

# 롯데제과(280360)

## 좋은 약은 입에 쓰다

### 1분기 실적은 구조조정의 부작용으로 악화

롯데제과와 함께 참석한 해외 컨퍼런스에서 기관 투자자들의 관심 사항은 국내 시장의 변화와 구조조정의 영향, 해외 건과사 실적과 지분 취득 방법/시점, 주주이익 환원 정책으로 요약된다. 국내 건과/빙과 시장의 큰 변화는 없다. 하지만 동사는 1분기에 매출액과 영업이익이 동일한 회계 기준을 적용할 경우 전년동기대비 각각 1.9%, 42.1% 감소한 것으로 추정된다. 영업이익의 10% 차이는 지주사 체제 전환으로 인해 발생한 브랜드로열티와 임대수익 감소(21억원 추정) 영향이다. 나머지 약 30%의 차이는 올해 본격적으로 시행된 밀어내기 축소 등의 구조조정 영향 때문이다.

### 체질 개선의 순작용 점진적으로 나타날 것

회사는 올해 영업이익률은 구조조정의 초기 부담으로 전년대비 크게 개선되기 어려우나 내년에는 7.5%, 2022년까지 10%까지 상승할 것으로 내다봤다. 동사가 현재 추진하고 있는 구조조정은 크게 영업 합리화, 생산/물류 효율화, 적자사업/SKU 축소로 정리된다. 이 중 영업 합리화 등 상당 부분이 올해 상반기에 진행될 것으로 예상된다. 특히 이익이 남지 않는 품목의 판매를 줄이고, 매출채권/재고 관리를 강화하는 지침은 수십년간 외형 성장을 최고의 성과 지표로 생각해온 영업조직에 변화를 몰고 올 전망이다. 단기적으로는 매출액 감소와 이로 인한 고정비 부담 증가가 불가피하나, 장기적으로는 수익구조가 개선되며 현금흐름이 증가하는 순작용이 기대된다. 이러한 구조조정의 부작용은 올해 1분기를 정점으로 점차 작아지고 하반기부터 긍정적 효과가 커질 전망이다.

### 해외 건과 고성장 지속

동사는 해외 건과사 지분을 지주사로부터 다시 이전받고, 외형이 0.6조원인 해외 매출액을 2022년까지 2.1조원으로 확대시키겠다는 포부를 밝혔다. 추가 M&A도 진행되었으나, 기존 법인의 성장세가 꺾이지 않았다는 점은 전망을 밝게 한다. 현재 사업회사인 동사의 연결 종속에 편입된 해외 제과사는 싱가포르와 중국 청도 법인, 그리고 지난해 말 인수한 인도 빙과회사로 규모가 작다. 카자흐스탄의 라하트,

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	405	8	2	143	-	27	1,021.0	44.6	2.5	0.2	0.2
2018F	2,128	133	81	19,344	13,463.4	212	9.3	5.5	0.9	6.9	1.9
2019F	2,531	193	128	15,809	(18.3)	285	11.4	3.9	0.9	8.1	2.8
2020F	2,653	222	151	18,615	17.8	314	9.6	3.3	0.8	9.0	3.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 250,000원(유지)

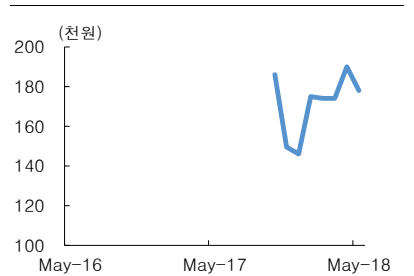
### Stock Data

KOSPI(5/18)	2,461
주가(5/18)	179,500
시가총액(십억원)	756
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저가(원)	190,000/145,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,823
유동주식비율/외국인지분율(%)	32.6/25.8
주요주주(%)	롯데알미늄 외 14 인 67.3
	First Eagle Investment Management, LLC 7.5

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.5)	11.5	-
KOSPI 대비(%p)	(4.7)	14.4	-

### 주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

파키스탄의 콜슨, 벨기에의 길리안 등 규모가 큰 건과사는 현재는 지주사에 편입되어 있는데, 이들 법인의 로컬 통화 실적은 1분기에도 매우 양호했다. 라하트의 매출액과 영업이익은 각각 7%, 12% 증가했고, 길리안 매출액과 영업이익도 10%, 8.7% 증가했고, 인도 법인은 매출액이 15% 증가하며 영업이익 흑자 전환에 성공했다. 콜슨만이 외형이 12% 증가했음에도 불구하고 신제품 출시에 따른 마케팅비 증가로 영업이익이 18% 감소했다. 이들 지주사 귀속 해외 건과사의 합산 로컬 통화 매출액과 영업이익은 전년동기대비 16%, 32% 증가했다. 분할 전 기준으로 지주사에 연결된 해외 건과 실적을 모두 롯데제과 실적에 연결할 경우 매출액과 영업이익은 각각 7.8%, 23.5% 감소하며, 여기에 회계기준 변경 요인과 브랜드로열티와 임대수익을 제거할 경우 증감률은 순서대로 -2.7%, -14.9%로 축소된다.

### 해외 건과사 현물출자 관련 위험 작아

동사는 지금도 지주사 소속인 해외 건과사업을 위탁 경영하고 있으며, 관련 직원들도 모두 롯데제과 본사에 그대로 남아 있는 상황이다. 따라서 회사의 의견대로 연내에 해외 건과사 지분이 롯데제과로 넘어올 가능성은 매우 크다고 판단된다. 방식은 시장 예상과 같이 현물출자가 가장 유력하다. 해외 건과사 지분이 얼마로 평가되어 출자될 것인지에 따라 롯데제과 EPS의 희석 영향이 달라진다. 그룹 최고 경영진이 최근에 해외 건과사 가치의 부풀리기가 없을 것임을 언급했다. 또 최근 지주사 자회사인 LOTTE Europe holding으로부터 인수한 러시아 제과법인이나, 롯데지알에스로부터 양수할 나뚜르사업의 인수금액이 각각 PBR 0.1배, 1.1배, PSR 0.004배, 0.5배라는 점에서 과도한 우려는 불필요하다고 판단된다.

### 결론: “구조조정+해외 성장+투명성 증대”

현물 출자에 대한 시장의 우려는 이미 1년여간 동사 주가에 영향을 줘서 새로운 이슈는 아니며, 상기한 2건과 같이 인수 금액이 합리적일 경우 시장의 우려대비 EPS의 희석 폭이 작을 수 있다는 점에 초점을 맞출 필요가 있다. 또 6월에 KOSPI 200에 편입될 확률이 있다. 구조조정으로 인한 고질적인 국내 사업의 문제점들이 개선될 것으로 예상되며, 해외의 성장도 꺾이지 않았다. 계열사간 거래가 롯데제과에 불리하지 않게 진행되고 있다는 점에서 투명성도 증대되었다고 판단한다. 주식 매수 의견을 유지한다.

<표 1> 1분기 연결 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	401.3	436.3	(8.0)	409.1	(1.9)	404.8	(0.9)	417.6	(4.3)
매출총이익	137.0	161.4	(15.1)			159.2	(14.0)	150.3	(6.8)
판매비	125.7	139.0	(9.5)			150.8	(16.7)	135.7	(2.3)
영업이익	11.3	22.4	(49.7)	19.5	(42.1)	8.4	34.1	14.6	(34.8)
매출원가율	65.9	63.0				60.7		64.0	
판매비율	31.3	31.8				37.3		32.5	
영업이익률	2.8	5.1		4.8		2.1		3.5	

주: 회계 변경 후 1Q17은 한투증권 추정치

자료: 한국투자증권

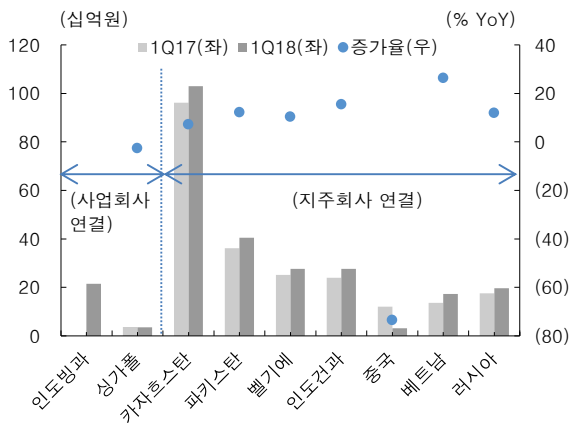
<표 2> 1분기 별도 법인 실적

(단위: 십억원, %)

	1Q18 (회계 변경 후)	1Q17 (회계 변경 후)	YoY
매출액	380.1	407.2	(6.7)
매출원가	251.3	267.9	(6.2)
매출총이익	128.9	139.3	(7.5)
판매비	117.4	118.0	(0.5)
영업이익	11.5	21.4	(46.3)
매출원가율	33.9	34.2	
판매비율	30.9	29.0	
영업이익률	3.0	5.3	

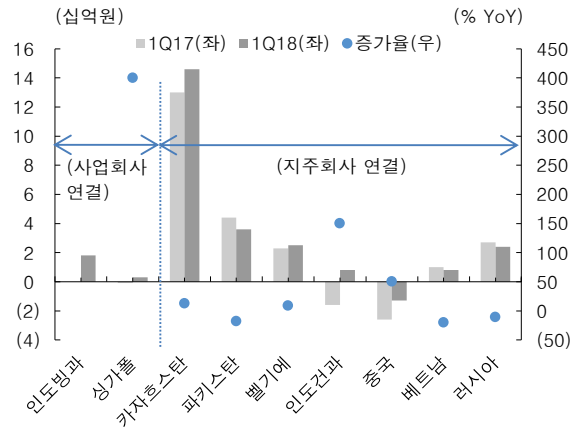
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 1] 지역별 매출액(환율 고정)



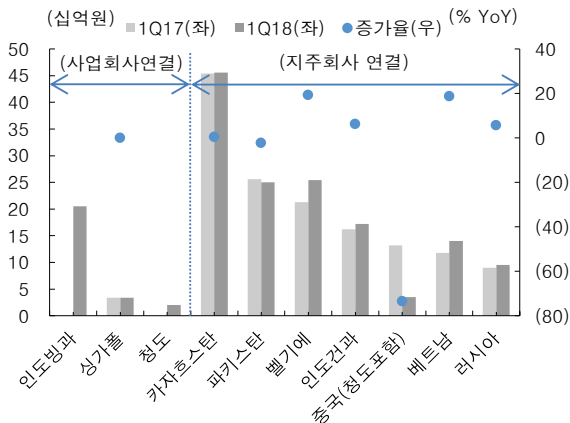
주: 인수 시점 환율로 고정  
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 2] 지역별 영업이익(환율 고정)



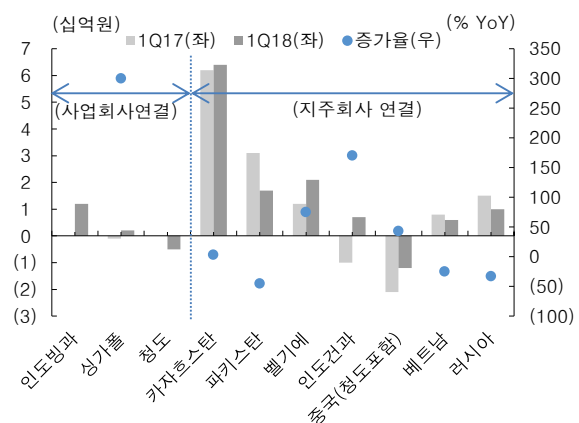
주: 인수 시점 환율로 고정  
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 3] 지역별 매출액(환율 변동)



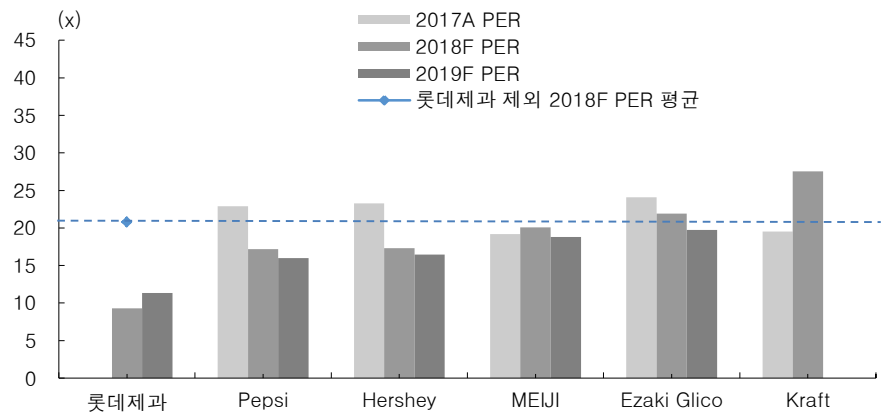
주: 분기 평균 환율 적용  
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 4] 지역별 영업이익(환율 변동)



주: 분기 평균 환율 적용  
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 5] Global peer와의 비교



자료: Bloomberg, 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 생산공장과, 유럽, 인도, 중국 등에 21개의 해외공장과 8개국에 자회사를 가지고 있다. 대표제품으로는 초코파이, 빼빼로, 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

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

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

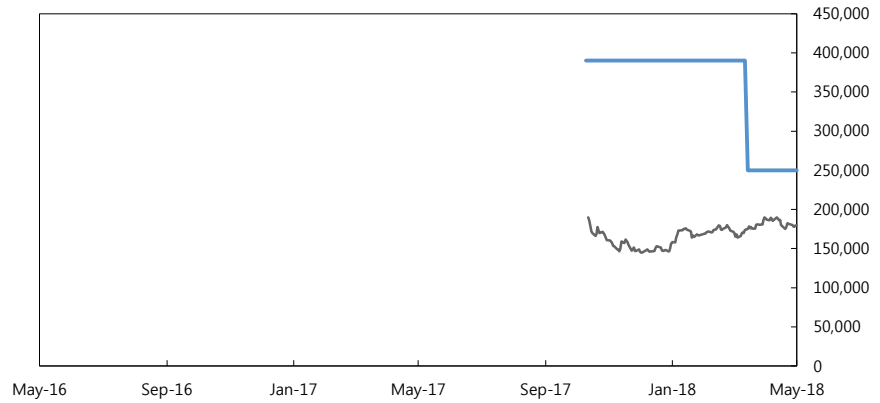
	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	405	2,128	2,531	2,653
매출원가	246	1,337	1,609	1,681
매출총이익	159	791	922	972
판매관리비	151	658	729	750
영업이익	8	133	193	222
금융수익	1	3	5	5
이자수익	1	3	5	5
금융비용	3	20	18	17
이자비용	3	20	18	16
기타영업외손익	(2)	(9)	(10)	(11)
관계기업관련손익	0	0	1	1
세전계속사업이익	3	108	170	201
법인세비용	1	27	43	50
연결당기순이익	2	81	128	151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

주요투자지표

	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)				
EPS	143	19,344	15,809	18,615
BPS	58,085	190,156	200,959	213,867
DPS	280	3,500	5,000	5,700
성장성(% YoY)				
매출증가율	0.0	425.7	19.0	4.8
영업이익증가율	-	1,482.4	45.1	14.7
순이익증가율	-	3,912.1	57.2	17.8
EPS증가율	-	13,463.4	(18.3)	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	1.9	2.8	3.2
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	9.3	11.4	9.6
PBR	2.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	44.6	5.5	3.9	3.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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 5월 19일 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
- 중립 : 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 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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.