Industry Indepth

음식료

Overweight

주류전쟁: 격변(激變)

음식료
Analyst 김정욱
02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
하이트진로(000080)	Buy	34,000원

Contents

Part I	주류 기업의 가치는 어떻게 결정되는가?	5
Part II	[맥주전쟁] 격변(激變), 맥주 시장 반격의 서막	11
Part III	[소주전쟁] 가편(加鞭), 달리는 말에 채찍질하다	27
기업분석	하이트진로(000080) 주류전쟁: 반격의 서막	37

주류전쟁: 격변(激變)

I 산업분석

Part 1. 주류 기업의 가치는 어떻게 결정되는가? – 주류 기업의 점유율 확대는 실적 성장의 핵심 요인으로 투자판단의 중요한 포인트

- 하이트진로의 기업가치와 맥주/소주 점유율 변화를 비교, ① 점유율 상승기 및 진로소주 인수로 기업 가치가 최대로 확대되었던 시기. 05년 맥주 점유율 57%, 소주 점유율 55% 달성하며 기업가치 4.5조원 기록, ② 맥주/소주 점유율 동반 하락으로 부진, 15년 맥주 점유율 30%, 소주 점유율 53% 기록하며 기업가치 1.7조원으로 하락
- 2020년 예상 점유율은 맥주 40%, 소주 60%. 연결 영업이익은 1,849억원으로 전망, 부문별 영업이익은 맥주 411억원, 소주 1,462억원. 예상 순이익 1,042억원, 적정 PER 23배(글로벌 주류업 12M Fwd PER 평균)로 기업가치 2.4조원, 적정주가 34,000원 제시
- 향후 맥주 점유율 5% 상승에 따른 기업 가치 변화 7,000~9,000억원, 소주 점유율 5% 상승에 따른 기업가치 변화 4,000~6,000억원 예상

Part 2. [맥주전쟁] 격변(激變), 맥주 시장 반격의 서막 – 하이트진로 신제품 테라 효과로 맥주 점유율 확대 전망

- ① 테라 월 판매량은 3월 40만, 5월 95만, 7월 140만, 9월 225만 상자로 고성장 지속 중. 타 브랜드 대비 빠른 속도로 시장 진입 중, ② 맥주 시장 최전선(最前線) 팩트체크 주요 지역 설문 결과, 테라/카스 점유율 6:4로 서울 중심 지역부터 점유율 확대 중, ③ 출시 초기 소비자 선호 파악을 위한 온라인 데이터 조사 결과, 테라와 카스의 인스타그램 게시물 일 평균 150~200개 격차 유지

Part 3. [소주전쟁] 가편(加鞭), 달리는 말에 채찍질하다 – 소주 시장 참이슬/진로이즈백의 수도권 시장 탈환, 지방 침투 가속화 전망

- ① 소주 시장 최전선(最前線) 팩트체크 설문 결과, 참이슬/처음처럼 점유율 7:3. 소주는 경쟁 제품 부진에 따른 참이슬 반사이익 효과, ② 온라인 데이터 조사 결과, 진로이즈백 게시물 일 평균 400~500건 유지, 타 제품 대비 압도적으로 높은 게시물 기록 중, ③ 진로이즈백 판매량도 빠른 속도로 성장 중. 4~5월 누계 10만, 7월 36만, 9월 58만 상자로 풀 캐파 도달. 11월까지 소주 라인 총 10개 중 진로 라인 1개 → 3개로 확대할 계획

II 기업분석

하이트진로 (Buy, TP: 34,000원): 주류전쟁: 반격의 서막

MERITZ

음식료

Part I

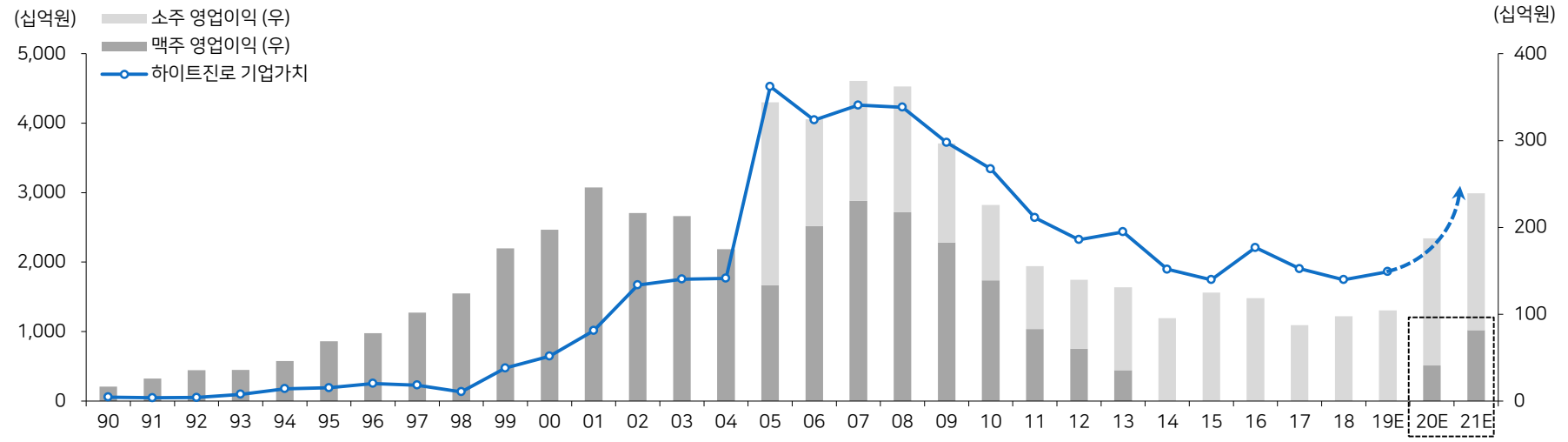
주류 기업의 가치는 어떻게 결정되는가?

주류 기업의 점유율 확대는 실적 성장의 핵심 요인으로 투자판단의 중요한 포인트

하이트진로 기업가치는 세 가지 국면으로 구분: ① 하이트 성공 이후 1차 상승기, ② 진로소주 인수 이후 합산 가치 4.5조원, ③ 하이트 점유율 축소로 기업 가치 급락

- 하이트진로의 기업가치는 맥주/소주 사업부의 영업이익 변화에 따라 크게 세 가지 국면으로 구분
  - ① 하이트 성공 이후 1차 상승기 93년~02년 영업이익 357억원에서 2,165억원으로 506.7% 증가 하이트맥주 시가총액은 966억원에서 1.7조원으로 1,629.4% 상승
  - ② 05년 진로소주 인수, 맥주 영업이익 1,335억원, 소주 영업이익 2,105억원, 하이트맥주 + 진로소주 합산 가치 4.5조원 기록
  - ③ 하이트 점유율 축소로 맥주 사업부 부진, 맥주 영업이익 07년 2,307억원에서 18년 289억원 적자로 감소하며 기업가치는 1~1.5조원까지 급락

안정적인 소주 사업과 달리 맥주 사업은 높은 영업이익 변동성을 기록, 맥주 사업의 점유율 상승은 실적 개선을 동반하기 때문에 투자판단의 중요한 포인트



자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터
주: 90~05년 하이트맥주 기업가치, 05년~11년 하이트맥주+진로소주 기업가치, 11년 이후 하이트진로 기업가치

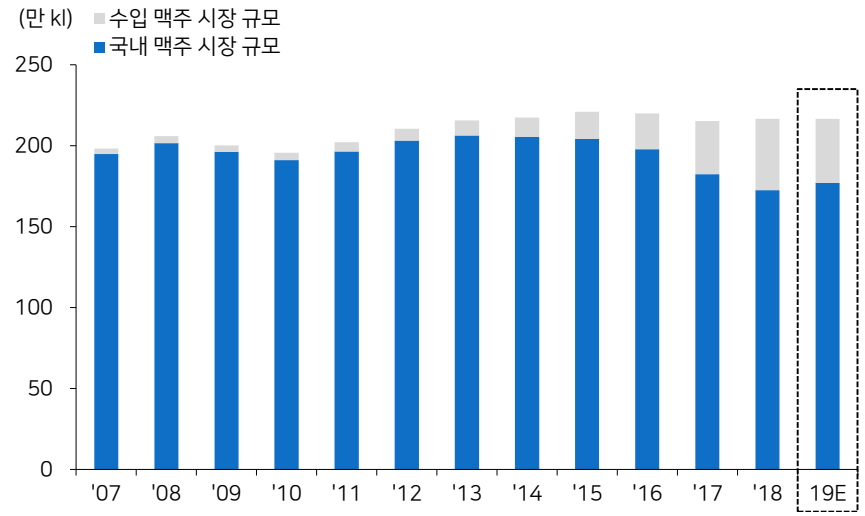
맥주/소주 시장은 성장 정체기, 업체별 점유율 확보가 중요한 상황

2008년 이후 주류 소비 정체

업체별 경쟁 심화된 가운데 제품 차별화 전략으로 점유율 확보가 중요한 상황

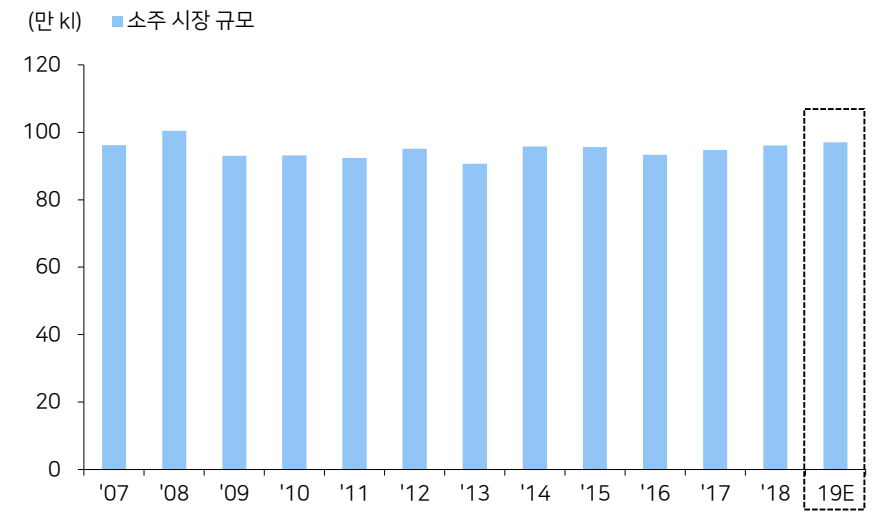
- 2000년 이후 완만한 성장세를 지속하던 주류 산업이 2008년을 정점으로 소비가 정체되고 있는 상황. 장기적으로 출산율 저하에 따른 인구 감소가 주류 내수 시장 부진 심화로 이어질 가능성 존재
- 맥주 시장 성장 정체된 가운데 2019년 국내외 급속한 대외 환경 변화로 수입맥주 성장세 둔화. 소주 시장도 최근 5년간 1% 성장률에 그치며 사실상 정체 상태
- 업체별 경쟁이 심화된 가운데, 제품 차별화 전략으로 맥주/소주 시장의 점유율 확보가 중요한 상황

맥주 시장(국내/수입) 규모 추이



자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

소주 시장 규모 추이



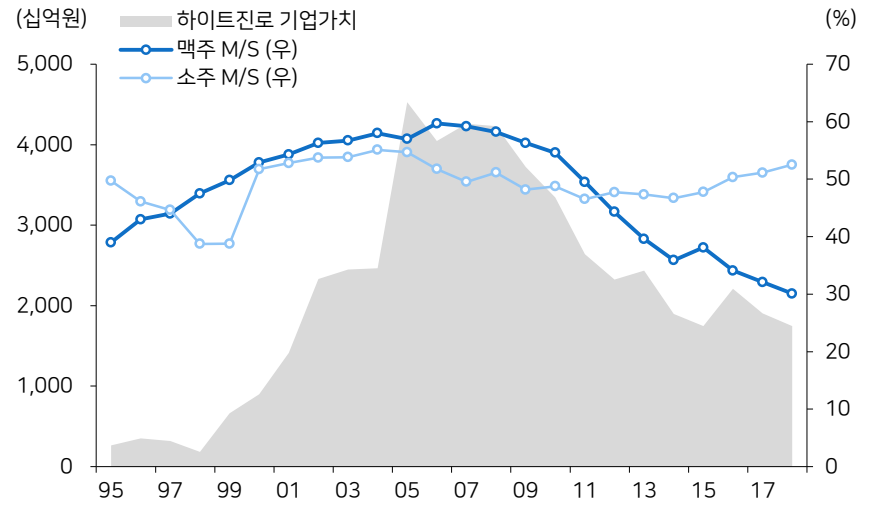
자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

맥주/소주 점유율과 하이트진로 기업가치 변화 과거 사례 분석

하이트진로 기업가치와 맥주/소주 점유율 변화 비교: 기업가치 4.5조원(맥주 57%, 소주 55%) ↔ 기업가치 1.7조원(맥주 30%, 소주 53%)

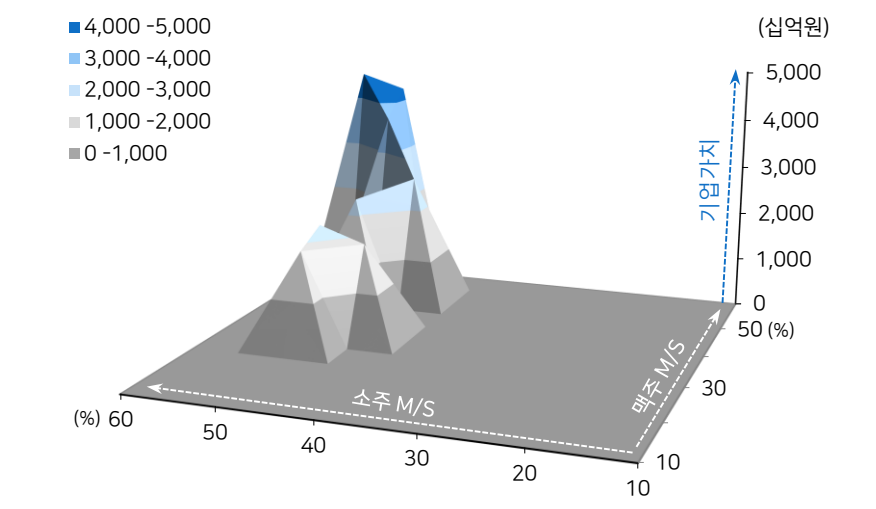
- 하이트진로의 기업가치와 맥주/소주 점유율 변화를 비교, 맥주 점유율은 최저 30%에서 최고 60% 범위에서 변동. 소주 점유율은 최저 39%에서 최고 55% 범위에서 변동
- 점유율 상승기 및 진로소주 인수로 기업 가치가 최대로 확대되었던 시기. 05년 맥주 점유율 57%, 소주 점유율 55% 달성하며 기업가치 4.5조원 기록
- 맥주/소주 점유율 동반 하락으로 부진, 15년 맥주 점유율 30%, 소주 점유율 53% 기록하며 기업가치 1.7조원으로 하락

하이트진로 맥주 점유율 범위 30~60%, 소주 점유율 39~55%



자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

05년 맥주 점유율 57%, 소주 점유율 55% 달성하며 기업가치 4.5조원 기록



자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

하이트진로 맥주/소주 점유율 변동에 따른 영업이익/기업가치 민감도 분석

2020년 예상 점유율 맥주 40%, 소주 60%로 연결 영업이익 1,849억원으로 전망

기업가치 2.4조원, 적정주가 34,000원 제시

- 2020년 예상 점유율은 맥주 40%, 소주 60%. 연결 영업이익은 1,849억원으로 전망, 부문별 영업이익은 맥주 411억원, 소주 1,462억원. 가동률은 각각 60.0%, 61.7%로 가동률 상승에 따른 민감도 반영 시 맥주 영업이익률 4.8%, 소주 영업이익률 12.1% 전망
- 영업외비용 475억원, 법인세율 24.2% 가정, 적정 PER 23배(글로벌 주류업 12M Fwd PER 평균)로 적정 기업가치 2.4조원, 적정주가 34,000원 제시. 향후 맥주 점유율 5% 상승에 따른 기업 가치 변화 7,000~9,000억원, 소주 점유율 5% 상승에 따른 기업가치 변화 4,000~6,000억원 예상

하이트진로 맥주/소주 점유율 변동에 따른 영업이익 민감도 분석

(십억원)		소주 M/S(%)									
		40	45	50	55	60	65	70	75	80	85
맥주 M/S (%)	10	-3	15	36	59	84	112	142	174	209	246
	15	-5	14	34	57	83	111	141	173	208	245
	20	1	20	41	64	89	117	147	179	214	251
	25	15	33	54	77	102	130	160	193	227	265
	30	36	54	75	98	123	151	181	214	248	285
	35	64	83	103	126	152	179	209	242	277	314
	40	100	118	139	162	187	215	245	278	312	349
	45	143	161	182	205	230	258	288	321	355	393
	50	193	212	233	256	281	309	339	371	406	443
	55	251	270	290	313	339	367	397	429	464	501
	60	317	335	356	379	404	432	462	494	529	566
	65	389	408	428	451	477	505	535	567	602	639
	70	469	488	508	531	557	585	615	647	682	719
	75	496	514	535	558	583	611	641	674	708	745
	80	522	541	561	584	610	638	668	700	735	772
	85	549	567	588	611	636	664	694	726	761	798
	90	575	594	614	637	663	690	720	753	788	825
	95	602	620	641	664	689	717	747	779	814	851
	100	628	646	667	690	716	743	773	806	841	878

자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

하이트진로 맥주/소주 점유율 변동에 따른 기업가치 민감도 분석

Target PER 20배 Target PER 23배 Target PER 26배

(십억원)		소주 M/S(%)									
		40	45	50	55	60	65	70	75	80	85
맥주 M/S (%)	10	-773	-494	-207	195	638	1,122	1,646	2,211	2,816	3,463
	15	-792	-513	-229	173	616	1,099	1,624	2,189	2,794	3,441
	20	-699	-420	-122	280	723	1,206	1,730	2,295	2,901	3,548
	25	-494	-215	114	516	958	1,442	1,966	2,531	3,137	3,783
	30	-177	102	478	880	1,323	1,806	2,331	2,896	3,501	4,148
	35	252	531	972	1,374	1,816	2,300	2,824	3,389	3,995	4,641
	40	793	1,072	1,594	1,996	2,439	2,922	3,447	4,012	4,617	5,264
	45	1,447	1,725	2,345	2,747	3,190	3,674	4,198	4,763	5,369	6,015
	50	2,544	2,864	3,226	3,628	4,070	4,554	5,078	5,643	6,249	6,895
	55	3,553	3,873	4,235	4,637	5,079	5,563	6,087	6,652	7,258	7,904
	60	4,691	5,011	5,373	5,775	6,217	6,701	7,225	7,790	8,396	9,042
	65	5,958	6,278	6,640	7,042	7,484	7,968	8,492	9,057	9,663	10,309
	70	7,354	7,674	8,035	8,437	8,880	9,364	11,176	11,816	12,501	13,232
	75	7,815	8,135	8,497	8,899	9,341	9,825	11,699	12,338	13,022	13,753
	80	8,276	8,597	8,958	9,360	9,803	10,286	12,220	12,859	13,544	14,275
	85	8,737	9,058	9,419	9,821	10,264	10,747	12,742	13,381	14,065	14,796
	90	9,199	9,519	9,880	10,282	10,725	11,209	13,263	13,902	14,587	15,318
	95	9,660	9,981	10,342	10,744	11,187	11,670	13,785	14,423	15,108	15,839
	100	10,121	10,442	10,803	11,205	11,648	12,131	14,306	14,945	15,630	16,360

자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

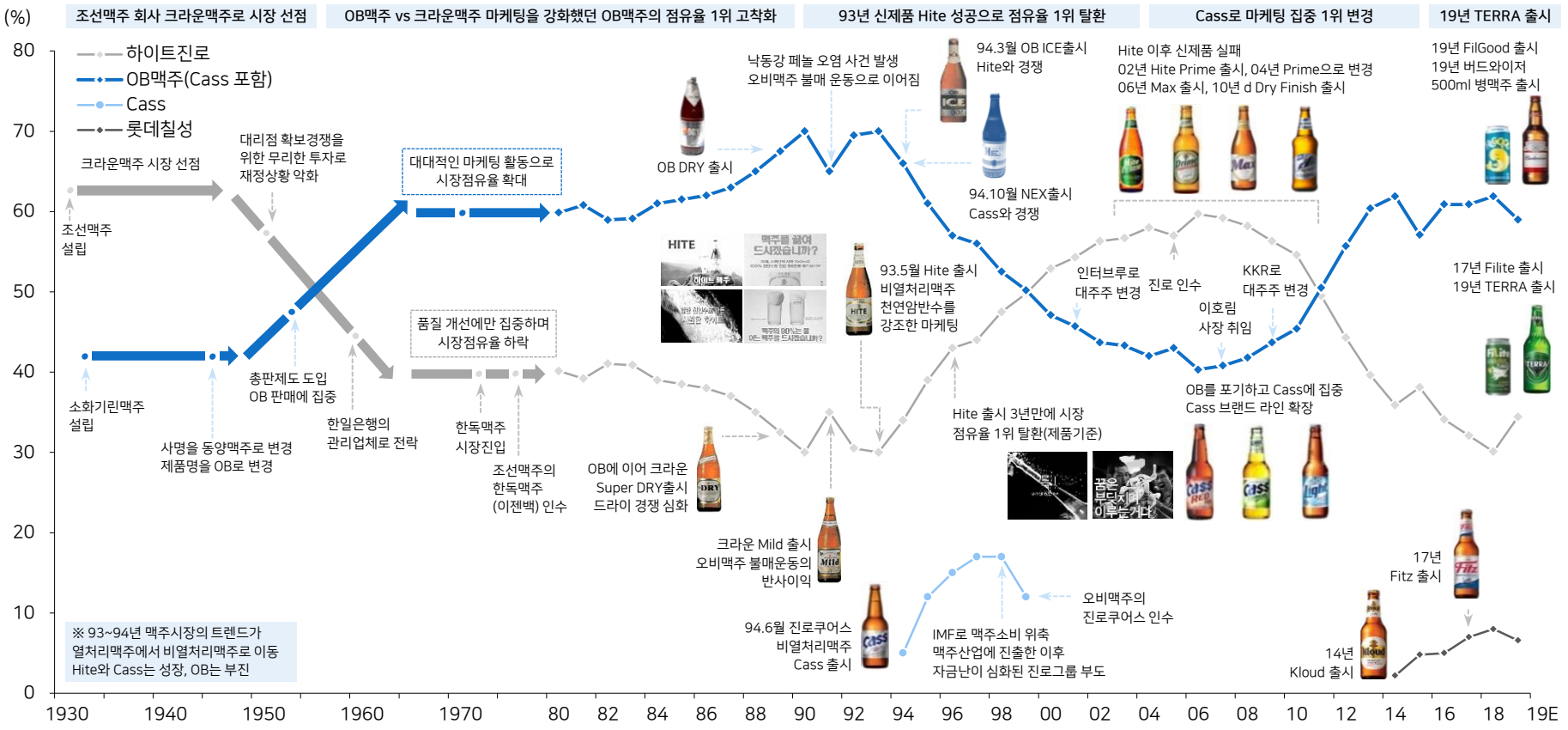
MERITZ

음식료

Part II

[맥주전쟁]
격변(激變), 맥주 시장 반격의 서막

맥주 시장 M/S 반전 요인 ① 차별화된 신제품, ② 신제품 중심 단일 브랜드 전략



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

맥주 시장 – 주요 제조사별 브랜드 현황, 하이트진로19년 3월 테라 출시

하이트진로 업소용 채널 성장을 위해 Dry d 이후 9년만의 신제품 테라 출시, 가정용 시장은 17년 출시한 발포주 필라이트로 공략 지속

제조사	하이트진로				OB맥주			롯데칠성	
Capa(연간기준)	150만 kl → 116만 kl				167만 kl			30만 kl	
브랜드	TERRA	Hite	Max	FiLite	Cass	Premier OB	FiLGOOD	Fitz Super Clear	Kloud
이미지									
알코올 도수	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.8%	4.5%	4.5%	5.0%
출고 가격 (500 ml 기준)	1,147원	1,147원	1,147원	977원	1,147원	1,203원	977원	1,147 원	1,383원
특징	레귤러 맥주 호주 청정지역 맥아 원재료, 맥주 제조 과정의 자연 탄산 활용	레귤러 맥주 청량감 강조	100% 올 몰트 맥주	저가 발포주 기타주류로 분류	레귤러 맥주 탄산 함유량 높음	100% 몰트 맥주	저가 발포주 기타주류로 분류	레귤러 맥주 탄산 함유량 높음	오리지널 그래비티100% 올몰트 맥주

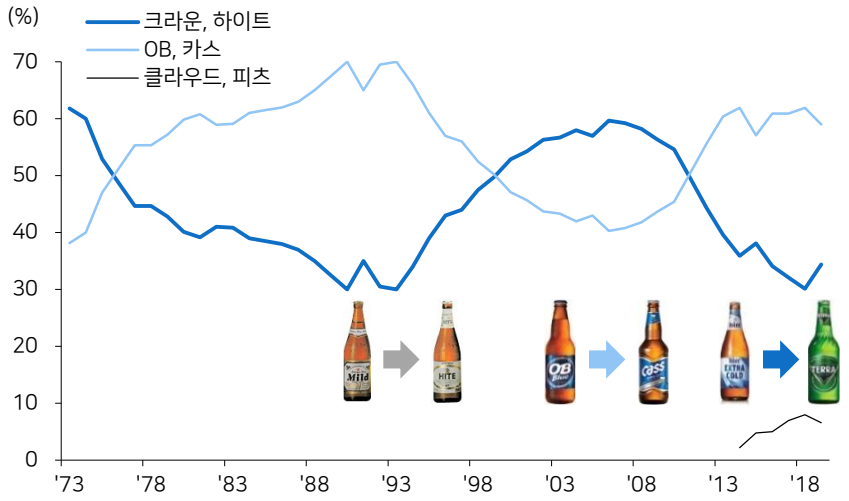
자료: 언론보도, 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

맥주 시장의 M/S 역전은 주력 제품의 교체 및 단일 브랜드 마케팅 전략에 기인

하이트진로는 테라 출시 후 신제품 성공으로 주력 제품을 하이트에서 테라로 교체할 가능성 높음

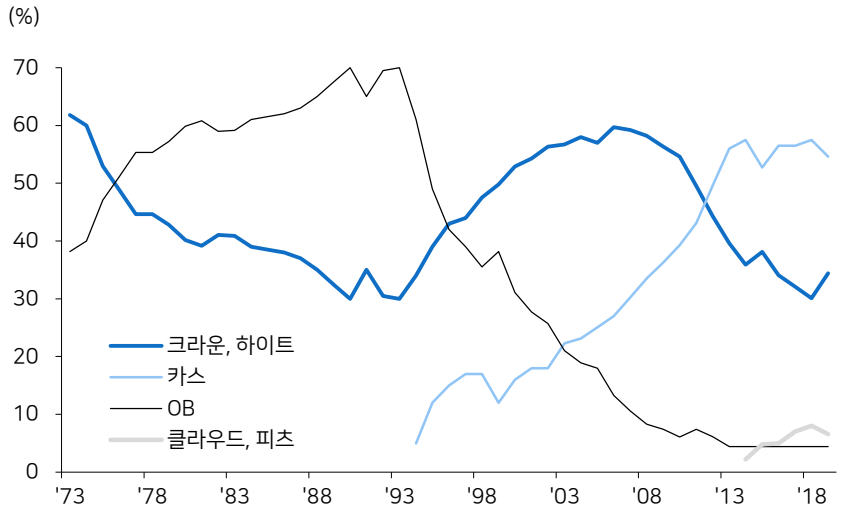
- 과거 맥주 시장의 점유율 역전은 주력 제품의 교체 및 단일 브랜드에 집중하는 마케팅 전략에 기인
- 93년 조선맥주회사는 하이트맥주 출시 후 크라운맥주 마케팅 중단 및 하이트에 집중하는 전략. 출시 후 3년 만에 브랜드 기준 점유율 1위 달성, 99년도 전사 기준 점유율 1위 달성
- OB맥주는 08년도 OB에 대한 마케팅 중단 및 카스에 집중하는 전략으로 점유율 반등 성공. 11년 점유율 1위 탈환
- 하이트진로는 테라 출시 후 신제품 성공으로 주력 제품을 하이트에서 테라로 교체할 가능성 높음

맥주 시장, 93년 하이트, 08년 카스가 점유율 전환의 주요인



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

OB맥주는 OB의 지속적인 감소에도 카스의 성장으로 점유율 역전에 성공



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

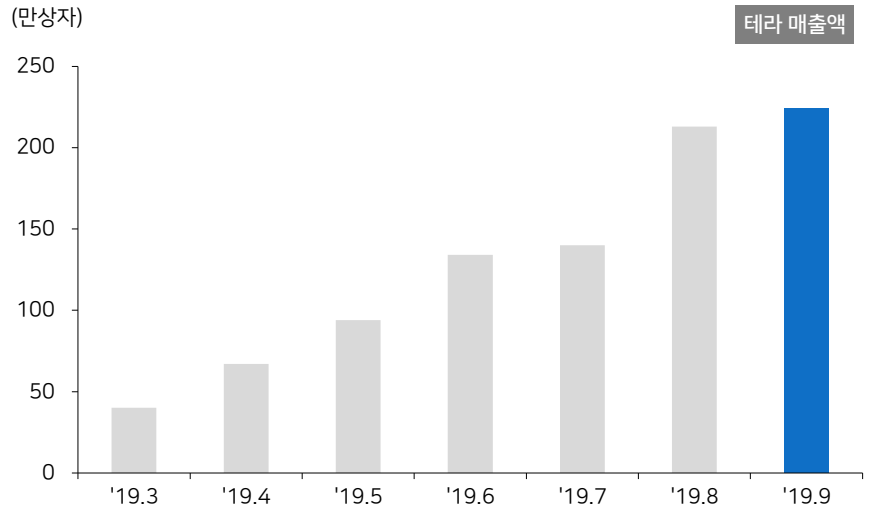
테라 매출 성장 가속화, 19년 맥주 비중은 25%, 20년 맥주 비중 45% 전망

19년 맥주 연결 매출액 내 비중은 25%까지 확대될 전망

20년 맥주 연결 매출액 내 비중은 45%로 전망

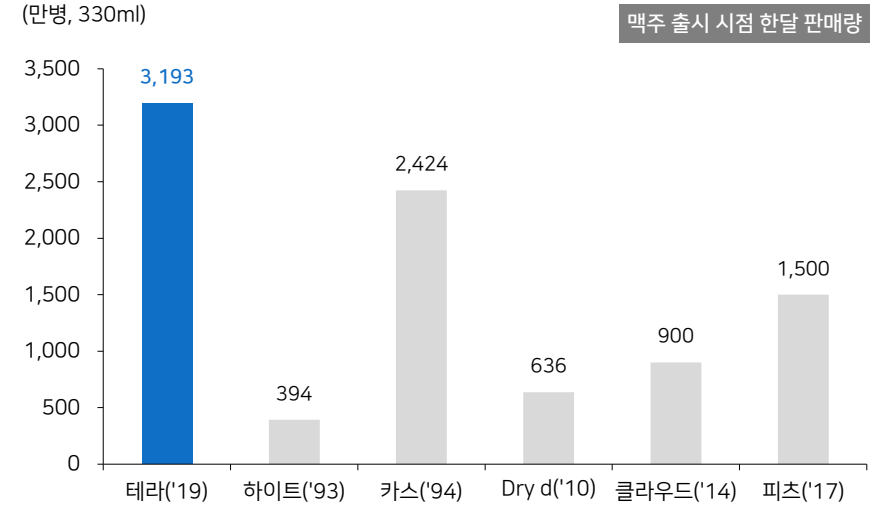
- 테라 월 판매량은 3월 40만, 5월 95만, 7월 140만, 9월 225만 상자로 고성장 지속 중. 테라 매출액 2Q19 380억원 달성, 3Q19 750억원 예상. 19년 맥주 연결 매출액 내 비중은 25%까지 확대될 전망. 20년 맥주 연결 매출액 내 비중은 45%로 전망
- 하이트진로 8~9월 레귤러 맥주 부문 매출액 성장 전환, 하이트 감소 물량을 테라로 상쇄하며 성장 판단. 맥주 매출액 8월 높은 한 자릿수 증가, 9월 두 자릿수 증가 예상
- 테라 출시 한 달 3,193만 병 판매(330ml 기준). 과거 맥주 신제품들과 비교 시 빠른 속도로 시장에 입점 중. 과거 신제품 초기 한 달 판매량은 하이트 394만 병, 카스 2,424만 병, Dry d 636만 병, 클라우드 900만 병, 피츠 1,500만 병 등으로 테라 성과가 크게 앞서는 상황

테라 월 판매량은 5월 95만, 7월 140만, 9월 225만 상자로 고성장 지속



자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

테라 출시 한 달 판매량, 과거 신제품들과 비교 시 빠른 속도로 입점 중



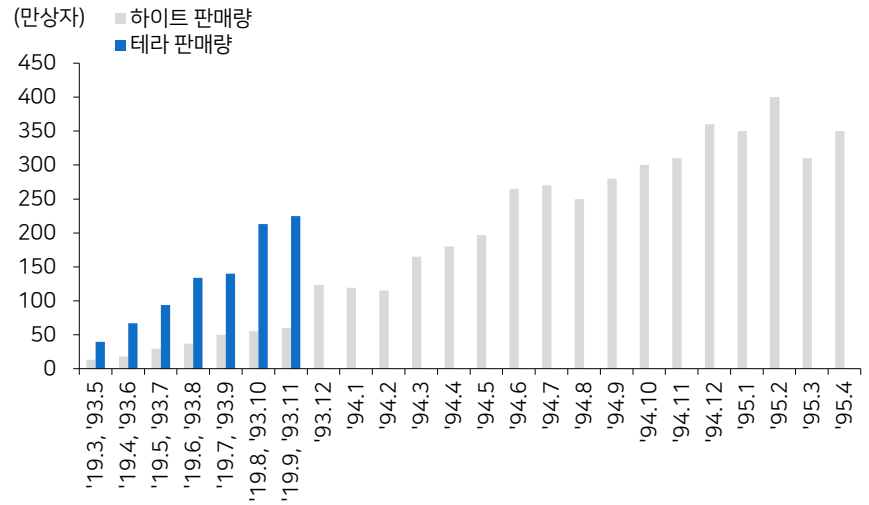
자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

과거 맥주 신제품과 테라의 판매 속도 비교 시 하이트 대비 빠른 상황

출시 후 동기간 비교 시 테라는 하이트 대비 두 배 이상의 월별 점유율 기록 중

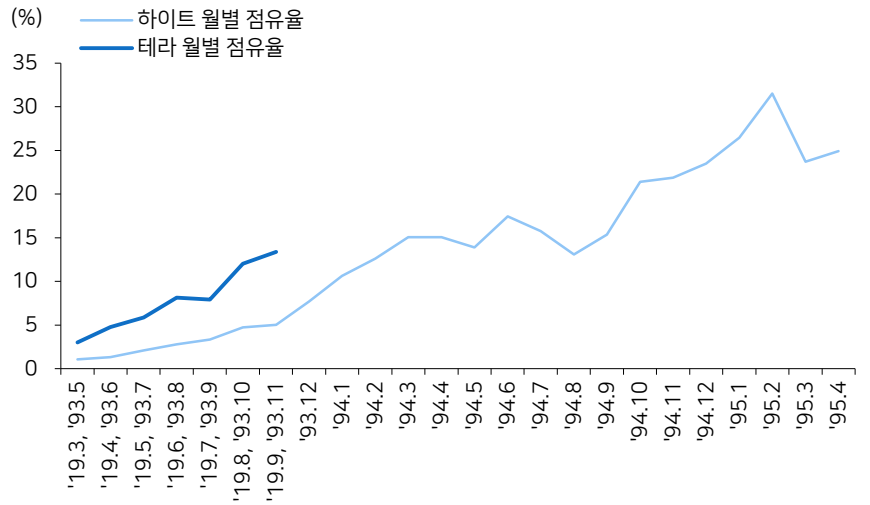
- 하이트진로의 테라는 하이트 대비 빠른 속도로 시장에 진입 중. 테라 출시 첫 달 판매량 40만 상자 달성하며 월 기준 맥주 점유율 3.0% 기록. 하이트의 출시 첫 달 기록인 13만 상자 판매, 1.1% 점유율 대비 우수한 성적
- 하이트 93년 5월 출시 이후 출시 5개월 판매량 50만 상자 달성하며 점유율 3.4% 기록, 6개월 55만 상자, 7개월 60만 상자로 성장하며 월별 점유율 4.7%, 5.0%로 확대
- 테라는 19년 3월 출시 이후 출시 5개월 판매량 140만 상자 달성하며 점유율 7.9% 기록, 6개월 213만 상자, 7개월 225만 상자로 성장하며 월별 점유율 12.0%, 13.4%으로 확대. 출시 후 동기간 비교 시 테라는 하이트 대비 두 배 이상의 월별 점유율 기록 중

하이트진로 신제품 테라와 과거 신제품 하이트 출시 이후 판매량 비교



자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

하이트진로 신제품 테라와 과거 신제품 하이트 출시 이후 점유율 비교



자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

과거 맥주 신제품과 테라의 판매 속도 비교 시 하이트, Max, Dry d 대비 빠른 상황

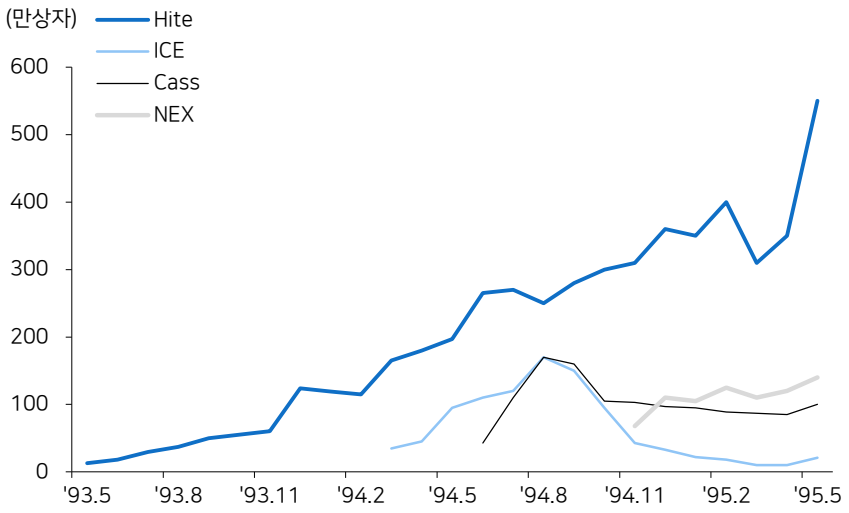
93년 하이트 출시 후 50만 상자 돌파에 5개월 소요, 출시 후 8개월 월 100만 상자를 돌파

Max의 출시 후 4년 만에 월평균 100만 상자 달성

Dry d는 월 판매량 20~25만 상자에서 정체

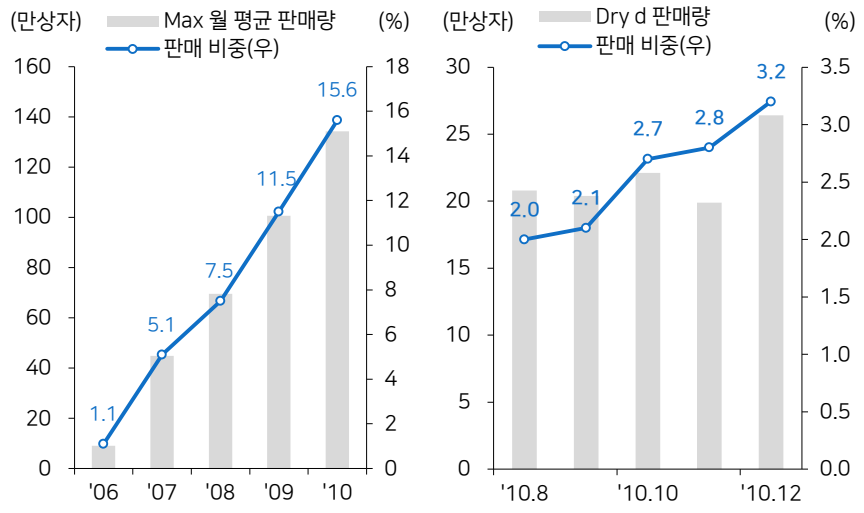
- 93년 조선맥주회사의 하이트 출시 후 월별 판매량은 첫 달 13만 상자 달성, 월 50만 상자 돌파에 5개월이 소요됐으며, 출시 후 8개월 월 100만 상자를 달성. 출시 1년 뒤 월 200만 상자를 달성했으며 2년 뒤 월 400~500만 상자 규모로 성장
- Max의 경우 출시 첫 해 월 평균 9만 상자 달성 후 점진적으로 성장세를 이어갔으며 출시 후 4년 만에 월 평균 100만 상자 달성. Dry d는 출시 첫 달 20만 상자로 순조로운 출발을 보였으나 이후 월 판매량 20~25만 상자에서 답보 상태를 보임

93년 하이트 출시 이후 비열처리 맥주 신제품 판매량 추이



자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

하이트진로 Max, Dry d 출시 이후 신제품 판매량 추이와 판매 비중



자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

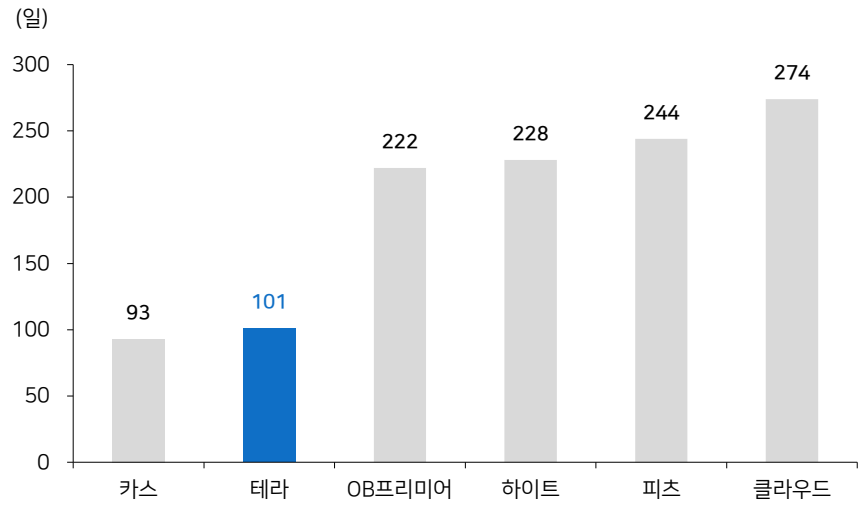
하이트진로 테라와 기존 맥주 브랜드의 판매량 1억병, 2억병 돌파 시점 비교

테라는 출시 101일만에 1억병 달성, 과거 신기록 카스 93일에 소폭 미달하는 수준

OB프리미어 222일, 하이트 228일, 피츠 244일, 클라우드 274일로 이외 브랜드는 200일 이상 소요

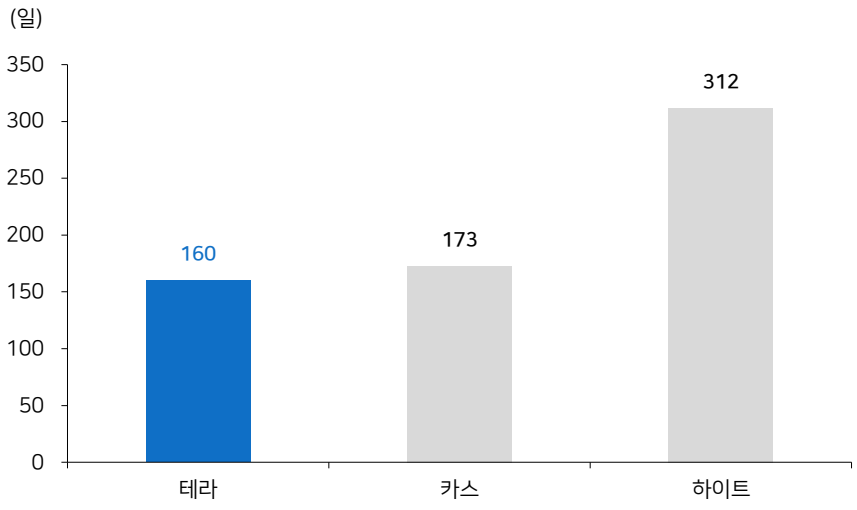
- 맥주 주요 브랜드별 판매량 1억병(330ml 소병 기준 환산) 돌파 시점 비교, 테라는 출시 101일 만에 1억병 달성, 과거 신기록 카스 93일에 소폭 미달. OB프리미어 222일, 하이트 228일, 피츠 244일, 클라우드 274일로 이외 브랜드는 200일 이상 소요
- 맥주 주요 브랜드별 판매량 2억병(330ml 소병 기준 환산) 돌파 시점 비교, 테라는 출시 160일 만에 2억병 달성으로 최단기간 달성. 1억병 판매 속도가 빨랐던 카스가 173일 소요, 하이트는 312일 소요, 기타 브랜드는 1억병 돌파 이후 달성 기간 장기화되며 2억병 돌파 뉴스 부재

판매량 1억병 돌파 시점 비교, 테라는 101일, 카스 93일, 하이트 228일



자료: 언론보도, 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

판매량 2억병 돌파 시점 비교, 테라는 160일, 카스 173일, 하이트 312일



자료: 언론보도, 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

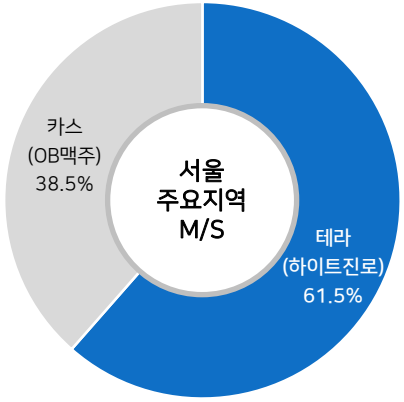
맥주 시장 최전선(最前線) 팩트체크, 주요지역 설문 결과 테라/카스 점유율 6:4

서울 주요 지역 맥주 M/S 설문 조사 결과: 테라 61%, 카스 39% 기록. 지역별 결과 강남 55%, 여의도 74%, 홍대 55%

→ 테라 서울 주요 상권 점유율 50% 상회로 긍정적

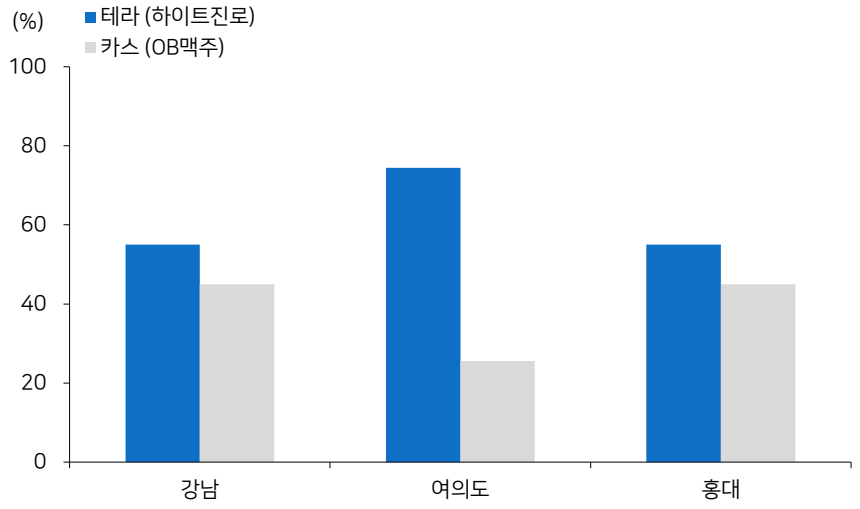
- 서울 주요 지역(강남, 여의도, 홍대) 식당 맥주 점유율 설문 조사(9월 식당 방문을 통해 맥주 제품별 점유율 설문 또는 POS 데이터 확인, 조사 대상 식당 리스트는 34페이지 참고). 설문 결과 맥주 점유율 테라 61%, 카스 39%, 기록. 지역별 결과 테라 점유율 강남 55%, 여의도 74%, 홍대 55% 기록. 하이트진로의 맥주 신제품 테라 서울 주요 상권 점유율 50% 상회로 긍정적
- 테라 신제품 효과로 카스가 80% 이상을 점유하던 서울 주요 지역에서 빠른 속도로 침투 중. 직장인 상권에서 소비자 선호도가 높은 상황이며, 서울 중심에서 서울 외곽/수도권으로의 점진적인 확대 예상. 전국 점유율보다 수도권 점유율이 선행한다는 점에서 긍정적

서울 지역(강남/여의도/홍대) 테라/카스 점유율 설문 결과



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

테라/카스 서울(강남/여의도/홍대) 지역별 점유율



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

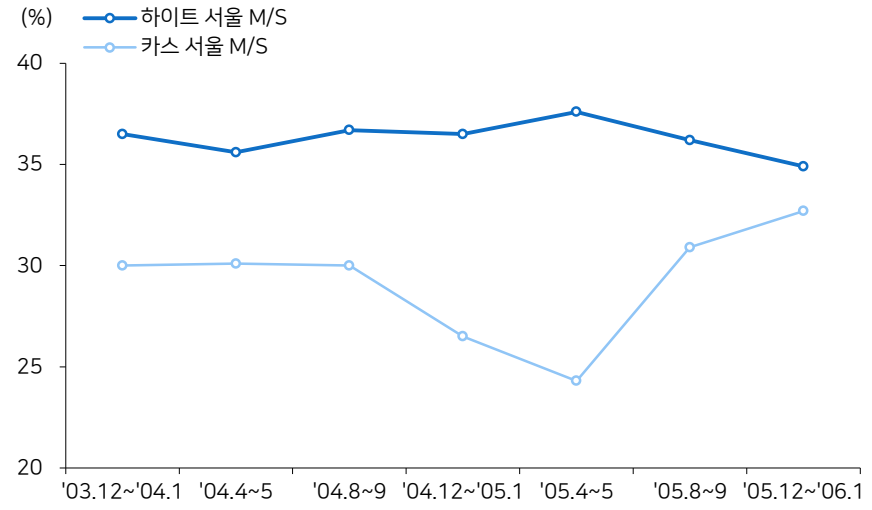
주류 신제품 출시 후 수도권 점유율이 중요한 이유: 카스, 처음처럼 사례

05~06년 OB맥주 수도권 점유율 60% 달성, 이후 13년 전국 점유율 60% 달성

처음처럼 출시 이후 수도권 점유율이 전국 점유율 4~5%pt 앞서며 성장

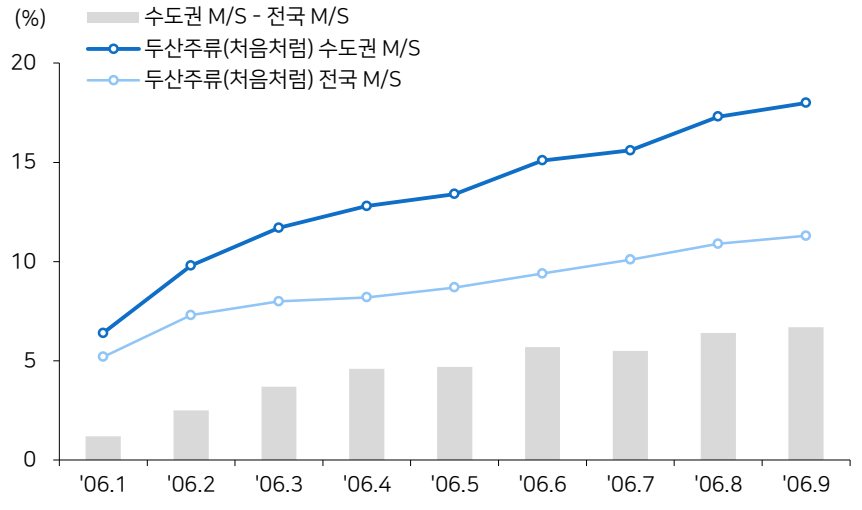
- 카스는 젊은 소비자가 음용하는 브랜드라는 이미지를 형성하기 위해 일관적인 마케팅을 지속했으며, OB의 리뉴얼과 마케팅을 전면 중단하고 브랜드를 카스로 일원화 시킴. 하이트진로가 멀티 브랜드 전략으로 대응하며 마케팅 역량이 분산됐던 반사이익도 더해지며 카스의 점유율 확대되었음. OB맥주의 수도권 점유율은 05~06년 60%(당시 전국 점유율 40%)로 수도권 1위를 탈환했으며, 전국 점유율은 13년 60% 달성
- 처음처럼은 출시 17일 만에 1,000만병 판매를 돌파하며 빠른 속도로 시장에 진입. 알칼리 환원수 소주가 숙취가 적다는 점을 강조하며 참이슬 대비 저가 정책으로 유통 채널을 확보. 수도권 점유율이 전국 점유율을 평균적으로 4~5%pt 앞서며 성장

03~06년 하이트/카스 서울 지역 점유율 추이



자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

처음처럼 출시 이후 두산주류의 소주 수도권 점유율, 전국 점유율 비교



자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

테라 생산날짜/판매날짜 비교, 재고 관리 및 제품 회전율 양호한 상황

9월 소매점 확인 결과, 테라 제조일자는 대부분 8월~9월로 생산 후 한 달 내에 서울 소매점 판매중인 상황 긍정적

재고 이슈도 제한적일 전망

- 9월 소매점 확인 결과, 테라 제조일자는 대부분 8월~9월로 생산 후 한 달 내 서울 소매점에서 판매되는 모습 확인. 재고 관리 및 제품 회전율이 양호한 상황으로 판단. 출시 첫 해 과도한 마케팅으로 재고가 적체될 수 있다는 우려는 제한적
- 맥주의 유통기한은 통상적으로 1년 이내지만 실질적으로 4~5개월이 초과하게 되면 맛, 신선도 하락으로 판매에 부정적인 영향을 미침. 기존 비선호 제품의 경우 수도권 지역에서 생산날짜와 판매날짜의 갭 차이가 큰 제품이 다수 존재. 이는 신제품 없이 1위 제품과의 경쟁에서 점유율 탈환이 어려웠던 요인 중 하나였음

하이트진로 테라 소매점 판매일, 생산일 비교 ①

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

하이트진로 테라 소매점 판매일, 생산일 비교 ②

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

테라 출시 이후 OB맥주의 대응전략과 경쟁을 둘러싼 시장환경 이슈 점검

카스의 기습적인 가격인상, 한시적 인하 정책은 주류도매상의 반발로 진통

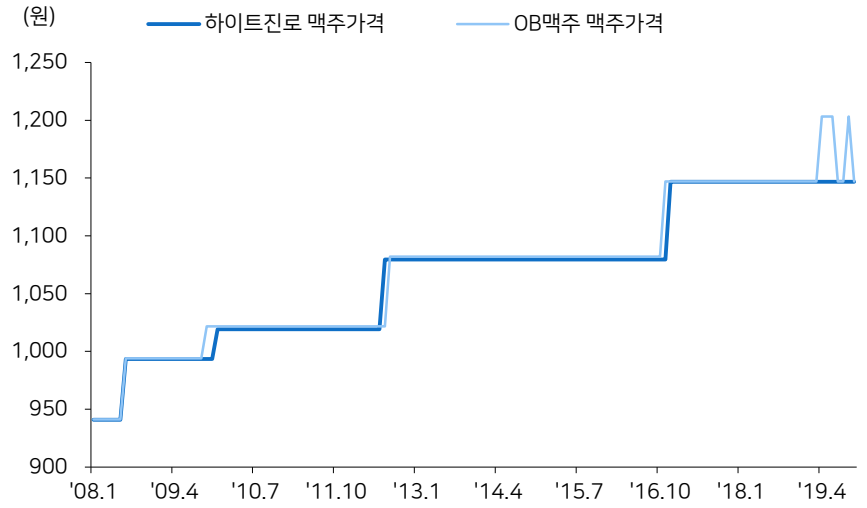
19.10월 카스 가격 인하하며 이례적으로 인상 전 가격으로 회귀. 고육지책으로 판단

- 신제품 테라 출시 후 카스의 대응 전략은 "JUST MADE" 캠페인으로 생산일자와 판매일자가 짧음을 홍보. 앞서 살펴본 테라의 생산일/판매일 비교와도 일맥상통
- 또 다른 대응전략으로 19년 4월 카스의 기습적인 가격 인상 실시, 가격 인상 발표와 실제 인상 시점 차이에 따라 가수요가 발생하기 때문에 하이트진로 신제품 입점을 견제할 수 있었음
- 19년 8월 국내 맥주 소비 진작 일환으로 카스의 한시적 가격 인하를 실시했으나 주류도매상의 반발로 진통. 19년 10월 카스 가격 인하하며 이례적으로 인상 전 가격으로 회귀. 하이트진로의 신제품 테라 점유율 확대를 견제하기 위한 고육지책으로 판단
- 20년 6월 도입이 예상되는 주류 리베이트 쌍벌제로 주류 제조업체의 중간 판촉비용 절감 예상. 신제품이 부재한 기존 상위업체에 불리한 영업 환경 조성 예상

카스 대응 전략 "JUST MADE" 캠페인, 생산일자와 판매일자 비교

자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

19년 10월 카스 가격 인하하며 이례적으로 인상 전 가격으로 회귀



자료: 언론보도, 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

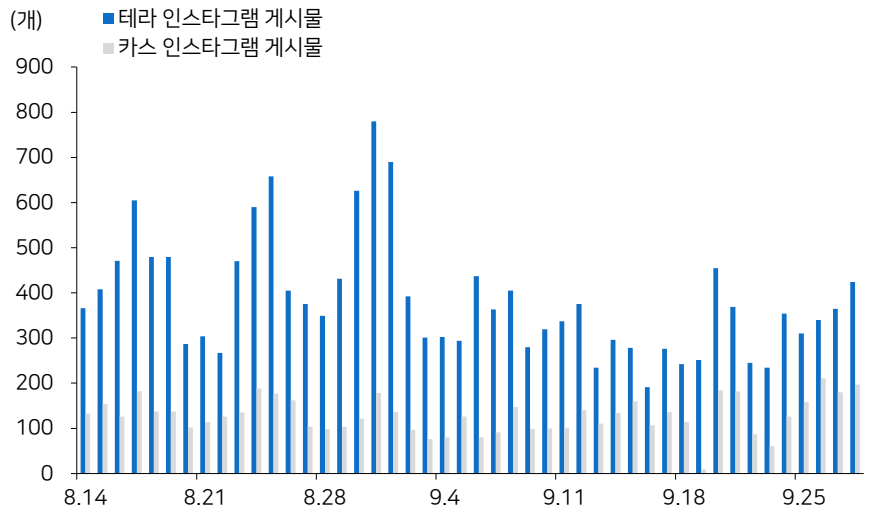
신제품 테라 출시 초기 소비자 선호 파악을 위한 온라인 데이터 조사

출시 초기 일 평균 200~300개의 게시물에서 출시 한 달 이후 300~400개의 게시물 작성으로 성장

소비자들의 실제 구매 후 긍정적인 후기 내용이 주를 이룸

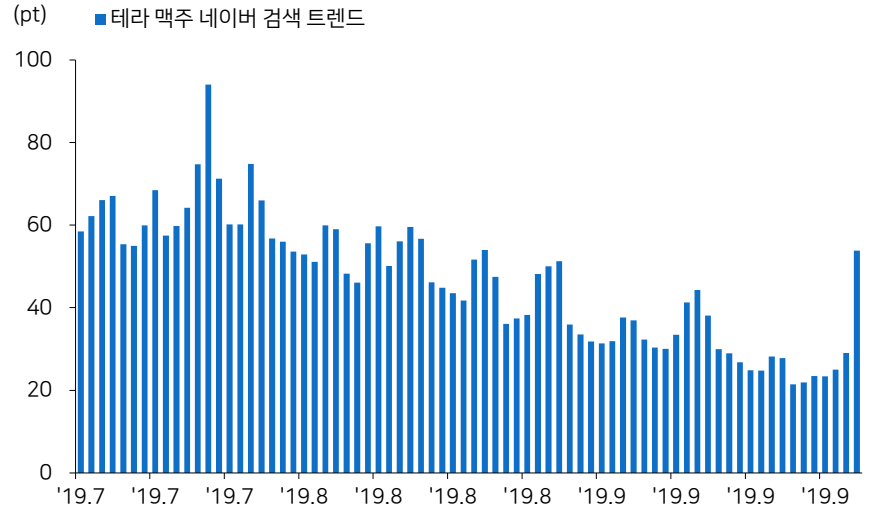
- 하이트진로 맥주 신제품 테라 출시 초기 소비자 선호 파악을 위한 온라인 데이터 조사. 인스타그램 게시물, 네이버 검색 트렌드 등 SNS 플랫폼에 기반한 데이터 수집
- 조사 결과, 출시 직후 게시물은 증가/감소 이후 재차 반등 흐름으로 긍정적이며 출시 초기 일 평균 200~300개의 게시물에서 출시 한 달 이후 300~400개의 게시물로 성장. 소비자들의 실제 구매 후 긍정적인 후기 내용이 주를 이룸. 테라와 카스의 인스타그램 게시물은 일 평균 150~200개의 격차 유지. 테라 맥주 꾸준한 네이버 검색 트래픽 유지 중

테라 맥주 인스타그램 일별 게시물 추이, 카스 맥주와 비교



자료: 인스타그램, 메리츠종금증권 리서치센터

테라 맥주 네이버 검색 트렌드 꾸준한 검색 트래픽 유지 중



자료: 네이버, 메리츠종금증권 리서치센터

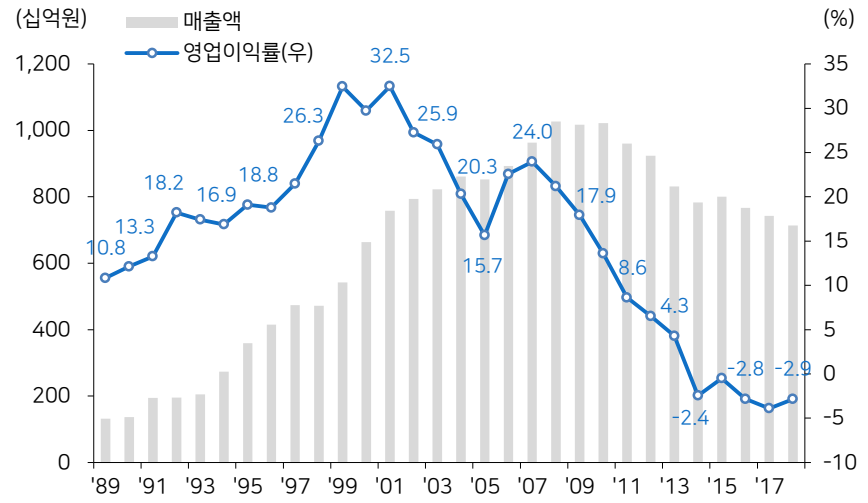
맥주 사업은 점유율, 가동률에 따른 영업이익률 변화가 극명한 산업

하이트 전성기 시절 영업이익률 89년 10.8%에서 01년 32.5%까지 상승

OB맥주 카스의 성장으로 점유율 확대와 마진율 개선이 동행

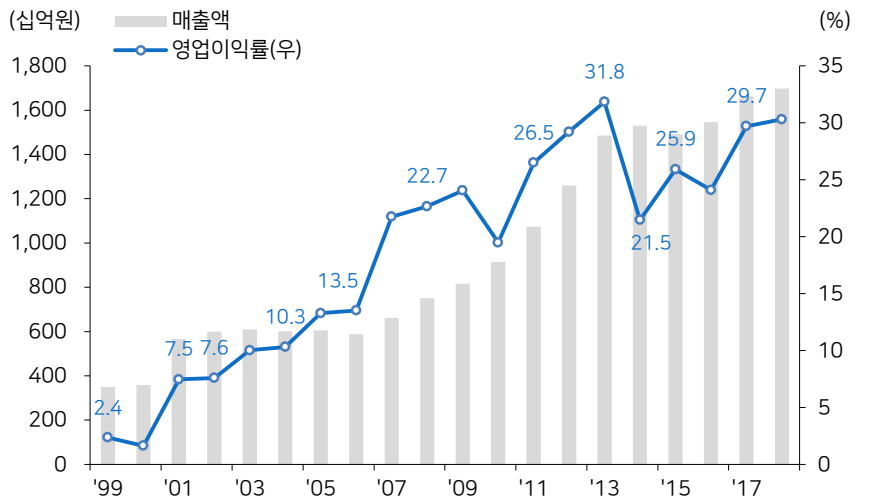
- 하이트 전성기 시절 하이트맥주 영업이익률은 89년 10.8%에서 01년 32.5%까지 상승, 동기간 점유율은 32%에서 54%로 확대. 가동률 90%를 상회하며, 영업이익률은 30%를 상회하는 고마진 달성. 이후 맥주 Capa 증설, 신제품 Prime, Max, Dry d 실패, 맥주 점유율 하락으로 수익성 급감. 맥주 점유율이 30% 초반까지 내려온 상황에서 적자 상황 지속 중
- OB맥주는 하이트맥주와 반대로 99~01년 수익성 최저점을 기록한 이후 카스의 성장으로 점유율 확대와 마진율 개선이 동행. 맥주 시장 점유율 65%를 차지하는 상황에서 가동률은 80~90%를 상회, 맥주 영업이익률 30% 기록 중

하이트 전성기 시절 맥주 영업이익률 89년 10.8%에서 01년 32.5%까지 상승



자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

OB맥주 카스의 성장으로 점유율 확대와 마진율 개선이 동행



자료: OB맥주, 메리츠종금증권 리서치센터

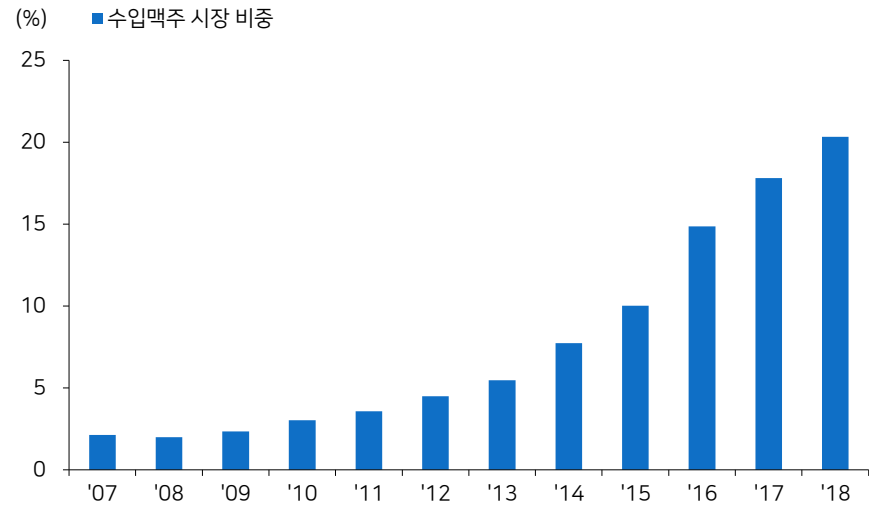
수입맥주 시장의 변화, 10년 만에 최초로 수입맥주 수입금액 역성장 기록

수입맥주 시장 성장률은 17년 40~50%를 기록하며 피크를 형성하고 이후 지속 하락 중

수입맥주 성장률은 2Q19 -2.9%를 기록하며 10년 만에 최초로 역성장 기록

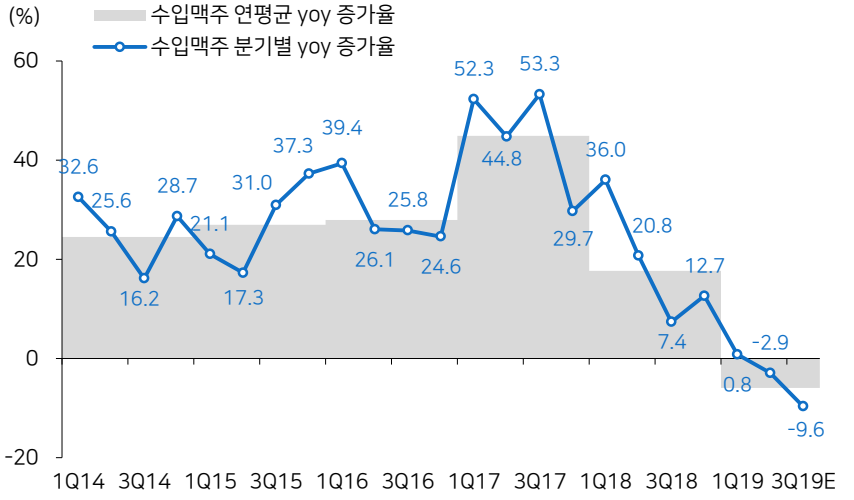
- 수입맥주 시장 성장률은 17년 40~50%를 기록하며 피크를 형성하고 이후 지속 하락 중
- 수입맥주 성장률은 2Q19 -2.9%를 기록하며 10년 만에 최초로 역성장 기록. 수입맥주 시장의 비중이 20%까지 확대된 상황에서 성숙기를 겪고 있는 것으로 판단
- 특히 7월~8월 이후 일본맥주에 대한 불매운동이 확산되며 수입맥주 감소 트렌드는 하반기 지속될 전망

국내맥주 시장에서의 수입맥주 시장 비중 추이



자료: 관세청, 메리츠종금증권 리서치센터

수입맥주 분기별 전년비 성장률 추이, 2Q19 10년 만에 최초로 역성장 기록



자료: 관세청, 메리츠종금증권 리서치센터

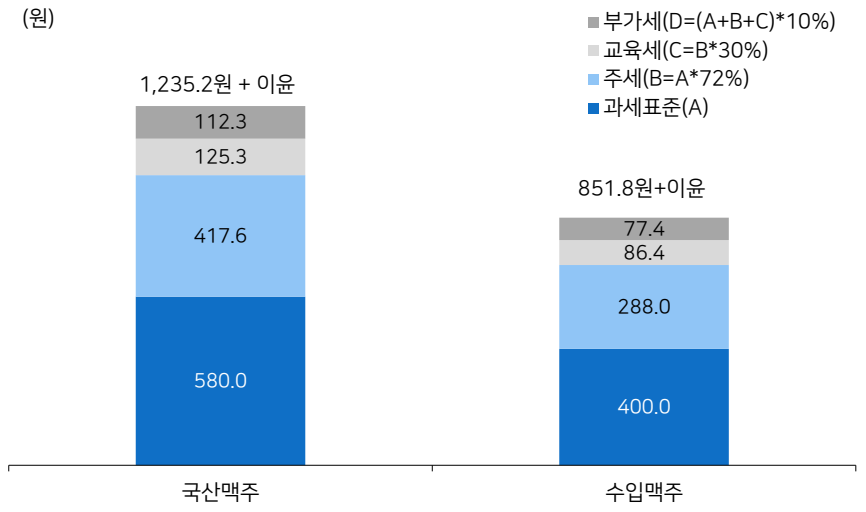
맥주 종량세 변경, 소주 종가세 유지는 국내 주류업체에 긍정적인 변화

기획재정부는 맥주만 종량세로 전환하는 주세 개편안을 보고, 맥주만 종량세로 전환하는 단계적 추진으로 결정

저가 브랜드는 적자 상황에서 가격 할인 마케팅의 지속성이 떨어질 전망

- 기획재정부는 맥주만 종량세로 전환하는 주세 개편안을 보고, 맥주만 종량세로 전환하는 단계적 추진으로 결정. 맥주에 대한 종량세 전환 시 소주 가격은 유지되는 가운데 국산맥주/수제맥주의 가격 경쟁력 제고 예상
- 맥주 세금의 종량세 전환이 이뤄지면 국내맥주와 수입맥주의 세금이 동일해질 가능성 높음. 아사히, 칭따오, 기린, 하이네켄 등 상위 브랜드에 영향은 제한적이지만 브랜드 인지도가 낮은 저가 브랜드 확대에는 제동. 상위 브랜드는 하이 싱글 마진을 미드-로우싱글 마진으로 낮추는 판촉이 가능한 반면, 저가 브랜드는 적자 상황에서 가격 할인 마케팅의 지속성이 떨어질 전망

종가세 산하 수입맥주 vs. 국산맥주 과세 체계 예시



자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

종량세로 개편시 주종별 예상 가격변화

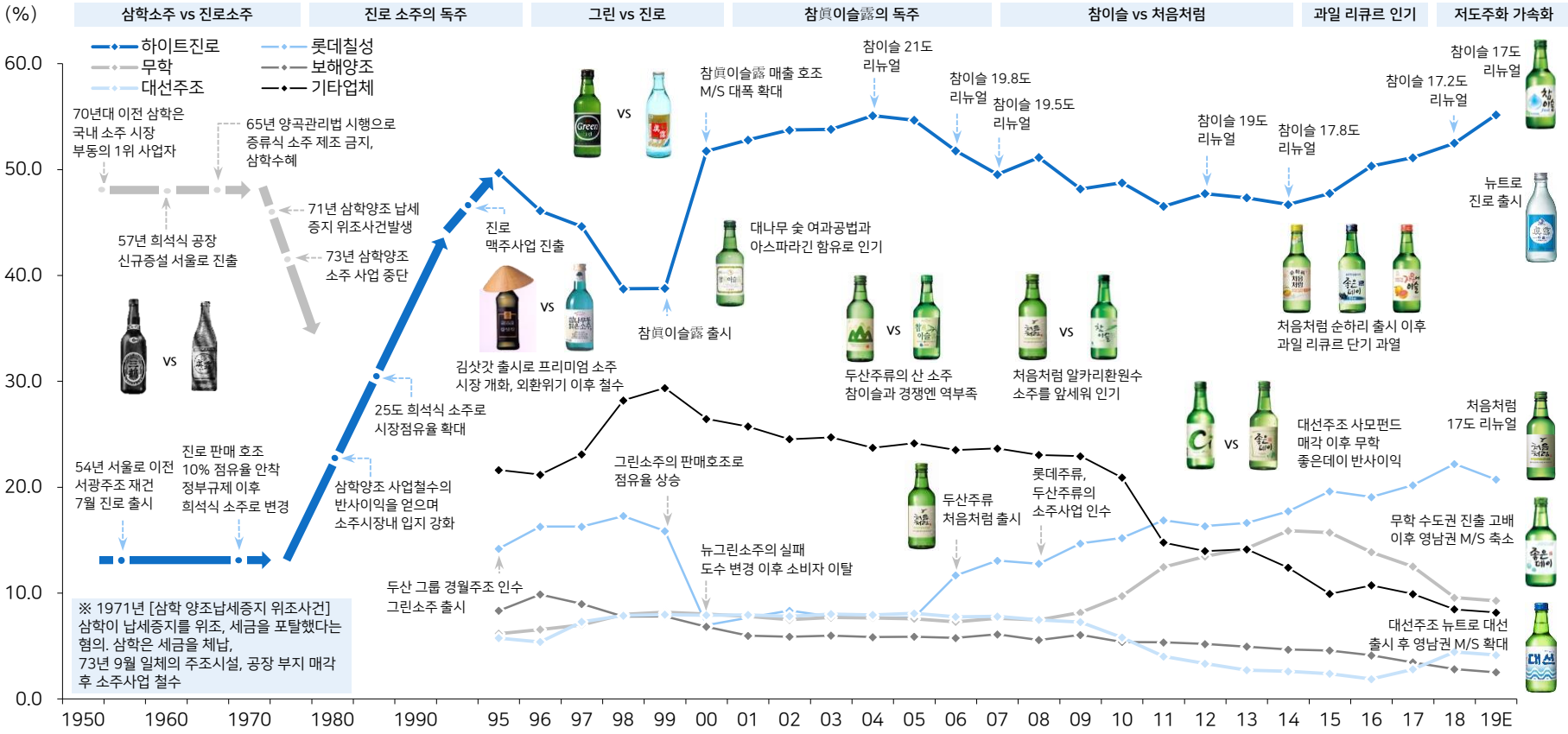
국산맥주	수입맥주	수제맥주	생맥주
363원 인하 (500ml 기준, 1L당 835원 과세 기준시)	고가 제품 인하 저가 제품 인상 전망	소매점 기준 약 1,000원 인하 (약 20%)	약 10% 인상 전망
일반소주	**프리미엄소주**	**와인, 위스키**	
약 10% 인상 가능성	인하 전망	인하 전망	

자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

Part III

[소주전쟁]
가편(加鞭), 달리는 말에 채찍질하다

소주 시장 점유율 변화의 역사: 도전과 응전이 반복되며 참이슬 1위 유지



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

소주 시장 – 주요 제조사별 브랜드 현황, 하이트진로19년 4월 진로 출시

2020년 소주 시장은 참이슬/진로이즈백의 수도권 시장 탈환, 지방 침투 가속화 전망

제조사	하이트진로		롯데칠성	무학	대선주조
Capa(연간기준)	120만 kl		49만 kl	38만 kl	-
브랜드	참이슬	진로이즈백	처음처럼	좋은데이	대선
이미지					
알코올 도수	17.0%	16.9%	17.0%	16.9%	16.9%
출고 가격	1,081원	1,016원	1,079원	1,007원	1,005원
특징	서울/전국	서울/전국	서울/전국	경남	부산

자료: 언론보도, 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

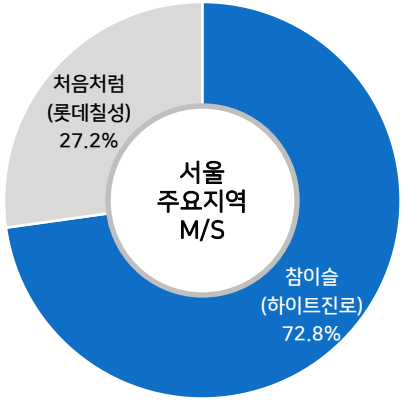
소주 시장 최전선(最前線) 팩트체크, 설문 결과 참이슬/처음처럼 점유율 7:3

서울 주요 지역 소주 M/S 설문 조사 결과: 참이슬 73%, 처음처럼 27% 기록. 지역별로 강남 71%, 여의도 75%

→ 참이슬 서울 주요 상권 점유율 50% 상회로 긍정적

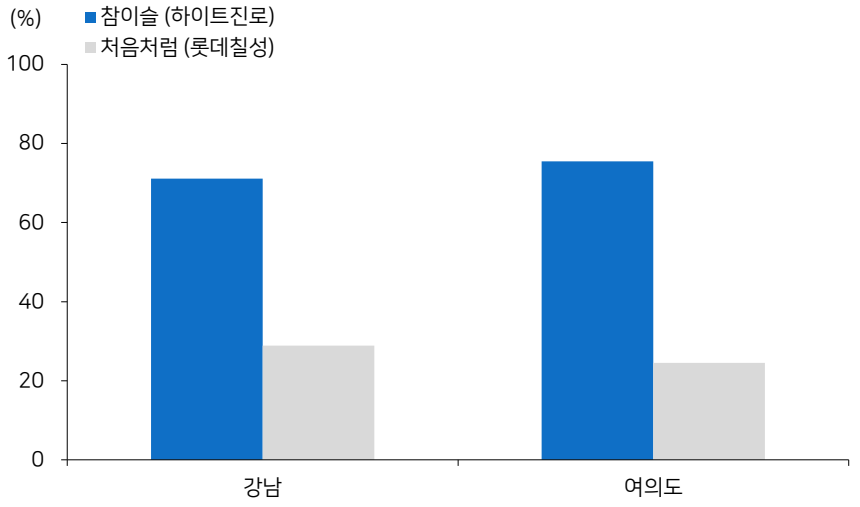
- 서울 주요 지역(강남, 여의도) 식당 소주 점유율 설문 조사(9월 식당 방문을 통해 맥주 제품별 점유율 설문 또는 POS 데이터 확인, 조사 대상 식당 리스트는 34페이지 참고). 설문 결과 소주 점유율 참이슬 73%, 처음처럼 27% 기록. 지역별 결과 참이슬 강남 71%, 여의도 75% 기록. 하이트진로의 소주 주력 제품 참이슬 서울 주요 상권 점유율 50% 상회로 긍정적
- 소주는 경쟁 제품 부진에 따른 참이슬 반사이익 효과로 판단. 신제품 진로이즈백도 16.9도 저도주로 출시되면서 처음처럼, 대선, 좋은데이와 경쟁 중

서울 지역(강남/여의도) 참이슬/처음처럼 점유율 설문 결과



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

참이슬/처음처럼 서울(강남/여의도) 지역별 점유율



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

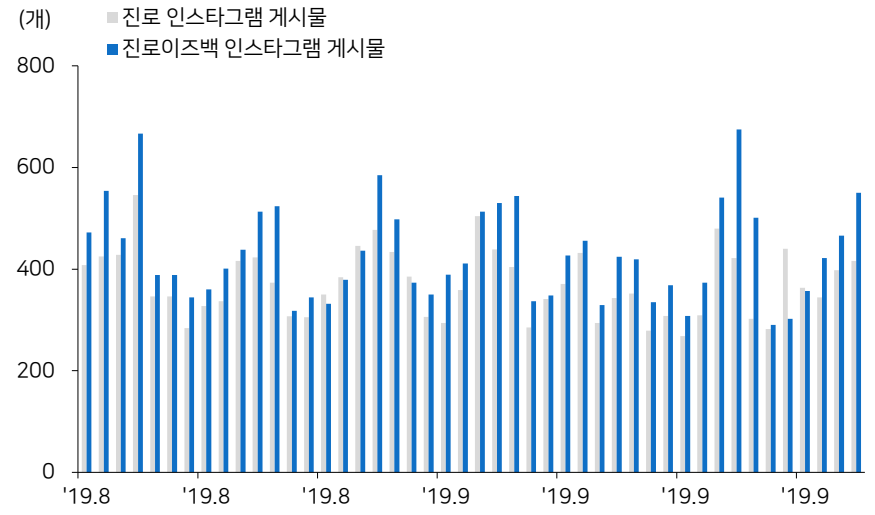
신제품 진로이즈백 출시 초기 소비자 선호 파악을 위한 온라인 데이터 조사

진로이즈백 인스타그램 게시물 일 평균 400~500건으로 소비자 반응 긍정적

진로이즈백 판매량 고성장 4~5월 누계 10만, 7월 36만, 9월 58만 상자로 풀 캐파 도달

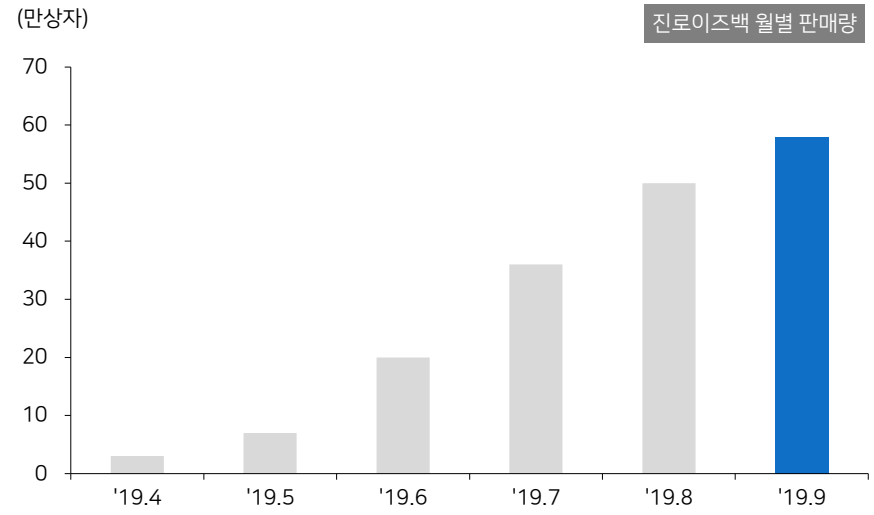
- 하이트진로 소주 신제품 진로이즈백 출시 초기 소비자 선호 파악을 위한 온라인 데이터 조사. 인스타그램 게시물에 기반한 데이터 수집
- 조사 결과 진로이즈백 관련 게시물 일 평균 400~500건을 유지하며 타 주류 제품 대비 압도적으로 높은 게시물 기록 중. 주음용층이 여성/젊은 소비자로 SNS 헤비 유저와 직결된 결과로 판단
- 진로이즈백 판매량도 빠른 속도로 성장 중. 4~5월 누계 10만, 7월 36만, 9월 58만 상자로 풀 캐파 도달. 출시 72일 만에 연간 목표치인 1,000만병을 돌파했으며, 11월까지 소주 라인 총 10개 중 진로 라인 1개 → 3개로 확대할 계획

진로이즈백/진로 인스타그램 게시물 일 평균 400~500건으로 긍정적 반응



자료: 인스타그램, 메리츠종금증권 리서치센터

진로이즈백 판매량 4~5월 누계 10만, 7월 36만, 9월 58만 상자로 고성장



자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

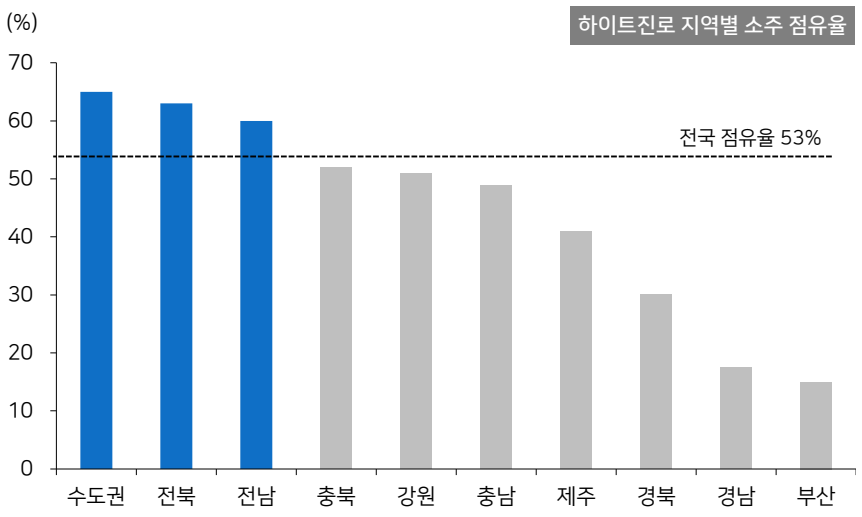
하이트진로 진로이즈백 16.9도 출시로 지방 점유율 확대 가속화

하이트진로 전국 소주 점유율은 수도권/전북/전남 강세, 영남권은 약세

하이트진로의 영남 시장 소주 점유율 16년 11.5%에서 18년 21.8%로 확대

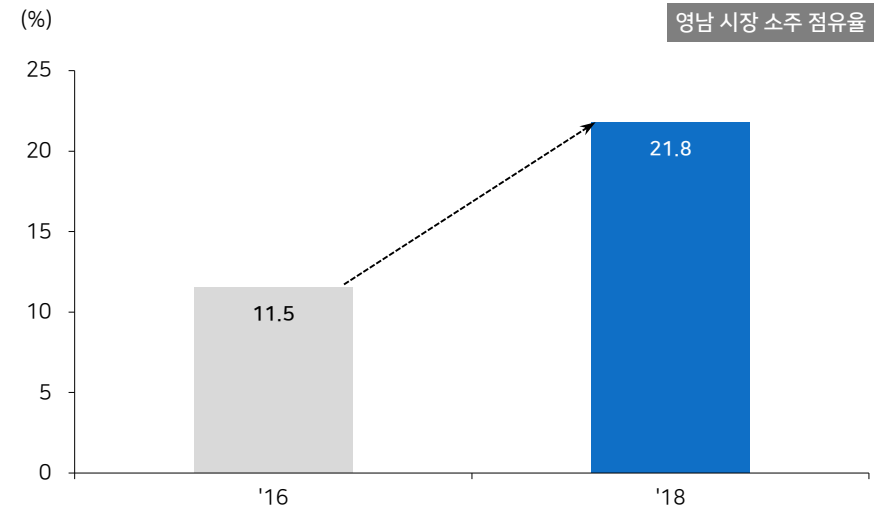
- 하이트진로의 전국 소주 점유율은 1Q19 53% 달성. 수도권/전북/전남에서 강세를 보이고 있으며 영남권은(경북, 경남, 부산 등) 약세
- 19년 4월 마산 공장 라인 변경으로 소주 2개 라인 가동 시작 및 동시에 진로이즈백(16.9도) 신제품 출시. 16.9도의 진로 제품이 영남권에서 긍정적인 소비자 호응을 얻고 있는 상황
- 저도주화가 지속되며 소주 음용층이 젊은층/여성층으로 변화한 점이 수도권 소주의 저변 확대에 기여하고 있음

하이트진로 전국 소주 점유율은 수도권/전북/전남 강세, 영남권은 약세



자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

하이트진로의 영남 시장 소주 점유율 16년 11.5%에서 18년 21.8%로 확대



자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

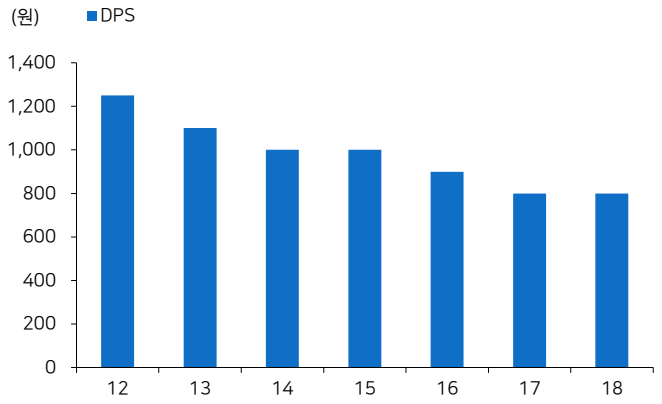
[Appendix] 하이트진로 관련 재무/비재무 DATA

외국인 지분율 10년래 최저 수준으로 하락

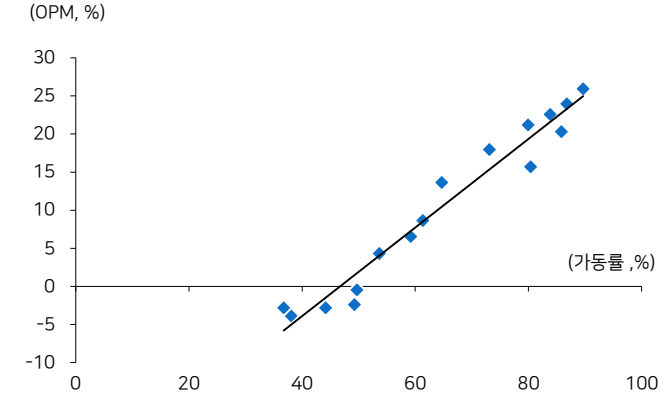
맥주 가동률 상승에 따른 영업이익률 상승 기대

하이트진로 외국인 지분율 추이

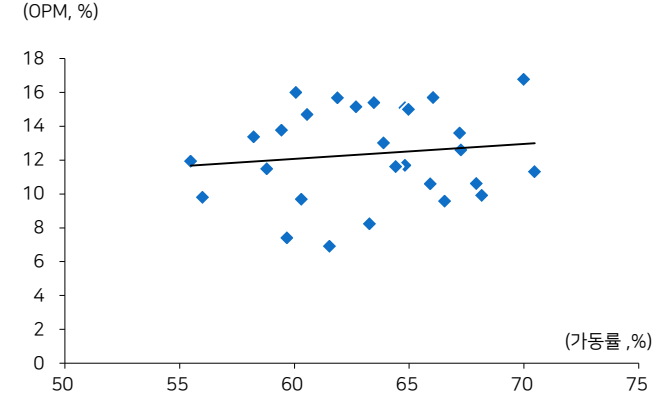
하이트진로 DPS 추이



하이트진로 맥주 가동률과 맥주 OPM 민감도



하이트진로 소주 가동률과 소주 OPM 민감도



자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

[Appendix] 주류시장 최전선(最前線) 팩트체크 식당 리스트

서울 주요 상권
(강남/여의도/홍대)
맥주/소주 점유율
설문 조사 식당 리스트

맥주(M/S%)	상호명	업종 중분류	업종 소분류	테라	카스
강남	평OOOOO	한식	순대국	60	40
강남	가OOOOOO	한식	족발	60	40
강남	육OOO	한식	육회	100	0
강남	마OOOO	육류구이	갈매기	30	70
강남	뚱OO	육류구이	껍데기	50	50
강남	황OOO	육류구이	소고기	70	30
강남	신OOOOO	육류구이	곱창	50	50
강남	봉OOO	육류구이	소고기	0	100
강남	이OO	육류구이	소고기	40	60
강남	칼OOOOO	육류구이	삼겹살	30	70
강남	흑OO	육류구이	삼겹살	100	0
강남	마OOO	육류구이	돼지갈비	30	70
강남	진OOO	육류구이	곱창	0	100
강남	더OO	육류구이	막창	50	50
강남	돌OO	육류구이	삼겹살	100	0
강남	알OO	수산물	해산물	50	50
강남	강OOOOOO	수산물	횟집	70	30
강남	오OOOO	수산물	횟집	100	0
여의도	봉OOO	한식	찜닭	0	100
여의도	홍OOOO	한식	찜닭	50	50
여의도	용OOO	한식	낙곱새	90	10
여의도	완OOO	한식	부대찌개	80	20
여의도	평OO	한식	이북음식	100	0
여의도	차OO	중식/일식/퓨전	중식당	80	20
여의도	흑OO	육류구이	삼겹살	100	0
여의도	벽O	육류구이	갈매기	70	30
여의도	한OOOO	육류구이	삼겹살	70	30
여의도	대OOO	육류구이	삼겹살	80	20
여의도	두OO	육류구이	삼겹살	75	25
여의도	여OOOOO	수산물	장어	70	30
여의도	e0000	수산물	해천탕	80	20
여의도	낙OOOOO	수산물	횟집	70	30
여의도	권OO	수산물	횟집	100	0
여의도	강OOOOO	수산물	해산물	80	20
여의도	홍OO	수산물	해천탕	70	30
홍대	홍OOOOOOO	한식	칼국수	100	0
홍대	이OOO	한식	족발	0	100
홍대	한OOO	중식/일식/퓨전	포차	100	0
홍대	무O	중식/일식/퓨전	포차	0	100
홍대	김OO	중식/일식/퓨전	포차	40	60
홍대	삼OOOO	중식/일식/퓨전	포차	20	80
홍대	롯OOOO	중식/일식/퓨전	이자카야	100	0
홍대	광OOO	중식/일식/퓨전	포차	20	80
홍대	경OOO	중식/일식/퓨전	포차	0	100
홍대	작O	중식/일식/퓨전	이자카야	100	0
홍대	육OO	육류구이	삼겹살	70	30
홍대	김OOOOOO	육류구이	곱창	100	0
홍대	온OO	육류구이	꼼장어	30	70
홍대	콩O	육류구이	불고기	60	40
홍대	말OOO	육류구이	곱창	40	60
홍대	꽃OOOOO	육류구이	삼겹살	100	0

소주(M/S%)	상호명	업종 중분류	업종 소분류	참이슬	처음처럼
강남	평OOOOO	한식	순대국	100	0
강남	가OOOOOO	한식	족발	80	20
강남	육OOO	한식	육회	60	40
강남	마OOOO	육류구이	갈매기	70	30
강남	뚱OO	육류구이	껍데기	50	50
강남	황OOO	육류구이	소고기	20	10
강남	신OOOOO	육류구이	곱창	70	30
강남	봉OOO	육류구이	소고기	75	25
강남	이OO	육류구이	소고기	55	45
강남	칼OOOOO	육류구이	삼겹살	70	30
강남	흑OO	육류구이	삼겹살	70	30
강남	마OOO	육류구이	돼지갈비	50	50
강남	진OOO	육류구이	곱창	60	40
강남	더OO	육류구이	막창	70	30
강남	돌OO	육류구이	삼겹살	90	10
강남	알OO	수산물	해산물	90	10
강남	강OOOOOO	수산물	횟집	50	50
강남	오OOOO	수산물	횟집	100	0
여의도	평OO	한식	이북음식	90	10
여의도	차OO	중식/일식/퓨전	중식당	70	30
여의도	한OOOO	육류구이	삼겹살	60	40
여의도	대OOO	육류구이	삼겹살	70	30
여의도	두OO	육류구이	삼겹살	80	20
여의도	여OOOOO	수산물	장어	90	10
여의도	e0000	수산물	해천탕	70	30
여의도	낙OOOOO	수산물	횟집	50	50
여의도	권OO	수산물	횟집	100	0
여의도	강OOOOO	수산물	해산물	80	20
여의도	홍OO	수산물	해천탕	70	30

자료: 하이트진로, 메리츠종금증권 리서치센터

[Appendix] 음식료 신제품 키팩터와 기업 상승 사례 분석: 삼양식품, 크라운해태

① 삼양식품 가치 상승 키팩터 불닭볶음면, PER 11배 → 23배로 확대

② 크라운해태 가치 상승 키팩터 허니버터칩+허니통통, PER 11.8배 → 28.5배로 확대

- ① 삼양식품 기업가치 상승의 키팩터는 불닭볶음면 수출 매출액, 기업가치 상승 기간은 16년 8월 ~ 18년 6월로 약 22개월. 기업가치 상승폭은 297% 였으며, 수출 라면 매출액은 분기 기준 302억원 → 651억원으로 116% 증가. 동기간 영업이익은 253억원 → 552억원으로 118% 증가. PER 밸류에이션 기준 11배 → 23배로 확대
- ② 크라운해태 기업가치 상승의 키팩터는 허니버터칩+허니통통 매출액, 기업가치 상승 기간은 14년 10월 ~ 15년 7월로 약 9개월. 기업가치 상승폭은 332% 였으며, 동기간 신제품 매출액은 172% 증가, 영업이익은 628억원 → 874억원으로 39% 증가. PER 밸류에이션 기준 11.8배 → 28.5배로 확대

삼양식품 불닭볶음면 수출 매출액이 기업가치 상승의 키팩터

자료: 삼양식품, 메리츠종금증권 리서치센터

크라운해태 신제품 허니버터칩+허니통통 매출액이 기업가치 상승의 키팩터

자료: 크라운해태, 메리츠종금증권 리서치센터

[Appendix] 음식료 신제품 키팩터와 기업 상승 사례 분석: 농심, 오뚜기

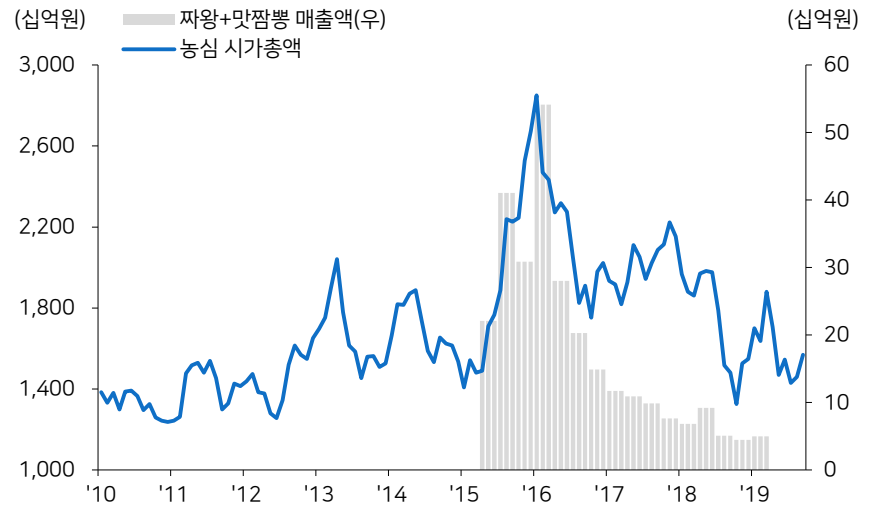
③ 농심 가치 상승
키팩터 짜왕, 맛짬뽕,
PER 14.6배 → 27.9배로 확대

- ③ 농심 기업가치 상승의 키팩터는 짜왕, 맛짬뽕 매출액, 기업가치 상승 기간은 15년 4월 ~ 16년 1월로 약 9개월. 기업가치 상승폭은 91% 였으며, 동기간 신제품 매출액은 145% 증가, 영업이익은 735억원 → 1,183억원으로 39% 증가. PER 밸류에이션 기준 14.6배 → 27.9배로 확대

④ 오뚜기 가치 상승
키팩터 진짬뽕,
PER 16.0배 → 41.9배로 확대

- ④ 오뚜기 기업가치 상승의 키팩터는 진짬뽕 매출액, 기업가치 상승 기간은 14년 12월 ~ 16년 1월로 약 13개월. 기업가치 상승폭은 191% 였으며, 동기간 신제품 매출액 140% 증가, 영업이익 1,284억원 → 1,334억원으로 4% 증가. PER 밸류에이션 기준 16.0배 → 41.9배로 확대

농심 신제품 짜왕+맛짬뽕 매출액이 기업가치 상승의 키팩터



자료: 농심, 메리츠종금증권 리서치센터

오뚜기 신제품 진짬뽕 매출액이 기업가치 상승의 키팩터

자료: 오뚜기, 메리츠종금증권 리서치센터

MERITZ

음식료

기업분석

종목	투자판단	적정주가
하이트진로(000080)	Buy	34,000원

하이트진로(000080) 주류전쟁: 반격의 서막

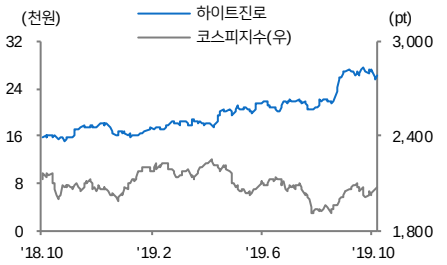
Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	34,000원
현재주가 (10월 16일)	26,100원
상승여력	30.3%
KOSPI	2,082.83pt
시가총액	18,305억원
발행주식수	7,013만주
유동주식비율	43.59%
외국인비중	9.96%
52주 최고/최저가	27,600원/15,300원
평균거래대금	103.0억원
주요주주(%)	
하이트진로홀딩스 외 10 인	53.81
국민연금공단	7.09

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-4.4	-5.3
6개월	46.2	57.9
12개월	64.2	69.1

주가그래프



- 주류 기업의 점유율 확대는 실적 성장의 핵심요인으로 투자판단의 중요한 포인트
- 하이트진로의 기업가치와 맥주/소주 점유율 변화를 비교, 점유율 상승기 및 진로소주 인수로 기업가치가 최대로 확대되었던 시기. 05년 맥주 점유율 57%, 소주 점유율 55% 달성하며 기업가치 4.5조원 도달
- 2020년 예상 점유율은 맥주 40%, 소주 60%. 연결 영업이익은 1,849억원으로 전망, 부문별 영업이익은 맥주 411억원, 소주 1,462억원. 예상 순이익 1,042억원, 적정 PER 23배(글로벌 주류업 12M Fwd PER 평균) 기업가치 2.4조원, 적정주가 34,000원으로 13.3% 상향 조정
- 맥주 시장 하이트진로 신제품 테라 효과로 맥주 점유율 확대 전망. ① 테라 월 판매량은 7월 140만, 9월 225만 상자로 고성장 지속 중, ② 주요지역 설문 결과, 테라/카스 점유율 6:4, 서울 중심 지역부터 점유율 확대 중, ③ 테라와 카스의 인스타그램 게시물 일 평균 150~200개의 격차 유지
- 소주 시장 참이슬/진로이즈백의 수도권 시장 탈환, 지방 침투 가속화 전망. ① 주요지역 설문 결과, 참이슬/처음처럼 점유율 7:3, 소주는 경쟁 제품 부진에 따른 참이슬 반사이익 효과, ② 진로이즈백 SNS 게시물 일 평균 400~500건 유지, ③ 진로이즈백 판매량도 빠른 속도로 성장 중. 7월 36만, 9월 58만 상자로 풀 캐파 도달. 11월까지 소주 라인 총 10개 중에서 진로 라인 1개 → 3개로 확대할 계획

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,889.9	87.3	12.7	167	-68.5	17,074	144.2	1.4	11.4	1.0	188.1
2018	1,885.6	90.4	22.3	304	81.0	16,301	54.7	1.0	8.6	1.9	194.9
2019E	2,043.2	93.9	3.3	34	-88.8	14,870	772.2	1.8	11.5	0.3	246.8
2020E	2,213.5	184.9	104.2	1,472	4,240.5	15,548	17.7	1.7	7.9	9.6	238.4
2021E	2,375.9	240.1	146.0	2,068	40.5	16,812	12.6	1.6	6.3	12.7	222.6

하이트진로[000080] 실적 전망

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E	2021E
매출액	**420.7**	**493.2**	**500.1**	**471.7**	**1,885.6**	**423.0**	**524.4**	**569.1**	**526.7**	**2,043.2**	**2,213.5**	**2,375.9**
맥주	148.1	191.8	209.1	164.8	713.9	139.1	190.5	238.4	191.2	759.2	851.2	936.3
소주	245.0	267.8	254.0	273.1	1,039.8	251.7	291.2	292.1	300.4	1,135.4	1,209.2	1,281.7
생수	15.3	19.6	23.2	19.1	77.2	19.7	25.3	24.8	20.4	90.2	94.7	99.4
기타	12.2	13.9	13.8	14.7	54.7	12.4	17.4	13.8	14.7	58.4	58.4	58.4
(% YoY)	1.8	0.4	-5.3	3.2	-0.2	0.5	6.3	13.8	11.7	8.4	8.3	7.3
맥주	5.6	-4.1	-10.3	-2.4	-3.8	-6.1	-0.7	14.0	16.0	6.3	12.1	10.0
소주	-1.6	2.5	-3.3	7.0	0.5	2.8	8.7	15.0	10.0	9.2	6.5	6.0
생수	1.8	4.7	19.4	5.0	15.3	28.8	28.8	7.0	7.0	7.0	5.0	5.0
기타	35.1	22.4	4.6	0.0	0.0	1.6	25.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**16.7**	**26.8**	**29.3**	**17.6**	**90.4**	**-4.2**	**10.6**	**48.7**	**38.8**	**93.9**	**184.9**	**240.1**
맥주	-6.9	-5.8	2.6	-10.3	-20.3	-20.5	-17.1	11.9	5.7	-19.9	41.1	81.8
소주	28.4	33.7	24.9	30.9	117.9	18.6	26.9	35.0	36.0	116.6	146.2	157.5
생수	-4.4	-0.5	0.1	-1.4	-6.2	-0.9	1.7	0.1	-1.4	-0.5	3.4	3.4
기타	-0.7	-0.1	1.2	-0.3	0.1	-0.5	0.2	1.2	-0.3	0.6	0.3	0.3
조정 및 제거	0.2	-0.5	0.5	-1.3	-1.1	-0.9	-1.1	0.5	-1.3	-2.9	-6.0	-2.8
(% YoY)	흑전	-23.3	-48.3	-23.7	3.7	적전	-60.5	66.4	120.4	3.9	96.9	29.8
맥주	적지	적지	-83.9	적지	적지	적지	적지	350.4	흑전	적지	흑전	99.0
소주	348.9	-22.9	-35.5	11.2	1.3	-34.5	-20.3	40.8	16.7	-1.2	25.4	7.8
생수	적지	적전	-77.7	적지	적지	적지	흑전	0.0	적지	적지	흑전	0.0
기타	적전	적전	-38.6	적전	-97.7	적지	흑전	0.0	적지	335.1	-53.3	0.0
영업이익률(%)	4.0	5.4	5.9	3.7	4.8	-1.0	2.0	10.3	7.0	4.6	8.4	10.1
맥주	-4.6	-3.0	1.3	-6.3	-2.9	-14.8	-8.9	5.0	3.0	-2.6	4.8	8.7
소주	11.6	12.6	9.8	11.3	11.3	7.4	9.2	12.0	12.0	10.3	12.1	12.3
생수	-28.5	-2.3	0.5	-7.5	-8.0	-4.4	6.8	0.4	-7.1	-0.5	3.6	3.4
기타	-5.4	-0.8	8.5	-1.8	0.3	-3.9	1.1	8.5	-1.8	1.1	0.5	0.5
순이익	**2.6**	**9.6**	**9.4**	**0.6**	**22.3**	**-13.8**	**-29.2**	**26.2**	**20.2**	**3.3**	**104.2**	**146.0**
(% YoY)	-112.5	-30.8	-69.2	-105.5	74.9	-622.3	-404.1	177.8	3,370.7	-85.0	3,017.8	40.2
순이익률(%)	0.6	1.9	1.9	0.1	1.2	-3.3	-5.6	4.6	3.8	0.2	4.7	6.1

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

하이트진로(000080)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**1,889.9**	**1,885.6**	**2,043.2**	**2,213.5**	**2,375.9**
매출액증가율 (%)	-0.0	-0.2	8.4	8.3	7.3
매출원가	1,086.1	1,123.8	1,182.4	1,274.3	1,360.6
매출총이익	803.8	761.9	860.8	939.2	1,015.3
판매관리비	716.6	671.4	766.9	754.3	775.2
영업이익	**87.3**	**90.4**	**93.9**	**184.9**	**240.1**
영업이익률	4.6	4.8	4.6	8.4	10.1
금융손익	-39.4	-36.1	-39.3	-38.0	-38.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-8.1	-12.4	-31.6	-9.5	-9.5
세전계속사업이익	39.7	42.0	23.0	137.4	192.6
법인세비용	27.0	19.7	19.6	33.3	46.6
당기순이익	**12.7**	**22.3**	**3.3**	**104.2**	**146.0**
지배주주지분 순이익	12.7	22.3	3.3	104.2	146.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,111.0	1,065.0	1,158.1	1,306.7	1,492.0
현금및현금성자산	287.4	291.0	386.2	474.5	599.7
매출채권	521.6	456.9	510.2	550.5	590.6
재고자산	137.8	166.0	185.3	200.0	214.6
비유동자산	2,396.6	2,363.2	2,519.8	2,445.4	2,375.7
유형자산	2,068.3	2,053.1	2,032.2	1,963.6	1,899.3
무형자산	199.0	186.8	176.0	166.3	157.1
투자자산	50.8	52.1	63.2	67.0	70.8
자산총계	**3,507.6**	**3,428.1**	**3,677.9**	**3,752.0**	**3,867.7**
유동부채	1,716.6	1,668.5	1,765.7	1,824.2	1,882.6
매입채무	128.1	112.0	125.1	134.9	144.8
단기차입금	460.2	439.5	476.7	446.7	416.7
유동성장기부채	219.9	224.9	167.9	167.9	167.9
비유동부채	573.5	597.3	851.7	819.0	786.3
사채	367.2	372.2	428.8	378.8	328.8
장기차입금	0.2	28.7	74.5	74.5	74.5
부채총계	**2,290.1**	**2,265.8**	**2,617.4**	**2,643.3**	**2,668.8**
자본금	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
자본잉여금	709.3	709.3	509.3	509.3	509.3
기타포괄이익누계액	2.9	1.6	7.8	7.8	7.8
이익잉여금	230.0	176.3	268.0	316.3	406.4
비지배주주지분	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
자본총계	**1,217.5**	**1,162.4**	**1,060.5**	**1,108.8**	**1,198.9**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**344.9**	**141.0**	**139.6**	**289.1**	**326.0**
당기순이익(손실)	12.7	22.3	3.3	104.2	146.0
유형자산상각비	112.0	114.0	131.4	128.6	124.3
무형자산상각비	7.6	11.0	10.3	9.7	9.2
운전자본의 증감	95.4	-46.1	-42.6	46.6	46.5
투자활동 현금흐름	**-104.2**	**-101.4**	**-51.1**	**-65.0**	**-65.0**
유형자산의증가(CAPEX)	-92.3	-121.1	-126.2	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	5.5	-1.3	-11.1	-3.9	-3.8
재무활동 현금흐름	**-105.8**	**-38.7**	**3.5**	**-135.9**	**-135.9**
차입금의 증감	-42.5	18.1	211.7	-80.0	-80.0
자본의 증가	0.0	0.0	-200.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	128.9	3.5	95.2	88.3	125.2
기초현금	158.5	287.4	291.0	386.2	474.5
기말현금	287.4	291.0	386.2	474.5	599.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	26,947	26,886	29,133	31,561	33,876
EPS(지배주주)	167	304	34	1,472	2,068
CFPS	4,309	3,649	3,559	4,537	5,211
EBITDAPS	2,950	3,071	3,360	4,609	5,327
BPS	17,074	16,301	14,870	15,548	16,812
DPS	800	800	800	800	800
배당수익률(%)	3.3	4.8	3.1	3.1	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	144.2	54.7	772.2	17.7	12.6
PCR	5.6	4.5	7.3	5.8	5.0
PSR	0.9	0.6	0.9	0.8	0.8
PBR	1.4	1.0	1.8	1.7	1.6
EBITDA	206.9	215.4	235.7	323.2	373.6
EV/EBITDA	11.4	8.6	11.5	7.9	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.0	1.9	0.3	9.6	12.7
EBITDA 이익률	10.9	11.4	11.5	14.6	15.7
부채비율	188.1	194.9	246.8	238.4	222.6
금융비용부담률	2.1	2.1	2.3	2.0	1.7
이자보상배율(x)	2.2	2.3	2.0	4.3	5.9
매출채권회전율(x)	3.7	3.9	4.2	4.2	4.2
재고자산회전율(x)	14.1	12.4	11.6	11.5	11.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

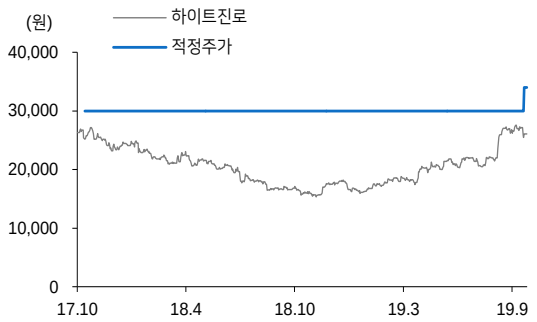
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

하이트진로 (000080) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.10.18		1년 경과			-34.3	-8.0
2019.10.17	산업분석	Buy	34,000	김정욱	-	-

주가 및 적정주가 변동추이