LEADING

Company Update

하이트진로 (000080 KS)

2014년 3월 17일

Key issues…

- ✓ 맥주부문 M/S 회복 및 가격인상 가능성
- ✓ 소주•맥주 원가율 개선
- ✓ 자산유동화에 따른 재무구조 개선 가능성

GD와 D가 만나면?!

투자의견 매수, 목표주가 30,000원 유지

하이트진로에 대해 투자의견 매수, 목표주가 30,000원을 유지한다. **1)맥주 M/S 회복 및 가격인상 가능성, 2)소주•맥주 원가율 개선, 3)자산유동화에 따른 재무구조 개선** 등이 예상되기 때문이다. 또한 최근 대기업의 맥주시장 신규 진출, 수입맥주 성장 등으로 인해 맥주시장 경쟁이 치열해지고 있으나 실제 경쟁강도 대비 우려가 지나치다는 판단이다.

맥주부문 M/S 회복 및 가격인상 가능성

맥주부문 M/S는 하이트진로 주가 상승의 Key Point이다. 하이트진로 맥주부문의 M/S는 지난 2~3분기 동안 40% 수준으로 유지되어 하락추세는 일단락되었다고 판단된다. 동사는 지난 1~2년간 'HITE' 브랜드에 대한 광고를 거의 진행하지 않았는데 올해부터는 재개할 예정에 있어 **'D' 가 끌어주고 'HITE' 가 밀어주는 M/S 반등이 가능할 것으로 예상**된다. 또한 맥주부문 가격인상 가능성이 높다고 판단된다. 맥주부문 출고가는 지난 '12년 7월 5.93% 인상 이후 유지되고 있다. 최근 음식료 가격 인상 분위기와 정부의 세수확대 측면에서 맥주 가격인상을 긍정적으로 전망한다. 가격인상이 단행될 경우 **1% 가격인상 시 영업이익이 연간 90억원 증가하는 효과**가 있을 것으로 추정된다.

소주·맥주 원가율 개선

소주·맥주부문 공히 원가율 개선이 예상된다. 소주부문은 도수를 19도에서 18.5도로 낮춰 리뉴얼함에 따라 원재료인 주정 사용량 감소로 원가 절감이 예상된다. 맥주부문은 지난 12월 2014년 Malt 사용분을 지난해 대비 10% 낮은 가격에 계약해 원가율 개선이 예상되는데 지난해 하반기에 관세가 기존 8%에서 25%로 인상되었음을 고려할 때 기저가 같아지는 **하반기부터 원가율 개선이 가시화될 전망**이다.

자산유동화에 따른 재무구조 개선 가능성

자산유동화에 따른 재무구조 개선 및 이자비용 절감이 예상된다. 하이트진로는 현재 순차입금 약 1.3조원을 보유하고 있으며 연간 547억원('13년 말 기준)을 순이자비용으로 지출하고 있어 영업외손익에서 이익훼손 비중이 크다. 동사는 보유 부동산 및 자회사 지분 일부 매각 등을 통해 차입금을 상환할 계획이며 순차입금이 1조원수준까지 하락할 경우 **연간 이자비용이 약 120억원 절감**되는 효과가 있을 것으로 추정된다.

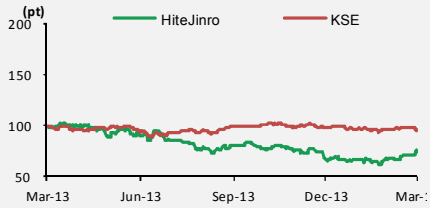
BUY(TP 유지)

목표주가	30,000 원
현재주가	24,500 원
목표수익률	22.4%

Key Data	2014 년 3 월 14 일
산업분류	음식료 및 담배
시가총액 (십억원)	1,718.3
발행주식수 (백만주)	70.1
외국인 지분율 (%)	15.4
52 주 고가 (원)	33,850
저가 (원)	20,450
60 일 일평균거래대금 (십억원)	5.7
주요주주	(%)
하이트진로홀딩스 외17인	58.16
자사주	3.89
KOSPI	1907.89

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	10.4	(7.6)	(25.1)
상대주가	11.4	(3.8)	(21.0)

Relative Performance



LEADING RESEARCH
Analyst (음식료/담배)
조인욱
iwjo@leading.co.kr
+822-2009-7167

Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2011	1,373.7	32.8	125.0	9.1	70.2	1,448	(0.4)	17.4	15.2	6.9	1.2
2012	2,034.6	48.1	167.2	8.2	103.5	1,489	2.8	20.4	11.8	7.3	1.5
2013	1,897.0	(6.8)	160.5	8.5	79.2	1,117	(24.9)	21.9	10.5	5.7	1.3
2014F	2,022.0	6.6	187.3	9.3	100.7	1,431	28.0	17.1	9.4	7.2	1.2
2015F	2,131.0	5.4	215.7	10.1	123.2	1,739	21.6	14.1	8.4	8.7	1.2

맥주부문 M/S 반등 전망

맥주부문 M/S는 하이트진로 주가상승의 Key Point이다. 하이트진로 맥주부문 M/S는 지난 2~3분기 동안 40% 수준으로 유지되어 하락추세는 일단락되었다고 판단된다. 하이트진로의 새로운 주력 제품인 'D'는 지난해 6월 이후 월 약 70만 C/S 판매되며 2012년 월 30~40만 C/S대비 큰 폭으로 성장했으나 여전히 전체 맥주 매출의 약 70%를 차지하고 있는 'HITE' 브랜드의 점유율 하락으로 전체 M/S는 반등하지 못한 것으로 판단된다.

하이트진로는 지난 1~2년간 'HITE' 브랜드에 대한 광고를 거의 진행하지 않았는데 올해부터는 제품 리뉴얼과 함께 광고도 재개할 예정에 있어 **'D' 가 끌어주고 'HITE' 가 밀어주는 M/S 반등이 가능할 것으로 예상**된다. 최근 'D' 브랜드 모델로 G-DRAGON이 발탁되어 대중에게 신선한 이미지로 포지셔닝하는 점도 점유율 상승에 긍정적인 요소라고 판단된다.

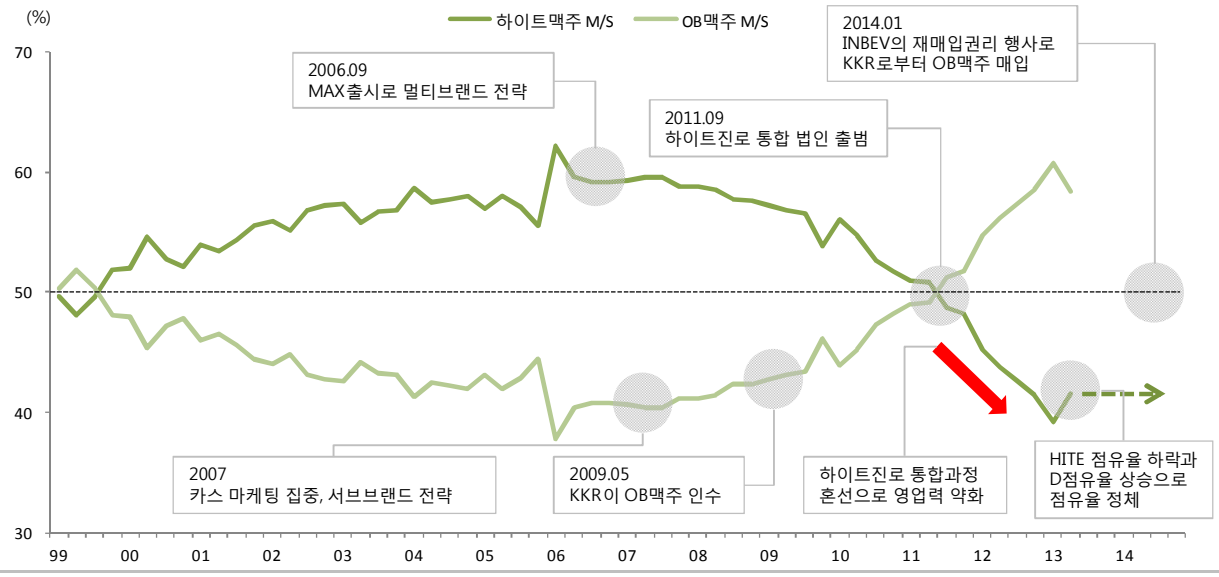
Exhibit 1. G-DRAGON 의 드라이피니 D 광고

Source: Company Data

Exhibit 2. 하이트진로의 새로운 광고 캠페인

Source: Company Data

Exhibit 3. 맥주부문 M/S 추이



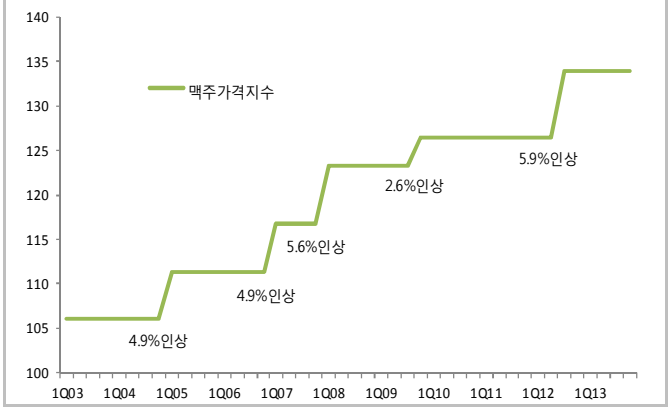
Source: Company Data, Leading Research Center

맥주부문 가격인상 가능성

맥주부문 가격인상 가능성이 높다고 판단된다. 맥주부문 출고가는 지난 '12년 7월 5.93% 인상 이후 유지되고 있다. 최근 음식료 가격 인상 분위기와 정부의 세수확대 측면에서 맥주 가격인상을 긍정적으로 전망한다. 맥주 출고가 중 세금(주세, 교육세, 부가가치세)이 차지하는 비중은 약 53%로 높다.

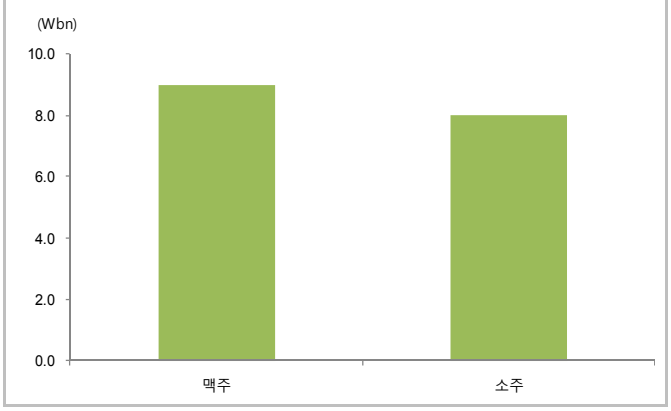
가격인상이 단행될 경우 1% 가격인상 시 영업이익이 연간 90억원 증가하는 효과가 있을 것으로 추정된다.

Exhibit 4. 맥주가격 인상 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 5. 맥주·소주가격 1% 인상 시 영업이익 증가 효과



Source: Leading Research Center

Exhibit 6. 하이트진로 가격인상과 주가 추이

Source: Company Data, DataGuide, Leading Research Center

소주·맥주 원가율 개선

소주 맥주부문 공히 지난해 대비 원가율 개선이 예상된다.

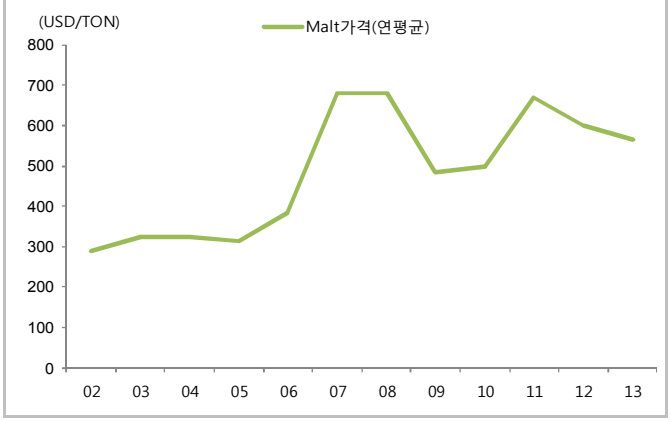
하이트진로는 최근 소주 도수를 기존 19도에서 18.5도로 0.5도 낮춰 제품 리뉴얼을 결정했다. 주류시장 전반의 저도화 트렌드에 맞춘 결정으로 무학 등 저도주로 서울·경기권 진출을 추진하고 있는 경쟁업체에 대한 견제가 되는 동시에 도수 하락에 따른 음주량 증가도 예상되어 긍정적인 결정이라고 판단된다. **소주의 원재료인 주정 사용량도 줄어들어 연간 약 30억원의 원가 절감 효과가 예상**된다.

맥주의 경우 매년 12월에 그 다음해 연간 사용할 Malt에 대한 계약을 진행한다. 하이트진로는 **2014년 사용할 Malt에 대해 지난해 대비 10% 낮은 가격에 계약하여 원가율 하락이 예상**된다. 신규 계약한 Malt는 오는 4월부터 투입될 예정으로 2Q14부터 원가율 하락에 영향을 미칠 전망이다. 지난해 Malt에 대한 관세율이 상반기 8%에서 하반기 25%로 인상되었음을 고려할 때 기저가 같아지는 하반기부터 원가율 개선이 가시화될 전망이다.

Exhibit 7. Malt 월별 가격 추이

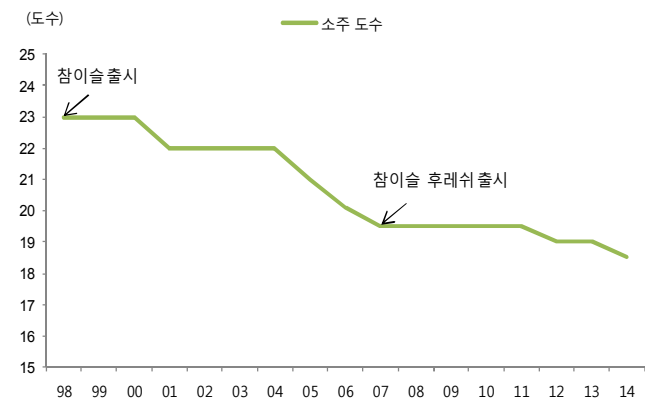
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 8. Malt 연평균 가격 추이



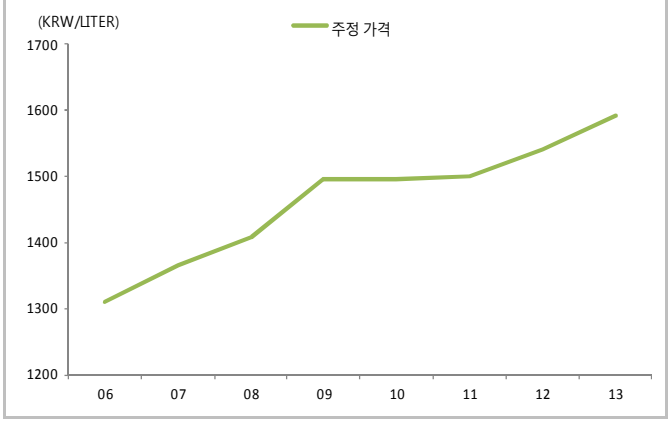
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 9. 소주 도수 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 10. 주정 연평균 가격 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

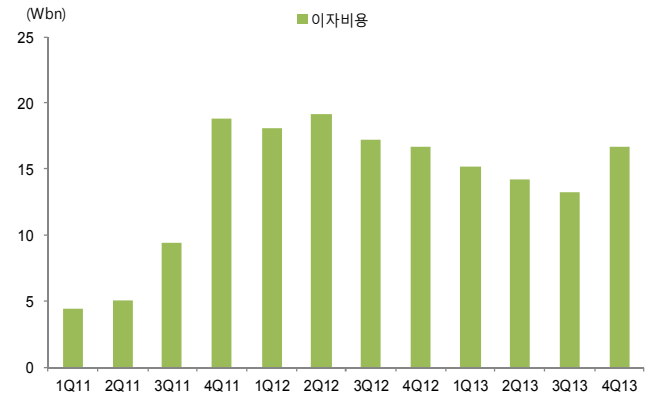
자산유동화에 따른 재무구조 개선 가능성

자산유동화에 따른 재무구조 개선 및 이자비용 절감이 예상된다. 하이트진로는 현재 순차입금 약 1.3조원을 보유하여 연간 547억원('13년 말 기준)을 순이자비용으로 지출하고 있다. '12년과 '13년 영업이익이 1,600억원 수준이었음을 고려할 때 영업외손익에서 이익훼손 비중이 크다.

하이트진로는 현재 서초동 소재 진로사옥, 청담동 소재 빌딩 등의 부동산을 보유하고 있는데 시가 1,500억원으로 추정된다. 또한 일본 법인 진로INC의 현재 보유지분 100% 중 50%를 일본 주류 회사 내지 유통회사에 매각 후 매각 대금을 차입금 상환에 사용할 계획에 있다.

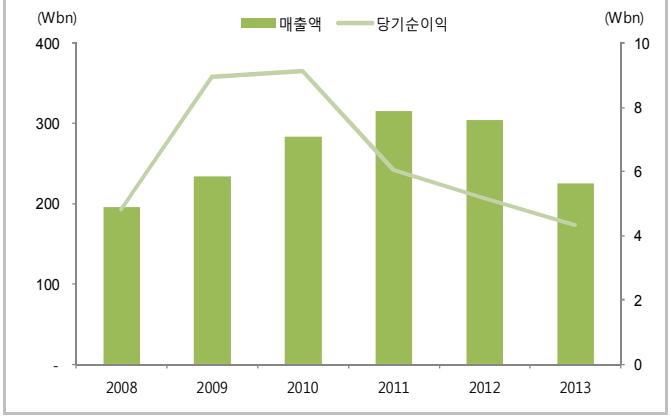
부동산과 자회사 지분 매각을 통해 순차입금이 1조원수준까지 하락할 경우 **연간 이자비용이 약 120억원 절감**되는 효과가 있을 것으로 추정된다.

Exhibit 11. 하이트진로 이자비용 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 12. 진로 INC 실적 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

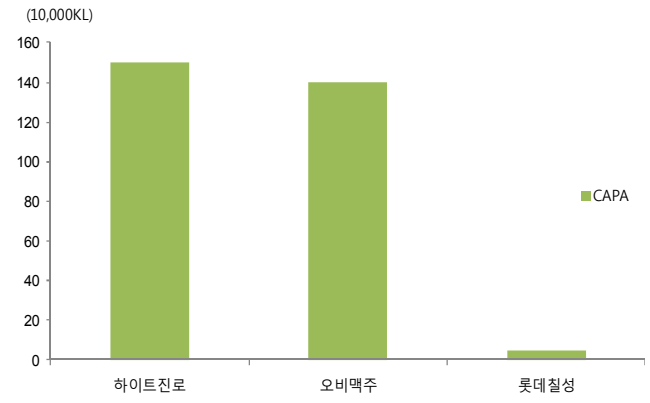
맥주시장 경쟁 우려 지나쳐

롯데칠성의 맥주 시장 진출, 수입 맥주 점유율 확대, 하우스맥주의 외부판매 허용 등 맥주시장 경쟁이 치열해지고 있으나 실제 경쟁강도 대비 우려가 지나치다는 판단이다.

올해 상반기 내 출시를 예정하고 있는 롯데칠성 맥주는 전체 Capacity가 약 5만KL수준으로 시장에 미치는 영향은 미미할 전망이다. Capacity 기준으로 오비맥주, 하이트진로와 비교 시 약 2% 수준에 불과하기 때문이다. 롯데칠성의 경우에도 장기적으로는 Capacity 확대가 예상되나 제품 출시 후 성공여부에 따른 점진적인 확대가 될 것이므로 오비맥주와 하이트진로에게 당장 위협이 되기 보다는 맥주 시장 성장에 따른 동반 성장이 예상된다.

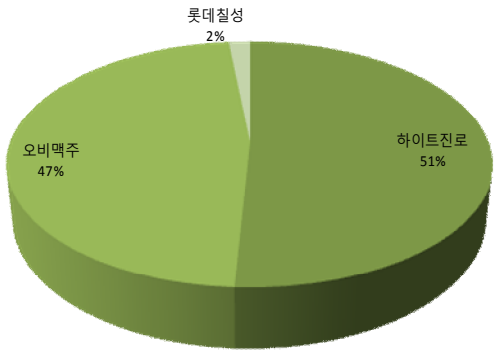
주세법 개정에 따라 소규모 맥주제조자의 외부 판매가 허용되었으나 이는 하이트진로, 오비맥주 등 주요 기업들과의 경쟁보다는 현재 100여종이 넘게 출시되어 있는 수입맥주와의 경쟁이 될 가능성이 높다고 판단된다.

Exhibit 13. 국내 맥주회사 Capacity 비교



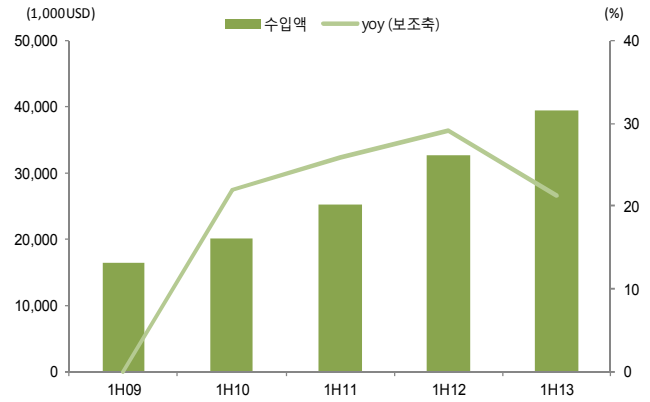
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 14. 국내 맥주회사 Capacity 기준 점유율 전망



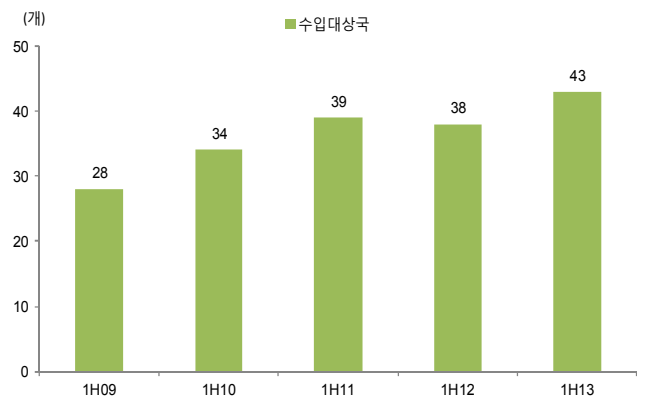
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 15. 맥주 수입액 추이



Source: 국세청, Leading Research Center

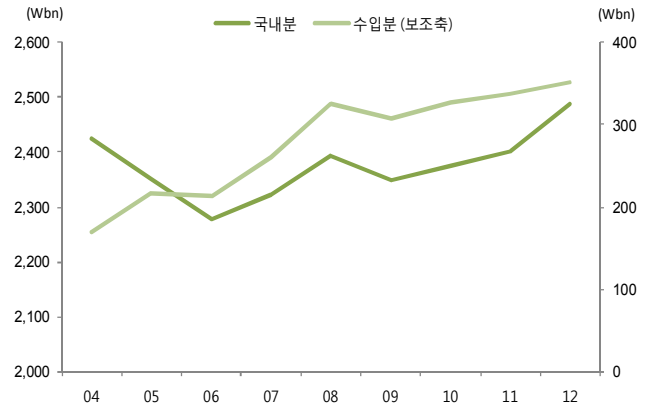
Exhibit 16. 맥주 수입대상국 추이



Source: 국세청, Leading Research Center

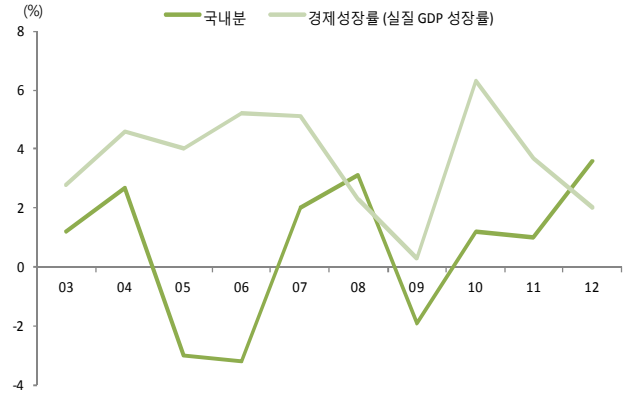
Appendix

Exhibit 17. 국세청 주세 부과액 추이



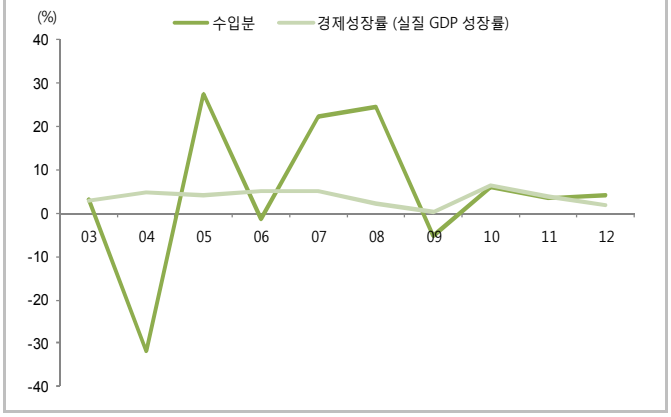
Source: 국세청, Leading Research Center

Exhibit 18. 국내분 주세 부과액과 실질 GDP 성장률 추이



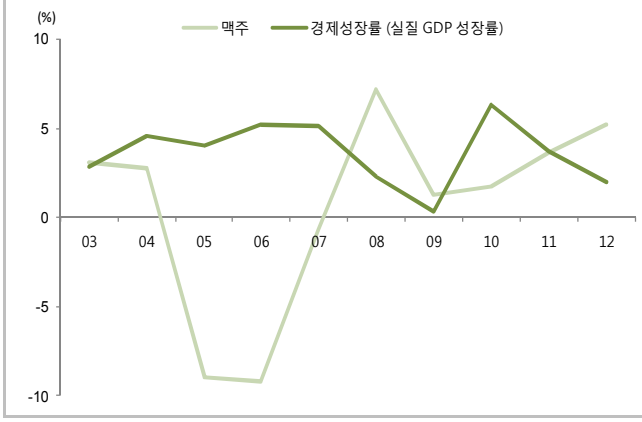
Source: 국세청, 통계청, Leading Research Center

Exhibit 19. 수입분 주세 부과액과 실질 GDP 성장률 추이



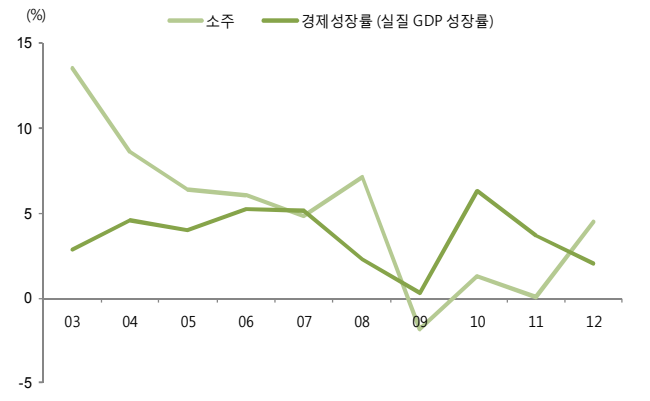
Source: 국세청, 통계청, Leading Research Center

Exhibit 20. 맥주 주세 부과액과 실질 GDP 성장률 추이



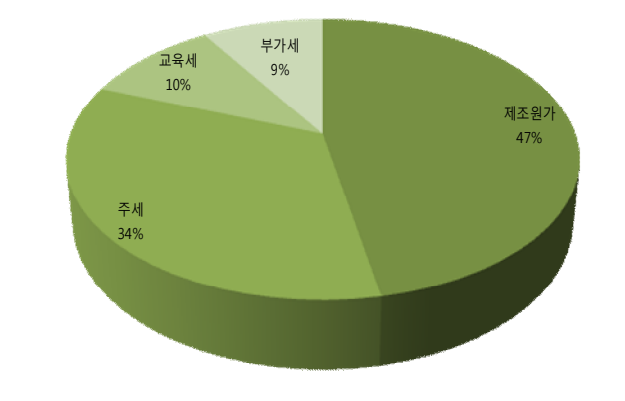
Source: 국세청, 통계청, Leading Research Center

Exhibit 21. 소주 주세 부과액과 실질 GDP 성장률 추이



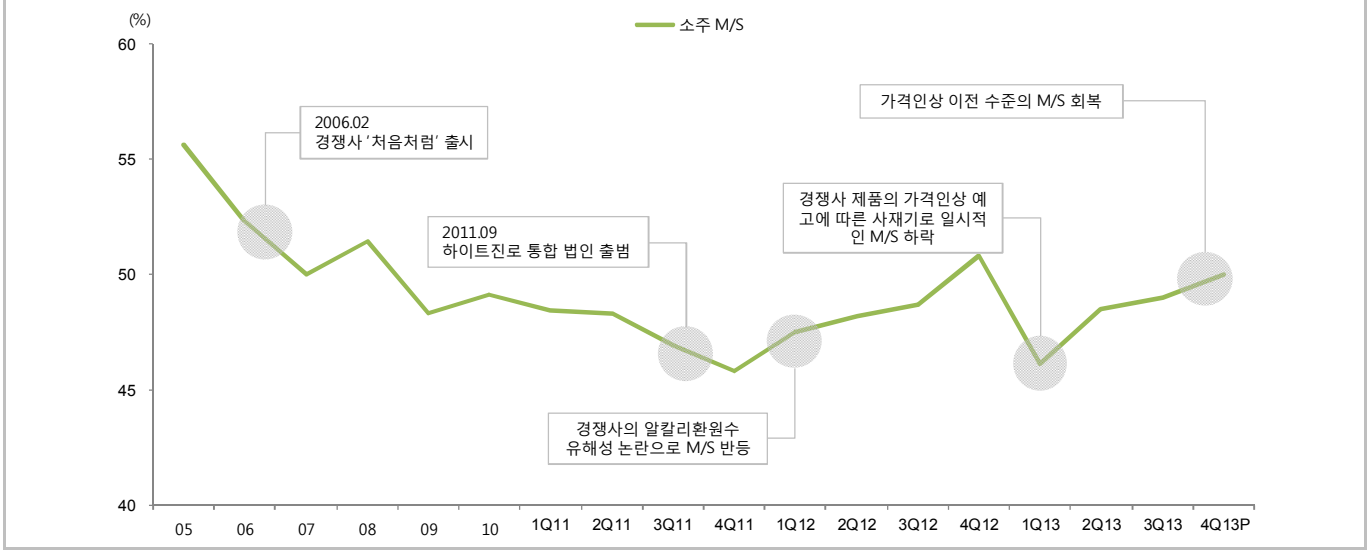
Source: 국세청, 통계청, Leading Research Center

Exhibit 22. 맥주 출고가 구성



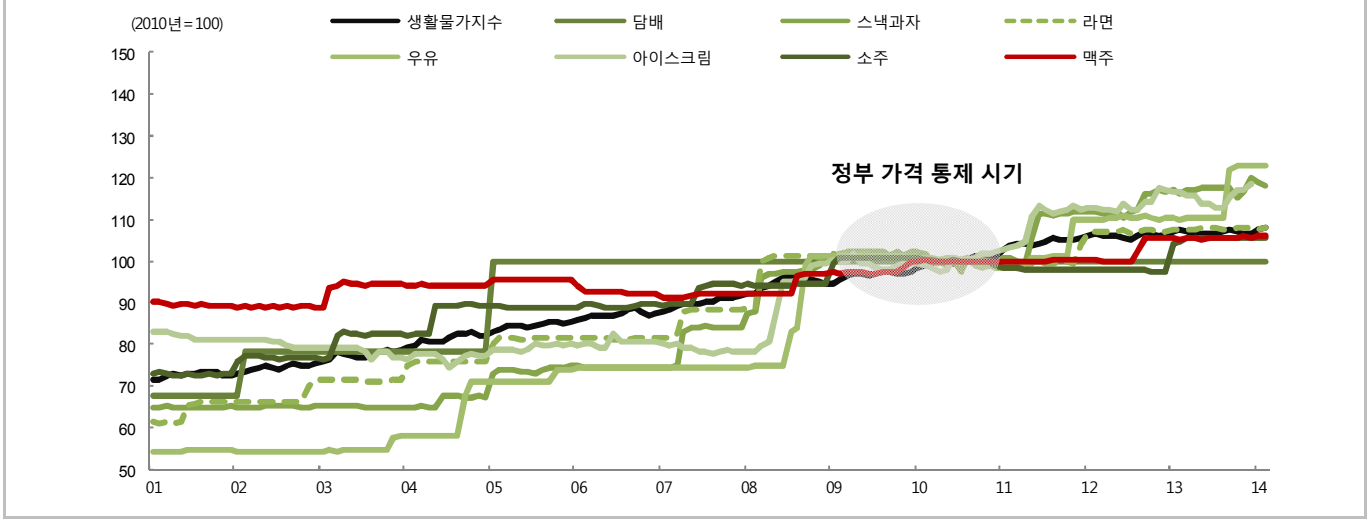
Source: 국세청, Leading Research Center

Exhibit 23. 소주부문 M/S 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 24. 생활물가지수 추이



Source: 통계청, Leading Research Center

하이트진로 분기 및 연간 실적 전망

Exhibit 25. 하이트진로 연간 및 분기별 실적 전망

구분(십억원,%)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013	2014F
매출액	**423**	**491**	**518**	**465**	**460**	**509**	**550**	**503**	**2,035**	**1,897**	**2,022**
%YoY	*-4.3*	*-8.8*	*-5.6*	*-7.9*	*8.7*	*3.7*	*6.1*	*8.2*	*48.1*	-6.8	7.9
맥주	200	239	278	200	206	257	298	233	922	917	994
소주	224	249	237	267	253	251	247	272	1,130	977	1,023
생수	15	19	20	14	15	19	20	14	65	67	67
기타	12	12	14	13	14	15	17	15	41	51	61
조정 및 제거	-28	-29	-31	-28	-28	-33	-32	-31	-123	-116	-124
매출총이익	**182**	**217**	**228**	**196**	**201**	**225**	**245**	**211**	**872**	**822**	**881**
%Margin	*43.0*	*44.1*	*43.9*	*42.2*	*43.6*	*44.3*	*44.5*	*41.8*	*42.8*	*43.4*	*43.6*
%YoY	0.7	-6.1	-7.8	-8.1	*10.1*	*4.0*	*7.7*	*7.3*	55.7	-5.6	7.2
판매 및 관리비	**135**	**173**	**187**	**167**	**145**	**177**	**191**	**181**	**705**	**662**	**694**
% of Sales	31.8	35.3	36.1	36.0	31.5	34.8	34.8	35.9	34.6	34.9	34.3
%YoY	-3.7	-10.6	2.2	-11.1	5.2	4.6	2.9	13.9	62.1	-6.1	4.9
영업이익(조정)	**48**	**44**	**41**	**29**	**56**	**48**	**54**	**30**	**167**	**161**	**187**
%Margin	*11.2*	*8.9*	*7.8*	*6.2*	*12.1*	*9.5*	*9.7*	*5.9*	*8.2*	*8.5*	*9.3*
%YoY	*15.5*	*17.8*	*-36.3*	*14.4*	*28.8*	*11.7*	*32.4*	*31.0*	*33.7*	-4.0	16.7
세전이익	**32**	**28**	**24**	**70**	**43**	**34**	**39**	**13**	**137**	**154**	**133**
%Margin	*7.6*	*5.7*	*4.6*	*15.1*	*9.3*	*6.7*	*7.1*	*2.6*	*6.7*	*8.1*	*6.6*
%YoY	*34.3*	-63.3	-44.8	흑전	*34.0*	*22.1*	*66.1*	*(81.6)*	*23.5*	12.4	-13.5
당기순이익	**18**	**18**	**16**	**28**	**33**	**26**	**30**	**11**	**104**	**79**	**101**
%Margin	*4.1*	*3.8*	*3.0*	*5.9*	*7.2*	*5.2*	*5.5*	*2.2*	*5.1*	*4.2*	*5.0*
%YoY	*-0.6*	-65.6	-47.7	1,020.4	*89.3*	*41.9*	*95.1*	*-60.5*	*-11.2*	-23.5	27.1
지배주주순이익	**18**	**18**	**16**	**27**	**33**	**26**	**30**	**11**	**103**	**79**	**101**

Source: Company data, Leading Research Center, IFRS 연결

Financial Statement

대차대조표

결산기(십억원)	2011	2012	2013	2014F	2015F
유동자산	1,031	812	797	800	844
현금성자산	145	81	64	75	86
매출채권	535	564	536	534	558
재고자산	167	128	141	132	138
비유동자산	2,542	2,707	2,756	2,736	2,721
투자자산	315	298	191	198	206
유형자산	2,180	2,188	2,338	2,317	2,300
무형자산	47	221	227	221	214
자산총계	**3,573**	**3,519**	**3,553**	**3,536**	**3,565**
유동부채	1,529	1,473	1,397	1,312	1,287
매입채무	219	255	271	221	231
유동성이자부채	814	834	757	707	657
비유동부채	621	637	773	825	834
비유동이자부채	533	528	554	604	604
부채총계	**2,150**	**2,110**	**2,170**	**2,137**	**2,121**
자본금	366	366	366	366	366
자본잉여금	710	710	710	710	710
이익잉여금	422	428	423	439	483
자본조정	(75)	(95)	(116)	(116)	(116)
자기주식	(123)	(123)	(123)	(123)	(123)
자본총계	**1,423**	**1,409**	**1,383**	**1,399**	**1,444**
투하자본	2,546	2,648	2,606	2,610	2,592
순차입금	1,202	1,282	1,248	1,237	1,175
ROA	2.8	2.9	2.2	2.8	3.5
ROE	6.9	7.3	5.7	7.2	8.7
ROIC	4.8	4.9	3.1	5.4	6.3

손익계산서

결산기(십억원)	2011	2012	2013	2014F	2015F
매출액	**1,374**	**2,035**	**1,897**	**2,022**	**2,131**
증가율 (Y-Y,%)	32.8	48.1	(6.8)	6.6	5.4
영업이익	**125**	**167**	**161**	**187**	**216**
증가율 (Y-Y,%)	(0.7)	33.7	(4.0)	16.7	15.2
EBITDA	194	289	284	318	345
영업외손익	**(14)**	**(30)**	**(6)**	**(54)**	**(53)**
순이자수익	(34)	(68)	(57)	(52)	(50)
외화관련손익	(3)	(2)	(1)	0	0
지분법손익	10	28	0	0	0
세전계속사업손익	**111**	**137**	**155**	**133**	**163**
당기순이익	**70**	**104**	**79**	**101**	**123**
지배기업순이익	70	103	79	101	123
증가율 (Y-Y,%)	15.2	47.4	(23.5)	27.2	22.3
NOPLAT	**79**	**126**	**82**	**142**	**163**
(+) Dep	69	122	124	131	130
(-) 운전자본투자	259	(79)	2	27	7
(-) Capex	82	148	100	103	107
OpFCF	(194)	179	104	142	179
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	23.2	27.6	22.4	13.8	1.6
영업이익증가율(3Yr)	(4.8)	3.5	8.4	14.4	8.9
EBITDA 증가율(3Yr)	5.2	15.4	20.1	18.0	6.1
순이익증가율(3Yr)	(23.2)	(5.6)	9.1	12.8	6.0
영업이익률(%)	9.1	8.2	8.5	9.3	10.1
EBITDA 마진(%)	14.1	14.2	15.0	15.7	16.2
순이익률 (%)	5.1	5.1	4.2	5.0	5.8

현금흐름표

결산기(십억원)	2011	2012	2013	2014F	2015F
영업현금	**198**	**167**	**480**	**207**	**255**
당기순이익	70	104	79	101	123
자산상각비	69	122	124	131	130
운전자본증감	32	(61)	115	(27)	(7)
매출채권감소	51	(103)	33	2	(24)
재고자산감소	(3)	38	(14)	9	(6)
매입채무증가	(25)	18	111	(50)	10
투자현금	**(57)**	**(92)**	**(225)**	**(111)**	**(115)**
단기투자자산감소	1	0	(2)	0	0
장기투자증권감소	6	1	19	(1)	(1)
설비투자	(82)	(148)	(100)	(103)	(107)
유무형자산감소	3	(162)	(189)	0	0
재무현금	**(157)**	**(132)**	**(265)**	**(85)**	**(128)**
차입금증가	(82)	(48)	(157)	0	(50)
자본증가	(59)	(84)	(107)	(85)	(78)
배당금지급	59	84	84	85	78
현금 증감	11	(64)	(14)	11	11
총현금흐름(Gross CF)	**219**	**315**	**414**	**234**	**262**
(-) 운전자본증가	259	(79)	2	27	7
(-) 설비투자	82	148	100	103	107
(+) 자산매각	3	(162)	(189)	0	0
Free Cash Flow	(120)	84	123	103	148
(-) 기타투자	(6)	(1)	(19)	1	1
잉여현금	(114)	85	142	102	147

주요투자지표

결산기	2011	2012	2013	2014F	2015F
Per share Data					
EPS	1,448	1,489	1,117	1,431	1,739
BPS	20,150	19,948	19,579	19,624	20,252
DPS	1,250	1,250	1,200	1,100	1,000
Multiples(x,%)					
PER	17.4	20.4	21.9	17.1	14.1
PBR	1.2	1.5	1.3	1.2	1.2
EV/ EBITDA	15.2	11.8	10.5	9.4	8.4
배당수익율	5.0	4.1	4.9	4.5	4.1
PCR	5.7	6.8	4.2	7.4	6.7
PSR	0.9	1.1	0.9	0.9	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	151.1	149.7	156.9	152.7	146.9
Net debt/Equity	84.5	91.0	90.2	88.4	81.4
Net debt/EBITDA	620.9	443.8	439.1	388.8	340.3
유동비율	67.4	55.1	57.1	61.0	65.6
이자보상배율	3.6	2.4	2.8	3.6	4.3
이자비용/매출액	2.7	3.5	3.1	2.6	2.4
자산구조					
투하자본(%)	84.7	87.5	91.1	90.5	89.9
현금+투자자산(%)	15.3	12.5	8.9	9.5	10.1
자본구조					
차입금(%)	48.6	49.2	48.7	48.4	46.6
자기자본(%)	51.4	50.8	51.3	51.6	53.4

▶ Compliance Notice

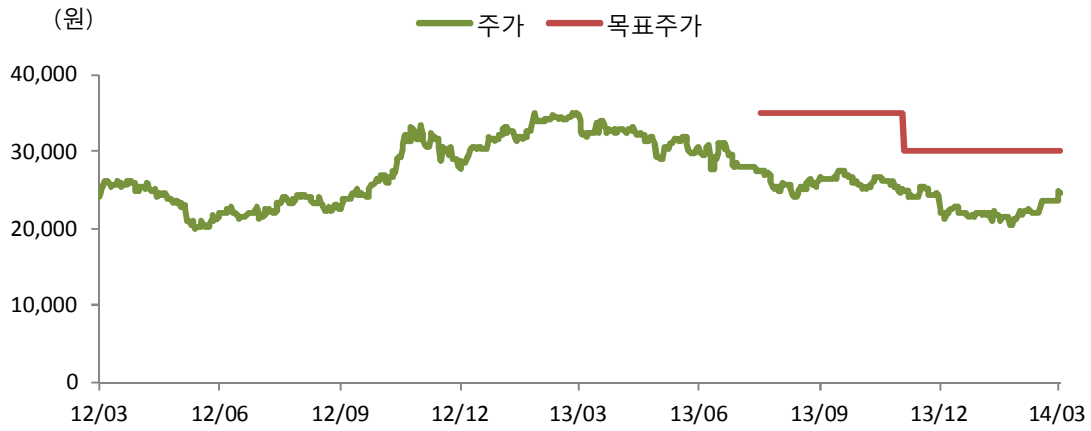
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

하이트진로 (000080 KS)				
일자	2013-07-29	2013-08-21	2013-11-15	2014-03-17
투자의견	BUY(신규)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 하향)	BUY(TP 유지)
목표주가	35,000	35,000	30,000	30,000

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2014 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*