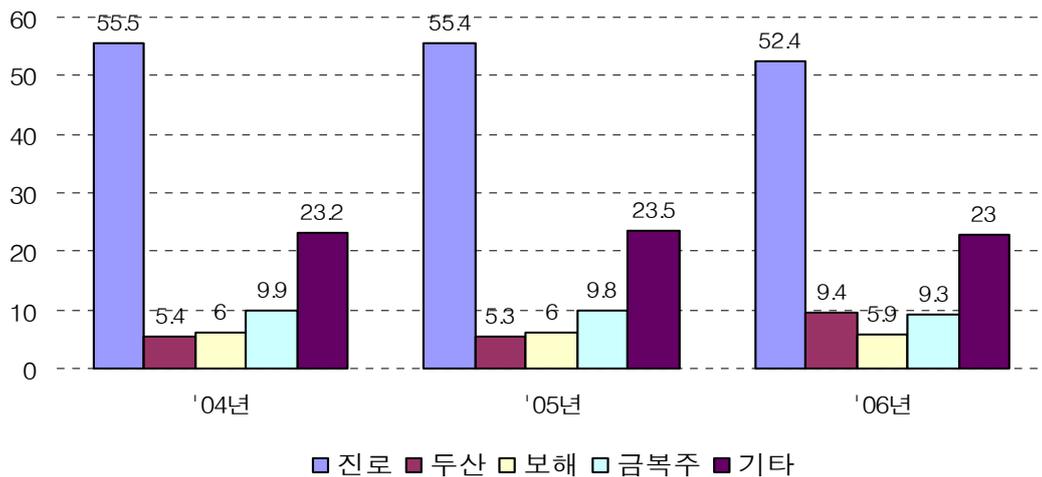
그러나, 2007년에는 두산의 ‘처음처럼’ 과 함께 진로의 참이슬도 가격인상계획을 가지고

있다. (현재 800원에서 830원으로) 가격상승은 원가인상분을 재평가 받았기 때문이고, 이는 진로의 수익성 강화에 긍정적으로 작용할 것으로 보인다. 또, “저도주 저세울, 고도주 고세울”이라는 정책아래, 소주의 세율이 2000년 72%가 되었다. 그러나 소주는 서민술이라는 인식 때문에 단기적으로는 현재 72%의 주세 수준을 안정적으로 유지할 것으로 예상되며, 이 역시 진로의 수익성 강화에 도움이 될 것으로 예상된다.

4. 참이슬 fresh로 새로운 도약을,,,

현재, 소주시장은 두산의 ‘처음처럼’의 출시로 저도 소주라는 새로운 시장이 형성되었다. 두산의 새로운 제품출시와 공격적인 마케팅으로 시장점유율이 06년도에 소폭 상승하였으며, 이에 진로의 시장점유율은 상대적으로 하락했다.

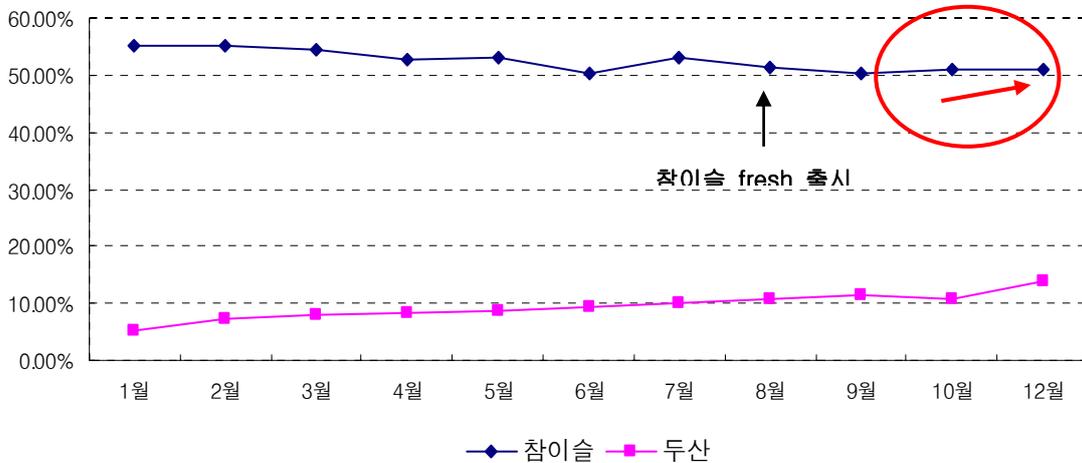
소주의 시장점유율



[출처 : 진로 2006년 사업보고서]

그러나, 진로에서도 저도소주 ‘참이슬 fresh’를 출시하였고 이에, 시장점유율을 다시 회복하고 있으며, 2007년에는 시장점유율이 상승할 것으로 예상된다.

진로와 두산 시장점유율



[출처 : 하이트 맥주 2007년 IR 보고서]

2007년 3월 현재, 진로는 시장점유율 49.5%를 기록하면서 50%의 마진노선이 무너지게 되었다. 하지만, 이는 전국시장점유율을 의미한다. 진로의 주 마켓은 서울과 수도권에 집중되어 있으며, 지방은 자도주들의 영향력이 강한 추세이다. 진로가 서울과 수도권에 영업을 집중화하면서 상대적으로 지방의 영업에는 소홀했기 때문이다. 그러나, 2007년 3월의 서울과 수도권의 시장점유율을 살펴보면, 서울에서의 점유율은 73%에서 74%로 상승했으며, 수도권은 86%점유율을 지킨 것으로 추정된다.²

지방의 소주시장은 자도주들의 영향력이 강하며, 시장점유율 또한 높다. 그러나 2010년 규제가 풀리는 시점에서는 하이트 맥주와 진로 참이슬이 하나의 유통망을 사용하면서 시너지 효과를 통해 지방의 시장점유율을 또한 높일 수 있을 것으로 예상된다.

5. 진로, 다시 상장하다.

진로는 2003년 상장이 폐지되었기 때문에 진로가 재상장을 하기 위해서는 2008년 1월까지 재상장 신청서를 제출해야 된다. 이 기간을 넘기게 되면, 재상장보다 절차도 까다롭고 힘든 신규상장을 해야 되기 때문이다. 진로입장에서도 2008년 1월에 재상장 신청서를 제출하고 증권거래소에서 심의를 거쳐 2008년 5월이나 6월에 상장할 계획을 가지고 있다. 진로는 재상장을 하기 위해, 진로 JAPAN을 매각하고자 하는 등 수익성을 높이기 위해 노력하고 있다. 진로의 재상장은 지분율 41.85%를 가지고 있는 하이트의 주가상승에 긍정적으로 영향을 미칠 것이다.

² 미래에셋, 애널리포트 '하이트 맥주' 2007, 5, 3

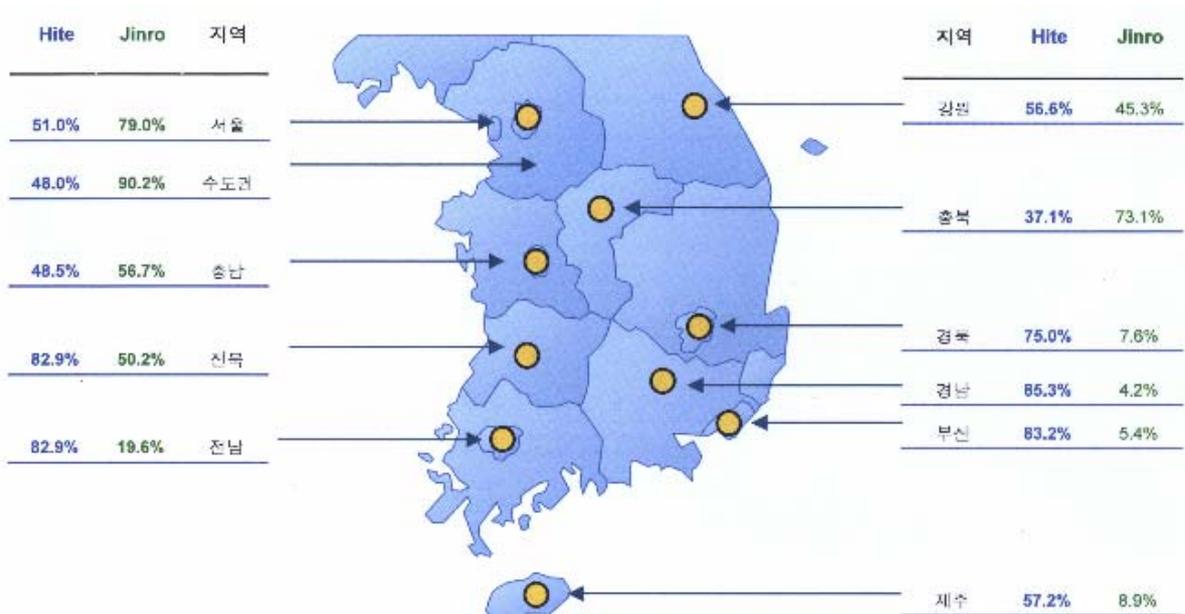
III. 진로 인수 후 기대 효과

1. 끼워팔기 등으로 인한 매출 증대

한국주류의 유통구조는 다음과 같이 제조사가 소비자에게 직접 판매를 할 수 없게 국세청에서 규제하고있다. (면세점제외)



제조사인 하이트입장에서는 도매상에만 프로모션하면 되는 구조이다. 이런 구조상황하에서 하이트와 진로의 시장 점유율을 살펴보자.



출처 : 하이트맥주 IR자료

진로의 경우 수도권과 서울에서 강세를 이루고 있고, 하이트는 지방, 특히 영남에서 강세를 이루고 있다.

경남지역을 예를 들어 살펴보자. 하이트와 진로의 점유율이 각각 85.3%, 4.2%를 차지하고 있다. 하이트의 점유율이 85.3%란 의미는 하이트가 없으면 망하는 도매상도 있다고 해석될 수 있는데, 이 때 하이트가 진로를 끼워서 팔게 될 경우 도매상은 진로를 살 수 밖에 없다.

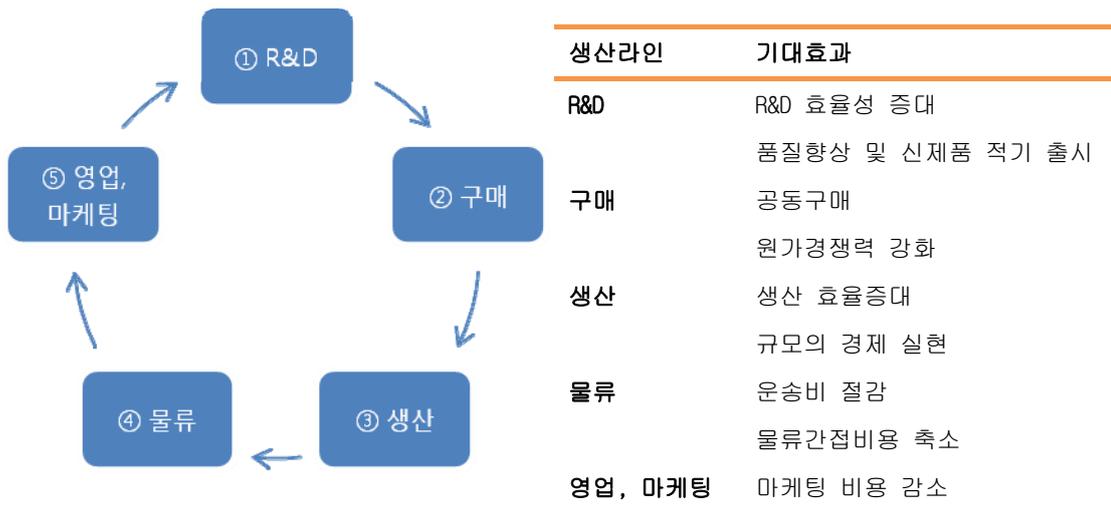
이런 경우가 아니더라도 하이트와 진로를 같이 살 때 활인을 해주는 경우에도 도매상은 진로를 사는 게 이득이다. 85년까지 지방에서는 ‘자도주’가 50%이상 팔리는 것이 법으로 정해졌었고, 그에 따라 그 지역에서 만들지 않은 술은 일정 점유율이상을 가져가기 힘들었다. 하지만 하이트가 직판을 하는 것이 아니라, 도매상을 일단 거쳐서 시장에 나가는 것인 만큼 도매상에 많은 물량이 쌓이게 되면 ‘처음처럼’을 원하는 소비자가 아닐 경우에는 당연히 많은 물량이 나온 진로를 소비자에게 팔게 된다. 따라서 진로의 시장점유율은 자연스럽게 올라가게 된다. 하이트와 진로의 시장점유율인 각각 37.1%, 73.1%인 중복의 경우에도 마찬가지 이유로 하이트의 점유율이 쉽게 올라가게 될 것이다.

이와 같은 상황을 예상하여 하이트가 진로를 인수할 때 공정거래위원회에서 제시한 3번째 조건이 다음과 같다.

3) 끼워팔기 등 강제성 거래행위를 방지할 수 있는 방안을 마련해 3개월 내에 보고한다. 하지만 그 강도가 높지 않을 뿐만 아니라, 진로인수 후 5년간 보고하는 것이므로 이 조건에서 자유로워지는 2010년 이후부터는 진로와 하이트의 매출증대가 본격적으로 시작될 것으로 보인다.

2. 모든 value chain에서 시너지 창출

같은 주류 시장, 동일한 유통망, 동일한 판매처인 도매상 등을 가지고 있는 소주와 맥주의 비용 시너지는 다음과 같으며, 모든 과정에서 그 효과가 기대된다.



출처 : 하이트맥주 IR자료

진로와 하이트가 각 지역에 가지고 있는 영업소들 중 중복되는 곳이 1/3가 된다. 이 영업소

들을 통폐합해서 운영한다면 물류비용 절감뿐 아니라 유희부지 개발의 효과도 기대할 수 있다.

3. 소주의 안정적인 매출이 맥주의 매출 보완해 줄 것.

맥주는 경기 변동의 영향이 커서 매출액이 일정하지 못하다. 하지만 소주는 그 영향이 작으므로, 맥주의 매출 변동을 소주가 어느 정도 보완해주게 될 것이다. 이는 곧 안정적인 이익으로 돌아오게 된다.

#1. 맥주와 소주시장의 관계는 대체 무엇일까? 맥주의 가격이 올라갈 때 소주의 소비량이 늘게 되는 대체관계라면 위의 시너지효과는 희석되지 않을까?

다른 변수가 일정하다고 가정했을 때 두 가지 상품의 매출액 변화를 관찰하는 게 우선이지만, 다만 술이라는 상품의 특성상 경기 변동에 많은 영향을 받으므로 전반적인 경기 여건은 반드시 고려 하는 게 중요하다. 소비자들은 ‘술’이라는 기호상품을 즐길 때 가격 요인보다는 경기 여건이나 생활습관, 분위기 등에 좌우되는 경우가 많다. 이 때문에 대체로 독립재 경향이 나타날 수 밖에 없다. 하지만 반대로 유통업자 입장에서는 맥주와 소주를 비슷한 상품으로 보고 똑같은 유통망으로 공급 하기 때문에 결코 독립재로는 볼 수 없다. 또 아직까지 저소득층은 가격 변화에 따라 술 종류를 바꾸는 경향도 많고 폭탄주를 즐기는 일부 계층은 보완재의 성격으로 볼 수도 있다.

맥주와 소주의 상관관계를 보는 시각은 이처럼 대체제, 보완재, 독립재가 모두 나올 정도로 다양하므로, 그 시장을 분류할 때 어느 정도 독립적인 성격과 대체적인 성격을 동시에 생각해 주어야 할 것이다. 하지만 맥주와 소주 시장의 매출액 변화 추이를 살펴보면 서로 간 점유율에 큰 변화가 없는 점으로 미루어 볼 때 독립적인 성격이 더 강하다. 따라서 대체적인 성격은 위의 시너지효과를 희석시킬 정도로 크지 않다고 결론 내릴 수 있다.

IV. Valuation

하이트맥주 우선주 가치평가에 있어 괴리율 분석을 하기 위해서는 먼저 보통주의 적정주가

가 얼마인지 파악하고 있어야 한다. 하이트맥주가 2005년에 진로를 인수하면서 동 수익을 지분법평가손익으로 인식하고 있기 때문에 단순히 FCF를 이용한 DCF방식을 통해서 하이트맥주의 적정가치를 과소평가 할 우려가 있다. 따라서 여기서는 먼저 진로의 지분가치를 구하고 나서 이를 감안한 하이트맥주의 영업가치를 합산함으로써 하이트맥주 보통주의 적정주가를 산출해 보고자 한다.

1. 진로 지분가치

진로는 상장폐지된 기업일 뿐만 아니라 과거 문어발식 사업다각화로 인해 부도를 맞는 등 수익이 매우 불안정한 모습을 보였기 때문에 DCF를 이용한 방식의 가치평가는 적합하지 않다. 하지만, 2005년 이후 모회사이면서 같은 주류업종의 비슷한 독점력을 지니고 있는 하이트맥주의 PER를 통하여 진로의 적정 PER를 간접적으로 추론해 볼 수 있을 것이다.

하이트맥주	2006/12	진로	2006/12	2007E
수정전당기순이익	93,041,455	매출액	700,794,286	739,337,972
우선주배당금	970,307	매출원가	389,020,498	410,416,625
수정정보통주당기순이익	92,071,148	매출총이익	311,773,788	328,921,346
(+)투자차액상각분	42,478,339	판매관리비	188,869,886	162,654,354
(+)영업권상각분	5,803,265	영업이익(경상이익)	122,903,902	166,266,993
(-)세금효과	13,277,441	법인세비용		0
수정후보통주당기순이익	127,075,311	당기순이익		166,266,993
보통주수	21,197,208	우선주배당금		0
수정후EPS	5,995	보통주당기순이익		166,266,993
현재주가(보통주)	123,000	유통보통주식수		42,994,284
PER(수정)	20.52	EPS		3,867
우선주수	843,745	적정PER		20.52
우선주당배당금	1.150	적정주가		79,345
우선주배당금	970,307	하이트맥주지분율		41.86%
		주당진로지분가치		33,214

a. 적정PER의 계산

현재 하이트맥주의 PER는 29.14배이지만, 이것은 하이트맥주의 영업과 직접적인 관련이 없는 영업권 상각비용이 차감된 후의 EPS를 바탕으로 계산된 수치이다. 따라서 보통주 당기순이익에서 관련비용을 제거한 수정 EPS를 기준으로 PER를 계산해보면 20.52배가 나오고 이를 진로의 적정PER로서 사용하기로 한다.

b. 2007년 예상 EPS의 계산

- 매출성장률 : 소주산업 예상성장률 3%정도, 예상 단가 인상 4%수준(5월쯤예상)을 바탕으로 매출액이 5.5%정도 성장할 것으로 가정하였다.

- **판매관리비** : 두산이 공격적 시장점유율 확대 전략에서 수익성 확보 전략으로 전환하였다는 판단 아래, 매출액 대비 판매관리비를 22%수준으로 낮추었다.
(2005년 18%, 2006년 27%)
- **법인세비용** : 과거 손실누적으로 법인세 비용을 환급 받고 있는 상황이므로 0원으로 계산하였다.
- 2007년 예상 EPS가 3,867원으로 계산되었다.

c. 적정PER와 2007년 예상EPS를 통한 적정주가에 지분율(41.86%)을 곱한 금액인 33,214원을 하이트맥주 보통주당 진로지분가치로서 계산하였다.

2. 하이트맥주 영업가치

DCF를 바탕으로 하이트맥주의 영업가치를 계산해 보았는데, 이 때 비영업자산 중 진로에 대한 지분법적용투자주식 잔액을 제거하고, 추후 위에서 계산한 주당 진로지분가치를 영업가치에 가산하였다.

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12
매출액성장률		3.00%	3.00%	3.00%	5.00%	5.00%	5.00%
예상매출액	892,863,246	919,649,143	947,238,618	975,655,776	1,024,438,565	1,075,660,493	1,129,443,518
예상EBIT	201,513,785	218,692,566	225,253,343	232,010,944	243,611,491	255,792,065	268,581,669
EBIT(1~27.5%)	146,097,494	158,552,111	163,308,674	168,207,934	176,618,331	185,449,247	194,721,710
(+)유,무형자산 상각비	70,873,943	68,538,250	70,594,398	72,712,230	76,347,841	80,165,233	84,173,495
총현금흐름	216,971,437	227,090,361	233,903,072	240,920,164	252,966,172	265,614,481	278,895,205
(-)운전자본의 증가	(179,608,392)	(48,899,658)	(50,366,648)	(51,877,647)	(54,471,529)	(57,195,106)	(60,054,861)
(-)설비투자	22,251,208	88,898,528	91,565,484	94,312,449	99,028,071	103,979,475	109,178,448
(-)연구개발투자	51,607	174,954	180,203	185,609	194,889	204,634	214,865
총투자액	(157,305,577)	40,173,824	41,379,039	42,620,410	44,751,431	46,989,002	49,338,453
예상 FCFE	374,277,014	186,916,536	192,524,033	198,299,753	208,214,741	218,625,478	229,556,752
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		171,735,149	162,520,400	153,800,085	148,373,841	143,139,042	

WACC	8.84%
연구성장률	2.75%
Terminal Value	3,769,404,797

자기자본비용	10.44%
1년차월별베타	0.70712
5년차월별베타	0.77912
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	4.99%
WACC	8.84%
차입금가치(이자발생부채)	855,831,248
주주지분가치(시가총액)	2,645,646,982
한계조달금리(유가증권발행실적비)	5.37%

현재가치의 합	779,568,518
PV of TV	2,467,914,521
현금 + 시장성유가증권	49,311,081
비영업용자산	915,172,800
(-)지분법적용투자주식(진로)	815,115,272
Value of the Firm	3,396,851,648
(-)Value of the Debt	855,831,248
(-)Value of the Preferred Stock	38,390,398
Value of the Equity	2,502,630,003
발행주식수	21,197,208
1주당 영업가치	118,064
1주당 진로지분가치	33,214
적정주가	151,278
현재주가	123,000
안전마진	23%

a. **매출액성장률** : 맥주 산업성장률인 3%(진로인수 조건으로 CPI이상의 단가인상이 불가함)로 3년간 성장하고, 끼워팔기 제한이 풀리는 2010년부터 3년간은 보다 높은 5%성장을 할 것으로 가정하였다.

- b. **영구성장률** : 소비자 물가지수 상승률 수준인 3%로 가정하였다.
- c. **자기자본비용** : 5년치 월별 베타와 7%의 한국시장프리미엄을(추정치) 바탕으로 CAPM을 이용하여 10.44%로 계산하였다.
- d. **WACC** : 차입금 장부가치와 주주지분 시장가치를 바탕으로 8.84%로 계산하였다.
- e. 1주당 영업가치가 118,064원이 나오고 이에 1주당 잔로지분가치인 33,214원을 가산하여 보통주 적정주가를 151,278원으로 계산하였고, 이는 5월 4일 증가인 123,000원을 기준으로 약 23%의 안전마진을 가지고 있다.

V. 왜 우선주인가?

보통주와 우선주의 차이점은 의결권과 배당에 있다. 구체적으로 보통주가 유리한 점은 의결권을 가지고 있다는 점이고, 우선주는 고배당이라는 점에서 보통주보다 매력적이다. 따라서 보통주보다 우선주가 매력적이기 위해서는 의결권이 크게 이슈화되지 않으면서 안정적이고 지속적인 배당이 필요하다. 이에 대한 검토를 아래에서 하도록 한다.

우선 의결권이 중요해질 시기는 M&A가 이슈화 될 때이다. 그러나 하이트맥주의 경우 대주주와 특수관계인, 자사주를 합치면 지분율이 38%로 안정적인 경영권을 확보하고 있다는 평가를 받는다. 또한 대주주의 경우 지분을 매각하는 경우는 거의 없다는 점, 자사주를 매각할 경우에는 우호적인 상대에게만 매각한다는 점에서 38%가 지속될 것으로 예상된다. 따라서 M&A가 이슈로 부상하지는 않을 것이라고 판단된다.

안정적이고 지속적인 배당가능성은 하이트맥주가 수행하고 있는 비즈니스 모델을 검토함으로써 예상할 수 있다. 하이트맥주는 맥주시장에서, 진로는 소주시장에서 모두 50%를 상회하는 시장점유율을 차지하고 있으며, 현재는 심한 규제 때문에 효과가 미미하지만, 2010년 이후에는 양자의 시너지 효과도 클 것으로 예상된다. 따라서 지속적인 배당은 충분히 가능하며, 기업이 성숙기에 접어들면 그 수준도 현재의 수준을 상회할 것이다.

1. 우선주 Valuation 방법

우선주의 Valuation에 있어 다음의 두 가지 방법을 생각해 볼 수 있다.

- ① 주식을 보유함으로써 받는 미래의 배당금을 할인하는 방법

② 보통주와의 괴리율을 통해 우선주의 적정주가를 구하는 방법

우선 미래의 예상 배당금을 할인하는 방법을 살펴보도록 한다.

이 방법은 미래에 하이트맥주가 성장을 거쳐 성숙한 기업으로 변하고, 기업의 부도가능성이 낮아질 경우, 기업의 다른 영업활동은 고려하지 않고 주주에게 지급하는 배당금만을 통해 주식의 가치평가를 하는 방법이다. 따라서 이 방법은 성숙기에 들어간 기업의 우선주를 평가하는데 있어 우선주를 만기 없는 채권(Consol)으로 간주하여 다른 가정이 도입될 필요 없이 적절하게 산출된 이자율과 배당금만을 예측함으로써 Valuation을 수행할 수 있다.

3단계로 나누어 Valuation을 수행하는데 우선 규제가 존재하는 2010년을 첫 번째 기준으로 2010년까지는 현재의 배당률은 액면가 23%로 배당을 수행하고, 2단계는 우선주 배당률이 매년 1%씩 상승하여 상위 20개사의 평균 배당률인 72%에 도달하는 2060년과 이후 영속적으로 72%로 액면가 배당을 한다고 가정한다.

- 1 단계 (2007 ~ 2010) : 현재의 배당률인 액면가 대비 23%로 유지
- 2 단계 (2011 ~ 2060) : 23%부터 매년 1%씩 배당률 상승하여 2060년 72% 도달
- 3 단계 (2061 ~) : 72%로 배당률 유지

이 경우 우선주의 가치는 할인률을 안정적인 은행이자율인 5%부터 보통주의 자본비용인 9%까지 적용시킬 때, 8,000원 ~ 38,000원 정도가 적정주가로 판단된다.

두번째로는 보통주와의 괴리율을 통해 적정주가를 찾아보도록 한다.

일반적으로 보통주와 우선주의 괴리는 자본시장이 선진화될수록 적어진다고 한다. 따라서 미국의 경우 괴리율이 10% 정도밖에 안되지만, 자본시장이 후진적인 그리스와 이탈리아의 경우는 괴리율이 60%에 달한다. 하지만 이 경우 우리나라가 전 세계에서 자본시장이 어느 정도로 선진화되었는지를 판단할 수 없으므로 전세계적으로 비교하는 것은 불가능하다고 생각한다.

따라서 국내의 주식들 간 비교를 하기 위하여 증권거래소에 상장되어있는 주식을 대상으로 최대한 편의를 없애기 위해 하이트와 비슷한 규모 - 시가총액 1조 5000억원 이상, ROE 7% 이상 - 의 기업들을 찾아 보통주와 우선주의 괴리율을 살펴보는 방법을 선택하였다.

종목명	시가총액(억원)	ROE(%)	보통주주가	우선주주가	괴리율(%)
SK 네트워크스	90,973	41.90	25,400	17,800	29.92

LG 화학	29,989	12.61	56,500	28,500	49.56
우리투자증권	28,984	13.63	22,900	12,600	44.98
LG 생활건강	20,347	15.77	121,500	45,800	62.30
현대차	173,024	9.81	62,200	32,150	48.31
S-Oil	79,231	30.93	73,700	56,400	23.47
삼성전자	1,012,545	18.67	576,000	436,500	24.22
CJ	38,316	9.04	102,500	73,267	28.52
대우증권	37,234	27.11	21,700	11,000	49.31
현대건설	63,087	25.34	57,200	25,800	54.90
삼성화재	81,402	8.94	172,000	84,900	50.64
대림산업	27,960	10.54	117,500	52,300	55.49
대신증권	16,040	11.44	23,700	13,650	42.41
SK	94,695	17.27	109,000	74,100	32.02
현대모비스	73,724	21.04	78,100	44,150	43.47
유한양행	16,520	10.56	155,000	131,000	15.48
삼성중공업	51,516	7.43	32,200	39,500	-22.67
대한항공	25,771	9.11	48,800	23,000	52.87
현대제철	28,769	14.46	41,350	34,000	17.78
한화	26,320	24.98	45,400	21,700	52.20
LG	52,062	10.06	35,100	19,700	43.87
아모레퍼시픽	36,493	7.03	620,000	240,000	61.29
한국금융지주	26,791	39.56	60,000	35,475	40.88
GS	28,317	16.31	44,150	25,400	42.47
			Average		39.32
하이트맥주	23,352	8.64	123,000	45,500	63.01

그 결과는 위와 같으며, 위의 평균은 하이트맥주 제외된 평균이며, 우선주가 여러 종류일 경우 단순 평균을 수행하였다. 이 표를 해석하면 한국에서 대기업이라고 볼릴 수 있는 기업들의 보통주와 우선주의 괴리율은 39.32%이고, 따라서 하이트 맥주의 경우도 보통주의 적정 Valuation이 나왔다면, 그 가치에 60.68(=100-39.32) %를 곱하여 우선주의 적정 주가를 도출할 수 있다는 의미이다.

우리 팀에서 수행한 Valuation 결과 보통주의 적정주가는 151,278원이 도출되었으므로, 우선주의 적정주가는 91,795원으로 도출되고 이는 5월 4일 종가인 45,500원을 기준으로 102%의 안전마진이 존재한다.

VI. 결론

하이트맥주는 2005년에 진로를 인수함으로써 주류시장의 양대 산맥인 맥주와 소주시장에서 독보적인 1위 업체로 발돋움했다. 특히 하이트맥주와 진로의 지역적 우위가 서로 보완되면서 향후 2010년 이후 규제가 풀릴 때쯤이면 현재보다 더욱 높은 독점력을 행사할 수 있을 것으로 판단된다. 하지만 하이트맥주의 현재 PER나 PBR은 상당히 높은 수준으로 형성되어 있어서 선뜻 투자하기가 힘든 상황이다. 이에 우리는 우선주와 보통주 주가 괴리율이 평균치를 훨씬 상회한다는 아이디어를 바탕으로 동 주식에 관한 조사를 시작하였다. 아직 우선주에 대한 제대로 된 평가방식이 정착되지 않았고, 국가별, 경제 상황별로 다른 특징을 보이고 있기는 하지만, 국내 기업들이 점차 투명해지고 주주 정책을 적극적으로 수행해 감에 따라 우선주 가치가 점차 부각될 수 있을 것이라고 판단한다. 이에 유사규모의 다른 기업 우선주에 비해 괴리율이 현저히 차이가 나는 하이트맥주 우선주를 매수하는 것을 추천하는 바이다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.