



하나금융그룹

2019년 3월 26일 | Equity Research

# 롯데제과(280360)

## 올해 달라질 점과 실적 전망

### 올해부터 해외 법인 연결 실적 반영

올해부터 라하트(카자흐스탄), 콜손(파키스탄), 길리안(유럽) 법인이 연결 실적으로 다시 반영된다. 작년 3사의 합산 매출액 및 영업이익은 약 4천억원, 380억원으로 파악된다. 올해 합산 매출액 및 영업이익은 각각 4,400억원, 420억원으로 추정한다. 2017년 분할 이후 아직 롯데지주에 남아있는 Lotte India(지분율 98.5%), Bibica(지분율 44.0%), Lotte China Food(지분율 47.1%)는 내년 롯데제과로 이관될 공산이 커 보인다. 결론적으로 올해 롯데제과 연결 영업이익은 작년보다 최소한 420억원 증가 가능할 것이다.

### 올해 본업은 기저효과 기대

2018년 별도 기준 매출액은 YoY 9.9% 감소했다. 회계 변경 기준 감안시 실제 매출액은 YoY 4.8% 감소한 것으로 파악된다. 매출 감소의 대부분은 주력인 제과 매출 부진에 기인한다. 작년 제과 매출액은 YoY 약 500억원 감소한 것으로 추정된다. 올해 들어 제과 매출액은 메가 브랜드의 품질 개선 기인해 YoY 소폭 회복세를 보이고 있다. 탑라인 회복에 따른 수익성 향상을 기대해 볼 만하다. 빙과는 가격경찰제 시행 제품 확대 기인해 올해도 견조한 수익성 시현이 가능할 것으로 전망한다. 제빵은 올해 상반기까지 적자 점포 스크랩이 지속될 것으로 보인다. 매출 감소는 불가피 하겠으나 영업 적자 폭은 YoY 50억원 축소될 것으로 예상한다.

### 실적 회복 감안시 밸류에이션 밴드 중단 터치 가능할 듯

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 2조 1,490억원(YoY +26.8%), 1,212억원(YoY +88.2%)으로 추정한다. 해외 법인 3사 연결 효과 제외하더라도 연결 영업이익은 YoY +23.0% 증가할 것으로 추산된다. 실적 회복세 감안시 주가는 과거 밸류에이션 밴드(PBR 0.9~1.3배) 중단까지 상승 가능할 것으로 전망한다. 밸류에이션 조정으로 목표주가는 기준 18만원에서 22만원으로 상향한다.

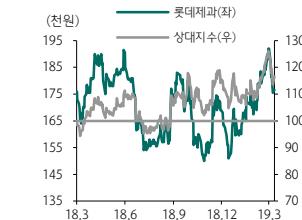
### Earnings Preview

**BUY**

| TP(12M): 220,000원(상향) | CP(3월 25일): 176,500원

Key Data	Consensus Data		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,144.86			
52주 최고/최저(원)	192,000/ 150,000		2,380.0	2,498.0
시가총액(십억원)	1,132.6		154.0	179.0
시가총액비중(%)	0.09		N/A	N/A
발행주식수(천주)	6,416.7		14,493	17,610
60일 평균 거래량(천주)	2.4		N/A	N/A
60일 평균 거래대금(십억원)	0.4			
19년 배당금(예상,원)	1,300			
19년 배당수익률(예상,%)	0.74			
외국인지분율(%)	17.54			
주요주주 지분율(%)				
롯데알미늄 외 15 인	79.10			
0.00				
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	(0.6) (3.6) 3.5			
상대	5.2 21.3			

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	404.8	1,694.5	2,149.0	2,299.4	2,368.4
영업이익	십억원	8.4	64.4	121.2	136.5	150.1
세전이익	십억원	3.3	20.8	105.2	118.4	133.6
순이익	십억원	2.0	9.4	75.6	85.1	96.0
EPS	원	2,170	2,187	11,781	13,266	14,960
증감률	%	N/A	0.8	438.7	12.6	12.8
PER	배	67.27	69.06	14.98	13.30	11.80
PBR	배	0.74	0.82	0.91	0.86	0.80
EV/EBITDA	배	44.39	8.84	8.59	7.67	6.85
ROE	%	0.25	0.94	6.26	6.65	7.04
BPS	원	196,150	183,220	193,703	205,669	219,330
DPS	원	280	1,300	1,300	1,300	1,300



Analyst 심은주

02-3771-8538

yesej01@hanafn.com

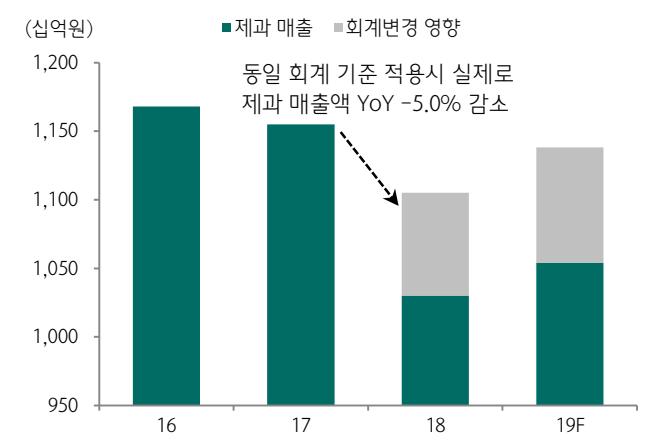
RA 서상덕

02-3771-3126

deok@hanafn.com

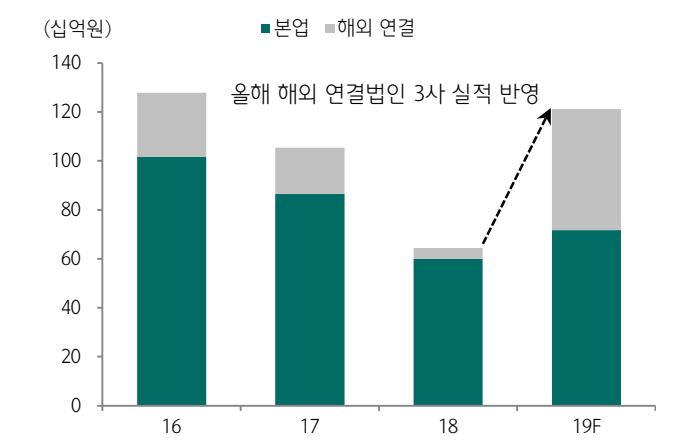
하나금융투자

그림 1. 작년 제과 부진, 올해는 기저효과 기대



자료: 하나금융투자

그림 2. 해외법인 연결 실적 반영으로 유의미한 이익 개선 전망



자료: 하나금융투자

표 1. 적정주가 22만원 도출

구분	12M Fwd	비고
BPS(원)	200,000	
Target PBR	1.1	역사적 밴드 중단 값
Target Price(원)	220,000	적정 주가 22만원 산출

자료: 하나금융투자

표 2. 롯데제과 실적 추정

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18	19F
매출액	401.3	438.0	458.3	396.9	491.5	540.8	580.4	536.3	404.8	1,694.5	2,149.0
-본사	380.1	403.1	432.4	370.5	382.7	410.2	438.9	373.0	1,586.1	1,604.8	
① 건과	275.0	243.0	246.0	266.0	279.1	247.9	253.4	274.0	1,030.0	1,054.3	
② 빙과	51.0	105.0	130.0	41.0	52.5	112.4	136.5	42.6	327.0	344.0	
③ 제빵 등	39.0	39.0	35.0	37.0	36.0	34.0	28.0	30.0	150.0	128.0	
-해외 및 조정	21.2	34.9	25.9	26.5	108.9	130.6	141.5	163.3	108.4	544.3	
YoY					22.5%	23.5%	26.6%	35.1%		318.6%	26.8%
-본사					0.7%	1.8%	1.5%	0.7%			1.2%
① 건과					1.5%	2.0%	3.0%	3.0%			2.4%
② 빙과					3.0%	7.0%	5.0%	4.0%			5.2%
③ 제빵 등					-10.6%	-10.1%	-16.7%	-15.9%			-14.7%
-해외 및 조정					414.6%	274.6%	446.4%	516.7%			402.1%
영업이익	11.3	20.0	31.3	1.8	23.3	28.3	43.6	26.0	8.4	64.4	121.2
YoY					106.3%	41.4%	39.4%	1313.0%		666.7%	88.2%
OPM	2.8%	4.6%	6.8%	0.5%	4.7%	5.2%	7.5%	4.9%	2.1%	3.8%	5.6%
세전이익	2.2	16.7	17.9	(16.0)	19.3	24.3	39.6	22.0	3.3	20.8	105.2
YoY					759.6%	45.6%	121.4%	TB		530.3%	405.7%
지배순이익	2.0	12.6	11.0	(16.3)	14.0	17.3	28.2	16.1	2.0	9.4	75.6
YoY					594.1%	36.9%	156.0%	TB		370.0%	707.8%
NPM	0.5%	2.9%	2.4%	-4.1%	2.8%	3.2%	4.9%	3.0%	0.5%	0.6%	3.5%

기타: 2017년 10월 분할

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>404.8</b>	<b>1,694.5</b>	<b>2,149.0</b>	<b>2,299.4</b>	<b>2,368.4</b>
매출원가	245.5	1,087.9	1,378.9	1,473.1	1,514.9
매출총이익	159.3	606.6	770.1	826.3	853.5
판관비	150.8	542.2	649.0	689.8	703.4
<b>영업이익</b>	<b>8.4</b>	<b>64.4</b>	<b>121.2</b>	<b>136.5</b>	<b>150.1</b>
금융순익	(2.8)	(14.1)	(14.3)	(13.1)	(11.6)
종속/관계기업손익	0.1	0.1	(1.7)	(5.0)	(5.0)
기타영업외손익	(2.5)	(29.6)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>3.3</b>	<b>20.8</b>	<b>105.2</b>	<b>118.4</b>	<b>133.6</b>
법인세	1.3	12.4	28.7	32.3	36.4
계속사업이익	1.9	8.4	76.5	86.2	97.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1.9</b>	<b>8.4</b>	<b>76.5</b>	<b>86.2</b>	<b>97.2</b>
비지배주주지분					
순이익	(0.1)	(0.9)	0.9	1.0	1.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>2.0</b>	<b>9.4</b>	<b>75.6</b>	<b>85.1</b>	<b>96.0</b>
지배주주지분포괄이익	1.5	(8.6)	69.0	77.7	87.6
NOPAT	5.0	26.1	88.1	99.3	109.2
EBITDA	27.1	148.9	205.7	221.2	235.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	N/A	318.6	26.8	7.0	3.0
NOPAT증가율	N/A	422.0	237.5	12.7	10.0
EBITDA증가율	N/A	449.4	38.1	7.5	6.2
영업이익증가율	N/A	666.7	88.2	12.6	10.0
(지배주주)순익증가율	N/A	370.0	704.3	12.6	12.8
EPS증가율	N/A	0.8	438.7	12.6	12.8
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	39.4	35.8	35.8	35.9	36.0
EBITDA이익률	6.7	8.8	9.6	9.6	9.9
영업이익률	2.1	3.8	5.6	5.9	6.3
계속사업이익률	0.5	0.5	3.6	3.7	4.1

## 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,170	2,187	11,781	13,266	14,960
BPS	196,150	183,220	193,703	205,669	219,330
CFPS	33,430	36,223	31,786	33,687	35,846
EBITDAPS	29,059	34,783	32,050	34,466	36,625
SPS	433,356	395,759	334,909	358,352	369,103
DPS	280	1,300	1,300	1,300	1,300
<b>주가지표(배)</b>					
PER	67.3	69.1	15.0	13.3	11.8
PBR	0.7	0.8	0.9	0.9	0.8
PCFR	4.4	4.2	5.6	5.2	4.9
EV/EBITDA	44.4	8.8	8.6	7.7	6.8
PSR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	0.2	0.9	6.3	6.6	7.0
ROA	0.1	0.4	2.9	3.0	3.3
ROIC	0.3	1.5	4.5	5.0	5.4
부채비율	130.5	102.1	106.7	103.8	99.0
순부채비율	71.1	47.6	41.5	34.0	26.2
이자보상배율(배)	2.5	3.7	6.5	7.3	8.1

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>532.4</b>	<b>704.2</b>	<b>885.3</b>	<b>1,002.0</b>	<b>1,108.9</b>
금융자산	96.7	199.1	247.2	319.8	406.5
현금성자산	66.1	198.6	246.5	319.0	405.7
매출채권 등	260.9	234.2	297.1	317.9	327.4
재고자산	162.7	237.1	300.7	321.8	331.4
기타유동자산	12.1	33.8	40.3	42.5	43.6
<b>비유동자산</b>	<b>1,374.7</b>	<b>1,838.5</b>	<b>1,855.4</b>	<b>1,859.5</b>	<b>1,861.1</b>
투자자산	35.9	79.9	101.3	108.4	111.6
금융자산	27.3	36.4	46.1	49.4	50.9
유형자산	1,121.1	1,289.5	1,290.3	1,292.5	1,295.9
무형자산	197.8	370.0	364.7	359.5	354.4
기타비유동자산	19.9	99.1	99.1	99.1	99.2
<b>자산총계</b>	<b>1,907.0</b>	<b>2,542.7</b>	<b>2,740.7</b>	<b>2,861.4</b>	<b>2,970.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>535.8</b>	<b>449.3</b>	<b>521.6</b>	<b>545.5</b>	<b>556.4</b>
금융부채	303.0	176.3	176.5	176.5	176.5
매입채무 등	205.2	237.5	301.2	322.3	331.9
기타유동부채	27.6	35.5	43.9	46.7	48.0
<b>비유동부채</b>	<b>544.1</b>	<b>835.5</b>	<b>893.0</b>	<b>912.1</b>	<b>920.8</b>
금융부채	381.5	621.0	621.0	621.0	621.0
기타비유동부채	162.6	214.5	272.0	291.1	299.8
<b>부채총계</b>	<b>1,079.8</b>	<b>1,284.8</b>	<b>1,414.6</b>	<b>1,457.5</b>	<b>1,477.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>824.7</b>	<b>1,174.8</b>	<b>1,242.1</b>	<b>1,318.8</b>	<b>1,406.5</b>
자본금	2.1	3.2	3.2	3.2	3.2
자본잉여금	819.8	1,178.5	1,178.5	1,178.5	1,178.5
자본조정	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
기타포괄이익누계액	(1.4)	(17.5)	(17.5)	(17.5)	(17.5)
이익잉여금	3.0	9.5	76.7	153.5	241.2
<b>비지배주주지분</b>	<b>2.5</b>	<b>83.1</b>	<b>84.0</b>	<b>85.1</b>	<b>86.2</b>
<b>자본총계</b>	<b>827.2</b>	<b>1,257.9</b>	<b>1,326.1</b>	<b>1,403.9</b>	<b>1,492.7</b>
<b>순금융부채</b>	<b>587.8</b>	<b>598.2</b>	<b>550.3</b>	<b>477.7</b>	<b>391.0</b>

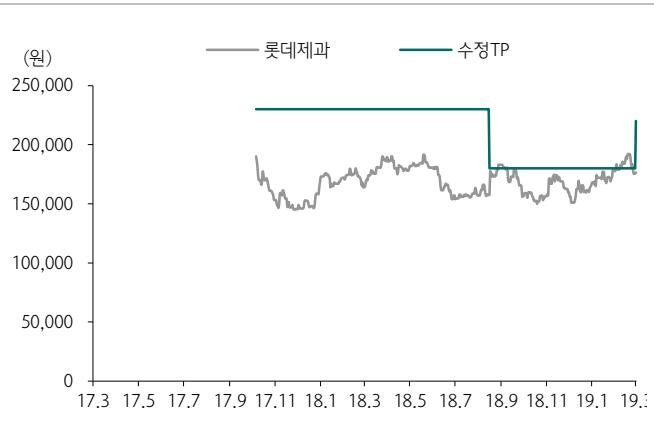
## 현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>31.0</b>	<b>184.7</b>	<b>171.8</b>	<b>182.7</b>	<b>193.1</b>
당기순이익	1.9	8.4	76.5	86.2	97.2
조정	29.4	136.8	98.8	97.6	96.4
감가상각비	18.7	84.6	84.5	84.6	84.9
외환거래손익	0.5	11.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	1.2	0.0	0.0	0.0
기타	10.3	39.6	14.3	13.0	11.5
영업활동 자산부채 변동	(0.3)	39.5	(3.5)	(1.1)	(0.5)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(140.5)</b>	<b>(32.8)</b>	<b>(97.2)</b>	<b>(83.2)</b>	<b>(79.4)</b>
투자자산감소(증가)	(35.8)	(43.9)	(21.4)	(7.1)	(3.3)
유형자산감소(증가)	(14.5)	(77.0)	(80.0)	(81.6)	(83.2)
기타	(90.2)	88.1	4.2	5.5	7.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>96.0</b>	<b>(18.4)</b>	<b>(26.8)</b>	<b>(26.9)</b>	<b>(26.9)</b>
금융부채증가(감소)	684.5	112.8	0.2	0.1	0.0
자본증가(감소)	821.9	359.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,410.4)	(489.8)	(18.7)	(18.7)	(18.6)
배당지급	0.0	(1.2)	(8.3)	(8.3)	(8.3)
<b>현금의 증감</b>	<b>(13.7)</b>	<b>132.5</b>	<b>47.8</b>	<b>72.6</b>	<b>86.7</b>
Unlevered CFO	31.2	155.1	204.0	216.2	230.0
Free Cash Flow	14.1	95.6	91.8	101.1	109.9



### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

#### 롯데제과



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.3.26	BUY	220,000	-	-
18.9.10	BUY	180,000	-6.33%	6.67%
17.10.30	BUY	-	-	-

### 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.2%	7.2%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 3월 25일

### Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 03월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2019년 03월 26일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.