

롯데칠성 (005300)

음식료

백은정



02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	1,700,000원 (I)
현재주가 (11/29)	1,459,000원
상승여력	17%

시가총액	12,176억원
총발행주식수	876,877주
60일 평균 거래대금	14억원
60일 평균 거래량	1,043주
52주 고	1,675,000원
52주 저	1,205,000원
외인지분율	21.02%
주요주주	신격호 외 9 인 52.97%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.4	7.0	17.3
상대	(4.3)	16.8	39.4
절대(달러환산)	3.4	6.1	12.8

수요 회복을 기다리며

투자 의견 BUY, 목표주가 1,700,000원을 제시하며 커버리지 개시

롯데칠성에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 1,700,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP Valuation을 적용하여 산출하였고, 영업가치 2.1조(2019년 EBITDA, Target EV/EBITDA 12배, 글로벌 동종기업 평균 15배에 20%할인)와 자산가치 0.5조(서초구 부동산 가치, 주거지역 개발 가능)를 반영하여 산출하였다. 12MF EPS 48,795원 감안시 Target P/E는 35배 수준이다.

가동률 상승을 기다리며

2017년 4월 롯데칠성이 인적분할 후 주류 해외 사업부문은 지주회사로 귀속되어 현재 롯데칠성의 사업 부문은 내수 음료와 주류, 100% 자회사 산청음료 등이 귀속되어 있다. 사업부문별 매출 비중은 음료가 66%, 주류가 34%에 해당한다. 동사의 주요 부문은 롯데칠성으로 대표되는 탄산부문으로 음료 매출의 약 절반에 해당하며 높은 마진을 창출하고 있다. 롯데칠성의 탄산부문은 연평균 1% 수준으로 안정 성장을 하고 있다. 그외 주스와 커피의 경우 최근 매출 부진이 이어지고 있는데, 소비자의 트렌드 변화 때문이다.

주류의 경우 최근 영업이익률이 견조했던 시기는 2013년으로 마진이 12% 수준에 육박했었으나, 클라우드를 필두로 맥주사업을 진출하며 마진을 하락이 지속되었다. 클라우드는 2014년에 출시되었고, 오리지날 그래피티 공법으로 생산되어 라거 맥주와의 차별성으로 시장에 안착했다. 클라우드의 견조한 수요로 2017년 맥주 신공장을 증설을 단행하였고 현재는 증설 초기 낮은 가동률인 상황이다. 아쉽게도 클라우드의 수요는 미미해 졌으며, 롯데칠성은 피츠라는 신규 맥주를 통해 시장을 공략하고 있다.

3분기는 연결 매출액 6,699억원(YoY+flat), 영업이익이 512억원(YoY+40%)으로 컨센서스를 상회하는 실적을 발표했다. 주류 부문이 전년동기비 8% 성장하며 호실적을 달성했는데, 이는 폭염으로 인한 맥주 피츠의 매출 호조와 견조한 소주 매출 영향이다. 음료의 경우 전년동기비 1% 성장하는데 그쳤다. 탄산과 커피는 소폭 상승한 반면, 무더위로 인해 다류의 감소폭이 두드러졌다. 상반기 매출원가율은 주류 매출 감소에 따라 상반기 합산 4%p 확대되었다면, 주류 가동률 상승 및 당분류의 가격 하락으로 원가율이 방어되었다. 4분기는 매출액 4,774억원(YoY+3%), 영업손실 91억원(적지)을 전망한다. 3분기 맥주 가동률 상승에 의한 실적 개선은 긍정적이었으나, 지속적인 수요 개선의 여부는 지켜 볼 필요가 있다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,774	3.0	-28.7	4,925	-3.1
영업이익	-91	적지	적전	-2	-5,360.3
세전계속사업이익	-59	적전	적전	-118	49.9
지배순이익	-45	적전	적전	-28	-60.8
영업이익률 (%)	-1.9	적지	적전	0.0	-1.9 %pt
지배순이익률 (%)	-0.9	적전	적전	-0.6	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	22,642	22,793	22,694	23,320
영업이익	1,463	754	741	930
지배순이익	693	1,346	259	513
PER	32.6	12.9	53.8	24.8
PBR	1.0	0.9	1.2	1.8
EV/EBITDA	11.7	13.3	12.2	13.2
ROE	3.0	7.4	2.3	6.3

자료: 유안타증권

롯데칠성 실적추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

	2017	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	2,279.3	2,269.4	2,332.0	522.7	599.5	669.9	477.4	533.1	613.6	696.0	489.3
음료	1,515.0	1,502.0	1,537.5	335.7	417.1	464.2	285.1	340.2	425.2	480.5	291.6
– 탄산	621.8	628.1	639.9	151.4	165.3	174.2	137.2	152.7	167.6	178.6	141.1
– 주스	250.4	235.0	233.3	52.2	64.4	68.6	49.8	50.7	62.9	68.1	51.5
– 커피	249.5	245.3	251.4	48.5	69.6	87.9	39.4	49.1	71.1	91.9	39.2
– 다류	43.6	39.5	41.4	9.2	11.3	12.6	6.4	9.4	11.8	13.9	6.4
– 먹는샘물	190.6	200.9	227.2	44.4	58.7	66.5	31.3	50.4	66.7	76.0	34.1
– 기타	159.1	153.2	144.3	30.0	47.8	54.5	20.9	28.0	45.1	52.0	19.2
주류	764.3	757.3	785.8	184.3	179.4	203.3	190.3	190.7	186.2	213.3	195.6
% YoY 매출액	1%	0%	3%	-4%	-7%	0%	3%	2%	2%	4%	2%
음료	-1%	-1%	2%	-1%	-4%	1%	2%	1%	2%	4%	2%
– 탄산	0%	1%	2%	3%	-4%	3%	3%	1%	1%	2%	3%
– 주스	-4%	-6%	-1%	-12%	-8%	-3%	-1%	-3%	-2%	-1%	3%
– 커피	-6%	-2%	2%	-4%	-3%	-1%	4%	1%	2%	5%	0%
– 다류	1%	-9%	5%	-4%	-8%	-16%	-6%	2%	4%	10%	0%
– 먹는샘물	5%	5%	13%	6%	1%	9%	6%	13%	14%	14%	9%
– 기타	-2%	-4%	-6%	2%	-6%	-3%	-8%	-7%	-6%	-5%	-8%
주류	4%	-1%	4%	-2%	-4%	-2%	4%	3%	4%	5%	3%
매출총이익	958.7	882.3	940.4	200.1	234.1	277.0	171.2	212.7	245.9	301.4	180.5
% YoY	-3%	-8%	7%	-14%	-16%	-3%	6%	6%	5%	9%	5%
% 매출총이익률		42%	39%	40%	38%	39%	41%	36%	40%	40%	43%
판매관리비	884.7	808.1	847.4	191.5	210.6	225.8	180.3	197.1	220.1	242.2	188.0
% YoY	6%	-9%	5%	-7%	-17%	-10%	4%	3%	5%	7%	4%
% 판매비율	39%	36%	36%	37%	35%	34%	38%	37%	36%	35%	38%
영업이익	75.4	74.1	93.0	8.6	23.5	51.2	-9.1	15.6	25.7	59.2	-7.5
% YoY	-48%	-2%	26%	적전	흑전	흑전	적전	흑전	62%	41%	적지
% 영업이익률	3%	3%	4%	2%	4%	8%	-2%	3%	4%	9%	-2%
세전이익	567.3	43.6	67.7	-0.6	12.4	37.6	-5.8	12.0	20.1	52.9	-17.2
% YoY	350%	-92%	55%	적전	흑전	흑전	적전	흑전	62%	41%	적지
% 세전이익률	25%	2%	3%	0%	2%	6%	-1%	2%	3%	8%	-4%
지배주주순익	134.6	25.9	51.3	-1.9	6.5	25.9	-4.4	9.1	15.1	40.2	-13.1
% YoY	94%	-81%	98%	적전	흑전	흑전	적전	흑전	1.4	0.6	적지
% 순이익률	6%	1%	2%	0%	1%	4%	-1%	2%	2%	6%	-3%

자료: 유안타증권 리서치센터

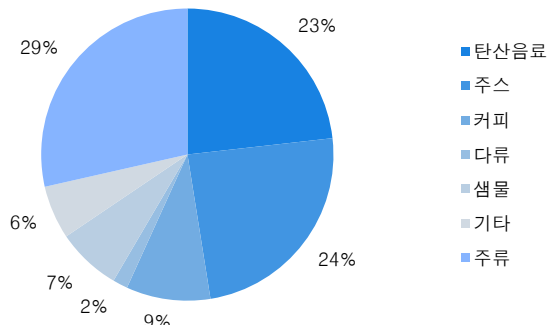
롯데칠성 SOTP Valuation Table

(단위: 십억원, 주)

	가치	비고
영업가치	2,180 십억원 A	2019년 연결 EBITDA, Target EV/EBITDA 12배로 글로벌 동종기업 평균 20%
투자자산가치	504 B	
서초구 부동산 가치	477	평당 5천 가치, (주거지역) 기부채납 40%, 할인 50%
시장성 없는 금융자산	27	PBR 1배
순차입금	1,386 C	
순자산가치	1,298 A+B-C	
발행주식수	799,346 주	
자기주식수	42,011	
유통주식수	757,335	
목표주가	1,700,000 원	

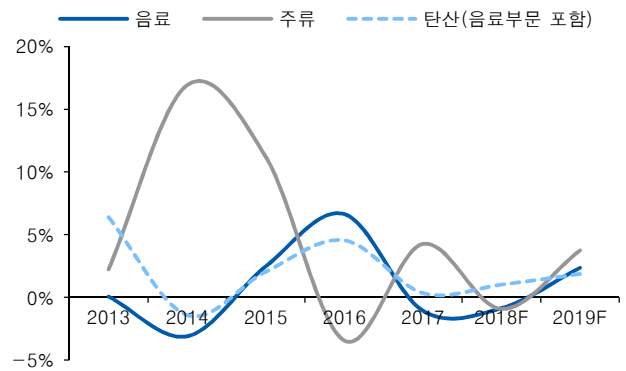
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 부문별 매출 비중



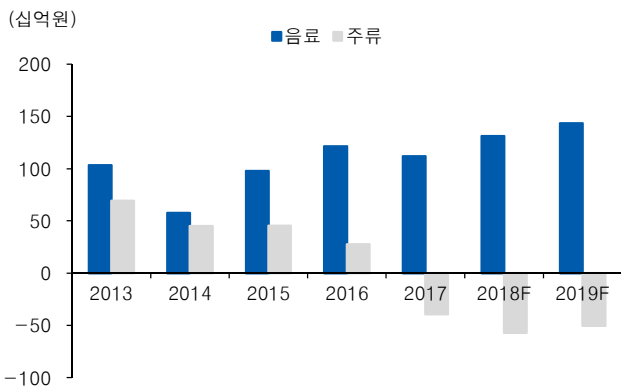
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 부문별 매출 성장률 추이



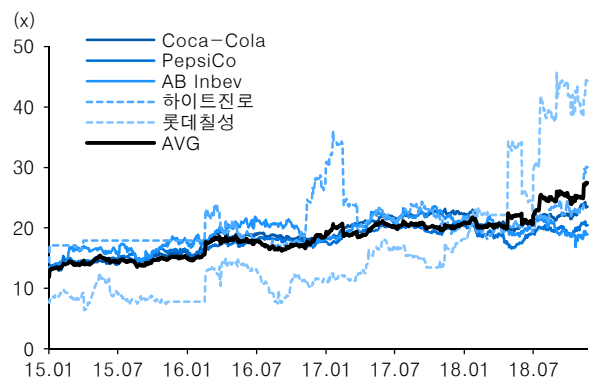
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 부문별 영업이익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 글로벌 동종기업 12MF P/E Chart



자료: 유안타증권 리서치센터

롯데칠성 (005300) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	22,642	22,793	22,694	23,320	23,908
매출원가	12,798	13,415	13,872	13,917	13,981
매출총이익	9,845	9,378	8,823	9,404	9,928
판매비	8,381	8,624	8,081	8,474	8,792
영업이익	1,463	754	741	930	1,135
EBITDA	2,837	2,246	2,133	2,179	2,255
영업외손익	-203	1,539	-306	-255	-308
외환관련손익	-36	38	5	48	48
이자손익	-187	-239	-282	-334	-387
관계기업관련손익	58	73	73	73	73
기타	-38	1,667	-102	-42	-42
법인세비용차감전순이익	1,260	2,293	435	675	828
법인세비용	401	207	176	162	199
계속사업순이익	859	2,086	259	513	629
중단사업순이익	-168	-871	0	0	0
당기순이익	691	1,215	259	513	629
지배지분순이익	693	1,346	259	513	629
포괄순이익	230	-2,065	-3,022	-2,767	-2,651
지배지분포괄이익	235	-1,923	-2,814	-2,577	-2,469

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	10,379	7,539	9,304	10,856	12,399
현금및현금성자산	3,197	1,534	3,321	4,736	6,151
매출채권 및 기타채권	2,614	2,689	2,673	2,744	2,812
재고자산	2,449	2,388	2,378	2,443	2,505
비유동자산	36,126	27,331	26,401	25,615	24,957
유형자산	22,186	22,453	21,220	20,110	19,111
관계기업 등 지분관련자산	1,924	541	1,003	1,465	1,927
기타투자자산	6,755	1,103	1,103	1,103	1,103
자산총계	46,505	34,869	35,705	36,471	37,357
유동부채	12,074	8,676	8,813	8,899	8,987
매입채무 및 기타채무	5,105	5,738	5,795	5,801	5,809
단기차입금	4,187	814	894	974	1,054
유동성장기부채	2,466	2,022	2,022	2,022	2,022
비유동부채	10,704	13,066	17,056	21,047	25,037
장기차입금	273	1,206	1,206	1,206	1,206
사채	7,289	9,485	13,476	17,466	21,457
부채총계	22,778	21,741	25,869	29,945	34,024
지배지분	23,467	13,128	9,835	6,526	3,333
자본금	68	44	44	44	44
자본잉여금	42	27	27	27	27
이익잉여금	20,199	21,470	21,457	21,429	21,516
비지배지분	260	0	0	0	0
자본총계	23,727	13,128	9,835	6,526	3,333
순차입금	9,631	11,599	13,883	16,539	19,195
총차입금	14,313	13,617	17,688	21,758	25,829

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,909	1,447	768	625	624
당기순이익	691	1,215	259	513	629
감가상각비	1,162	1,285	1,233	1,110	999
외환손익	39	-58	-5	-48	-48
종속, 관계기업 관련손익	-58	-73	-73	-73	-73
자산부채의 증감	-591	-105	31	-179	-168
기타현금흐름	666	-818	-677	-697	-714
투자활동 현금흐름	-3,413	-1,569	-1,580	-1,313	-1,091
투자자산	-401	-357	-389	-389	-389
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,519	-2,591	-1,600	-1,333	-1,111
유형자산 감소	40	72	0	0	0
기타현금흐름	468	1,306	409	409	409
재무활동 현금흐름	2,659	-1,531	2,484	2,484	2,484
단기차입금	2,351	-2,867	80	80	80
사채 및 장기차입금	437	2,840	3,991	3,991	3,991
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-125	-137	-272	-272	-272
기타현금흐름	-4	-1,367	-1,315	-1,315	-1,315
연결범위변동 등 기타	7	-9	114	-381	-603
현금의 증감	1,163	-1,662	1,787	1,415	1,414
기초 현금	2,034	3,197	1,534	3,321	4,736
기말 현금	3,197	1,534	3,321	4,736	6,151
NOPLAT	1,463	754	741	930	1,135
FCF	-1,739	-517	263	443	703

자료: 유안타증권

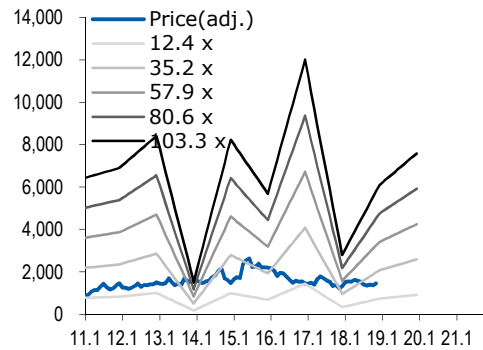
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	55,054	116,251	27,116	58,922	73,412
BPS	1,729,195	1,598,979	1,197,956	794,896	405,943
EBITDAPS	209,052	179,590	243,207	248,453	257,189
SPS	1,668,293	1,822,537	2,588,092	2,659,495	2,726,522
DPS	10,000	33,000	33,000	33,000	33,000
PER	32.6	12.9	53.8	24.8	19.9
PBR	1.0	0.9	1.2	1.8	3.6
EV/EBITDA	11.7	13.3	12.2	13.2	13.9
PSR	1.1	0.8	0.6	0.5	0.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-1.5	0.7	-0.4	2.8	2.5
영업이익 증가율 (%)	2.4	-48.5	-1.7	25.5	22.0
지배순이익 증가율 (%)	-30.4	94.2	-80.8	98.2	22.6
매출총이익률 (%)	43.5	41.1	38.9	40.3	41.5
영업이익률 (%)	6.5	3.3	3.3	4.0	4.7
자배순이익률 (%)	3.1	5.9	1.1	2.2	2.6
EBITDA 마진 (%)	12.5	9.9	9.4	9.3	9.4
ROIC	4.0	2.8	1.9	3.2	4.2
ROA	1.5	3.3	0.7	1.4	1.7
ROE	3.0	7.4	2.3	6.3	12.8
부채비율 (%)	96.0	165.6	263.0	458.8	1,020.9
순차입금/자기자본 (%)	41.0	88.4	141.2	253.4	575.9
영업이익/금융비용 (배)	6.3	2.5	1.9	2.0	2.0

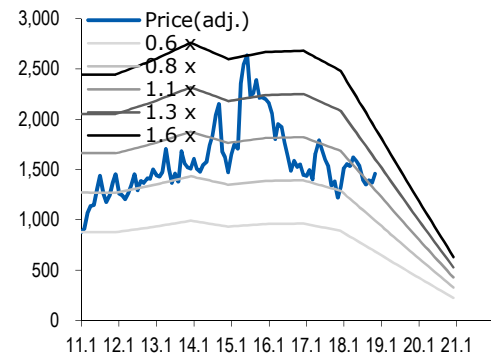
P/E band chart

(천원)



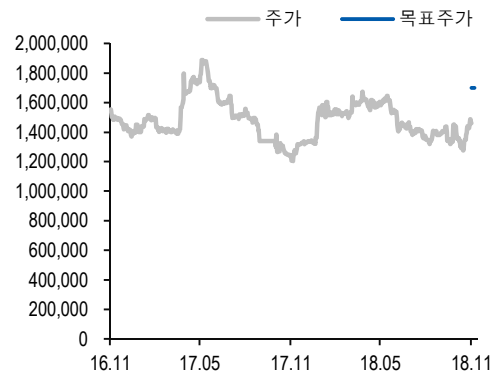
P/B band chart

(천원)



롯데칠성 (005300) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-30	BUY	1,700,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	13.2
Sell(비중 축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.