

롯데제과(280360)

아름보다는 과실이 많아지는 시기로

인도 빙과업체 실적 개선으로 별도 법인 실적 악화 상쇄
 구조조정으로 인한 긍정적 효과 하반기에는 많아질 것
 빙과 시황 급 호전, 매장 사업 정리 부담도 완화돼 주식 매수 적기

Facts : 해외 자회사 실적 개선으로 우려보다는 선방

회사 분할로 전년동기 숫자가 명확하지 않지만, 현재의 사업회사 구조를 감안할 때 한투증권이 추정하는 2017년 2분기 실적대비 이번 2분기 연결 매출액과 영업이익은 전년동기대비 1.6%, 10.5% 감소한 것으로 추정된다. 별도법인의 실적은 구조조정 및 유통 채널의 재고 축소 움직임으로 예상대로 부진했는데, 지난해 말 인수한 인도의 빙과업체 하브모어의 실적이 예상보다 좋아 연결 실적은 우리 추정치를 소폭 상회했다. 별도 법인의 매출액은 변경된 회계 기준을 동일하게 적용할 경우 전년동기대비 2.5% 감소, 영업이익은 30.6% 감소한 것으로 추정된다. 푸쉬 마케팅을 줄이고 있는 건과 매출액이 아직은 역성장하고, 적자사업인 매장형 베이커리 및 건강식품부문의 사업 철수 영향으로 외형이 축소되며, 구조조정 초기 영향으로 고정비 부담은 늘어난 모습이다.

Pros & cons : 구조조정의 초기 부담 완화, 해외는 지역별 혼조세

별도 법인의 영업이익은 전년동기대비 감소했지만, 감소폭은 1분기(-46.3% YoY)에 비해서는 줄었다. 건과의 매출액 감소폭도 1분기보다는 작은 2~3% 수준으로 파악된다. 동사는 올해부터 푸쉬 마케팅을 자제하고 수익성 위주의 영업으로 경영 전략을 선회했다. 이로 인해 특히 건과부문에서 매출액 감소가 이어지고 있는데, 구조조정 초기임으로 관련 고정비 부담은 아직 큰 상황이다. 또 적자 매장사업 철수로 인테리어 재건 비용 등 일회성 비용도 1분기에 이어 2분기에 많이 소요된 것으로 보인다. 앞으로는 이러한 구조조정으로 인한 초기 부정적 영향은 줄어들고 긍정적 영향은 서서히 커질 것이다. 현재 지주회사 소속이지만 연내에 롯데제과로 지분이 현물 출자될 가능성이 높은 해외 자회사들의 실적은 이번 분기에 혼조세를 보였다. 중국은 다행히 적자폭이 줄어들고 있으나 파키스탄이 지난해와 올해 초에 가동되기 시작한 파이와 껌공장 감가상각비와 관측비 증가 부담으로 수익성이 하락했고, 대체로 현지 통화가 절하되었다.

하회 부합 **상회**

영업이익의 한투 추정치 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 250,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(8/14)	2,259
주가(8/14)	155,500
시가총액(십억원)	655
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저가(원)	191,500/145,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,175
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.8/26.7
주요주주(%)	롯데알미늄 외 13 인 68.1
	First Eagle Investment Management, LLC 7.5

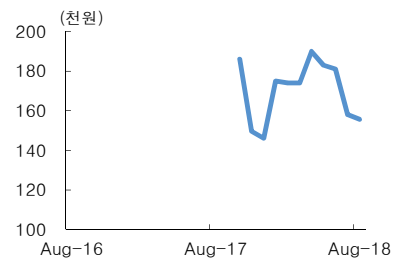
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	1,021.0	11.6	5.7
PBR(x)	2.5	0.4	0.4
ROE(%)	0.2	4.8	7.3
DY(%)	0.2	2.3	3.2
EV/EBITDA(x)	44.6	5.8	3.7
EPS(원)	143	13,450	27,200
BPS(원)	58,085	362,892	385,068

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.3)	(6.9)	-
KOSPI 대비(%p)	(4.1)	(0.2)	-

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

Action : 빙과 호조에 일회성 비용도 줄어들 것. 본격적인 주식 매집 시기

최근 무더위로 빙과시장이 호황을 누리고 있다. 국내 빙과 1위업체인 동사도 7월 빙과 매출액이 10% 가깝게 증가하면서 실적이 호전되고 있는 것으로 보인다. 이러한 빙과 판매 호조 현상은 최소한 내년까지 이어질 공산이 크다. 근본적으로 빙과의 대체재대비 가격 경쟁력이 강화됐고, 가격을 정상화하려는 업계의 노력이 수년간 이어지면서 ASP가 지난해부터 조금씩 올라가고 있다. 또한 올해의 폭염으로 유통 재고가 상당히 소진될 것으로 보여 내년까지 제조사의 빙과 판매량은 증가할 개연성이 크다. 빙과 이외에도 수익성 위주의 경영 정책 전환으로 인한 초기 수익 악영향이 줄어들 것이라는 점이 동사의 투자포인트이다. 하반기에 건과 매출액은 일부 제품 가격 인상 등을 고려하더라도 전년동기 수준으로는 개선될 것으로 예상되며, 건강식품 매장은 거의 다 철수돼 매장형 사업 정리로 인한 비용 부담이 올해 상반기를 정점으로 작아질 것으로 예상된다. 연내에는 지주사로부터 해외 제과사 지분도 출자받아 장기 성장 동력도 강화될 것이다. 불확실성이 제거되고 본격적인 이익 증가 시점에 진입했다고 판단하며 주식 매수를 추천한다.

〈표 1〉 2분기 연결 실적 및 추정치

(단위: 십억원, %)

	2Q18	2Q17	YoY	1Q18	QoQ	2Q18F	차이
매출액	438.0	445.0	(1.6)	401.3	9.2	434.7	0.8
매출총이익	158.2	173.1	(8.6)	137.0	15.5	166.6	(5.1)
판매비	138.5	151.1	(8.3)	125.7	10.2	150.0	(7.6)
영업이익	19.7	22.0	(10.5)	11.3	74.2	16.7	17.8
세전이익	16.7			2.2	643.4	13.7	21.5
당기순이익	12.6			2.0	527.5	10.3	22.8
매출원가율	63.9	61.1		65.9		61.7	
판매비율	31.6	34.0		31.3		34.5	
영업이익률	4.5	4.9		2.8		3.8	

주: 회계 변경 후 1Q17은 한투증권 추정치

자료: 한국투자증권

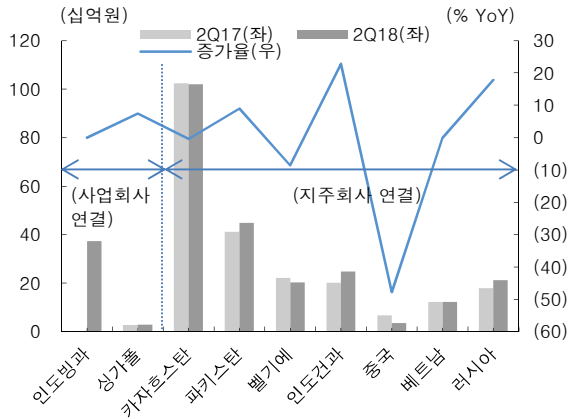
〈표 2〉 2분기 별도 법인 실적

(단위: 십억원, %)

	2Q18 (회계 변경 후)	2Q17 (회계 변경 후)	YoY
매출액	403.1	413.4	(2.5)
영업이익	14.5	20.9	(30.6)
매출원가율	35.5	36.4	
판매비율	33.9	31.8	
영업이익률	3.8	5.1	

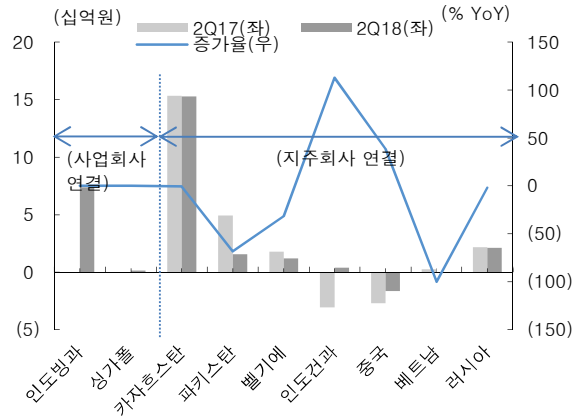
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 1] 2분기 지역별 매출액(환율 고정)



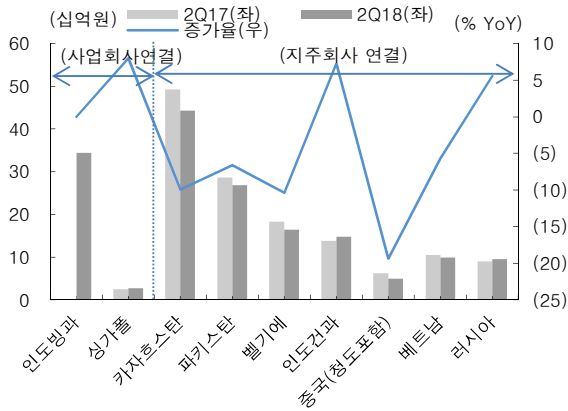
주: 인수 시점 환율로 고정
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 2] 2분기 지역별 영업이익(환율 고정)



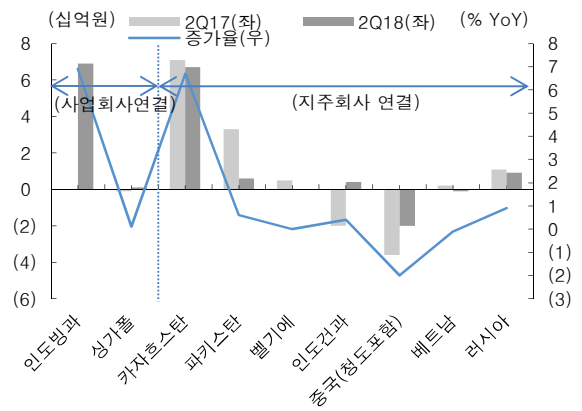
주: 인수 시점 환율로 고정
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 3] 2분기 지역별 매출액(환율 변동)



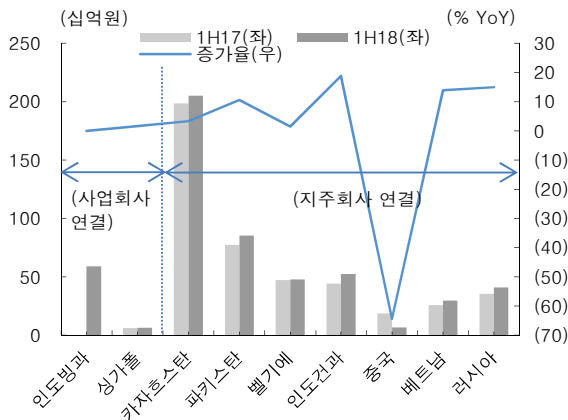
주: 분기 실제 환율 적용
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 4] 2분기 지역별 영업이익(환율 변동)



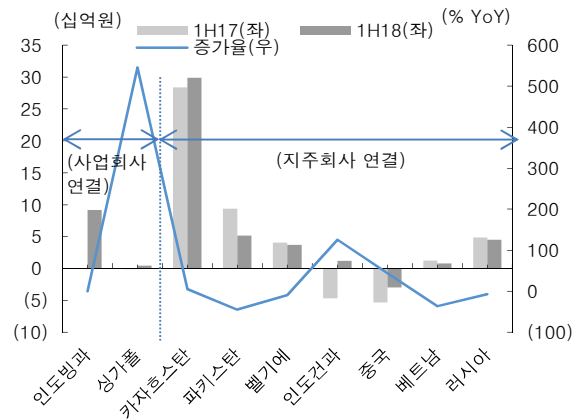
주: 분기 실제 환율 적용
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 5] 상반기 지역별 매출액(환율 고정)



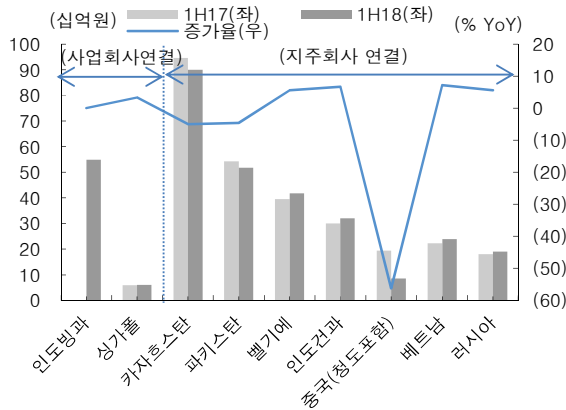
주: 인수 시점 환율로 고정
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 6] 상반기 지역별 영업이익(환율 고정)



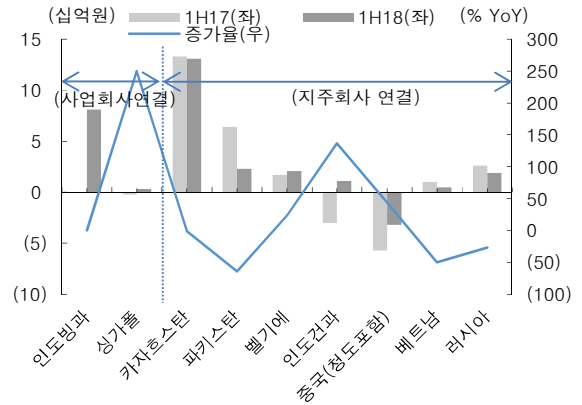
주: 인수 시점 환율로 고정
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 7] 상반기 지역별 매출액(환율 변동)



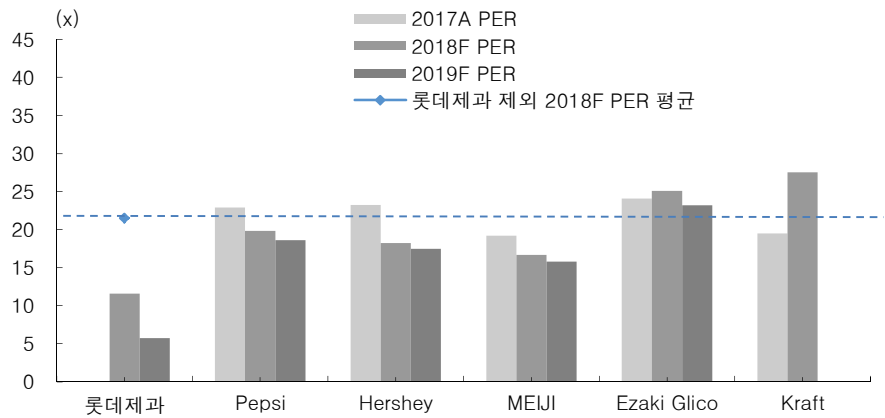
주: 분기 실제 환율 적용
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 8] 상반기 지역별 영업이익(환율 변동)



주: 분기 실제 환율 적용
자료: 롯데제과, 한국투자증권

[그림 9] Global peer와의 비교



주: 8월 14일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	532	754	826	863
현금성자산	66	172	169	190
매출채권및기타채권	261	267	308	319
재고자산	163	229	265	266
비유동자산	1,375	1,860	1,944	1,995
투자자산	36	86	84	89
유형자산	1,121	1,569	1,614	1,648
무형자산	198	181	217	228
자산총계	1,907	2,614	2,770	2,857
유동부채	536	571	613	599
매입채무및기타채무	188	271	337	354
단기차입금및단기사채	152	132	112	92
유동성장기부채	151	131	121	111
비유동부채	544	514	534	524
사채	379	359	339	319
장기차입금및금융부채	2	0	0	0
부채총계	1,080	1,085	1,148	1,123
지배주주지분	825	1,527	1,620	1,732
자본금	2	4	4	4
자본잉여금	820	1,478	1,478	1,478
기타자본	1	1	1	1
이익잉여금	3	45	138	250
비지배주주지분	2	2	2	2
자본총계	827	1,529	1,622	1,734

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	31	129	235	240
당기순이익	2	57	114	136
유형자산감가상각비	19	79	91	91
무형자산상각비	0	0	0	0
자산부채변동	(0)	(8)	29	13
기타	10	1	1	0
투자활동현금흐름	(141)	(606)	(167)	(145)
유형자산투자	(17)	(527)	(135)	(126)
유형자산매각	2	0	0	0
투자자산순증	40	(50)	2	(3)
무형자산순증	(0)	16	(36)	(11)
기타	(166)	(45)	2	(5)
재무활동현금흐름	96	583	(71)	(74)
자본의증가	0	660	0	0
차입금의순증	100	(62)	(50)	(50)
배당금지급	0	(1)	(15)	(21)
기타	(4)	(14)	(6)	(3)
기타현금흐름	(0)	0	0	0
현금의증가	(14)	106	(3)	21

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

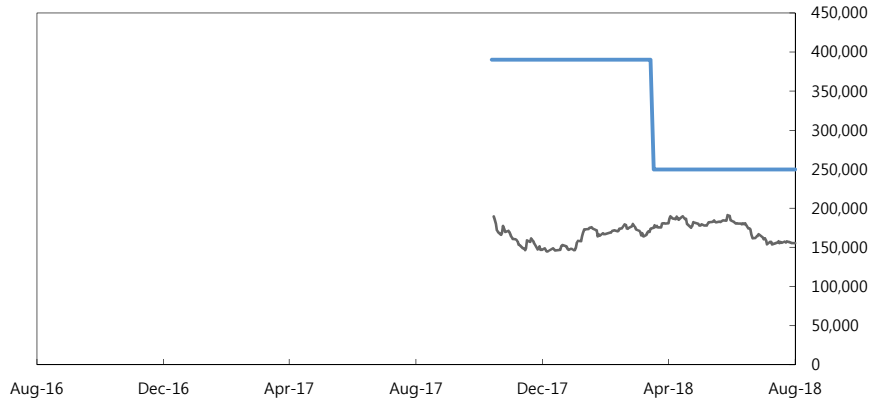
	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	405	1,910	2,409	2,530
매출원가	246	1,287	1,622	1,694
매출총이익	159	623	788	836
판매관리비	151	524	613	635
영업이익	8	99	174	201
금융수익	1	4	5	5
이자수익	1	4	5	5
금융비용	3	20	18	17
이자비용	3	20	18	16
기타영업외손익	(2)	(8)	(10)	(10)
관계기업관련손익	0	0	1	1
세전계속사업이익	3	75	152	181
법인세비용	1	19	38	45
연결당기순이익	2	57	114	136
지배주주지분순이익	2	57	114	136
기타포괄이익	(1)	0	0	0
총포괄이익	1	57	114	136
지배주주지분포괄이익	1	57	114	136
EBITDA	27	178	266	293

주요투자지표

	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)				
EPS	143	13,450	27,200	32,329
BPS	58,085	362,892	385,068	411,668
DPS	280	3,500	5,000	5,700
성장성(% YoY)				
매출증가율	NM	371.9	26.1	5.0
영업이익증가율	NM	1,076.4	76.2	15.5
순이익증가율	NM	2,689.7	102.2	18.9
EPS증가율	NM	9,331.1	102.2	18.9
EBITDA증가율	NM	555.6	49.4	10.3
수익성(%)				
영업이익률	2.1	5.2	7.2	8.0
순이익률	0.5	3.0	4.7	5.4
EBITDA Margin	6.7	9.3	11.0	11.6
ROA	0.1	2.5	4.2	4.8
ROE	0.2	4.8	7.3	8.1
배당수익률	0.2	2.3	3.2	3.7
배당성향	58.1	26.0	18.4	17.6
안정성				
순차입금(십억원)	588	374	331	257
차입금/자본총계비율(%)	82.8	40.7	35.3	30.1
Valuation(X)				
PER	1,021.0	11.6	5.7	4.8
PBR	2.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	44.6	5.8	3.7	3.1

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 8월 16일 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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.