kakaopay securities

술 권하는 사회

종목명	투자의견	목표주가	Upside
하이트진로	Buy	52,000원	19.1%

중국 주류 업체 주가 상승

최근 중국 증시 호황 속에서도, 중국 주류 업체들 주가 강세가 눈에 띈다. 중국 증시는 3/19 저점이후 반등하기 시작해 7/13까지 상하이종합지수가 12.8% 상승했는데, 동일기간 중국 내 2위 맥주 제조업체 칭타오 맥주가 +114.5%, 고급 백주 제조업체 귀주모태주가 78.9% 상승한 것이다.

이는 4월 이후 맥주와 백주 생산량이 회복세에 접어들고, 여행이나 여가 소비가 줄어든 대신 고가 주류 소비로 대체되었으며, 미중 무역분쟁 및 코로나19 이후 자국제품 소비가 늘어남에 따라 관련 업체들이 주목을 받은 것으로 분석된다. 반면 글로벌 주류업체들은 여러 국가에 걸쳐 실적이 분산되어 있어 회복시점이 요원하여 주가도 지지부진한 모습을 보이고 있다.

국내 주류 산업 변화: ①규제 개선 ②수입 축소 ③점유율 경쟁

한편 국내 주류 시장도 회복세에 접어들고 있으며, 잇따른 규제 개선으로 주류 제조업체의 경쟁력이 강화될 수 있는 환경이 조성되고 있다. 첫째로 지난 5/19 발표된 주류 규제개선방안은 생산자 및 유통/판매자의 비용 효율화 및 국내 대형 주류 생산업체의 잉여 공장 가동률 개선의 실마리를 제공했다. 둘째로 19년 개편한 맥주 종량세 과세체계로 고급 원료를 사용한 주류 출시가 수월해졌고, 수입맥주도 상위 브랜드 위주로 재편될 확률이 높아 졌다. 한편 수입맥주 시장은 지난해 일본산 제품 불매운동으로 인해 축소된 이후 국내 주류 업체들이 일부 대체하고 있다. 국내 맥주와 소주 부문에서 주류 업체간 점유율 경쟁이 심화되는 가운데, 하이트진로가 두 시장에서 모두 점유율을 확보해 나가고 있다.

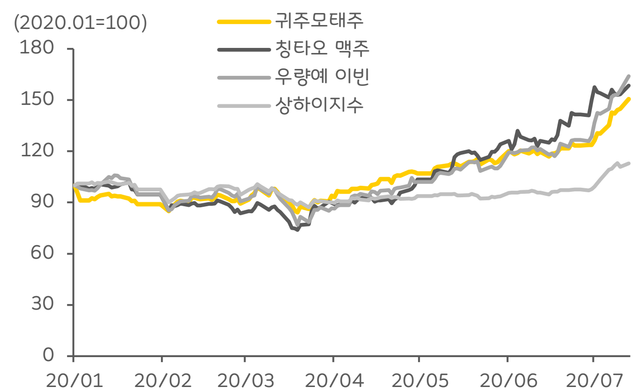
하이트진로 Buy 유지, 목표주가 5.2만원으로 상향

19년 출시한 맥주와 소주 신제품은 상반기 기저효과를 감안하더라도 기대이상의 실적 성장을 기록하고 있다. 과거대비 판촉부담 없이 점유율 상승이 이루어지고 있으며, 공장 가동률도 지속 상향됨에 따른 영업레버리지 효과는 시간이 지날수록 확대될 것이다. 목표주가를 기존 4.6만원에서 5.2만원으로 13.0%상향하는데, 이는 맥주 부문 실적 추정치 상향과 향후 실적 레버리지를 고려해 맥주사업부 목표배수를 기존 11배에서 글로벌 주류업체 평균인 12배로 바꾼 것에 기인한다.

Food & Beverage
Analyst 장지혜
wisdom.jang@kakaopaysec.com
02) 6099-8506

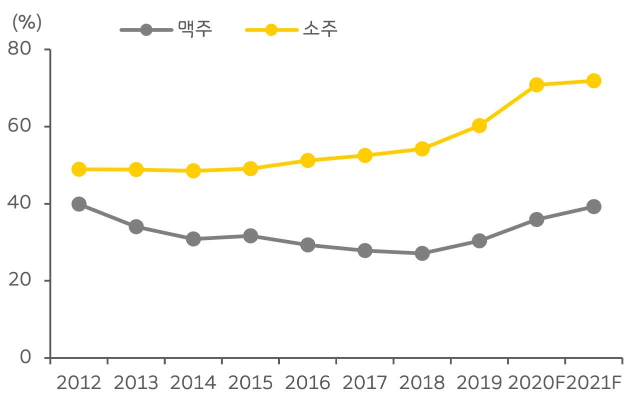
Food & Beverage

Exhibit 1. 중국 주류 업체 주가



Source : Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 2. 하이트진로 소주와 맥주 점유율 추이 및 전망



Source : Kakaopay Securities Research

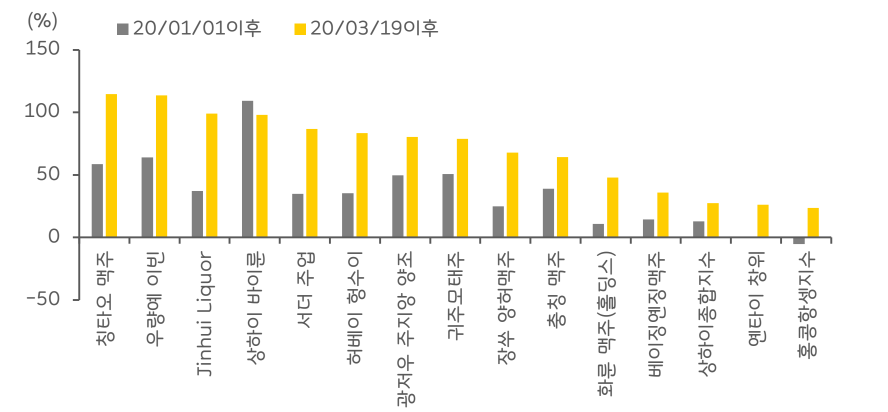
1. 중국 주류 업체 주가 상승에 주목

중국 주류 업체들의 주가 강세

최근 중국 증시 호황 속에서도, 중국 주류 업체들 주가가 강세를 나타내고 있다. 중국 증시는 코로나19 확산이 완화되며 3/19 저점이후 반등하기 시작해, 경기회복 기대감으로 강세장을 보이고 있으며 상하이종합지수는 12.8%, 홍콩항셍지수는 23.7% 상승했다. 그런데 동일기간 주류업체들은 적게는 26%, 많게는 114% 상승하는 등 중국 시장 대비해서도 아웃퍼폼하고 있는 것이다.

3/19이후 가장 많이 오른 종목은 중국 내 2위 맥주제조업체 칭타오 맥주로 +114.5% 상승했다. 또한 고급 백주 제조업체 귀주모태주가 78.9%, 우량예이빈이 113.6% 상승했는데, 귀주모태주의 시가총액은 한화 380조원으로 중국 내 시가총액 1위 기업으로 올라섰다. 이외에도 대부분의 중국내 주류 업체들 주가가 상승했는데, 이는 1)4월 이후 맥주와 백주 생산량이 회복세에 접어들고, 2분기 성수기 진입이 기대되며, 2)여행이나 여가 소비가 줄어든 대신, 고가 주류 소비로 대체되었으며, 3)미중 무역분쟁 및 코로나19 이후 자국제품 소비가 늘어남에 따라 관련 업체들이 주목을 받은 것으로 분석된다.

Exhibit 3. 중국 주류 업체 주가 상승률 비교



주: 2020.07.13기준

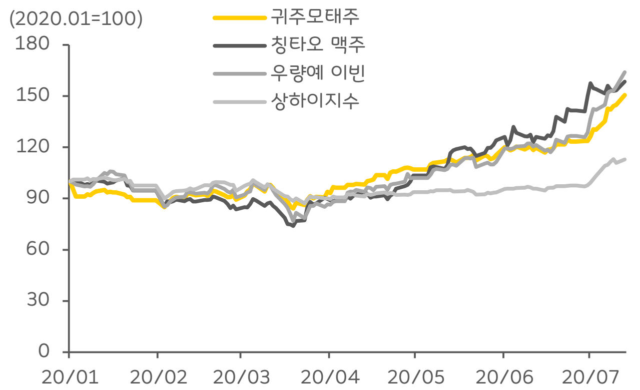
Source : Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 4. 중국 주류 업체 주가 및 실적 현황

이름	티커	2020.07.14 기준			수익률			2019				
		주가 (위안)	시가총액 (십억위안)	시가총액 (조원)	1M (%)	3M (%)	YTD (%)	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	OPM (%)	NPM (%)
귀주모태주	600519 CH Equity	1,762.0	2,213.4	380.7	27.4	48.1	48.9	14,990.3	9,961.9	6,951.8	66.5%	46.4%
우량예 이빈	000858 CH Equity	220.9	857.4	147.5	40.7	72.7	66.1	8,455.2	3,833.4	2,935.9	45.3%	34.7%
장쑤 양허맥주	002304 CH Equity	138.1	208.1	35.8	30.7	52.6	25.0	3,901.6	1,490.2	1,245.5	38.2%	31.9%
화룬 맥주(홀딩스)	291 HK Equity	43.7	141.9	24.4	14.8	34.4	12.3	5,599.4	364.9	221.3	6.5%	4.0%
칭타오 맥주	600600 CH Equity	82.9	96.7	16.6	30.1	79.8	62.6	4,721.0	369.3	312.5	7.8%	6.6%
충칭 맥주	600132 CH Equity	72.5	35.1	6.0	24.5	39.8	39.4	604.3	99.2	110.8	16.4%	18.3%
상하이 바이룬 투자지주그룹	002568 CH Equity	54.2	28.2	4.8	25.2	64.0	106.3	247.7	65.1	50.7	26.3%	20.5%
광저우 주지앙 양조	002461 CH Equity	11.4	25.2	4.3	37.5	75.5	59.2	715.9	62.0	83.9	8.7%	11.7%
베이징옌징맥주	000729 CH Equity	7.5	21.2	3.6	19.0	28.4	15.2	1,934.8	59.9	38.8	3.1%	2.0%
옌타이 창위 파이어니어 와인	200869 CH Equity	14.4	20.4	3.5	6.5	22.3	3.0	848.8	262.1	190.6	30.9%	22.5%
서더 주업	600702 CH Equity	43.9	14.8	2.5	48.3	92.6	46.1	447.1	121.6	85.7	27.2%	19.2%
허베이 헝수이 라오바이간 양조	600559 CH Equity	15.0	13.5	2.3	52.1	73.3	33.8	679.9	78.0	68.2	11.5%	10.0%
Jinhui Liquor	603919 CH Equity	18.4	9.3	1.6	30.3	69.0	35.1	275.7	58.7	45.7	21.3%	16.6%

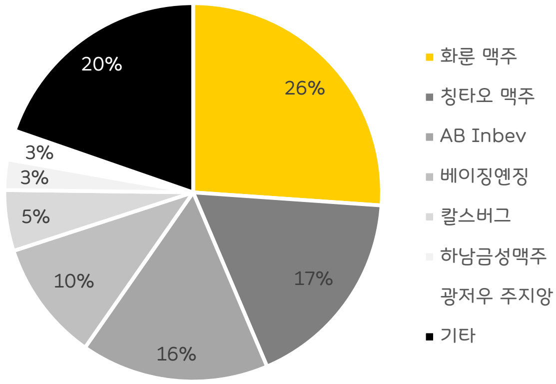
Source : Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 5. 중국 주류 업체 주가



Source : Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 6. 중국 맥주 회사 점유율(2017)



Source : 업계자료, Kakaopay Securities Research

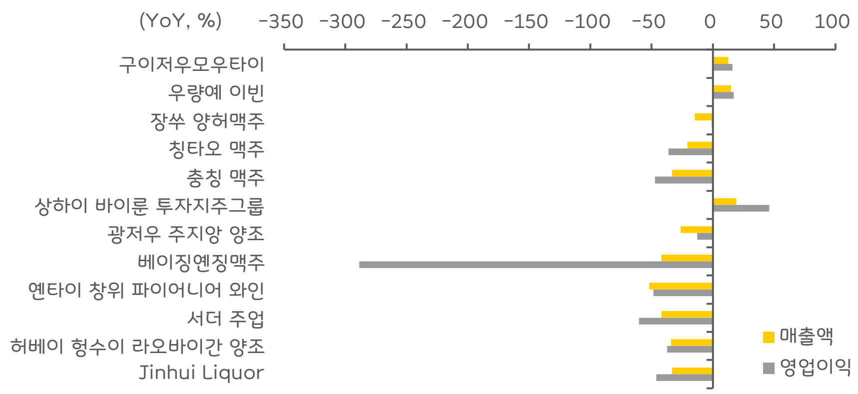
1분기까지 중국 맥주기업 실적 부진

사실 2020년 1분기까지는 백주업체를 제외한 중국 주류 기업들의 실적은 부진했다. 코로나19로 인해 외식업이 정상영업을 할 수 없었고, 스포츠 이벤트 및 외부 축제 등이 줄어들면서 중국 내수 맥주 시장 자체가 부진했기 때문이다. 실제로 20년 3월까지 중국 주요기업의 맥주 누적생산량은 549.5만㎘로 YoY -33.8%감소했다. 이에 따라 1분기 칭타오 맥주의 연결 매출은 YoY -18.9%, 영업이익은 -34.7% 감소했으며, 대부분의 맥주업체들이 외형 축소에 따른 수익성 악화가 불가피했다.

중국 백주기업들은 실적 견조

한편 귀주모태주와 우량예이빈 같은 고급 백주 제조업체들의 실적은 1분기에도 견조했다. 20년 3월까지 중국 백주 누적생산량은 YoY -15.9%를 기록했지만, 코로나19로 경기 불황 속에도 중산층 인구의 명품 소비가 활발히 이루어졌고, 여행 및 여가에서 감소한 지출액이 고급 주류 품목 소비로 이어졌다. 이에따라 1분기 귀주모태주 매출액은 15.4%, 영업이익은 18.9% 증가했고, 우량예이빈은 각각 17.9%, 20.0% 증가했다. 백주업체의 경우 고급백주에 대한 지속적인 수요 증가로 향후 추가적인 가격 상승이 기대되고 이에 따라 단순 소비, 선물수요에서 투자목적의 수요까지 불러일으키고 있다. 또한 이익률 측면에서는 마진이 높은 백주의 매출 증가로 수익성은 더욱 개선될 것으로 전망한다.

Exhibit 7. 중국 주류업체 1Q20 실적 비교

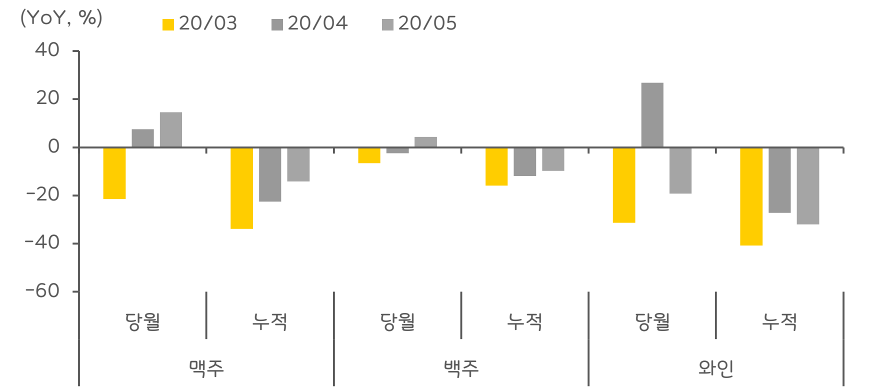


Source : Bloomberg, Kakaopay Securities Research

2분기 중국 주류 업체 실적 기대

2분기에는 중국 백주업체 뿐만 아니라 맥주업체들의 실적도 개선될 것으로 전망된다. 5월~8월말까지 맥주시장의 성수기가 도래하고, 예년보다 더운 날씨로 맥주 소비가 증가할 것으로 보이며, 코로나로 눌려있던 소비가 재개될 것으로 기대되기 때문이다. 중국 국가통계청에 따르면, 중국 맥주 월별 생산량은 4월부터 이미 회복하여, 4월 YoY +7.5%, 5월 +14.6% 증가했고, 백주는 4월 -2.4%, 5월 +4.3%를 기록했다.

Exhibit 8. 중국 주류 종류별 생산량 전년비 증감률



Source : 중국통계청, Kakaopay Securities Research

Exhibit 9. 중국 주류 업체 실적 현황

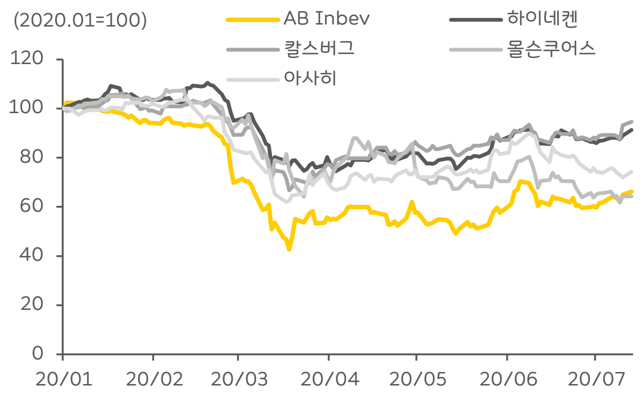
(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
구이저우 모우타이	매출액	3,100.9	2,852.8	3,245.6	3,625.1	3,748.1	3,196.2	3,801.7	4,229.6	4,324.0	3,697.1	4,646.3	5,376.7
	YoY	33.2	49.3	0.5	30.5	20.9	12.0	17.1	16.7	15.4	15.7	22.2	27.1
	영업이익	2,052.2	1,811.1	2,132.9	2,528.6	2,667.0	2,120.3	2,538.7	2,626.1	3,171.5			
	YoY	40.0	49.9	0.3	46.7	30.0	17.1	19.0	3.9	18.9			
	순이익	1,434.0	1,228.2	1,476.4	1,707.4	1,870.9	1,492.7	1,787.8	1,794.2	2,238.0	1,695.0	2,032.4	2,089.7
	YoY	39.9	45.2	-0.5	43.6	30.5	21.5	21.1	5.1	19.6	13.6	13.7	16.5
	OPM	66.2	63.5	65.7	69.8	71.2	66.3	66.8	62.1	73.3			
	NPM	46.2	43.1	45.5	47.1	49.9	46.7	47.0	42.4	51.8	45.8	43.7	38.9
우량예이빈	매출액	2,342.7	1,273.3	1,288.7	1,757.9	2,932.8	1,634.8	1,693.6	2,172.1	3,459.1	1,807.9	1,966.3	2,727.9
	YoY	37.8	41.3	19.3	27.8	25.2	28.4	31.4	23.6	17.9	10.6	16.1	25.6
	영업이익	1,117.5	448.5	502.8	847.7	1,472.2	596.5	694.0	1,055.7	1,767.2			
	YoY	41.0	50.6	19.0	49.2	31.7	33.0	38.0	24.5	20.0			
	순이익	838.0	362.0	392.4	634.3	1,079.6	489.1	546.0	810.8	1,316.8	587.2	652.0	975.6
	YoY	39.3	59.2	15.8	39.8	28.8	35.1	39.1	27.8	22.0	20.0	19.4	20.3
	OPM	47.7	35.2	39.0	48.2	50.2	36.5	41.0	48.6	51.1			
	NPM	35.8	28.4	30.5	36.1	36.8	29.9	32.2	37.3	38.1	32.5	33.2	35.8
칭타오 맥주	매출액	1,203.4	1,356.4	1,397.0	478.5	1,325.7	1,470.4	1,420.5	515.1	1,075.6	1,535.1	1,490.0	555.5
	YoY	2.1	2.5	-1.2	-1.2	10.2	8.4	1.7	7.7	-18.9	4.4	4.9	7.8
	영업이익	145.5	130.0	176.2	-137.3	168.5	178.2	200.8	-174.1	110.0			
	YoY	9.4	16.1	12.6	적지	15.8	37.1	13.9	적지	적전			
	순이익	112.5	107.5	131.3	-110.5	134.6	140.7	162.6	-122.4	91.8			
	YoY	16.0	14.5	7.1	적지	19.7	30.9	23.9	적지	적전			
	OPM	12.1	9.6	12.6	-28.7	12.7	12.1	14.1	-33.8	10.2			
	NPM	9.3	7.9	9.4	-23.1	10.2	9.6	11.4	-23.8	8.5			
베이징옌징	매출액	552.9	523.8	635.1	181.2	574.9	515.3	665.2	183.3	342.7			
	YoY	4.1	0.3	-3.1	7.8	4.0	-1.6	4.7	1.2	-40.4			
	영업이익	19.2	99.8	19.6	-80.6	20.6	99.0	26.1	-83.7	-39.9			
	YoY	25.7	-1.0	-8.1	적지	7.5	-0.8	33.4	적지	적전			
	순이익	9.1	76.6	17.2	-70.3	9.8	77.6	21.6	-68.3	-42.0			
	YoY	1.5	6.0	-15.0	적지	7.5	1.3	25.9	적지	적전			
	OPM	3.5	19.0	3.1	-44.5	3.6	19.2	3.9	-45.6	-11.6			
	NPM	1.7	14.6	2.7	-38.8	1.7	15.0	3.2	-37.3	-12.3			
광저우 주지앙	매출액	120.9	216.9	215.3	119.4	125.2	232.2	234.7	126.1	94.6			
	YoY	8.6	12.8	0.4	6.4	3.5	7.1	9.0	5.6	-24.5			
	영업이익	-7.0	21.1	23.3	-1.2	-3.4	28.1	40.4	-2.3	-3.0			
	YoY	적지	168.2	213.6	적지	-51.5	33.2	73.5	84.4	-10.6			
	순이익	3.0	23.4	26.5	8.1	4.9	31.2	41.3	7.2	3.5			
	YoY	48.3	97.9	77.9	243.5	64.0	33.4	55.8	-11.0	-29.3			
	OPM	-5.8	9.7	10.8	-1.0	-2.7	12.1	17.2	-1.8	-3.2			
	NPM	2.5	10.8	12.3	6.8	3.9	13.4	17.6	5.7	3.7			

주: 전망은 블룸버그 추정치. Source : Bloomberg, Kakaopay Securities Research

글로벌 주류 업체들은 주가 부진

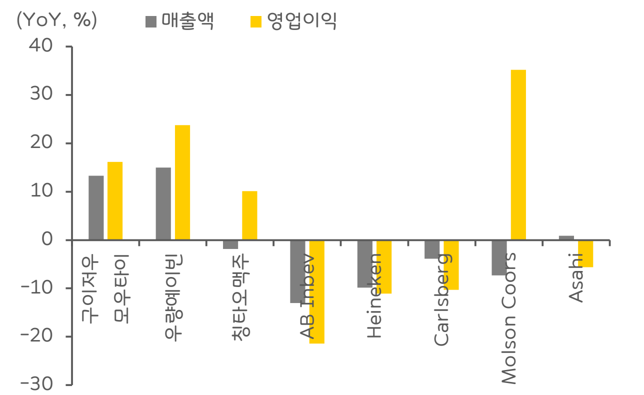
반면 다른 글로벌 주류업체들의 주가는 부진한 상황이다. 코로나19 영향으로 2020년 글로벌 주류 시장이 감소할 것으로 전망되는 가운데, 여러 국가에 걸쳐 실적이 분산되어 있는 글로벌 주류업체들은 회복시점이 요원하기 때문으로 판단한다. 중국 주류 업체들은 실적의 대부분이 중국(귀주모태주 96%, 우량예 이빈 100%, 칭타오 97.6% 등)에 집중되어 있어 2분기 빠른 실적 회복이 전망되는 반면, 글로벌 주류업체들은 대부분 올해말까지도 실적 회복이 어려울 것으로 추정된다.

Exhibit 10. 글로벌 주류 업체 주가



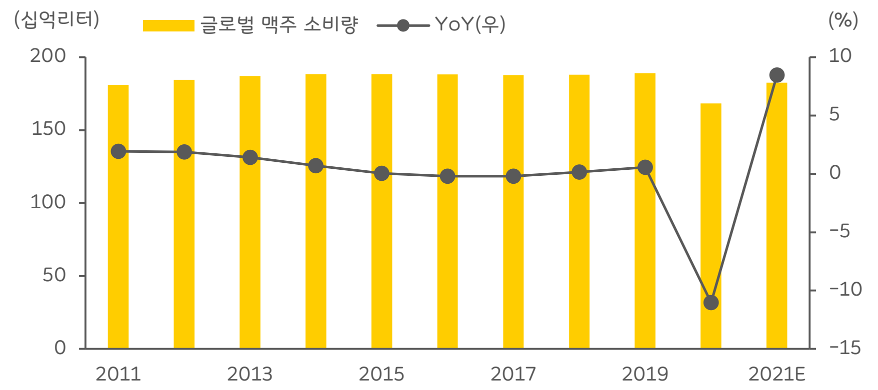
Source : Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 11. 주류 업체 2020년 예상 실적 성장률



Source : Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 12. 글로벌 맥주 소비량 및 증감률



Source : 업계자료, Kakaopay Securities Research

Exhibit 13. 주요 글로벌 주류 업체 실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
AB Inbev	매출액	14,039.2	15,118.0	14,484.6	15,553.7	13,756.4	16,288.5	15,729.3	15,673.9	13,125.3	11,282.4	13,940.1	14,657.4
	YoY	-5.7	-5.7	-13.3	-3.8	-2.0	7.7	8.6	0.8	-4.6	-30.7	-11.4	-6.5
	영업이익	4,142.6	4,782.2	4,623.7	4,949.6	4,077.2	5,429.1	4,847.0	4,659.6	3,293.6	2,732.4	4,128.8	4,564.5
	YoY	2.7	-1.0	-9.5	-8.2	-1.6	13.5	4.8	-5.9	-19.2	-49.7	-14.8	-2.0
	순이익	1,092.5	2,090.7	1,075.5	514.2	4,018.7	2,897.7	3,586.0	134.0	-2,684.0	705.7	1,675.3	2,458.6
	YoY	-32.5	23.1	-53.8	-84.7	267.8	38.6	233.4	-73.9	-166.8	-75.6	-53.3	1,734.7
	OPM	29.5	31.6	31.9	31.8	29.6	33.3	30.8	29.7	25.1	24.2	29.6	31.1
	NPM	7.8	13.8	7.4	3.3	29.2	17.8	22.8	0.9	-20.4	6.3	12.0	16.8
Molson Coors	매출액	2,499.6	3,333.5	3,290.5	2,727.6	2,592.0	3,439.3	3,393.3	2,922.5	2,508.4	2,938.3	3,100.0	2,839.4
	YoY	-11.4	-4.6	0.8	-4.5	3.7	3.2	3.1	7.1	-3.2	-14.6	-8.6	-2.8
	영업이익	460.5	638.5	526.7	159.8	249.9	546.8	-283.4	365.5	-110.3	330.9	474.2	363.7
	YoY	9.7	5.2	-8.1	-46.6	-45.7	-14.4	-153.8	128.7	-144.1	-39.5	-267.4	-0.5
	순이익	298.2	458.2	379.4	85.7	170.4	384.3	-481.0	192.4	-139.6	183.2	307.5	240.4
	YoY	24.1	22.8	16.7	-89.2	-42.9	-16.1	-226.8	124.5	-181.9	-52.3	-163.9	25.0
	OPM	18.4	19.2	16.0	5.9	9.6	15.9	-8.4	12.5	-4.4	11.3	15.3	12.8
	NPM	11.9	13.7	11.5	3.1	6.6	11.2	-14.2	6.6	-5.6	6.2	9.9	8.5

주: 전망은 블룸버그 추정치. Source : Bloomberg, Kakaopay Securities Research

글로벌 주류 업체와 중국 주류 업체 밸류에이션 차이

이에 따라 중국과 글로벌 주류 업체간 밸류에이션 격차가 벌어지고 있다. 2020년 실적 기준 중국 주류업체 평균 PER은 46.3배, EV/EBITDA는 19.2배에 달하며 글로벌 주류 업체는 각각 24.9, 11.9배이다. 국내 주류 업체 중 하이트진로의 규모와 이익률을 고려했을 때 중국 주류업체만큼 밸류에이션을 받을 수는 없겠지만, 상황은 글로벌업체 보다는 중국 주류업체와 유사한 상황이라 판단하는데, 1)국내 주류 시장 부진에도 점유율 상승을 통해 실적 성장이 이루어지고 있고, 2)국내에 집중되어 있어 5월들어 회복하기 시작하는 국내 주류 시장의 수혜를 온전히 누릴 수 있기 때문이다.

Exhibit 14. 주류 업체 밸류에이션

(배)		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
PER	귀주모태주	34.4	22.9	16.3	8.8	14.1	17.7	25.1	32.4	21.1	36.1	29.8	47.2
	우량예이빈	29.9	20.2	10.8	7.5	14.0	16.8	19.3	31.4	14.6	29.7	25.2	41.5
	장쑤 양허맥주	45.7	28.9	16.4	8.8	18.9	19.3	18.2	26.1	17.6	22.6	22.1	27.2
	화룬맥주(홀딩스)	n/a	21.3	17.0	32.6	54.1	30.2	62.6	64.9	80.1	96.3	80.4	59.0
	칭타오 맥주	30.8	26.0	25.4	33.5	28.4	26.2	38.1	42.1	33.1	37.2	37.5	57.3
	충칭 맥주	73.9	88.9	46.6	49.1	107.9	n/a	27.0	29.5	34.3	38.9	34.2	68.2
	상하이 바이룬	n/a	30.2	33.2	56.7	63.6	76.2	n/a	60.3	45.7	45.3	50.4	71.2
	광저우 주지앙 양조	135.7	133.6	124.7	158.5	142.3	127.3	70.9	65.6	25.9	32.5	41.3	44.9
	베이징 옌징 맥주	29.9	20.0	22.9	32.4	30.8	39.4	62.6	118.2	88.1	79.5	95.3	130.7
	평균	**54.3**	**43.6**	**34.8**	**43.1**	**52.7**	**44.1**	**40.5**	**52.3**	**40.0**	**46.4**	**46.3**	**60.8**
	AB Inbev	22.6	16.7	19.4	12.0	20.1	24.6	153.7	27.7	34.1	18.5	26.8	30.0
	Heineken	14.3	14.7	10.0	20.7	22.3	23.8	26.4	25.6	23.0	25.1	24.6	27.8
	Carlsberg	15.9	12.0	15.1	16.7	16.5	n/a	20.7	90.2	19.9	22.7	44.3	25.6
	몰슨쿠어스	14.4	11.6	11.8	15.2	19.7	25.0	80.0	15.8	11.3	11.9	13.0	11.2
	Asahi	13.8	14.3	15.0	21.8	25.2	23.0	18.9	18.2	12.9	16.1	15.7	14.1
	평균	**16.2**	**13.8**	**14.2**	**17.3**	**20.8**	**24.1**	**60.0**	**35.5**	**20.2**	**18.9**	**24.9**	**21.7**
	하이트진로	29.9	17.6	19.8	18.9	78.8	30.6	38.3	132.4	52.0	n/a	92.2	32.0
	롯데칠성	20.9	25.9	24.8	20.5	108.0	49.0	28.6	7.9	n/a	n/a	7.9	24.7
	평균	**25.4**	**21.8**	**22.3**	**19.7**	**93.4**	**39.8**	**33.4**	**70.2**	**52.0**	**n/a**	**50.1**	**28.3**
EV/EBITDA	귀주모태주	22.1	14.8	10.4	5.3	8.7	10.8	14.7	20.4	12.6	24.9	19.3	32.2
	우량예이빈	17.7	11.8	5.9	3.1	7.5	9.7	10.9	20.5	8.4	19.7	16.2	29.4
	장쑤 양허맥주	30.1	19.6	11.3	5.8	13.0	13.7	12.0	17.8	11.4	15.0	14.8	18.3
	화룬맥주(홀딩스)	11.3	9.0	8.3	9.1	9.7	8.6	14.0	21.6	24.6	31.8	26.0	28.0
	칭타오 맥주	16.4	15.3	15.2	21.7	18.2	17.3	14.1	14.1	10.0	16.1	13.4	27.1
	충칭 맥주	76.2	35.4	20.4	20.5	30.8	84.9	28.2	21.1	23.6	31.5	25.4	43.5
	상하이 바이룬	n/a	23.7	27.6	48.2	15.8	61.0	n/a	30.4	17.6	28.7	25.6	46.2
	광저우 주지앙 양조	37.5	23.3	21.2	19.0	29.9	36.4	28.5	26.8	10.5	17.6	18.3	26.7
	베이징 옌징 맥주	15.2	11.5	11.5	14.1	13.0	15.6	15.8	15.1	12.5	13.9	13.8	15.5
	평균	**28.3**	**18.3**	**14.6**	**16.3**	**16.3**	**28.7**	**17.3**	**20.9**	**14.6**	**22.1**	**19.2**	**29.6**
	AB Inbev	10.0	9.1	11.3	9.2	12.5	14.5	19.8	15.3	11.5	12.7	13.2	13.2
	Heineken	8.5	8.7	8.4	9.9	11.0	12.4	11.6	12.9	11.9	12.7	12.5	14.3
	Carlsberg	9.0	7.7	8.9	10.3	9.9	31.7	9.5	15.9	9.6	11.4	12.3	12.2
	몰슨쿠어스	9.7	8.1	10.6	12.6	16.3	24.8	9.0	11.6	8.8	12.2	10.8	8.6
	Asahi	6.7	7.1	7.9	9.7	10.8	12.8	10.8	13.3	9.2	9.9	10.8	9.2
	평균	**8.8**	**8.1**	**9.4**	**10.4**	**12.1**	**19.2**	**12.2**	**13.8**	**10.2**	**11.8**	**11.9**	**11.5**
	하이트진로	9.5	14.7	11.3	9.7	12.5	10.1	9.7	11.1	8.4	12.7	10.7	11.4
	롯데칠성	7.3	6.6	6.9	6.2	9.6	11.2	8.5	9.8	10.0	8.7	9.5	8.5
	평균	**8.4**	**10.7**	**9.1**	**7.9**	**11.1**	**10.6**	**9.1**	**10.4**	**9.2**	**10.7**	**10.1**	**10.0**

Source : Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 15. 주류 업체 실적 추이 및 전망

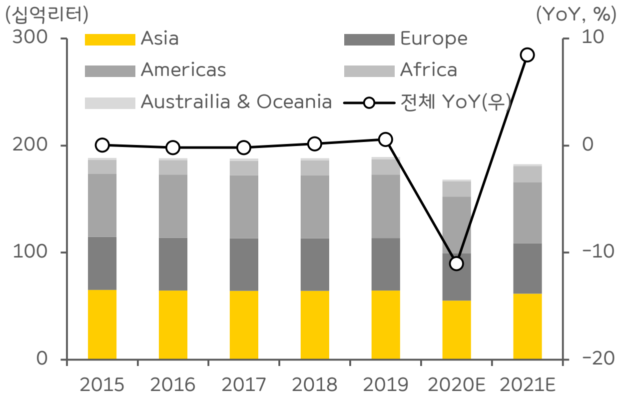
(십억원, %)		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
구이저우 모우타이	매출액	1,718.8	2,730.3	4,263.4	5,035.9	5,031.8	5,404.3	7,019.4	10,225.9	12,842.8	14,990.3	16,986.2	19,983.5
	YoY		58.9	56.1	18.1	-0.1	7.4	29.9	45.7	25.6	16.7	13.3	17.6
	영업이익	1,193.7	2,054.3	3,285.8	3,803.6	3,757.7	3,979.3	4,236.0	6,511.8	8,540.7	9,961.9	11,573.7	13,826.6
	YoY		72.1	59.9	15.8	-1.2	5.9	6.5	53.7	31.2	16.6	16.2	19.5
	순이익	863.3	1,502.4	2,375.7	2,695.5	2,624.6	2,793.0	2,922.5	4,534.8	5,856.4	6,951.8	8,149.5	9,747.1
	YoY		74.0	58.1	13.5	-2.6	6.4	4.6	55.2	29.1	18.7	17.2	19.6
	OPM	69.4	75.2	77.1	75.5	74.7	73.6	60.3	63.7	66.5	66.5	68.1	69.2
	NPM	50.2	55.0	55.7	53.5	52.2	51.7	41.6	44.3	45.6	46.4	48.0	48.8
우량예이빈	매출액	2,418.3	3,214.5	4,497.7	4,072.5	3,333.2	3,580.5	4,290.4	5,055.2	6,659.4	8,455.2	9,723.2	11,406.0
	YoY		32.9	39.9	-9.5	-18.2	7.4	19.8	17.8	31.7	27.0	15.0	17.3
	영업이익	1,008.2	1,374.7	2,304.5	1,887.8	1,258.5	1,347.6	1,473.9	2,079.2	2,916.7	3,833.4	4,745.1	5,783.0
	YoY		36.3	67.6	-18.1	-33.3	7.1	9.4	41.1	40.3	31.4	23.8	21.9
	순이익	751.2	1,055.7	1,773.5	1,419.8	997.7	1,112.7	1,186.0	1,620.0	2,226.6	2,935.9	3,492.3	4,186.0
	YoY		40.5	68.0	-19.9	-29.7	11.5	6.6	36.6	37.4	31.9	19.0	19.9
	OPM	41.7	42.8	51.2	46.4	37.8	37.6	34.4	41.1	43.8	45.3	48.8	50.7
	NPM	31.1	32.8	39.4	34.9	29.9	31.1	27.6	32.0	33.4	34.7	35.9	36.7
China Resources 화룬맥주	매출액	12,913.7	15,678.0	18,332.2	20,665.2	4,683.7	5,037.0	5,015.9	4,979.1	5,301.3	5,599.4	5,491.8	6,251.4
	YoY		21.4	16.9	12.7	-77.3	7.5	-0.4	-0.7	6.5	5.6	-1.9	13.8
	영업이익	739.9	759.7	955.4	675.7	295.7	322.5	307.1	310.0	243.7	364.9	562.5	834.2
	YoY		2.7	25.8	-29.3	-56.2	9.1	-4.8	0.9	-21.4	49.7	54.1	48.3
	순이익	844.9	428.8	572.9	269.3	-21.9	-741.9	110.0	196.8	162.5	221.3	409.9	619.6
	YoY		-49.2	33.6	-53.0	-108.1	3,292.4	-114.8	79.0	-17.4	36.2	85.2	51.2
	OPM	5.7	4.8	5.2	3.3	6.3	6.4	6.1	6.2	4.6	6.5	10.2	13.3
	NPM	6.5	2.7	3.1	1.3	-0.5	-14.7	2.2	4.0	3.1	4.0	7.5	9.9
칭타오 맥주	매출액	3,116.6	3,623.4	4,209.4	4,641.2	4,593.8	4,612.8	4,563.6	4,400.5	4,421.0	4,721.0	4,634.0	5,044.8
	YoY		16.3	16.2	10.3	-1.0	0.4	-1.1	-3.6	0.5	6.8	-1.8	8.9
	영업이익	330.0	360.2	347.3	333.1	329.3	196.9	176.3	282.5	309.4	369.3	406.8	503.1
	YoY		9.2	-3.6	-4.1	-1.1	-40.2	-10.5	60.3	9.5	19.4	10.1	23.7
	순이익	259.9	298.0	314.0	351.4	340.3	308.6	182.4	211.5	236.6	312.5	321.4	401.8
	YoY		14.7	5.4	11.9	-3.2	-9.3	-40.9	16.0	11.9	32.1	2.9	25.0
	OPM	10.6	9.9	8.2	7.2	7.2	4.3	3.9	6.4	7.0	7.8	8.8	10.0
	NPM	8.3	8.2	7.5	7.6	7.4	6.7	4.0	4.8	5.4	6.6	6.9	8.0
AB Inbev	매출액	41,988.6	43,256.0	44,787.4	47,290.1	49,572.9	49,370.4	52,833.8	63,819.2	58,374.0	60,999.2	53,033.3	57,419.4
	YoY		3.0	3.5	5.6	4.8	-0.4	7.0	20.8	-8.5	4.5	-13.1	8.3
	영업이익	12,605.7	13,658.3	14,359.5	22,381.1	15,916.9	15,742.7	14,952.8	19,393.2	18,064.3	18,765.2	14,747.0	17,067.6
	YoY		8.4	5.1	55.9	-28.9	-1.1	-5.0	29.7	-6.9	3.9	-21.4	15.7
	순이익	4,657.3	6,486.3	8,065.7	15,758.6	9,707.5	9,367.1	1,440.5	9,040.8	4,809.4	10,690.5	4,045.2	7,234.4
	YoY		39.3	24.4	95.4	-38.4	-3.5	-84.6	527.6	-46.8	122.3	-62.2	78.8
	OPM	30.0	31.6	32.1	47.3	32.1	31.9	28.3	30.4	30.9	30.8	27.8	29.7
	NPM	11.1	15.0	18.0	33.3	19.6	19.0	2.7	14.2	8.2	17.5	7.6	12.6
Heineken	매출액	24,732.5	26,391.4	26,621.2	27,915.5	26,930.1	25,773.1	26,704.9	27,586.6	29,214.1	31,271.8	28,192.6	30,429.8
	YoY		6.7	0.9	4.9	-3.5	-4.3	3.6	3.3	5.9	7.0	-9.8	7.9
	영업이익	3,522.9	3,413.9	5,353.8	3,712.8	3,887.7	3,863.9	3,538.5	4,279.2	4,054.3	4,739.9	4,216.1	5,092.9
	YoY		-3.1	56.8	-30.7	4.7	-0.6	-8.4	20.9	-5.3	16.9	-11.1	20.8
	순이익	2,218.3	2,204.0	4,219.9	1,982.9	2,120.1	2,377.4	1,978.0	2,470.3	2,485.1	2,825.9	2,413.3	3,083.0
	YoY		-0.6	91.5	-53.0	6.9	12.1	-16.8	24.9	0.6	13.7	-14.6	27.7
	OPM	14.2	12.9	20.1	13.3	14.4	15.0	13.3	15.5	13.9	15.2	15.0	16.7
	NPM	9.0	8.4	15.9	7.1	7.9	9.2	7.4	9.0	8.5	9.0	8.6	10.1
Carlsberg	매출액	12,362.6	13,148.7	12,931.3	12,543.1	12,100.4	11,010.0	10,801.3	10,409.3	10,893.7	11,516.2	11,068.8	12,025.1
	YoY		6.4	-1.7	-3.0	-3.5	-9.0	-1.9	-3.6	4.7	5.7	-3.9	8.6
	영업이익	2,028.1	1,937.9	1,923.7	1,738.3	1,401.1	-95.4	1,409.7	694.9	1,588.0	1,867.7	1,675.0	1,964.4
	YoY		-4.4	-0.7	-9.6	-19.4	-106.8	-1,578.4	-50.7	128.5	17.6	-10.3	17.3
	순이익	1,101.5	1,065.2	1,090.8	1,066.4	828.0	-492.9	773.9	216.1	925.3	1,147.9	992.0	1,183.2
	YoY		-3.3	2.4	-2.2	-22.4	-159.5	-257.0	-72.1	328.3	24.1	-13.6	19.3
	OPM	16.4	14.7	14.9	13.9	11.6	-0.9	13.1	6.7	14.6	16.2	15.1	16.3
	NPM	8.9	8.1	8.4	8.5	6.8	-4.5	7.2	2.1	8.5	10.0	9.0	9.8
Molson Coors	매출액	3,766.3	3,894.8	4,413.4	4,604.9	4,367.4	4,039.3	5,670.3	12,440.5	11,852.4	12,332.3	11,433.1	11,827.3
	YoY		3.4	13.3	4.3	-5.2	-7.5	40.4	119.4	-4.7	4.0	-7.3	3.4
	영업이익	1,000.5	989.5	977.4	882.1	765.2	590.8	3,856.7	1,896.9	1,795.9	891.1	1,204.5	1,396.5
	YoY		-1.1	-1.2	-9.8	-13.2	-22.8	552.8	-50.8	-5.3	-50.4	35.2	15.9
	순이익	819.0	749.2	499.2	621.1	541.4	407.0	1,850.1	1,770.2	1,228.8	281.7	776.1	896.1
	YoY		-8.5	-33.4	24.4	-12.8	-24.8	354.5	-4.3	-30.6	-77.1	175.5	15.5
	OPM	26.6	25.4	22.1	19.2	17.5	14.6	68.0	15.2	15.2	7.2	10.5	11.8
	NPM	21.7	19.2	11.3	13.5	12.4	10.1	32.6	14.2	10.4	2.3	6.8	7.6
Asahi	매출액	19,679.9	20,360.3	22,306.2	19,257.0	17,791.1	15,804.8	18,243.3	21,022.5	21,130.6	22,345.7	22,548.9	24,198.0
	YoY		3.5	9.6	-13.7	-7.6	-11.2	15.4	15.2	0.5	5.8	0.9	7.3
	영업이익	1,259.8	1,492.0	1,531.8	1,319.6	1,278.5	903.9	1,463.1	1,847.2	2,110.5	2,154.7	2,034.2	2,596.4
	YoY		18.4	2.7	-13.9	-3.1	-29.3	61.9	26.3	14.3	2.1	-5.6	27.6
	순이익	701.3	766.9	807.8	693.7	688.7	708.8	953.6	1,421.8	1,505.6	1,521.1	1,361.6	1,773.1
	YoY		9.3	5.3	-14.1	-0.7	2.9	34.5	49.1	5.9	1.0	-10.5	30.2
	OPM	6.4	7.3	6.9	6.9	7.2	5.7	8.0	8.8	10.0	9.6	9.0	10.7
	NPM	3.6	3.8	3.6	3.6	3.9	4.5	5.2	6.8	7.1	6.8	6.0	7.3

주: 추정치는 블룸버그 추정치 활용. 과거 및 미래 실적은 현지통화에서 원화로 변환하면서 환율로 인해 성장률 차이 존재

Source : Bloomberg, Kakaopay Securities Research

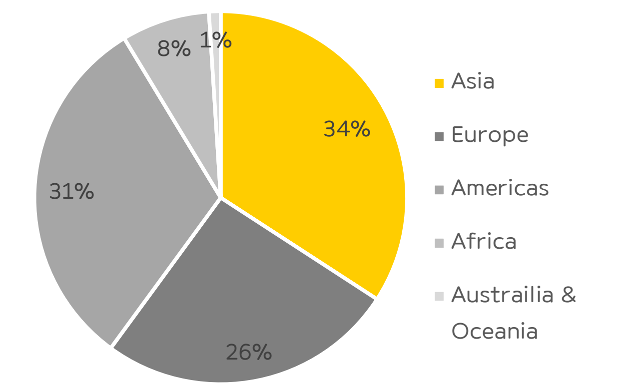
참고① 글로벌 & 중국 맥주 시장

Exhibit 16. 글로벌 지역별 맥주 소비량



Source : 업계자료, Kakaopay Securities Research

Exhibit 17. 글로벌 지역별 맥주 소비비중(2019)



Source : 업계자료, Kakaopay Securities Research

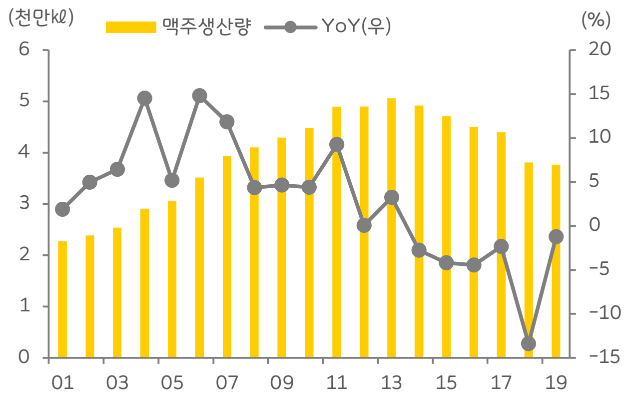
Exhibit 18. 국가별 맥주 소비량

(백만리터)		2016	2017	2018	2019	비중
1	China	44,053	43,225	42,662	42,607	22.5
2	USA	24,416	24,302	24,224	24,148	12.8
3	Brazil	13,742	13,246	13,013	12,936	6.8
4	Mexico	7,818	8,014	8,225	8,435	4.5
5	Russia	8,810	8,417	8,152	8,018	4.2
6	Germany	7,862	7,809	7,779	7,796	4.1
7	India	4,287	4,561	4,794	4,989	2.6
8	UK	4,448	4,560	4,672	4,799	2.5
9	Vietnam	4,093	4,305	4,487	4,636	2.5
10	Spain	3,767	3,852	3,915	3,950	2.1
	기타	64,876	65,520	66,204	66,875	35.3
	한국	1,847	1,849	1,848	1,860	1.0

주: 2019년 소비량 많은 순으로 국가 나열. 한국은 기타에 포함

Source : 업계자료, Kakaopay Securities Research

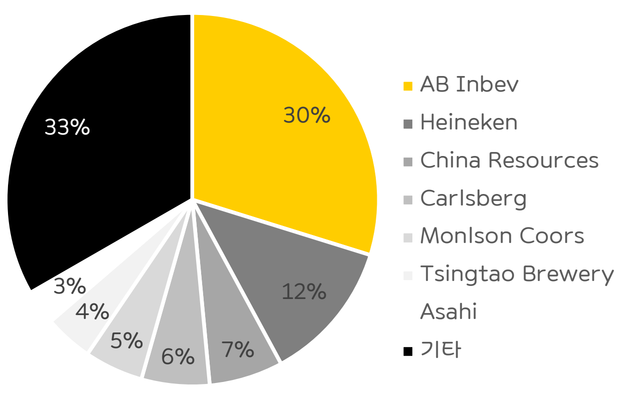
Exhibit 19. 중국 연간 맥주 생산량



주: 중국통계청 자료로 일정규모 이상 업체의 생산량 기준

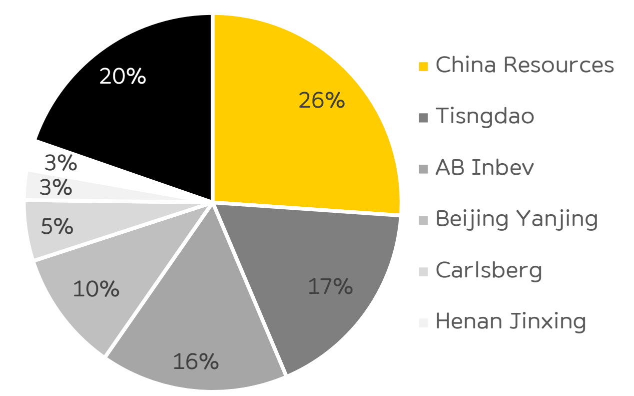
Source : 중국통계청, Kakaopay Securities Research

Exhibit 20. 글로벌 맥주 회사 점유율(2018)



Source : 업계자료, Kakaopay Securities Research

Exhibit 21. 중국 맥주 회사 점유율(2017)



Source : 업계자료, Kakaopay Securities Research

참고② 주요 주류 업체 현황 및 브랜드

Exhibit 22. 글로벌 주요 맥주회사별 브랜드

기업명	내용							
AB Inbev	기업개요	Anheuser-Busch InBev. 벨기에의 맥주 제조회사. 적극적인 M&A로 글로벌 1위 맥주 제조업체로 자리매김 50개국 이상 국가에서 영업중. 260개의 양조장을 보유하고 200개가 넘는 브랜드 보유 2019년 Asia Pacific사업부 홍콩거래소에 상장 시킴. 호주사업부 일본 아사히에 12조원에 매각						
	실적 (단위: 백만달러, 천 헥토리터)	(2019년 기준)	매출액	비중	영업이익	비중	생산량	비중
		Worldwide	52,329	100.0	16,249	100.0	561,427	100.0
		North America	15,488	29.6	5,352	32.9	108,133	19.3
		Middle Americas	11,912	22.8	5,435	33.4	133,538	23.8
		South America	9,790	18.7	3,190	19.6	139,664	24.9
		EMEA	7,911	15.1	1,807	11.1	85,888	15.3
		Asia Pacific	6,544	12.5	1,639	10.1	93,168	16.6
		Global Export 등	685	1.3	-1,001	-6.2	1,036	0.2
	주요브랜드	Burdweiser, Stella Artois, Corona, Goose Island, Harbin, Hoegaarden 등 						
Heineken	기업개요	네덜란드 맥주 회사. 65개국 이상 국가에서 119개의 양조장 보유 190개국에서 300개 이상의 브랜드를 제조 및 판매						
	실적 (단위: 백만유로, 천 헥토리터)	(2019년 기준)	매출액	비중	영업이익	비중	생산량	비중
		Worldwide	28,521	100.0	4,020	100.0	241,400	100.0
		Africa, 중동, 동유럽	3,370	11.8	408	10.1	43,700	18.1
		Americas	7,429	26.0	1,204	30.0	85,600	35.5
		Asia Pacific	3,205	11.2	1,085	27.0	31,100	12.9
		Europe	10,629	37.3	1,436	35.7	81,000	33.6
		기타	3,888	13.6	-113	-2.8		
	주요브랜드	Heineken, Amstel, Desperados, Sol, Tiger, Birra Moretti등 						
Carlsberg	기업개요	덴마크 맥주 회사. 33개국에 양조장 보유.						
	실적 (단위: 백만크로네, 천 헥토리터)	(2019년 기준)	매출액	비중	영업이익	비중	생산량	비중
		Worldwide	65,902	100.0	10,465	100.0	134,900	100.0
		Western Europe	36,317	55.1	6,187	59.1	61,900	45.9
		Asia	18,416	27.9	3,931	37.6	42,000	31.1
		Estern Europe	11,097	16.8	1,882	18.0	31,000	23.0
		기타	72	0.1	-1,535	-14.7		
	주요브랜드	Carlsberg, Tuborg, Feldschlösschen, 1664 BLANC, SOMERSBY 등 						

Source : 각사, Kakaopay Securities Research

2. 국내 주류 시장: 규제 개선, 수입 맥주 축소

주류 규제개선방안

지난 5/19 기획재정부와 국세청은 주류 규제개선방안을 발표했다. 기존 주류 행정의 기본 방향이 '주세의 관리 및 징수'였다면 '주류 산업의 경쟁력 강화' 지원 기능을 추가하기로 한 주류 산업에 긍정적인 내용들이다. 분야별로 주류 제조-유통-판매 전 단계 및 납세협력, 전통주 분야에 걸쳐 18개의 규제에 대한 자체 심사 후 주류 업계 의견 수렴을 거쳐 법 개정 사항은 올해 정기국회 입법을 추진하고 하위 법령 개정도 올해 안(시행령 20년 12월, 고시 3Q20)으로 추진할 계획이다.

이러한 주류규제개선방안으로 기대되는 효과를 생산자, 유통/판매자, 소비자 입장에서 분석하면 아래와 같으며 가장 큰 기대효과는 생산자 측면에 있다.

1) **생산자:** 공장 가동률을 높여야하는 주류 대기업이 적절한 규모의 수제맥주 물량을 위탁제조시 수익성 개선이 가능해질 것. 수제맥주업체 물량 조달 용이해짐
2) **유통/판매자:** 주류 유통업체 업무 효율성 상승. 음식업체 배달 판매 기준 명확해지며 활용도 높아짐. 매출 규모 확대
3) **소비자:** 수제맥주 및 전통주 시장 성장하며 주류 선택 옵션 증가.

전반적으로 주류 관련 규제 기준 명확화, 비효율적 관행을 제거함으로써 결국 생산자 및 유통/판매자의 제반 비용 절감이 소비자에 대한 혜택으로 돌아가게끔 한 것이다.

Exhibit 23. 맥주시장 규제 완화 내용

분야	규제 개선 내용
제조	타 제조업체의 제조시설을 이용한 주류의 위탁제조(OEM) 허용
	(현행) 주류 제조면허는 주류 제조장별로 발급. 위탁제조 불가능
	(개정) 제조시설을 갖추어 주류 제조면허를 받은 업체의 타사 제조시설을 이용한 위탁제조 허용
	주류 제조방법 변경 절차 간소화
	주류 제조시설을 이용한 주류 이외의 제품 생산 허용
	주류 제조면허 취소 규정 합리화
	(현행) 2주조연도 이상 특정 주류를 제조하지 않을 경우 해당 주류 제조장에 대한 모든 주류 제조면허를 취소
	(개정) 복수의 제조면허를 가진 제조장의 경우 2주조연도 이상 제조하지 않은 해당 주류의 제조면허만 취소
	주류 신제품 출시 소요 기간 단축
	(현행) 주류를 제조하여 출시하기 위한 필수 절차인 제조방법 승인과 주질 감정 절차를 순차적으로 진행
	(개정) 제조방법 승인과 주질 감정 절차를 동시에 진행하여 주류 신제품 출시 소요 기간 단축(30일→15일)
	주류 첨가재료 확대
	(현행) 해외에서 질소가스가 함유된 맥주 제조가 확대되고 있으나 현재 질소가스는 맥주의 첨가재료에서 예외
	(개정) 질소가스 첨가를 허용하여 소비자들의 주류 선택권을 확대
유통	주류제조자 및 주류수입업자의 주류 판매 시 택배 운반이 가능하도록 개선
	주류 통신판매기록부에서 구매자 주민등록번호 제외
판매	통신판매가 허용되는 '음식점의 주류 배달' 기준 명확화
	(현행) '음식에 부수하여' 주류를 배달하는 통신판매는 허용
	(개정) 음식과 함께 배달하는 주류로서 주류 가격이 음식가격보다 낮은 경우에 한해 통신판매 허용
	홍보 등 목적의 경우 제조면허 주종 이외의 주류 제조 허용
납세협력	맥주, 탁주에 대한 주류 가격신고 의무 폐지
	소주, 맥주에 대한 대형매장용 용도구분 표시 폐지
	맥주 및 탁주의 납세증명표지 표시사항 간소화
	전통주 제조자의 납세증명표지 첨부 의무 완화
	대형매장의 면적기준 완화
전통주	전통주 양조장 투어 등 산업관광 활성화를 위한 세제 지원
	전통주 홍보를 위한 국가지자체 전통주 홍보관의 시음행사 허용
법령 체계	주류 면허 관리 등에 관한 법률' 제정
	스타트업 창업 지원 등을 위한 '주류 규제혁신 도우미' 제도 운영

Source : 기획재정부, Kakaopay Securities Research

종량세전환

또한 2019년 7/26 주류 산업 경쟁력 강화를 위해 탁주와 맥주에 대한 과세체계를 종가세에서 종량세로 전환했다. 맥주의 경우 1㎘당 830,300원의 세금을 부과하며 다만, 별도의 추출장치를 사용하는 10ℓ이상 판매용기로 2021년 12월 31일 이전에 제조장에서 출고하거나 수입신고하는 경우에는 1㎘당 664,200원으로 한다 증류주 등 종가세 유지 주종과의 형평성 제고를 위해 탁주와 맥주에 대한 주세율을 매년 물가에 연동, 조정하기로 했다. 이로 인해 기대되는 효과는 기존 종가세 하에서 출시하지 못했던 고급 원료를 사용한 주류 출시가 수월해졌으며, 수입맥주 중 과도하게 싸게 출시되었던 종류가 사라지면서 상위 브랜드 위주로 재편될 확률이 높아 졌다는 것이다.

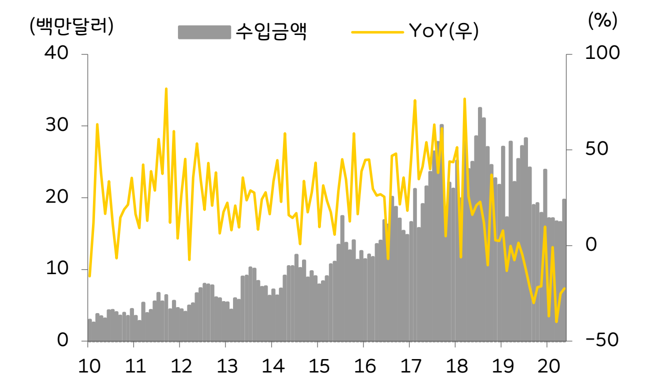
Exhibit 24. 맥주 세금 관련

			2015	2016	2017	2018
기존 종가세 기준 주세						
국내	맥주 출고량	(㎘)	2,040,833	1,978,699	1,823,899	1,736,927
	결정세액	(백만원)	1,467,485	1,422,103	1,385,610	1,304,824
수입	맥주 출고량	(㎘)	269,515	315,468	423,117	495,465
	결정세액	(백만원)	416,196	447,128	508,979	549,032
합산	**맥주 출고량**	**(㎘)**	**2,310,348**	**2,294,167**	**2,247,016**	**2,232,392**
	결정세액	**(백만원)**	**1,883,681**	**1,869,231**	**1,894,589**	**1,853,856**
종량세 전환시 주세. 맥주 1㎘당 830,300원, 생맥주 고려안함						
국내	결정세액	(백만원)	1,694,504	1,642,914	1,514,383	1,442,170
수입	결정세액	(백만원)	223,778	261,933	351,314	411,385
합산	**결정세액**	**(백만원)**	**1,918,282**	**1,904,847**	**1,865,697**	**1,853,555**

Source : 국세청, Kakaopay Securities Research

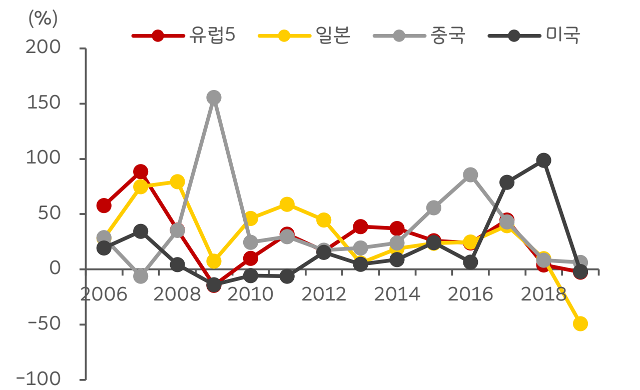
한편 작년 일본 맥주 불매운동으로 인해 수입맥주 시장 감소세는 20년에도 이어지고 있다. 19년 맥주수입금액은 2.7억달러(한화 3256억원)로 YoY -9.9%감소, 이중 일본산 맥주가 3975만달러로 YoY -49.2%감소했다. 2020년 반기까지 누적 맥주수입금액은 1.1억달러로 전년동기비 -23.7% 감소했다. 하반기는 베이스가 동일해지면서 감소세가 줄어들겠으나 당초 예상했던 것과 달리 일본 맥주가 줄어든 만큼 기타 수입 맥주가 늘어나는 것이 아니라 전체 수입맥주 시장 감소로 이어지고 있다는 점이 주목할만 한다. 가정용 시장에서 수입맥주의 소비가 컸음을 감안했을 때 해당 빈자리를 테라 등 일부 국산 맥주제품이 차지한 것으로 판단한다.

Exhibit 25. 전체 맥주 수입 실적



Source : 관세청, Kakaopay Securities Research

Exhibit 26. 수입 국가별 금액 증감률



Source : 관세청, Kakaopay Securities Research

3. 국내 주류 업체: 점유율 싸움 치열

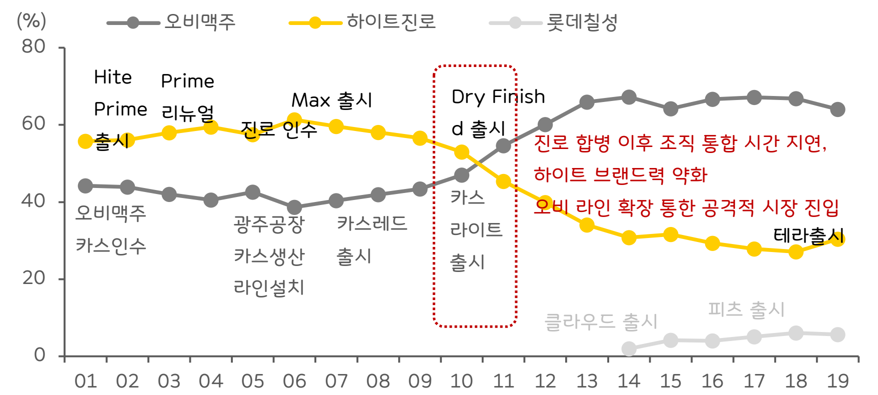
최근 주류 시장 경쟁 치열

최근 주류 시장 내 점유율 경쟁이 치열하다. 주류 산업은 장치산업으로 고정비 부담이 큰 대신 일정 규모이상의 매출을 달성한 후에는 영업레버리지가 크게 나타나는데, 한정된 규모의 국내 주류 시장 내에서 매출 규모를 확보하기 위한 싸움이 이루어지고 있는 것이다. 한편 주류 소비행태 및 유통시장 특성상 브랜드 점유율 변동이 쉽게 이루어지지 않는데, 2019년 하이트진로가 맥주와 소주 신제품을 모두 흥행 성공시키면서 국내 주류 업체간 경쟁이 치열해지고 있는 상황이다.

1) 맥주시장

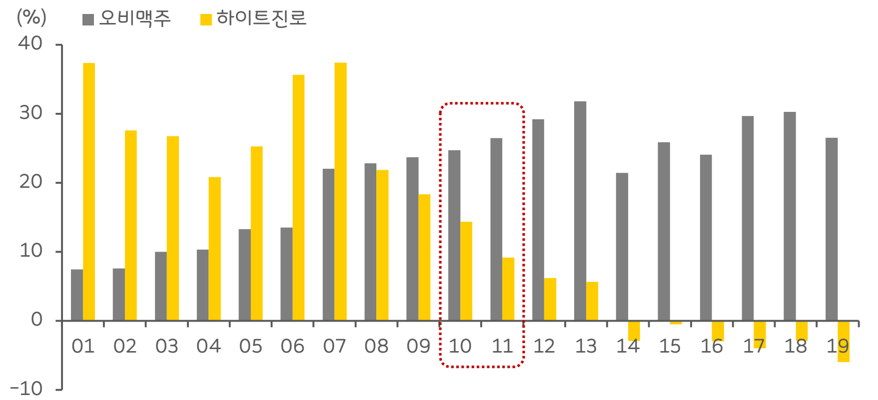
특히 맥주시장에서 1,2위 업체간 점유율 경쟁이 치열하다. 하이트진로의 맥주 신제품 테라 판매량이 증가하면서 10년을 주기로 1위 업체가 바뀌어 왔던 역사가 반복될 수 있을지 관심을 모으고 있다. 테라 매출은 19년 말 월 280~300억 수준에서 20년 6월 400억원까지 상승했고, 이러한 추세가 이어진다면 테라의 연간 매출액은 4500억원 이상 달성할 수 있을 것으로 전망한다. 이는 국내 주류 제조업체 3사 맥주 매출 합산 2.2조원의 20%에 달하는 규모로, 하이트진로의 시장 점유율도 21년에는 10년만에 40%대에 진입할 것으로 추정한다. 하이트진로의 지속적인 점유율 상승이 기대되는 이유는 1)한번 형성된 소비자의 맥주 브랜드 선택이 잘 바뀌지 않고, 2)젊은층 중심으로 점유율을 빼앗아 오면서 생애주기에 따라 향후에도 지속적인 소비가 발생할 것으로 기대되기 때문이다.

Exhibit 27. 맥주 매출액 기준 점유율



Source : 각 사, Kakaopay Securities Research

Exhibit 28. 기업별 맥주 영업이익률 추이



Source : 각 사, Kakaopay Securities Research

오비맥주의 행보. AB Inbev

그러나 아직까지 국내 맥주 1위의 오비맥주의 행보도 중요한 상황이다. 오비맥주의 19년 연간 매출액은 1.5조원, 영업이익은 4090억원으로 전년비 각각 -9.2%, -11.7% 감소했다. 국내에서 생산해서 수출하는 실적을 약 1000억원 이라 가정했을 때 오비맥주의 내수 판매 실적이 1.4조원에 달한다고 볼 수 있는데, 향후 하이트진로에 의해 매출 규모가 지속적으로 감소한다면 영업이익률 역시 감소할 수 밖에 없다. 오비맥주의 연간 실적이 모회사 AB Inbev의 영업이익에서 차지하는 비중이 전체에서 2.2%, Asia Pacific부문에서 21.4%에 달하고, 모회사로 지급하는 배당금이 4400억원 규모로 중요 자회사 중 하나이다. 이에 따라 오비맥주도 가격정책, 신제품 출시 등 시장 점유율 방어를 위해 노력하고 있다.

Exhibit 29. AB Inbev와 오비맥주 실적추이

(백만달러, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**13,095**	**13,992**	**12,916**	**13,792**	**12,224**	**13,963**	**13,172**	**13,334**	**11,003**	**43,604**	**45,517**	**56,444**	**53,041**	**52,329**	**44,368**	**48,018**
North America	3,460	4,181	4,162	3,700	3,478	4,224	4,151	3,635	3,557	15,603	15,698	15,588	15,504	15,488		
Middle Americas	2,705	2,892	2,876	3,141	2,711	3,024	2,946	3,231	2,582	–	–	–	11,614	11,912		
South America	2,861	2,101	1,964	3,313	2,618	2,152	2,055	2,965	2,185	–	–	–	10,238	9,790		
EMEA	1,917	2,175	2,094	2,181	1,672	2,111	1,992	2,135	1,577	5,638	6,010	10,344	8,368	7,911		
Asia Pacific	1,589	1,935	1,920	1,290	1,610	1,904	1,819	1,211	956	6,220	6,074	7,804	6,735	6,544		
ETC	146	107	164	164	135	184	209	156	146	1,582	1,237	332	582	685		
Adjustment	-1	1	-264	3	–	-1	–	1		–	–	–	–	-1		
YoY	**1.3**	**-1.3**	**-12.4**	**-5.5**	**-6.7**	**-0.2**	**2.0**	**-3.3**	**-10.0**	**-7.3**	**4.4**	**24.0**	**-6.0**	**-1.3**	**-15.2**	**8.2**
North America	-1.5	-2.1	1.0	0.5	0.5	1.0	-0.3	-1.8	2.3	-3.0	0.6	-0.7	-0.5	-0.1		
Middle Americas	n/a	n/a	n/a	n/a	0.2	4.6	2.4	2.9	-4.8	n/a	n/a	n/a	n/a	2.6		
South America	n/a	n/a	n/a	n/a	-8.5	2.4	4.6	-10.5	-16.5	n/a	n/a	n/a	n/a	-4.4		
EMEA	-18.1	-22.5	-27.2	-6.1	-12.8	-2.9	-4.9	-2.1	-5.7	n/a	6.6	72.1	-19.1	-5.5		
Asia Pacific	-11.8	-5.8	-13.6	-25.3	1.3	-1.6	-5.3	-6.1	-40.6	23.4	-2.3	28.5	-13.7	-2.8		
ETC	75.9	23.0	102.5	102.5	-7.5	72.0	27.4	-4.9	8.1	-28.6	-21.8	-73.2	75.3	17.7		
Adjustment	n/a	-200.0	#####	200.0	n/a	-200.0	n/a	-66.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
영업이익	**3,960**	**4,526**	**4,175**	**4,608**	**3,668**	**4,714**	**4,114**	**4,130**	**2,793**	**13,748**	**13,276**	**17,820**	**17,026**	**16,249**	**12,316**	**14,259**
North America	1,112	1,469	1,473	1,311	1,154	1,503	1,446	1,249	1,163	5,418	5,441	5,486	5,365	5,352		
Middle Americas	1,102	1,235	1,306	1,547	1,148	1,448	1,353	1,487	1,063	–	–	–	5,189	5,435		
South America	992	657	620	1,418	907	607	540	1,136	563	–	–	–	3,688	3,190		
EMEA	411	606	605	628	340	547	496	424	233	1,305	1,302	2,507	2,248	1,807		
Asia Pacific	363	477	463	140	404	614	484	137	43	994	981	2,035	1,444	1,639		
ETC	-233	-199	-186	-208	-284	-203	-205	-306	-260	-222	-683	-830	-827	-1,001		
Adjustment	1	-1	-106	1	-1	-1		1	–	-312	6	–	–	–		
YoY	**6.4**	**4.3**	**-10.8**	**-9.2**	**-7.4**	**4.2**	**-1.5**	**-10.4**	**-23.9**	**-10.2**	**-3.4**	**34.2**	**-4.5**	**-4.6**	**-24.2**	**15.8**
North America	-5.2	-6.5	-2.3	6.2	3.8	2.3	-1.8	-4.7	0.8	-10.7	0.4	0.8	-2.2	-0.2		
Middle Americas	n/a	n/a	n/a	n/a	4.2	17.2	3.6	-3.9	-7.4	n/a	n/a	n/a	n/a	4.7		
South America	n/a	n/a	n/a	n/a	-8.6	-7.6	-12.9	-19.9	-37.9	n/a	n/a	n/a	n/a	-13.5		
EMEA	-11.0	-2.1	-19.9	-6.4	-17.3	-9.7	-18.0	-32.5	-31.5	n/a	-0.2	92.5	-10.3	-19.6		
Asia Pacific	-16.9	-23.3	-24.3	-61.5	11.3	28.7	4.5	-2.1	-89.4	92.3	-1.3	107.4	-29.0	13.5		
ETC	41.2	-6.6	4.5	-24.4	21.9	2.0	10.2	47.1	-8.5	73.4	207.7	21.5	-0.4	21.0		
Adjustment	n/a	n/a	n/a	n/a	-200.0	0.0	-100.0	0.0	n/a	n/a	-101.9	n/a	n/a	n/a		
OPM	**30.2**	**32.3**	**32.3**	**33.4**	**30.0**	**33.8**	**31.2**	**31.0**	**25.4**	**31.5**	**29.2**	**31.6**	**32.1**	**31.1**	**27.8**	**29.7**
North America	32.1	35.1	35.4	35.4	33.2	35.6	34.8	34.4	32.7	34.7	34.7	35.2	34.6	34.6	n/a	n/a
Middle Americas	40.7	42.7	45.4	49.3	42.3	47.9	45.9	46.0	41.2	n/a	n/a	n/a	44.7	45.6	n/a	n/a
South America	34.7	31.3	31.6	42.8	34.6	28.2	26.3	38.3	25.8	n/a	n/a	n/a	36.0	32.6	n/a	n/a
EMEA	21.4	27.9	28.9	28.8	20.3	25.9	24.9	19.9	14.8	23.1	21.7	24.2	26.9	22.8	n/a	n/a
Asia Pacific	22.8	24.7	24.1	10.9	25.1	32.2	26.6	11.3	4.5	16.0	16.2	26.1	21.4	25.0	n/a	n/a
ETC	-159.6	-186.0	-113.4	-126.8	-210.4	-110.3	-98.1	-196.2	-178.1	-14.0	-55.2	-250.0	-142.1	-146.1	n/a	n/a
Adjustment	-100.0	-100.0	40.2	33.3	n/a	100.0	n/a	100.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

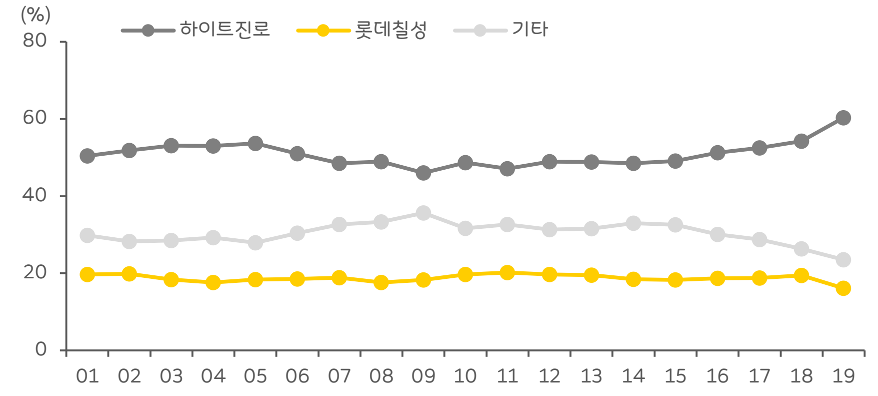
오비맥주		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	(십억원)	1,490.8	1,545.3	1,663.5	1,698.1	1,542.1		
YoY	(%)	-2.6	3.7	7.6	2.1	-9.2		
총이익	(십억원)	874.0	926.9	1,040.6	1,051.5	929.0		
YoY	(%)	2.2	6.1	12.3	1.0	-11.7		
GPM	(%)	58.6	60.0	62.6	61.9	60.2		
영업이익	(십억원)	386.2	372.3	494.1	514.5	409.0		
YoY	(%)	17.6	-3.6	32.7	4.1	-20.5		
OPM	(%)	25.9	24.1	29.7	30.3	26.5		
원/달러		**1,131.5**	**1,160.5**	**1,130.8**	**1,100.3**	**1,165.7**		
매출액	(백만달러)	1,317.6	1,331.6	1,471.0	1,543.3	1,323.0		
영업이익	(백만달러)	341.3	320.8	436.9	467.6	350.8		
AB Inbev 전체 실적 중 비중(%)								
매출액	전체	3.0	2.9	2.6	2.9	2.5		
	Asia Pacific	21.2	21.9	18.8	22.9	20.2		
영업이익	전체	2.5	2.4	2.5	2.7	2.2		
	Asia Pacific	34.3	32.7	21.5	32.4	21.4		

Source : AB Inbev, 오비맥주, Kakaopay Securities Research

2) 소주시장

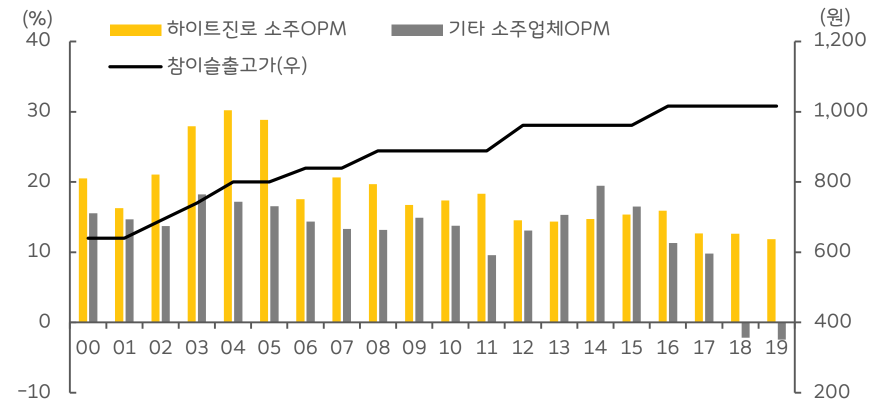
소주시장은 하이트진로의 점유율 상승이 가파른 상황이다. 지역별로 분리되었던 시장에서 하이트진로가 수도권 외 비수도권 지역으로 점유율이 확장되고, 2위 업체가 부진한 틈을 타 19년 출시한 신제품 진로이즈백 판매가 증가하며 시장 점유율이 상승하고 있다. 하이트진로의 소주 점유율 상승에 따라 기타 지방 소주 업체와의 이익률 격차도 커지고 있다. 무학, 보해양조, 대선, 맥키스, 한라산 등 지방소주 업체들은 대부분이 매출 감소, 영업적자를 기록하고 있다. 진로이즈백은 작년말 월 150억원 판매에서 나아가 20년에는 월 180억원 규모까지 성장했고 연간 매출액 2200억원 달성이 기대되는데, 하이트진로 소주 연매출 1.2조원에서 18~20%까지 비중이 확대될 전망이다.

Exhibit 30. 소주 매출액 기준 점유율



Source : 각 사, Kakaopay Securities Research

Exhibit 31. 소주 이익률 추이



Source : 각 사, Kakaopay Securities Research

하이트진로 (000080 KS)

점유율과 이익을 모두 취한다

Buy(유지)

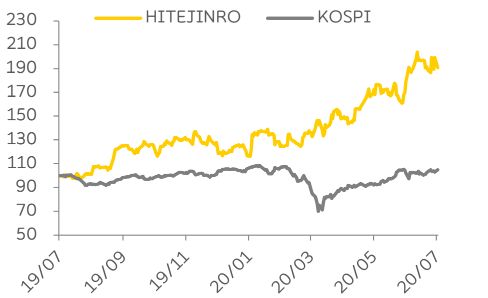
Upside	
목표주가(12M)	52,000원(상향)
현재주가	43,650원
목표수익률	19.1%

Key Data	2020년 07월 14일
산업분류	음식료
KOSPI	2,183.61

Trading Data	
시가총액 (십억원)	3,061.3
발행주식수 (백만주)	70.1
외국인 지분율 (%)	8.9
52주 고가 (원)	47,050
52주 저가 (원)	19,950
60일 거래대금(억원)	24.2

주요주주	(%)
하이트진로홀딩스(외 10인)	53.8
국민연금공단(외 1인)	8.7

Performance (pt)



주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	8.6	50.3	98.0
상대주가	6.2	52.7	93.3

Food & Beverage
Analyst 장지혜
wisdom.jang@kakaopaysec.com
02) 6099-8506

2분기 전년비 큰 폭 실적 개선 기대

2분기 하이트진로의 연결기준 매출액은 6120억원(YoY +16.7%), 영업이익은 434억원(YoY +309.9%, OPM 7.1%)으로 전년비 큰 폭의 실적 성장이 기대된다. 2분기 실적성장은 지난해 신제품 출시에 따른 판촉비 부담 기저효과에 더해 1)테라의 외형 확대에 따른 제조 맥주 외형 성장(+10%초반)과 고정비 부담 완화, 2)진로이즈백 및 참이슬 볼륨 성장(+10%중반)과 작년 소주 가격인상 효과에 기인한다. 코로나19로 인해 2분기에도 외식 시장이 전년비 부진했고, 경쟁사의 공격적인 마케팅으로 인해 영업부담이 있었음에도 불구하고 동사의 지속적인 점유율 상승과 이에 따른 실적 성장이 본격적으로 나타나고 있어 긍정적이다.

맥주와 소주 주력 제품 M/S확대 지속 전망

19년 출시한 맥주와 소주 신제품은 상반기 기저효과를 감안하더라도 기대이상의 실적 성장을 기록하고 있다. 19년 3월 출시한 테라는 19년 말 월 280~300억 수준에서 20년 6월 400억원 까지 상승하며 2020년 연간 하이트진로 맥주 전체 매출의 52.4%를 차지할 것으로 기대된다. 또한 작년 4월 출시한 진로이즈백은 작년말 월 150억원 판매에서 20년에는 월 180억원 규모까지 성장했고, 2020년 연간 소주 매출의 20%까지 비중이 확대될 전망이다.

이러한 외형성장 추세는 향후에도 지속될 것으로 기대하는데, 1)맥주 성수기에 진입하며 전년비 더운 날씨와 코로나19로 이연된 소비, 수입맥주의 빈자리를 동사의 제품이 차지하고, 2)소주는 늘어난 CAPA와 진로이즈백 제품 인기를 바탕으로 수도권 및 비수도권 점유율 확산을 지속할 것으로 전망하기 때문이다. 이러한 실적 성장이 과거대비 판촉부담 없이 이루어지고 있으며, 공장 가동률도 지속 상향됨에 따른 영업레버리지 효과는 시간이 지날수록 확대될 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 5.2만원으로 상향

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지, 목표주가를 기존 4.6만원에서 5.2만원으로 13.0%상향한다. 목표주가 변동은 맥주 부문 실적 추정치 상향과 목표배수를 기존 11배에서 12배로 변경한 데에 기인한다. 기존에는 글로벌 주류 업체 평균 12배 대비 10% 할인해왔으나, 올해 글로벌 주류 업체들과 달리 실적 성장을 전망하며 내년에도 영업레버리지 효과가 기대된다는 점에서 할인을 제거했다.

Financial and Valuation Summary

Fiscal Year	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (십억원)	1,885.6	2,035.1	2,332.0	2,504.2
증감률 YoY (%)	(0.2)	7.9	14.6	7.4
영업이익 (십억원)	90.4	88.2	192.0	228.4
영업이익률 (%)	4.8	4.3	8.2	9.1
지배주주순이익 (십억원)	22.2	(42.3)	100.9	134.0
EPS (원)	317.2	(603.8)	1,426.0	1,897.8
EPS 증감률 (%)	75.4	적전	흑전	33.1
P/E (x)	52.3	N/A	30.6	23.0
EV/EBITDA (x)	8.5	12.9	12.3	11.0
ROE (%)	1.9	(3.9)	9.5	11.9
P/B (x)	1.0	2.0	2.9	2.7

Source: Dataguide, Kakaopay Securities Research

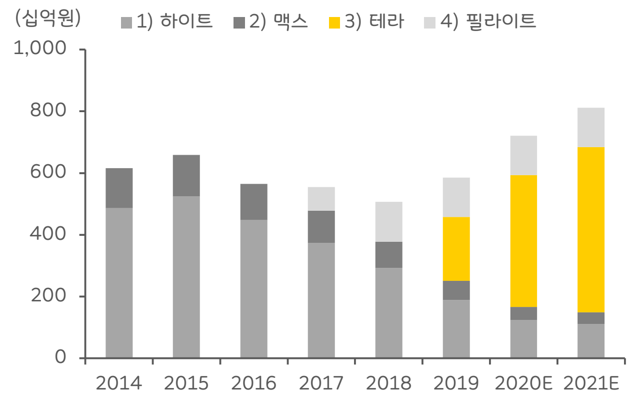
Exhibit 32. 하이트진로 실적 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
매출액	**423.0**	**524.4**	**529.1**	**558.6**	**533.9**	**612.0**	**593.5**	**592.7**	**1,885.6**	**2,035.1**	**2,332.0**	**2,504.2**
YoY	*0.5%*	*6.3%*	*5.8%*	*18.4%*	*26.2%*	*16.7%*	*12.2%*	*6.1%*	*-0.2%*	*7.9%*	*14.6%*	*7.4%*
1. 맥주	139.1	190.5	212.2	184.8	180.0	213.7	231.8	190.0	713.9	726.6	815.4	905.6
YoY	*-6.1%*	*-0.7%*	*1.4%*	*12.1%*	*29.4%*	*12.1%*	*9.2%*	*2.8%*	*-3.8%*	*1.8%*	*12.2%*	*11.1%*
(시장점유율)									*27.1%*	*30.4%*	*35.9%*	*39.2%*
1) 하이트	47.6	60.8	44.3	36.2	28.5	30.4	35.4	28.9	292.3	188.9	123.3	111.0
2) 맥스	15.1	18.3	16.6	11.4	9.1	11.0	13.2	9.2	85.1	61.4	42.4	38.2
3) 필라이트	32.0	38.3	31.0	25.5	29.9	38.8	33.2	25.5	129.0	126.8	127.4	127.4
4) 테라	6.5	38.4	75.4	87.8	89.7	110.5	123.5	104.0	0.0	208.0	427.7	534.6
5) 기타	37.9	34.8	44.9	24.0	22.8	23.0	26.3	22.4	207.5	141.6	94.6	94.4
2. 소주	251.7	291.2	277.4	336.1	319.2	351.9	317.2	361.2	1,039.8	1,156.5	1,349.5	1,408.2
YoY	*2.8%*	*8.7%*	*9.2%*	*23.1%*	*26.8%*	*20.8%*	*14.3%*	*7.5%*	*0.5%*	*11.2%*	*16.7%*	*4.4%*
(시장점유율)									*54.2%*	*60.3%*	*70.9%*	*71.9%*
1) 참이슬	225.9	249.0	238.7	263.0	238.2	258.9	243.4	268.2	901.7	976.5	1,008.8	1,029.0
2) 진로이즈백	0.0	4.1	20.3	41.1	52.5	52.5	55.0	60.0	0.0	65.4	220.0	242.0
3) 기타	25.9	38.2	18.5	32.1	28.5	40.5	18.8	33.0	138.1	114.6	120.7	137.2
3. 생수	19.7	25.3	27.5	24.0	23.9	31.4	34.1	29.7	77.2	96.4	119.2	149.1
YoY	*28.8%*	*28.8%*	*18.6%*	*25.6%*	*21.2%*	*24.4%*	*24.2%*	*23.9%*	*15.3%*	*24.9%*	*23.6%*	*25.1%*
4. 기타	12.4	17.4	12.0	13.6	10.7	15.0	10.4	11.8	54.7	55.5	47.9	41.3
YoY	*1.6%*	*25.1%*	*-12.8%*	*-7.3%*	*-13.7%*	*-13.7%*	*-13.7%*	*-13.7%*	*18.3%*	*1.5%*	*-13.7%*	*-13.7%*
매출 비중(%)	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
1. 맥주	32.9	36.3	40.1	33.1	33.7	34.9	39.1	32.1	37.9	35.7	35.0	36.2
2. 소주	59.5	55.5	52.4	60.2	59.8	57.5	53.5	60.9	55.1	56.8	57.9	56.2
3. 생수	4.7	4.8	5.2	4.3	4.5	5.1	5.7	5.0	4.1	4.7	5.1	6.0
4. 기타	2.9	3.3	2.3	2.4	2.0	2.5	1.7	2.0	2.9	2.7	2.1	1.6
영업이익	**-4.2**	**10.6**	**49.2**	**32.7**	**56.1**	**43.4**	**56.4**	**36.1**	**90.4**	**88.2**	**192.0**	**228.4**
YoY	*적전*	*-60.5%*	*67.9%*	*85.5%*	*흑전*	*309.9%*	*14.7%*	*10.4%*	*3.7%*	*-2.4%*	*117.6%*	*19.0%*
영업이익률	*-1.0%*	*2.0%*	*9.3%*	*5.9%*	*10.5%*	*7.1%*	*9.5%*	*6.1%*	*4.8%*	*4.3%*	*8.2%*	*9.1%*
1. 맥주	-20.5	-17.1	-3.9	-1.7	8.9	6.5	5.7	2.8	-20.3	-43.1	23.9	39.3
YoY	*적지*	*적지*	*적전*	*적지*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*적지*	*적지*	*흑전*	*64.4%*
영업이익률	*-14.8%*	*-8.9%*	*-1.8%*	*-0.9%*	*4.9%*	*3.1%*	*2.5%*	*1.4%*	*-2.9%*	*-5.9%*	*2.9%*	*4.3%*
2. 소주	18.6	26.9	50.5	32.5	46.3	37.5	49.5	32.2	117.9	128.4	165.5	186.0
YoY	*-34.5%*	*-20.3%*	*102.7%*	*5.1%*	*148.9%*	*39.6%*	*-2.0%*	*-0.9%*	*1.3%*	*8.9%*	*28.9%*	*12.4%*
영업이익률	*7.4%*	*9.2%*	*18.2%*	*9.7%*	*14.5%*	*10.7%*	*15.6%*	*8.9%*	*11.3%*	*11.1%*	*12.3%*	*13.2%*
3. 생수	-0.9	1.7	1.0	0.7	0.3	0.4	0.5	0.4	-6.2	2.5	1.6	2.0
YoY	*적지*	*흑전*	*778.9%*	*흑전*	*흑전*	*-74.7%*	*-51.5%*	*-39.2%*	*적지*	*흑전*	*-33.9%*	*25.1%*
영업이익률	*-4.4%*	*6.8%*	*3.5%*	*2.8%*	*1.4%*	*1.4%*	*1.4%*	*1.4%*	*-8.0%*	*2.6%*	*1.4%*	*1.4%*
4. 기타 및 조정	-1.4	-0.9	1.6	1.2	0.6	-1.1	0.7	0.8	-1.0	0.5	1.0	1.1
영업이익 비중(%)	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
1. 맥주	490.7	-161.1	-7.9	-5.2	15.8	15.1	10.2	7.6	-22.5	-48.9	12.4	17.2
2. 소주	-444.8	253.9	102.6	99.3	82.5	86.5	87.7	89.1	130.4	145.5	86.2	81.4
3. 생수	20.7	16.1	2.0	2.1	0.6	1.0	0.8	1.1	-6.8	2.8	0.9	0.9
4. 기타 및 조정	33.4	-9.0	3.3	3.8	1.1	-2.6	1.3	2.1	-1.1	0.6	0.5	0.5
순이익	**-13.8**	**-29.2**	**25.8**	**-25.2**	**33.4**	**21.1**	**30.7**	**15.6**	**22.3**	**-42.4**	**100.8**	**133.9**
YoY	*적전*	*적전*	*173.7%*	*적전*	*흑전*	*흑전*	*19.0%*	*흑전*	*74.9%*	*적전*	*흑전*	*32.8%*
순이익률	*-3.3%*	*-5.6%*	*4.9%*	*-4.5%*	*6.3%*	*3.4%*	*5.2%*	*2.6%*	*1.2%*	*-2.1%*	*4.3%*	*5.3%*

주: 점유율은 금액기준 주요 주류업체 매출 실적을 바탕으로 임의 계산한 것. 소주의 경우 19년 가격인상을 하면서 점유율이 실제보다 과대평가 될수 있음

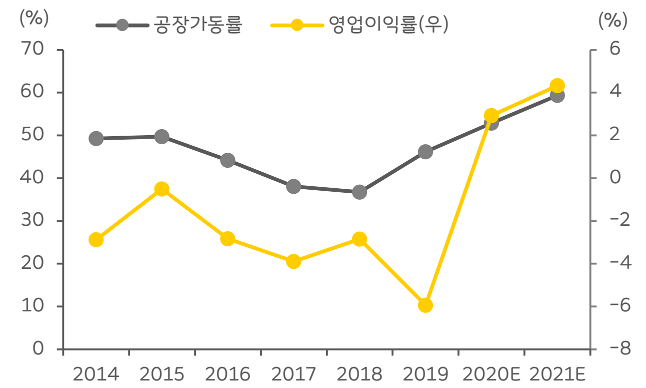
Source : 하이트진로, Kakaopay Securities Research

Exhibit 33. 맥주 브랜드별 실적 추이 및 전망



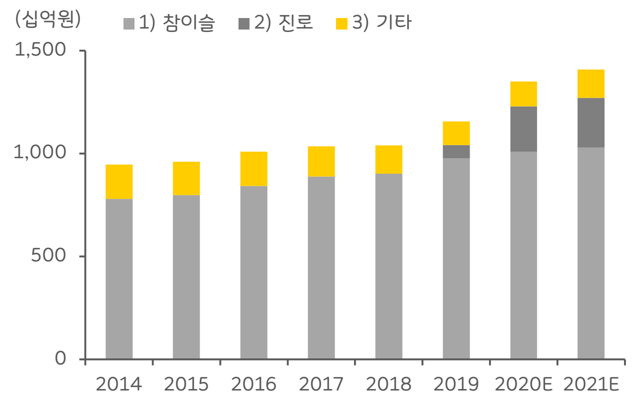
Source : 관세청, Kakaopay Securities Research

Exhibit 34. 맥주부문 가동률과 이익률 추이



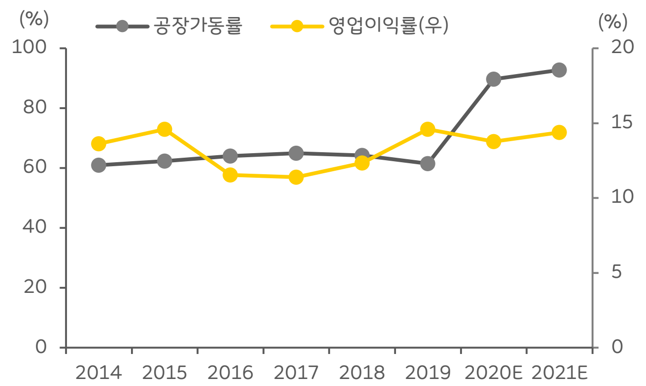
Source : 관세청, Kakaopay Securities Research

Exhibit 35. 소주 브랜드별 실적 추이 및 전망



Source : 관세청, Kakaopay Securities Research

Exhibit 36. 수입 국가별 금액 증감률



Source : 관세청, Kakaopay Securities Research

투자의견 Buy, 목표주가 5.2만원으로 상향

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 4.6만원에서 5.2만원으로 13.0%상향한다. 목표주가 변동은 맥주 부문 실적 추정치 상향과 맥주사업부 목표배수를 기존 11배에서 12배로 할증한데에 기인한다. 기존에는 글로벌 주류 업체 평균 12배 대비 10% 할인해왔으나, 올해 글로벌 주류 업체들과 달리 실적 성장을 전망하며 내년에도 영업레버리지 효과가 기대된다는 점에서 할인을 제거했다.

Exhibit 37. 하이트진로 Valuation

SOTP Valuation						
1. 영업가치(2020)	**매출액**	**영업이익**	**감가상각비**	**EBITDA**	**EV/EBITDA**	**적정가치**
맥주	815.4	23.9	79.1	102.9	12.0	1,235.2
소주	1,349.5	165.5	66.0	231.5	13.0	3,009.1
기타	167.1	2.6	41.7	44.3	6.0	265.9
합계	**2,332.0**	**192.0**	**186.7**			**4,510.2**
2. 비영업가치	**시가총액/장부가**	**지분율**	**할인율**			**적정가치**
매도가능금융자산	4.5	100.0%	0.0%			4.5
투자부동산	24.3	100.0%	0.0%			24.3
합계						**28.7**
3. 순차입금						**적정가치**
하이트진로		1Q20기준				920.5
(하이트진로 홀딩스 별도)		1Q20기준				621.1
순차입금						**920.5**
4 목표주가 산출						
총기업가치 (1+2-3)						3,618.5
유통주식수 (천주)						70,133.6
목표주가						**52,000**
현재가치						**43,650**
Upside						**19.1%**

Source : 하이트진로, Kakaopay Securities Research

하이트진로(000080) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,065.0	782.3	1,232.6	1,182.5	1,297.0
현금성자산	393.8	160.7	550.1	451.2	524.9
매출채권	461.2	377.8	411.0	442.2	467.8
재고자산	166.0	177.3	184.0	198.0	209.5
비유동자산	2,363.2	2,488.6	2,477.3	2,483.2	2,496.7
투자자산	123.2	261.7	248.4	258.5	269.0
유형자산	2,053.1	2,052.1	2,063.2	2,067.9	2,079.2
무형자산	186.8	174.8	165.7	156.8	148.5
자산총계	3,428.1	3,270.9	3,709.9	3,665.7	3,793.7
유동부채	1,668.5	1,358.9	1,951.8	1,893.2	1,910.9
매입채무	218.9	275.3	282.4	303.9	321.5
유동성이자부채	664.8	532.2	1,027.7	947.7	947.7
비유동부채	597.3	878.8	672.9	603.3	614.0
비유동이자부채	400.8	640.1	417.6	337.6	337.6
부채총계	2,265.8	2,237.7	2,624.7	2,496.5	2,524.9
자본금	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
자본잉여금	709.3	509.3	509.3	509.3	509.3
이익잉여금	176.3	238.9	291.0	375.0	474.6
자본조정	(92.7)	(84.5)	(84.5)	(84.5)	(84.5)
자기주식	(76.8)	(76.8)	(76.8)	(76.8)	(76.8)
자본총계	1,162.4	1,033.2	1,085.2	1,169.2	1,268.7
투하자본	1,830.4	2,031.4	1,969.6	1,992.0	2,017.4
순차입금	671.8	1,011.6	895.2	834.0	760.4
ROA	0.6	(1.3)	2.9	3.6	4.0
ROE	1.9	(3.9)	9.5	11.9	12.3
ROIC	2.6	(430.5)	7.1	8.6	9.2

손익계산서

결산기(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,885.6	2,035.1	2,332.0	2,504.2	2,646.1
증가율 (Y-Y,%)	(0.2)	7.9	14.6	7.4	5.7
영업이익	90.4	88.2	192.0	228.4	249.3
증가율 (Y-Y,%)	3.7	(2.4)	117.6	19.0	9.1
EBITDA	215.4	236.2	324.5	357.8	378.6
영업외손익	(48.4)	(87.8)	(56.2)	(48.0)	(48.0)
순이자수익	(37.4)	(44.5)	(42.5)	(43.3)	(38.8)
외화관련손익	2.3	(0.2)	0.1	(1.3)	(1.0)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	42.0	0.5	135.8	180.4	201.3
당기순이익	22.3	(42.4)	100.8	133.9	149.4
지배기업당기순이익	22.2	(42.3)	100.9	134.0	149.5
증가율 (Y-Y,%)	74.9	적전	흑전	32.8	11.6
NOPLAT	48.0	(8,313.0)	142.5	169.6	185.1
(+) Dep	125.0	148.0	132.5	129.4	129.4
(-)운전자본투자	(3.9)	127.4	(36.5)	27.3	23.2
(-) Capex	119.3	160.7	132.3	124.4	131.5
OpFCF	57.5	(8,453.2)	179.3	147.2	159.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(0.4)	2.5	7.3	9.9	9.1
영업이익증가율(3Yr)	(12.3)	(10.7)	30.1	36.2	41.4
EBITDA증가율(3Yr)	(5.3)	(0.9)	16.2	18.4	17.0
순이익증가율(3Yr)	(25.3)	n/a	99.3	81.8	n/a
영업이익률(%)	4.8	4.3	8.2	9.1	9.4
EBITDA마진(%)	11.4	11.6	13.9	14.3	14.3
순이익률 (%)	1.2	(2.1)	4.3	5.3	5.6

현금흐름표

결산기(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업현금	141.0	28.3	254.0	246.4	266.4
당기순이익	22.3	(42.4)	100.8	133.9	149.4
자산상각비	125.0	148.0	132.5	129.4	129.4
운전자본증감	(46.1)	(200.6)	(20.7)	(27.3)	(23.2)
매출채권감소(증가)	66.3	77.2	(35.6)	(31.2)	(25.7)
재고자산감소(증가)	(29.5)	(22.1)	(10.3)	(14.0)	(11.5)
매입채무증가(감소)	(16.1)	24.6	4.7	21.5	17.6
투자현금	(101.4)	(66.0)	(139.3)	(135.3)	(142.8)
단기투자자산감소	15.2	88.3	1.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.3)	(0.4)	(0.5)
설비투자	(119.3)	(160.7)	(132.3)	(124.4)	(131.5)
유무형자산감소	9.3	5.3	0.2	(0.8)	(0.8)
재무현금	(38.7)	(111.6)	271.3	(209.9)	(49.9)
차입금증가	38.8	(37.4)	270.5	(160.0)	0.0
자본증가	(55.7)	(55.7)	(48.9)	(49.9)	(49.9)
배당금지급	55.7	55.7	48.9	49.9	49.9
현금 증감	3.5	(146.7)	388.7	(98.8)	73.7
총현금흐름(Gross CF)	255.9	290.7	288.7	273.7	289.6
(-)운전자본증가(감소)	(3.9)	127.4	(36.5)	27.3	23.2
(-)설비투자	119.3	160.7	132.3	124.4	131.5
(+)자산매각	9.3	5.3	0.2	(0.8)	(0.8)
Free Cash Flow	149.8	7.8	193.1	121.2	134.1
(-)기타투자	0.0	0.0	0.3	0.4	0.5
잉여현금	149.8	7.8	192.7	120.7	133.6

Source: Company Data, Kakaopay Securities Research

주요투자지표

결산기	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Per share Data					
EPS	317	(604)	1,426	1,898	2,119
BPS	16,301	14,488	15,219	16,398	17,795
DPS	800	700	700	700	700
Multiples(x,%)					
PER	52.3	n/a	30.6	23.0	20.6
PBR	1.0	2.0	2.9	2.7	2.5
EV/ EBITDA	8.5	12.9	12.3	11.0	10.2
배당수익율	4.8	2.4	1.6	1.6	1.6
PCR	4.5	7.0	10.6	11.4	10.7
PSR	0.6	1.0	1.3	1.2	1.2
재무건전성 (%)					
부채비율	194.9	216.6	241.9	213.5	199.0
Net debt/Equity	57.8	97.9	82.5	71.3	59.9
Net debt/EBITDA	311.9	428.3	275.8	233.1	200.8
유동비율	63.8	57.6	63.2	62.5	67.9
이자보상배율	2.4	2.0	4.5	5.3	6.4
이자비용/매출액	2.1	2.3	1.9	1.8	1.5
자산구조					
투하자본(%)	78.0	82.8	71.2	73.7	71.8
현금+투자자산(%)	22.0	17.2	28.8	26.3	28.2
자본구조					
차입금(%)	47.8	53.2	57.1	52.4	50.3
자기자본(%)	52.2	46.8	42.9	47.6	49.7

Note: EPS는 완전희석 EPS

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 하이트진로 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이

일자	투자의견	목표주가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균대비	괴리율(%) 최고(최저)대비
2020-05-18	BUY	46,000	1년	-11.9	-0.2
2020-07-15	BUY	52,000	1년		

■ 투자의견 분류 및 적용기준

기업 (향후 12개월 기준)	매수(Buy) : 기대수익률 15% 이상
	중립(Hold) : 기대수익률 ± 15% 내외
	매도(Sell) : 기대수익률 -15% 이하
산업 (향후 12개월 기준)	비중확대(Overweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
	중립(Neutral) : 업종지수상승률이 시장수익률 수준
	비중축소(Underweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

■ 투자등급 비율 (기준일: 2020.06.30)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
90.0%	10.0%	0.0%