

하이트진로

000080

비용 제거 후 드러날 탄탄한 실적

장지혜 음식료·미디어
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

2022.12.09

BUY (유지)

목표주가(하향)	35,000원
현재주가(12/08)	26,000원
상승여력	34.6%

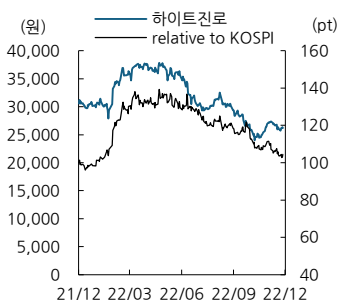
Stock Data

KOSPI	2,371.1pt
시가총액(보통주)	1,823십억원
발행주식수	70,134천주
액면가	5,000원
자본금	369십억원
60일 평균거래량	176천주
60일 평균거래대금	4,660백만원
외국인 지분율	13.3%
52주 최고가	38,650원
52주 최저가	23,850원
주요주주	
하이트진로홀딩스(외 9인)	53.8%
국민연금공단(외 1인)	6.7%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-4.2	-3.1
3M	-8.3	-7.7
6M	-26.6	-16.8

주가차트



2023년 전망: 일회성 비용 제거에 따른 수익성장

하이트진로의 23년 연결기준 매출액은 2조 6,172억원(+5% YoY), 영업이익 2,307억 원(+21% YoY, OPM 8.8%)으로 전망한다. 23년 실적은 온전한 유통시장 회복과 가격인상 효과 온기 반영으로 외형성장을 지속할 전망이다. 점유율 측면에서는 맥주와 소주 모두 경쟁심화에 따른 정체기를 유지할 것으로 추정한다. 이익 측면에서는 매출 대비 높은 성장이 기대되는데 올해 실적 부담요인이었던 인건비와 물류 파업 이슈 관련 비용이 사라지면서 외형 성장에 따른 레버리지 효과가 드러날 것이기 때문이다.

주류 점유율 경쟁 심화는 우려요인

주류 시장의 점유율 경쟁이 심화되고 있다. 리오프닝과 함께 맥주는 수제맥주와 수입 맥주 시장이 감소한 반면 레귤러 맥주 간의 경쟁이 심화됐다. 카스는 브랜드 리뉴얼 후 판촉을 강화하고 있고 클라우드는 가격 인상 시기를 최대한 늦추면서 하이트진로는 테라 판매의 호조에도 불구하고 점유율은 30%중후반에 머물러 있다. 소주는 지방 점유율을 확대하고 있는 대신 최근 경쟁사의 신규 브랜드 출시와 수도권 점유율 회복에 따라 68%의 점유율에서 추가 확대가 쉽지 않아 보인다.

투자의견 Buy, 목표주가 3.5만원으로 하향

하이트진로에 대해 투자의견은 유지, 목표주가를 기존 4.2만원에서 3.5만원으로 -29% 하향한다. 목표주가 하향은 목표배수를 기존 9배에서 7.5배로 하향한데 기인한다. 목표배수는 글로벌 주류업체 EV/EBITDA 평균인 12배 대비 40% 할인해 적용했다. 하이트진로는 23년 일회성 요인들이 제거되면서 올해 기대했던 리오프닝과 가격인상에 따른 수익성 개선이 드러날 전망이다. 12M Fwd PER은 13.5배 수준으로 역사적 저점에 있고 재무구조도 개선되고 있어 주목할 만하다. K-Food와 함께 소주의 해외 실적 비중도 확대되고 있어 긍정적이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	2,256	2,203	2,488	2,617	2,780
영업이익	198	174	190	231	258
영업이익률(%)	8.8	7.9	7.6	8.8	9.3
세전이익	124	103	157	191	218
지배주주지분순이익	87	72	112	135	155
EPS(원)	1,223	1,009	1,614	1,959	2,241
증감률(%)	흑전	-17.5	60.0	21.4	14.4
ROE(%)	8.2	6.6	10.0	11.4	12.1
PER (배)	26.0	29.9	16.1	13.3	11.6
PBR (배)	2.1	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (배)	8.5	7.9	7.0	6.0	5.4

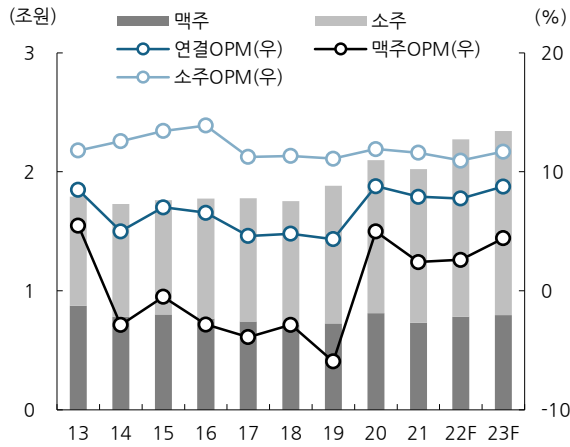
자료: 하이트진로, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표34 하이트진로 실적 테이블

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022F	2023F
매출액	583.7	647.8	657.4	599.1	618.7	672.1	694.7	631.7	2,256.3	2,202.9	2,488.0	2,617.2
YoY	9.1%	14.6%	17.9%	9.9%	6.0%	3.8%	5.7%	5.5%	10.9%	-2.4%	12.9%	5.2%
1. 맥주(연결)	183.2	203.4	224.6	171.1	191.1	205.4	228.5	172.1	812.0	730.2	782.2	797.0
YoY	5.2%	5.1%	9.9%	8.1%	4.3%	1.0%	1.7%	0.6%	11.7%	-10.1%	7.1%	1.9%
1) 맥주(별도)	162.2	177.0	200.9	154.4	169.4	180.3	204.8	157.6	728.6	632.6	694.5	712.2
YoY	6.4%	6.3%	14.1%	12.3%	4.5%	1.9%	1.9%	2.1%	1.0%	-13.2%	9.8%	2.5%
(시장점유율)									40.0%	38.0%	37.0%	37.0%
2) 해외법인/조정	20.9	26.4	23.7	16.7	21.7	25.1	23.6	14.5	83.4	97.6	87.7	84.9
2. 소주(연결)	354.1	390.9	372.9	364.9	368.8	399.0	390.2	380.3	1,287.1	1,292.3	1,482.9	1,538.3
YoY	9.6%	19.6%	22.0%	8.5%	4.2%	2.1%	4.6%	4.2%	11.3%	0.4%	14.7%	3.7%
1) 소주(별도)	333.1	353.5	344.6	349.6	345.0	366.0	357.7	362.1	1,211.6	1,208.0	1,380.7	1,430.8
YoY	10.9%	15.1%	20.6%	11.1%	3.6%	3.6%	3.8%	3.6%	12.1%	-0.3%	14.3%	3.6%
(시장점유율)									66.0%	67.0%	68.0%	67.0%
2) 해외법인/조정	21.0	37.5	28.4	15.3	23.8	33.0	32.5	18.2	75.5	84.3	102.1	107.5
3. 생수	29.8	34.9	40.7	36.7	39.0	45.7	53.4	48.2	104.7	111.0	142.1	186.2
YoY	29.9%	20.4%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	8.5%	6.0%	28.0%	31.1%
4. 기타	16.7	18.6	19.2	26.3	19.7	22.0	22.7	31.2	52.6	69.5	80.8	95.6
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	31.4	31.4	34.2	28.6	30.9	30.6	32.9	27.2	36.0	33.1	31.4	30.5
2. 소주	60.7	60.3	56.7	60.9	59.6	59.4	56.2	60.2	57.0	58.7	59.6	58.8
3. 생수	5.1	5.4	6.2	6.1	6.3	6.8	7.7	7.6	4.6	5.0	5.7	7.1
4. 기타	2.9	2.9	2.9	4.4	3.2	3.3	3.3	4.9	2.3	3.2	3.2	3.7
영업이익	58.1	62.4	57.0	12.7	61.2	64.2	66.8	38.5	198.5	174.1	190.2	230.7
YoY	9.8%	46.5%	27.0%	-62.4%	5.3%	2.9%	17.3%	203.4%	124.9%	-12.3%	9.2%	21.3%
영업이익률	10.0%	9.6%	8.7%	2.1%	9.9%	9.6%	9.6%	6.1%	8.8%	7.9%	7.6%	8.8%
1. 맥주(연결)	7.9	13.5	11.3	-12.2	8.1	16.1	11.9	-1.1	40.5	17.7	20.4	35.0
YoY	-4.0%	127.0%	18.4%	적지	3.0%	19.2%	5.1%	적지	흑전	-56.4%	15.5%	71.2%
영업이익률	4.3%	6.6%	5.0%	-7.2%	4.2%	7.8%	5.2%	-0.6%	5.0%	2.4%	2.6%	4.4%
2. 소주(연결)	49.5	45.1	43.5	21.6	51.7	45.2	51.0	33.7	153.3	150.0	159.8	181.7
YoY	10.6%	17.4%	41.1%	-39.9%	4.4%	0.2%	17.4%	56.0%	19.4%	-2.1%	6.5%	13.7%
영업이익률	14.0%	11.5%	11.7%	5.9%	14.0%	11.3%	13.1%	8.9%	11.9%	11.6%	10.8%	11.8%
3. 생수	2.6	4.3	2.6	1.1	2.9	3.4	4.0	3.6	6.0	5.7	10.5	14.0
YoY	115.9%	흑전	-32.7%	16.0%	14.6%	-20.8%	56.2%	227.6%	141.3%	-4.9%	85.4%	32.4%
영업이익률	8.6%	12.4%	6.3%	3.0%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	5.7%	5.1%	7.4%	7.5%
4. 기타/조정	-1.9	-0.5	-0.4	2.2	-1.6	-0.5	-0.1	2.2	-1.3	0.7	-0.6	0.0
이익 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	13.5	21.6	19.9	-96.6	13.3	25.0	17.8	-2.9	20.4	10.2	10.7	15.2
2. 소주	85.3	72.3	76.3	170.5	84.6	70.4	76.4	87.7	77.2	86.2	84.0	78.8
3. 생수	4.4	6.9	4.5	8.7	4.8	5.3	6.0	9.4	3.0	3.3	5.5	6.1
4. 기타/조정	-3.2	-0.8	-0.7	17.4	-2.6	-0.8	-0.2	5.8	-0.7	0.4	-0.3	0.0
순이익	37.1	39.6	33.0	1.9	36.3	38.5	40.4	20.2	86.6	71.8	111.6	135.4
YoY	27.3%	67.1%	147.1%	-66.1%	-2.0%	-2.7%	22.1%	969.7%	흑전	-17.2%	55.5%	21.3%
순이익률	6.4%	6.1%	5.0%	0.3%	5.9%	5.7%	5.8%	3.2%	3.8%	3.3%	4.5%	5.2%

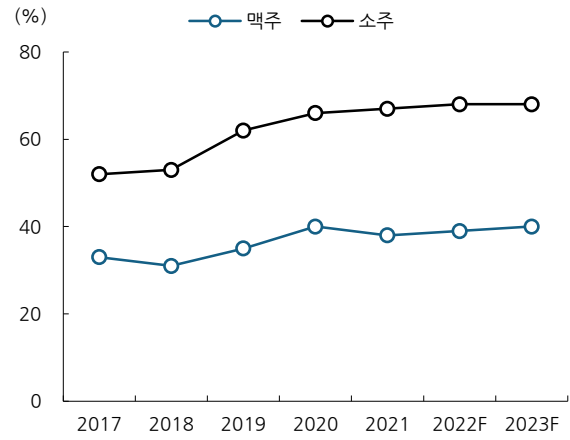
자료: 하이트진로, DS투자증권 리서치센터

그림105 하이트진로 연결 실적 추이



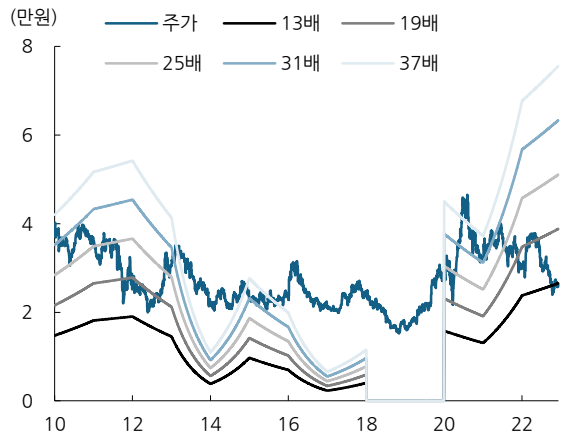
자료: 하이트진로, DS투자증권 리서치센터 추정

그림106 하이트진로 점유율 추이 및 전망



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림107 하이트진로 PER밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림108 하이트진로 목표주가 산출

EV/EBITDA Valuation	(십억원)
2023F EBITDA	379.3
2023F 영업이익	230.7
감가상각비	148.6
Target EV/EBITDA (배)	7.5
Target EV (A)	2,844.8
순차입금(연결) 3Q22 말기준 (B)	473.2
목표 기업가치 (A-B)	2,371.6
주식수(천주)	68,649.4
목표주가(원)	35,000
현재주가(원)	26,000
상승여력	34.6%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정

주: 현재주가는 2022.12.08 증가

표35 경쟁사 밸류에이션 비교

구분	국가	시가총액 (십억원)	수익률(%)			PER		PBR		ROE(%)		EV/EBITDA	
			-1W	-1M	YTD	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
하이트진로	SK	1,823.5	0.8	-4.2	-13.8	15.9	12.9	1.6	1.5	10.2	11.8	6.7	6.0
롯데칠성	SK	1,517.1	2.5	15.1	22.5	11.4	9.4	1.1	1.0	9.6	11.2	6.7	6.0
AB 인베브	BE	157,751.5	-0.4	7.4	6.0	20.2	18.2	1.6	1.5	8.1	8.3	10.4	9.9
하이네켄	NE	71,619.3	-0.6	7.7	-9.3	18.5	16.8	2.7	2.5	14.7	15.0	10.6	9.7
칼스버그	DE	25,494.0	0.0	-2.0	-20.3	16.7	16.3	3.5	3.4	11.9	20.1	10.1	9.8
아사히	JN	21,071.3	-0.9	0.9	-3.5	14.3	12.4	1.2	1.1	8.4	9.1	10.4	9.6
몰슨쿠어스	US	15,380.9	-0.4	3.4	14.5	13.6	12.9	0.9	0.8	5.8	6.4	8.9	8.5
귀주모태주	CH	400,656.3	0.1	13.5	-17.8	33.9	29.0	9.5	8.0	28.8	28.4	23.7	20.3
우량예이빈	CH	128,039.3	0.3	18.2	-21.7	25.2	21.9	5.9	5.1	24.1	23.8	16.8	14.7
칭타오맥주	CH	22,975.2	0.3	10.0	10.1	43.2	36.8	5.9	5.3	14.0	14.9	19.1	16.5

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터, 주: 2022.12.08기준

[하이트진로 000080]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	899	1,304	1,111	1,139	1,188	매출액	2,256	2,203	2,488	2,617	2,780
현금 및 현금성자산	265	470	487	483	494	매출원가	1,281	1,276	1,430	1,500	1,586
매출채권 및 기타채권	347	350	277	292	311	매출총이익	975	926	1,058	1,117	1,194
재고자산	188	188	186	196	209	판매비 및 관리비	777	752	868	886	936
기타	100	297	162	169	175	영업이익	198	174	190	231	258
비유동자산	2,398	2,327	2,313	2,345	2,387	(EBITDA)	358	319	339	379	407
관계기업투자등	22	26	24	25	26	금융손익	-44	-33	-27	-34	-31
유형자산	1,997	1,954	1,942	1,964	1,997	이자비용	46	37	37	37	34
무형자산	166	152	147	147	148	관계기업등 투자손익	-7	-3	0	0	0
자산총계	3,298	3,631	3,424	3,484	3,576	기타영업외손익	-24	-35	-7	-6	-9
유동부채	1,436	1,837	1,554	1,525	1,508	세전계속사업이익	124	103	157	191	218
매입채무 및 기타채무	849	1,247	882	930	991	계속사업법인세비용	37	31	45	55	63
단기금융부채	541	565	614	534	454	계속사업이익	87	72	112	135	155
기타유동부채	45	25	58	60	63	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	788	701	721	730	740	당기순이익	87	72	112	135	155
장기금융부채	564	500	478	478	478	지배주주	87	72	112	135	155
기타비유동부채	224	201	243	252	262	총포괄이익	86	69	112	135	155
부채총계	2,224	2,538	2,275	2,255	2,248	매출총이익률 (%)	43.2	42.1	42.5	42.7	43.0
지배주주지분	1,074	1,093	1,149	1,228	1,327	영업이익률 (%)	8.8	7.9	7.6	8.8	9.3
자본금	369	369	369	369	369	EBITDA마진률 (%)	15.9	14.5	13.6	14.5	14.6
자본잉여금	509	509	509	509	509	당기순이익률 (%)	3.8	3.3	4.5	5.2	5.6
이익잉여금	281	302	359	438	537	ROA (%)	2.6	2.1	3.2	3.9	4.4
비지배주주지분(연결)	0	1	1	1	1	ROE (%)	8.2	6.6	10.0	11.4	12.1
자본총계	1,074	1,093	1,149	1,229	1,328	ROIC (%)	7.2	7.3	8.8	9.9	11.1

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	383	622	36	315	341	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	87	72	112	135	155	P/E	26.0	29.9	16.1	13.3	11.6
비현금수익비용가감	343	293	282	158	158	P/B	2.1	2.0	1.6	1.5	1.4
유형자산감가상각비	150	135	140	145	145	P/S	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7
무형자산상각비	10	10	9	3	3	EV/EBITDA	8.5	7.9	7.0	6.0	5.4
기타현금수익비용	183	148	107	9	10	P/CF	5.3	5.9	4.7	6.3	5.9
영업활동 자산부채변동	12	342	-308	22	28	배당수익률 (%)	2.4	2.7	3.1	3.1	3.1
매출채권 감소(증가)	47	5	75	-15	-19	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-17	-2	2	-10	-13	매출액	10.9	-2.4	12.9	5.2	6.2
매입채무 증가(감소)	-13	19	-81	48	61	영업이익	124.9	-12.3	9.2	21.3	11.8
기타자산 부채변동	-6	319	-303	-1	-1	세전이익	27,365.0	-16.5	51.6	21.8	14.3
투자활동 현금	-141	-317	19	-183	-194	당기순이익	흑전	-17.2	55.5	21.3	14.3
유형자산처분(취득)	-120	-118	-132	-167	-178	EPS	흑전	-17.5	60.0	21.4	14.4
무형자산 감소(증가)	-3	-2	-1	-4	-4	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-18	-185	159	-4	-4	부채비율	207.0	232.2	198.0	183.5	169.3
기타투자활동	-1	-11	-6	-8	-8	유동비율	62.6	71.0	71.5	74.7	78.8
재무활동 현금	-117	-101	-47	-136	-136	순차입금/자기자본(x)	74.9	33.8	45.8	36.4	26.6
차입금의 증가(감소)	-76	-48	10	-80	-80	영업이익/금융비용(x)	4.3	4.7	5.1	6.2	7.5
자본의 증가(감소)	-49	-52	-56	-56	-56	총차입금 (십억원)	1,105	1,065	1,092	1,012	932
배당금의 지급	49	52	56	56	56	순차입금 (십억원)	805	370	527	447	353
기타재무활동	8	-1	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	120	205	17	-4	11	EPS	1,223	1,009	1,614	1,959	2,241
기초현금	144	265	470	487	483	BPS	15,067	15,331	16,118	17,234	18,623
기말현금	265	470	487	483	494	SPS	31,659	30,910	34,910	36,723	39,014
NOPLAT	139	121	136	164	183	CFPS	6,034	5,124	5,526	4,118	4,395
FCF	301	391	105	132	147	DPS	750	800	800	800	800

주: K-IFRS 연결기준 / 자료: 하이트진로, DS투자증권 리서치센터