

하이트진로 (000080.KS)

가동률 상승으로 맥주 턴어라운드 기대

대규모 인력 구조조정, 생산 라인 합리화, 신제품 출시에 기반한 실적 턴어라운드 예상. 특히 맥주 부문의 가동률이 손익분기점인 50% 이상으로 높아지면서 수익성 개선 견인할 전망. 섹터 내 최선호 관점 유지

구조조정 후 성공적인 신제품 출시와 'Hite' 리뉴얼

하이트진로는 최근 희망퇴직 통해 비용구조 개선의 발판 마련. 이어 4월 말 저가형 맥주인 '필라이트(FiLite)' 출시 후 판매 호조. 일반 맥주 대비 소비자가격이 40% 낮은 이 제품은 90년대 일본의 발포주나 제 3맥주처럼 '가성비' 수요를 공략할 새로운 카테고리로서, 동사가 국내 최초 출시

신제품은 최근 판매 호조로 생산량 월 30만상자 수준으로 상향 조정. 맥주 시장에 존재하는 저가형 소비 수요를 충족시키며 2018년 350만 상자 수준의 판매량(동사 판매량의 5.2%)을 기록할 전망

기존 브랜드 수요 잠식에 대한 우려 존재하나, 가능성 크지 않음. 가격대나 판매 채널 상이한 카테고리이기 때문. 특히 'Hite Extra Cold' (리뉴얼, 알코올 도수 4.3%에서 4.5%로 상향)에 대한 소비자 반응도 긍정적. 동사의 맥주 점유율은 올해를 기점으로 상승 반전할 것으로 예상

맥주 부문 가동률 상승에 거는 기대

현 시점에서 맥주 점유율 상승은 동사 기업가치 향방에 큰 의미가 있음. 맥주 부문이 영업 적자를 내기 시작했던 2014년은 맥주 점유율이 30% 미만으로 하락했을 뿐 아니라, 가동률이 50% 미만으로 낮아진 첫 해였음

맥주 사업은 가동률 등락에 따라 수익성 변화의 폭이 매우 큼. 동사의 맥주 부문 가동률이 60%를 넘었던 2010년 전에는 영업이익률이 10%대였음. 2016년 44%였던 가동률은 2018년 58%로 상승하면서 영업이익률 3%로 흑자 전환 이끌 것. 1) 맥주 공장의 생산 라인 합리화에 따른 CAPA 하락 효과, 2) 점유율 개선에 따른 생산량 증가 겹치면서 빠른 실적 개선 예상

실적 턴어라운드 감안 시 밸류에이션 매력

2018년 동사의 영업이익은 1,822억원(+77.8% y-y)으로 크게 개선될 전망. 분기 100억원에 이르는 인건비 절감효과, 맥주 가동률 개선에 따른 증익 효과가 주효. 강한 이익 턴어라운드 감안 시 (2018년 기준) PER 16배, EV/EBITDA 7.7배는 충분히 매력적인 밸류에이션. 하이트진로에 대한 Buy 투자의견 유지하며 섹터 내 최선호 관점 지속

Company Comment | 2017. 6. 14

Buy (유지)

목표주가 30,000원 (유지)

현재가 (17/06/13) 23,350원

업종 음식료

KOSPI / KOSDAQ 2,374.70 / 669.23

시가총액(보통주) 1,637.6십억원

발행주식수(보통주) 70.1백만주

52주 최고가('16/06/15) 24,900원

최저가('17/04/14) 19,900원

평균거래대금(60일) 7.0십억원

배당수익률(2017E) 3.85%

외국인지분율 15.1%

주요주주

하이트진로홀딩스 외 13 인 53.8%

국민연금 5.0%

주가상승률 3개월 6개월 12개월

절대수익률 (%) 13.9 6.4 -5.7

상대수익률 (%) 1.6 -8.8 -21.4

	2016	2017E	2018F	2019F
매출액	1,890	1,993	2,090	2,203
증감률	-0.9	5.4	4.9	5.4
영업이익	124	103	182	212
영업이익률	6.6	5.1	8.7	9.6
(지배지분)순이익	38	34	100	126
EPS	532	486	1,429	1,799
증감률	-28.4	-8.7	194.2	25.9
PER	39.7	48.1	16.3	13.0
PBR	1.2	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.0	10.4	7.7	6.8
ROE	2.9	2.7	7.8	9.5
부채비율	163.3	167.3	172.0	166.3
순차입금	916	910	832	737

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhqv.com

표1. 하이트진로 2분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E					3Q17F
					수정후	y-y	q-q	수정전	Consen	
매출액	501	489	491	413	504	0.7	22.0	532	503	532
영업이익	28	28	41	-27	35	27.3	흑전	25	30	52
영업이익률	5.5	5.7	8.4	-6.6	7.0			4.7	5.9	9.7
세전이익	18	12	60	-27	25	38.8	흑전	15	16	43
(지배)순이익	10	8	14	-21	12	20.3	흑전	-1	10	37

주: IFRS 연결기준

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 하이트진로 실적 전망 (IFRS 연결)

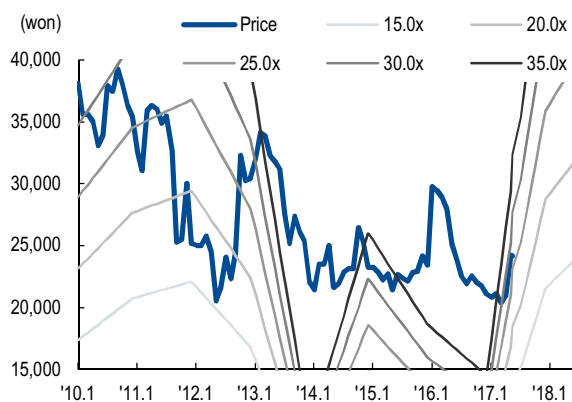
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	1,890	1,993	2,090	2,203
	- 수정 전		2,010	2,131	2,201
	- 변동률		-0.9	-1.9	0.1
영업이익	- 수정 후	124	103	182	212
	- 수정 전		119	188	216
	- 변동률		-13.7	-3.0	-1.9
영업이익률(수정 후)		6.6	5.1	8.7	9.6
EBITDA		243	246	323	351
(지배지분)순이익		38	34	100	126
EPS	- 수정 후	532	486	1,429	1,799
	- 수정 전		515	1,489	1,788
	- 변동률		-5.8	-4.1	0.6
PER		39.7	48.1	16.3	13.0
PBR		1.2	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA		10.0	10.4	7.7	6.8
ROE		2.9	2.7	7.8	9.5

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

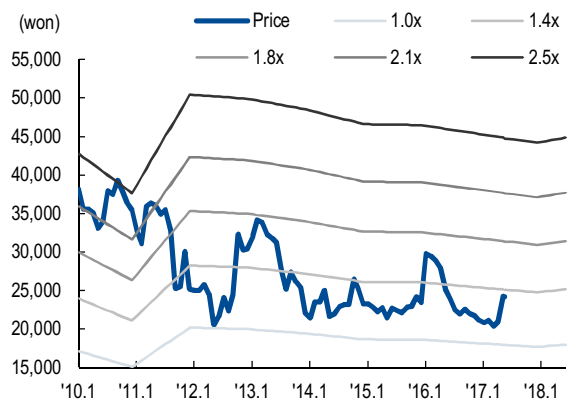
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 하이트진로 Forward PER Band



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 하이트진로 Trailing PBR Band



자료: NH투자증권 리서치본부

표3. 하이트진로의 부문별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017E	2018F	2019F	2020F
매출액						
Total	1,907	1,890	1,993	2,090	2,203	2,341
맥주	839	767	816	863	912	973
소주	976	1,028	1,043	1,069	1,122	1,189
생수	70	90	105	121	124	128
기타	190	189	198	208	214	221
조정	-167	-174	-170	-170	-170	-170
매출액 성장률(y-y)						
Total	1.9	-0.9	5.4	4.9	5.4	6.2
맥주	1.4	-8.6	6.5	5.7	5.8	6.7
소주	1.2	5.4	1.5	2.5	5.0	6.0
생수	-5.6	28.9	17.0	15.0	3.0	3.0
기타	6.3	-0.7	5.0	5.0	3.0	3.0
영업이익						
Total	134	124	103	182	212	243
맥주	-4	-22	-33	22	41	58
소주	129	140	125	150	159	172
생수	3	3	3	4	4	4
기타	11	8	12	13	13	13
영업이익률						
Total	7.0	6.6	5.1	8.7	9.6	10.4
맥주	-0.5	-2.8	-4.0	2.5	4.5	6.0
소주	13.2	13.6	12.0	14.0	14.2	14.5
생수	4.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
기타	5.8	4.0	6.0	6.0	6.0	6.0

자료: NH 투자증권 리서치본부 전망

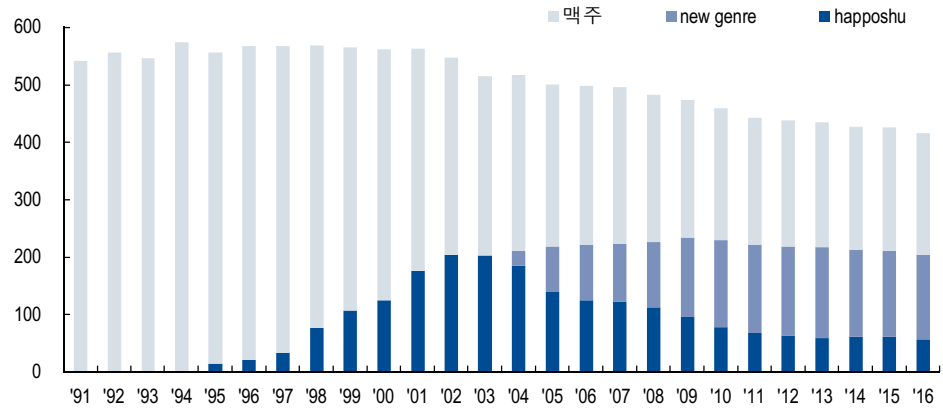
표4. 맥주 점유율 및 가동률 가정에 따른 실적 개선

(단위: 천 KL, %)

	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17E	'18F
국내 맥주 소비량	2,003	1,959	2,022	2,106	2,157	2,175	2,212	2,208	2,241	2,273
국산맥주	1,962	1,910	1,963	2,031	2,062	2,056	2,041	1,987	1,958	1,918
수입맥주	41	49	59	75	95	120	171	221	283	354
국내 맥주 소비량 증가율 (y-y)	-2.7	-2.2	3.2	4.1	2.4	0.8	1.7	-0.2	1.5	1.4
국산맥주	-2.7	-2.6	2.8	3.5	1.5	-0.3	-0.7	-2.6	-1.5	-2.0
수입맥주	-3.9	17.4	21.1	26.7	27.4	25.5	43.0	29.0	28.5	25.1
하이트 판매량	1,049	1,030	962	902	704	637	632	620	647	672
하이트 점유율	52.4	52.6	47.6	42.8	32.6	29.3	28.6	28.1	28.9	29.6
하이트 맥주 부문 가동률	73.1	64.7	61.4	59.2	53.7	49.3	49.7	44.2	56.0	58.0
하이트 맥주 부문 OPM	12.3	14.2	7.9	6.0	5.2	-2.7	-0.5	-2.8	-4.0	2.5
오비맥주 OPM	24.1	24.7	26.5	29.2	31.8	21.5	25.9	24.1	NA	NA

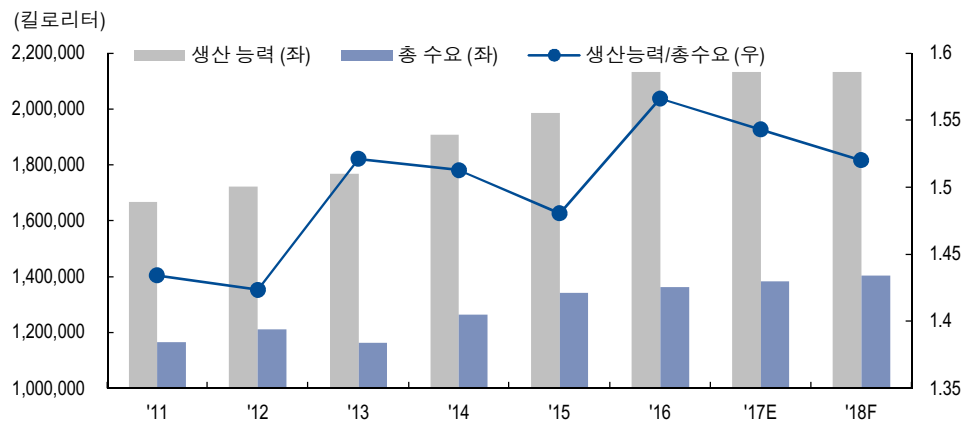
자료: 국세청, 하이트진로, 오비맥주, NH 투자증권 리서치본부

그림3. 일본 맥주 시장 구성 변화: 저가형 맥주인 발포주+제3맥주가 시장의 절반을 차지



자료: Asahi Holdings, NH투자증권 리서치본부

그림4. 한국 맥주 산업의 공급 심화: 2018년부터 점진적 해소 전망



자료: NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	1,890	1,993	2,090	2,203
증감률 (%)	-0.9	5.4	4.9	5.4
매출원가	1,066	1,076	1,139	1,212
매출총이익	824	917	951	991
Gross 마진 (%)	43.6	46.0	45.5	45.0
판매비와 일반관리비	700	814	769	780
영업이익	124	103	182	212
증감률 (%)	-7.4	-17.4	77.8	16.3
OP 마진 (%)	6.6	5.1	8.7	9.6
EBITDA	243	246	323	351
영업외손익	-63	-52	-37	-29
금융수익(비용)	-40	-37	-32	-29
기타영업외손익	-23	-15	-5	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	61	51	145	183
법인세비용	23	17	45	57
계속사업이익	38	34	100	126
당기순이익	38	34	100	126
증감률 (%)	-27.9	-11.3	194.2	25.9
Net 마진 (%)	2.0	1.7	4.8	5.7
지배주주지분 순이익	38	34	100	126
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	0	0	0
총포괄이익	37	34	100	126

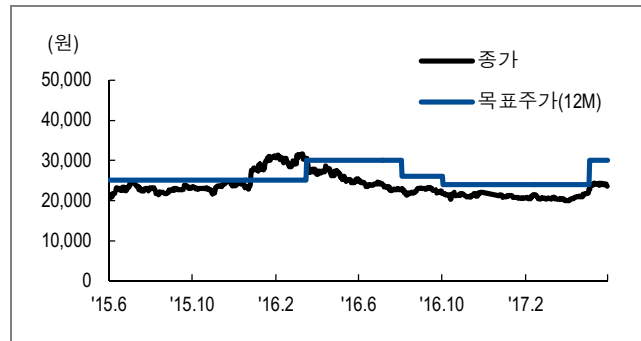
Valuation / Profitability / Stability				
	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
PER(X)	39.7	48.1	16.3	13.0
PBR(X)	1.2	1.3	1.3	1.2
PCR(X)	5.5	7.1	5.1	4.7
PSR(X)	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(X)	10.0	10.4	7.7	6.8
EV/EBIT(X)	19.5	25.1	13.7	11.3
EPS(W)	532	486	1,429	1,799
BPS(W)	18,118	17,729	18,268	19,171
SPS(W)	26,952	28,412	29,801	31,412
자기자본이익률(ROE, %)	2.9	2.7	7.8	9.5
총자산이익률(ROA, %)	1.1	1.0	2.9	3.5
투자자본이익률 (ROIC, %)	3.8	2.9	5.4	6.4
배당수익률(%)	4.3	3.9	3.9	3.9
배당성장(%)	161.0	181.4	61.7	49.0
총현금배당금(십억원)	63	62	62	62
보통주 주당배당금(W)	900	900	900	900
순부채(현금)/자기자본(%)	70.9	72.0	63.8	53.9
총부채/ 자기자본(%)	163.3	167.3	172.0	166.3
이자발생부채	1,090	1,066	1,146	1,126
유동비율(%)	67.9	71.2	82.0	87.9
총발행주식수(mn)	71	71	71	71
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	21,100	23,350	23,350	23,350
시가총액(십억원)	1,501	1,659	1,659	1,659

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	159	140	297	371
매출채권	508	535	561	592
유동자산	958	973	1,163	1,283
유형자산	2,104	2,082	2,061	2,043
투자자산	56	48	50	51
비유동자산	2,443	2,407	2,381	2,358
자산총계	3,401	3,380	3,544	3,642
단기성부채	646	575	590	586
매입채무	138	145	152	160
유동부채	1,410	1,365	1,418	1,460
장기성부채	444	491	556	540
장기충당부채	138	142	149	157
비유동부채	699	750	823	814
부채총계	2,109	2,116	2,241	2,274
자본금	369	369	369	369
자본잉여금	709	709	709	709
이익잉여금	294	266	305	369
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	1,292	1,264	1,303	1,367

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
영업활동 현금흐름	185	176	255	272
당기순이익	38	34	100	126
+ 유/무형자산상각비	119	144	141	139
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	270	231	318	351
- 운전자본의증가(감소)	-41	-2	14	7
투자활동 현금흐름	-86	-108	-116	-117
+ 유형자산 감소	43	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-124	-115	-113	-114
+ 투자자산의매각(취득)	2	9	-2	-2
Free Cash Flow	61	61	142	158
Net Cash Flow	99	68	139	156
재무활동현금흐름	-102	-87	18	-82
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-102	-87	18	-82
현금의증가	0	-19	158	74
기말현금 및 현금성자산	159	140	297	371
기말 순부채(순현금)	916	910	832	737

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가
하이트진로	000080.KS	2017.05.19	Buy	30,000원(12개월)
		2016.10.15	Hold	24,000원(12개월)
		2016.08.16	Hold	26,000원(12개월)
		2016.03.29	Hold	30,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 6월 9일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
74.8%	25.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '하이트진로'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자 판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.