

# 롯데칠성(005300)

## 이제는 기대해도 좋다

### 3분기 실적 컨센서스 부합 예상

3분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 0.6%, 10.7% 증가해 컨센서스에 부합할 전망이다. 회계 기준 변경 요인을 제거한 별도 기준 실제 매출액 증가율은 5.5%로, 음료와 주류가 각각 6%, 5% 증가할 것으로 기대된다. 음료는 폭염과 점유율 상승으로 탄산음료와 생수가 8%, 20% 이상 증가하며 호조세를 보인 것으로 추정된다. 주류는 하반기부터는 피츠 출시로 인한 기저 효과가 없다. 하지만 소주가 6%의 외형 성장을 지속하고 있고 명절 특수로 와인/청주 판매도 개선될 것이다. 공판비용이 유가 상승으로 증가한 것으로 추정되나, 설탕가격이 하락하고 적자 SKU 축소 등의 구조조정이 진행돼 비용은 효율적으로 통제될 전망이다.

### 4분기도 실적 개선 전망

4분기 매출액은 전년동기대비 20.5% 증가한 5,584억원, 영업이익은 전년동기 123억원의 적자가 139억원의 흑자로 전환될 전망이다. 기상 특수가 없다고 가정하면 음료 성장률은 SKU 축소 등 구조조정을 고려할 때 3~4% 정도가 예상된다. 반면 주류는 소주의 지역 확장이 초기 단계이므로 성장률이 유지될 것으로 본다. 여기에 큰 기저 효과도 생긴다. 전년동기에는 음료부문에서 회계 기준이 변경(물류비중 일부가 매출액에서 차감되는 방식으로 변경)되어 그 영향이 소급해서 한꺼번에 반영되었다. 수익성이 개선되는 이유는 음료에서 지난해 말부터 적자 SKU를 줄이고 공장/물류 시설을 효율화하는 작업이 성과를 거두고 있기 때문이다. 외형보다는 내실을 중시하는 경영 전략의 전회로 매출 할인도 줄어들고 있다. 그럼에도 불구하고 탄산음료, 생수 등 주력 품목의 점유율이 상승하고 있는 점은 고무적이다. 주류도 피츠가 출시된 지난해보다는 매출액 대비 마케팅비 부담이 차츰 줄어들 것으로 예상된다.

## 매수(유지)

목표주가: 1,900,000원(유지)

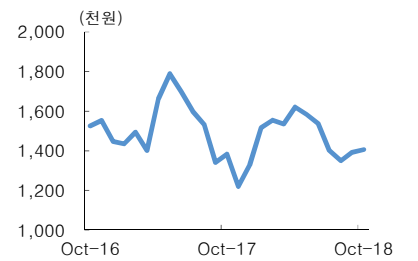
### Stock Data

KOSPI(10/5)	2,268
주가(10/5)	1,405,000
시가총액(십억원)	1,123
발행주식수(백만)	1
52주 최고/최저(원)	1,675,000/1,205,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,701
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.8/21.0
주요주주(%)	신격호 외 9 인 53.0
국민연금	10.0

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.7	(11.9)	4.8
KOSPI 대비(%p)	6.8	(4.9)	10.1

### 주가추이



자료: WISEfn

	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	2,353	86	34	41,060	(62.2)	252	34.2	8.3	0.9	2.6	2.4
2019F	2,587	122	59	71,285	73.6	292	19.7	7.3	0.9	4.4	2.5
2020F	2,750	146	77	92,845	30.2	318	15.1	6.4	0.8	5.6	2.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경주

kjlee@truefriend.com

## 2019년은 이익 회복 본격화될 것

2019년부터는 이익이 본격적으로 증가할 것으로 예상된다. 우선 음료에서 탄산 음료와 생수의 점유율 상승이 외형과 수익성 개선에 도움이 될 전망이다. 품목을 줄이고 있는 주스는 적자폭이 축소될 것이며 생산/판매/유통 모든 단계에서 비용을 줄이는 노력이 지속될 것으로 보인다. 주류는 맥주 가동율이 아직 40%대이지만, 최악의 국면은 지나고 있다고 판단된다. 미국/유럽산 수입맥주의 관세가 0%로 이미 낮아진 만큼 수입품의 마케팅 강도고 완화될 것이며, 로컬 업체간 경쟁 강도는 약화될 가능성이 크다. 소주의 지방 점유율 확장은 진행형이며, 기타 주류도 이미 수년간 매출액이 크게 줄어든 만큼 부정적 역할을 할 여지도 작다.

## 파키스탄의 펩시 보틀러 인수, 글로벌업체로서의 가능성 보여줘

여기에 10월 1일 인수한 Lotte Akhtar Bevererages Ltd.의 연결 편입 효과도 기대된다. 기존 Riaz Bottlers의 사업 분할 합병으로 설립된 이 회사는 종전과 마찬가지로 8개의 파키스탄 내 Pepsi 보틀러 중 하나의 업체로 성장할 전망이다. 인수 전 이 사업부의 연간 매출액은 약 1천억원, 영업이익률은 10% 수준으로 파악되며, 동사는 이 사업체의 지분 52%를 인수하기 위해 485억원을 지불하기로 했다. 파키스탄의 음료시장은 과거 5년간 연평균 15.9%씩 성장해 왔고, 펩시는 코카콜라보다 시장 지위가 더 높다. 통상 로컬 업체를 파트너사로 선택하는 펩시가 필리핀, 미얀마에 이어 파키스탄에서도 한국 기업인 롯데칠성에서 보틀러 사업을 맡긴다는 것은 의미가 있다. 필리핀과 미얀마에 이어 롯데제과 등 그룹사 입지가 있는 파키스탄에서 다시 성과를 낸다면 롯데칠성은 글로벌 음료 업체로서 재평가가 이루어질 것이다.

## 증가하는 이익과 자산가치 고려시 저평가

동사에 대해 SOTP로 산출한 목표주가 1,900,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 2019년 PER은 19.7배로 세계 경쟁 업체 평균인 20.0배와 유사하다. 그러나 시가로 환산시 1조원 이상으로 추정되는 유희부지인 서초동부지의 가치를 고려할 경우 동사는 저평가 상태라 평가된다. 주류의 적자가 줄어들고, 음료의 이익이 증가하며, M&A의 효과가 발생하기 때문에 EPS 증가가 빠를 것이다. 2020년의 PER은 15.1배로 경쟁 업체 평균보다 19% 낮아질 것으로 예상된다. 이익 증가율이 높다는 사실만으로도 경쟁사대비 주가 지표 프리미엄은 가능하다. 목표주가를 적용한 2020년 PER은 20.5배로 업종 평균대비 약 10% 높은 수준이므로 설득력이 있다. 올해는 지난해와 같은 대규모 일회성 이익은 발생하지 않았지만, 그룹의 배당 확대 정책을 감안하면 주당 배당금이 감소하기는 어려울 것이다. 올해 예상 배당 수익률은 2.4%이다.

〈표 1〉 3분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	3Q18F	3Q17	YoY	2Q18	QoQ	컨센서스	차이
매출액	672.7	668.4	0.6	599.5	12.2	667.7	0.8
매출총이익	268.5	286.2	(6.2)	234.1	14.7		
판매비	228.1	249.7	(8.7)	210.6	8.3		
영업이익	40.5	36.5	10.7	23.5	72.5	41.6	(2.7)
세전이익	32.1	(115.1)	127.9	12.4	159.1	35.8	(10.3)
지배주주순이익	24.1	(196.7)	112.2	6.5	273.0	28.1	(14.3)
매출원가율	60.1	57.2		61.0			
판매비율	33.9	37.4		35.1			
영업이익률	6.0	5.5		3.9		6.2	
세전이익률	4.8	(17.2)		2.1		5.4	
지배주주순이익률	3.6	(29.4)		1.1		4.2	

자료: Dataguide, 한국투자증권

〈표 2〉 PER premium과 implied PER 산출

(단위: 원, 배)

	2017	2018F	2019F	2020F
〈현재 추가 적용〉				
수정 EPS	(7,237)	41,060	71,285	92,845
수정 PER(A)	NM	34.2	19.7	15.1
Global peers PER				
세계 음료회사	25.8	20.9	19.5	18.0
세계 주류회사	38.3	22.9	20.4	19.4
평균(B)	32.1	21.9	20.0	18.7
PER premium(A/B-1)		56.0%	(1.3%)	(18.9%)
〈목표주가 1,900,000 원 적용〉				
Implied PER(C)		46.3	26.7	20.5
PER premium(C/B-1)		110.9%	33.5%	9.7%

주: 2017년 10월 1일자로 해외 음료사 등 기존 연결종속법인은 분할 후 롯데지주로 합병되었음

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 부문별 실적 전망

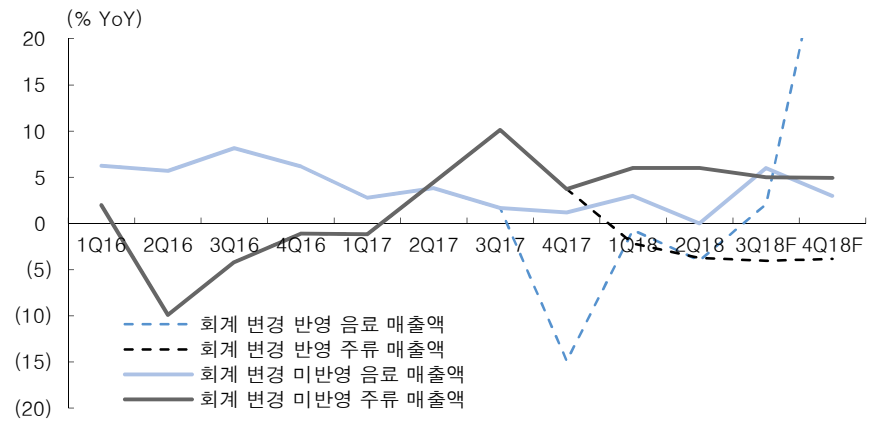
(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
<b>[매출액]</b>															
회계 변경 반영_공시 기준															
음료	329.0	418.5	454.1	329.6	338.1	434.5	461.8	280.5	335.7	417.1	471.5	379.5	1,531.2	1,515.0	1,603.8
주류	190.6	178.4	187.6	176.5	188.4	186.3	206.6	183.0	184.3	179.4	198.2	176.0	733.1	764.3	737.9
별도계	519.6	596.9	641.7	506.1	526.5	620.9	668.4	463.5	520.0	596.5	669.7	555.5	2,264.2	2,279.3	2,341.7
연결계	542.8	628.5	641.7	532.2	526.5	642.2	668.4	463.5	522.6	599.5	672.7	558.4	2,345.2	2,300.6	2,353.2
회계 변경 미반영_실제 매출액															
음료	329.0	418.5	454.1	329.6	338.1	434.5	461.8	333.5	348.3	434.5	489.5	343.5	1,531.2	1,568.0	1,615.8
주류	190.6	178.4	187.6	176.5	188.4	186.3	206.6	183.0	199.7	197.5	216.9	192.0	733.1	764.3	806.1
별도계	519.6	596.9	641.7	506.1	526.5	620.9	668.4	516.5	548.0	632.1	706.4	535.5	2,264.2	2,332.3	2,422.0
회계기준 변경 영향															
음료								53.0	12.6	17.4	18.0	(36.0)		53.0	
주류									15.4	18.1	18.7	16.0			
별도계									28.0	35.6	36.7	(20.0)			80.2
<b>(% YoY)</b>															
회계 변경 반영_공시 기준															
음료	6.3	5.7	8.2	6.2	2.8	3.8	1.7	(14.9)	(0.7)	(4.0)	2.1	35.3	6.6	(1.1)	5.9
주류	2.0	(9.9)	(4.2)	(1.1)	(1.2)	4.5	10.1	3.7	(2.2)	(3.7)	(4.1)	(3.8)	(3.4)	4.3	(3.5)
별도계	4.7	0.5	4.2	3.5	1.3	4.0	4.2	(8.4)	(1.2)	(3.9)	0.2	19.8	3.2	0.7	2.7
연결계	1.3	1.2	(0.6)	3.5	(3.0)	2.2	4.2	(12.9)	(0.7)	(6.6)	0.6	20.5	1.3	(1.9)	2.3
회계 변경 미반영_실제 매출액															
음료	6.3	5.7	8.2	6.2	2.8	3.8	1.7	1.2	3.0	0.0	6.0	3.0	6.6	2.4	3.1
주류	2.0	(9.9)	(4.2)	(1.1)	(1.2)	4.5	10.1	3.7	6.0	6.0	5.0	4.9	(3.4)	4.3	5.5
별도계	4.7	0.5	4.2	3.5	1.3	4.0	4.2	2.1	4.1	1.8	5.5	4.7	3.2	3.0	3.8
<b>[매출원가]</b>															
별도계	294.2	333.6	360.7	291.2	304.5	352.7	382.1	302.2	320.6	363.8	402.6	314.4	1,279.8	1,341.5	1,401.4
연결계	307.6	348.9	360.7	306.8	304.5	363.9	382.1	302.2	322.6	365.5	404.1	315.6	1,324.0	1,352.8	1,407.8
<b>[매출원가율]</b>															
회계 변경 반영_공시 기준															
별도	56.6	55.9	56.2	57.5	57.8	56.8	57.2	65.2	61.7	61.0	60.1	56.6	56.5	58.9	59.8
회계 변경 미반영															
별도	56.6	55.9	56.2	57.5	57.8	56.8	57.2	58.5	58.5	57.6	57.0	58.7	56.5	57.5	57.9
<b>[판매비]</b>															
회계 변경 반영_공시 기준															
별도계	185.5	215.9	227.3	209.6	194.7	244.3	250.5	173.6	190.7	209.9	226.8	228.9	838.3	863.2	856.3
연결계	197.3	228.9	227.2	221.8	194.8	255.3	249.7	173.6	191.5	210.6	228.1	228.8	875.1	873.3	858.9
회계 변경 미반영															
별도계	185.5	215.9	227.3	209.6	194.7	244.3	250.5	173.6	218.7	245.4	263.5	208.9	838.3	863.2	936.5
<b>[판매비율]</b>															
회계 변경 반영_공시 기준															
별도	35.7	36.2	35.4	41.4	37.0	39.3	37.5	37.5	36.7	35.2	33.9	41.2	37.0	37.9	36.6
회계 변경 미반영															
별도	35.7	36.2	35.4	41.4	37.0	39.3	37.5	33.6	39.9	38.8	37.3	39.0	37.0	37.0	38.7
<b>[영업이익]</b>															
별도계	39.9	47.4	53.7	5.2	27.3	23.9	35.7	(12.3)	8.6	22.8	40.3	12.3	146.2	74.6	84.0
연결계	38.0	50.7	53.8	3.7	27.2	23.0	36.5	(12.3)	8.6	23.5	40.5	13.9	146.1	74.5	86.5
<b>[영업이익률]</b>															
회계 변경 반영_공시 기준															
별도	7.7	7.9	8.4	1.0	5.2	3.8	5.3	(2.7)	1.7	3.8	6.0	2.2	6.5	3.3	3.6
회계 변경 미반영															
별도	7.7	7.9	8.4	1.0	5.2	3.8	5.3	(2.4)	1.6	3.6	5.7	2.3	6.5	3.2	3.5

주: 음영은 회계 기준 변경으로 공시 실적과 실제 실적간 차이가 발생해 유의해 볼 부분

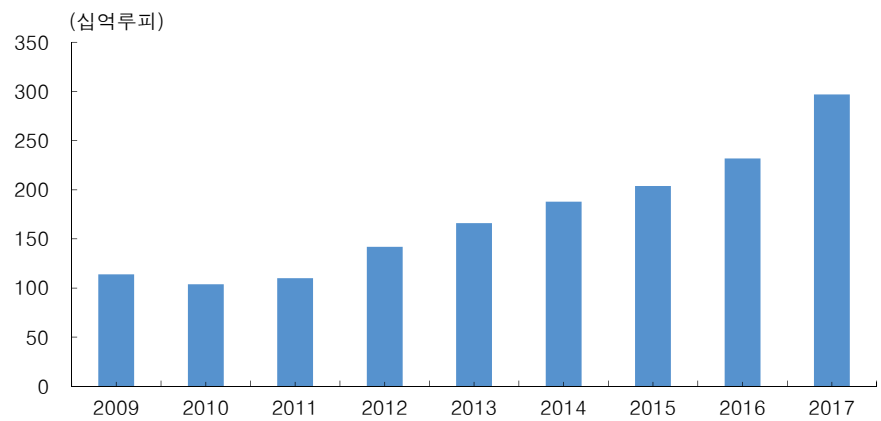
자료: 롯데칠성, 한국투자증권

[그림 1] 부문별 매출액 증가율



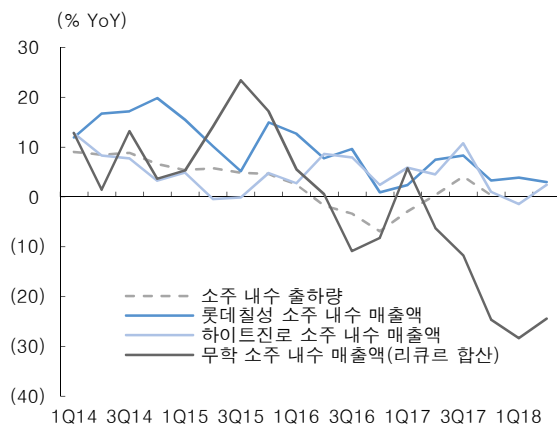
자료: 롯데칠성, 한국투자증권

[그림 2] 파키스탄 음료 소매 매출액 추이



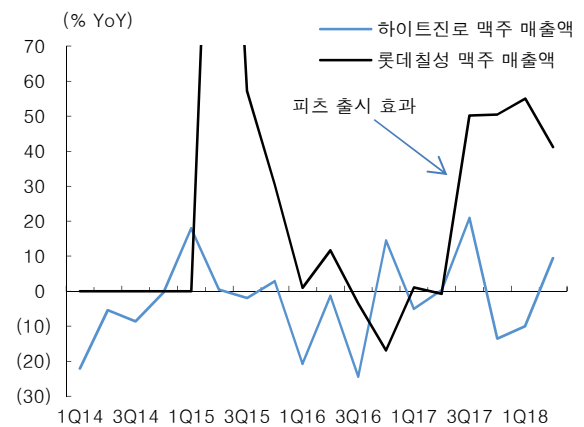
자료: Pakistan Today, 한국투자증권

[그림 3] 소주 내수 출하 및 업체별 매출액 동향



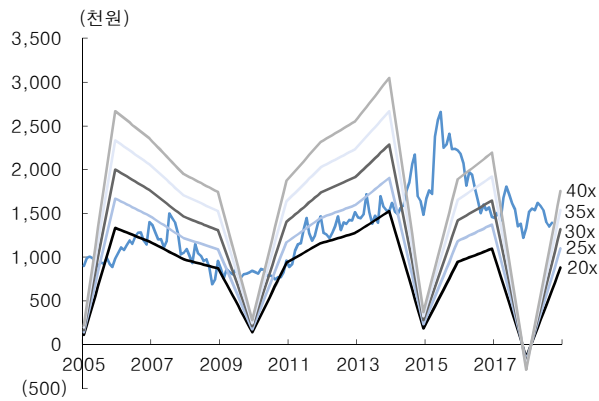
주: 2018년부터 통계청 소주 출하 자료 공개 중단  
 자료: 통계청, 각 사, 한국투자증권

[그림 4] 맥주 업체별 매출액 동향



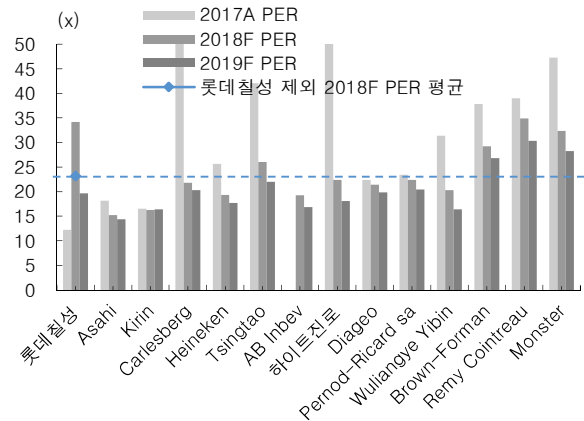
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 5] PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] Global peer와의 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

롯데칠성음료는 탄산음료 및 주스 등의 음료 제품 및 소주 등의 주류 제품을 보유한 종합음료회사임. 주요 제품으로는 칠성사이다, 레쓰비, 써니텐, 처음처럼 등이 있으며 국내 음료업계 1위 업체로서 확고한 브랜드력을 자랑하고 있음. 자회사로는 씨에이치음료, 충북소주 등이 있으며 필리핀 펄시 지분 38.9% 보유로 동남아시아에도 진출해 있음.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,038	754	788	745	764
현금성자산	320	153	188	124	146
매출채권및기타채권	261	269	259	259	261
재고자산	245	239	235	259	247
비유동자산	3,613	2,733	2,623	2,744	2,769
투자자산	868	164	158	173	184
유형자산	2,219	2,245	2,248	2,306	2,276
무형자산	352	165	141	155	165
자산총계	4,651	3,487	3,411	3,489	3,533
유동부채	1,207	868	868	893	883
매입채무및기타채무	510	574	612	673	715
단기차입금및단기사채	419	81	61	41	21
유동성장기부채	247	202	182	162	132
비유동부채	1,070	1,307	1,225	1,246	1,251
사채	729	948	928	908	878
장기차입금및금융부채	37	130	80	100	120
부채총계	2,278	2,174	2,093	2,139	2,134
지배주주지분	2,347	1,313	1,318	1,348	1,394
자본금	7	4	4	4	4
자본잉여금	21	3	3	3	3
기타자본	(42)	(849)	(849)	(849)	(849)
이익잉여금	2,020	2,147	2,152	2,182	2,229
비지배주주지분	26	0	1	3	5
자본총계	2,373	1,313	1,319	1,351	1,399

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	191	145	238	289	312
당기순이익	69	122	34	61	79
유형자산감가상각비	116	128	154	158	158
무형자산상각비	21	21	11	12	13
자산부채변동	(59)	(10)	43	54	58
기타	44	(116)	(4)	4	4
투자활동현금흐름	(341)	(157)	(65)	(283)	(198)
유형자산투자	(352)	(259)	(157)	(216)	(128)
유형자산매각	4	7	0	0	0
투자자산순증	7	54	8	(15)	(10)
무형자산순증	(1)	(0)	13	(26)	(23)
기타	1	41	71	(26)	(37)
재무활동현금흐름	266	(153)	(139)	(71)	(93)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	278	(3)	(110)	(40)	(60)
배당금지급	(12)	(14)	(27)	(28)	(29)
기타	0	(136)	(2)	(3)	(4)
기타현금흐름	1	(1)	0	0	0
현금의증가	116	(166)	35	(64)	22

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

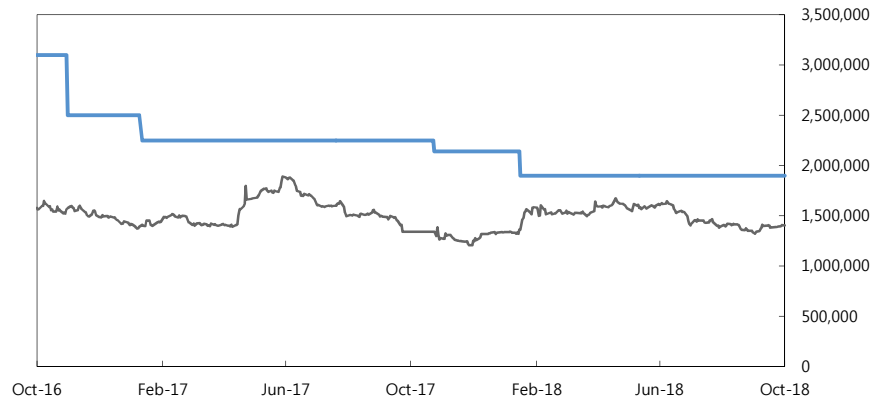
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,369	2,279	2,353	2,587	2,750
매출원가	1,334	1,342	1,408	1,545	1,629
매출총이익	1,035	938	945	1,042	1,120
판매관리비	886	862	859	920	974
영업이익	149	75	86	122	146
금융수익	12	21	8	8	8
이자수익	4	6	4	4	4
금융비용	35	57	35	32	31
이자비용	26	30	30	27	26
기타영업외손익	(24)	183	(14)	(16)	(16)
관계기업관련손익	6	7	1	1	1
세전계속사업이익	109	229	46	83	108
법인세비용	40	21	12	22	29
연결당기순이익	69	122	34	61	79
지배주주지분순이익	69	135	34	59	77
기타포괄이익	(46)	(328)	0	0	0
총포괄이익	23	(207)	34	61	79
지배주주지분포괄이익	24	(192)	34	59	77
EBITDA	286	225	252	292	318

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	51,073	108,521	41,060	71,285	92,845
BPS	1,729,103	1,575,391	1,581,161	1,615,539	1,668,448
DPS	10,000	33,000	34,000	35,000	37,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	3.1	(3.8)	3.2	9.9	6.3
영업이익증가율	4.1	(49.3)	14.7	40.6	20.5
순이익증가율	(30.4)	94.2	(74.9)	74.3	30.4
EPS증가율	(30.4)	112.5	(62.2)	73.6	30.2
EBITDA증가율	3.7	(21.5)	12.1	15.8	9.1
수익성(%)					
영업이익률	6.3	3.3	3.7	4.7	5.3
순이익률	2.9	5.9	1.4	2.3	2.8
EBITDA Margin	12.1	9.9	10.7	11.3	11.6
ROA	1.5	3.0	1.0	1.8	2.3
ROE	3.0	7.4	2.6	4.4	5.6
배당수익률	0.7	2.5	2.4	2.5	2.6
배당성향	19.6	20.1	82.6	48.8	39.6
안정성					
순차입금(십억원)	963	1,160	996	1,027	942
차입금/자본총계비율(%)	60.3	103.7	94.2	89.0	81.7
Valuation(X)					
PER	28.3	12.2	34.2	19.7	15.1
PBR	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.1	9.8	8.3	7.3	6.4

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
롯데칠성(005300)	2016.09.13	매수	3,100,000원	-49.4	-46.9
	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 10월 5일 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 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.