

2010년 4월 3일

하이트맥주(103150)

BUY

맥주산업의 우등생, 하이트맥주의 힘찬 도약은 이제부터다!

◎ 10년간 국내 맥주 시장 점유율 1위를 고수해온 하이트맥주!

- 국내 맥주시장의 56%를 점유하고 있는 명실상부한 리딩 컴퍼니로서의 메리트를 지니고 있다.
- 주류산업의 특성 상 맥주시장은 진입장벽이 상당히 높은 편이고, 복잡한 시장구조의 리딩컴퍼니만이 가지는 가격결정력이 동사를 가늠할 수 있는 가치포인트이다.

◎ 2010년 경기 회복의 수혜주

- 맥주는 대표적인 정상재로서, 경기순환적인 특성을 지니고 있다. 2009년도 3분기를 기점으로 국내 경제는 플러스 성장을 하기 시작했고, 이에 따라 2010년도에는 맥주시장의 확대가 본격적으로 가시화된다.
- 경기회복과 함께 2010년도 월드컵 특수는 하이트 맥주의 단기적 측면에서의 매출액 상승에 주요인이 될것임이 분명하다.

◎ 1분기 주가하락, 단지 우려에 불과하다.

- 2달전에 비해 현재 주가가 17%이상 하락했지만, 기업의 펀더멘탈에 대한 변화는 없다.
- 4분기 실적 어닝 쇼크 및 남은 모회사 풋백 옵션에 대한 우려는 단지 지나친 우려에 불과하다. 이후에 동사의 경쟁력과 자금력으로 위기를 막을 수 있다.

◎ 진로와의 시너지 효과를 통해 주류업계 공통으로

- 소주계의 거성 진로소주와 하이트맥주와의 결합.
- 유통망 결합 효과로 효율성 극대화!

적정주가:

181,500원

현재주가:

141,000원 (4/2 기준)

상승여력: 28.72%

시가총액 1조 3485억원

ROE 11.79%

ROA 4.38%

영업이익률 17.94%

배당수익률 1.5%

P/E Ratio 11.61

P/B Ratio 1.69

주요주주:

하이트홀딩스(31.30%)

박문덕(6.25%)



SMIC 리서치 3팀

팀장 황용주

팀원 안성혜

주은환

하명수

한욱

0. 주가의 하락, 그리고 오해

최근 3개월간 동사의 주가추이를 살펴보면 고점이었던 1월 4일 170,000원 대비 17%이상 하락하였다. 맥주사업을 통해 안정적인 현금흐름을 창출하며, 10여년 이상 국내 맥주 시장에서 점유율 1위를 기록하고 있던 동사에 무슨 일이 있었던 것일까?

1. 4분기 어닝쇼크 반영

동사는 2009년 4분기에 매출액은 -21억, 점유율에서 -3% 가까이 하락을 기록하며 어닝쇼크를 기록했다. 실제로 각종 증권사와 매체에서는 동사의 마이너스 실적과 점유율 하락에 따라 적정주가를 낮추었으며 비관적인 전망을 내놓기 시작했다.

2. 풋백 옵션의 만기 도래

동사는 2005년 진로를 인수하기 위한 자금 조달을 위해 풋백옵션을 계약했다. 그리고 이 옵션의 만기는 2010년 3월 31일, 그리고 4월과 7월이다. 시장에서는 지난 1월 금호가 대우건설을 인수하기 위해 맺었던 풋백옵션이 부메랑이 되어 돌아와 어려움에 처하는 것을 똑똑히 지켜보고 있었다.

본 리서치팀은 동사에 대해 간략하게 소개한 후 위에서 언급한 것들은 지나친 기우였다는 점을 밝혀보겠다. 그리고 바로 지금이 동사의 주가가 저평가 되어있는 시점이라는 것을 보여줄 것이다.



출처: SMIC research team 3.

I. Introduction-하이트맥주

1. 국내 주류시장과 맥주시장

주류업 시장의 현황

국내 주류업 규모는 수입주류를 포함하여 4.3조원(수입 주류 포함, 주세 미반영)에 이른다. 국내 주류업에서 맥주와 소주가 각각 1.73조(40%), 1.35조원(32%)의 규모를 차지하고 있다. 국내 주류업 시장은 출고량 기준으로 2004년 이후 연평균 1.9%로 성장하다가 2008년 경제위기를 겪은 이후 2009년에는 -4.6% 성장을 기록하였다.

국내 맥주시장의 구조와 진입장벽

국내 맥주 시장의 경우 동사와 OB맥주(카스)가 독점하고 있다. 최근 공정거래위원회에서 주류제조업체의 면허기준을 완화하여 신규사업자의 진입을 통해 맥주시장에서의 경쟁을 유도하고 있지만 이는 쉽지 않아 보인다. 왜냐하면 기존에 진입해있던 동사와 OB맥주는 이미 규모의 경제를 이루었고, 전국에 걸친 유통망을 이미 확보했기 때문이다. 따라서 맥주산업의 경우 진입장벽이 높다고 볼 수 있다.

차트 2. 국내 주요 주류 출고량 추이 (단위 : 1000KL)

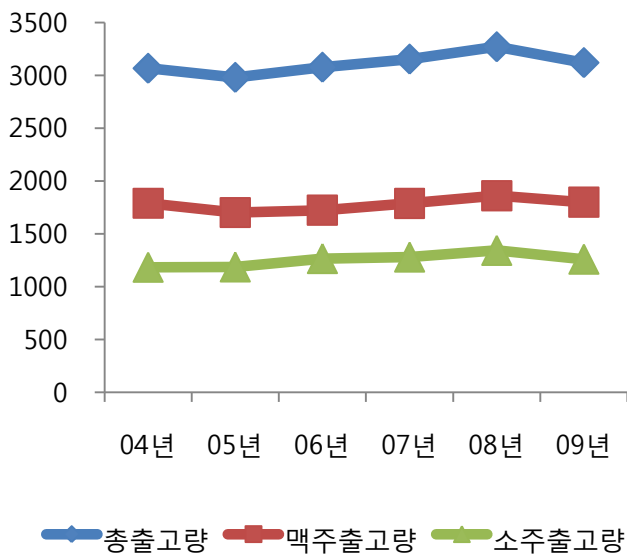
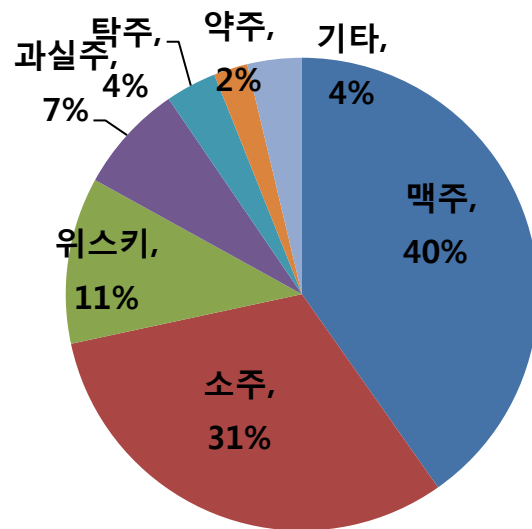


차트 3. 2008년 주류별 비율(단위 : %)



출처: SMIC research team 3 Database

출처: SMIC research team 3 Database.

2. 국내 맥주 시장의 Top-pick, 하이트맥주!

(1) 동사의 1 위 등극 스토리

동사는 천연암반수를 앞세워 시장 점유율 1위에 올라섰다

동사는 2008 년 7 월 1 일 구)하이트 맥주가 인적분할하여 설립된 신설법인이다. 1993 년 하이트 맥주가 출시할 당시에만 해도 OB 맥주가 맥주의 대명사로 시장을 완전히 장악하고 있었다. 하지만 1991 년 일어났던 OB 맥주 계열사의 폐놀방류 사건이 불매운동으로까지 불거지며 깨끗한 환경에 대한 관심이 고조되었다. 동사는 이러한 사회적 흐름을 감지하고 '순수함을 담은 천연 암반수로 만든 순수한 맥주' 하이트를 선보이며 '그린 이미지'로 소비자에게 어필해 좋은 반응을 얻었다. 난공불락의 OB 맥주를 제치고 당당히 점유율에서 1 위를 차지했다. 2001 년 경쟁사의 점유율이 14.9%가량 크게 올랐지만 OB 맥주와 카스의 합병으로 인한 것이기 때문에 동사의 점유율엔 영향을 미치지 못하였고 최근 14 년간 50%를 넘는 수치로 맥주시장 점유율 1 위를 유지하고 있다.

(2) 10년 이상 점유율 1위를 달릴 수 있던 경쟁력

현실에 안주하지 않고 깨끗한 이미지를 강조하고 신제품을 개발했다

동사는 맥주시장이 복점형태로 바뀐 이후 철저한 소비자조사 및 시장조사를 바탕으로 광고와 상품개발에 투자를 해왔다. 동사의 1위 등극의 주역인 "천연암반수"를 통해 맥주의 90%가 물이라는 점을 공격적으로 어필하여, 사람들에게 깨끗한 맥주의 이미지를 심어주었다. 한편으로는 제품연구를 통해 주조법을 바꾸어 새로운 제품을 내놓았다. 설립 당시 OB맥주의 장악력에 맞서기 위해 하이트를 고집하던 동사는 그간의 기술력을 총동원하여 야심차게 '100% 보리맥주 MAX'를 선보였다. 'MAX'는 불과 2년 만에 기존 시장의 다른 제품을 제치고 Top3의 반열에 오르며 동사의 맥주시장 점유입지를 굳혔다.

맥주의 품질유지를 위해 지속적인 연구를 하고 있다

동사의 또 다른 경쟁력은 첨단 기기를 이용한 끊임없는 연구와 품질관리를 통한 공법 개발 및 기존제품의 품질향상 의지이다. 국내 최초의 비열처리 맥주를 개발했으며, 여과 시의 온도를 영하로 유지해 맥주의 신선도를 높여주는 콜드존 여과공법, 제조공정에서 산소의 접촉을 극소화하는 산소 차단 시스템 등 최신 공법의 도입으로 동사만의 맞춤형 발효시스템인 신선도 유지시스템을 강화해 소비자들의 니즈를 충족시켰다. 1위의 자리를 유지하기 위해 소비자의 욕구를 채워주는 지속적인 미생물 및 효모에 관한 연구는 동사가 14년간 1위의 자리를 유지할 수 있게 했으며 앞으로의 전망에도 큰 요인이 될 것이다.

II. 추가하락에 반영된 세 가지 요인

1. 4분기 실적 쇼크는 일시적인 실적 감소에 불과하다.

(1) 국내 맥주 출고량과 하이트 맥주의 점유율이 4 분기에 크게 감소했다. 왜??

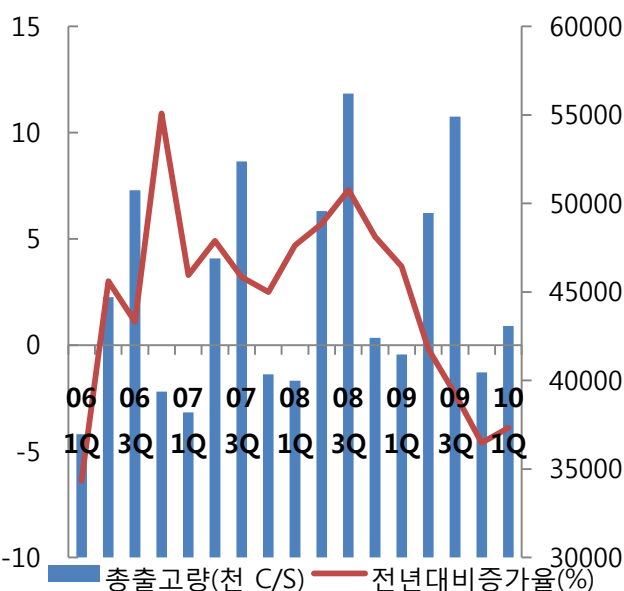
맥주는 계절의 영향을 많이 받는다

우선 국내 맥주 출고량은 전통적으로 계절에 많은 영향을 받는다. 가장 더운 7-8월이 포함 되어 있는 3분기에 출고량은 최고점을 찍고, 4분기에 급격히 떨어진다. 그래프에서도 보이듯이 (차트1) 맥주의 총 출고량은 2008년 대비 2009년에 다소 줄어든 모습을 보인다. 이에 대한 가장 큰 이유는 뒤에서도 언급하겠지만 맥주 시장의 점유율 약 57%를 차지하고 있는 하이트 맥주의 재고 처리를 위한 출고량 감소(특히 4Q의 -4.6%)와 막걸리 시장의 성장 등 일 것이다.

막걸리는 맥주보다는 소주의 대체재이다

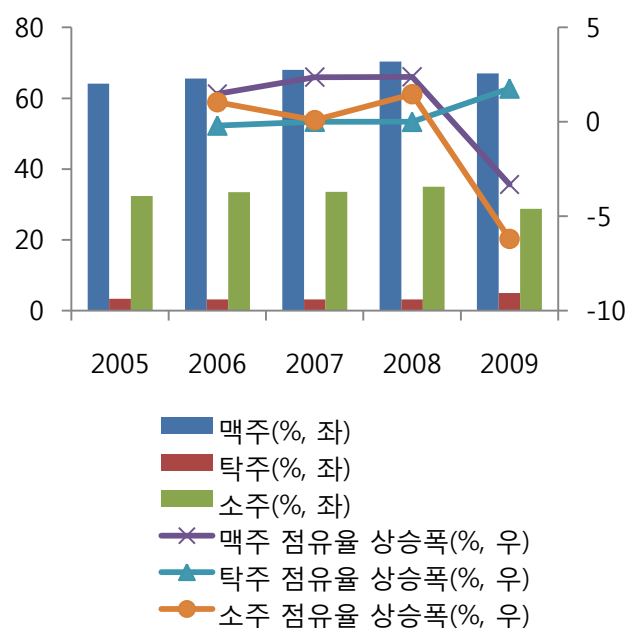
막걸리 시장의 경우, 개인의 주류 소비 행태가 저가와 웰빙 컨셉으로 변화하고 막걸리 소비 증가가 매체를 통해 부각되면서 대중적 유행으로 확장되고 있다. 앞으로도 막걸리의 소비가 꾸준히 증가할 것으로 예상되나, 경기 회복기로 접어들면서 개인의 주류 소비는 주요 주류인 위스키, 맥주, 소주로 전환될 것이다. 또한 차트2에서 보듯 막걸리 자체적으로 50%가 넘는 성장을 하여 주류에서 점유율을 약 2%정도 증가시켰으나 워낙 주류시장에서 차지하고 있는 비중이 작기 때문에 맥주 시장에 미치는 영향은 미비할 것으로 보인다. 또한 소주 점유율 하락 폭이 더 큰 것을 통해 막걸리는 맥주보다는 소주의 대체재로서의 성격이 강하다는 것을 알 수 있다.

차트 4. 국내 맥주 분기별 출고량 및 증가율



출처 : 하이트맥주 사업보고서, SMIC research team 3.

차트 5. 각 주류의 시장 점유율 및 상승폭



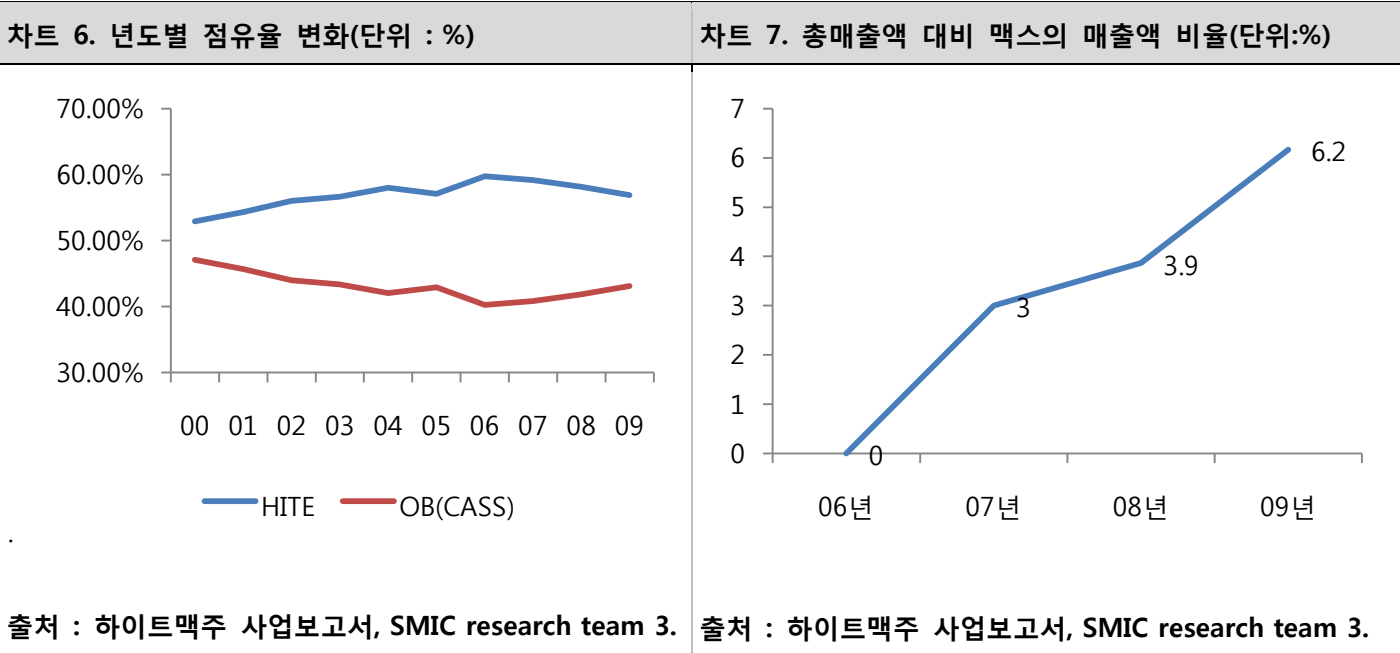
출처 : 한국주류산업협회, SMIC research team 3.

동사는 2000년 52.93%부터 점차 점유율을 늘려 2006년 최고 62.2%의 점유율을 기록하였다. 그러나 시간이 지날수록 점유율이 하락하여 09년 4분기에는 53.6%로 최저를 기록했다. 이는 지난해 5월과 8월에 오비맥주가 파업 전 영업 중단을 대비해서 일시적으로 출고를 증가시켜 4월과 7월에 동사의 점유율이 일시적으로 하락한 것과 4분기에 유통재고 소진을 위해 동사가 강제적으로 연말 출고량을 조절하여 3%의 점유율 하락이 한 것이 반영됐다.

(2) 이후에도 점유율 감소가 지속되지는 않을까?

현재 적정 점유율은 57.5%로, 10년 1분기부터는 적정 점유율을 유지할 것으로 보인다.

경쟁사 오비맥주사는 마케팅을 통해 젊은 사람들을 공략을 하고 있다. 맥주의 주 소비층이 20-30세인 것을 감안하였을 때, 이는 하이트 맥주에게 위협이 될 것이라 생각되나 하이트맥주 역시 적극적인 마케팅 전략과 MAX라는 브랜드를 앞세워 이에 대응하고 있다. MAX는 우수한 품질과 기술력으로 맥주 시장에서 맥주 브랜드로서의 인지력을 넓혀가고 있다. 앞으로 시장에서 MAX가 지금과 같은 성장세로 성장할 것을 가정하고, 재고 정리로 인한 점유율 하락 분을 고려했을 때 적정 점유율은 약 57%로 10년 1분기부터는 적정 점유율을 유지할 것으로 보인다.



2. 모회사의 풋백 옵션에 대한 지나친 우려

현재 모회사 하이트 홀딩스의 풋백 옵션 이슈는 마무리 국면이다. 신용협동조합의 풋 옵션 해결에 필요한 594억원은 자회사 배당으로 충분히 충당이 가능하다..

표1. 하이트홀딩스 자회사 배당금액				표2. 신규 FI의 진로 주식 매입 현황						
				신규 FI의 진로 주식 매입 현황						
	보유주식	배당액	총금액(억)	매수자	매수일	주식수 (만주)	매수가격 (주당, 원)	총매수액 (백만원)	보장 수익률	풋옵션 행사기간
하이트맥주	2993	2750	82.3	신협중앙회	09.06.18	110.0	53,200	58,520	6.00%	2010.4.20~7.20
진로	22,990	2000	459	리일디더블유	09.06.19 09.06.24	441.6	52,282	230,877	5.45%	2010.7.19 ~2011.4.18
타 자회사	-	-	200-300							
총합			741.3							
출처 : 하이트 홀딩스, SMIC research team 3.				출처 : 하이트 홀딩스, SMIC research team 3.						

풋백 옵션 해결을 위한 금액은 2979억원, 자회사 배당과 보유지분 매각 및 해외교환사채 발행으로 해결 가능하다

리얼 디더블유의 풋옵션 해결에 필요한 금액으로 하이트 홀딩스는 보유 주식 매도와 해외 교환 사채(EB) 2억달러 발행준비하고 있다. 2억달러는 환율 1129원 (10.3.31 현재)로 계산하였을 때, 2258억원에 해당한다. 교환 사채 발행이 실패한다 해도, 우선적으로 갚아야 할 금액 3000억은 풋백옵션의 물량을 현재가 매각으로 1950억, 진로의 현재 보유 지분 54.19%에서 9% 정도 매각을 한다면 1300억을 벌어들여 충분히 해결이 가능하다.

표3. 풋백옵션 처리시 예상 손실비용			
	보장주당액(원)	주식수	소요금액(억)
신협	55847	1100000	-615억
리일	55375	4416000	-244,5억
		우선 갚아야 하는 금액	-3061억
주가(4/2)	총 주식수		
35200	5516000	추가 소유 지분액	+194,163,200,000
		계정상 손실 비용	-111,804,500,000
			차액 1118억

출처: 한국주류산업협회, 통계청 SMIC research team 3.

III. Why "Hite Beer"?

지금까지 두가지 시장의 오해인 4분기 어닝쇼크, 풋백옵션의 위협의 실체를 파헤쳤고 동사의 펀더멘털에는 문제가 없음을 분석했다. 지금부터는 현재 동사의 상태가 왜 저평가 상태인지, 즉 앞으로 동사가 어떻게 잘 나갈 것인지 알아보자.

1. 복잡적 구조에서 나오는 가격결정력(P↑)

국내맥주시장의 높은 진입장벽

국민건강보호정책, 경쟁력 강화 측면의 산업육성정책 등으로 인해 보호와 규제를 동시에 받고 있는 산업이다. 이는 국내맥주시장에도 진입장벽(entry barrier)이 형성되어 있음을 말해준다.

복잡적 시장구조 안의 시장점유율 1위 기업이 가지는 가격결정력

이런 환경 아래서 동사는 99년도 이후, 지속적으로 시장점유율 50%를 상회하였으며, 08년도에는 58.2%의 점유율을 차지하며 명실상부한 국내맥주시장의 리딩컴퍼니로 자리매김하고 있다. 국내시장은 크게 하이트맥주, 오비맥주 그리고 수입맥주로 플레이어를 나눌 수 있다. 차트1에서 보이는 것처럼 실질적으로 동사는 점유율 2위 기업인 오비맥주와 복잡적 구조를 이루고 있다. 물론 국가물가정책에 영향을 받는 측면은 있지만, 복잡적 구조 상 가격 결정에 우위를 점하고 있다는 측면은 안정적인 매출상승에 기여할 수 있는 포인트이다. 06년도부터 10년까지는 사실 이 부분에서 충분한 메리트를 누리지 못하였다. 그 이유는 진로 인수 조건으로 공정거래위원회로부터 받았던, 5년간 물가상승률이상의 판매가 인상 불가 규제를 받았기 때문이다. 동사는 2009년 12월에 가격을 2.68%올린바 있는데 차트 9와 함께 비교해보면 맥주 출고가격은 대부분 소비자물가지수 상승률보다 아래 있다는 점을 알 수 있다. 11년도부터 규제가 풀린다는 점에서 하이트맥주의 탄력적인 출고가격 조절이 가능해질 것으로 예상된다.

2. 비용절감(C↓) 을 통한 수익성 향상

매출원가의 절반을 차지하는 재료비

하이트맥주의 매출원가는 크게 재료비(50%), 제조경비(40%), 노무비(10%)로 분류된다. 맥주시장의 성장성이 비교적 안정적이라는 특성으로 보았을 때, 비용절감을 통한 영업이익 극대화는 플레이어의 경쟁력을 가늠할 수 있는 좋은 포인트이다.

안정적인 맥아가격추이와 장기계약방식을 통한 재료비 안정화

우선 단기적으로는 2010년에 이미 전년대비 낮은 재료비로 계약을 체결하였고, 장기적인 관점으로는 안정적인 재료비 계약이 기대된다. 맥주의 주원료는 맥아, 호프, 보리이다. 이는 하이트맥주의 매출원가가 세계곡물시장가격에 의해 민감하게 영향을 받음을 의미한다. 하지만 차트11에서와 같이 신재생에너지 원료로 각광받고 있는 옥수수, 사탕수수와는 달리 맥아는 쓰임새가 제한되어 있기 때문에 가격변화가 다소 안정적이다. 더 불어서 동사는 단기보다는 1년 단위로 맺는 장기계약비중을 늘림에 따라 곡물가격 리스크를 최소화하는 전략을 사용하고 있다. 이미 2010년 3월부터, 2011년 2월까지의 전

년 497달러/톤보다 낮은 가격인 400~430달러/톤에 계약한 맥아가 투입되는 기간으로 매출원가절감이 기대된다.

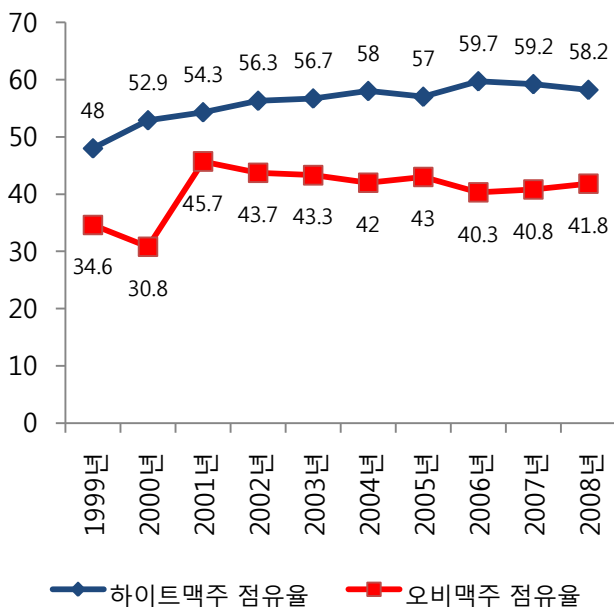
환율이 하락안정세를 찾아감에 따라 전년 대비 수입용 곡물 재료비도 낮아지고 있다.

재료 공급처는 국내용 맥아와 수입용 맥아로 구분되어 있다. 향후 국내 맥아시장의 쇠퇴에 따른 내수시장이 줄어들 것이라는 점을 감안할 때, 수입용 맥아 비중이 더욱 증가할 것으로 보인다. 따라서 환율도 원가에 영향을 줄 수 있는 중요한 변수로 고려된다. 일단 2009년도 미국경제 악화, 한국경제의 빠른 턴어라운드, 위안화 절상이슈 등의 영향아래서 1,100~1,200원대의 안정적인 환율 흐름을 보이고 있다. 2010년에도 본격적인 한국경제회복세와 국내투자시장의 매력도 증가라는 부분이 부각되는 시점이라고 볼 때, 안정적인 환율추이가 예상된다.

진로유통망 합병이 가시화됨에 따라 판매관리비 절감을 통한 영업이익 증가가 기대된다.

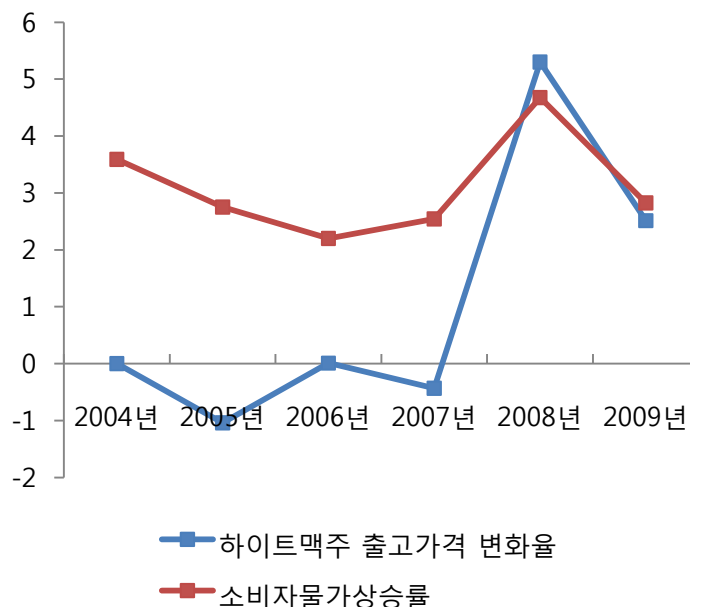
동사는 2009년 기준 판매관리비로 3350억을 지출했다. 이는 매출원가로 지출된 4990억 원의 약 68%에 해당하는 금액으로 동사의 비용구조에서 차지하는 비중이 큼을 의미한다. 10년도부터 공정거래위원회로부터 받은 규제 중 하나인 진로와의 유통망 합병이 가능해진다는 점에서 판매관리비 절감효과가 기대된다. 이미 두 기업은 전사적자원관리(CRM) 시스템을 기반으로 한 생산, 판매, 물류, 경영관리 등 각 부문에 걸쳐 별도로 운영되던 시스템을 하나로 통합하였고, 규제 가 풀림에 따라, 종합주류도매상을 장악하는 강력한 유통망 구축이 가능해진다. 아울러서 진로와의 공동마케팅, 물류센터 통합은 마케팅비, 촉진비, 물류비 등 판매관리비 절감을 통한 영업이익 확대가 예상된다.

차트 8. 하이트맥주 vs 오비맥주 시장점유율 추이(%)



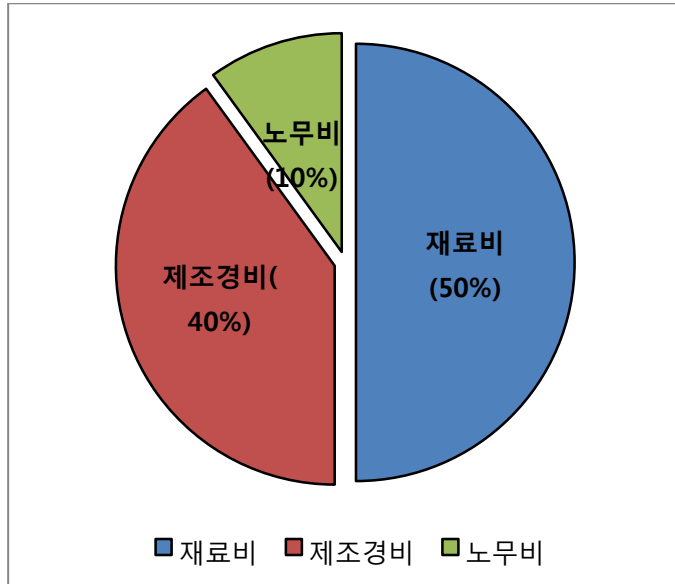
출처: 한국주류산업협회, SMIC research team 3.

차트 9. 소비자물가 상승률과 맥주출고가격 변동율



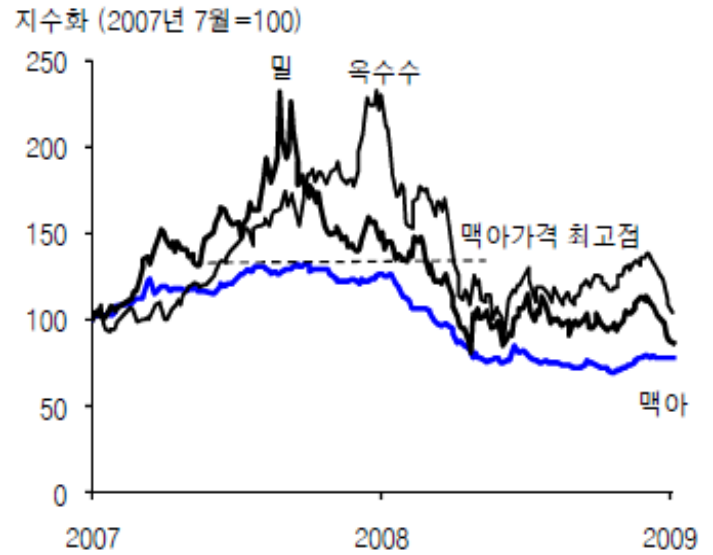
출처: 한국주류산업협회, 통계청 SMIC research team 3.

차트 10. 하이트 맥주의 매출원가 비중



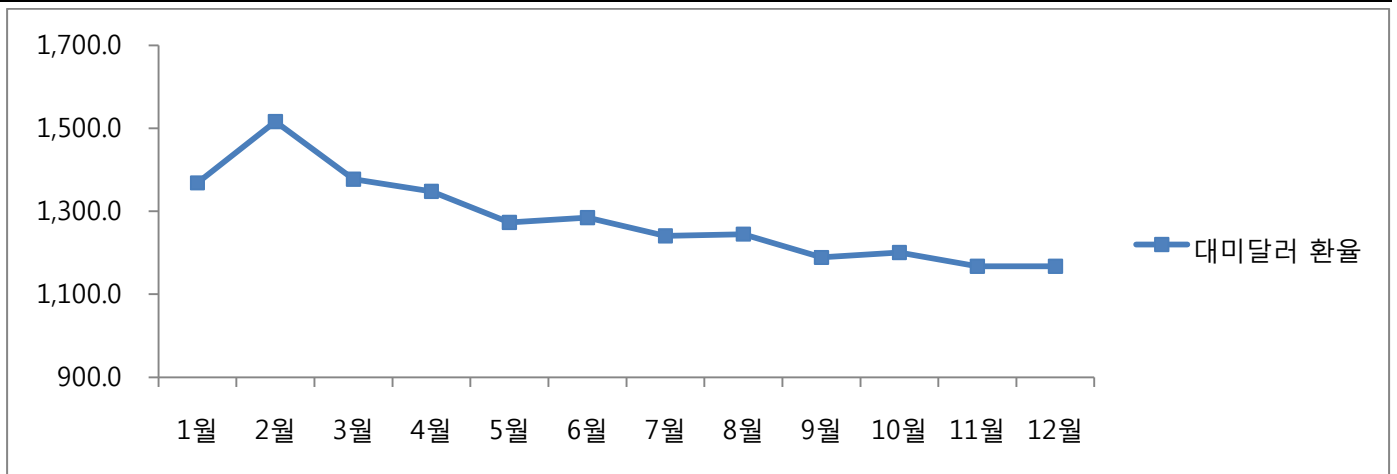
출처: 하이트 맥주, SMIC research team 3.

차트 11. 맥아 vs 곡물가격 변동 추이



출처: 삼성증권

차트 12. 2009년도 대미달러 환율 추이 (단위 : 원)



출처: 통계청, SMIC research team 3.

3. 국내경기회복과 월드컵 특수로 기대되는 출고량 증대(Q↑)

경기순환적인 특징을 갖는 맥주산업

맥주는 대표적인 정상재적 성격을 가진 소비재이다. 차트 6에서 보듯이, 00년~08년도 사이의 맥주출고량 추이는 GNI, 개인가처분소득 추이와 강한 선형관계를 보이고 있는 점이 맥주산업과 경기의 연관성을 말해준다. 차트 7에서 처럼 명목GDP와 소비자기대지수는 금융위기를 전후로 해서 악화되는 국내경기상황을 보여주었다. 특히 08, 09년 1분

기에는 각각 전 분기대비 8.4%, 9% 하락율을 보였다.

2010년도 3분기부터 본격적으로 소비확대 기대되는 맥주시장

그러나 국내경기가 수출을 중심으로 회복세를 찾아감에 따라 09년도에는 1분기 대비 4분기 GDP상승률 21%를 기록할 정도로 안정세를 찾아간다. 이를 통해 전반적인 경제흐름이 뚜렷한 회복국면으로 넘어가고 있음을 알 수 있다. 6개월 후의 소비동향을 보여주는 소비자물가지수는 09년 3분기를 기점으로 100을 넘어 4분기에는 115까지 상승하였다. 이는 맥주소비변화가 6개월 후행한다는 특성과 비교해 보았을 때, 10년도 3분기가 본격적인 맥주소비가 확장세를 펴는 시점이 될 것으로 판단된다.

2010년도 월드컵 효과로부터 예상되는 하이트맥주 매출액 증가

2010년에는 또 하나의 호재가 예정되어 있다. 바로 월드컵 특수이다. 맥주 시장의 주 타겟층인 스포츠를 즐기는 젊은 층의 응원참여 증가와 거리응원문화에서 가장 부담 없이 즐길 수 있는 주류가 맥주라는 점은 월드컵 특수를 통한 동사의 매출액 증가를 기대하게 한다. 실제로 2002년도 6월 달 전체 맥주소비증가는 전년동기대비 312만상자(17%) 증가하였다. 당시 하이트의 시장점유율을 적용해 계산해 나온 결과 6,7월 두 달간 633억원의 순 월드컵효과를 보인 것으로 나타났다. 동사의 2002년도 총매출액의 3.7%에 달하는 부분을 순 월드컵효과로부터 얻었다는 사실은 2010년 월드컵으로 인한 하이트맥주의 매출액 상승을 기대하게 한다.

차트 13. 경기변동에 따른 맥주출고량 추이

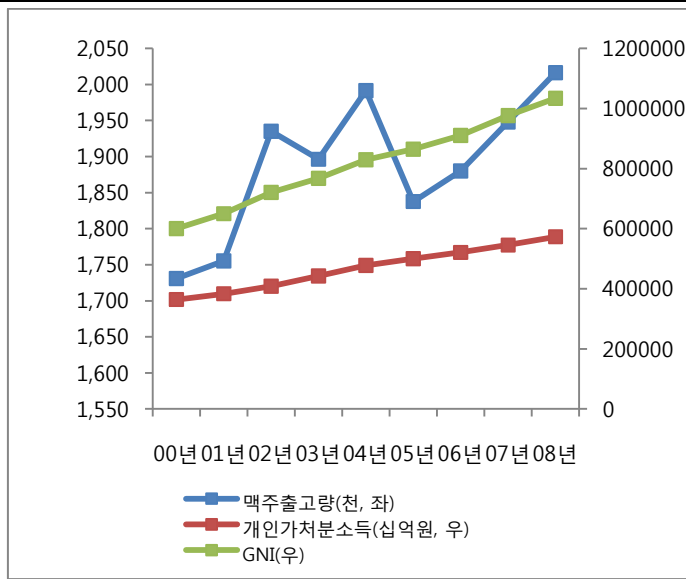
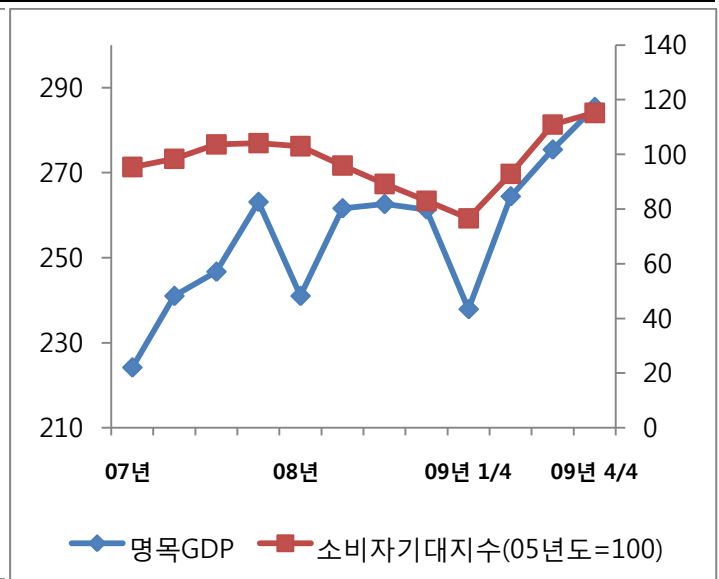


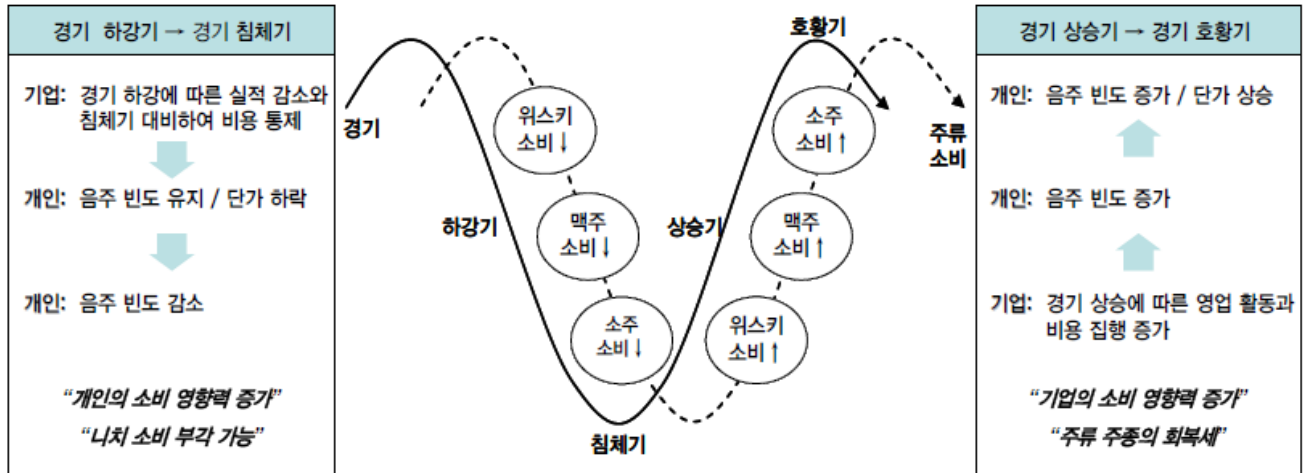
차트14. 명목 GDP와 소비자기대지수 흐름(단위,좌:조)



출처: 한국주류산업협회, 통계청, SMIC research team 3.

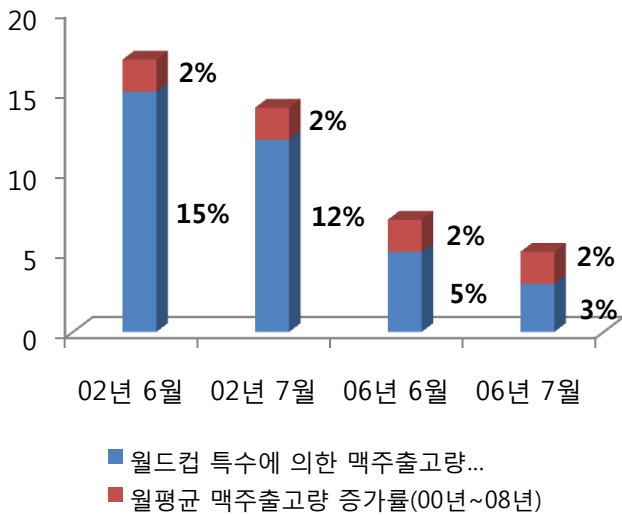
출처: 통계청, SMIC research team 3.

차트 15. 경기 변화에 따른 주류 주체 별 소비 변화



출처: 메리츠 증권.

차트 16. 월드컵 기간 전년동기대비 맥주소비량 증가분



출처: 한국주류산업협회, 통계청 SMIC research team 3.

4. 진로 인수로 인한 강력한 유통망 확보 시너지효과 - 규모의 경제

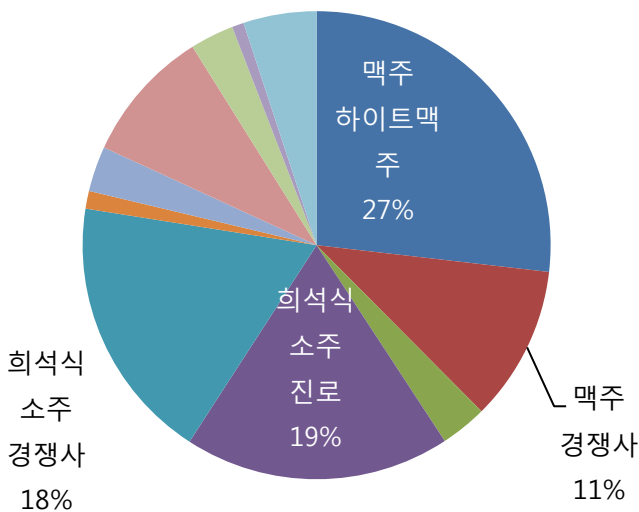
공정거래위원회의 규제가 풀리는 2011년 1월은 하이트맥주에게는 새로운 기회이다.

위에서도 언급되었는데 2005년 동사가 진로를 인수할 때 공정거래위원회는 4가지의 제약조건을 걸었다. 조건으로 첫째, 동사와 진로의 모든 주류가격을 5년간 소비자물가 상승률 이상 인상하지 않을 것, 둘째, 독점거래 방지를 위한 방안 마련, 셋째, 양사의 조직인력을 5년간 분리 운영할 것, 넷째, 양사의 주류도매상 물품 출고내역을 5년 동안 공정위에 보고할 것 등이다. 이러한 규제는 2011년 1월부터 해제되며 여기서 첫 번째와 세 번째 제약사항이 중요하다. 첫 번째 규제가 풀리면서 앞서 말했던 것처럼, 장기적으로 보았을 때 동사의 가격결정력을 높여주고 더 자유롭게 해줄 것이다.

동사는 진로의 강력한 수도권 유통망 확보를 통해서 시너지 효과를 얻을 수 있다.

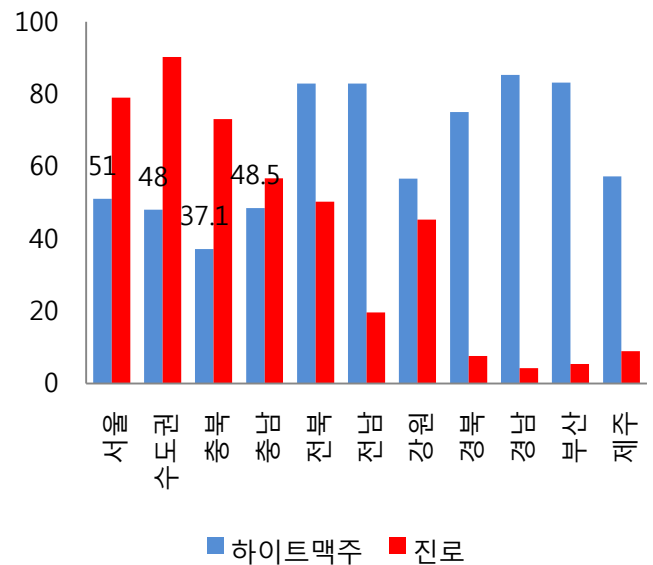
진로는 전체 주류시장의 19%, 소주 전체 시장의 50%를 점유하고 있는 대형 주류회사이다. 진로는 수도권과 강원, 충북, 충남, 전북 지역에서 50% 이상의 점유율을 기록하고 있으며 이는 강력한 유통망을 통한 시장지배력을 통해서 나타난 결과라고 볼 수 있다. 특히 진로가 가지고 있는 강력한 경쟁우위 요소는 주류 소비량이 가장 많은 서울과 경기도 지역에서 80% 이상의 시장점유율을 기록하고 있는 점이다. 이와 달리 동사는 진로가 경쟁력을 가지고 있는 서울, 경기도, 충청도 지역에서 오비맥주에 비하여 상대적으로 낮은 시장점유율을 기록하고 있다. 세 번째 규제가 풀리게 되면 동사와 진로의 유통망 통합이 가능해진다. 진로를 인수한 동사는 상대적으로 열세에 놓인 수도권 시장에서 진로의 강력한 유통망을 통해서 자사의 제품을 판매 촉진시킬 수 있을 것으로 예상된다.

차트 17. 전체 주류시장에서 진로와 동사 점유율



출처: SMIC research team 3.

차트 18. 지역별 진로와 동사 점유율



출처: SMIC research team 3.

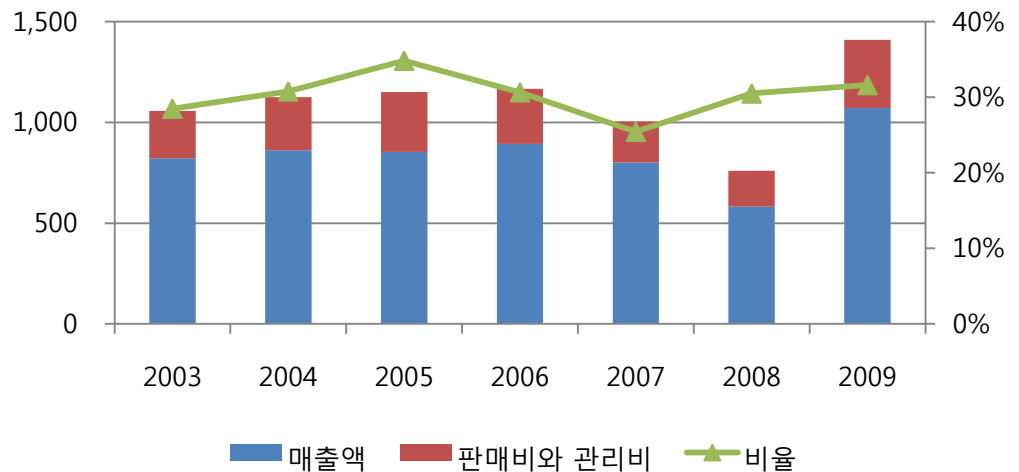
IV. Risk & Issue

1. 맥주시장의 과열경쟁과 마케팅 비용의 상승

맥주시장의 쌍두마차 동사와 오비맥주의 과열경쟁

맥주시장은 현재 동사와 오비맥주의 복점에 의해 시장이 양분되어 있다. 전체적인 시장 점유율은 09년 4분기 기준으로 동사 53%, 오비맥주 47%의 점유율을 보이고 있다. 이러한 복점형태는 두 회사간의 과열경쟁을 유발시켜 마케팅 비용의 상승 등 영업관련 판관비등을 증가시킬 위험이 있다. 초기 동사의 판관비 비용은 매출액대비 20%정도를 유지하다가 30%까지 증가한 후 그 비율을 유지하고 있다. 이러한 판관비는 진로와의 통합효과가 본격적으로 발생하는 2011년 이후부터는 통합된 유통망과 마케팅 채널을 사용한다면 상대적으로 매출액 대비 판관비는 줄어들 것으로 예상된다.

차트 19. 동사의 매출액 대비 판관비



출처: SMIC research team 3.

2. 환율 리스크 및 원자재

2010년 환율 하락과 원자재의 안정적 공급

동사는 전체 원재료 매입원가 3,580억원 중의 89% 가량을 외국에서 수입하고 있다. 특히 원재료의 수입으로 인하여 외화 지출이 많은 현금흐름 구조를 가지고 있기 때문에 환율에 변동에 따라서 매입채무가 급격히 증가하여 자금경색과 같은 문제가 발생 할 수 있다. 그리고 이러한 외화성 현금지출이 많은 구조는 동사의 재무구조를 부채가 많은 형태로 만들 수 밖에 없다. 또한 동사는 환율변동에 따라서 원재료 매입원가가 크게 변동할 수 밖에 없으며, 전체적인 매출원가의 증가로 이어질 수 밖에 없다. 이러한 매출원가의 증가는 동사의 영업이익률을 하락시키게 된다. 즉 환율에 의해서 동사의 수익성과 재무구조의 건정성에 많은 영향을 미치게 될 수 밖에 없는 구조를 가지고 있는 것이다.

이러한 환율 리스크에 대비하고자 당사는 거시적인 체계로 외화표시 부채 변동 내역을 정기적으로 파악하고 환율변화에 대한 부채 증감을 지속적으로 확인하는 체계를 가지고 있으며, 외화표시 부채의 정기상환 일시, 상환방법의 유동적인 변화를 통해서 환손실을 최소화 하고 있다. 또한 환율관련 변동 관련 자료수집을 통해서 환율변동을 예측하고 이를 통해서 부채의 조기상환 등을 시행하고 있다. 또한 원재료 등의 수입시기 및 대금결제방법, 대금결제통화의 유동적인 조정을 통해서 매입채무를 관리하고 있다. 또한 거래의 규모가 큰 경우에는 환 위험회피 및 감소를 위해서 통화선물 및 환율변동에 대한 환헷지 상품에 가입하여 환율 리스크를 줄이고 있다.

당사가 가입한 환헷지 상품은 2009년 4월 8일부터 2010년 4월 8일까지 US \$29,000,000, 2009년 7월 20일부터 2010년 7월 20일까지 US \$25,000,000 규모의 통화스왑이 있다. 이를 통해서 변동금리의 외화차입계약을 금리와 환율변동에 관계없이 고정금리 원화차입계약으로 전환하여 급격한 환율변동에 따른 위험을 분산하여 수익성과 재무적 건전성을 유지하고 있다

차트 20. 동사 원가구조 및 수입원재료비율

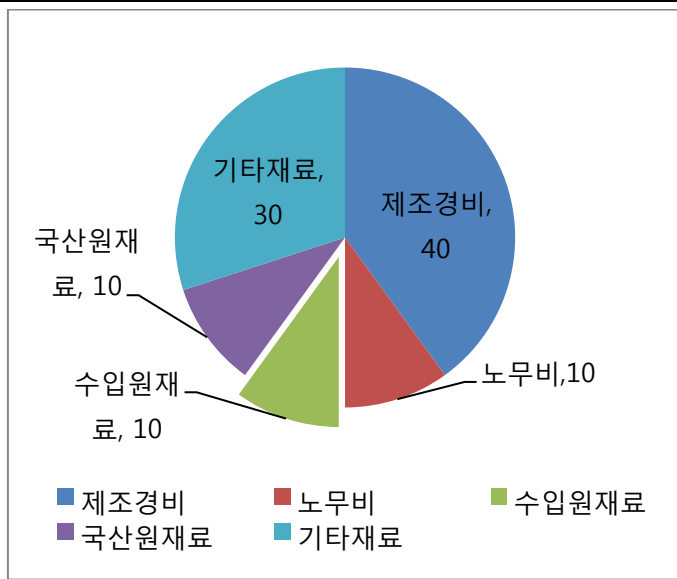
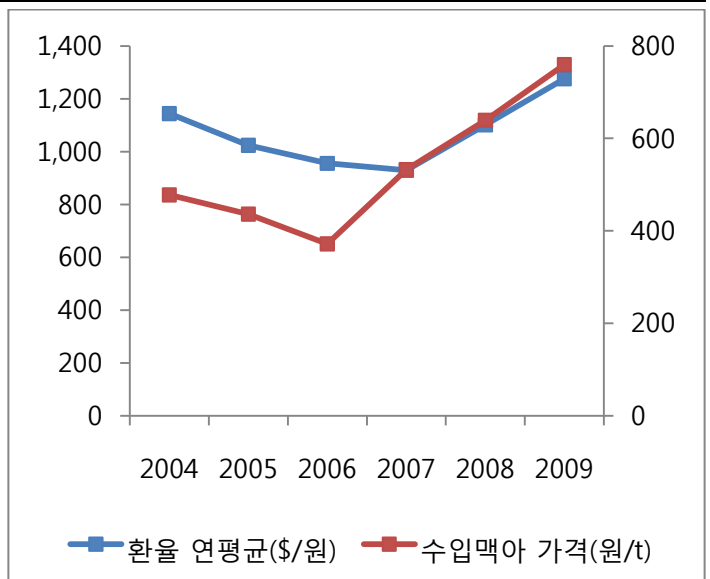


차트 21. 환율변화 및 수입맥아 가격변화 추이

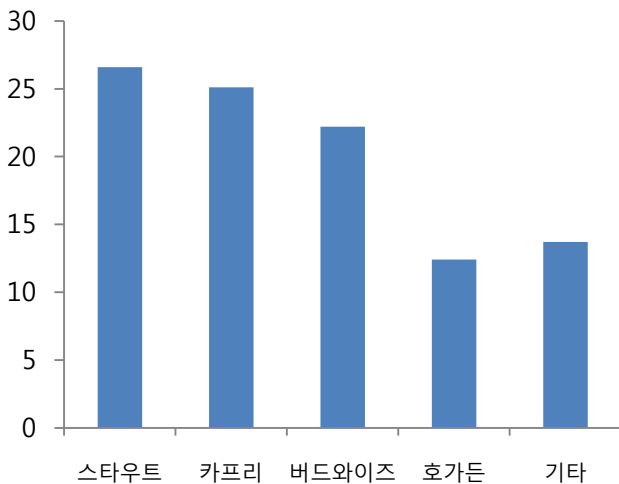


3. 롯데의 맥주시장 진출

롯데는 과연 동사의
아성을 무너뜨릴수 있
을까?

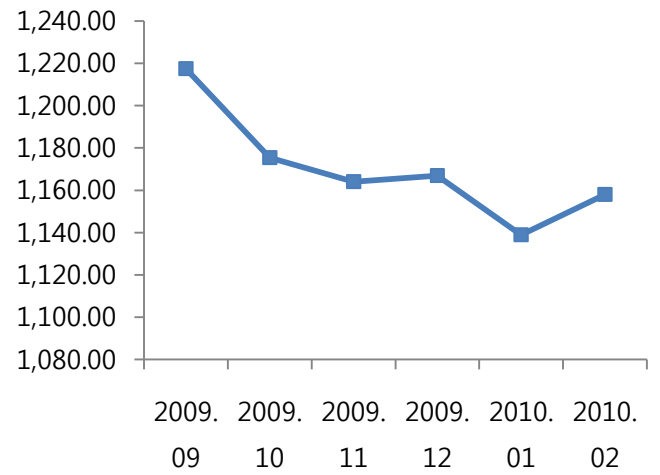
롯데는 맥주시장에 참여하기 위해 지속적으로 오비맥주를 인수하려는 시도를 하였다. 그러나 오비맥주의 대주주인 AB인베브와 인수협상에서 큰 견해차이를 보이며 오비맥주 인수를 통한 맥주시장 진출은 힘들 것으로 보인다. 롯데는 오비맥주를 인수할 경우 약 2조 2천원의 비용이 소요될 것으로 예상되나, 2개의 새로운 공장을 건설하고 제품개발과 마케팅비용 등을 지출하여도 2조원의 비용을 넘지 않을 것으로 예측하였다. 롯데는 롯데칠성음료를 중심으로 이미 전국의 10여 개 부지를 선정하여 타당성을 검토하고 있으며, 프리미엄 맥주시장을 주 타겟으로 선정하여 사업진출을 계획하고 있다. 프리미엄 맥주시장은 전체 맥주시장의 3.5%정도를 차지하고 있으며, 롯데는 이를 10년 후 12%까지 상승시키는 전략으로 시장을 공략하려고 한다. 하지만 단기적으로 롯데는 맥주시장에 뛰어들어 단기적인 성과를 내기는 어렵다고 예상되며 동사에게 큰 위험요소로 작용하지는 않을 것이다. 또한 장기적인 관점에서도 롯데가 주요 공략대상으로 계획한 프리미엄 맥주시장에서도 동사는 25% 이상의 시장점유율을 기록하며 선두기업으로 나서고 있다. 롯데가 새로운 공장을 신설하고 맥주시장에 진출하더라도 동사는 강력한 시장 지배력을 통한 진입장벽을 충분히 구축하여 롯데의 시장진출 리스크를 최소화할 수 있을 것이다.

차트 22. 국내 프리미엄 맥주 시장점유율



출처: SMIC research team 3.

차트 23. 2009년 하반기 ~ 2010년 상반기 환율변동

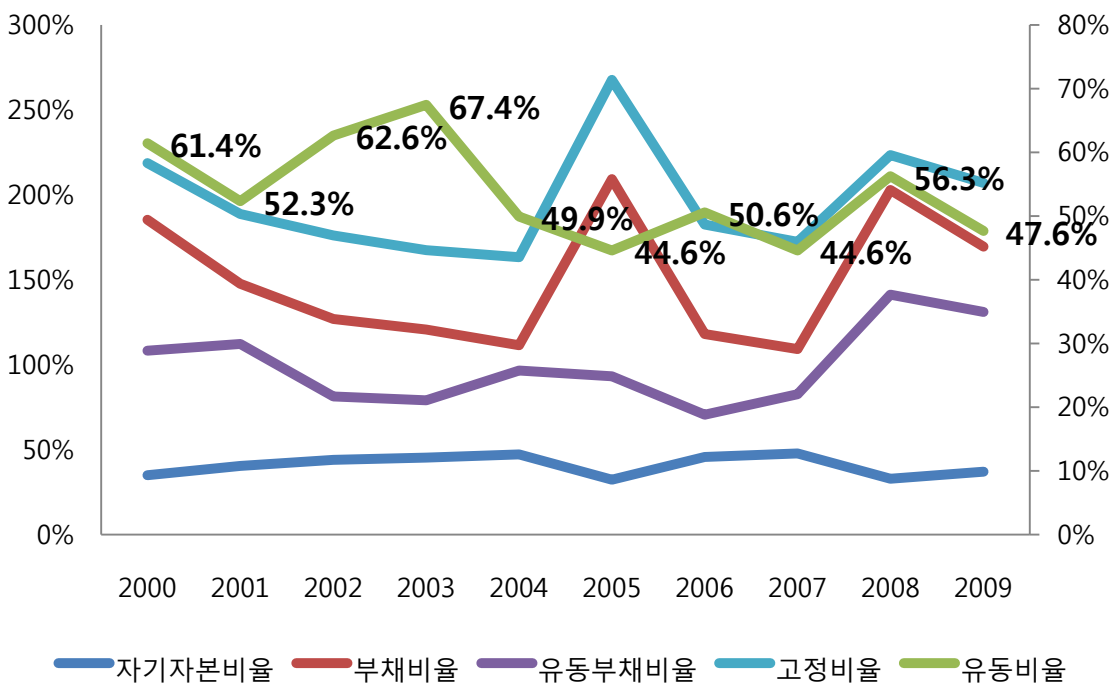


출처: SMIC research team 3.

4. 진로 인수에서 비롯한 차입금

동사는 2009 년 말 기준으로 약 5,341 억 정도의 단기차입금이 존재한다. 이중 일부를 상환하기 위해서 4 월 현재 3 년 만기에 4.5%금리의 1200 억원짜리 회사채를 발행 중에 있다. 동사의 유동비율을 보면 2005 년 이후 약 50%부근에서 머무르고 있다. 이는 진로를 인수하기 위해 사용한 풋백 옵션을 처리하는 데에서 온 것이라고 볼 수 있다. 많은 양의 부채는 걱정스러운 부분인 것이 맞지만 동사는 현재 한신평으로부터 A+의 신용평가를 받고 있다. 신용등급이 모든 것을 말해주지는 않지만 시장에서는 동사의 많은 양의 단기차입금의 상환능력에 대해서 큰 우려를 하지 않는 것으로 판단된다.

차트 24. 유동비율(단위 : %)



출처: SMIC research team 3.

출처: SMIC research team 3.

V. Valuation

상기의 리서치 내용을 바탕으로 동사의 주식에 대한 적정주가를 예측하기로 한다. 동사의 경우 50%가 넘는 시장점유율을 바탕으로 14년 동안 안정적인 영업현금흐름을 창출하는 기업이기 때문에 DCF방법을 사용하는 것이 적절하다고 본다.

투입요소에 대한 가정

(1) 영업이익률

동사의 영업이익률은 구)하이트맥주 때부터 10년간의 평균이 23.75%이지만 경쟁 심화에 따른 판관비 증가로 인해 2009년의 영업이익률을 바탕으로 생각하기로 한다. 본 리서치팀은 동사가 작년에 비해 원재료를 더 저렴한 값에 들여온다고 조사했다. 여기서 원재료값이 16%정도 절감된다. 매출원가가 약 50%를 차지하고 수입원재료가 거기서 10%를 차지하기 때문에 $50\% \times 10\% \times 84\% = 42\%$ 정도의 영업이익률이 더 높아질 것으로 판단한다. 또한 환율이 작년보다 안정적으로 변했기 때문에 2009년 영업이익률인 17.94%에서 2% 할증하여 2010년의 영업이익률을 20%로 가정하겠다. 2011년에는 진로와의 유통망 통합으로부터 판관비가 절감되는 효과가 있기 때문에 차감하지 않고, 2012년부터 롯데의 맥주시장 진출이 가시화 된다고 가정하고 2%씩 차감하도록 하겠다. 지난 10년간의 평균이 23.75%였고 2009년의 영업이익률이 18%정도 인 것을 감안하면 무리한 가정은 아니라고 판단한다.

(2) 매출액 성장률 및 영구성장률

본 리서치팀은 과거 월드컵에 의한 맥주 판매량 상승효과로 매출액이 3.7%늘어난다고 판단했다. 따라서 2010년의 매출액 성장률은 적어도 3.7%는 될 것이라고 판단하며 지난 10년간의 인플레이션율인 3.2%를 추가하여 2010년은 6.9%성장할 것이라고 판단한다. 2011년부터는 인플레이션율인 3.2%에서 0.5%씩 차감하겠다.

(3) FCFF를 산정하기 위한 요소

1) 유무형자산 상각비율과 순유형고정자산 비율

동사의 현재 공장가동율은 평균 79%정도이다. 매출액성장률 또한 높진 않으므로 현재 새로운 설비투자 계획이 없고 앞으로도 없을 것이라고 가정한다. 따라서 유무형자산 상각비는 10년치 평균인 7.03%를 적용한다.

순유형고정자산 비율의 경우 2009년의 161.49%에서 10%씩 차감한다.

2) 영업용 운전자본을 비롯한 기타 추정치

순무형 고정자산의 경우 하이트홀딩스로부터 분리상장되면서 로열티를 지불하게 되었으므로 0%를 적용한다. 영업용운전자본의 경우 2009년의 값을 그대로 적용하기로 한다.

(4) 자기자본 비용 및 타인자본 비용, WACC

동사의 경우 상장한지 1년 반이 되었고 그에 따른 일별 베타값을 구한결과 0.38이 나왔다. 한계조달금리의 경우 2009년 이자비용을 이자발생부채로 나눈값을 적용하였다.

(5) 영구성장률 : 0.5%로 가정.

매출액대비비율	2009	2010	2011	2012	2013	2014	10년 평균치
영업이익률	17.94%	20.00%	20.00%	18.00%	16.00%	14.00%	23.75%
유,무형자산 상각비	7.08%	7.03%	7.03%	7.03%	7.03%	7.03%	7.03%
영업용운전자본	-8.73%	-8.73%	-8.73%	-8.73%	-8.73%	-8.73%	-23.36%
순유형고정자산	161.49%	151.00%	146.00%	131.00%	121.00%	111.00%	147.29%
순무형고정자산	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.81%
기타영업용순자산	-0.57%	1.78%	1.78%	1.78%	1.78%	1.78%	1.78%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
예상매출액	1,017,527,728	1,087,737,141	1,122,544,730	1,152,853,437	1,178,216,213	1,221,810,213
매출액성장률		6.9%	3.2%	2.7%	2.2%	3.7%
매출액	1,017,527,728	1,087,737,141	1,122,544,730	1,152,853,437	1,178,216,213	1,221,810,213
가중평균성장률		6.9%	3.2%	2.7%	2.2%	1.7%
예상EBIT	182,520,212	217,547,428	224,508,946	207,513,619	188,514,594	171,053,430
NOPLAT	132,327,154	164,900,951	173,994,433	161,860,623	147,041,383	133,421,675
(+)유,무형자산 상각비	72,037,459	76,467,921	78,914,895	81,045,597	82,828,600	85,893,258
총현금유입	204,364,613	241,368,872	252,909,328	242,906,219	229,869,983	219,314,933
영업용운전자본	(88,782,585)	(94,959,452)	(97,998,155)	(100,644,105)	(102,858,275)	(106,664,032)
순유형고정자산	1,643,228,621	1,642,483,083	1,638,915,305	1,510,238,003	1,425,641,618	1,356,209,336
기타영업용순자산	(5,751,476)	19,361,721	19,981,296	20,520,791	20,972,249	21,748,222
IC	1,548,694,560	1,566,885,352	1,560,898,447	1,430,114,689	1,343,755,591	1,271,293,527
예상ROIC(평균)	9.2%	10.6%	11.1%	10.8%	10.6%	10.2%
예상ROIC(기초)	10.1%	10.6%	11.1%	10.4%	10.3%	9.9%
IC증가액		18,190,792	(5,986,905)	(130,783,758)	(86,359,098)	(72,462,064)
(+)유,무형자산 상각비		76,467,921	78,914,895	81,045,597	82,828,600	85,893,258
총투자액		94,658,713	72,927,989	(49,738,161)	(3,530,498)	13,431,194
예상 FCFF		146,710,159	179,981,338	292,644,380	233,400,482	205,883,740
할인기간		1.00	2.00	3.00	4.00	5.00
현재가치		138,592,340	160,614,800	246,704,638	185,873,687	154,887,816

WACC	5.86%
영구성장률	0.50%
예상 ROIC(2단계)	10.20%
계)	
FCFF추정(2단계)	126,884,052
Terminal Value	2,368,417,144

현재가치의 합	886,673,281
PV of TV	1,781,777,230
현금 + 시장성유가증권	45,577,569
비영업용자산	30,703,142
Value of the Firm	2,744,731,222
(-)Value of the Debt	983,383,349
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	63,700
우선주 발행주식수	372,935
(-) Value of the preferred stocks	23,755,960
Value of the Equity	1,737,591,913
발행주식수	9,563,918.
희석주식수	
목표주가	₩ 181,682
현재주가	₩ 141,000
기대수익률	29%

자기자본비용	6.97%
1년치일별베타	0.38000
Adj.한국시장프리미엄	7.50%
3년만기국채수익률(2009년 평균)	4.12%
WACC	5.86%
차입금가치(이자발생부채)	1,103,383,349
주주지분가치(시가총액)	1,348,512,438
한계조달금리	5.77%

- Valuation Conclusion

본 리서치 팀의 Valuation 결과 적정주가는 약 181,500원으로 도출되었다.

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 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.

VI. Appendix

손익계산서				대차대조표					
(100Mn.)	0	2007.12	2008.12	2009.12	(100Mn.)	0	2007.12	2008.12	2009.12
매출액			5,374	10,175	유동자산	0	0	4,909	5,254
매출원가			2,625	4,997	현금등가물 및 단기금융상품	0	0	243	353
매출총이익			2,749	5,178	시장성유가증권	0	0	3	102
판매비 및 일반관리비			1,743	3,353	매출채권			3,081	3,209
인건비			313	568	재고자산			950	1,084
감가상각비			24	54	비유동자산			13,794	17,417
무형자산상각비					투자자산			109	307
기타판매비 및 일반관리비	0	0	554	1,005	유형자산			12,872	16,432
영업이익			1,006	1,825	무형자산				
영업외손익	0	0	-217	-548	자산총계			18,704	22,671
이자수익			44	106	유동부채			8,725	11,028
이자비용			269	567	매입채무			286	246
외환차손익	0	0	28	143	단기차입금			3,819	5,342
외화환산손익	0	0	-94	100	유동성장기차입금				
지분법이익	0	0	0	10	비유동부채			3,803	3,228
기타영업외손익	0	0	-28	-36	사채			3,492	2,493
세전계속사업이익			788	1,278	장기차입금			0	0
법인세비용			260	285	부채총계			12,528	14,256
계속사업이익			528	992	자본금			487	497
중단사업이익					자본잉여금			5,168	5,167
당기순이익			528	992	이익잉여금			528	1,267
EPS (원)			5,537	10,273	자본조정			-8	-11
수정EPS					자본총계			6,175	8,415
현금흐름표					주요투자지표				
(100Mn.)	0	2007.12	2008.12	2009.12	(₩,%)	0	2007.12	2008.12	2009.12
영업활동으로인한현금흐름	0	0	1,792	939	Growth Ratios				
당기순이익	0	0	528	992	매출액성장률 %				89.3%
비현금수익비용가감	0	0	428	1,031	EBITDA성장률 %				86.2%
유형자산감가상각비	0	0	362	720	EBIT성장률 %				81.5%
무형자산상각비	0	0	0	0	총자산성장률 %			0.0%	21.2%
퇴직급여	0	0	83	126	Profitability Ratios				
외화환산손익	0	0	92	-103	매출총이익률 %			51.2%	50.9%
지분법평가손익	0	0	1,792	939	EBITDA마진률 %			25.4%	25.0%
기타	0	0	-1,901	-651	EBIT마진률 %			18.7%	17.9%
영업활동으로인한자산부채변동	0	0	836	-1,085	세전계속사업이익률 %			14.7%	12.6%
투자활동으로인한현금흐름	0	0	-809	-2,648	당기순이익률 %			9.8%	9.8%
유형자산 투자	0	0	-752	-2,380	Stability Ratios				
유형자산 처분	0	0	42	10	부채비율 %			202.9%	169.4%
무형자산 증감	0	0	0	0	순부채비율 %			123.3%	111.5%
투자자산 증감	0	0	-102	-290	유동비율 %			56.3%	47.6%
기타	0	0	3	12	당좌비율 %			45.4%	37.8%
재무활동으로인한현금흐름	0	0	-1,065	1,826	이자보상배율			3.7	3.2
장단기차입금증가	0	0	745	1,626	Performance Ratios				
사채증감	0	0	497	996	ROE %			17.1%	13.6%
자본증감	0	0	0	0	ROA %			5.7%	4.8%
배당금의지급	0	0	0	-244	ROIC %			9.6%	11.7%
기타	0	0	-2,308	-552	Per Share Ratios				
영업투자재무활동기타현금흐름	0	0	0	0	수정EPS		0	10,579	9,986
순현금흐름	0	0	-82	117	주당순자산			62,144	84,686
기초현금	0	0	318	236	주당현금흐름			17,817	17,236
기말현금	0	0	236	352	주당배당금			2,600	2,750