



BUY(Maintain)

목표주가: 24,000원

주가(1/7): 16,750원

시가총액: 11,747억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/7)		2,037.10pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	24,900원	15,300원
등락률	-32.73%	9.48%
수익률	절대	상대
1M	-5.1%	-3.3%
6M	-7.2%	3.5%
1Y	-31.4%	-15.8%

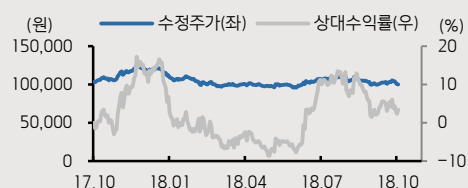
Company Data

발행주식수	71,268천주
일평균 거래량(3M)	205천주
외국인 지분율	12.68%
배당수익률(18E)	3.11%
BPS(18E)	16,746원
주요 주주	하이트진로홀딩스 외
	국민연금공단
	53.8%
	5.0%

투자지표

(억원, IFRS **)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,899	18,905	19,292	19,866
보고영업이익	872	995	1,206	1,532
핵심영업이익	872	995	1,206	1,532
EBITDA	2,069	2,233	2,441	2,760
세전이익	397	532	803	1,148
순이익	127	325	530	758
지배주주지분순이익	127	325	530	758
EPS(원)	178	456	744	1,063
증감률(%YoY)	-67.0	156.4	63.0	43.0
PER(배)	135.4	52.8	32.4	22.7
PBR(배)	1.4	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	11.4	12.1	10.9	9.4
보고영업이익률(%)	4.6	5.3	6.3	7.7
핵심영업이익률(%)	4.6	5.3	6.3	7.7
ROE(%)	1.0	2.7	4.4	6.3
순부채비율(%)	52.9	81.9	79.0	72.6

Price Trend



실적 Preview

하이트진로 (000080)

중요한 세 가지 변화



하이트진로의 4Q18 영업이익은 267억원(+16% YoY)으로 전망된다. 카테고리/브랜드별 매출 흐름은 3Q18과 유사하지만, 추석 시점 차이에 따른 기저효과로 실적이 개선되기 때문이다. 한편, 2019년에는 소주 판가인상, 발포주 시장 확대, 수입맥주 성장률 둔화에 따라 동사의 실적 추정치가 급격히 상향될 수 있기 때문에, 향후 긍정적인 주가 흐름이 기대된다.

>>> 4Q18 영업이익 267억원 전망

하이트진로의 4Q18 연결기준 영업이익은 267억원(+16% YoY)으로 전망된다. 추석 시점 차이로 인해, 4Q17 대비 영업일 수가 증가하기 때문에, 전사 실적은 전년동기 대비 증가할 가능성이 높다. 다만, 마산공장 Capa 전환(맥주→소주)에 따른 초기 비용 부담으로 인해, 실적 개선 폭은 예상 보다 크지 않을 전망이다. 한편, 전반적인 매출 흐름은 3Q18과 유사하다. 도수 인하와 지방 MS 확대로 소주 매출은 소폭 성장하고 있다. 맥주는 레귤러 맥주의 역성장이 지속되는 가운데, 발포주(4Q18 매출 350억 전망)와 수입맥주(4Q18 매출 290억 전망)의 성장세가 지속되고 있다.

>>> 중요한 세 가지 변화

2019년에는 다음 3가지 요인에 의해, 동사의 실적 추정치가 급격히 상향될 가능성에 주목해야 할 것이다. 첫째, **소주 판가인상** 가능성에 주목해야 한다. 동사는 2015년 11월에 마지막으로 소주 출고가격을 인상하였는데, 최근 들어 최저임금 상승에 따른 비용 증가 부담이 발생하면서, 동사와 고객사(외식 업체 등) 입장에서 판가 인상 유인이 강해졌기 때문이다. 만약, 5% 정도 출가가를 인상한다면, 연간 매출액이 435억원 정도 증가할 것으로 추산된다(현재 실적 추정치에는 미반영).

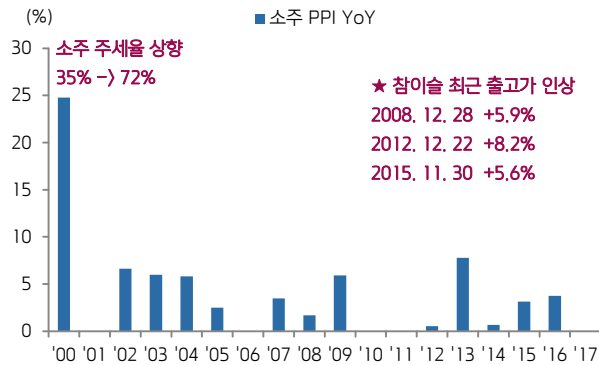
둘째, **발포주 시장 확대** 가능성에 주목해야 한다. 동사는 2017년에 필라이트를 출시하고, 가정용 시장을 중심으로 매출을 확대하면서, 중저가 수요를 흡수하고 있다. OB맥주가 올해 3~4월에 발포주 신제품을 출시할 가능성이 높는데, 경쟁심화 보다는 시장 확대 가능성에 주목해야 할 것이다. OB가 신제품을 출시하더라도 여전히 발포주 생산 업체는 2개에 불과하고, 하이트진로 입장에서 하이트/맥스의 가정용 비중이 현저히 낮아지면서(20% 언더 추산), 잃을 것 보다는 얻을 것이 많아진 상황이기 때문이다.

셋째, **수입맥주의 성장률 둔화**에 주목해야 한다. 美/EU에 대한 수입 관세를 하락이 끝나면서, 주로 할인점에서 팔리는 중저가 수입맥주의 가격 경쟁력 개선이 끝났다. 국내에 다양한 수입맥주가 이미 도입된 상황에서 추가적인 SKU 확대 여력도 제한적이다. 이로 인해, 관세청 맥주 수입금액 증가율이 둔화되기 시작하였고, 2H19에 시행될 가능성이 높은 **맥주 종량세**도 수입맥주의 영업환경에 부정적으로 작용할 가능성이 높다.

투자의견 BUY,
목표주가 24,000원

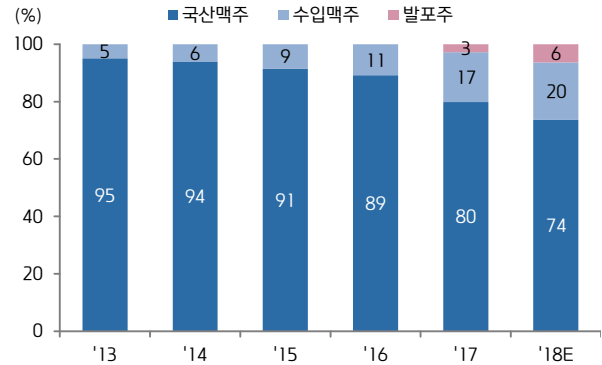
하이트진로에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 24,000원을 유지한다. 동사는 소주 판가인상, 발포주 시장 확대, 수입맥주 성장을 둔화에 따라, 2019~2020년 실적 추정치가 급격히 상향될 가능성이 있기 때문에, 향후 긍정적인 주가 흐름이 기대된다.

소주 PPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청, 언론보도, 키움증권 리서치

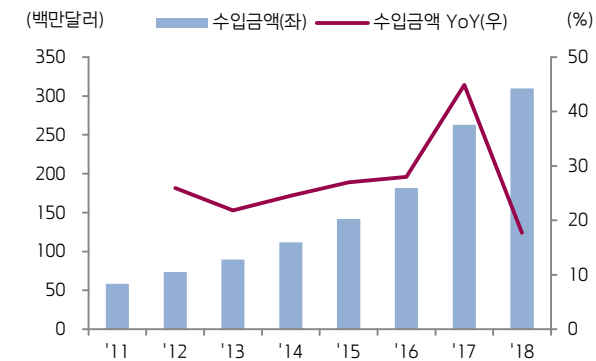
국내 발포주(필라이트)의 가정용 MS는 12% 추산



자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

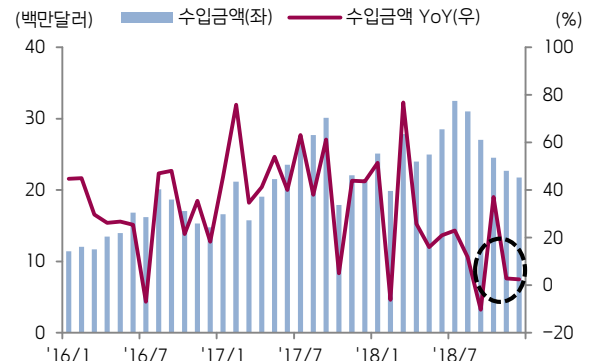
주: 1) MS 수치는 중량기준. 전체 시장에서 가정용 비중은 50% 추산
2) 현재 발포주는 가정용으로만 유통되고 있음

연도별 맥주 수입금액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

월별 맥주 수입금액 추이: 최근 성장률 둔화 흐름



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

맥주 세금 체계 (과세표준 100원 가정)

과세표준 (A)	100.00	국산맥주: 제조원가 + 판매비 + 마진 / 수입맥주: 수입신고가 + 관세
주세 (B)	72.00	(A) * 72%
교육세 (C)	21.60	(B) * 30%
부가세 (D)	19.36	((A) + (B) + (C)) * 10%
제조장 판매가 (E)	212.96	(A) + (B) + (C) + (D)

자료: 법제처, 언론보도, 키움증권 리서치

국가별 수입맥주의 리터당 주세: 종량세가 도입되면, 수입맥주의 세금 부담은 높아질 듯(종량세율 정부안: 835원/ℓ)

국가명	수입증량(톤)	수입금액(천달러)	증량 비중	금액 비중	수입금액(백만원)	관세율	과세표준(백만원)	주세(백만원)	리터당 주세(원/리터)
전체	387,981	309,674			341,008				
일본	86,676	78,300	22%	25%	86,223	30.0%	112,089	80,704	931
중국	54,457	40,911	14%	13%	45,051	24.0%	55,863	40,221	739
벨기에	54,149	36,175	14%	12%	39,835	0.0%	39,835	28,681	530
미국	41,960	34,572	11%	11%	38,070	0.0%	38,070	27,410	653
독일	28,193	24,590	7%	8%	27,078	0.0%	27,078	19,496	692
네덜란드	35,476	21,408	9%	7%	23,574	0.0%	23,574	16,973	478
아일랜드	15,521	18,451	4%	6%	20,318	0.0%	20,318	14,629	943
체코공화국	19,661	10,523	5%	3%	11,588	0.0%	11,588	8,343	424
폴란드	11,668	10,156	3%	3%	11,184	0.0%	11,184	8,052	690
프랑스	8,841	8,320	2%	3%	9,162	0.0%	9,162	6,597	746

자료: 관세청, 국회 의안정보시스템, 키움증권 리서치(2018년 수입 실적 기준)

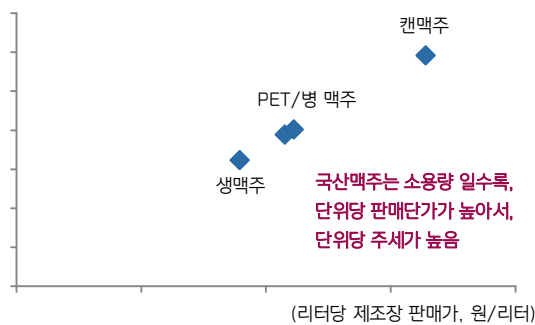
주: 1) 과세표준 = 수입금액(신고가) * (1 + 관세율), 주세 = 과세표준 * 72%

2) 원/달러 = 1,101.18, 1톤 ≒ 1kl 가정, 유럽산 수입맥주는 2018년 연중 無관세 가정

3) 중국산 맥주의 수입세율은 한중 FTA 협정에 따라 2019년에 22.5%라 하락 예정

맥주 용기별 리터당 제조장 판매가 및 주세 추정

(리터당 주세, 원/리터)



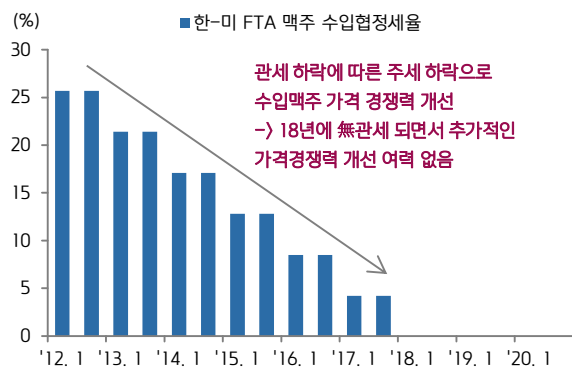
자료: 키움증권 리서치

종량세율 정부안 감안 시, 국산 캔맥주 세금 부담 완화

(단위: 원)	국산 355ml 캔맥주	국산 500ml 캔맥주
과세표준	583	794
주세	420	572
교육세	126	172
부가세	113	154
제조장 판매가	1,241	1,691
리터당 주세 = 주세 / 용량	1,182	1,143

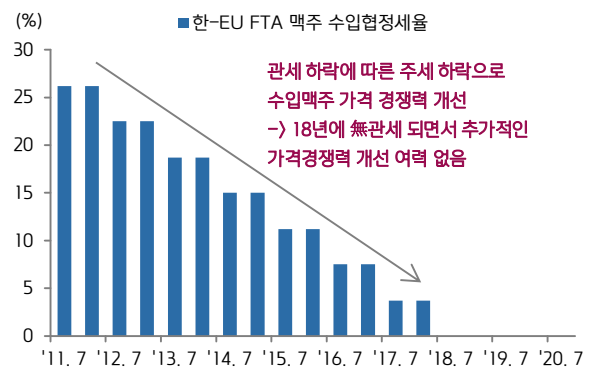
자료: 국회 의안정보시스템, 키움증권 리서치

2018년 1월부터 미국산 수입맥주 無관세



자료: 관세청, 키움증권 리서치

2018년 7월부터 유럽산 수입맥주 無관세



자료: 관세청, 키움증권 리서치

하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	413.4	491.4	528.3	456.9	420.7	493.2	500.1	476.6	1,889.9	1,890.5	1,929.2
(YoY)	1.0%	-1.8%	7.9%	-6.9%	1.8%	0.4%	-5.3%	4.3%	0.0%	0.0%	2.0%
별도기준	362.3	431.4	469.4	401.8	370.4	434.4	438.5	420.7	1,664.9	1,664.1	1,702.8
(YoY)	2.5%	-0.8%	11.3%	-6.0%	2.3%	0.7%	-6.6%	4.7%	1.7%	0.0%	2.3%
맥주	126.2	186.1	220.7	188.9	117.4	217.3	197.9	189.6	721.9	722.1	738.5
(YoY)	-4.1%	-2.3%	17.4%	2.2%	-7.0%	16.7%	-10.3%	0.3%	3.9%	0.0%	2.3%
하이트/맥스	98.1	138.5	142.9	99.0	81.4	108.0	107.1	89.1	478.5	385.6	345.8
(YoY)	-9.9%	-11.8%	-5.4%	-33.1%	-17.1%	-22.0%	-25.0%	-10.0%	-15.3%	-19.4%	-10.3%
필라이트		5.0	31.3	25.0	23.9	37.5	46.0	35.0	61.3	142.4	189.4
(YoY)						650.0%	47.2%	40.0%		132.5%	33.0%
기타	28.0	42.6	46.5	65.0	12.1	71.8	44.8	65.5	182.1	194.1	203.2
(YoY)	23.4%	27.1%	25.7%	76.1%	-56.8%	68.4%	-3.8%	0.8%	40.0%	6.6%	4.7%
소주	214.2	225.6	227.3	221.5	210.8	231.8	219.3	239.7	888.5	901.5	924.3
(YoY)	6.0%	4.6%	10.7%	0.9%	-1.6%	2.8%	-3.5%	8.2%	5.5%	1.5%	2.5%
매출총이익	159.7	212.8	239.3	192.0	167.9	206.1	204.5	193.8	803.8	772.4	803.6
(GPM)	38.6%	43.3%	45.3%	42.0%	39.9%	41.8%	40.9%	40.7%	42.5%	40.9%	41.7%
판매비	187.1	177.8	182.8	168.9	151.2	179.3	175.2	167.1	716.6	672.8	683.0
(판매비율)	45.3%	36.2%	34.6%	37.0%	35.9%	36.4%	35.0%	35.1%	37.9%	35.6%	35.4%
영업이익	-27.4	35.0	56.6	23.1	16.7	26.8	29.3	26.7	87.2	99.5	120.6
(YoY)	적전	26.7%	103.9%	-44.4%	흑전	-23.3%	-48.3%	15.8%	-29.6%	14.1%	21.2%
(OPM)	-6.6%	7.1%	10.7%	5.0%	4.0%	5.4%	5.9%	5.6%	4.6%	5.3%	6.3%
별도기준	-30.0	34.1	53.9	25.5	18.7	24.4	25.7	27.2	83.5	96.0	117.0
(YoY)	적전	24.7%	115.4%	-36.0%	흑전	-28.4%	-52.2%	6.4%	-29.2%	14.9%	21.9%
(OPM)	-8.3%	7.9%	11.5%	6.4%	5.0%	5.6%	5.9%	6.5%	5.0%	5.8%	6.9%
세전이익	-27.4	22.9	43.5	0.8	5.5	16.0	15.1	16.6	39.7	53.2	80.3
당기순이익	-21.2	13.9	30.6	-10.5	2.6	9.6	9.4	10.8	12.7	32.5	53.0
지배주주순이익	-21.2	13.9	30.6	-10.5	2.6	9.6	9.4	10.8	12.7	32.5	53.0
(YoY)	적전	37.0%	267.0%	적전	흑전	-30.8%	-69.2%	흑전	-67.0%	156.4%	63.0%

자료: 하이트진로, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,902	18,899	18,905	19,292	19,866
매출원가	10,664	10,861	11,182	11,255	11,439
매출총이익	8,238	8,038	7,724	8,036	8,427
판매비및일반관리비	6,998	7,166	6,728	6,830	6,896
영업이익(보고)	1,240	872	995	1,206	1,532
영업이익(핵심)	1,240	872	995	1,206	1,532
영업외손익	-628	-476	-464	-403	-383
이자수익	12	14	17	17	18
배당금수익	2	5	2	2	2
외환이익	45	23	0	0	0
이자비용	413	396	426	412	392
외환손실	42	59	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-79	-90	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5	-5	0	0	0
기타	-150	32	-57	-11	-11
법인세차감전이익	612	397	532	803	1,148
법인세비용	227	270	206	273	390
유효법인세율 (%)	37.2%	67.9%	38.8%	34.0%	34.0%
당기순이익	384	127	325	530	758
지배주주지분순이익(억원)	384	127	325	530	758
EBITDA	2,427	2,069	2,233	2,441	2,760
현금순이익(Cash Earnings)	1,572	1,324	1,563	1,765	1,987
수정당기순이익	437	158	325	530	758
증감율(% YoY)					
매출액	-0.9	0.0	0.0	2.0	3.0
영업이익(보고)	-7.4	-29.6	14.1	21.2	27.0
영업이익(핵심)	-7.4	-29.6	14.1	21.2	27.0
EBITDA	-4.4	-14.8	7.9	9.3	13.1
지배주주지분 당기순이익	-28.0	-67.0	156.4	63.0	43.0
EPS	-28.0	-67.0	156.4	63.0	43.0
수정순이익	-27.3	-63.9	106.3	62.9	43.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,921	3,597	-1,787	1,763	1,985
당기순이익	384	127	325	530	758
감가상각비	1,101	1,120	1,127	1,126	1,119
무형자산상각비	86	76	110	110	110
외환손익	-1	22	0	0	0
자산처분손익	252	150	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-331	1,102	-3,345	0	0
기타	430	999	-5	-2	-2
투자활동현금흐름	-859	-1,042	-66	-1,008	-1,022
투자자산의 처분	-63	-997	1,034	-8	-12
유형자산의 처분	453	71	0	0	0
유형자산의 취득	-1,239	-923	-1,100	-1,000	-1,010
무형자산의 처분	-10	-8	0	0	0
기타	0	815	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,098	-1,206	110	-794	-889
단기차입금의 증가	-1,946	-2,006	300	0	0
장기차입금의 증가	1,543	1,426	262	-374	-500
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-696	-626	-559	-524	-489
기타	0	0	106	104	100
현금및현금성자산의순증가	1	1,289	-1,743	-38	74
기초현금및현금성자산	1,584	1,585	2,874	1,132	1,093
기말현금및현금성자산	1,585	2,874	1,132	1,093	1,167
Gross Cash Flow	2,252	2,495	1,558	1,764	1,985
Op Free Cash Flow	386	1,647	-2,598	1,031	1,230

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,577	11,110	8,337	8,446	8,739
현금및현금성자산	1,585	2,874	1,132	1,093	1,167
유동금융자산	152	1,157	123	125	129
매출채권및유동채권	5,620	5,691	5,560	5,674	5,843
재고자산	1,303	1,378	1,512	1,543	1,589
기타유동비금융자산	916	10	10	10	10
비유동자산	24,434	23,966	23,834	23,620	23,433
장기매출채권및기타비유동채권	639	716	716	731	752
투자자산	594	503	507	515	524
유형자산	21,036	20,683	20,656	20,530	20,421
무형자산	2,055	1,990	1,880	1,771	1,661
기타비유동자산	111	74	74	74	74
자산총계	34,011	35,076	32,171	32,066	32,172
유동부채	14,098	17,166	14,399	14,173	13,895
매입채무및기타유동채무	7,559	10,099	7,134	7,280	7,497
단기차입금	4,660	4,602	4,902	4,902	4,902
유동성장기차입금	1,799	2,199	2,212	1,838	1,338
기타유동부채	81	266	151	154	159
비유동부채	6,994	5,735	5,831	5,945	6,060
장기매입채무및기타유동채무	724	771	510	521	536
사채및장기차입금	4,440	3,674	3,924	3,924	3,924
기타비유동부채	1,829	1,290	1,396	1,500	1,600
부채총계	21,092	22,901	20,229	20,118	19,955
자본금	3,688	3,688	3,688	3,688	3,688
주식발행초과금	7,240	7,240	7,240	7,240	7,240
이익잉여금	2,939	2,300	2,067	2,073	2,343
기타자본	-955	-1,061	-1,061	-1,061	-1,061
지배주주지분자본총계	12,912	12,168	11,935	11,941	12,210
비지배주주지분자본총계	7	7	7	7	6
자본총계	12,919	12,175	11,942	11,948	12,217
순차입금	9,161	6,443	9,783	9,444	8,867
총차입금	10,899	10,475	11,037	10,663	10,163

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	538	178	456	744	1,063
BPS	18,118	17,074	16,746	16,755	17,133
주당EBITDA	3,406	2,903	3,133	3,425	3,873
CFPS	2,205	1,858	2,193	2,477	2,788
DPS	900	800	750	700	700
주가배수(배)					
PER	39.2	135.4	52.8	32.4	22.7
PBR	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	10.0	11.4	12.1	10.9	9.4
PCFR	9.6	13.0	11.0	9.7	8.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.6	4.6	5.3	6.3	7.7
영업이익률(핵심)	6.6	4.6	5.3	6.3	7.7
EBITDA margin	12.8	10.9	11.8	12.7	13.9
순이익률	2.0	0.7	1.7	2.7	3.8
자기자본이익률(ROE)	2.9	1.0	2.7	4.4	6.3
투자자본이익률(ROIC)	3.4	1.3	2.9	3.6	4.6
안정성(%)					
부채비율	163.3	188.1	169.4	168.4	163.3
순차입금비율	70.9	52.9	81.9	79.0	72.6
이자보상배율(배)	3.0	2.2	2.3	2.9	3.9
활동성(배)					
매출채권회전율	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4
재고자산회전율	14.1	14.1	13.1	12.6	12.7
매입채무회전율	2.5	2.1	2.2	2.7	2.7

Compliance Notice

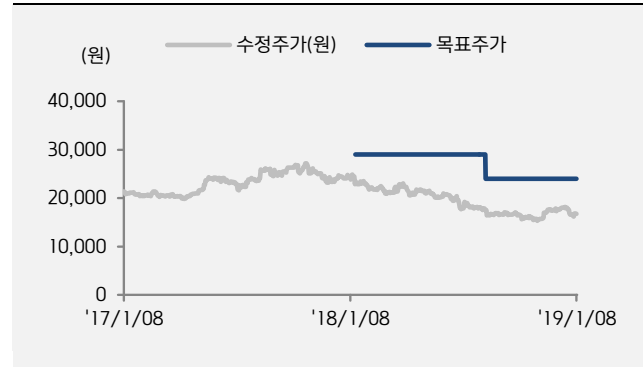
- 당사는 1월 7일 현재 '하이트진로 (000080)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
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		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%