

# 롯데제과(280360)

## 해외 자회사 지분 위험 아닌 기회로 돌아온다

### 라하트 등 주요 해외 제과사 현물출자 결정

9월 7일 공시를 통해 오는 12월 20일에 롯데지주로 넘어갔던 주요 해외 제과사인 Rakhat, Lotte Confectionary Holdings(Guylia), Lotte Kolson의 지분이 롯데제과로 현물출자될 것임이 발표되었다. 3개사의 출자 금액은 총 3,486억원이며, 최근 동사 주가 평균이 157,904원이어서 주식은 2,207,613주(현 주식수 대비 52.4%, 증자 후 주식수 대비 34.4%)가 발행될 예정이다.

### 가치 산정 합리적

예상보다 다소 늦어진 감은 있지만 우리는 이번 현물출자가 주가에 긍정적 영향을 줄 것으로 예상한다. 첫째, 이들 해외 제과사의 지분이 합리적으로 평가되었고, 그 결과 우려와는 달리 주식 희석 영향이 없을 것으로 평가되기 때문이다. [표 2]와 [표 3]과 같이 각 회사의 출자 평가액은 지난해 9월 분할 시 적용된 가치, 그리고 지난해 말 롯데지주 귀속 시의 장부가와 비교할 때 납득할만한 수준이다. 현지 통화 절하에도 불구하고 원화환산 실적이 꾸준히 개선되고 있는 Rakhat는 분할 시 가치보다는 높지만 지난해 말 장부가격보다는 오히려 낮게 가치가 평가되었고, 공장 증설로 인해 고정비 부담이 늘어난 Lotte Kolson은 할인율이 상향 조정되면서 과거보다 더 낮은 가치로 평가받았다.

### 주가 dilution도 없음

[표 5]에서처럼 증자 비율이 34.4%인데, 이들 3개사의 2019년 순이익 기여도가 37.4%이므로 EPS는 오히려 4.8% 상승될 전망이다. 이 3개사는 모두 현재 롯데제과보다 성장성과 수익성이 우수하기 때문에 가치 산정에 거품만 없다면 전체 기업가치에 플러스 효과를 줄 수 있다.

### 불확실성 제거, 지배문제 우려 불식으로 주가 상승 기대

둘째, 앞으로 증자에 대한 우려가 사라질 전망이다. 이번에 현물 출자될 3개사는 2019년 기준으로 롯데제과가 롯데지주로부터 출자 받을 해외 제과사 순이익 내

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017A	405	8	2	143	-	27	1,021.0	44.6	2.5	0.2	0.2
2018F	1,737	85	45	10,774	7,454.4	149	14.6	7.8	0.8	5.4	2.2
2019F	2,515	174	113	15,311	42.1	253	10.3	4.0	0.8	9.9	3.2
2020F	2,650	201	135	18,313	19.6	293	8.6	3.2	0.8	9.1	3.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 250,000원(유지)

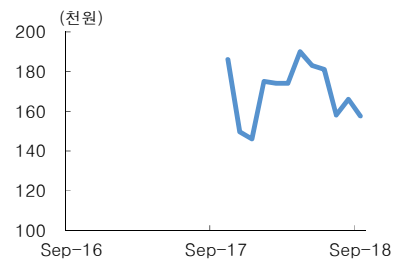
### Stock Data

KOSPI(9/7)	2,282
주가(9/7)	157,500
시가총액(십억원)	663
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저가(원)	191,500/145,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,052
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.8/27.0
주요주주(%)	롯데알미늄 외 13 인 68.1
	First Eagle Investment Management, LLC 7.5

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.6	(9.7)	-
KOSPI 대비(%p)	1.4	(4.7)	-

### 주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

비중이 96%에 달할 정도로 규모가 큰 기업들이다. 올해 연말까지 인도 건과사와 베트남 법인의 지분이 추가로 현물출자될 확률이 높으나, 이들의 규모는 매우 작다. 또 지난해 회사 분할로 롯데지주로 넘어갔던 중국 법인은 철수 및 구조조정 등을 거치고 있어 다시 현물출자될 가능성이 낮다. 따라서 금번 증자 이후에 주식이 희석될 이벤트는 거의 없을 것으로 판단된다. 불확실성 제거, 그리고 합리적 valuation으로 인한 지배구조 우려 불식으로 주가의 상승 압력이 강해질 것으로 기대된다.

### 하반기 국내 실적 개선, 2019년 예상 PER 10.3배로 저평가

3분기 영업이익은 병과의 호조에도 불구하고 빼빼로데이 관련 선구매가 높은 기온 영향으로 3분기보다는 4분기로 미뤄져 전년동기대비 12.3% 증가에 그칠 전망이다. 대신 4분기에는 초콜릿류의 판매가 개선되고 구조조정의 초기 부정적 영향이 줄어들며 영업이익이 전년동기 84억원에서 178억원으로 급증할 것으로 예상된다. 2019년에는 해외 제과사 지분이 대부분 현물출자되고, 국내 사업에서 구조조정의 긍정적 효과가 커지면서 매출액과 영업이익 전년동기대비 각각 44.8%, 106.0% 증가할 것이다. 2019년 이후 우리의 실적 전망치는 보수적인 관점에서 추가 해외 제과사 지분 출자도 금번과 마찬가지로 롯데제과 주가 157,904원에 진행된다고 가정할 경우 자본금과 이익증가를 반영해 산출했다[표 6]. 이때 2019년 예상 PER은 10.3배로 음식료업종 평균 13.8배 대비 낮기 때문에 Top picks 중 한 종목으로 매수 추천한다.

#### <표 1> 유상증자 개요

구분	내용
신주의 수	2,207,615 주
자금조달의 목적	타법인 증권 취득자금(3,485.9억원)
신주 발행가액	157,904 원
납입일	2018년 12월 20일
신주의 배당 기산일	2018년 01월 01일
신주의 교부 예정일	2018년 12월 28일
신주의 상장 예정일	2019년 01월 04일

자료: 롯데제과, 한국투자증권

#### <표 2> 현물출자 금액 평가 1

(단위: 십억원)

양수회사	분할 평가 금액(2017.8)					현물출자 평가 금액(2018.12)		
	지분율	장부가	자산가치	수익가치	평가금액(A)	지분율	공정가치(B)	B/A-1
Rakhat JSC	92.4%	151.5	93.4	191.0	151.9	92.4%	202.6	33.4%
Lotte Confectionery Holdings	51.0%	74.4	71.1	100.7	88.9	51.0%	104.5	17.5%
Lotte Kolson(Private) Limited	96.5%	40.7	40.4	61.5	53.1	96.5%	41.5	(21.8%)
합계					293.9		348.6	18.6%

주: 자산가치는 2016년 12월말 장부가액에서 2017년 8월 외부 평가기간의 금액 평가를 가감해 산출된 값

자료: 롯데제과, 한국투자증권

<표 3> 현물출자 금액 평가 2

(단위: 십억원)

양수회사	장부가		현물출자 평가 금액(2018.12)	
	3Q17	4Q17(A)	공정가치(B)	B/A-1
Rakhat JSC	151.5	212.9	202.6	(4.8%)
Lotte Confectionery Holdings	74.4	107.9	104.5	(3.2%)
Lotte Kolson(Private) Limited	40.7	66.5	41.5	(37.6%)
합계	266.6	387.3	348.6	(10.0%)

자료: 롯데제과, 롯데지주, 한국투자증권

<표 4> 현물 출자 대상 회사 실적 변화

(단위: 십억원)

	2015			2016			2017			환율변화			환율고정		
	2015	2016	2017	1H17	1H18	% YoY	1H17	1H18	% YoY	1H17	1H18	% YoY	1H17	1H18	% YoY
Rakhat JSC															
매출액	180.4	169.2	194.8	94.6	89.9	(5.0)	198.5	205.0	3.3						
영업이익				13.3	13.1	(1.5)	28.4	29.9	5.3						
순이익	17.8	16.7	22.9												
자산총계	94.0	119.6	128.3												
부채총계	14.9	18.6	18.2												
자본총계	79.1	101.0	110.1												
Lotte Confectionery Holdings															
매출액	109.8	111.8	115.5	39.6	41.8	5.6	47.3	48.0	1.5						
영업이익				1.7	2.1	23.5	4.1	3.7	(9.8)						
순이익	7.8	11.7	9.0												
자산총계	174.0	182.0	181.3												
부채총계	33.6	33.9	26.4												
자본총계	140.3	148.1	155.0												
Lotte Kolson(Private) Limited															
매출액	109.8	111.8	115.5	54.3	51.8	(4.6)	77.3	85.4	10.5						
영업이익				6.4	2.3	(64.1)	9.3	5.2	(44.1)						
순이익	7.8	11.7	9.0												
자산총계	174.0	182.0	181.3												
부채총계	33.6	33.9	26.4												
자본총계	140.3	148.1	155.0												

주: 환율 고정은 인수 시점 환율 적용

자료: 롯데제과, 한국투자증권

**<표 5> 주요 해외 제과사 지분 현물출자 시 EPS 변화**

구분		단위	내용
<b>현 발행주식수</b>	<b>A</b>	<b>주</b>	<b>4,209,102</b>
증자		원	157,904
시가총액		십억원	665
해외 제과 3사 공정가치		십억원	349
증자 주식수	B	주	2,207,613
증자 후 주식수	A+B	주	6,416,715
주식발행비율	B/A	%	52.4
주식발행비율	B/(A+B)	%	34.4
<b>&lt;해외 제과 3사 현물출자 후&gt;</b>			
증자 전 순이익	C	십억원	65.6
해외 제과 순이익	D	십억원	39.2
증자 후 순이익	C+D	십억원	104.8
증자 전 EPS	E	원	15,581
증자 후 EPS	F	원	16,327
<b>EPS 변화</b>	<b>F/E-1</b>	<b>%</b>	<b>4.8</b>

주: 순이익과 EPS는 2019F 기준. 해외 제과 3사는 Rakhat JSC, Lotte Confectionery Holdings, Lotte Kolson(Private) Limited

자료: 한국투자증권

**<표 6> 전 해외 제과사 지분 현물출자 시 EPS 변화**

구분		단위	내용
<b>발행주식수</b>	<b>A</b>	<b>주</b>	<b>4,209,102</b>
증자		원	157,904
시가총액		십억원	665
해외 제과 공정가치		십억원	500
증자 주식수	B	주	3,166,481
증자 후 주식수	A+B	주	7,375,583
주식발행비율	B/A	%	75.2
주식발행비율	B/(A+B)	%	42.9
<b>&lt;해외 제과 현물출자 후&gt;</b>			
증자 전 순이익	C	십억원	65.6
해외 제과 순이익	D	십억원	40.7
증자 후 순이익	C+D	십억원	112.7
증자 전 EPS	E	원	15,581
증자 후 EPS	F	원	15,311
<b>EPS 변화</b>	<b>F/E-1</b>	<b>%</b>	<b>(1.7)</b>

주: 순이익과 EPS는 2019F 기준. 해외 제과는 2017년 말 사업회사가 인수한 인도 빙과사 실적 제외

자료: 한국투자증권

〈표 7〉 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
매출액	436.3	445.0	471.5	404.8	401.3	438.0	479.7	417.5
매출원가	275.0	271.9	288.1	245.5	264.3	279.8	299.8	319.8
매출총이익	161.4	173.1	183.5	159.2	137.0	158.2	179.9	97.7
판매비	139.0	151.1	151.4	150.8	125.7	138.5	143.9	80.0
영업이익	22.4	22.0	32.1	8.4	11.3	19.7	36.0	17.8
<b>% YoY</b>								
매출액	(17.9)	(19.0)	0.4	(29.5)	(8.0)	(1.6)	1.7	3.1
매출원가	(19.0)	(21.8)	2.5	(34.8)	(3.9)	2.9	4.1	30.2
매출총이익	(16.1)	(14.2)	(2.8)	(19.2)	(15.1)	(8.6)	(1.9)	(38.6)
판매비	(15.5)	(12.5)	2.9	(15.3)	(9.5)	(8.3)	(4.9)	(47.0)
영업이익	(19.3)	(24.7)	(22.9)	(55.5)	(49.7)	(10.5)	12.3	111.1
<b>%, 매출액대비</b>								
매출원가	63.0	61.1	61.1	60.7	65.9	63.9	62.5	76.6
판매비	31.8	34.0	32.1	37.3	31.3	31.6	30.0	19.2
영업이익	5.1	4.9	6.8	2.1	2.8	4.5	7.5	4.3

주: 2017년 분기 실적은 현재 사업구조와 같이 대부분의 해외 제과사의 실적이 없는 형태로 한투증권이 추정해 산출  
 자료: 롯데제과, 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 채 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	556	729	742
현금성자산	66	69	151	159
매출채권및기타채권	261	260	277	265
재고자산	163	156	201	212
비유동자산	1,375	1,363	1,911	1,963
투자자산	36	47	75	80
유형자산	1,121	1,131	1,579	1,613
무형자산	198	165	226	239
자산총계	1,907	1,919	2,640	2,705
유동부채	536	562	668	649
매입채무및기타채무	188	247	352	371
단기차입금및단기사채	152	132	112	92
유동성장기부채	151	131	121	111
비유동부채	544	500	543	534
사채	379	359	339	319
장기차입금및금융부채	2	0	0	0
부채총계	1,080	1,062	1,211	1,183
지배주주지분	825	855	1,431	1,524
자본금	2	2	4	4
자본잉여금	820	820	1,318	1,318
기타자본	1	1	1	1
이익잉여금	3	34	110	202
비지배주주지분	2	2	2	2
자본총계	827	858	1,434	1,527

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	31	154	316	247
당기순이익	2	45	113	135
유형자산감가상각비	19	64	79	91
무형자산상각비	0	0	0	0
자산부채변동	(0)	43	124	20
기타	10	2	0	1
투자활동현금흐름	(141)	(73)	(644)	(147)
유형자산투자	(17)	(74)	(527)	(126)
유형자산매각	2	0	0	0
투자자산순증	40	(11)	(28)	(3)
무형자산순증	(0)	33	(62)	(13)
기타	(166)	(21)	(27)	(5)
재무활동현금흐름	96	(77)	413	(92)
자본의증가	0	0	500	0
차입금의순증	100	(62)	(50)	(50)
배당금지급	0	(1)	(15)	(37)
기타	(4)	(14)	(22)	(5)
기타현금흐름	(0)	0	0	0
현금의증가	(14)	5	85	8

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

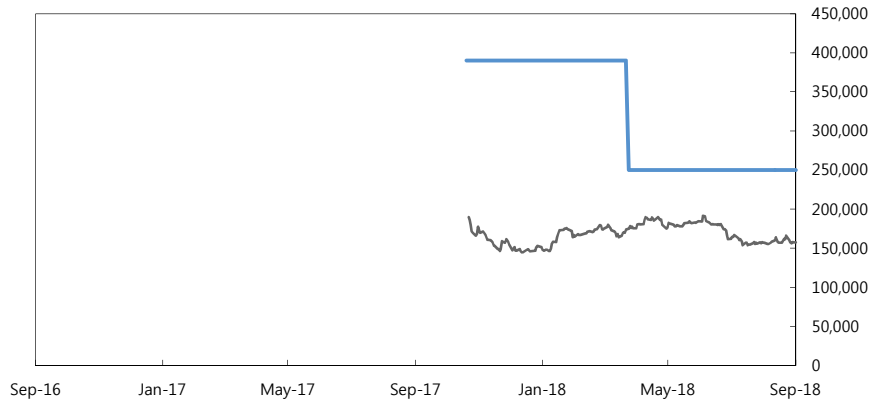
	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	405	1,737	2,515	2,650
매출원가	246	1,164	1,697	1,779
매출총이익	159	573	818	871
판매관리비	151	488	644	670
영업이익	8	85	174	201
금융수익	1	2	4	5
이자수익	1	2	4	5
금융비용	3	20	18	17
이자비용	3	20	18	16
기타영업외손익	(2)	(7)	(10)	(11)
관계기업관련손익	0	0	0	1
세전계속사업이익	3	60	150	180
법인세비용	1	15	38	45
연결당기순이익	2	45	113	135
지배주주지분순이익	2	45	113	135
기타포괄이익	(1)	0	0	0
총포괄이익	1	45	113	135
지배주주지분포괄이익	1	45	113	135
EBITDA	27	149	253	293

주요투자지표

	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)				
EPS	143	10,774	15,311	18,313
BPS	58,085	203,416	194,164	206,769
DPS	280	3,500	5,000	5,700
성장성(% YoY)				
매출증가율	-	329.0	44.8	5.4
영업이익증가율	-	906.5	106.0	15.5
순이익증가율	-	2,134.6	148.9	19.7
EPS증가율	-	7,454.4	42.1	19.6
EBITDA증가율	-	449.3	70.0	15.7
수익성(%)				
영업이익률	2.1	4.9	6.9	7.6
순이익률	0.5	2.6	4.5	5.1
EBITDA Margin	6.7	8.6	10.1	11.1
ROA	0.1	2.4	4.9	5.1
ROE	0.2	5.4	9.9	9.1
배당수익률	0.2	2.2	3.2	3.6
배당성향	58.1	32.5	32.7	31.1
안정성				
순차입금(십억원)	588	501	346	284
차입금/자본총계비율(%)	82.8	72.5	39.9	34.2
Valuation(X)				
PER	1,021.0	14.6	10.3	8.6
PBR	2.5	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	44.6	7.8	4.0	3.2

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 9월 9일 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 높이 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.