



하이트진로

| Bloomberg Code (000080 KS) | Reuters Code (000080.KS)

2023년 8월 14일

원가 부담 심화, 남은 선택지는?

[음식료]

조상훈 연구위원
☎ 02-3772-2578
✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

최윤아 연구원
☎ 02-3772-2664
✉ yuna9278@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (8월 11일)
20,700 원



목표주가
25,000 원 (하향)



상승여력
20.8%

- ◆ 2Q23 영업이익 119억원(-80.9% YoY) 기록, 컨센서스 큰 폭으로 하회
- ◆ 길어지는 맥주 전쟁 속 희망회로 돌려보기, Again 2019
- ◆ 원가 부담 앞 장사 없다, 가격 인상 불가피

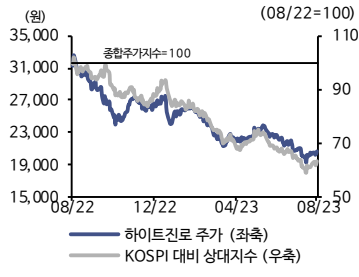


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	1,451.8십억원
발행주식수	70.1백만주
유동주식수	30.6백만주(43.6%)
52주 최고가/최저가	32,550 원/19,300 원
일평균 거래량 (60 일)	264,559 주
일평균 거래액 (60 일)	5,753 백만원
외국인 지분율	9.99%
주요주주	
하이트진로홀딩스 외 8 인	53.81%

절대수익률	
3개월	-9.4%
6개월	-19.0%
12개월	-34.7%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-12.9%
6개월	-22.8%
12개월	-36.4%

주가



2Q23 영업이익 119억원(-80.9% YoY), 컨센서스 큰 폭으로 하회

2Q23 매출과 영업이익은 6,416억원(-1% YoY), 119억원(-80.9% YoY)을 기록하며, 컨센서스를 45% 하회했다. 매출은 선방했으나, 원가 부담과 마케팅 비용 투입이 부진한 실적의 원인이다.

부문별로 차별화를 보였다. 맥주는 신제품 켈리 효과로 판매량이 10% 성장(맥주 내 비중 20%)했으나, 소주는 전년 화물연대 파업에 따른 가수요로 판매량이 5% 감소했다. 영업이익은 큰 폭으로 감소했는데, 맥주에서는 맥아 가격 인상, 세율 인상(+3.57%)에 광고판촉비가 집중 투입되었고, 소주에서는 주정 가격 상승(4월부터 +9.8%)에 따른 부담이 있었기 때문이다. 한편, 높은 기저에도 불구하고 수출은 양호했으나, 전년 달러 강세로 해외 법인 단순 합산 매출 역시 10% 줄었다.

길어지는 맥주 전쟁 속 희망회로 돌려보기

주 52시간 정착, 회식 수요 감소에 따른 주류 소비 문화 변화와 코로나19를 지나며 주류 산업은 변화의 기로에 서 있다. 최근 업계 전반적으로 지난 4년간의 역성장을 만회하기 위해 신제품 출시와 마케팅 비용 투입이 이어지며, 단기적인 점유율과 이익의 변동이 클 수 있다.

중요한 것은 결국 맥주 턴어라운드다. 맥주 사업은 올해 적자 전환할 것이나, 내년부터는 다시 흑자 전환을 기대하는데, 사업의 특성상 고정비 비중이 높아 판매량 증가에 따른 영업 레버리지 효과가 크기 때문이다. 켈리의 초기 판매량은 2019년 테라 출시 당시보다 더 빠른 것으로 추정된다. 코로나19 이후 맥주 시장 내 유흥 채널 비중은 40%인데, 이 중 26%p는 병, 13%p는 생맥주이다. 켈리는 전체 맥주 시장의 26%에 달하고, 경쟁사가 강점을 가지고 있는 병 시장을 장악할 계획이다. 특히 상대적으로 점유율이 낮은 비수도권 지역 침투율을 높여 점유율 상승세를 가속화시키고자 한다. 경쟁에 대한 우려보다는 굳건해진 브랜드 파워를 바탕으로 점유율 회복에 대한 기대감이 더 크다. 2019년 맥주와 소주에서의 성공 스토리를 기억할 필요가 있다.

원가 부담 앞 장사 없다, 가격 인상 불가피

원가 부담 장기화로 실적 추정치를 하향 조정하고 목표주가를 25,000 원으로 11% 하향한다. 주요 원부재료 가격 인상에 세율까지 인상되며 GPM 악화가 심화되는 과정이다. 가격 인상이 절실한 시점이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	2,202.9	174.1	71.7	993	15,331	30.4	7.9	2.0	6.6	33.8
2022	2,497.6	190.6	87.0	1,205	16,285	21.2	7.1	1.6	7.7	56.9
2023F	2,496.1	104.6	39.6	540	16,102	38.3	7.5	1.3	3.4	44.5
2024F	2,621.1	165.4	83.8	1,161	16,271	17.8	5.9	1.3	7.3	42.2
2025F	2,775.3	188.8	101.9	1,413	16,726	14.6	5.8	1.2	8.7	53.0

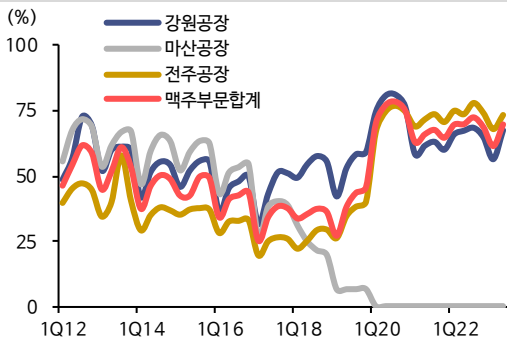
자료: 회사 자료, 신한투자증권

하이트진로 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	2Q23P			2023F			2024F		
	기준 추정치	잠정치	과리율(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	654	642	(1.9)	2,586	2,496	(3.5)	2,740	2,621	(4.3)
영업이익	20	12	(41.2)	136	105	(23.0)	196	165	(15.7)
순이익	6	-4	(163.8)	65	40	(39.2)	106	84	(20.7)
영업이익률	3.1	1.9		5.3	4.2		7.2	6.3	
순이익률	0.9	(0.6)		2.5	1.6		3.9	3.2	

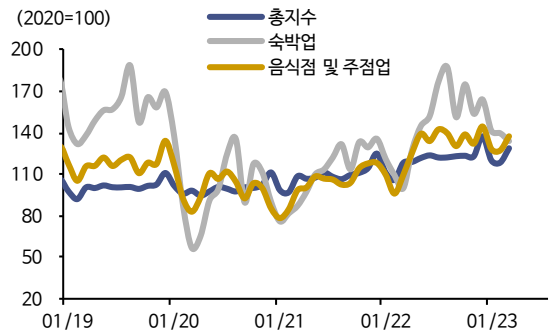
자료: 신한투자증권

하이트진로 맥주공장 가동률 추이



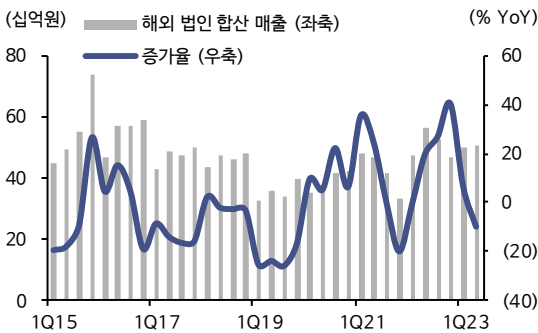
자료: 회사 자료, 신한투자증권

서비스업 생산지수



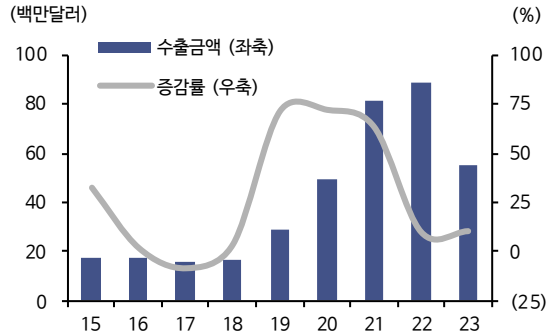
자료: 통계청, 신한투자증권

하이트진로 해외법인 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국 소주 수출 추이



자료: 관세청, 신한투자증권 / 주: 2023년은 1~7월 누계

하이트진로 맥주 가격 인상 민감도

맥주	Before	After
매출	100.0	107.7
매출원가	58.0	60.7
변동비 (60% 가정)	34.8	37.5
고정비 (40% 가정)	23.2	23.2
판관비	39.0	39.8
변동비 (25% 가정)	9.8	10.5
고정비 (75% 가정)	29.3	29.3
영업이익	3.0	7.3
맥주 영업이익 변화		34.2
2024 OP 비중 (%)		20.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

하이트진로 소주 가격 인상 민감도

소주	Before	After
매출	100.0	100.0
매출원가	56.0	56.0
변동비 (60% 가정)	39.2	39.2
고정비 (40% 가정)	16.8	16.8
판관비	32.0	32.5
변동비 (20% 가정)	6.4	6.9
고정비 (80% 가정)	25.6	25.6
영업이익	12.0	11.5
소주 영업이익 변화		52.6
2024 OP 비중 (%)		31.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

하이트진로 목표주가 산정내역

구분	적정가치 (십억원)	주당가치 (원)	비중 (%)	비고
영업가치 (A)	2,345.0	33,604	134.4	2024년 예상 EBITDA에 7배 적용 (글로벌 주류 업종 평균 30% 할인)
비영업가치 (B)	35.0	502	2.0	
시장성 있는 투자유가증권	1.0	15	0.1	2023년 8월 11일 시가 적용 후 30% 할인
시장성 없는 투자유가증권	5.4	78	0.3	2Q23말 장부가 적용 후 30% 할인
부동산 가치	28.6	409	1.6	장부가치를 50% 할인
순현금 (C)	(635.1)	(9,101)	(36.4)	2024년 말 연결기준 예상
합계 (D = A + B + C)	1,744.9	25,005	100.0	

자료: 신한투자증권

하이트진로 분기 및 연간 실적 전망											
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	584	648	657	609	603	642	649	602	2,498	2,496	2,621
맥주	183	206	226	175	184	215	238	189	790	825	892
소주	354	429	397	405	366	422	374	380	1,585	1,543	1,592
생수	30	35	41	34	37	41	42	35	141	155	159
기타 및 조정	17	(23)	(7)	(5)	16	(37)	(4)	(2)	(18)	(27)	(21)
전년대비 (%)											
매출액	9.1	14.6	17.9	11.7	3.4	(1.0)	(1.2)	(1.1)	13.4	(0.1)	5.0
맥주	5.2	2.5	8.2	13.2	0.4	4.3	5.1	8.0	7.0	4.4	8.0
소주	9.6	16.3	23.5	15.7	3.5	(1.6)	(5.8)	(6.0)	16.3	(2.7)	3.2
생수	29.6	21.1	30.4	22.5	25.2	16.5	2.0	2.0	25.8	10.6	2.0
매출원가	341	359	370	364	335	361	371	363	1,434	1,430	1,516
재료비	142	152	169	161	168	177	182	173	624	700	752
노무비	64	60	62	61	57	55	53	61	247	226	234
기타경비	135	146	139	143	111	130	136	128	563	505	530
매출총이익	243	289	287	244	268	280	278	239	1,063	1,066	1,105
판매비	185	227	230	231	230	269	242	221	873	961	940
노무비	67	67	62	79	60	58	64	62	274	244	259
관리비	27	30	31	30	32	40	36	36	119	144	145
광고판촉비	32	53	56	49	59	80	64	53	189	256	226
운송비	25	39	37	29	29	30	28	26	130	113	124
기타	34	38	45	44	50	60	49	44	161	203	185
전년대비 (%)											
노무비	19.3	22.6	6.3	31.4	(10.8)	(12.1)	3.6	(21.2)	19.9	(10.9)	6.1
관리비	4.9	7.9	12.2	11.4	17.2	33.8	18.2	17.3	9.2	21.7	0.7
판매비	(22.7)	(13.7)	21.5	29.1	85.0	51.6	14.5	9.1	1.6	35.4	(11.7)
운송비	18.3	68.0	60.3	20.6	14.2	(24.2)	(22.3)	(9.9)	42.1	(13.1)	10.1
기타	9.5	2.6	34.9	21.3	49.7	58.2	8.0	0.1	17.0	26.3	(9.0)
영업이익	58	62	57	13	39	12	37	17	191	105	165
전년대비 (%)	9.8	46.5	27.0	(61.2)	(33.4)	(80.9)	(35.9)	33.2	9.5	(45.1)	58.1
영업이익률 (%)	10.0	9.6	8.7	2.1	6.4	1.9	5.6	2.9	7.6	4.2	6.3
세전이익	52	55	47	(32)	32	-3	24	5	121	59	118
법인세	14	16	14	(10)	10	1	7	2	35	19	34
유효법인세율 (%)	28.1	28.6	29.5	29.5	31.0	(34.2)	29.0	29.0	28.5	33.0	29.0
당기순이익	37	40	33	(23)	22	-4	17	4	87	40	84

자료: 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	3,631.1	3,333.4	3,407.5	3,519.0	3,660.7
유동자산	1,304.3	1,054.9	1,126.3	1,249.2	1,375.4
현금및현금성자산	469.8	281.7	339.6	419.7	496.1
매출채권	345.3	393.1	406.3	434.3	466.1
재고자산	187.5	226.0	227.9	238.5	252.3
비유동자산	2,326.7	2,278.5	2,281.2	2,269.8	2,285.3
유형자산	1,953.5	1,924.9	1,897.0	1,863.5	1,841.2
무형자산	152.1	144.1	132.8	120.2	106.1
투자자산	50.5	52.3	29.2	30.7	32.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,537.9	2,172.4	2,259.5	2,358.8	2,468.2
유동부채	1,836.8	1,538.5	1,600.2	1,673.0	1,754.6
단기차입금	370.2	374.7	397.1	421.0	446.2
매입채무	143.6	161.5	160.5	170.4	179.4
유동성장기부채	179.1	123.9	131.3	139.2	147.6
비유동부채	701.1	633.9	659.3	685.8	713.6
사채	381.1	345.2	363.3	381.5	400.5
장기차입금(장기금융부채 포함)	119.0	158.7	166.7	175.0	183.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,093.2	1,161.0	1,148.0	1,160.1	1,192.5
자본금	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
자본잉여금	509.3	509.3	509.3	509.3	509.3
기타자본	(94.2)	(94.2)	(94.2)	(94.2)	(94.2)
기타포괄이익누계액	6.2	0.0	3.1	1.6	2.3
이익잉여금	302.5	376.7	360.5	374.2	405.8
자비배주자본	1,092.7	1,160.6	1,147.5	1,159.6	1,192.0
비배주자본	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
*총차입금	1,064.8	1,018.5	1,075.4	1,134.6	1,197.1
*순차입금(순현금)	370.0	660.6	510.9	490.0	632.2

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	622.3	(74.0)	301.4	330.9	344.7
당기순이익	71.8	86.8	39.5	83.8	101.8
유형자산상각비	134.6	145.0	147.1	155.1	158.1
무형자산상각비	10.5	10.7	13.5	14.5	15.9
외환환산손실(이익)	2.3	(1.4)	(1.7)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	25.5	17.8	16.5	19.9	18.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	341.9	(454.8)	19.5	2.9	(3.4)
(법인세납부)	(57.9)	(32.8)	(19.4)	(34.2)	(41.6)
기타	90.4	154.7	86.4	88.9	95.8
투자활동으로인한현금흐름	(316.5)	6.0	(197.4)	(201.6)	(218.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(134.3)	(158.8)	(161.6)	(166.5)	(177.8)
유형자산의감소	16.0	11.1	14.6	13.9	13.2
무형자산의감소(증가)	(2.0)	(0.2)	11.3	12.6	14.0
투자자산의감소(증가)	(8.3)	(1.6)	(61.7)	(61.7)	(68.4)
기타	(187.9)	155.5	(0.0)	0.1	0.1
FCF	498.3	(201.7)	235.9	118.0	127.2
재무활동으로인한현금흐름	(101.3)	(116.5)	(46.2)	(49.1)	(49.3)
차입금의 증가(감소)	(30.3)	(40.5)	49.8	52.6	55.6
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(52.2)	(55.7)	(70.1)	(70.1)	(70.1)
기타	(18.8)	(20.3)	(25.9)	(31.6)	(34.8)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.9	(3.6)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	205.3	(188.1)	57.9	80.1	76.4
기초현금	264.5	469.8	281.7	339.6	419.7
기말현금	469.8	281.7	339.6	419.7	496.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

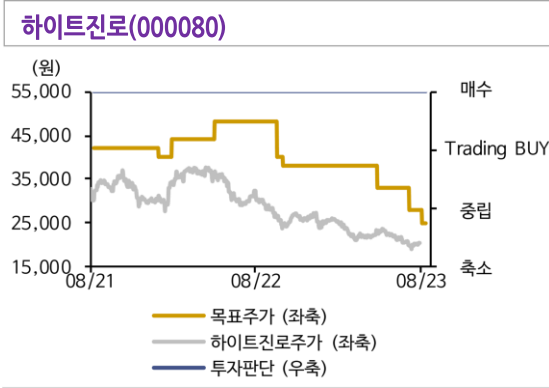
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,202.9	2,497.6	2,496.1	2,621.1	2,775.3
증감률 (%)	(2.4)	13.4	(0.1)	5.0	5.9
매출원가	1,276.5	1,434.3	1,430.4	1,515.7	1,595.6
매출총이익	926.4	1,063.2	1,065.7	1,105.4	1,179.7
매출총이익률 (%)	42.1	42.6	42.7	42.2	42.5
판매관리비	752.3	872.7	961.1	940.0	990.9
영업이익	174.1	190.6	104.6	165.4	188.8
증감률 (%)	(12.3)	9.5	(45.1)	58.1	14.2
영업이익률 (%)	7.9	7.6	4.2	6.3	6.8
영업외손익	(70.9)	(69.2)	(45.6)	(47.4)	(45.5)
금융손익	(31.5)	(28.1)	(33.8)	(35.4)	(33.5)
기타영업외손익	(37.0)	(41.1)	(11.8)	(12.0)	(12.0)
종속 및 관계기업관련손익	(2.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	103.2	121.4	59.0	118.0	143.3
법인세비용	31.5	34.6	19.4	34.2	41.6
계속사업이익	71.8	86.8	39.5	83.8	101.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	71.8	86.8	39.5	83.8	101.8
증감률 (%)	(17.2)	21.0	(54.5)	111.9	21.5
순이익률 (%)	3.3	3.5	1.6	3.2	3.7
(지배주주)당기순이익	71.7	87.0	39.6	83.8	101.9
(비지배주주)당기순이익	0.0	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
총포괄이익	71.1	123.6	42.4	83.8	101.8
(지배주주)총포괄이익	71.0	123.7	42.4	83.8	101.8
(비지배주주)총포괄이익	0.1	(0.1)	0.0	0.0	0.0
EBITDA	319.2	346.3	265.1	335.0	362.8
증감률 (%)	(10.9)	8.5	(23.4)	26.4	8.3
EBITDA 이익률 (%)	14.5	13.9	10.6	12.8	13.1

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	994	1,202	539	1,159	1,412
EPS (지배순이익, 원)	993	1,205	540	1,161	1,413
BPS (자본총계, 원)	15,339	16,291	16,109	16,278	16,732
BPS (자비배분, 원)	15,331	16,285	16,102	16,271	16,726
DPS (원)	800	950	1,000	1,000	1,000
PER (당기순이익, 배)	30.3	21.3	38.4	17.9	14.7
PER (지배순이익, 배)	30.4	21.2	38.3	17.8	14.6
PBR (자본총계, 배)	2.0	1.6	1.3	1.3	1.2
PBR (지배지분, 배)	2.0	1.6	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA (배)	7.9	7.1	7.5	5.9	5.8
배당성향 (%)	77.9	76.3	167.5	79.1	65.1
배당수익률 (%)	2.7	3.7	4.8	4.8	4.8
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	14.5	13.9	10.6	12.8	13.1
영업이익률 (%)	7.9	7.6	4.2	6.3	6.8
순이익률 (%)	3.3	3.5	1.6	3.2	3.7
ROA (%)	2.1	2.5	1.2	2.4	2.8
ROE (지배순이익, %)	6.6	7.7	3.4	7.3	8.7
ROIC (%)	7.0	8.6	4.5	7.7	9.0
안정성					
부채비율 (%)	232.2	187.1	196.8	203.3	207.0
순차입금비율 (%)	33.8	56.9	44.5	42.2	53.0
현금비율 (%)	25.6	18.3	21.2	25.1	28.3
이자보상배율 (배)	4.7	4.9	2.4	4.0	4.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(4.6)	(5.1)	(6.1)	(5.3)	(5.7)
재고자산회수기간 (일)	31.1	30.2	33.2	32.5	32.3
매출채권회수기간 (일)	57.0	54.0	58.5	58.5	59.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 05월 31일		커버리지제외	-	-
2021년 08월 24일	매수	42,000	(21.7)	(11.4)
2022년 01월 13일	매수	40,000	(22.2)	(14.0)
2022년 02월 11일	매수	44,000	(16.9)	(14.0)
2022년 05월 16일	매수	48,000	(34.9)	(23.0)
2022년 09월 30일	매수	40,000	(35.6)	(32.9)
2022년 10월 13일	매수	38,000	(34.2)	(27.5)
2023년 04월 14일		6개월경과	(41.6)	(40.8)
2023년 05월 08일	매수	33,000	(32.3)	(27.6)
2023년 07월 17일	매수	28,000	(27.6)	(25.4)
2023년 08월 14일	매수	25,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 조상훈, 최윤아)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 08월 11일 기준)

매수 (매수)	93.88%	Trading BUY (중립)	3.67%	중립 (중립)	2.45%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------