롯데칠성(005300)

매수(유지)

목표주가: 1,900,000원(유지)

더디지만, 좋아질 일만

맥주, 어렵지만 바닥은 지나고 있다

지난주에 진행된 해외 컨퍼런스에서의 투자가 관심 사항은 맥주의 턴어라운드 전망, 음료의 중장기 사업 전략, 주주친화 정책으로 요약된다. 우선 맥주부문은 클라우드는 가정용시장, 피츠는 유흥시장을 타겟하며, 유흥시장 침투율이 30%인 피츠의 판매망 확대가 급선무로 보인다. 피츠 월간 매출액은 현재 50억원 정도인데 5월부터 성수기에 진입해 판매 규모가 늘어날 것으로 기대된다. 맥주시장 점유율은 지난해 6.5%였는데, 회사는 이를 2018년과 2019년에 10%, 13%까지 끌어올리고 2020년에는 17%를 달성해 흑자 전환한다는 목표를 밝혔다. 이를 위해 맥주마케팅비는 지난해 900억원에서 소폭 증가한 수준으로 당분간 유지될 것으로 예상된다. 우리는 올해 맥주 마케팅비가 지난해보다 증가해도 피츠 판매 개월 수가 배증하므로 맥주의 영업적자는 100억~200억원 정도 줄어들 것으로 전망한다. 이외 몰슨쿠어스인터내셔널의 밀러 이외 쿠어스, 블루문 등 수입 맥주 브랜드를 추가로 유통시키며 마진 및 채널 확대의 효과를 누릴 것으로 보인다.

소주 선전 지속, 주류 2019년에 턴어라운드

소주는 1분기에도 매출액이 6% 증가해 점유율 상승이 지속되고 있다. 수도권에서 특히 점유율 상승이 가파르며, 앞으로 지방 침투도 넓혀 점유율은 계속 오를 전망이다. 회사는 소주 점유율을 지난해 18%에서 매년 1%p씩 올린다는 계획이다. 1분기 주류 전체 매출액은 6% 증가했지만 피츠 출시 이후로 비용 부담이 커진 맥주부문의 기저 부담으로 영업이익은 120억원 적자 전환했다. 하지만 맥주의 적자폭이 차츰 줄어들고, 소주의 이익 증가 지속돼 2019년에는 주류사업의 영업이익이 흑자 전환할 것으로 기대된다.

탄산음료 판매는 가격 인상 없이도 증가

지난해 음료 매출액이 전년대비 1% 감소했던 이유는 사드로 인해 중국 수출이 중단되고, 푸쉬마케팅을 풀마케팅으로 전환한 영향 때문이다. 올해 1분기 음료 매출액과 영업이익은 전년동기대비 2.5%, 5% 증가했는데, 오히려 경쟁사 가격 인상의

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	2,369	149	69	51,073	(30.4)	286	28.3	10.1	0.8	3.0	0.7
2017A	2,279	75	135	108,521	112.5	225	12.2	9.8	0.8	7.4	2.5
2018F	2,470	99	28	33,827	(68.8)	265	46.3	8.5	1.0	2.1	2.2
2019F	2,652	139	57	69,589	105.7	309	22.5	7.3	1.0	4.3	2.6
2020F	2,837	168	81	97,902	40.7	339	16.0	6.4	0.9	6.0	2.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

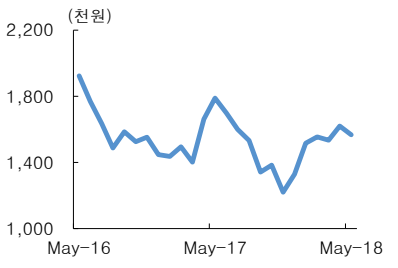
Stock Data

KOSPI(5/18)	2,461
주가(5/18)	1,567,000
시가총액(십억원)	1,253
발행주식수(백만)	1
52주 최고/최저가(원)	1,888,691/1,205,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,572
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.3/20.9
주요주주(%) 신격호 외 9 인	51.4
국민연금	9.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.2)	24.5	(10.3)
KOSPI 대비(%p)	(1.4)	27.4	(17.9)

주가추이



자료: WISEfn

이경주
kjlee@truefriend.com

반사 이익이 생겼다는 점이 눈에 띈다. 수익성이 가장 우수한 탄산음료의 매출액이 경쟁사의 잇따른 가격 인상에 대한 저항으로 물량이 증가하며 2.9% 증가했다. 캔/PET등 부자재의 가격이 올랐지만 적자인 주스의 SKU를 본격적으로 줄이고 있고, 생수의 두자릿수대의 고성장이 지속돼 음료의 실적 전망은 밝은 편이다.

생수 성장과 생산/물류 효율성 강화로 음료 실적 전망 밝다

음료부문에서는 중기적으로 PET 생산을 완전 내재화해 원가 부담을 낮추고, 생산/물류 효율화 작업이 진행될 것으로 보인다. 또한 가향 생수 또는 과일맛 생수 등으로 확장 여력이 많은 생수부문은 음료 실적 개선의 견인차 역할이 기대된다. 회사는 지난해 말 산수음료 인수로 삼다수에 육박하는 취수생산능력을 확보해 현재 19%인 점유율을 3년안에 40%까지 끌어올린다는 목표를 갖고 있다. 현재 생수의 영업이익률은 낮은 한자릿수 대이나 브랜드 강화를 위한 투자비가 많은 만큼, 매출액이 증가하면서 수익성이 개선될 여력은 많아 보인다.

결론: 주류는 바닥 통과, 음료는 가치 상승

피츠의 유흥시장 침투는 우리의 기대보다는 다소 더디게 진행되고 있다. 하지만 전월대비 매출액이 유지 내지는 증가 추세이므로 이에 대한 시장의 우려는 정점은 지날 것이다. 소주의 점유율이 계속 올라가고 있다는 점은 주류 경쟁력 상승으로 볼 수 있어 고무적이다. 음료에서는 마진이 우수한 탄산음료의 물량이 증가하고 있다는 점, 생수의 성공 포인트인 양질의 수원지 확보가 경쟁사보다 앞서 진행됐다는 점, 많은 기술투자로 생수 등에 다양한 라인업이 준비돼 있다는 점에서 가치 상승이 기대된다. 또한 올해부터 진행되고 있는 생산, 물류, 판매, 마케팅 전반에 걸친 구조조정으로 수익구조가 향상될 전망이다. 배당성향은 30% 수준에서 유지될 전망이다. 서초동 부지 개발은 매우 정치적인 이슈로 시점을 가늠하기 어렵다. 그러나 장기 개발이라 하더라도 최소 1조원 이상의 가치가 있는 땅임을 부정하는 사람은 많지 않을 것이다. 주가 지표가 높은 편이나 실적 개선 여력이 크고, 자산가치가 우수하며, 성수기에 진입해 시장의 관심은 계속될 것으로 기대된다.

<표 1> 1분기 실적 및 추정치

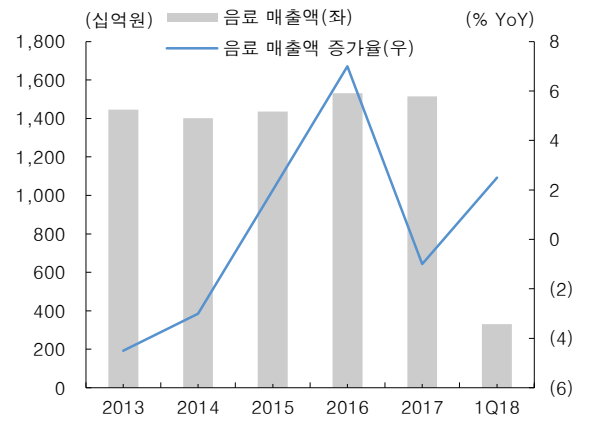
(단위: 십억원, %)

	1Q18 (회계 변경 후)	1Q17 A	YoY	1Q17 (회계 변경 후)	YoY	4Q17	QoQ	1Q18F B	YoY B/A-1
매출액	522.6	526.5	(0.7)	501.5	4.2	463.5	12.8	549.4	4.4
매출총이익	200.1	222.0	(9.9)	197.0	1.6	161.3	24.0	216.8	(2.3)
판관비	191.5	194.8	(1.7)	169.8	12.8	173.6	10.3	208.7	7.2
영업이익	8.6	27.2	(68.4)	27.2	(68.4)	(12.3)	169.8	8.1	(70.2)
세전이익	(0.6)	23.3	(102.4)	23.3	(102.4)	337.1	(100.2)	(6.7)	128.5
지배주주순이익	(1.9)	8.3	(123.2)	8.3	(123.2)	352.6	(100.5)	(4.9)	158.5
매출원가율	61.7	57.8		60.7		65.2		60.5	
판관비율	36.6	37.0		33.8		37.5		38.0	
영업이익률	1.6	5.2		5.4		(2.7)		1.5	
세전이익률	(0.1)	4.4		4.7		72.7		(1.2)	
지배주주순이익률	(0.4)	1.6		1.7		76.1		(0.9)	

주: 회계 변경 후 1Q17은 한투증권 추정치

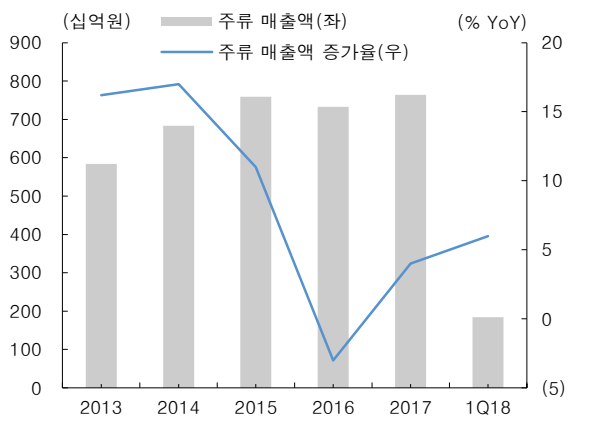
자료: 한국투자증권

[그림 1] 음료 연간 매출액



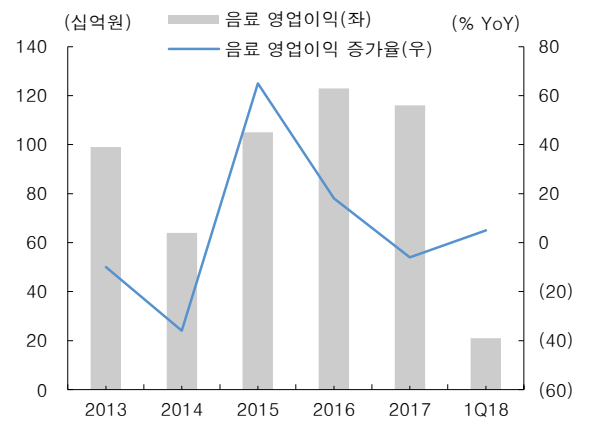
자료: 롯데칠성, 한국투자증권

[그림 2] 주류 연간 매출액



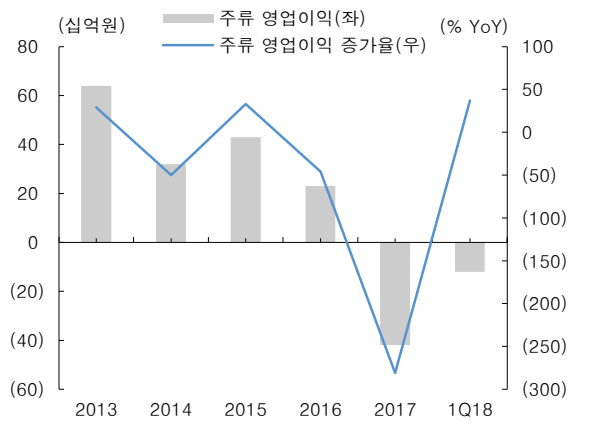
자료: 롯데칠성, 한국투자증권

[그림 3] 음료 연간 영업이익



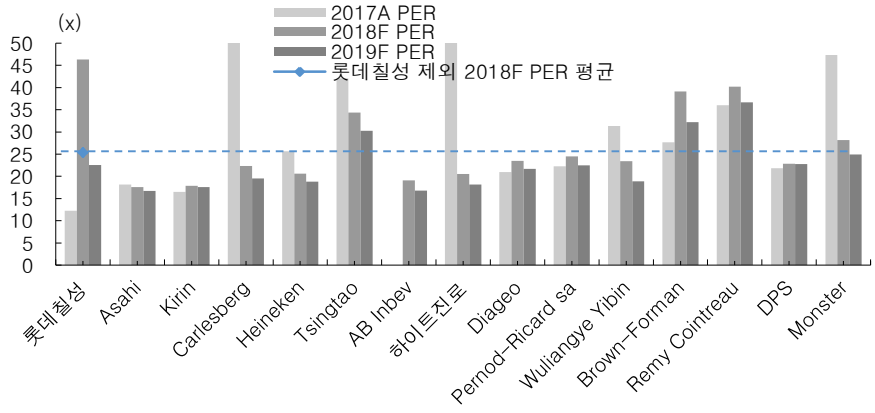
자료: 롯데칠성, 한국투자증권

[그림 4] 주류 연간 영업이익



자료: 롯데칠성, 한국투자증권

[그림 5] Global peer와의 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

롯데칠성음료는 탄산음료 및 주스 등의 음료 제품 및 소주 등의 주류 제품을 보유한 종합음료회사이다. 주요 제품으로는 칠성사이다, 레쓰비, 써니텐, 처음처럼 등이 있으며 국내 음료업계 1위 업체로서 확고한 브랜드력을 자랑한다. 자회사로는 씨에이치음료, 충북소주 등이 있으며 필리핀 펩시 지분 38.9% 보유로 동남아시장에도 진출해있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,038	754	820	817	846
현금성자산	320	153	203	180	221
매출채권및기타채권	261	269	284	278	284
재고자산	245	239	247	265	255
비유동자산	3,613	2,733	2,646	2,706	2,749
투자자산	868	164	165	178	190
유형자산	2,219	2,245	2,252	2,257	2,240
무형자산	352	165	148	159	170
자산총계	4,651	3,487	3,466	3,523	3,595
유동부채	1,207	868	918	914	915
매입채무및기타채무	510	574	642	690	738
단기차입금및단기사채	419	81	61	41	21
유동성장기부채	247	202	202	172	142
비유동부채	1,070	1,307	1,235	1,272	1,299
사채	729	948	928	908	878
장기차입금및금융부채	37	130	80	120	160
부채총계	2,278	2,174	2,153	2,186	2,215
지배주주지분	2,347	1,313	1,312	1,337	1,380
자본금	7	4	4	4	4
자본잉여금	21	3	3	3	3
기타자본	(42)	(849)	(849)	(849)	(849)
이익잉여금	2,020	2,147	2,146	2,171	2,214
비지배주주지분	26	0	1	1	1
자본총계	2,373	1,313	1,313	1,337	1,380

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,369	2,279	2,470	2,652	2,837
매출원가	1,334	1,342	1,450	1,535	1,628
매출총이익	1,035	938	1,020	1,117	1,210
판매관리비	886	862	921	978	1,041
영업이익	149	75	99	139	168
금융수익	12	21	6	6	7
이자수익	4	6	2	2	3
금융비용	35	57	53	52	51
이자비용	26	30	28	26	26
기타영업외손익	(24)	183	(15)	(16)	(17)
관계기업관련손익	6	7	1	1	3
세전계속사업이익	109	229	38	79	111
법인세비용	40	21	10	21	30
연결당기순이익	69	122	28	57	81
지배주주지분순이익	69	135	28	57	81
기타포괄이익	(46)	(328)	0	0	0
총포괄이익	23	(207)	28	57	81
지배주주지분포괄이익	24	(192)	28	57	81
EBITDA	286	225	265	309	339

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	191	145	246	273	332
당기순이익	69	122	28	57	81
유형자산감가상각비	116	128	154	157	157
무형자산상각비	21	21	12	13	14
자산부채변동	(59)	(10)	55	44	81
기타	44	(116)	(3)	2	(1)
투자활동현금흐름	(341)	(157)	(78)	(233)	(214)
유형자산투자	(352)	(259)	(161)	(162)	(140)
유형자산매각	4	7	0	0	0
투자자산순증	7	54	(0)	(11)	(9)
무형자산순증	(1)	(0)	5	(24)	(25)
기타	1	41	78	(36)	(40)
재무활동현금흐름	266	(153)	(119)	(63)	(78)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	278	(3)	(90)	(30)	(40)
배당금지급	(12)	(14)	(27)	(28)	(33)
기타	0	(136)	(2)	(5)	(5)
기타현금흐름	1	(1)	0	0	0
현금의증가	116	(166)	49	(22)	41

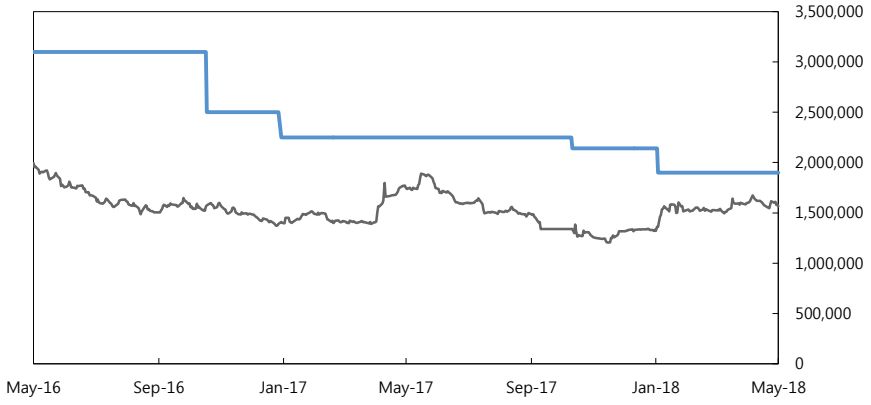
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	51,073	108,521	33,827	69,589	97,902
BPS	1,729,103	1,575,391	1,574,473	1,602,507	1,651,681
DPS	10,000	33,000	34,000	40,000	46,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	3.1	(3.8)	8.3	7.4	7.0
영업이익증가율	4.1	(49.3)	31.5	40.1	21.3
순이익증가율	(30.4)	94.2	(79.4)	106.8	40.9
EPS증가율	(30.4)	112.5	(68.8)	105.7	40.7
EBITDA증가율	3.7	(21.5)	18.0	16.4	9.9
수익성(%)					
영업이익률	6.3	3.3	4.0	5.2	5.9
순이익률	2.9	5.9	1.1	2.2	2.9
EBITDA Margin	12.1	9.9	10.7	11.6	11.9
ROA	1.5	3.0	0.8	1.6	2.3
ROE	3.0	7.4	2.1	4.3	6.0
배당수익률	0.7	2.5	2.2	2.6	2.9
배당성향	19.6	20.1	100.5	57.2	46.7
안정성					
순차입금(십억원)	963	1,160	1,011	999	915
차입금/자본총계비율(%)	60.3	103.7	96.2	92.2	86.4
Valuation(X)					
PER	28.3	12.2	46.3	22.5	16.0
PBR	0.8	0.8	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.1	9.8	8.5	7.3	6.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
롯데칠성(005300)	2016.05.17	매수	3,100,000원	-46.4	-35.6
	2016.11.04	매수	2,500,000원	-40.4	-36.0
	2017.01.16	매수	2,250,000원	-31.8	-16.1
	2017.10.28	매수	2,140,000원	-39.4	-35.4
	2018.01.20	매수	1,900,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 18일 현재 롯데칠성 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.
- 당사는 롯데칠성 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.

■ 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	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 돕기 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.