



음식료

비중확대 (유지)

소맥 12,000원 시대, 무엇을 살 것인가?

 **신한투자증권**
기업분석부

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

 신한 리서치
투자정보

**소비 변화와 맞물린
주류 산업 부진**

길어지는 주류 전쟁

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

**원부자재 부담 속
제품 가격 불가피**

원가 부담 앞 장사 없다, 가격 인상 가시화

지난해부터 주류 산업에서도 원가 부담이 심화되고 있다. 맥주와 소주 공히 원재료(맥아, 주정) 가격이 큰 폭으로 올랐고, 부재료(Can, PET, 병뚜껑 등)의 가격도 상승했다. 또한 맥주는 2021년 종량제로 변동 이후 물가연동제가 시작되며 세율도 인상(2022년 4월 +2.69%, 2023년 4월 +3.57%)됐다. 소주는 주요 원재료인 주정의 가격이 2년 연속(2022년 1월 +2.69%, 2023년 2월 +9.8%) 올랐다.

이에 국내 맥주 1위 업체인 OB맥주는 10월 11일부터 카스, 한맥 등 주요 제품 출고가를 평균 6.9% 인상했다. 이는 2022년 3월 가격 인상 이후 약 1년 7개월 만이다. 하이트진로와 롯데칠성은 아직 제품 가격 인상 계획은 없다고 밝혔으나, 1) 원가 및 세율 인상 요인이 동일하고, 2) 과거에도 OB맥주의 맥주 가격 인상 이후 통상적으로 1개월 안에 가격을 인상한 전례가 있었다는 점을 고려하면, 늦어도 연내에는 가격 인상에 동참할 것으로 판단한다.

한편, 소주는 2022년 2월을 끝으로 가격 인상이 제한적이다. 과거에도 주정 가격의 인상 직후에는 소주 가격 인상이 동반되었다는 점을 고려하면, 소주 가격 인상도 시간 문제라는 판단이다.

가격 인상 효과는 하이트진로, 롯데칠성은 신제품+해외 비중 상승

**P 인상 최대 수혜주:
하이트진로
여전히 부는 제로 열풍:
롯데칠성**

가격 인상에 따른 수혜는 하이트진로가 크게 누릴 것으로 전망한다. 원가 부담과 신제품 출시에 따른 비용 투입으로 이익 레벨이 낮아져 있는 상황이기 때문이다.

OB맥주와 동일한 인상률(+6.9%)만큼 맥주 가격 인상이 단행된다면 하이트진로의 2024년 영업이익은 기존 추정치 대비 18% 증가할 것이다. 만약 비슷한 인상률이 소주에서도 적용된다면 전사 영업이익은 기존 추정치 대비 29% 증가한다. 즉, 맥주와 소주 가격 인상이 동시에 일어난다면 전사 영업이익은 과거에 기록했던 2,000억 수준을 돌파할 것이다.

롯데칠성은 제로 탄산을 필두로 음료 실적이 꾸준한 가운데, 새로운 점유율 상승세가 눈부시다. 7월 이후 월매출 110억 수준을 꾸준히 기록하고 있고, 연말에는 월 150억 매출을 기대한다. 입점을 상승에 따라 올해 매출 1,300억원이 기대되며, 처음처럼과의 카니발을 고려해도 소주 시장 내 점유율 23%는 충분히 달성 가능하다. 이외에도 4Q23부터 필리핀 펩시의 연결 편입 효과에 따른 실적 개선 및 해외 매출 비중 상승에 따른 밸류에이션 재평가도 모멘텀으로 작용할 것이다.

롯데칠성 (투자의견: 매수/목표주가: 180,000원(유지))

3Q23F 영업이익 827억원(+10.3% YoY), 컨센서스 부합 전망

3Q23F 매출과 영업이익은 8,236억원(+5% YoY), 827억원(+10.3% YoY)을 기록하며, 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 음료는 주요 카테고리 가격 인상과 고수익성 탄산 판매 호조, 저수익 SKU 정리에 따라 매출이 5% 증가할 것이다. 주류는 새로 판매량 증가에 힘입어 매출이 5% 늘어날 것이다. 새로운 월별로 110억원을 판매해 M/S 9%에 육박한 것으로 추정된다. 비우호적인 기상환경과 전반적인 원가 부담 속에서도, 매출 증가를 통해 고정비를 상쇄하며 증익을 달성했다.

투자의견 ‘매수’, 목표주가 180,000원을 유지한다. 양호한 음료 실적에 물음표였던 주류 사업도 시장의 기대감이 높아지고 있다. 맥주 가동률 상상을 위한 다양한 전략(OEM 강화, 하이브리드 생산, 클라우드 리뉴얼 등)은 긍정적이다. 새로운 입점율 상승에 따라 올해 매출 1,300억원이 기대되며, 처음처럼과의 카니발을 고려해도 소주 시장 내 점유율 23%는 충분히 달성 가능하다.

이외에 4Q부터 연결 실적으로 편입되는 필리핀 펩시도 긍정적이다. 빠른 매출 성장(연평균 +10%)과는 다르게 부진했던 영업이익은 롯데칠성의 ZBB 노하우를 통해 개선될 수 있다. 회사 측 가이드스(영업이익률 2024 6%, 2025 8.5%)를 고려하면, 당사 2024, 2025 영업이익 추정치는 각각 24%, 34% 상향될 수 있다. 필리핀 펩시의 연결 편입은 세 가지 의미가 있다. 1) 해외 매출 비중이 유의미하게 늘어난다. 2022 12%에 불과한 해외 익스포저는 2023, 2024 각각 15%, 38%로 상승한다. 2) 단순 판매 법인으로서의 역할뿐만 아니라 음료와 소주의 동남아 진출을 위한 생산기지로서의 역할이 기대된다. 현지 생산 구조가 갖춰지면 물류비가 절감되고 생산 효율이 증대되는 선순환 구조가 안착될 것이다. 3) 해외 매출 비중의 상승으로 내수 기업의 한계를 극복하고, 밸류에이션도 재평가될 수 있다.

롯데칠성 목표주가 산정내역

구분	적정가치 (십억원)	주당가치 (원)	비중 (%)	비고
영업가치 (A)	1,721.6	179,114	99.1	2024년 예상 EBITDA에 4배 적용 (LG생활건강, 하이트진로 평균 30% 할인)
비영업가치 (B)	1,366.2	142,136	78.7	
시장성 있는 투자유가증권	10.7	1,113	0.6	2023년 10월 11일 시가 적용 후 30% 할인
시장성 없는 투자유가증권	3.2	337	0.2	2Q23말 장부가 적용 후 30% 할인
서초동 부지	1,352.3	140,686	77.9	기부채납, 세금 및 개발 소요 시간 등을 고려하여 50% 할인
순현금 (C)	(1,351.1)	(140,560)	(77.8)	2024년 말 연결기준 예상
합계 (D = A + B + C)	1,736.8	180,690	100.0	

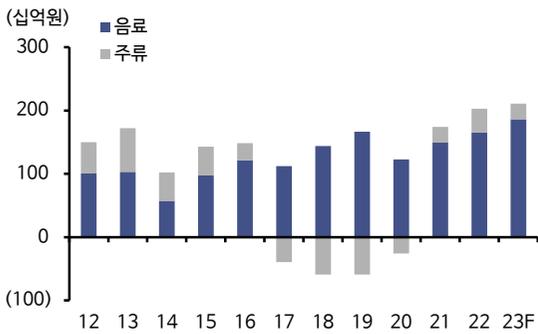
자료: 신한투자증권

롯데칠성 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	3Q23F			2023F			2024F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	805	824	2.3	2,974	2,988	0.5	3,105	3,120	0.5
영업이익	84	83	(1.7)	236	229	(3.2)	274	272	(0.4)
순이익	50	49	(2.0)	124	118	(4.2)	152	152	(0.5)
영업이익률	10.5	10.0		7.9	7.7		8.8	8.7	
순이익률	6.2	5.9		4.2	4.0		4.9	4.9	

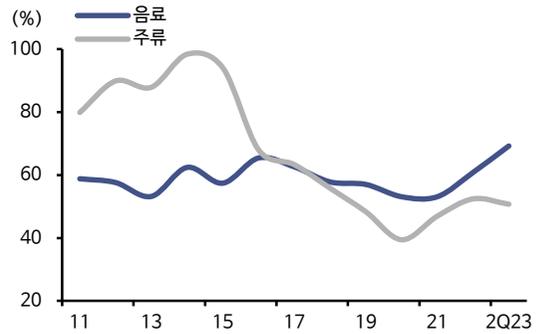
자료: 신한투자증권

부문별 영업이익 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

부문별 가동률 추이



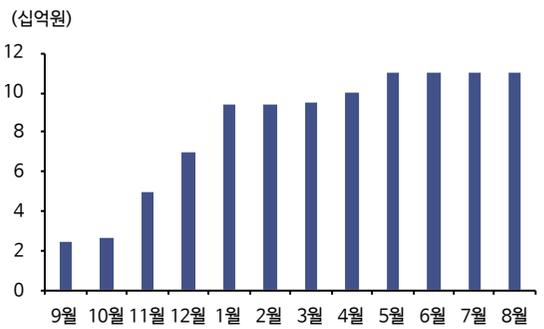
자료: 회사 자료, 신한투자증권

롯데칠성 주류 신제품 출시

일시	제품
2021년 5월	순하리 레몬진
2021년 10월	처음처럼 빠삐코
2022년 02월	클라우드 칠성사이다 맥주
2022년 04월	처음처럼 꿀주
2022년 05월	별빛 청하 스파클링
2022년 06월	클라우드 라이트
2022년 09월	새로
4Q23 중	클라우드 리뉴얼

자료: 회사 자료, 신한투자증권

롯데칠성 새로 판매량 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

롯데칠성 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출	626	762	784	669	680	796	824	688	2,842	2,988	3,120
모회사	584	707	730	621	631	736	767	638	2,642	2,771	2,893
음료부문	390	519	537	422	423	538	564	433	1,868	1,957	2,041
주류부문	194	188	193	199	208	198	203	205	775	814	852
전년대비 (%)	16.2	13.9	12.2	11.6	8.5	4.5	5.0	2.9	13.4	5.1	4.4
모회사	15.0	13.6	11.3	11.1	8.0	4.1	5.0	2.7	12.7	4.9	4.4
음료부문	12.2	13.1	11.3	9.8	8.5	3.7	4.9	2.6	11.6	4.8	4.3
주류부문	21.1	15.0	11.4	13.7	7.0	5.1	5.3	3.1	15.2	5.1	4.6
매출총이익	261	312	317	258	279	321	334	264	1,148	1,198	1,253
매출이익률 (%)	41.6	40.9	40.5	38.6	41.0	40.3	40.5	38.4	40.4	40.1	40.2
판매비	201	248	242	234	219	262	251	237	925	970	981
판매비율 (%)	32.1	32.6	30.9	34.9	32.3	32.9	30.5	34.4	32.6	32.4	31.4
영업이익	60	64	75	24	59	59	83	27	223	229	272
음료부문	33	45	64	24	39	48	69	31	166	186	214
주류부문	22	10	7	(1)	18	2	10	(5)	37	25	41
영업이익률 (%)	9.5	8.4	9.6	3.6	8.7	7.4	10.0	4.0	7.8	7.7	8.7
음료부문	8.4	8.7	11.9	5.7	9.2	8.9	12.2	7.2	8.9	9.5	10.5
주류부문	11.1	5.1	3.5	(0.5)	8.4	1.2	4.8	(2.3)	4.8	3.1	4.8
세전이익	50	54	63	3	41	44	70	9	169	164	216
세전이익률 (%)	8.0	7.0	8.1	0.4	6.0	5.5	8.5	1.3	6.0	5.5	6.9
순이익	37	41	47	6	30	33	49	6	131	118	152
순이익률 (%)	5.9	5.4	6.0	0.9	4.5	4.1	5.9	0.9	4.6	4.0	4.9

자료: 신한투자증권

하이트진로 (투자의견: 매수/목표주가: 25,000원(유지))

3Q23F 영업이익 333억원(-41.5% YoY), 컨센서스 하회 전망

3Q23F 매출과 영업이익은 6,712억원(+2.1% YoY), 333억원(-41.5% YoY)을 기록하며, 컨센서스를 6% 하회할 것으로 예상된다. 2Q와 마찬가지로 맥주와 소주의 성장률이 차별화를 보일 것으로 전망하는데, 맥주는 신제품 켈리 효과로 판매량이 8% 성장(맥주 내 비중 23%)하겠으나, 소주는 전년 높은 기저로 판매량이 2% 감소할 것으로 추정한다. 견조한 매출과는 다르게 영업이익은 다소 아쉬울 것이다. 맥주에서는 맥아 가격 인상, 세율 인상(+3.57%)에 광고판촉비가 집중 투입되었고, 소주에서는 주정 가격 상승(+9.8%)에 따른 부담이 이어지기 때문이다.

투자의견 ‘매수’, 목표주가 25,000원을 유지한다. 지난 3년동안 흑자 전환에 성공한 맥주 사업은 올해 신제품 출시에 따른 비용 투입으로 재차 적자 전환할 가능성이 높다. 하지만 내년부터는 다시 흑자 전환을 기대하는데, 맥주 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 유통 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. 경쟁과 비용 투입에 대한 우려보다는 굳건해진 브랜드 파워를 바탕으로 점유율 회복에 대한 기대감이 더 크다. 2019년 맥주와 소주에서의 성공 스토리를 기억할 필요가 있다.

하이트진로 목표주가 산정내역

구분	적정가치 (십억원)	주당가치 (원)	비중 (%)	비고
영업가치 (A)	2,372.2	33,995	134.5	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 10월 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)	(643.1)	(9,216)	(36.5)	2024년 말 연결기준 예상
합계 (D = A + B + C)	1,764.2	25,281	100.0	

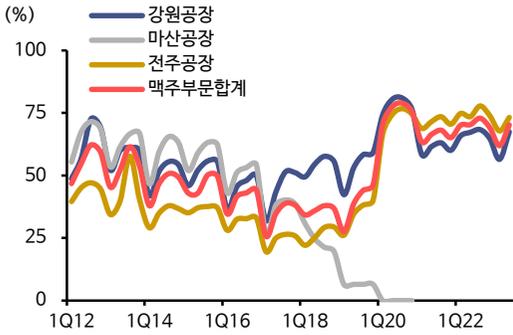
자료: 신한투자증권

하이트진로 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	3Q23F			2023F			2024F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	649	671	3.4	2,496	2,518	0.9	2,621	2,644	0.9
영업이익	37	33	(8.8)	105	101	(3.1)	165	169	2.2
순이익	17	15	(13.1)	40	37	(5.7)	84	86	3.1
영업이익률	5.6	5.0		4.2	4.0		6.3	6.4	
순이익률	2.7	2.2		1.6	1.5		3.2	3.3	

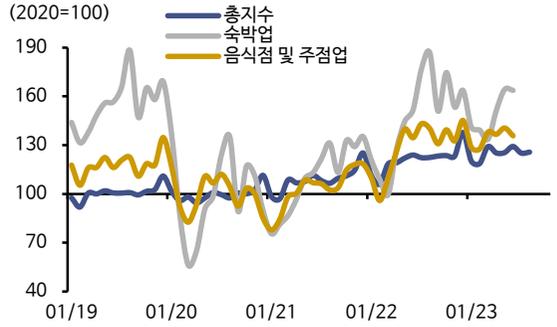
자료: 신한투자증권

하이트진로 맥주공장 가동률 추이



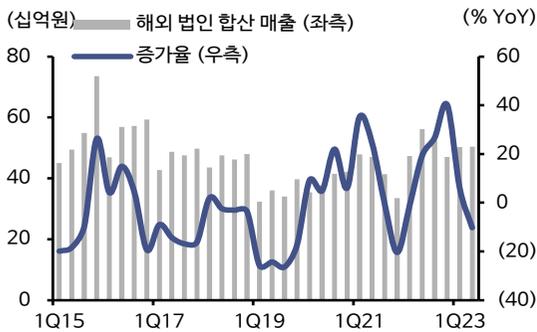
자료: 회사 자료, 신한투자증권

서비스업 생산지수



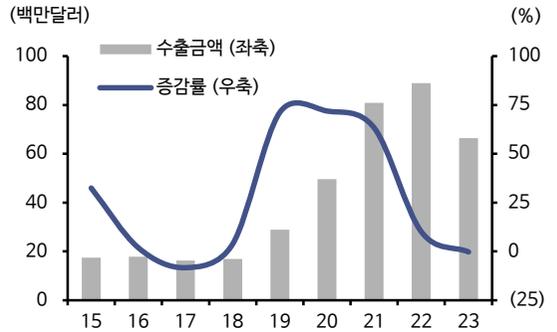
자료: 통계청, 신한투자증권

하이트진로 해외법인 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국 소주 수출 추이



자료: 관세청, 신한투자증권 / 주: 2023년은 1~9월 누계

하이트진로 맥주 가격 인상 민감도

맥주	Before	After
매출	100.0	106.9
매출원가	58.0	60.4
변동비 (60% 가정)	34.8	37.2
고정비 (40% 가정)	23.2	23.2
판관비	39.0	39.7
변동비 (25% 가정)	9.8	10.4
고정비 (75% 가정)	29.3	29.3
영업이익	3.0	6.8
맥주 영업이익 변화		31.1
2024 OP 비중 (%)		18.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: OB맥주와 동일한 인상을 가정

하이트진로 소주 가격 인상 민감도

소주	Before	After
매출	100.0	107.9
매출원가	56.0	59.1
변동비 (60% 가정)	39.2	42.3
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	16.3
소주 영업이익 변화		50.2
2024 OP 비중 (%)		29.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 22년 2월 7.9% 인상 가정

하이트진로 분기 및 연간 실적 전망											
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	584	648	657	609	603	642	671	602	2,498	2,518	2,644
맥주	183	206	226	175	184	215	244	189	790	832	899
소주	354	429	397	405	366	422	389	380	1,585	1,558	1,608
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)	2.1	(1.1)	13.4	0.8	5.0
맥주	5.2	2.5	8.2	13.2	0.4	4.3	8.1	8.0	7.0	5.3	8.0
소주	9.6	16.3	23.5	15.7	3.5	(1.6)	(2.0)	(6.0)	16.3	(1.7)	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	385	363	1,434	1,444	1,523
재료비	142	152	169	161	168	177	192	173	624	710	751
노무비	64	60	62	61	57	55	56	61	247	229	240
기타경비	135	146	139	143	111	130	137	128	563	505	531
매출총이익	243	289	287	244	268	280	286	239	1,063	1,074	1,122
판매비	185	227	230	231	230	269	253	221	873	973	953
노무비	67	67	62	79	60	58	66	62	274	246	261
관리비	27	30	31	30	32	40	38	36	119	146	153
광고판촉비	32	53	56	49	59	80	69	53	189	262	230
운송비	25	39	37	29	29	30	29	26	130	114	125
기타	34	38	45	44	50	60	51	44	161	205	184
전년대비 (%)											
노무비	19.3	22.6	6.3	31.4	(10.8)	(12.1)	7.1	(21.2)	19.9	(10.1)	6.1
관리비	4.9	7.9	12.2	11.4	17.2	33.8	22.2	17.3	9.2	22.7	5.0
판매비	(22.7)	(13.7)	21.5	29.1	85.0	51.6	24.4	9.1	1.6	38.3	(12.3)
운송비	18.3	68.0	60.3	20.6	14.2	(24.2)	(19.7)	(9.9)	42.1	(12.3)	10.1
기타	9.5	2.6	34.9	21.3	49.7	58.2	11.7	0.1	17.0	27.4	(10.4)
영업이익	58	62	57	13	39	12	33	17	191	101	169
전년대비 (%)	9.8	46.5	27.0	(61.2)	(33.4)	(80.9)	(41.5)	33.2	9.5	(46.8)	66.8
영업이익률 (%)	10.0	9.6	8.7	2.1	6.4	1.9	5.0	2.9	7.6	4.0	6.4
세전이익	52	55	47	(32)	32	(3)	21	5	121	56	122
법인세	14	16	14	(10)	10	1	6	2	35	19	35
유효법인세율 (%)	28.1	28.6	29.5	29.5	31.0	(34.2)	29.0	29.0	28.5	33.2	29.0
당기순이익	37	40	33	(23)	22	(4)	15	4	87	37	86

자료: 신한투자증권

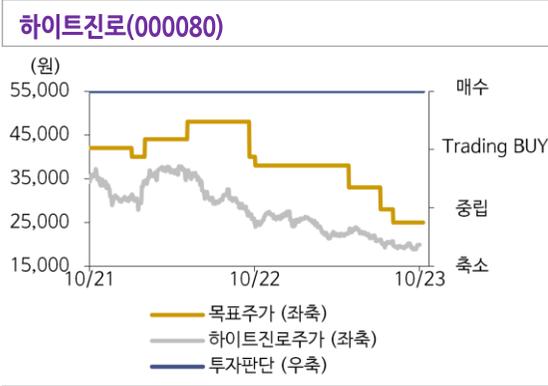
투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 08월 24일	매수	170,000	(12.6)	(4.7)
2021년 11월 11일	매수	180,000	(24.3)	(11.1)
2022년 02월 08일	매수	210,000	(18.3)	(4.8)
2022년 05월 03일	매수	240,000	(30.4)	(18.1)
2022년 11월 04일		6개월경과	(33.0)	(23.1)
2023년 05월 05일		6개월경과	(43.1)	(36.5)
2023년 07월 17일	매수	200,000	(38.5)	(36.8)
2023년 08월 03일	매수	180,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
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



산업 용어 해설은 QR코드를 통해 확인하실 수 있습니다.



- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 조상훈)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 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 시장에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 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	섹터
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높은 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 11일 기준)

매수 (매수)	93.52%	Trading BUY (중립)	4.45%	중립 (중립)	2.02%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------