

Overweight
(Maintain)

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

음식료

SAB밀러를 품었던 AB인베브, 오비맥주를 팔까?



SAB밀러 인수 이후 악화된 AB인베브의 재무구조로 인해, 오비맥주 지분 매각 가능성에 대한 언론보도가 이어지고 있다. 당사는 AB인베브의 현금흐름을 감안했을 때, 국내 맥주 시장 경쟁강도 상승은 제한적일 것으로 판단되며, 주류 업체들의 하반기 수익성 환경은 상반기 대비 개선될 것으로 기대하고 있다.

>>> 시장에서 제기되는 오비맥주 매각설, 실현 가능성은?

작년부터 오비맥주의 매각 가능성이 언론보도를 통해 흘러나오기 시작하였다. 신세계를 비롯한 국내 대기업들이 인수 후보로 거론되었으나, 구체적인 움직임이 실제로 나타난 부분은 없었다. 한국 맥주 시장의 전체 성장률이 낮고, 국산 맥주가 수입 맥주에게 점유율을 빼앗기는 상황에서, 대규모 자금이 소요되는 오비맥주 인수에 참여할 투자자가 나타나는 것은 쉽지 않았을 것이다.

한편, 오비맥주의 대주주인 AB인베브(AB InBev)는 최근까지 홍콩 주식 시장에 버드와이저 APAC(Budweiser Brewing Company APAC)의 상장을 시도하였다. 이번 버드와이저 APAC의 공모규모는 약 98억 달러로 올해 글로벌 주식 시장에서 가장 최대 규모의 IPO 딜이었다. 실질적으로 한국의 오비맥주에 대한 지분율을 IPO를 통해 낮추려고 한 것이다. 하지만, 글로벌 투자자들은 버드와이저 APAC 공모가격 밴드의 높은 밸류에이션 레벨에 의문을 제기하였고, AB인베브는 상장을 얼마 남기지 않고 버드와이저 APAC의 홍콩 상장 계획을 중단하였다. 이러한 상황에서 일본의 맥주 업체 아사히(Asahi)가 113억 달러(EV/EBITDA 14.9배 수준)에 AB인베브의 호주 사업(Carlton & United Breweries)을 인수한다는 뉴스가 발표되었고, AB인베브는 오비맥주를 매각하지 않는다고 밝힌 상황이다.

>>> AB인베브, 16년 SAB밀러 인수로 재무구조 악화

그렇다면 오비맥주 매각설은 어디서부터 시작된 것일까? AB인베브는 수 차례의 M&A를 통해, 글로벌 맥주 1위 업체가 된 기업이다. 미국 시장 맥주 1위인 버드와이저도 2008년에 앤하이저-부시(Anheuser-Busch)를 합병하여 획득한 브랜드이다. 특히, 2015년에는 당시 글로벌 맥주 2위 업체였던 SAB밀러까지 합병하였다(합병 작업은 2016년 10월에 종료).

하지만, AB인베브가 SAB밀러 합병에 무려 1,030억 달러를 투자하면서, 재무구조가 급격하게 나빠지기 시작하였다. 2~3배 수준이었던 순차입금/EBITDA 비율이 2016년말에 6배 이상으로 급격하게 상승하였고, 2018년말 기준으로 4~5배 수준에 머물러 있다. 하지만, 이와 같은 비율의 개선은 합병 효과에 따른 EBITDA 상승 영향으로 추산되며, 순차입금의 절대 규모는 크게 변화가 없는 상황이다(순차입금: 16년말 1,085억 달러 → 18년말 1,027억 달러).

Compliance Notice

- 당사는 7월 30일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

호주 사업 매각 불구, 현금흐름 좋지 않은 편

다행스럽게도 AB인베브는 호주 사업을 아사히에게 113억 달러에 매각하면서, 현금흐름의 추가 악화를 일부 방어한 것으로 판단된다. 밸류에이션 레벨을 감안한다면, 호주 사업의 연간 EBITDA는 약 7~8억 달러 수준으로 추산된다. 성장성은 낮지만 수익성이 높은 호주 사업을 매각함으로써, 순차입금이 최대 100억 달러 정도 줄어든 것으로 기대된다 (AB인베브는 이번 사업 매각을 통해 순차입금/EBITDA 비율이 0.35pt 정도 내려갈 것으로 추산).

하지만, 여전히 실적 컨퍼런스 콜에서 밝힌 재무비율 목표치는 달성하지 못한 상황이다. AB인베브는 실적발표 컨퍼런스 콜 등을 통해, 2020년말까지 순차입금/EBITDA 비율을 4배 이하로 낮추겠다는 계획을 밝혔었다. 호주 사업을 제외한 동사의 연간 EBITDA는 약 220억 달러 수준, 호주 사업 매각 이후 순차입금은 약 927억 달러 수준으로 추산된다 (100억 달러 감소 가정). 여전히 순차입금/EBITDA 비율은 4배가 넘는 수준이다. 따라서, AB인베브는 추가적인 재무구조 개선을 통해, 유동성 여력을 확보하고 성장 잠재력이 높은 시장에서 M&A와 같은 추가 투자를 시도할 계획이다.

한편, AB인베브의 연간 현금흐름은 좋지 않은 편이다. 순이자비용, 법인세비용, Net Capex, 배당금지급 등을 감안한다면, AB인베브는 매년 188억 달러 수준의 Cash Out이 발생한다. 게다가 2020년부터 2026년까지는 상환해야 할 차입금이 연평균 50억 달러 이상으로 올라가게 된다(총 390억 달러). 2018년에 배당금을 축소하면서 주주들의 반발이 높았고, 배당금 축소를 반대하는 이사들이 있는 점을 감안한다면, 배당금 축소도 만만한 상황은 아니다. 결과적으로 현금흐름이 좋지 않아서, 추가적인 유동성 확보 가능성이 있는 셈이다.

호주 제외 APAC 법인 내년 재상장 가능성

한편 언론보도에 따르면, 동사가 호주를 제외하고 한국의 오비맥주가 포함된 APAC 법인을 내년에 다시 상장을 시도할 가능성이 거론되고 있다. AB인베브가 상장하려고 했던 APAC 법인에서 성장성이 낮은 호주가 빠지고, 성장성이 높은 중국과 베트남 지역의 비중이 커지면서 높은 밸류에이션 레벨을 받을 수 있다는 기대감이 있기 때문이다. 실제 AB인베브는 호주/한국 등을 포함한 APAC 법인의 공모가 밸류에이션 밴드를 EV/EBITDA 기준으로 16~18배를 제시한 바 있다. 통상 맥주 업체의 EV/EBITDA 밴드가 10~15배 수준인 것을 감안한다면, 매우 높은 밸류에이션 레벨이라 할 수 있다.

OB는 비용 관리가 중요한 상황

그렇다면, 이러한 AB인베브의 움직임이 한국 맥주 시장의 경쟁강도에 시사하는 바는 무엇일까? 올해 2분기에는 주류 리베이트 쌍벌제 시행을 앞두고 일시적으로 주류 시장 내 경쟁강도가 상승한 상황이다(주류 리베이트 쌍벌제는 8월부터 시행 예정). 하지만, 당사는 기본적으로 오비맥주가 올해 마케팅 활동을 강하게 펼칠 여력이 낮을 것으로 보고 있다. 앞서 언급한 것처럼 1) 모회사인 AB인베브의 Cash Flow가 좋지 않고, 2) 수익성이 높은 오비맥주를 활용한 자금 조달 가능성이 남아 있기 때문이다.

특히, 중국/베트남 법인과 함께 상장될 것으로 예상되는 오비맥주는 상장 예상 법인의 EBITDA에서 약 26%를 차지할 것으로 추정되기 때문에, 상장을 시키려는 AB인베브 입장에서 매우 중요한 Cash Cow로 판단된다. 따라서, 오비맥주 주력 브랜드에 대한 마케팅 비용 확대 보다는 성장성이 좋은 수입맥주 중심의 매출 확대에 주력할 가능성이 높다.

한시적 가격인하로 MS가 변화할지는 의문

최근에 오비맥주가 내놓은 ‘카스’, ‘펄긋’에 대한 한시적 가격인하 전략도 이러한 대응의 연장선으로 판단된다(8월말까지 예정). **지속적인 마케팅 비용 집행 보다는 한시적 가격인하를 통해 ‘테라’의 성수기 매출 성장세를 일시적으로 견제하려는 움직임으로 풀이되기 때문이다.** 하지만, 소비자들이 ‘카스’ 대신 ‘테라’를 선택한 핵심 이유를 가격으로 보기는 어렵기 때문에, 한시적 가격인하로 ‘테라’의 MS 상승세에 변화를 줄 수 있을지는 의문이다.

게다가, 이번 한시적 가격인하는 올해 4월 가격인상 이후 4개월도 지나지 않아 단행되었다. 이로 인해, 주류도매상 등을 비롯한 유통업체들의 반발이 나타나고 있는 상황이다. 따라서, 오비맥주가 한시적 가격인하 전략을 통해, 원하는 만큼의 효과를 얻을 수 있을지는 의문스런 상황이다.

AB인베브 현금흐름 분석

(단위: 십억달러, 배)	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19E
순차입금/EBITDA	2.29	2.30	2.53	6.49	4.74	4.65	
EBITDA	17.1	18.5	16.8	16.7	22.1	22.1	22.9 Bloomberg 컨센서스
순이자비용	1.8	1.7	1.5	3.5	4.0	3.8	3.8 (A): 18년도 수준 가정
법인세비용	2.0	2.3	2.4	1.5	3.8	2.7	3.3 (B): 17~18년도 평균 가정
Net Capex	-0.4	4.2	4.1	4.6	4.4	4.2	4.3 (C): 19년 가이드스 평균값
유무형자산 취득	3.9	4.5	4.9	5.0	5.0	4.6	
유무형자산 처분	4.2	0.3	0.8	0.4	0.6	0.4	
순기업투자	10.8	7.0	1.0	55.2	-15.5	-1.1	
배당금지급	6.3	7.4	6.7	7.3	8.2	6.7	7.4 (D): 17~18년도 평균 가정
순차입금	39.1	42.4	42.5	108.5	104.6	102.7	
Normal Cash Out 추정							18.8 (A)+(B)+(C)+(D)

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AB인베브가 홍콩에 상장 예정이었던 Budweiser Brewing Company APAC의 요약 손익 현황

(단위: 백만달러)	Asia Pacific East ²⁾		Asia Pacific West ³⁾		합계	
	'17	'18	'17	'18	'17	'18
Revenue	3,156	3,307	4,634	5,152	7,790	8,459
Normalized EBITDA ¹⁾	1,354	1,366	1,125	1,426	2,479	2,792
(EBITDA Margin)	42.9%	41.3%	24.3%	27.7%	31.8%	33.0%
EBIT					1,638	1,966
Net Profit					1,077	1,409
Gross Capex	110	147	507	528	617	675

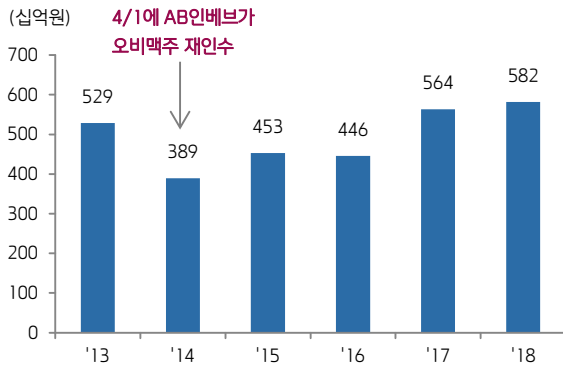
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) 비경상적인 요인이 제외된 EBITDA 레벨

2) 호주, 한국, 일본이 주요 사업 지역임

3) 중국, 인도, 베트남과 기타 아시아태평양 수출 지역을 포함

오비맥주 연간 EBITDA 추이



자료: Fn Guide

상장 예상 법인의 오비맥주 EBITDA Mix는 26%로 추정

호주 사업 매각전 EBITDA (A)	2,792
호주 사업 EBITDA (B)	758
호주 사업 매각후 EBITDA (C) = (A) - (B)	2,034
오비맥주 EBITDA (D)	529
상장 예상 법인의 오비맥주 EBITDA Mix 추정 (E) = (D) / (C)	26%

자료: AB인베브, 언론보도, 키움증권 리서치 추정(단위: 백만달러)

주: 1) 원/달러 환율은 2018년 평균값 가정(1달러=1,100원)

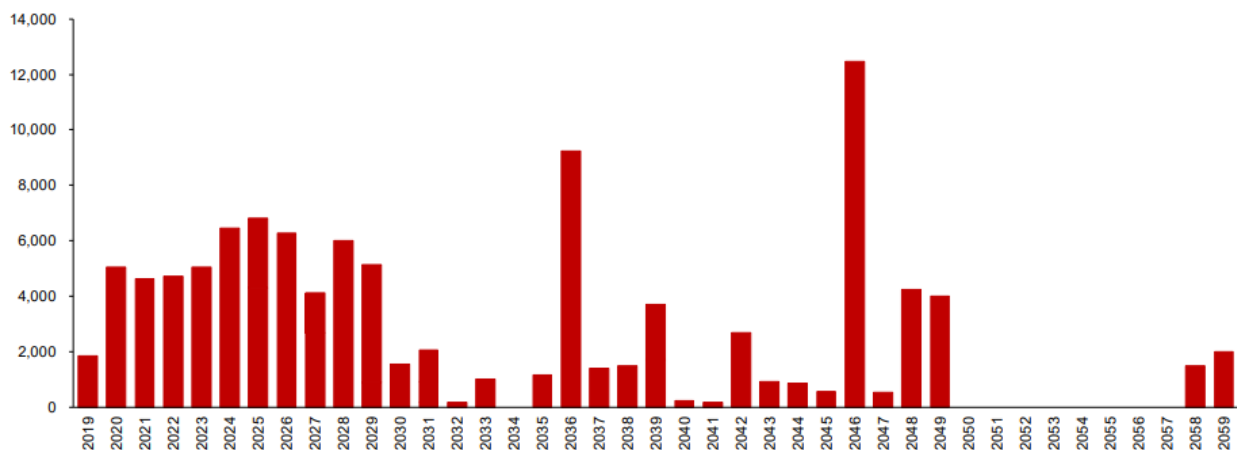
2) 호주 사업 매각전 EBITDA는 기존에 홍콩에 상장 예정이었던 Budweiser Brewing Company APAC의 EBITDA를 참고함

오비맥주의 주요 수입맥주 브랜드 현황



자료: 오비맥주 홈페이지, 키움증권 리서치 정리

AB인베브의 차입금 만기 Profile (단위: 백만달러)



자료: AB인베브 2Q19 실적발표 자료 인용, 키움증권 리서치

롯데칠성:
음료 매출 호조 속에
비용 부담 다소 증가

한편, 롯데칠성의 2분기 연결기준 영업이익은 356억원(+52% YoY)으로 전망된다. 영업이익이 전년동기 대비 증가하는 이유는, 1) 탄산음료 매출 호조(+8% YoY), 2) 소주 가격 인상, 3) 맥주 영업적자 축소 덕분이다. 다만, 주류 리베이트 쌍벌제 실시를 앞두고 일시적으로 경쟁강도가 상승했었기 때문에, 주류 부문 영업적자는 1분기 대비는 다소 확대될 것으로 판단된다.

주가는 일본 불매 운동과 세무조사 관련 우려로 최근에 급격하게 하락한 상황이다. 롯데아사히주류 법인의 실적 부진으로 영업외에서 지분법 손익이 다소 악화될 가능성은 있다. 동사의 실적 추정치 하향을 감안하여, 목표주가를 20.6만원으로 하향하지만, 탄산음료의 꾸준한 매출 성장세와 주류 가격 인상 효과를 감안 시, 現 주가 레벨은 비교적 저평가된 상태로 판단된다(서초동 부지 가치 6천억원 감안 시, '19E PER 9배 수준).

하이트진로:
테라 매출 호조 속에
마케팅 비용 확대

하이트진로의 2분기 연결기준 영업이익은 143억원(-47% YoY)으로 전망된다. 맥주 매출 증가와 소주 가격 인상에도 불구하고, 1) 테라 관련 판촉비 증가, 2) 주류 리베이트 쌍벌제 실시 전의 일시적 경쟁강도 상승으로 인해, 전사 수익성이 부진할 것으로 판단된다. 올해는 2분기 날씨가 좋은 편이었기 때문에, 대부분의 음료/주류 업체들이 작년보다 2분기에 마케팅 비용 집행을 늘린 상황이다. 따라서, 마케팅 비용 집행 레벨에 따라, 전사 실적이 조금 더 안 좋을 가능성도 있다.

하이트진로는
맥주 MS와 GPM이
핵심 관전포인트

하지만, 테라의 맥주 시장 점유율 상승세는 눈 여겨 봐야 한다. 2분기 테라 매출액은 350~400억원으로 추산되고 있으며, 하이트/맥스의 매출 감소액을 충분히 넘어설 것으로 판단된다. 이러한 매출 증가세라면 테라의 매출 비중이 커지면서, 전사 맥주 매출 성장률이 점차 확대될 가능성도 있다. 게다가, 수입맥주 시장의 성장세가 정체이고, 일본 맥주 불매 운동이 확산되고 있는 점도, 동사의 맥주 공장 가동을 상승에 긍정적으로 작용할 가능성이 높다.

2분기 수익성 지표에서 주목해야 하는 것은 매출총이익률(GPM)이다. 하이트진로 투자자들이 주목하고 있는 점은, 동사의 점유율 확대에 따른 중장기적인 수익성 개선 가능성이다. 2분기는 판관비 상승으로 영업이익률이 부진할 것으로 예상되나, 매출총이익률 지표가 좋게 나타난다면, 하반기부터 영업이익률 개선을 기대할 수 있다. 8월부터 주류 리베이트 쌍벌제 금지가 시행될 예정이고, 주요 경쟁사도 비용 관리가 중요한 상황이며, 경쟁사와 달리 맥주 가격인상 카드도 남아 있는 상황이다. 따라서, 매출총이익률만 어느 정도 나와준다면, 동사의 하반기 실적 가시성은 상반기 대비 높은 편으로 판단된다.

롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	522.6	599.5	669.9	554.3	574.9	661.1	720.6	585.1	2,346.3	2,541.7	2,616.1
(YoY)	-0.7%	-3.4%	0.2%	19.6%	10.0%	10.3%	7.6%	5.6%	2.9%	8.3%	2.9%
별도기준	520.0	596.5	667.4	539.4	558.4	643.1	703.1	570.3	2,323.3	2,474.9	2,546.5
(YoY)	-1.2%	-3.9%	-0.1%	16.4%	7.4%	7.8%	5.4%	5.7%	1.9%	6.5%	2.9%
음료	335.7	417.1	464.2	349.6	359.8	453.8	492.0	376.8	1,566.5	1,682.4	1,740.1
(YoY)	-0.7%	-4.0%	0.5%	24.6%	7.2%	8.8%	6.0%	7.8%	3.4%	7.4%	3.4%
주류	184.3	179.4	203.3	189.7	198.6	189.3	211.1	193.4	756.7	792.5	806.4
(YoY)	-2.2%	-3.7%	-1.6%	3.7%	7.8%	5.5%	3.9%	2.0%	-1.0%	4.7%	1.8%
매출총이익	200.1	234.1	277.0	217.8	230.1	276.3	309.5	245.9	928.8	1,061.8	1,105.9
(GPM)	38.3%	39.0%	41.3%	39.3%	40.0%	41.8%	42.9%	42.0%	39.6%	41.8%	42.3%
판매비	191.5	210.6	225.8	216.0	210.9	240.7	251.1	233.1	843.9	935.7	961.3
(판매비율)	36.6%	35.1%	33.7%	39.0%	36.7%	36.4%	34.8%	39.8%	36.0%	36.8%	36.7%
영업이익	8.6	23.5	51.2	1.7	19.3	35.6	58.4	12.9	85.0	126.1	144.6
(YoY)	-68.4%	-2.0%	40.0%	흑전	123.7%	51.7%	14.2%	642.3%	12.7%	48.4%	14.7%
(OPM)	1.6%	3.9%	7.6%	0.3%	3.3%	5.4%	8.1%	2.2%	3.6%	5.0%	5.5%
별도기준	8.6	22.8	50.3	5.8	21.9	36.5	59.1	17.0	87.6	134.4	150.9
(YoY)	-68.5%	-4.4%	40.7%	흑전	154.7%	59.6%	17.4%	192.2%	17.4%	53.5%	12.3%
(OPM)	1.7%	3.8%	7.5%	1.1%	3.9%	5.7%	8.4%	3.0%	3.8%	5.4%	5.9%
음료	21.0	42.0	62.0	22.0	28.0	48.7	67.7	27.6	147.0	171.9	186.9
(OPM)	6.3%	10.1%	13.4%	6.3%	7.8%	10.7%	13.8%	7.3%	9.4%	10.2%	10.7%
주류	-13.0	-18.0	-12.0	-16.0	-6.0	-12.2	-8.6	-10.6	-59.0	-37.4	-36.0
(OPM)	-7.1%	-10.0%	-5.9%	-8.4%	-3.0%	-6.4%	-4.1%	-5.5%	-7.8%	-4.7%	-4.5%
세전이익	-0.6	12.4	37.6	-118.4	6.7	27.9	48.4	3.3	-68.9	86.3	104.7
당기순이익	-1.9	6.5	25.9	-80.4	1.1	19.5	33.9	2.4	-50.0	56.9	73.3
지배주주순이익	-1.9	6.5	25.9	-78.4	2.4	19.5	33.9	2.4	-48.1	58.2	73.3
(YoY)	적전	흑전	흑전	적전	흑전	202.5%	31.0%	흑전	적전	흑전	25.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데칠성 목표주가 변경 내역 (단위: 십억원, 배)

영업가치	1,209	순이익 * Target PER
순이익	73.3	'20E 지배주주순이익
Target PER	16.5	통상 음식료 PER 15 배 수준 부여. 다만, 탄산음료 수요 호조 감안하여 밸류에이션 10% 프리미엄 적용
부동산 가치	600	서초동 부지. 공정가치에 50% 할인
목표 시가총액	1,809	영업가치 + 부동산 가치
발행 주식 수(천주)	8,769	
목표 주가(원)	206,000	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

롯데칠성 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,279.3	2,346.3	2,541.7	2,616.1	2,692.0
매출원가	1,341.5	1,417.4	1,479.9	1,510.2	1,548.2
매출총이익	937.8	928.8	1,061.8	1,105.9	1,143.8
판매비	862.4	843.9	935.7	961.3	978.8
영업이익	75.4	85.0	126.1	144.6	165.0
EBITDA	224.6	236.7	266.7	286.6	308.6
영업외손익	153.9	-153.9	-39.8	-39.9	-38.4
이자수익	5.8	3.8	3.6	3.9	3.8
이자비용	29.7	37.9	38.5	36.9	35.2
외환관련이익	8.3	3.4	2.8	2.8	2.8
외환관련손실	4.5	3.0	2.7	2.7	2.7
종속 및 관계기업손익	7.3	3.2	-1.0	-3.0	-3.0
기타	166.7	-123.4	-4.0	-4.0	-4.1
법인세차감전이익	229.3	-68.9	86.3	104.7	126.6
법인세비용	20.7	-18.9	29.4	31.4	38.0
계속사업손익	208.6	-50.0	56.9	73.3	88.7
당기순이익	121.5	-50.0	56.9	73.3	88.7
지배주주순이익	134.6	-48.1	58.2	73.3	88.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.7	2.9	8.3	2.9	2.9
영업이익 증감율	-48.5	12.7	48.4	14.7	14.1
EBITDA 증감율	-20.8	5.4	12.7	7.5	7.7
지배주주순이익 증감율	94.2	-135.7	-221.0	25.9	21.0
EPS 증감율	110.8	적전	흑전	25.9	20.9
매출총이익율(%)	41.1	39.6	41.8	42.3	42.5
영업이익율(%)	3.3	3.6	5.0	5.5	6.1
EBITDA Margin(%)	9.9	10.1	10.5	11.0	11.5
지배주주순이익율(%)	5.9	-2.1	2.3	2.8	3.3

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	753.9	688.7	751.9	778.7	792.6
현금 및 현금성자산	153.4	98.4	131.3	141.9	139.2
단기금융자산	48.3	14.0	14.0	14.0	14.0
매출채권 및 기타채권	268.9	265.2	279.3	287.5	295.8
재고자산	238.8	257.1	273.3	281.3	289.5
기타유동자산	92.8	68.0	68.0	68.0	68.1
비유동자산	2,733.1	2,622.6	2,649.9	2,614.1	2,607.5
투자자산	164.3	150.4	148.8	145.8	142.8
유형자산	2,245.3	2,165.7	2,182.5	2,197.4	2,210.8
무형자산	165.1	151.7	134.3	117.4	100.5
기타비유동자산	158.4	154.8	184.3	153.5	153.4
자산총계	3,486.9	3,311.3	3,401.8	3,392.8	3,400.0
유동부채	867.6	689.0	848.6	802.0	805.5
매입채무 및 기타채무	558.8	455.7	462.6	466.0	469.5
단기금융부채	298.6	216.3	369.0	319.0	319.0
기타유동부채	10.2	17.0	17.0	17.0	17.0
비유동부채	1,306.6	1,384.8	1,281.0	1,267.6	1,204.8
장기금융부채	1,095.6	1,237.9	1,134.1	1,120.6	1,057.9
기타비유동부채	211.0	146.9	146.9	147.0	146.9
부채총계	2,174.1	2,073.9	2,129.7	2,069.6	2,010.4
지배지분	1,312.8	1,227.3	1,263.3	1,314.4	1,380.9
자본금	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
자본잉여금	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
기타자본	-849.4	-849.4	-849.4	-849.4	-849.4
기타포괄손익누계액	8.1	-13.7	-13.7	-13.7	-13.7
이익잉여금	2,147.0	2,083.3	2,119.3	2,170.4	2,236.8
비지배지분	0.0	10.1	8.8	8.8	8.8
자본총계	1,312.8	1,237.4	1,272.1	1,323.2	1,389.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	144.7	85.9	208.5	239.0	224.9
당기순이익	121.5	-50.0	56.9	73.3	88.7
비현금항목의 가감	101.8	318.4	236.6	240.2	216.0
유형자산감가상각비	128.5	129.9	123.2	125.0	126.7
무형자산감가상각비	20.7	21.8	17.3	16.9	16.9
지분법평가손익	-36.8	-3.2	1.0	3.0	3.0
기타	-10.6	169.9	95.1	95.3	69.4
영업활동자산부채증감	-10.5	-132.8	-23.4	-12.8	-13.0
매출채권및기타채권의감소	-19.0	3.7	-14.1	-8.2	-8.3
재고자산의감소	-12.6	-9.1	-16.2	-8.0	-8.2
매입채무및기타채무의증가	25.8	-73.9	6.9	3.4	3.5
기타	-4.7	-53.5	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-68.1	-49.7	-61.6	-61.7	-66.8
투자활동 현금흐름	-156.9	-141.0	-139.4	-140.0	-140.0
유형자산의 취득	-259.1	-138.7	-140.0	-140.0	-140.0
유형자산의 처분	7.2	7.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	-0.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	710.9	17.1	0.6	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	100.2	34.3	0.0	0.0	0.0
기타	-715.8	-60.4	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-153.1	0.1	-36.1	-85.7	-84.9
차입금의 증가(감소)	-2.7	28.1	18.7	-36.0	-60.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-5.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-13.7	-27.1	-22.2	-22.2	-22.2
기타	-131.4	-0.9	-32.6	-27.5	-2.7
기타현금흐름	-0.9	-0.1	-0.2	-2.7	-2.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-166.2	-55.1	32.9	10.7	-2.7
기초현금 및 현금성자산	319.7	153.4	98.4	131.2	141.9
기말현금 및 현금성자산	153.4	98.4	131.2	141.9	139.2

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	10,766	-5,480	6,641	8,359	10,110
BPS	149,712	139,959	144,068	149,896	157,474
CFPS	17,862	30,610	33,472	35,750	34,746
DPS	33,000	27,000	2,700	2,700	2,700
주가배수(배)					
PER	12.3	-25.5	23.3	18.5	15.3
PER(최고)	17.7	-30.9	28.1		
PER(최저)	11.1	-23.0	20.4		
PBR	0.89	1.00	1.08	1.03	0.98
PBR(최고)	1.27	1.21	1.29		
PBR(최저)	0.80	0.90	0.94		
PSR	0.73	0.52	0.53	0.52	0.50
PCFR	7.4	4.6	4.6	4.3	4.5
EV/EBITDA	10.2	10.7	10.0	9.0	8.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	20.6	-40.9	35.9	27.9	23.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.5	1.9	1.7	1.7	1.7
ROA	3.0	-1.5	1.7	2.2	2.6
ROE	7.4	-3.8	4.7	5.7	6.6
ROIC	-1.6	0.8	3.4	4.1	4.7
매출채권회전율	8.6	8.8	9.3	9.2	9.2
재고자산회전율	9.4	9.5	9.6	9.4	9.4
부채비율	165.6	167.6	167.4	156.4	144.7
순차입금비용	90.8	108.4	106.7	97.0	88.1
이자보상배율	2.5	2.2	3.3	3.9	4.7
총차입금	1,394.2	1,454.2	1,503.1	1,439.6	1,376.9
순차입금	1,192.5	1,341.8	1,357.8	1,283.7	1,223.7
NOPLAT	224.6	236.7	266.7	286.6	308.6
FCF	-152.7	-94.5	60.3	90.5	106.1

하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	420.7	493.2	500.1	471.7	423.0	525.3	536.0	494.0	1,885.6	1,978.3	2,081.0
(YoY)	1.8%	0.4%	-5.3%	3.2%	0.5%	6.5%	7.2%	4.7%	-0.2%	4.9%	5.2%
별도기준	370.4	434.4	438.5	414.2	378.8	466.6	474.5	436.5	1,657.6	1,756.3	1,859.0
(YoY)	2.3%	0.7%	-6.6%	3.1%	2.2%	7.4%	8.2%	5.4%	-0.4%	6.0%	5.8%
하이트/맥스/테라	81.4	108.0	107.1	80.9	67.7	116.2	126.4	93.1	377.4	403.4	452.3
(YoY)	-17.1%	-22.0%	-25.0%	-18.3%	-16.8%	7.6%	18.0%	15.1%	-21.1%	6.9%	12.1%
필라이트	23.9	37.5	46.0	33.8	31.3	39.0	44.6	32.7	141.2	147.6	149.2
(YoY)		650.0%	47.2%	35.0%	30.8%	4.0%	-3.0%	-3.0%	130.4%	4.6%	1.0%
소주	210.8	231.8	219.3	239.9	225.9	254.6	233.9	251.2	901.7	965.6	997.0
(YoY)	-1.6%	2.8%	-3.5%	8.3%	7.1%	9.8%	6.7%	4.7%	1.5%	7.1%	3.2%
기타	54.4	57.1	66.1	59.7	53.9	56.7	69.6	59.5	237.3	239.7	260.6
(YoY)	8.8%	-8.4%	-2.8%	6.1%	-0.8%	-0.7%	5.2%	-0.4%	0.3%	1.0%	8.7%
매출총이익	167.9	206.1	204.5	183.3	163.0	224.2	230.3	205.4	761.9	822.9	888.0
(GPM)	39.9%	41.8%	40.9%	38.9%	38.5%	42.7%	43.0%	41.6%	40.4%	41.6%	42.7%
판매비	151.2	179.3	175.2	165.7	167.2	209.9	186.0	172.4	671.4	735.5	758.4
(판매비율)	35.9%	36.4%	35.0%	35.1%	39.5%	40.0%	34.7%	34.9%	35.6%	37.2%	36.4%
영업이익	16.7	26.8	29.3	17.6	-4.2	14.3	44.3	33.0	90.4	87.4	129.6
(YoY)	흑전	-23.3%	-48.3%	-23.7%	적전	-46.8%	51.4%	87.3%	3.7%	-3.4%	48.3%
(OPM)	4.0%	5.4%	5.9%	3.7%	-1.0%	2.7%	8.3%	6.7%	4.8%	4.4%	6.2%
별도기준	18.7	24.4	25.7	21.3	-5.5	11.8	40.8	36.6	90.0	83.7	126.0
(YoY)	흑전	-28.4%	-52.2%	-16.8%	적전	-51.4%	58.4%	72.3%	7.9%	-7.0%	50.4%
(OPM)	5.0%	5.6%	5.9%	5.1%	-1.5%	2.5%	8.6%	8.4%	5.4%	4.8%	6.8%
세전이익	5.5	16.0	15.1	5.4	-14.5	0.8	30.8	19.8	42.0	36.9	80.7
당기순이익	2.6	9.6	9.4	0.6	-13.8	0.5	20.3	13.5	22.3	20.5	53.3
지배주주순이익	2.6	9.6	9.4	0.6	-13.8	0.5	20.3	13.5	22.2	20.5	53.3
(YoY)	흑전	-30.8%	-69.2%	흑전	적전	-94.6%	116.0%	2215%	75.4%	-7.7%	159.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

하이트진로 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,889.9	1,885.6	1,978.3	2,081.0	2,142.8
매출원가	1,086.1	1,123.8	1,155.5	1,193.0	1,222.8
매출총이익	803.8	761.9	822.9	888.0	920.0
판매비	716.6	671.4	735.5	758.4	778.6
영업이익	87.2	90.4	87.4	129.6	141.4
EBITDA	206.9	215.4	214.4	257.9	268.9
영업외손익	-47.6	-48.4	-50.5	-48.9	-47.1
이자수익	1.4	2.0	2.6	2.4	2.5
이자비용	39.6	39.7	47.1	45.3	43.6
외환관련이익	2.3	5.2	4.0	4.0	4.0
외환관련손실	5.9	2.8	4.0	4.0	4.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-5.8	-13.1	-6.0	-6.0	-6.0
법인세차감전이익	39.7	42.0	36.9	80.7	94.4
법인세비용	27.0	19.7	16.3	27.4	32.1
계속사업손익	12.7	22.3	20.5	53.3	62.3
당기순이익	12.7	22.3	20.5	53.3	62.3
지배주주순이익	12.7	22.2	20.5	53.3	62.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.0	-0.2	4.9	5.2	3.0
영업이익 증감율	-29.7	3.7	-3.3	48.3	9.1
EBITDA 증감율	-14.8	4.1	-0.5	20.3	4.3
지배주주순이익 증감율	-66.9	74.8	-7.7	160.0	16.9
EPS 증감율	-67.0	75.4	-7.7	159.5	16.9
매출총이익율(%)	42.5	40.4	41.6	42.7	42.9
영업이익률(%)	4.6	4.8	4.4	6.2	6.6
EBITDA Margin(%)	10.9	11.4	10.8	12.4	12.5
지배주주순이익률(%)	0.7	1.2	1.0	2.6	2.9

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,111.0	1,065.0	1,025.2	1,046.1	1,072.7
현금 및 현금성자산	287.4	291.0	244.4	232.3	239.1
단기금융자산	115.7	12.6	12.6	12.6	12.6
매출채권 및 기타채권	525.8	462.2	488.5	513.8	529.1
재고자산	137.8	166.0	146.5	154.1	158.7
기타유동자산	160.0	145.8	145.8	145.9	145.8
비유동자산	2,396.6	2,363.2	2,499.9	2,467.5	2,436.0
투자자산	50.8	52.1	51.6	51.6	51.6
유형자산	2,068.3	2,053.1	2,066.5	2,058.6	2,051.5
무형자산	199.0	186.8	176.5	166.1	155.7
기타비유동자산	78.5	71.2	205.3	191.2	177.2
자산총계	3,507.6	3,428.1	3,525.1	3,513.6	3,508.7
유동부채	1,716.6	1,668.5	1,680.1	1,684.6	1,686.7
매입채무 및 기타채무	1,003.1	988.7	994.2	1,000.3	1,003.9
단기금융부채	680.2	664.8	670.9	669.4	667.8
기타유동부채	33.3	15.0	15.0	14.9	15.0
비유동부채	573.5	597.3	718.0	704.5	691.1
장기금융부채	367.4	400.8	521.5	508.0	494.6
기타비유동부채	206.1	196.5	196.5	196.5	196.5
부채총계	2,290.1	2,265.8	2,398.0	2,389.1	2,377.8
지배지분	1,216.8	1,161.7	1,126.4	1,123.8	1,130.2
자본금	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
자본잉여금	709.3	709.3	709.3	709.3	709.3
기타자본	-94.2	-94.2	-94.2	-94.2	-94.2
기타포괄손익누계액	2.9	1.6	1.6	1.6	1.6
이익잉여금	230.0	176.3	140.9	138.3	144.7
비지배지분	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
자본총계	1,217.5	1,162.4	1,127.0	1,124.4	1,130.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	344.9	141.0	160.5	169.0	187.9
당기순이익	12.7	22.3	20.5	53.3	62.3
비현금항목의 가감	289.5	233.7	201.9	212.7	214.7
유형자산감가상각비	112.0	113.9	116.6	117.9	117.1
무형자산감가상각비	7.6	11.0	10.4	10.4	10.4
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	169.9	108.8	74.9	84.4	87.2
영업활동자산부채증감	95.4	-46.1	-1.3	-26.9	-16.2
매출채권및기타채권의감소	-29.5	66.3	-26.3	-25.4	-15.3
재고자산의감소	-8.0	-29.5	19.4	-7.6	-4.6
매입채무및기타채무의증가	-9.4	-16.1	5.5	6.1	3.7
기타	142.3	-66.8	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	-52.7	-68.9	-60.6	-70.1	-72.9
투자활동 현금흐름	-104.2	-101.4	-129.6	-110.0	-110.0
유형자산의 취득	-92.3	-121.1	-130.0	-110.0	-110.0
유형자산의 처분	7.1	9.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.8	-0.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	5.5	-1.3	0.4	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-100.4	103.0	0.0	0.0	0.0
기타	76.7	-91.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-105.8	-38.7	-48.7	-40.9	-40.9
차입금의 증가(감소)	-43.2	17.0	-7.8	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-62.6	-55.7	-55.9	-55.9	-55.9
기타	0.0	0.0	15.0	15.0	15.0
기타현금흐름	-6.0	2.6	-28.8	-30.2	-30.2
현금 및 현금성자산의 순증가	128.9	3.5	-46.6	-12.0	6.8
기초현금 및 현금성자산	158.5	287.4	291.0	244.4	232.3
기말현금 및 현금성자산	287.4	291.0	244.4	232.3	239.1

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	178	312	288	748	874
BPS	17,074	16,301	15,805	15,768	15,858
CFPS	4,240	3,591	3,121	3,732	3,887
DPS	800	800	800	800	800
주가배수(배)					
PER	135.4	53.2	76.4	29.4	25.2
PER(최고)	152.9	80.7	78.8		
PER(최저)	111.3	48.7	55.0		
PBR	1.41	1.02	1.39	1.40	1.39
PBR(최고)	1.59	1.55	1.44		
PBR(최저)	1.16	0.93	1.00		
PSR	0.91	0.63	0.79	0.75	0.73
PCFR	5.7	4.6	7.0	5.9	5.7
EV/EBITDA	11.4	9.0	11.7	9.7	9.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	431.2	246.6	267.5	103.1	88.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.3	4.8	3.6	3.6	3.6
ROA	0.4	0.6	0.6	1.5	1.8
ROE	1.0	1.9	1.8	4.7	5.5
ROIC	0.7	2.2	2.3	3.9	4.3
매출채권회전율	3.6	3.8	4.2	4.2	4.1
재고자산회전율	14.1	12.4	12.7	13.8	13.7
부채비율	188.1	194.9	212.8	212.5	210.3
순차입금비용	52.9	65.6	83.0	82.9	80.5
이자보상배율	2.2	2.3	1.9	2.9	3.2
총차입금	1,047.5	1,065.6	1,192.4	1,177.4	1,162.4
순차입금	644.4	762.0	935.4	932.4	910.6
NOPLAT	206.9	215.4	214.4	257.9	268.9
FCF	144.4	11.4	44.3	77.0	94.7

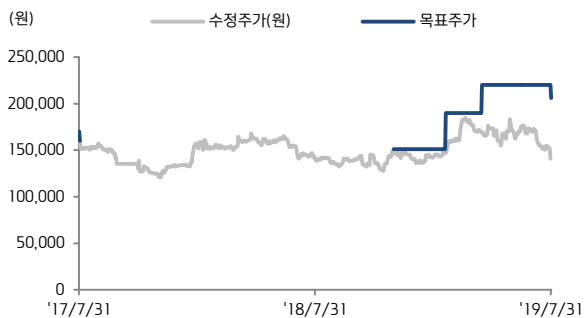
투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
롯데칠성 (005300)	2017-08-01	Marketperform (Downgrade)	160,000원	6개월	-13.16	0.13
	2018-11-30	Marketperform (Reinitiate)	151,000원	6개월	-5.13	-1.43
	2019-02-19	BUY(Upgrade)	190,000원	6개월	-10.59	-2.78
	2019-04-16	BUY(Upgrade)	220,000원	6개월	-24.11	-19.72
	2019-05-16	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-24.07	-19.72
	2019-05-21	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-24.57	-16.59
	2019-07-31	BUY(Maintain)	206,000원	6개월		
하이트진로 (000080)	2018-01-16	BUY(Initiate)	29,000원	6개월	-24.54	-18.79
	2018-05-16	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-26.86	-18.79
	2018-08-16	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-31.51	-28.75
	2018-11-05	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-30.26	-24.17
	2019-01-08	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-30.32	-24.17
	2019-03-14	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-23.56	-21.67
	2019-04-16	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-21.14	-11.25
	2019-05-16	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-26.54	-25.89
	2019-05-21	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-24.30	-21.25
	2019-07-31	BUY(Maintain)	28,000원	6개월		

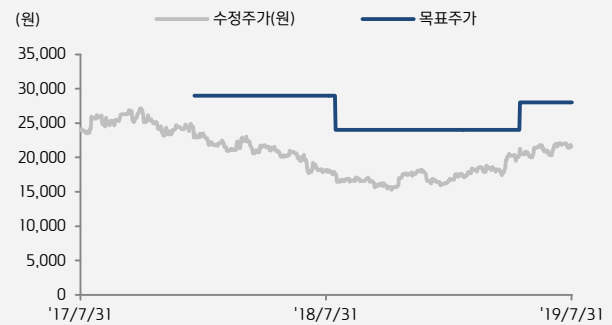
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)

롯데칠성(005300)



하이트진로(000080)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%

고지사항

동 자료에 수록된 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용할 수 없습니다. 동 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 어떠한 경우에도 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.