

롯데제과(280360)

Corporate day 후기: 두 마리 토끼, 어렵지만 잡는다

빙과 호황, 건과도 점진적 개선 기대

- 가격 정찰제 정착 효과와 폭염 등으로 빙과 대리상 재고 축소
- 빙과 실적 3분기 개선되며 아열대 기후 등 장기적으로도 사업성 밝은 듯
- 건과는 푸쉬마케팅 축소로 상반기 매출액 감소했으나 매출채권/재고자산 축소의 긍정적 효과 나오고 있음
- 폭염으로 3분기에 발생하는 빼빼로데이 선매출 줄었지만 9월 이후 회복될 전망이며 상반기 가격 인상 등 고려 시 4분기 건과 수익성 크게 호전 예상

매장사업 축소 등 구조조정, 결실 거들 것

- 적자사업인 매장형 제빵사업은 내년 상반기까지 구조조정할 것. 이 부문은 철수비용 포함해 내년 상반기까지 적자 다소 확대될 것
- 건강사업은 상반기 중 매장 철수 완료해 하반기부터 적자 발생하지 않음
- 내년 하반기 이후 이 구조조정으로 영업이익 규모 10% 이상 증가 전망

해외 제과사 인수로 성장성 확대

- 2017년 기준 합산 순이익 400억원 이상인 라하트, 콜슨, 길리안을 3,486억원에 현금출자 받아 고평가 논란 없음
- 라하트는 9월에 초콜렛라인 증설, 내년 6월 젤리 생산 시작 예정돼 두자릿수대의 외형 성장 지속 전망
- 길리안은 기프트라인 확충했고, 콜슨도 올해부터 껌과 초코파이 생산 시작돼 성장률 높아질 것으로 기대
- 이외 인도 건과도 실적 회복 중, 러시아로 초코파이 라인 증설할 것

	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	405	1,737	2,515	2,650
증가율(%)	-	329.0	44.8	5.4
영업이익(십억원)	8	85	174	201
순이익(십억원)	2	45	113	135
EPS(원)	143	10,774	15,311	18,313
증가율(%)	NM	7,454.4	42.1	19.6
EBITDA(십억원)	27	149	253	293
PER(x)	1,021.0	16.2	11.4	9.6
EV/EBITDA(x)	44.6	8.3	4.3	3.5
PBR(x)	2.5	0.9	0.9	0.8
ROE(%)	0.2	5.4	9.9	9.1
DY(%)	0.2	2.0	2.9	3.3

주: 2017년 10월 지주사로 분할되며 설립된 사업회사

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 250,000원(유지)

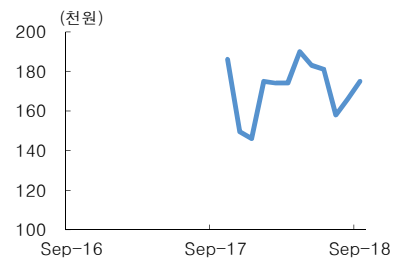
Stock Data

KOSPI(9/13)	2,286
주가(9/13)	175,000
시가총액(십억원)	737
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저가(원)	191,500/145,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,051
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.8/27.2
주요주주(%)	롯데알미늄 외 13 인 68.1
	First Eagle Investment Management, LLC 7.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.5	(2.8)	-
KOSPI 대비(%p)	10.9	5.6	-

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

중국 구조조정 감안하면 해외 수익성 계속 개선될 것

- 해외 자회사 상반기 영업이익률 지난해 5.6%에서 올해 7%로 향상
- 쿨슨이 신 공장 가동으로 고정비 부담 늘었지만 중국의 구조조정에 따른 적자 축소와 기타 자회사의 실적 개선이 이어지고 있기 때문
- 라하트 등 추가로 라인 증설에 따른 비용 부담 있는 자회사 있지만 새로운 카테고리 론칭이 아닌 경우 비용 부담이 제한적이며 중국의 적자 축소 규모 커 합산 수익성은 꾸준히 향상될 전망
- 중국 영업적자 지난해 상반기 60억원에서 올해 상반기 30억원으로 축소

3가지 포인트: 업황 개선, 구조조정의 효과, 지배구조 우려 완화

- 업황이 점진적으로 개선될 것으로 보이며, 구조조정의 순작용이 커지는 구간, 그리고 EPS를 희석하지 않는 현물출자로 지배구조 우려가 완화돼 주가의 상승 압력 커질 전망
- 지주사 전환으로 배당성향도 향상, 배당 수익률도 2% 예상
- 2019년 예상 PER은 11.4배로 저평가, 적극적 매수 추천

<표 1> 국내 부문별 매출 추이

(단위: 십억원, %)

	2017		1Q18	2Q18	1H18
	매출액	비중	매출액	매출액	매출액
건과	1,155	65.7	275	243	518
빙과	350	19.9	51	105	156
베이커리	173	9.8	39	39	78
건강/기타	81	4.6	15	16	32
합계	1,759	100	380	403	783

자료: 롯데제과, 한국투자증권

<표 2> 해외 지역별 매출 추이

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	증가율	1H17	1H18	증가율	비고
카자흐스탄	169	195	15.1	95	90	(4.9)	환율 영향(로컬 통화 기준 +3.3% YoY)
벨기에	112	116	3.3	40	42	5.4	유럽 매출 증가
파키스탄	102	112	10.4	54	52	(4.7)	환율 영향(로컬 통화 기준 +10.5% YoY)
인도(건과)	62	67	7.6	30	32	6.5	초코파이와 캔디류 매출 증가
인도(빙과)	-	-	-	-	55	-	하브모어 인수(2017.12)
중국	79	31	(60.2)	19	9	(55.2)	구조조정 진행 중
싱가폴	11	12	12.9	6	6	2.4	말레이시아 수출 증가
러시아	29	38	29.6	18	19	6.1	2018년 5월에 지주로부터 다시 인수(3분기부터 연결실적)
베트남	67	64	(4.3)	22	24	6.9	캔디와 비스킷류 성장
합계	630	634	0.7	284	328	15.5	

자료: 롯데제과, 한국투자증권

<표 3> 해외 지역별 사업 전략

(단위: 십억원, %)

	매출액			영업이익률			증가율 비교
	2017	2022F	CAGR	2017	2022F		
카자흐스탄	195	320	10	14	14	-	성장 지속 위한 Capa 증설(초콜렛/젤리)
파키스탄	112	230	15	11	13	2%p	초코파이와 껌 출시
벨기에	116	160	7	8	11	3%p	프리미엄 시장 위한 라인 증설(기프트 타입 - 2017.9 / 프리미엄 바 - 2019.6)
인도(건과)	67	110	10	(3)	3	흑전	판매 인프라 강화
러시아	38	70	13	11	9	(2%p)	캔디류와 초코파이 라인 증설(캔디류 - 2018.1 / 초코파이 - 2019.1)
기타	107	165	9	(17)	8	흑전	중국 구조조정
소계	634	1,055	11	5	11	6%p	
신사업	-	1,000	-	-	10	-	인도 빙과 하브모어 포함. 침투 대상 시장 별 순위화
합계	634	2,055	26	5	11	6%p	

주: 2018~2022년 CAGR

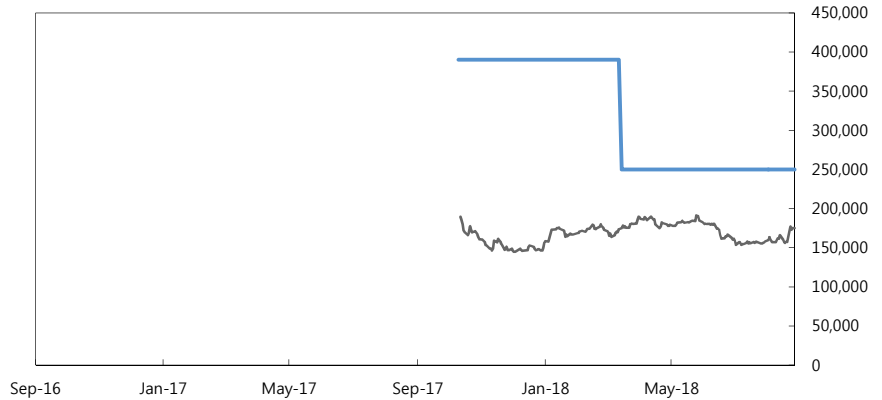
자료: 롯데제과, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

주식회사 롯데제과는 1967년 자본금 3천만원으로 설립되었으며 1974년에 한국거래소에 상장되었음. 이후 2018년 10월에 투자부문을 롯데지주로 이전하고 별도법인과 일부 해외 제과사 지분만을 보유한 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.

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 14일 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 (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
- 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.