

롯데제과(280360)

반전의 전율

국내의 반전이 시작된다

국내 사업의 경영 초점이 점유율 상승에서 수익성 개선으로 바뀜에 따라 빠른 기업가치 상승이 기대된다. 적자 제품 및 사업을 축소하고, 현금흐름을 중시한 영업이 올해부터 본격화될 전망이다. 대형 브랜드를 육성하고, 이를 기반해 할인을 축소하며, 니치마켓을 공략하는 전략도 병행되어 외형도 점진적으로 증가할 것이다. 별도법인의 영업이익은 향후 3년간 연평균 20%씩 증가할 것으로 예상된다.

가장 높은 해외 성장 보여줄 것

지주사로부터 현물출자될 회사들을 포함한 전체 해외 제과법인들의 2018년 매출액과 영업이익은 각각 6,405억원, 502억원으로 전년대비 24%, 80% 증가할 전망이다. 시장 확대와 신제품/라인 증가로 자연 성장률이 높을뿐더러 중국의 구조조정, 인도의 빙과 업체 인수로 고성장이 예상된다. 앞으로도 광범위한 세계시장 네트워크와 선진 경영기법을 활용해 성공적인 M&A를 추가하며 해외 성장이 가장 빠른 식품기업으로 재평가될 것이다.

현물출자 감안해도 저평가

일본 롯데와의 시너지 지연으로 목표주가를 하향하나, 실적 전망이 밝고 현물출자 우려가 과도해 매수 추천한다. 증자로 인한 EPS 희석 영향은 13%에 불과하며, 희석된 EPS를 반영한 2019년 PER은 11배로 경쟁사대비 30% 가량 낮다. 그룹의 고배당 정책으로 고성장이 주주에게 환원되는 속도가 빠르고 ROE가 획기적으로 개선될 것이라는 점도 주목할 만하다.

	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	405	2,128	2,531	2,653
영업이익(십억원)	8	133	193	222
세전이익(십억원)	3	108	170	201
순이익(십억원)	2	81	128	151
EBITDA(십억원)	27	212	285	314
순차입금(십억원)	588	399	344	270
영업이익률(%)	2.1	6.3	7.6	8.4
ROE(%)	0.2	6.9	8.1	9.0
배당수익률(%)	0.2	2.0	2.9	3.3
EPS(원)	143	19,323	15,800	18,605
(EPS 증가율, %)	NM	13,448.7	(18.2)	17.8
BPS(원)	58,085	190,154	200,954	213,859
DPS(원)	280	3,500	5,000	5,700
PER(x)	1,021.0	9.0	11.0	9.4
PBR(x)	2.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(x)	44.6	5.3	3.8	3.2

주: 2017년 10월 지주회사로 분할 후 신설된 사업회사. 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 250,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(4/2)	2,444
주가(4/2)	175,000
시가총액(십억원)	737
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저가(원)	190,000/145,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,799
유동주식비율/외국인인자분율(%)	32.7/26.9
주요주주(%)	롯데암미늄 외 15 인
	First Eagle Investment Management, LLC
	7.5

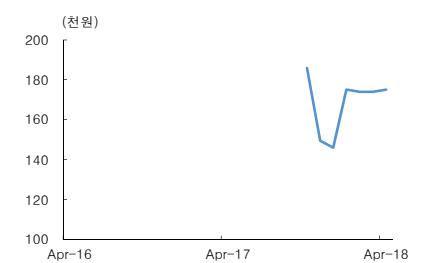
EPS 변동(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2018F	—	19,323	—
2019F	—	15,800	—
2020F	—	18,605	—

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.3	—	—
KOSPI 대비(%p)	(0.8)	—	—

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

Contents

I. Valuation	2
1. 목표주가 250,000원, 상승 여력 47%	
2. 해외 건과 현물출자 위험 제한적	
II. 국내 제과, 변화의 계절	6
1. 점유율보다는 수익성으로	
2. 2018년부터 수익성 개선 본격화	
III. 해외 제과, 짜릿한 성장 지속	10
1. 놀라운 성장이 계속된다	
2. 부담 줄어든 중국	
IV. 고성장이 고배당으로	18
1. 순이익 CAGR 37%	
2. 고배당으로 ROE 레벨업	
기업개요 및 용어해설	25

리포트 작성 목적

- 해외 건과사 지분 현물 출자 시 EPS 희석 영향 최초 분석
- 국내외 사업 현황 및 미래 경영 전략의 점검과 이의 성공 가능성 검토
- 증자, 배당, 경영진 등의 다각적인 변화가 valuation에 미치는 영향 제시

I. Valuation

1. 목표주가 250,000원, 상승 여력 47%

**한국 음식료 종
가장 빠른 해외 성장과
국내 수익구조 레벨업
보여줄 것**

롯데제과를 음식료 top picks 중 한 종목으로 매수 추천한다. 목표주가는 PER valuation의 벤치마크를 기준 세계 제과사에서 이보다 낮게 평가되는 한국 음식료사를 포함하는 것으로 변경함에 따라 390,000원에서 250,000원으로 하향한다. 신동빈 체제 강화로 일본 롯데와의 시너지가 강화될 것으로 예상했으나, 오너 일가의 법정 문제로 이것이 지연되고 있는 상황을 반영한 것이다. 하지만 동사가 여전히 매력적인 이유는 한국 식품사 중에서 가장 해외 사업 성장이 빠를 것이고, 국내도 강한 구조조정으로 수익구조가 혼격히 개선될 것이기 때문이다. 현재 사업 위주인 현 사업구조하에서의 향후 3년 EPS CAGR은 24.9%(표 4의 A), 해외 건과업의 현물출자를 가정한 EPS CAGR은 37.4%(표 4의 C)에 달한다.

**해외 건과사 현물출자 등
우려 과도하게 반영**

롯데그룹은 지난해 4월말에 지주사 전환과정을 소개했는데, 이때 당시 롯데제과가 보유하고 있던 해외 건과사 지분이 양도소득세 절감을 목적으로 롯데지주 귀속으로 조개겼다가 2018년에 다시 사업회사가 된 롯데제과에 현물출자될 것이라 밝혔다. 이후 롯데제과의 주가는 지속적으로 하락했고, 2017년 10월 신규 상장 시에는 KOSPI 200에서 제외된 이슈로 다시 한번 급락했다. 그러나 다음 파트에서 후술하겠지만 사실 해외 건과사의 EPS 기여가 커 증자로 인한 주식 가치 희석이 그리 크지 않으며, 6월에 KOSPI 200에 편입될 가능성도 커 여러모로 주식의 매력이 점증하고 있다고 판단된다. 우리의 목표주가는 올해 하반기에 해외 건과사 지분이 현물출자될 것으로 가정해, 해외 실적과 EPS 희석 영향을 연간으로 온전히 반영한 2019년의 EPS에 국내외 peers의 평균 PER을 적용해 산출했다.

<표 1> PER valuation

(단위: 원, 배, %)

	2017F	2018F	2019F
EPS(해외 제과 18년 7월 편입 가정)	482	19,323	15,800
목표 PER(peers 평균)			15.2
목표주가			250,000
현재 주가			170,000
Upside			47.1%

주: 롯데제과 주가는 3월 30일 종가
자료: 한국투자증권

**6월에 KOSPI 200에
재편입되면 수급 개선 예상**

2018년 6월 15일에 있을 KOSPI 200 산정 정기 평정에서 롯데제과가 재편입될 가능성이 높다. KOSPI 200 편입은 시가총액 기준으로 상위 80%, 거래대금 기준으로 상위 85% 안에 들어야 한다. 현재 KOSPI 200 종목 중 가장 작은 시가총액 규모는 5천억원 정도로 동사의 시가총액보다 작다. 일평균 거래대금 측면에서도 동사는 최하단 업체보다 위에 있다.

2. 해외 건과 현물출자 위험 제한적

**하반기 해외 제과
현물출자 예상**

우리는 올해 3분기 정도에 롯데지주가 해외 건과사 지분을 롯데제과에 현물출자 할 것으로 예상한다. 3월 23일 개최된 주주총회에서 발행주식총수(제3자 배정 기발생주식수 + 제 3자 배정 가능주식수)의 50%까지 증자가 가능하도록 정관이 변경되어 이의 기반이 마련됐다. 세금 효과만 제외하면 당연히 해외 제과업은 사업회사 귀속이 옳다. 동일 사업 영위로 인한 시너지가 크고, 롯데지주가 2년내에 롯데제과 등 사업회사 지분을 20% 이상 보유해야하므로 해외 건과사 지분이 빨리 사업회사로 귀속되어야한다는 사실은 분명하다.

**해외 지분이 지주사로
이전된 것은 세제 효과 때문**

참고로 지주사 전환과정에서 해외 자회사 지분이 롯데지주로 이전된 이유는 세제 혜택(분할 양도손익 법인세 22% 혜택, 사업회사 유형자산 취득세 85% 감면)을 받을 수 있는 적격 분할 요건 상 신설회사인 사업회사(현 롯데제과)가 원칙적으로 주식을 승계하지 못하도록 되어 있기 때문이다. 예외적으로 승계가 가능한 경우는 신설행인과 승계 회사간의 내부거래가 30% 이상이거나 고정자산 중 70% 이상이 동일 사업이어야 하는데, 롯데제과의 경우 일부 회사(Lotte Qingdao, 싱가폴 법인)를 제외하고는 모두 이 두 요건을 충족하지 못했다. 대부분은 로컬기업을 인수한 형태로 내부거래가 작았고, 사업회사가 건과 이외에 빙과, 제빵, 건강식품을 영위해 후자 요건도 충족되지 않았다.

**현재 주가 적용 시
EPS dilution은
12.6%에 불과**

우리의 민감도 분석에 따르면 현재 롯데제과의 시가총액이 유지되고 현물 출자될 해외 제과사의 가치가 분할된 이후 약 10% 증가한 6,600억원일 경우 주식수는 지금보다 92.2% 늘어날 것으로 예상된다. 출자 후 주식수 기준으로는 48%의 증자다. 현물 출자될 해외 건과사들(지난해말 인수한 인도 빙과업체는 롯데제과 소속이므로 제외)의 2018년 연간 매출액, 영업이익, 순이익은 5,622억원, 463억원, 395억원으로 예상된다. 즉 현물출자로 인해 순이익이 증가하는 비율은 67.9%(현물출자 없는 롯데제과의 연간 순이익은 581억원 추정)로 산출된다. 따라서 현물출자로 인한 최종적인 EPS 희석 효과는 12.6%이다. 현물출자금액과 롯데제과의 주가가 이 기준에서 5%씩 증가(상승) 또는 감소(하락)로 움직일 경우 EPS 희석 효과는 4.7%~21.5% 사이이다.

〈표 2〉 롯데제과 주가와 현물출자총액 변화에 따른 EPS 변화

(단위: 원, 십억원)

	해외 제조사 지분 가치(현물출자총액, 십억원)							
	792	726	693	660	627	594	528	
롯데제과 주가 (원)	195,500	11,810	12,313	12,581	12,861	13,154	13,460	14,118
	187,000	11,552	12,056	12,325	12,606	12,900	13,209	13,871
	178,500	11,283	11,787	12,056	12,338	12,634	12,944	13,611
	170,000	11,001	11,504	11,774	12,056	12,353	12,664	13,336
	161,500	10,705	11,207	11,477	11,759	12,056	12,369	13,045
	153,000	10,394	10,895	11,164	11,446	11,743	12,056	12,735
	144,500	10,067	10,565	10,833	11,115	11,412	11,725	12,406

주: 기준 EPS는 13,802원. 롯데제과 주가는 3월 30일 종가

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 롯데제과 주가와 현물출자총액 변화에 따른 EPS 변화율

(단위: %)

	해외 제조사 지분 가치						
	20.0	10.0	5.0	0.0	(5.0)	(10.0)	(20.0)
롯데제과 주가	15.0	(14.4)	(10.8)	(8.8)	(6.8)	(4.7)	(2.5)
	10.0	(16.3)	(12.6)	(10.7)	(8.7)	(6.5)	(4.3)
	5.0	(18.3)	(14.6)	(12.6)	(10.6)	(8.5)	(6.2)
	0.0	(20.3)	(16.6)	(14.7)	(12.6)	(10.5)	(8.2)
	(5.0)	(22.4)	(18.8)	(16.8)	(14.8)	(12.6)	(10.4)
	(10.0)	(24.7)	(21.1)	(19.1)	(17.1)	(14.9)	(12.6)
	(15.0)	(27.1)	(23.5)	(21.5)	(19.5)	(17.3)	(15.0)

주: 기준 EPS는 13,802원. 롯데제과 주가는 3월 30일 종가

자료: 한국투자증권

현물출자해도

2019년 PER은 10.7배

〈표 4〉에서 A는 국내사업 위주인 현재의 구조가 그대로 유지되는 경우이다. 이 때 지배주주순이익은 2017년 486억원(연간 추정)에서 2018년 583억원, 2019년 790억원으로 증가할 전망이다. 2017년 하반기에 지주사 전환 관련 지급수수료나 중국 법인 상각 등 일회성 비용이 많았던 데다, 2018년부터 적자사업 철수, 영업/생산 효율화 작업이 강도있게 추진될 것이므로 수익구조가 레벨업될 것이다. 이 기준 PER은 H에서와 같이 2018년 12.3배, 2019년 9.1배로 peer그룹보다 낮다. B의 지배주주순이익은 2018년 하반기에 지주사가 보유하고 있는 해외 건과사 지분을 롯데제과가 현물출자 받는 경우를 가정한 것이다. 현물출자로 주식 수가 크게 증가하지만 늘어나는 이익으로 상당부분 회석 영향이 경감된다. 현재 주가가 유지될 경우 시가총액은 1.4조원으로 증가하는데, 이때 2019년 PER(G/E)는 10.8배 정도로만 상승한다.

Dilution 가정해도 peer대비

29% 저평가

현물출자가 실현된다는 가정으로 해외 건과사 실적을 연간으로 합산해 산출한 PER(I)는 2019년 10.7배로 peer그룹 평균대비 29.3% 낮다. 다시 말해 지금은 증자로 인한 우려가 과도하게 주가에 반영된 상태다. 높은 사업 성장성과 더불어 valuation 매력도 커졌다.

〈표 4〉 현물출자 전후 PER 비교

(단위: 십억원, 원, 천주, 배, %)

			2017F	2018F	2019F	2020F
현물출자 전후의 순이익과 EPS	지배주주순이익(사업회사, 17년 연환산)	A	48.6	58.3	79.0	94.6
	지배주주순이익(사업회사+해외 제과 18년 7월 편입)	B	2.0	81.3	127.8	150.5
	지배주주순이익(사업회사+해외 제과)	C	58.1	97.6	128.1	150.5
	EPS(사업회사, 17년 연환산)	D	11,535	13,849	18,764	22,477
	EPS(사업회사+해외 제과 18년 7월 편입)	E	482	19,323	15,800	18,605
	EPS(사업회사+해외 제과)	F	13,800	23,177	15,833	18,605
	발행주식수(사업회사+해외 제과 18년 7월 편입)		4,209	8,091	8,091	8,091
〈현물 출자로 인한 변화〉						
	지배주주순이익(사업회사+해외 제과 18년 7월 편입)	B/A-1		39.5%	61.9%	59.1%
	지배주주순이익(사업회사+해외 제과)	C/A-1		67.4%	62.2%	59.1%
	EPS(사업회사+해외 제과 18년 7월 편입)	E/D-1		39.5%	(15.8%)	(17.2%)
	EPS(사업회사+해외 제과)	F/D-1		67.4%	(15.6%)	(17.2%)
현물출자 전후의 PER	〈현재 시총〉					
	현재 주가		146,000	170,000	170,000	170,000
	현재 시가총액	G	614.5	715.5	715.5	715.5
	PER(사업회사, 17년 연환산)	H=G/D	12.7	12.3	9.1	7.6
〈시총=현재 시총+현물출자금액〉						
	현재 시가총액			715.5		
	현물출자금액			660.0		
	발행주식수 증가율			92.2%		
	예상 시가총액			1,375.5	1,375.5	1,375.5
	PER(사업회사+해외 제과 18년 7월 편입)	G/E		8.8	10.8	9.1
	PER(사업회사+해외 제과)	I=G/F		7.3	10.7	9.1

주: B의 2017F는 분할 이후인 10~12월의 3개월 실적 기준, B의 2018F는 1~6월은 사업회사(별도법인 + 인도 방과)만의 실적, 7~12월은 분할 전 보유했던 카자흐스탄 등 해외 제과 회사 현물 출자 기정 실적, 롯데제과 주가는 3월 30일 종가. E와 F에서 EPS가 2019년에 이익 증가에도 불구하고 전년대비 감소하는 이유는 2018년 3분기 현물출자를 가정해 2019년 연평균 발행주식수가 전년대비 증가하는 영향 때문

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 Global peers와의 PER 비교

(단위: 원, 배, %)

		2017F	2018F	2019F
〈롯데제과〉				
PER(현재 시가총액 기준)	H	12.7	12.3	9.1
PER(예상 시가총액 기준)	I	—	7.3	10.7
〈Global peers PER〉				
세계 제과회사	J	21.4	18.5	17.1
한국 음식료회사	K	19.0	15.7	13.3
평균	L	20.2	17.1	15.2
PER premium	H/J-1		(33.6%)	(47.0%)
	H/K-1		(21.8%)	(31.8%)
	H/L-1		(28.2%)	(40.3%)
PER premium	I/J-1		(60.3%)	(37.2%)
	I/K-1		(53.3%)	(19.2%)
	I/L-1		(57.1%)	(29.3%)

주: H는 해외 제과 현물 출자 없이 현재의 사업회사의 연간 실적 기준, I는 현물 출자 받은, 즉 해외 제과 실적을 연간으로 합산해 산출. 롯데제과 주가는 3월 30일 종가

자료: 한국투자증권

II. 국내 제과, 변화의 계절

1. 점유율보다는 수익성으로

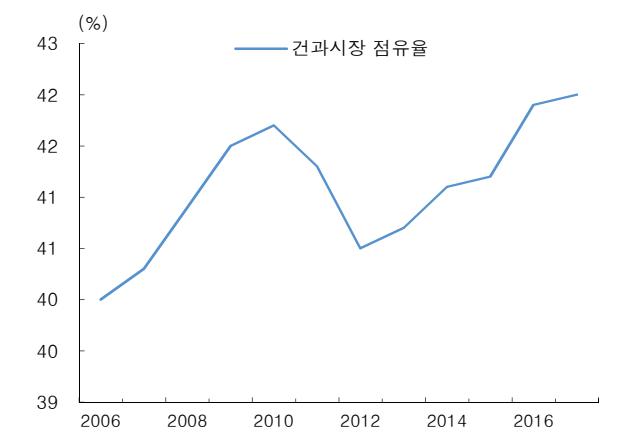
롯데그룹의 수익성 개선 전략은 롯데제과 기업가치의 터닝 포인트 제공

점유율 40% 추가 상승보다 이익 수준 높여 성장 업체 인수하는 것이 효율적

3월 26일 롯데지주의 애널리스트 간담회가 개최되었다. 여기서 롯데그룹은 식품 사업에서 제조, 물류, 판매, 마케팅을 아우르는 전체 value chain의 수익성을 원점에서부터 검토하는 zero based budgeting을 실시할 계획이라고 밝혔다. 이러한 최고 경영진의 수정된 경영 전략은 롯데제과와 같이 국내시장에서 추가 점유율 상승이 큰 의미가 없는 기업들에게 중요한 가치 상승을 이끌 전망이다.

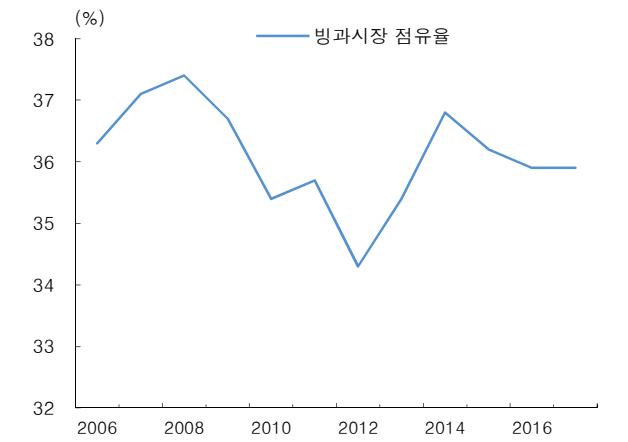
2017년에 동사는 2.5조원 규모인 한국 건과시장 내 점유율 42%, 0.9조원 규모인 빙과시장 내 점유율 36%, 0.6조원 규모인 양산빵시장 내 점유율 20%를 기록했다. 2014년에 흡수합병한 롯데브랑제리사업을 제외하고, 동사는 건과 및 빙과 시장에서 지난 10년간 점유율을 높이거나 유지한 막강한 선두 업체이다. 과거 신격호 총괄회장 체제하에서는 이미 40%인 각 시장의 점유율을 더 높이는 것이 우선적인 경영 정책이었다면 현 신동빈 회장 체제에서는 수익성을 향상시키는 방향으로 경영의 방점이 이동한 것으로 보인다. 사실 롯데제과 같이 저성장 시장에서 점유율을 40% 이상으로 더 높이는 것은 ROIC를 떨어트리는 부작용을 초래한다. 좋은 제품과 생산성 향상으로 점유율을 방어하고, 증가한 이익으로는 성장성이 높은 해외 등지에서 M&A를 추진해 외형을 다시 확대하는 전략을 기대한다.

[그림 1] 국내 건과 점유율



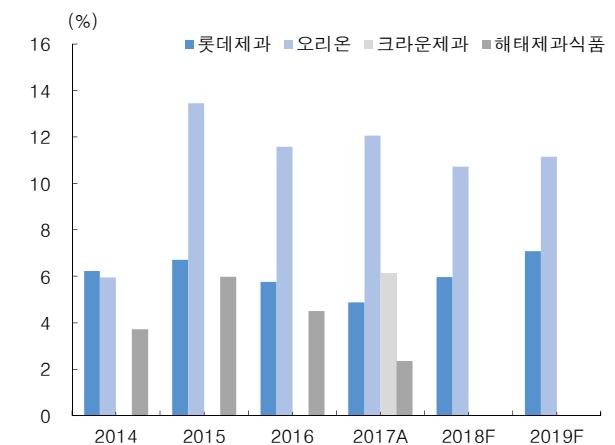
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 2] 국내 빙과 점유율



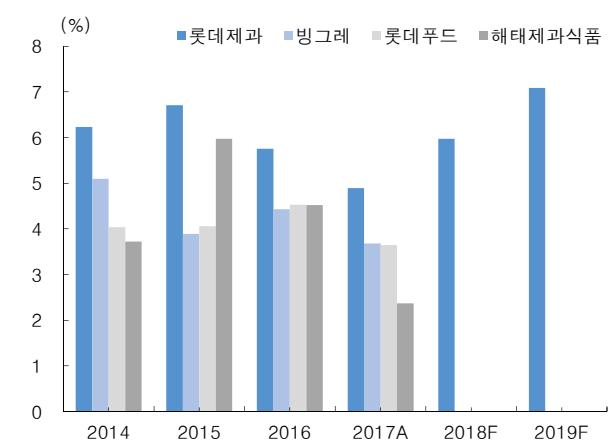
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 3] 건과 4사 영업이익률



자료: 한국투자증권

[그림 4] 빙과 4사 영업이익률



자료: 한국투자증권

**적자 사업 축소,
영업/생산 물류에도
효율화 작업 강화 예상**

**NPB 등 틈새시장 공략
성과 있어,
카테고리 확장이나
M&A 시도도 계속될 것**

외형 확장보다 내실을 기하는 방향으로 경영의 초점이 바뀌면서 구색 맞추기용 SKU 수가 줄어들 전망이다. 적자 부문인 인스토어 베이커리나 건강식품사업의 구조조정도 진행될 것으로 예상된다. 비효율적인 영업/판촉 행사를 줄이고, 영업 평가 잣대를 매출 증가 위주에서 매출채권/반품/수익성의 비중을 높일 것으로 전망된다. 생산과 물류에서도 비용 축소, 통합 등 효율화 작업이 진행될 것이다.

2018년 국내 매출액은 적자 부문 구조조정으로 지난해와 유사하게 유지되겠지만, 내용면에서는 개선돼 장기적인 성장의 기반이 갖춰질 전망이다. 동사는 최근 수년간 요구르트 젤리나, 죠크박 아이스(죠스, 스크류, 수박 아이스)와 같은 NBP 히트 제품을 계속 개발했다. 앞으로도 이러한 틈새 시장 공략, AI를 통한 신개념 신제품 출시 등이 시도될 것이다. 우리의 실적 전망치에는 반영되지 않았지만, 조만간 시리얼시장에 진출하고 또 중형 규모(인수금액 1천억원 전후)의 국내 M&A가 추진될 가능성도 있다.

**빙과 고정가격제도 도입,
건과 ASP 상승도 기대할 만**

건과대비 상대적으로 시장 침체가 심했던 빙과에서는 과거 수년간 업계에서 추진되었던 가격정찰제보다 더 강력한 고정가격제를 도입한 것으로 보인다. 이는 채널별로 판매가격을 고정하는 제도로 가격정찰제대비 제조사의 가격 유지력을 강화시켜 ASP를 높이는 효과를 발휘할 전망이다. 이외에도 6~7년간 하락한 곡물 가격이 유가 상승 등에 영향을 받아 상승할 경우 다른 식품업체들과 마찬가지로 좀더 높은 폭의 제품가격 인상이 가능할 것으로 예상된다. 이 경우 우리의 실적 전망은 상향될 것이다.

2. 2018년부터 수익성 개선 본격화

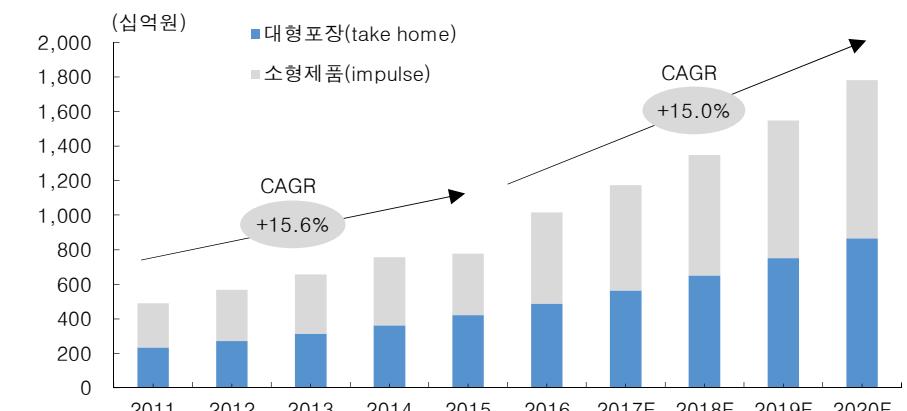
2017년 실적에는 일회성비용 대거 반영

2017년 사업회사의 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 -0.6% , -17.5% 를 기록했다. 건과 및 빙과시장이 크게 성장하지 못한데다 제빵과 건강식품의 실적 부진이 계속됐다. 더불어 특히 지난해 하반기에 지급수수료, 그리고 중국 관련 대손 상각비가 대규모로 반영됐다. 지급수수료의 경우 지주사 전환 및 올해부터 추진되는 국내사업 구조조정과 관련된 컨설팅비용 등이 많았던 것으로 보인다. 이러한 일회성 비용이 약 100억원 이상인 것으로 추정되며, 이를 제거할 경우 지난해 영업이익은 약 1천억원 규모로 2016년 1,017억원과 큰 차이가 없는 것으로 추산된다.

2018년 매출액 6%, 영업이익 30% 성장 예상

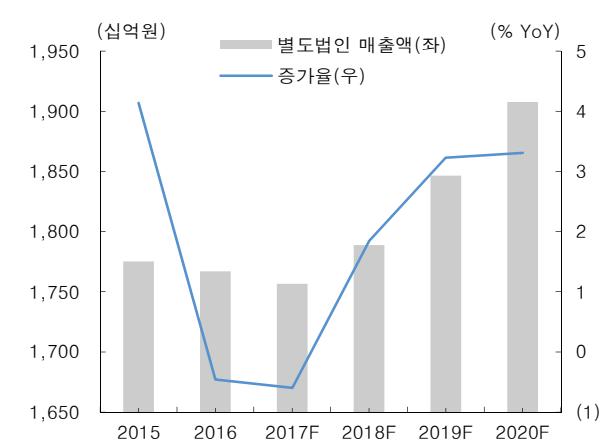
2018년에는 이러한 일회성 비용이 제거됨과 동시에 2분기 이후 구조조정이 속도감 있게 진행되면서 마진율이 개선될 것이다. 인스토어 베이커리 및 건강식품 사업의 구조조정, 그리고 건과/빙과부문의 영업 효율성 강화의 효과가 클 전망이다. 여기에 지난해 말 인수한 인도의 빙과업체 Havmor의 종속법인 편입 효과(연간 매출액 700~800억원, 영업이익률 5% 수준)가 있다. 이를 포함한 연결 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 6.3% , 29.6% 증가한 1조 8,670억원, 1,107억 원을 기록할 전망이다. Havmor는 최근 5개년 연평균 15.6% 씩 성장한 인도 아이스크림시장에서 점유율 $6\sim7\%$ 를 기록하고 있으며 Gujarat주의 2위 업체로 탄탄한 지역 판매 기반을 갖추고 있다. 카자흐스탄과 파키스탄의 강한 브랜드로 시장 성장 이상의 외형 증가와 선진 경영기법 도입으로 수익성이 개선될 것으로 기대된다.

[그림 5] 인도 빙과시장의 성장성



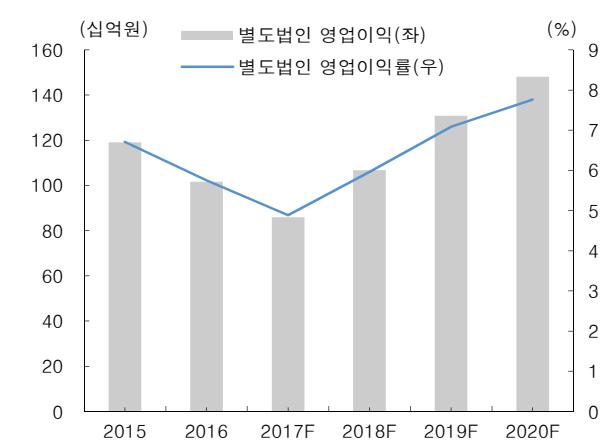
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 6] 별도 법인 매출액 전망



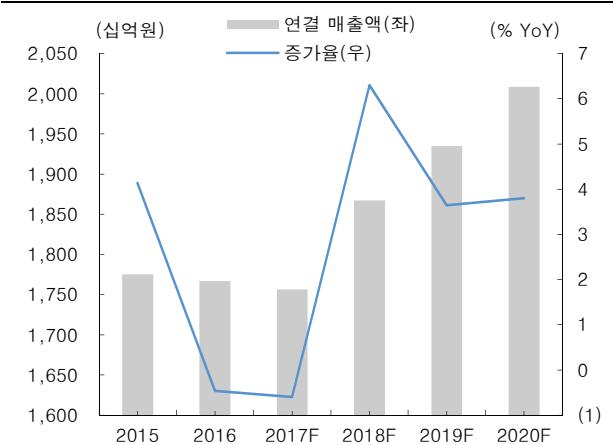
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 7] 별도 법인 영업이익 전망



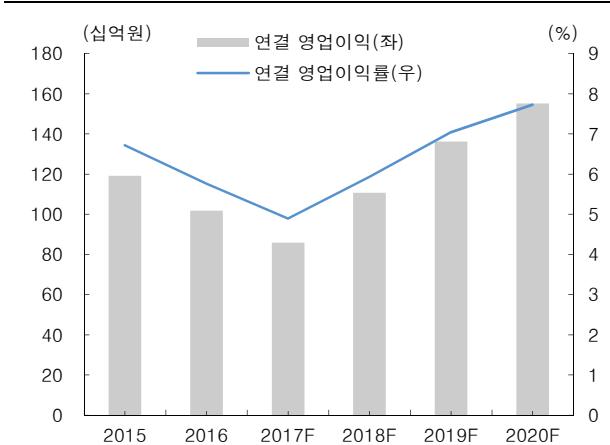
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 8] 연결 매출액 전망(인도 빙과 포함)



자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 9] 연결 영업이익 전망(인도 빙과 포함)



자료: 롯데제과, 한국투자증권

<표 6> 분기 실적 전망

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	(단위: 십억원, % YoY)
매출액	430.1	442.2	472.3	420.0	436.3	445.0	471.5	403.5	446.0	587.9	654.6	457.6	
별도	430.1	442.2	472.3	420.0	436.3	445.0	471.5	403.5	446.0	455.1	485.8	415.0	
인도(빙과)	–	–	–	–	–	–	–	–	15.0	20.0	30.0	13.3	
영업이익	27.8	29.2	50.9	18.9	30.0	27.1	39.9	8.4	34.7	38.2	52.6	30.1	
당기순이익	29.8	7.6	26.5	(5.2)	32.0	11.0	(10.9)	31.1	24.0	23.1	35.2	21.1	
매출액 증가율	(3.0)	(2.0)	(0.6)	3.4	3.7	0.9	1.5	(3.2)	3.8	6.0	9.1	8.1	
별도	(2.4)	(2.2)	(0.0)	2.5	1.4	0.6	(0.2)	(3.9)	(2.0)	2.3	3.0	4.2	
인도빙과	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	
영업이익 증가율	(1.8)	(19.0)	(7.5)	(25.0)	8.0	(7.1)	(21.5)	(43.5)	9.4	41.0	31.7	199.7	
당기순이익 증가율	(11.0)	(71.3)	14.3	적지	7.4	44.7	적전	흑전	(33.2)	100.0	흑전	(34.0)	
영업이익률	5.2	5.3	8.6	3.3	5.4	4.9	6.7	1.5	5.9	6.5	8.0	5.0	

자료: 한국투자증권

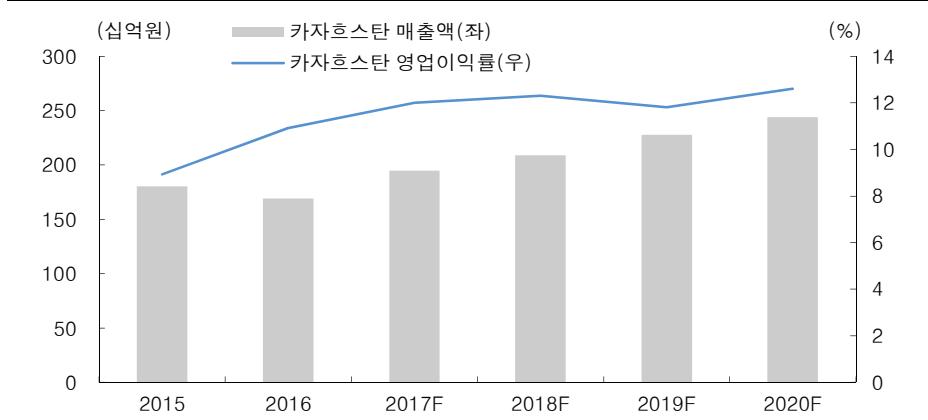
III. 해외 제과, 짜릿한 성장 지속

1. 놀라운 성장이 계속된다

① 고성장, 고마진 그룹:
**카자흐스탄은 신규 라인
 가동으로 2018년 원화
 영업이익 13.8% 증가 예상**

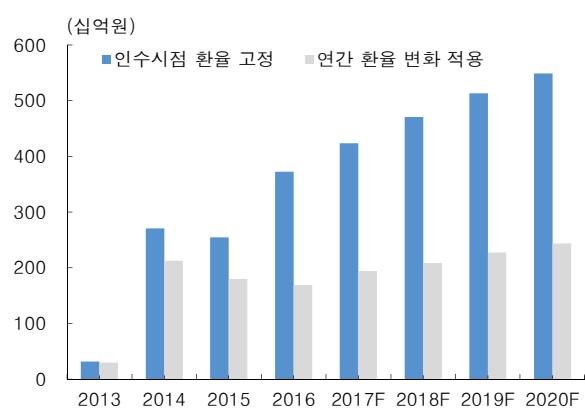
현재 롯데지주에 귀속된 해외 건과 계열사들은 각국 통화에 큰 이슈만 없다면 향후 3년간 원화 매출액과 영업이익은 연평균 각각 8.5%, 34.7% 증가할 전망이다. 우선 비중이 큰 카자흐스탄의 Rakhat, 파키스탄의 Kolson의 고성장, 고마진이 계속 유지될 것으로 예상된다. 카자흐스탄의 초콜릿 1위 업체인 Rakhat의 경우 최근 3년간 원화 매출액이 연평균 3.0% 감소했다. 하지만 2013년말 인수 시점의 환율을 기준으로 보면 텅계화 매출액 연평균 성장률은 16.2%에 달한다. 영업이익률도 2016~2017년에 11~12%로 향상돼 영업이익의 로컬 통화 증가율도 연평균 35.9%에 달했다. 현지 시장이 10% 전후로 연평균 성장하며, 강한 브랜드를 기반으로 가격 인상에 잇따라 성공한 결과다. 2018년에도 쿄코렛, 젤리, 쿠키라인이 새로 가동되면서 텅계화 매출액 증가율 11.0%, 영업이익률 12.3%가 예상된다. 향후 3년간 로컬 통화 영업이익 성장률은 대규모 가격 인상을 가정하지 않을 경우 10.8%로 전망된다.

[그림 10] Rakhat 매출액과 영업이익률 전망



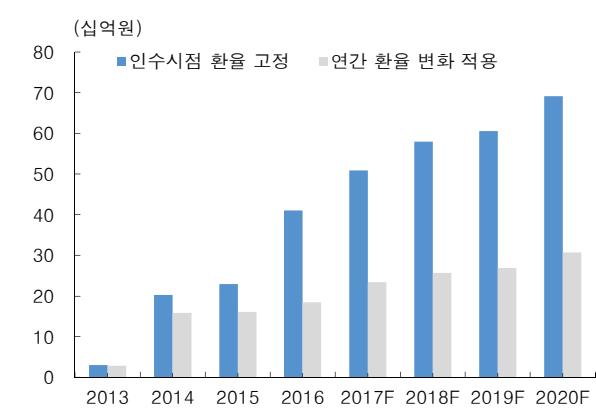
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 11] Rakhat 환율별 매출액



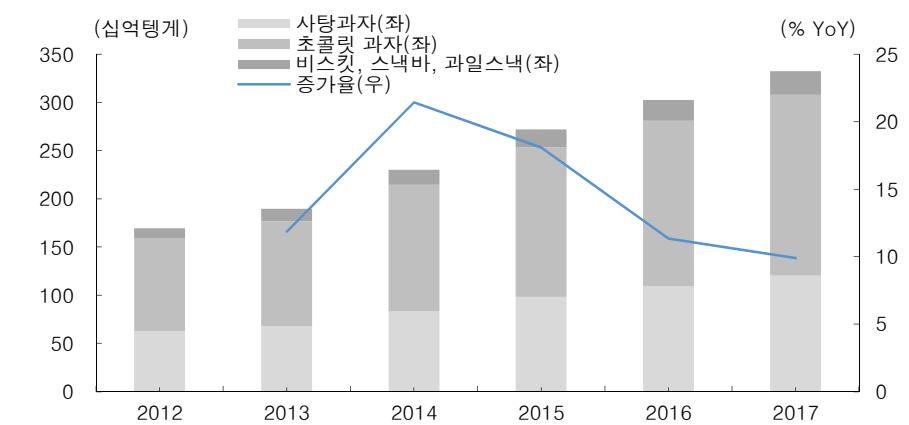
주: 2013년 11월 인수, 자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 12] Rakhat 환율별 영업이익



주: 2013년 11월 인수, 자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 13] 카자흐스탄 제과시장 동향



자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 14] Rakhat 전경



자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 15] Rakhat 제품



자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 16] 카자흐스탄 재래 유통 내 매장

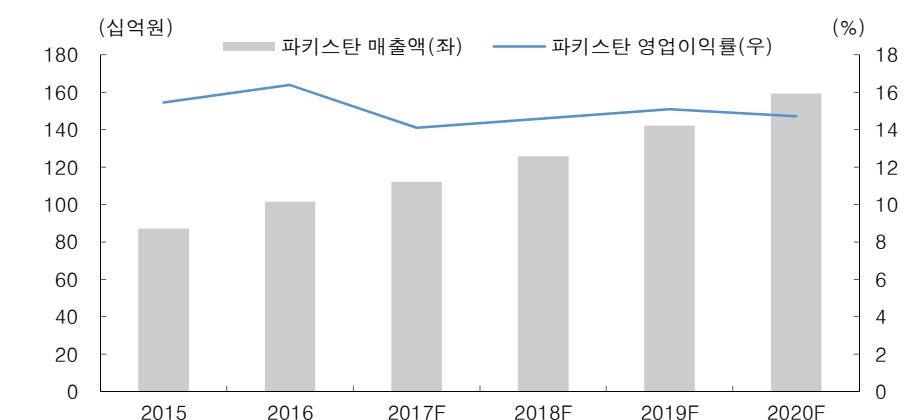


자료: 롯데제과, 한국투자증권

① 고성장, 고마진 그룹:
파키스탄은 시장 성장성 우수하고 수출도 늘어, 2018년 원화 영업이익 18.0% 증가 전망

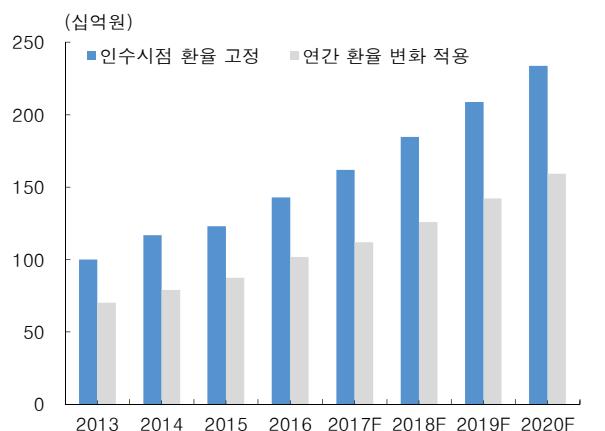
파키스탄은 제과시장의 성장이 더 빠르고 면류시장도 꾸준히 확대되고 있다. Kolson은 2016년말 라면라인을 신설했고, 최근까지도 주력인 스낵, 파스타의 매출액이 두자릿수대로 증가하고 있다. 중동향 수출도 호조세다. Kolson의 과거 3년간 로컬 통화 기준 매출액과 영업이익의 연평균 성장률은 각각 11.5%, 28.6%에 달한다. 앞으로 롯데 브랜드인 초코파이 판매도 추가돼 루피화 기준으로 매출액이 3년간 연평균 13.0%씩, 영업이익은 14.6%씩 늘어날 전망이다.

[그림 17] Kolson 매출액과 영업이익률 전망



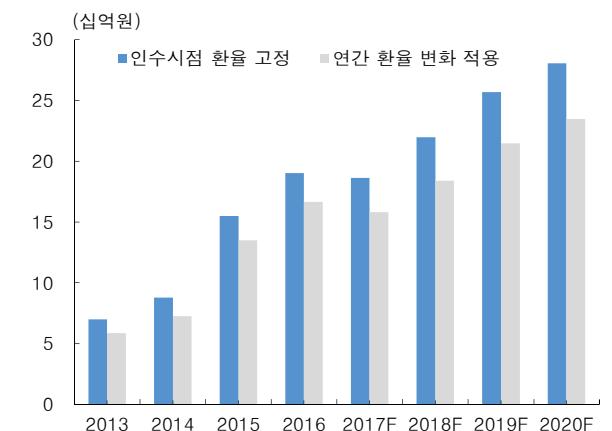
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 18] Kolson 환율별 매출액 전망



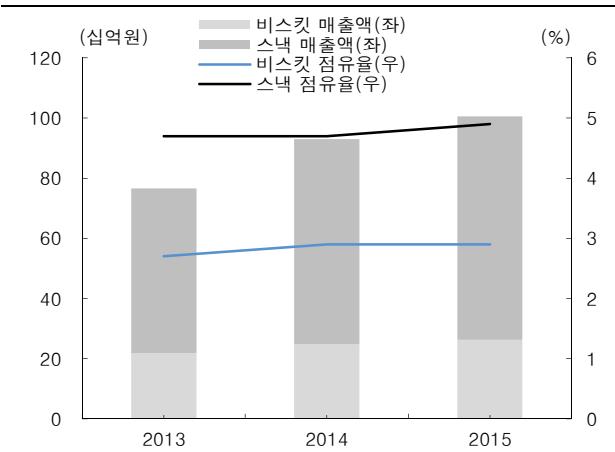
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 19] Kolson 환율별 영업이익 전망



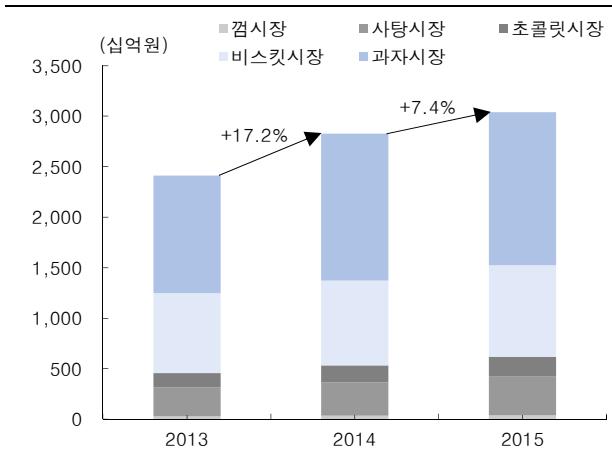
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 20] Kolson 건과 매출액 추이



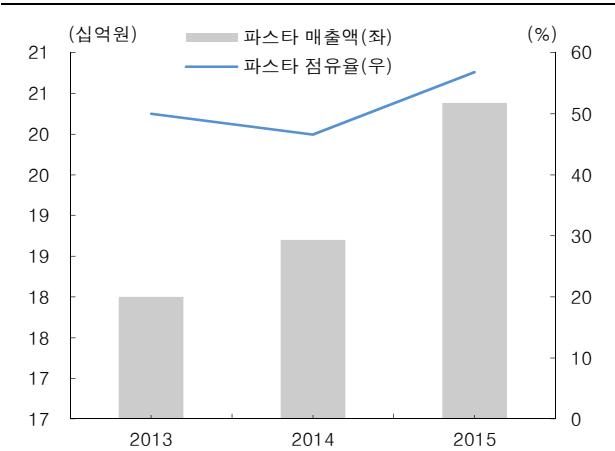
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 21] 파키스탄 건과시장 동향



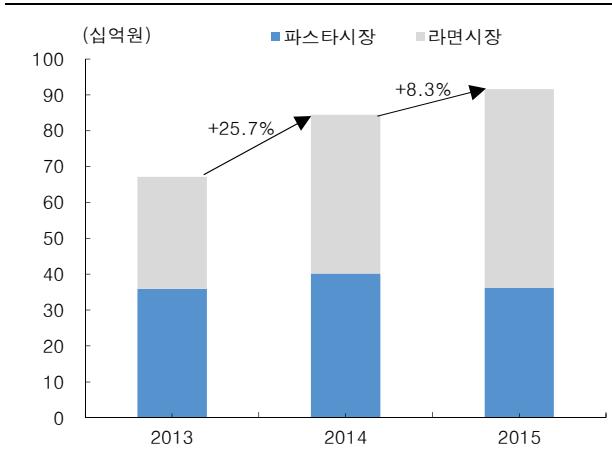
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 22] Kolson 면제품 매출액 추이



자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 23] 파키스탄 면시장 동향



자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 24] Kolson 제품

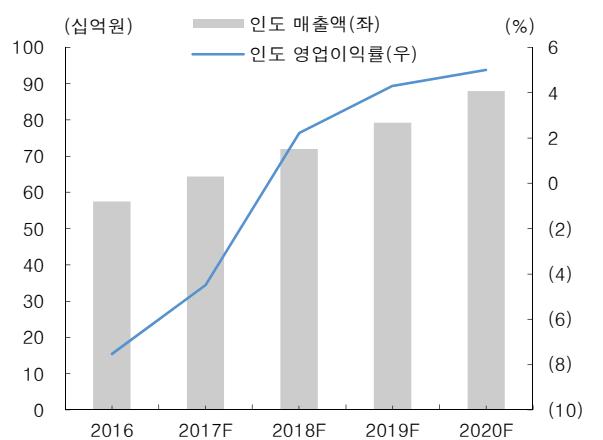


자료: 롯데제과, 한국투자증권

② 회복의 시그널:
인도는 2공장 효과 가시화,
러시아도 증설 효과 기대

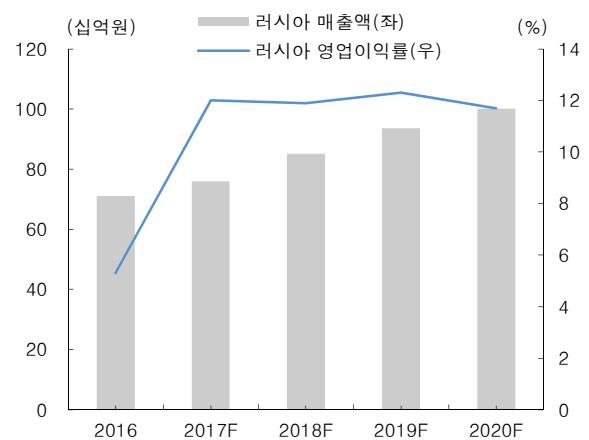
인도는 2016년에 제2 델리 공장 증설 이후의 고정비 부담 증가와 현지 홍수 등의 영향으로 적자 전환했다가, 최근 두자릿수대로 매출액 증가율이 확대되고 영업이익률이 개선되는 모습을 보이고 있다. 방대한 지역에 맞는 채널/거래처 확충/조정 작업이 한창이다. 앞으로도 10%대 초반의 외형 성장이 유지되며 2019년에는 흑자 전환할 전망이다. 분할 이후 롯데제과가 인수한 Havmor의 실적까지 포함하면 2018년 인도의 매출액은 전년대비 133.5% 증가하고 영업이익은 전년 29억원 적자에서 33억원 흑자로 전환될 것이다. 2016년부터 수익성이 크게 호전된 러시아도 지난해 말 캔디라인을 증설했고, 올해 말에는 파이라인도 추가로 증설돼 두자릿수대의 외형 성장이 기대된다.

[그림 25] 인도(건·빙과 합산) 매출액과 영업이익률 전망



자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 26] 러시아 매출액과 영업이익률 전망



자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 27] 인도 제품



자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 28] 인도 매대



자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 29] 인도 하리아나공장 전경



자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 30] 인도 하리아나공장 전경



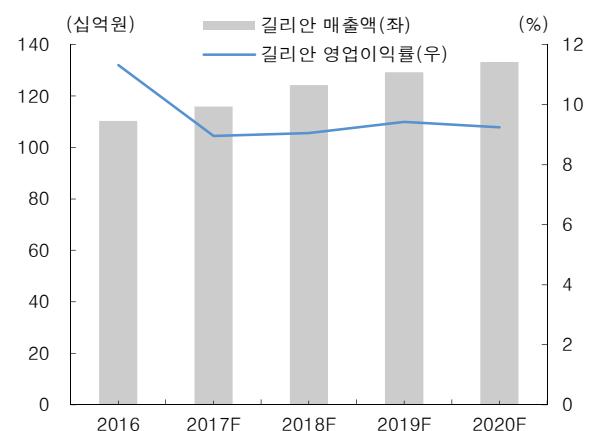
자료: 롯데제과, 한국투자증권

③ 안정적 성장:

Guylian은 면세점 판매 호전,
베트남은 현지 장악력
강화 예상

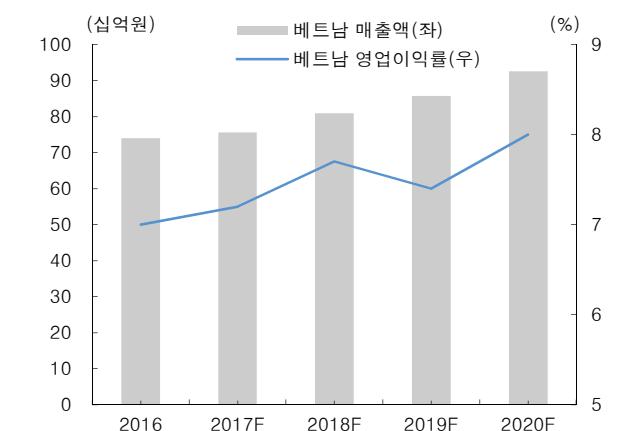
상대적으로 성장률이 낮았던 Guylian도 최근 유럽과 호주 판매가 호전되고 있다. 채널별로는 여전히 면세점이 강세이며, 지난해 9월 투자한 기프트라인의 매출액이 추가되며 올해 7.2%의 매출액 성장이 기대된다. 베트남은 외국인투자한도 등의 변화를 거치며 체질 개선을 위한 구조조정이 단행될 것으로 예상된다. 베트남 건과시장이 10% 수준의 성장을 이어가고 있기 때문에 향후 3년간 연평균 7.0%라는 우리의 가정은 보수적이다.

[그림 31] Guylian(유럽) 매출액과 영업이익률 전망



자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 32] 베트남 매출액과 영업이익률 전망



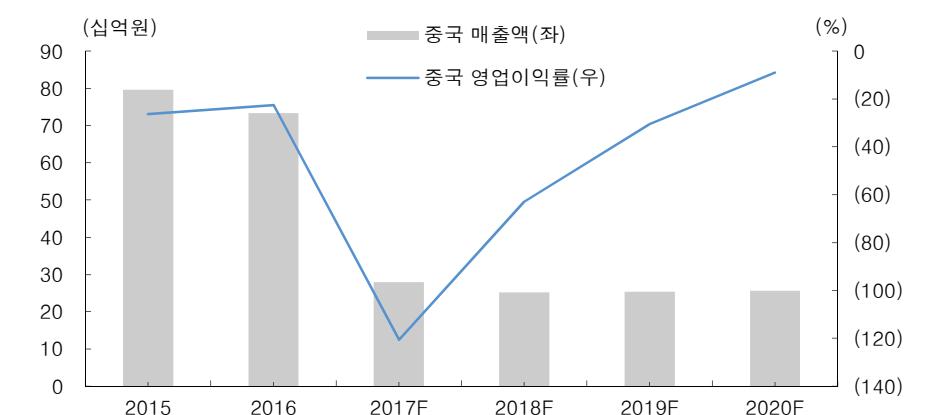
자료: 롯데제과, 한국투자증권

2. 부담 줄어든 중국

**중국 구조조정 진행돼
적자 규모 현격히
줄어들 것**

해외 제과 사업 중 유일하게 지속적으로 성과가 부진한 곳이 중국이다. 지난해에는 사드로 더 큰 타격을 있었다. 하지만 앞으로 중국의 부담은 줄어들 전망이다. 지난해 초 1,500명이던 인력이 현재 200~300명 수준으로 축소됐다. 이러한 다운 사이징으로 고정비가 크게 절감돼 지난해 190억원 수준이던 영업적자가 올해는 100억원 이하로 축소될 것으로 보인다. 장기적으로는 3개의 공장 중 1개의 원료 생산 공장 정도가 남을 것으로 예상된다. 수출을 포함한 중국의 매출액은 2016년 780억원에서 지난해에는 300억원대까지 축소되었고, 올해도 비슷한 평균을 기록할 전망이다. 다만 현지 생산이 아닌 과거와 같은 한국 공장에서 생산 후 수출하는 방식으로의 변화가 예상된다.

[그림 33] 중국 매출액과 영업이익률 전망

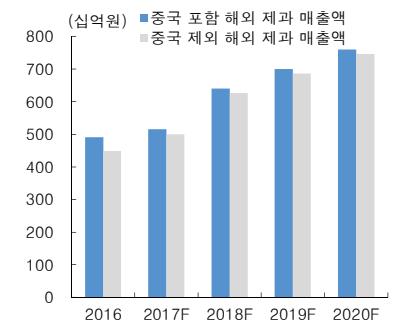


주: 내부거래 제거 전인 로컬 매출액 및 영업이익 기준
자료: 롯데제과, 한국투자증권

**향후 3년간 해외 제과
매출액과 영업이익의
연평균 성장률은
13.8%, 39.2%**

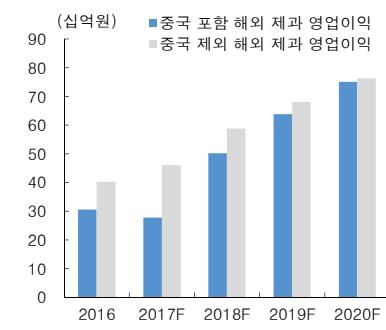
분할 전 연결 종속법인에 포함된 해외 건과사들(러시아와 베트남은 지분법평가)의 2017년 합산 매출액과 영업이익은 5,157억원, 278억원으로 2016년대비 각각 +4.9%, -9.1%의 증가율을 기록했다. 실적 악화의 대부분은 중국의 부진에 기인한다. 올해는 같은 기준으로 해외 건과사들의 매출액과 영업이익이 전년대비 각각 9.0%, 66.3% 증가할 것이다. 각 시장의 높은 성장과 라인 확대, 그리고 중국의 적자 축소가 실적 개선을 이끌 것이다. 여기에 새로 인수한 인도 빙과사업까지 포함할 경우 해외 제과업 전체의 매출액과 영업이익은 전년대비 24.2%, 80.4% 증가한 6,405억원, 502억원으로 확대될 것이다. 해외 제과업의 향후 3년간 매출액과 영업이익의 연평균 성장률은 각각 13.8%, 39.2%(인도 빙과 제외 시 각각 8.5%, 34.7%)로 예상된다. 참고로 분할 전 지분법평가 대상이었던 러시아와 베트남까지 포함한 해외 매출액과 영업이익은 2017년 6,673억원, 424억원에서 2019년에는 각각 8,793억원, 817억원으로 증가할 전망이다.

[그림 34] 해외 제과 매출액



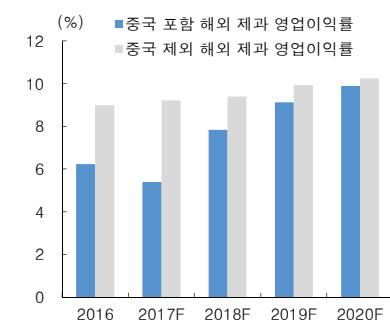
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 35] 해외 제과 영업이익



자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 36] 해외 제과 영업이익률

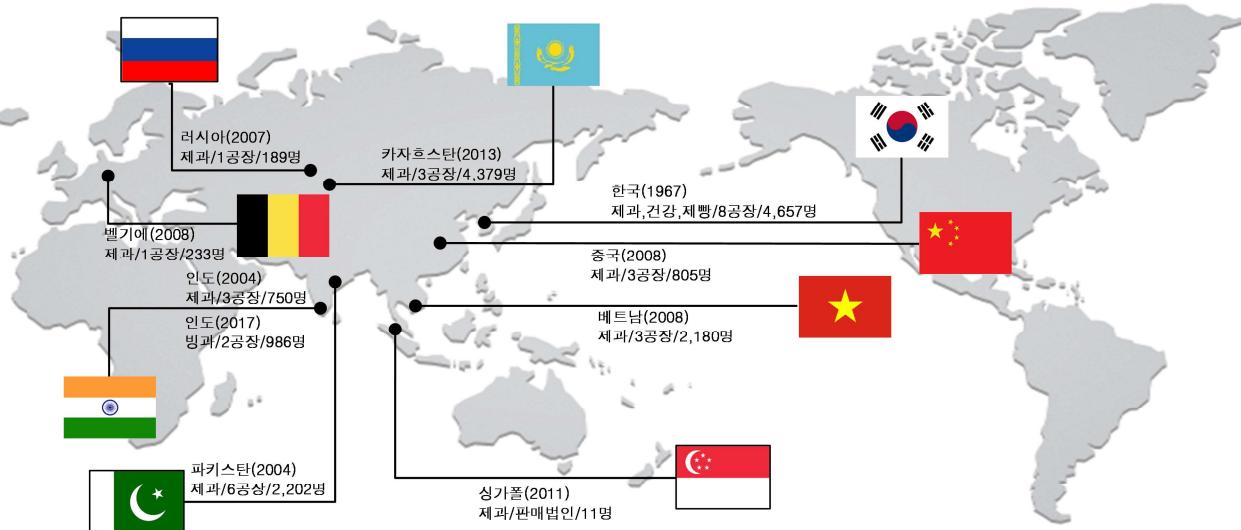


자료: 롯데제과, 한국투자증권

**높은 시장 성장성,
강한 브랜드력,
선진 경영기법 도입으로
해외 고성장 이어질 것**

이렇듯 해외가 고성장하는 것은 제과시장이 성장기에 있는 중후진국의 선두 업체를 인수한데 기반한다. 인수 이후 선진 경영 기법이 도입되며 비용이 효율화 등 경영시스템이 발전하고 마케팅력도 강화되며 마진율이 한단계 올라서는 결과물이 도출되고 있다. 향후에도 롯데 브랜드를 비롯한 신규 라인을 추가할 여지가 많아 빠른 성장이 계속될 것이며, 이는 분명 기업가치 재평가의 계기가 될 것이다.

[그림 37] 해외 제과업 진출 현황



주: 괄호 안은 진출 시기
자료: 롯데제과, 한국투자증권

IV. 고성장이 고배당으로

1. 순이익 CAGR 37%

**현물출자 없을 경우
2018년과 2019년
영업이익 증가율은
29%, 24%**

해외 건과업을 출자 받지 못한다는 가정 하에 현재 상태인 국내 제과업과 인도 빙과업으로 구성된 롯데제과의 실적을 살펴보자. 이 기준으로 지난해 연간 매출액은 1조 7,564억원, 영업이익은 859억원이었고, 2018년 매출액과 영업이익은 1조 8,670억원과 1,107억원으로 각각 6.3%, 28.9% 증가할 전망이다. 별도 법인만의 영업이익은 1,068억원으로 전년대비 24.3% 증가할 것이다. 2019년에는 국내의 구조조정이 더 가속화되며 동사의 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 3.6%, 23.1%로 증가할 것으로 예상된다.

**현물출자 실현되면
2019년 매출액 2.5조원,
영업이익 1,932억원,
순이익 1,281억원으로 점프**

올해 하반기에 롯데지주가 보유하고 있는 해외 건과사의 외형과 이익의 수준이 점프할 것이다. 해외 건과사의 외형과 마진이 모두 빠르게 향상되고 있으며 중국의 구조조정 효과까지 더해질 것이다. 현재 우리가 가정하는대로 3분기 중 현물출자가 실현되면 연결 매출액과 영업이익은 2018년의 2조 1,279억원, 1,331억원에서 2019년에는 이보다 각각 19.0%, 45.1% 증가한 2조 5,314억원, 1,932억원이 될 전망이다.

해외 건과사 실적을 2018년에도 연간으로 산출해 현 롯데제과 실적에 합산했을 경우 매출액, 영업이익, 순이익은 <표 9>에 나와 있는대로 전년대비 각각 6.8%, 44.5%, 55.8% 증가한 2조 4,152억원, 1,556억원, 976억원을 기록할 것이다. 같은 기준으로 2019년에는 국내의 구조조정이 완료와 해외 성장 지속으로 매출액 증가폭이 커지고, 영업이익률이 6.4%에서 7.6%로 상승하며 매출액, 영업이익, 순이익이 각각 4.8%, 24.2%, 31.3% 증가할 전망이다.

2. 고배당으로 ROE 레벨업

**롯데식품 3사의 배당,
획기적으로 증가 중**

지난해 롯데그룹 식품 3사(롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드)는 향후 배당성향을 30% 까지 올릴 계획이라고 공표했다. 실제로 지난해 롯데칠성은 주당 배당금을 전년 10,000원에서 33,000원으로, 롯데푸드는 전년 6,000원에서 22,000원으로 크게 상향시켰다. 이들 회사의 2017년 배당성향은 각각 14.7%, 롯데푸드는 23.1%를 기록했는데, 예를 들어 롯데칠성의 경우 일회성인 자산매각이익 등을 제거할 경우 배당성향은 91.3%에 달했다. 결국 롯데그룹은 시장과의 약속을 매우 빠른 시기에 실천에 옮기고 있다.

**배당금 증가로
ROE 9%까지 향상될 것**

롯데제과는 영업의 안정성이 높고, 자본 유출 규모가 크지 않아 배당 여력이 이들 중 가장 크다. 해외 건과사 현물출자로 롯데지주의 지분율도 40% 이상으로 상승할 것이므로 내부적인 배당 증가 니즈도 커질 전망이다. 롯데제과의 2017년 배당금은 주당 280원이었는데 이는 분할 신설 후 영업일수가 3개월에 불과했기 때문에 연환산 배당성향은 58.1%에 달했다. 2019년에는 주당 배당금이 3,500

원으로 증가하고, 배당성향은 34.1%를 기록할 전망이다. 매년 1천억원 전후의 M&A가 진행되고 있다는 점을 감안하면 배당성향 수준은 합리적이다. 영업실적의 개선뿐 아니라 이익의 적절한 배분으로 문제로 지적되었던 낮은 ROE가 2018년 6.9%에서 2020년 9.0%로 향상될 것으로 예상된다. 분할 전 2015~2016년 롯데제과의 ROE는 2.8~3.0% 수준이었다.

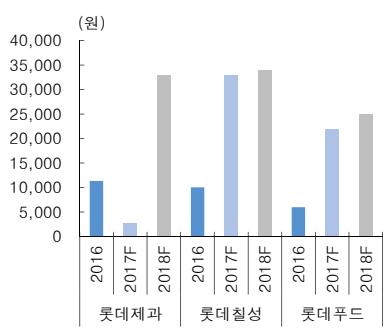
<표 7> 사업회사(별도+인도빙과) 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY)

	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	1,610.1	1,704.6	1,775.1	1,766.9	1,756.4	1,867.0	1,935.0	2,008.5
영업이익	109.6	106.2	119.1	101.7	85.9	110.7	136.2	155.1
매출액증가율	5.6	5.9	4.1	(0.5)	(0.6)	6.3	3.6	3.8
영업이익증가율	(16.3)	(3.1)	12.2	(14.6)	(15.6)	28.9	23.1	13.9
영업이익률	6.8	6.2	6.7	5.8	4.9	5.9	7.0	7.7

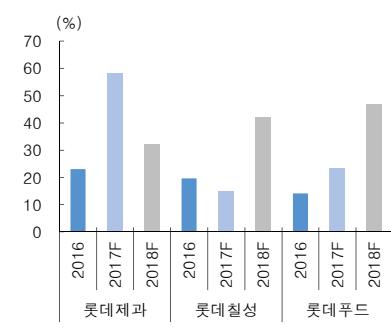
자료: 한국투자증권

[그림 38] 롯데식품 3사 주당 배당금



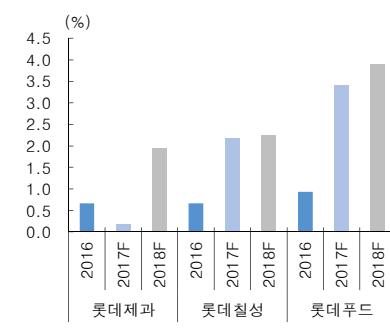
주: 롯데제과는 액면가 5,000원으로 환산해 산출
롯데제과의 2016년은 분활전 기준이며, 2017년은 10월
분할 이후 3개월에 대한 배당금만 반영
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 39] 롯데식품 3사 배당성향



자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 40] 롯데식품 3사 배당수익률



주: 주가는 3월 30일 종가
자료: 롯데제과, 한국투자증권

〈표 8〉 해외 포함 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	1,976.4	2,224.8	2,257.9	2,248.3	2,261.1	2,415.2	2,531.4	2,652.5
별도	1,610.1	1,704.6	1,775.1	1,766.9	1,756.4	1,788.7	1,846.5	1,907.6
수출	—	2.0	14.8	10.0	11.0	12.1	13.3	14.7
한국	1,624.1	1,702.6	1,760.3	1,756.9	1,745.4	1,776.6	1,833.2	1,391.9
건과	1,144.2	1,178.6	1,191.2	1,163.7	1,204.3	1,262.1	1,307.4	1,352.5
껌	153.3	159.6	161.5	158.7	163.8	170.2	175.8	181.4
캔디	59.6	84.1	96.0	94.4	97.1	100.9	104.0	106.9
비스킷	245.1	233.7	216.6	220.5	227.6	237.8	245.7	253.5
초코렛	417.0	425.5	413.0	403.7	417.8	440.9	456.7	472.3
스낵	175.8	171.2	196.9	177.2	186.5	198.6	209.2	220.0
기타	93.3	104.5	107.2	109.3	111.5	113.8	116.0	118.4
빙과	351.0	359.1	358.1	355.5	368.4	380.4	389.8	399.1
기타	114.9	166.9	225.8	252.8	263.3	240.3	226.2	235.5
해외	352.2	522.2	497.6	491.4	515.7	640.5	699.9	759.9
해외(인도 Havmor 제외)	352.2	522.2	497.6	491.4	515.7	562.2	611.4	659.0
인도	62.6	60.1	63.6	57.5	64.4	150.3	167.7	188.8
인도(건과)	62.6	60.1	63.6	57.5	64.4	72.0	79.2	88.0
인도(빙과)	—	—	—	—	—	78.3	88.5	100.9
중국	58.3	38.5	39.4	42.2	15.5	14.0	14.1	14.3
벨기에/유럽	122.2	114.5	107.8	110.4	115.9	124.3	129.3	133.2
기타	109.2	309.1	286.8	281.3	319.9	351.9	388.7	423.6
카자흐스탄	30.2	213.1	180.4	169.2	194.8	209.0	227.8	243.8
파키스탄	70.1	79.0	87.3	101.6	112.2	125.9	142.3	159.3
싱가포르 등	8.8	17.0	19.1	10.4	13.0	16.9	18.6	20.5
연결조정	14.1	(2.0)	(14.8)	(10.0)	(11.0)	(14.0)	(15.0)	(15.0)
매출원가	1,254.1	1,444.9	1,431.0	1,436.2	1,445.2	1,541.1	1,609.3	1,680.5
별도	988.3	1,053.5	1,081.2	1,081.4	1,079.5	1,094.7	1,120.7	1,152.3
해외 및 기타	265.8	391.4	349.8	354.8	365.7	446.4	488.6	528.3
매출총이익	722.3	779.9	826.9	812.0	815.8	874.1	922.1	972.0
별도	621.8	651.1	693.9	685.5	676.9	694.0	725.8	755.4
해외 및 기타	100.5	128.8	133.0	126.6	138.9	180.2	196.3	216.7
판매비와관리비	630.8	665.1	682.5	684.3	708.2	718.6	728.9	750.3
별도	512.2	544.9	574.8	583.8	591.0	587.2	594.9	607.3
해외 및 기타	118.6	120.2	107.7	100.5	117.1	131.3	134.0	143.0
영업이익	91.5	114.8	144.5	127.8	107.7	155.6	193.2	221.7
별도	109.6	106.2	119.1	101.7	85.9	106.8	130.9	148.1
해외 및 기타	(18.1)	8.5	25.3	26.1	21.8	48.8	62.3	73.6
해외	1.3	15.5	29.8	30.6	27.8	50.2	63.8	75.1
해외(인도 Havmor 제외)	1.3	15.5	29.8	30.6	27.8	46.3	58.5	68.0
인도	1.7	0.0	0.6	(4.3)	(2.9)	3.3	7.2	9.5
인도(건과)	1.7	0.0	0.6	(4.3)	(2.9)	(0.6)	1.9	2.4
인도(빙과)	—	—	—	—	—	3.9	5.3	7.1
중국	(24.1)	(14.9)	(10.9)	(9.7)	(18.2)	(8.7)	(4.2)	(1.3)
벨기에/유럽	15.9	7.3	10.5	12.5	10.4	11.3	12.2	12.3
기타	7.8	23.1	29.6	32.2	38.6	44.3	48.6	54.6
카자흐스탄	2.9	15.8	16.1	18.5	23.4	25.7	26.9	30.7
파키스탄	5.8	7.2	13.5	16.7	15.8	18.4	21.5	23.5
기타	(0.9)	0.0	0.0	(3.0)	(0.6)	0.2	0.3	0.4
연결조정	(19.4)	(6.9)	(4.5)	(4.6)	(6.0)	(1.4)	(1.5)	(1.5)
세전이익	92.5	37.1	113.0	96.2	81.3	130.1	170.8	200.7
당기순이익	55.2	1.7	79.2	75.2	62.6	97.6	128.1	150.5
별도	73.1	27.5	36.8	30.6	52.3	55.6	75.3	89.7
해외 및 기타	(18.0)	(25.9)	42.3	44.6	10.3	42.0	52.9	60.9

주: 현재 롯데지주에 귀속되어 있는 해외 건과사 실적 포함

자료: 한국투자증권

〈표 9〉 해외 포함 연간 실적 증가율

(단위: % YoY)

	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	6.0	12.6	1.5	(0.4)	0.6	6.8	4.8	4.8
별도	5.6	5.9	4.1	(0.5)	(0.6)	1.8	3.2	3.3
수출	79.2	114.3	637.0	(32.2)	10.0	10.0	10.0	10.0
한국	2.0	4.8	3.4	(0.2)	(0.7)	1.8	3.2	(24.1)
건과	1.1	3.0	1.1	(2.3)	3.5	4.8	3.6	3.5
껌	(3.0)	4.1	1.2	(1.7)	3.2	3.9	3.3	3.2
캔디	0.0	41.1	14.2	(1.7)	2.9	3.9	3.0	2.9
비스킷	(2.1)	(4.6)	(7.3)	1.8	3.2	4.5	3.3	3.2
쵸코렛	1.1	2.0	(2.9)	(2.3)	3.5	5.5	3.6	3.4
스낵	10.0	(2.6)	15.0	(10.0)	5.2	6.5	5.3	5.2
기타	2.4	11.9	2.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
빙과	4.3	2.3	(0.3)	(0.7)	3.6	3.3	2.5	2.4
기타	103.8	45.3	35.3	11.9	4.2	(8.7)	(5.9)	4.1
해외	29.2	48.2	(4.7)	(1.3)	4.9	24.2	9.3	8.6
해외(인도 Havmor 제외)	29.2	48.2	(4.7)	(1.3)	4.9	9.0	8.7	7.8
인도	(0.8)	(4.0)	5.9	(9.7)	12.1	133.5	11.6	12.6
인도(건과)	(0.8)	(4.0)	5.9	(9.7)	12.1	11.9	10.0	11.0
인도(빙과)	—	—	—	—	—	—	13.0	14.0
중국	312.7	(34.1)	2.4	7.2	(63.4)	(9.5)	1.0	1.0
벨기에/유럽	(4.2)	(6.2)	(5.9)	2.4	5.0	7.2	4.0	3.0
기타	60.6	183.2	(7.2)	(1.9)	13.7	10.0	10.5	9.0
카자흐스탄	—	605.7	(15.3)	(6.2)	15.1	7.3	9.0	7.0
파키스탄	10.1	12.7	10.4	16.4	10.4	12.2	13.0	12.0
싱가포르 등	107.1	92.0	12.7	(45.4)	24.3	30.6	10.0	10.0
연결조정	(79.2)	(114.3)	(636.9)	32.2	(10.0)	(27.0)	(7.1)	0.0
매출원가	6.1	15.2	(1.0)	0.4	0.6	6.6	4.4	4.4
별도	6.2	6.6	2.6	0.0	(0.2)	1.4	2.4	2.8
해외 및 기타	6.0	47.3	(10.6)	1.4	3.1	22.1	9.5	8.1
매출총이익	5.8	8.0	6.0	(1.8)	0.5	7.1	5.5	5.4
별도	4.8	4.7	6.6	(1.2)	(1.2)	2.5	4.6	4.1
해외 및 기타	12.3	28.1	3.3	(4.9)	9.8	29.7	8.9	10.4
판매비와관리비	11.2	5.4	2.6	0.3	3.5	1.5	1.4	2.9
별도	10.8	6.4	5.5	1.6	1.2	(0.6)	1.3	2.1
해외 및 기타	12.8	1.4	(10.4)	(6.7)	16.5	12.1	2.0	6.8
영업이익	(20.7)	25.4	25.9	(11.6)	(15.7)	44.5	24.2	14.7
별도	(16.3)	(3.1)	12.2	(14.6)	(15.6)	24.3	22.6	13.1
해외 및 기타	적지	흑전	196.4	2.9	(16.3)	123.8	27.7	18.1
해외	흑전	1,086.3	92.9	2.6	(9.1)	80.4	27.1	17.7
해외(인도 Havmor 제외)	흑전	1,086.3	92.9	2.6	(9.1)	66.3	26.4	16.3
인도	3.0	(99.5)	6,379.9	적전	적지	흑전	116.1	31.1
인도(건과)	3.0	(99.5)	6,379.9	적전	적지	적지	흑전	25.8
인도(빙과)	—	—	—	—	—	—	35.6	33.0
중국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
벨기에/유럽	86.4	(54.1)	43.9	18.6	(16.9)	8.4	8.3	0.9
기타	48.2	195.3	28.4	8.7	19.9	14.8	9.9	12.2
카자흐스탄	—	454.6	1.8	14.7	26.6	10.0	4.6	14.3
파키스탄	10.9	23.8	86.4	23.5	(5.1)	16.2	16.8	9.3
기타	—	흑전	974.3	적전	적지	흑전	65.0	46.7
연결조정	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	(26.6)	(59.9)	204.5	(14.9)	(15.5)	60.0	31.3	17.5
당기순이익	(38.5)	(97.0)	4,648.7	(5.0)	(16.8)	55.8	31.3	17.5
별도	(28.9)	(62.3)	33.7	(16.9)	71.0	6.2	35.5	19.1
해외 및 기타	적지	적지	흑전	5.5	(77.0)	308.7	25.8	15.2

주: 현재 롯데지주에 귀속되어 있는 해외 건과사 실적 포함

자료: 한국투자증권

〈표 10〉 해외 포함 부문별 실적 매출액 대비 비중

(단위: %)

	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
별도	81.5	76.6	78.6	78.6	77.7	74.1	72.9	71.9
수출	(0.7)	0.1	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
한국	82.2	76.5	78.0	78.1	77.2	73.6	72.4	52.5
건과	57.9	53.0	52.8	51.8	53.3	52.3	51.6	51.0
껌	7.8	7.2	7.2	7.1	7.2	7.0	6.9	6.8
캔디	3.0	3.8	4.3	4.2	4.3	4.2	4.1	4.0
비스킷	12.4	10.5	9.6	9.8	10.1	9.8	9.7	9.6
초코렛	21.1	19.1	18.3	18.0	18.5	18.3	18.0	17.8
스낵	8.9	7.7	8.7	7.9	8.2	8.2	8.3	8.3
기타	4.7	4.7	4.7	4.9	4.9	4.7	4.6	4.5
빙과	17.8	16.1	15.9	15.8	16.3	15.8	15.4	15.0
기타	5.8	7.5	10.0	11.2	11.6	10.0	8.9	8.9
해외	17.8	23.5	22.0	21.9	22.8	26.5	27.6	28.6
해외(인도 Havmor 제외)	17.8	23.5	22.0	21.9	22.8	23.3	24.2	24.8
인도	3.2	2.7	2.8	2.6	2.8	6.2	6.6	7.1
인도(건과)	3.2	2.7	2.8	2.6	2.8	3.0	3.1	3.3
인도(빙과)	—	—	—	—	—	3.2	3.5	3.8
중국	3.0	1.7	1.7	1.9	0.7	0.6	0.6	0.5
벨기에/유럽	6.2	5.1	4.8	4.9	5.1	5.1	5.1	5.0
기타	5.5	13.9	12.7	12.5	14.1	14.6	15.4	16.0
카자흐스탄	1.5	9.6	8.0	7.5	8.6	8.7	9.0	9.2
파키스탄	3.5	3.6	3.9	4.5	5.0	5.2	5.6	6.0
싱가포르 등	0.4	0.8	0.8	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
연결조정	0.7	(0.1)	(0.7)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
매출원가	63.5	64.9	63.4	63.9	63.9	63.8	63.6	63.4
별도	61.4	61.8	60.9	61.2	61.5	61.2	60.7	60.4
해외 및 기타	75.5	75.0	70.3	72.2	70.9	69.7	69.8	69.5
판매비와관리비	31.9	29.9	30.2	30.4	31.3	29.8	28.8	28.3
별도	31.8	32.0	32.4	33.0	33.6	32.8	32.2	31.8
해외 및 기타	33.7	23.0	21.6	20.5	22.7	20.5	19.1	18.8
영업이익	4.6	5.2	6.4	5.7	4.8	6.4	7.6	8.4
별도	6.8	6.2	6.7	5.8	4.9	6.0	7.1	7.8
해외 및 기타	(5.1)	1.6	5.1	5.3	4.2	7.6	8.9	9.7
해외	0.4	3.0	6.0	6.2	5.4	7.8	9.1	9.9
세전이익	4.7	1.7	5.0	4.3	3.6	5.4	6.7	7.6
당기순이익	2.8	0.1	3.5	3.3	2.8	4.0	5.1	5.7
별도	4.5	1.6	2.1	1.7	3.0	3.1	4.1	4.7
해외 및 기타	(4.9)	(5.0)	8.8	9.3	2.0	6.7	7.7	8.2

주: 현재 롯데지주에 귀속되어 있는 해외 건과사 실적 포함

자료: 한국투자증권

<표 11> 해외 포함 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	531.6	549.5	591.1	573.8	551.5	554.5	599.8	555.3	572.3	587.9	654.6	600.5
별도	430.1	442.2	472.3	420.0	436.3	445.0	471.5	403.5	427.6	455.1	485.8	420.3
수출	2.9	2.1	(0.2)	3.1	2.7	2.9	8.1	(2.6)	2.8	3.1	8.7	(2.4)
한국	427.3	440.1	472.6	416.9	433.7	442.2	463.5	406.1	424.8	452.0	477.0	422.7
해외	148.2	104.3	109.4	120.8	156.9	117.9	112.3	128.6	184.3	141.5	152.4	162.3
해외(인도 Havmor 제외)	148.2	104.3	109.4	120.8	156.9	117.9	112.3	128.6	169.3	121.5	122.4	149.0
인도	15.8	13.4	12.7	16.2	15.2	15.0	11.9	22.4	31.6	36.2	43.2	39.3
인도(건과)	15.8	13.4	12.7	16.2	15.2	15.0	11.9	22.4	16.6	16.2	13.2	26.0
인도(빙과)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.0	20.0	30.0	13.3
중국	10.9	11.0	10.8	10.0	10.6	7.1	1.7	(3.9)	8.4	6.9	1.6	(2.9)
벨기에/유럽	41.3	21.2	17.8	28.4	43.0	21.3	18.3	33.3	46.9	23.0	18.4	36.0
기타	80.2	58.8	68.2	66.2	88.1	74.4	80.4	76.9	97.4	75.4	89.2	89.9
카자흐스탄	32.9	39.5	38.9	57.9	45.4	49.2	43.8	56.4	48.3	49.0	46.4	65.4
파키스탄	23.2	26.2	25.2	27.0	25.6	28.7	29.1	28.7	27.8	31.0	32.4	34.7
싱가포르 등	24.1	(6.9)	4.0	(18.7)	17.1	(3.5)	7.6	(8.3)	21.3	(4.6)	10.3	(10.2)
연결조정	(46.7)	3.0	9.4	33.0	(41.7)	(8.4)	15.9	23.2	(39.7)	(8.7)	16.4	32.0
매출원가	339.3	347.8	371.3	376.8	361.2	354.8	386.3	342.9	371.3	374.6	425.0	370.2
별도	265.1	267.7	284.3	263.3	275.0	271.9	288.1	244.5	268.1	276.2	293.9	256.5
해외 및 기타	74.3	80.0	87.0	113.5	86.2	82.9	98.2	98.4	103.2	98.4	131.1	113.7
매출총이익	192.3	201.8	219.9	197.0	190.3	199.7	213.4	212.4	200.9	213.3	229.6	230.2
별도	165.1	174.5	188.0	156.8	161.4	173.1	183.5	159.0	159.5	178.8	191.9	163.8
해외 및 기타	27.2	27.3	31.8	40.3	28.9	26.6	30.0	53.4	41.4	34.5	37.8	66.5
판매비와관리비	164.5	172.6	169.0	178.1	160.3	172.6	173.5	201.7	168.1	175.1	177.1	198.3
별도	141.6	149.6	146.8	145.7	139.0	151.1	151.4	149.6	137.7	151.1	149.6	148.8
해외 및 기타	22.9	23.0	22.1	32.5	21.4	21.5	22.1	52.2	30.4	24.1	27.4	49.4
영업이익	27.8	29.2	50.9	18.9	30.0	27.1	39.9	10.7	32.8	38.2	52.6	32.0
별도	23.5	24.9	41.2	11.1	22.4	22.0	32.1	9.4	21.8	27.8	42.3	14.9
해외 및 기타	4.3	4.3	9.7	7.8	7.6	5.1	7.9	1.2	11.0	10.4	10.3	17.0
세전이익	36.7	13.7	33.0	(5.4)	41.0	18.3	20.4	1.5	28.5	29.3	45.4	26.8
당기순이익	29.8	7.6	26.5	(5.2)	32.0	11.0	(10.9)	30.5	21.4	22.0	34.0	20.1
별도	24.5	15.7	26.7	(38.0)	24.8	14.7	9.8	3.0	9.6	16.2	29.3	0.5
해외 및 기타	5.3	(8.1)	(0.3)	32.8	7.3	(3.7)	(20.8)	27.5	11.8	5.8	4.7	19.6

주: 현재 롯데지주에 귀속되어 있는 해외 건과사 실적 포함

자료: 한국투자증권

〈표 12〉 해외 포함 분기 실적 증가율

(단위: % YoY)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	(3.0)	(2.0)	(0.6)	3.4	3.7	0.9	1.5	(3.2)	3.8	6.0	9.1	8.1
별도	(2.4)	(2.2)	(0.0)	2.5	1.4	0.6	(0.2)	(3.9)	(2.0)	2.3	3.0	4.2
수출	(42.3)	(41.6)	(107.3)	6.4	(6.5)	37.3	3,398.8	(182.3)	4.0	7.0	8.0	5.8
한국	(1.9)	(1.9)	0.7	2.5	1.5	0.5	(1.9)	(2.6)	(2.0)	2.2	2.9	4.1
해외	(10.5)	(7.0)	(2.2)	(3.7)	5.9	13.0	2.7	6.5	17.4	20.1	35.8	26.2
해외(인도 Havmor 제외)	(10.5)	(7.0)	(2.2)	(3.7)	5.9	13.0	2.7	6.5	7.9	3.1	9.0	15.8
인도	(2.3)	(15.9)	(11.2)	(8.1)	(3.8)	11.6	(6.3)	38.1	107.7	141.9	264.4	75.8
인도(건과)	(2.3)	(15.9)	(11.2)	(8.1)	(3.8)	11.6	(6.3)	38.1	9.0	8.3	11.6	16.3
인도(빙과)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
중국	23.9	24.6	11.2	(1.0)	(2.7)	(35.0)	(84.0)	(139.5)	(20.4)	(3.6)	(6.4)	26.8
벨기에/유럽	(4.1)	(3.6)	11.5	(0.6)	4.2	0.8	2.6	17.4	9.1	7.9	0.8	8.0
기타	(17.7)	(10.3)	(5.3)	(4.2)	9.9	26.6	18.0	16.1	10.5	1.3	10.9	16.9
카자흐스탄	(23.3)	(11.3)	(3.6)	10.1	37.9	24.6	12.4	(2.5)	6.3	(0.4)	6.1	15.8
파키스탄	30.3	19.7	6.1	13.2	10.5	9.4	15.3	6.5	8.5	8.1	11.3	20.8
싱가포르 등	(34.4)	(652.7)	(49.0)	(156.1)	(29.0)	50.1	89.6	55.6	24.5	(32.2)	36.7	(22.9)
연결조정	19.8	177.3	(7.2)	66.5	10.6	(381.0)	69.2	(29.8)	5.0	(3.0)	3.0	38.0
매출원가	(3.3)	(1.8)	0.7	5.4	6.5	2.0	4.1	(9.0)	2.8	5.6	10.0	8.0
별도	(2.0)	(1.5)	0.6	2.7	3.7	1.6	1.3	(7.1)	(2.5)	1.6	2.0	4.9
해외 및 기타	(7.5)	(2.9)	1.0	12.4	16.1	3.5	12.9	(13.3)	19.7	18.7	33.4	15.6
매출총이익	(2.5)	(2.2)	(2.7)	(0.2)	(1.0)	(1.0)	(2.9)	7.8	5.6	6.8	7.6	8.4
별도	(3.0)	(3.3)	(1.0)	2.3	(2.2)	(0.8)	(2.4)	1.4	(1.2)	3.3	4.6	3.0
해외 및 기타	0.8	5.2	(11.4)	(8.9)	6.4	(2.5)	(5.8)	32.6	43.2	29.7	25.9	24.4
판매비와관리비	(2.6)	1.3	(1.1)	3.4	(2.5)	(0.0)	2.7	13.2	4.9	1.5	2.0	(1.7)
별도	(2.1)	3.0	1.7	3.7	(1.9)	1.0	3.1	2.7	(0.9)	(0.0)	(1.2)	(0.5)
해외 및 기타	(5.6)	(8.5)	(16.5)	2.2	(6.8)	(6.6)	(0.1)	60.8	42.4	12.0	24.1	(5.3)
영업이익	(1.8)	(19.0)	(7.5)	(25.0)	8.0	(7.1)	(21.5)	(43.5)	9.4	41.0	31.7	199.7
별도	(8.2)	(29.3)	(9.6)	(13.1)	(4.6)	(11.8)	(22.2)	(14.8)	(2.8)	26.4	31.9	58.3
해외 및 기타	59.0	439.6	3.1	(37.2)	77.2	19.9	(18.7)	(84.2)	45.4	104.1	30.9	1,280.8
세전이익	(14.1)	(62.4)	(6.2)	적지	11.7	34.0	(38.1)	흑전	(30.5)	60.4	122.2	1,642.5
당기순이익	(11.0)	(71.3)	14.3	적지	7.4	44.7	적전	흑전	(33.2)	100.0	흑전	(34.0)
별도	(10.6)	(34.9)	(10.1)	적지	1.0	(6.1)	(63.2)	흑전	(61.4)	9.8	197.9	(84.3)
해외 및 기타	(13.0)	적전	적지	(19.0)	37.0	적지	적지	(16.1)	62.6	흑전	흑전	(28.6)

주: 현재 롯데지주에 귀속되어 있는 해외 건과사 실적 포함

자료: 한국투자증권

<표 13> 해외 포함 분기 실적 매출액 대비 비중

(단위: %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
별도	80.9	80.5	79.9	73.2	79.1	80.3	78.6	72.7	74.7	77.4	74.2	70.0
수출	0.5	0.4	(0.0)	0.5	0.5	0.5	1.3	(0.5)	0.5	0.5	1.3	(0.4)
한국	80.4	80.1	79.9	72.7	78.6	79.7	77.3	73.1	74.2	76.9	72.9	70.4
해외	27.9	19.0	18.5	21.0	28.5	21.3	18.7	23.2	32.2	24.1	23.3	27.0
해외(인도 Havmor 제외)	27.9	19.0	18.5	21.0	28.5	21.3	18.7	23.2	29.6	20.7	18.7	24.8
인도	3.0	2.4	2.1	2.8	2.8	2.7	2.0	4.0	5.5	6.2	6.6	6.5
인도(건과)	3.0	2.4	2.1	2.8	2.8	2.7	2.0	4.0	2.9	2.8	2.0	4.3
인도(빙과)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6	3.4	4.6	2.2
중국	2.0	2.0	1.8	1.7	1.9	1.3	0.3	(0.7)	1.5	1.2	0.2	(0.5)
벨기에/유럽	7.8	3.9	3.0	4.9	7.8	3.8	3.0	6.0	8.2	3.9	2.8	6.0
기타	15.1	10.7	11.5	11.5	16.0	13.4	13.4	13.8	17.0	12.8	13.6	15.0
카자흐스탄	6.2	7.2	6.6	10.1	8.2	8.9	7.3	10.2	8.4	8.3	7.1	10.9
파키스탄	4.4	4.8	4.3	4.7	4.6	5.2	4.9	5.2	4.9	5.3	4.9	5.8
싱가포르 등	4.5	(1.3)	0.7	(3.3)	3.1	(0.6)	1.3	(1.5)	3.7	(0.8)	1.6	(1.7)
연결조정	(8.8)	0.5	1.6	5.8	(7.6)	(1.5)	2.7	4.2	(6.9)	(1.5)	2.5	5.3
매출원가	63.8	63.3	62.8	65.7	65.5	64.0	64.4	61.7	64.9	63.7	64.9	61.7
별도	61.6	60.5	60.2	62.7	63.0	61.1	61.1	60.6	62.7	60.7	60.5	61.0
해외 및 기타	50.1	76.7	79.5	94.0	55.0	70.3	87.5	76.5	56.0	69.5	86.0	70.1
판매비와관리비	30.9	31.4	28.6	31.0	29.1	31.1	28.9	36.3	29.4	29.8	27.0	33.0
별도	32.9	33.8	31.1	34.7	31.8	34.0	32.1	37.1	32.2	33.2	30.8	35.4
해외 및 기타	15.5	22.1	20.2	26.9	13.6	18.2	19.7	40.6	16.5	17.0	18.0	30.5
영업이익	5.2	5.3	8.6	3.3	5.4	4.9	6.7	1.9	5.7	6.5	8.0	5.3
별도	5.5	5.6	8.7	2.6	5.1	4.9	6.8	2.3	5.1	6.1	8.7	3.6
해외 및 기타	2.9	4.1	8.9	6.5	4.8	4.3	7.0	1.0	6.0	7.4	6.8	10.5
세전이익	6.9	2.5	5.6	(0.9)	7.4	3.3	3.4	0.3	5.0	5.0	6.9	4.5
당기순이익	5.6	1.4	4.5	(0.9)	5.8	2.0	(1.8)	5.5	3.7	3.7	5.2	3.3
별도	5.7	3.6	5.7	(9.0)	5.7	3.3	2.1	0.7	2.2	3.6	6.0	0.1
해외 및 기타	5.2	(7.6)	(0.2)	21.3	6.3	(3.4)	(16.2)	18.1	8.2	4.4	2.8	10.1

주: 현재 롯데지주에 귀속되어 있는 해외 건과사 실적 포함

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

주식회사 롯데제과는 1967년 자본금 3천만원으로 설립되었으며 1974년에 한국거래소에 상장되었다. 이후 2018년 10월에 투자부문을 롯데지주로 이전하고 별도법인과 일부 해외 제과사 지분만을 보유한 채 신규 상장되어 오늘날에 이르렀다. 영위사업은 껌, 캔디, 비스킷, 빙과류, 초콜릿, 그리고 그 밖에 건강식품사업 및 제빵사업이다. 롯데지주 귀속 해외사를 포함할 경우 현재 중국, 러시아를 포함한 64개 국가에 껌, 캔디, 비스킷, 초콜릿 등의 제과 및 빙과류 제품을 수출하고 있다. 서울에 위치한 본사를 포함하여 국내에 총 8개 생산공장, 유럽, 인도, 중국 등에 21개의 해외공장과 8개국에 자회사를 가지고 있다. 대표제품으로는 초코파이, 빠빠로, 월드콘 등이 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	532	787	843	878
현금성자산	66	170	177	199
매출채권및기타채권	261	298	324	334
재고자산	163	255	278	279
비유동자산	1,375	1,893	1,960	2,011
투자자산	36	96	89	93
유형자산	1,121	1,569	1,614	1,648
무형자산	198	202	228	239
자산총계	1,907	2,680	2,803	2,889
유동부채	536	608	631	623
매입채무및기타채무	188	302	354	371
단기차입금및단기사채	152	132	112	92
유동성장기부채	151	131	121	111
비유동부채	544	532	544	534
사채	379	359	339	319
장기차입금및금융부채	2	0	0	0
부채총계	1,080	1,140	1,176	1,157
지배주주지분	825	1,538	1,625	1,730
자본금	2	4	4	4
자본잉여금	820	1,478	1,478	1,478
기타자본	1	1	1	1
이익잉여금	3	56	143	248
비지배주주지분	2	2	2	2
자본총계	827	1,540	1,628	1,732

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	405	2,128	2,531	2,653
매출원가	246	1,337	1,609	1,681
매출총이익	159	791	922	972
판매관리비	151	658	729	750
영업이익	8	133	193	222
금융수익	1	3	5	5
이자수익	1	3	5	5
금융비용	3	20	18	17
이자비용	3	20	18	16
기타영업외손익	(2)	(9)	(10)	(11)
관계기업관련손익	0	0	1	1
세전계속사업이익	3	108	170	201
법인세비용	1	27	43	50
연결당기순이익	2	81	128	151
지배주주지분순이익	2	81	128	151
기타포괄이익	(1)	0	0	0
총포괄이익	1	81	128	151
지배주주지분포괄이익	1	81	128	151
EBITDA	27	212	285	314

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	31	150	251	261
당기순이익	2	81	128	151
유형자산감가상각비	19	79	91	91
무형자산상각비	0	0	0	0
자산부채변동	(0)	(13)	32	20
기타	10	3	0	(1)
투자활동현금흐름	(141)	(615)	(153)	(143)
유형자산투자	(17)	(527)	(135)	(126)
유형자산매각	2	0	0	0
투자자산순증	40	(60)	8	(3)
무형자산순증	(0)	(5)	(26)	(11)
기타	(166)	(23)	0	(3)
재무활동현금흐름	96	569	(90)	(96)
자본의증가	0	660	0	0
차입금의순증	100	(62)	(50)	(50)
배당금지급	0	(1)	(28)	(40)
기타	(4)	(28)	(12)	(6)
기타현금흐름	(0)	0	0	0
현금의증가	(14)	104	7	22

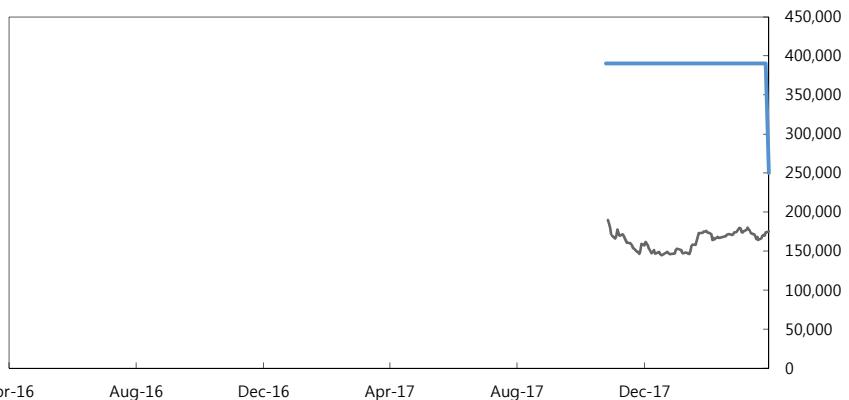
주요투자지표

	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)				
EPS	143	19,323	15,800	18,605
BPS	58,085	190,154	200,954	213,859
DPS	280	3,500	5,000	5,700
성장성(%), YoY				
매출증가율	—	425.7	19.0	4.8
영업이익증가율	—	1,482.4	45.1	14.7
순이익증가율	—	3,912.1	57.2	17.8
EPS증가율	—	13,448.7	(18.2)	17.8
EBITDA증가율	—	681.5	34.2	10.1
수익성(%)				
영업이익률	2.1	6.3	7.6	8.4
순이익률	0.5	3.8	5.1	5.7
EBITDA Margin	6.7	10.0	11.2	11.8
ROA	0.1	3.5	4.7	5.3
ROE	0.2	6.9	8.1	9.0
배당수익률	0.2	2.0	2.9	3.3
배당성향	58.1	34.8	31.6	30.6
안정성				
순차입금(십억원)	588	399	344	270
차입금/자본총계비율(%)	82.8	40.4	35.2	30.2
Valuation(X)				
PER	1,021.0	9.0	11.0	9.4
PBR	2.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	44.6	5.3	3.8	3.2

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
롯데제과(280360)	2017.10.28	매수	390,000원	-58.1	-51.3
	2018.04.02	매수	250,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 2일 현재 롯데제과 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.