

Company Analysis

롯데웰푸드 280360

Mar 18, 2024

국내 수익성 개선+해외 외형 확장

BUY

신규

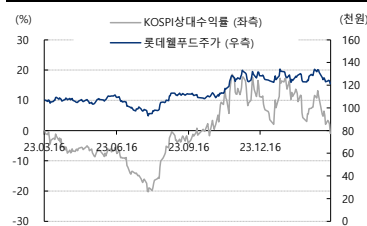
TP 170,000 원

신규

Company Data

현재가(03/15)	118,700 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	134,200 원
52 주 최저가(보통주)	93,000 원
KOSPI (03/15)	2,666.84p
KOSDAQ (03/15)	880.46p
자본금	47 억원
시가총액	11,199 억원
발행주식수(보통주)	943 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	1.0 만주
평균거래대금(60 일)	13 억원
외국인지분(보통주)	11.56%
주요주주	
롯데지주 외 17 인	70.15%
국민연금공단	6.05%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.4	5.8	6.6
상대주가	-6.3	3.2	-4.8

2024년 Preview: 국내 수익성 개선+해외 외형 확장

2024년 연결 매출 및 영업이익을 각각 4조 2,567원(YoY 4.7%), 2,248억원(YoY 27.0%)으로 전망. 올해 국내 수익성 개선과 해외 외형 확장을 바탕으로 달라진 체력을 보여주는 한 해가 될 것. ① 국내는 올해 수익성 큰 폭 개선 기대. 작년 수익성 악화 주 요인이었던 유지 고원가 재고가 작년 4분기에 소진 완료됨. 건과 및 빙과 합병 시너지와 식자재 부문 저수익 사업 합리화로 수익성 대폭 개선 기대. 4Q23 OPM도 일회성 비용을 제외시 2%p 개선된 바 있음. H&W 부문 비중 확대에 따른 수익성 개선도 긍정적. H&W 부문 GP는 일반 제품 대비 20~30% 높음. 건과/ 빙과 부문 제로라인 성장도 긍정적. 1월 제로 브랜드 매출은 YoY 60%+, MoM 20%+ 고성장 중인 것으로 파악. ② 해외는 인도를 중심으로 고성장이 예상. 인도 건과는 2023.10 초코파이 3RD라인(CAPA 약 520억원)이 본격 가동되면서 물량 공급 정상화 진행 중. 인도 빙과는 2024년 6월 푸네 신공장 내 9개 라인이 가동 예정 따라 약 1,240억원의 CAPA 확보(총 3,000억). 2025년에는 해외 첫 빼빼로 공장 완공이 예정. 빼빼로 캐나다/멕시코 코스트코 입점으로 글로벌 지역 커버리지 확대도 긍정적. 올해 탄탄한 CAPA 증설과 글로벌 판매 전략이 동사 외형 확장에 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 판단.

투자의견 BUY 목표주가 170,000원 제시

롯데웰푸드에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 170,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12개월 Fwd EPS 14,014원에 Target P/E 12배(음식료 업종 2024F P/E에 30% 할증)를 적용해 산출. 할증 근거는 1) 국내 음식료 업체 중에서 2024년 해외 CAPA 증설이 가장 공격적으로 예정 되어있는 점과, 2) 롯데웰푸드와의 합병 시너지가 본격적으로 반영되면서 수익성이 대폭 개선되고 있고, 3) 신제품 제로라인의 견조한 판매 흐름으로 국내 성장도 보장된 점임.

Forecast earnings & Valuation

	2021.12	2022.12	2023.12P	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	2,145	3,203	4,066	4,257	4,470
YoY(%)	33	49.3	26.9	4.7	5.0
영업이익(십억원)	108	112	177	225	259
OP 마진(%)	5.0	3.5	4.4	5.3	5.8
순이익(십억원)	36	44	68	126	150
EPS(원)	5,438	5,931	7,481	13,369	15,855
YoY(%)	-14.9	9.1	26.1	78.7	18.6
PER(배)	22.2	20.7	16.5	9.1	7.6
PCR(배)	3.3	3.5	3.8	3.0	2.7
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	6.0	7.9	6.1	5.2	4.8
ROE(%)	2.9	2.9	3.4	5.9	6.7



음식료/화장품 권우정

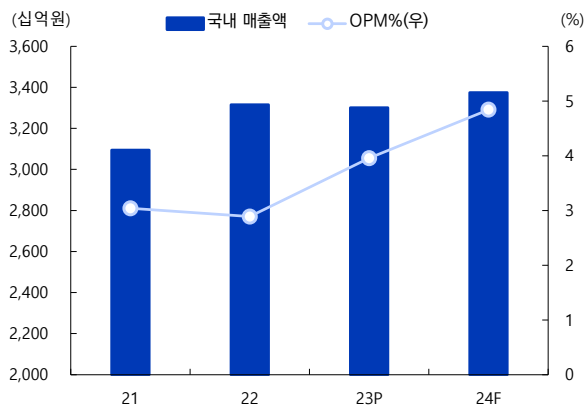
3771-9082

20240006@iprovest.com

국내는 수익성 중심 성장 전망

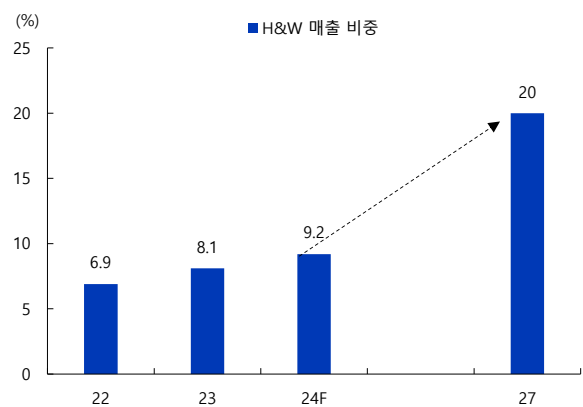
올해 국내 매출은 YoY 2% 내외 증가, 영업이익은 YoY 25% 증가해 수익성 중심의 성장을 전망한다. ① 작년 수익성 악화 주 요인이었던 유지 고원가 재고는 작년 4분기 소진이 완료된 것으로 파악된다. 올해는 유지 부문 매출 회복과 더불어 손익 개선이 기대된다. ② 롯데웰푸드-롯데푸드 합병 시너지 본격화와 식자재 부문 사업 합리화에 따른 수익성 개선도 긍정적이다. 또한, 원가 부담 완화 기인해 개선이 지속될 것으로 전망한다. 작년 국내 식품 OPM은 3Q +2.0%p-4Q +0.9%p(일회성 비용 제외시 2%p) 개선된 바 있다. ③ H&W 부문 비중 확대에 따른 수익성 개선이 기대된다. H&W 매출 총이익은 일반 제품 대비 20~25% 이상 높은 수준이다. 건과 및 빙과는 Zero 브랜드도 견조한 성장을 이어나가고 있는 것으로 파악된다. 1월 제로 브랜드 매출은 YoY 60%+, MoM 20%+ 고성장을 시현 중인 것으로 파악된다.

[도표 151] 국내 실적 추이



자료: 롯데웰푸드, 교보증권 리서치센터

[도표 152] H&W 매출 비중 추이



자료: 롯데웰푸드, 교보증권 리서치센터

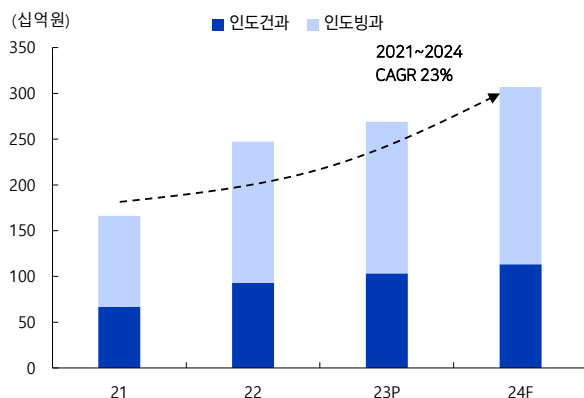
인도 건과/빙과 공격적인 CAPA 확장

인도 제과 시장은 인구 수와 경제 성장 기인한 가파른 성장이 기대된다. 2024년 인도의 인구 수는 14.4억 명으로 중국을 넘어선 세계 1위 국가이다. 또한, 내수 소비도 과거 5년간 10% 고성장을 시현 중이다. 과거 5년 간 인도의 제과시장은 연평균 9% 성장하며, 한국 5%/ 미국 4%/ 일본 2%/ 전세계 5% 성장률을 상회했다. 반면, 인도의 1인당 제과 소비량은 3.8kg로 선진국에 크게 못 미친다. 미국 45.2kg, 영국 35.9kg, 캐나다 29.1kg, 일본 19.5kg, 한국 13.1kg, 중국 7.8kg 수준이다. 1인당 제과 소비량을 감안시 향후 인도 제과 시장 성장 여력은 충분하다는 판단이다.

롯데웰푸드도 인도 시장에 공격적인 CAPA 확장을 진행하고 있다. 인도 건과 법인은 2023년 10월 초코파이 제 3라인을 본격 가동했다. 금액 기준 CAPA는 약 520억원 수준으로, CAPA가 기존대비 1.5배로 확대되었다. 작년 인도 내 초코파이는 CAPA 부족으로 물량 공급이 제한적이었다. 올해 물량 정상화로 매출 기여 확대가 기대된다. 이번 증설로 지역 커버리지가 북부(하리아나)/남부(첸나이) 중심 → 동부로 확대될 예정이다. 한편, 올해 초 롯데웰푸드는 인도 빼빼로 신규 설비투자를 발표한 바 있다. 2025년 가동을 목표로, 약 430억원 CAPA 증가할 것으로 파악된다. 빼빼로의 첫 해외 생산 기지라는 점이 의의가 있는데, 초코파이에 이어 빼빼로 브랜드 역시 글로벌 브랜드로의 도약이 기대된다.

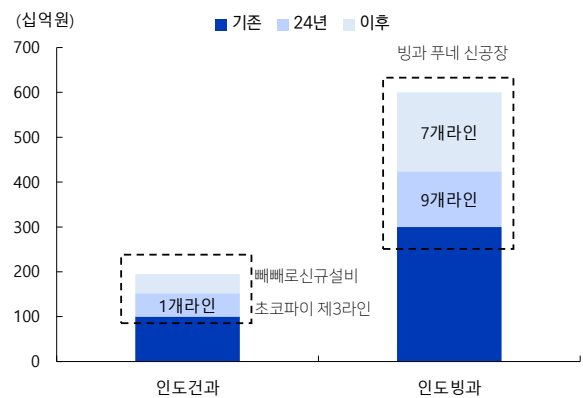
인도 빙과 법인은 2024년 6월 푸네 신공장 가동을 앞두고 있다. 신공장 CAPA는 약 3,000억 (총 16개 라인) 예정으로 CAPA가 3,000억원 → 6,000억원 수준으로 확대될 예정이다. 올해는 9개 라인(1,240억원)을 가동 예정이다. 성수기 시즌 CAPA 부족이 해소되고, 건과와 마찬가지로 지역 커버리지 기존 서/북부(구자라트) 중심 → 중/남부로 확대가 기대된다. 참고로 인도 빙과 시장은 글로벌 시장 내에서 가파른 성장률을 시현 중이다. 지난 5년 간 인도의 빙과 시장은 연 평균 11% 성장하며, 중국 7%, 전세계 5%, 미국 3%, 일본 2%, 한국 2%를 크게 상회했다.

[도표 153] 인도 법인 매출액 추이



자료: 롯데웰푸드, 교보증권 리서치센터

[도표 154] 인도 CAPA 현황



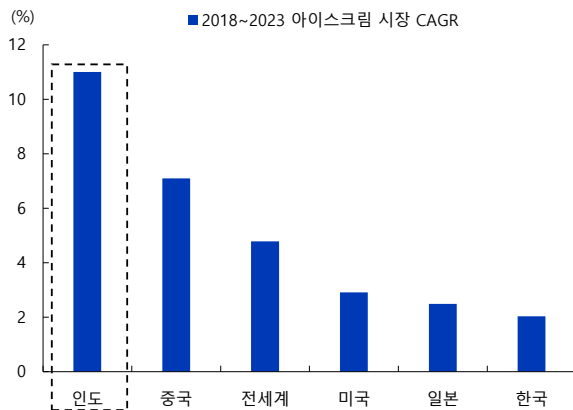
자료: 롯데웰푸드, 교보증권 리서치센터

[도표 155] 롯데월드 인도 최근 CAPA 증설 내역

국가	일시(예정)	CAPA	내용
인도 건과	2023.10	약 520 억	초코파이 제 3 라인 가동
	2025.7(예정)	약 430 억	하리야나 공장 내 유휴공간에 빼빼로 신규 설비 투자. 첫 글로벌 빼빼로 생산기지 구축
인도 빙과	2024.6(예정)	약 1,240 억	하브모어 인수 후 첫 신규 빙과 공장. 9 개라인 가동 예정
	2024 년 이후	약 1,760 억	6 개라인 추가 가동 예정

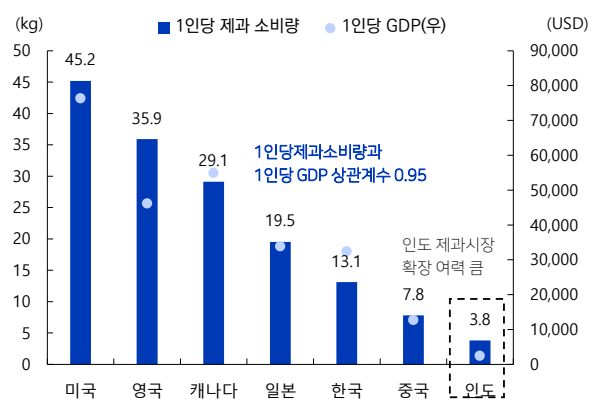
자료: 롯데월드, 언론보도, 교보증권 리서치센터

[도표 156] 국가별 빙과 시장 연 평균 성장률



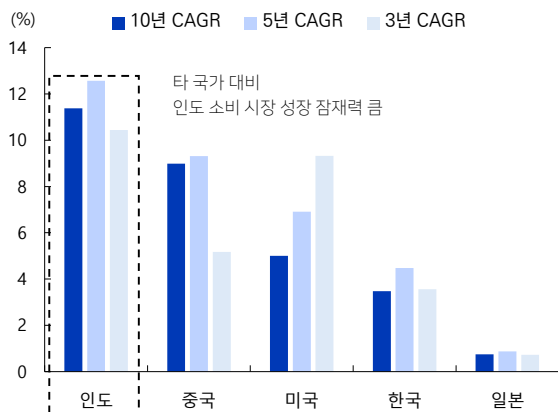
자료: 롯데월드, 교보증권 리서치센터

[도표 157] 국가별 1인당 제과 소비량



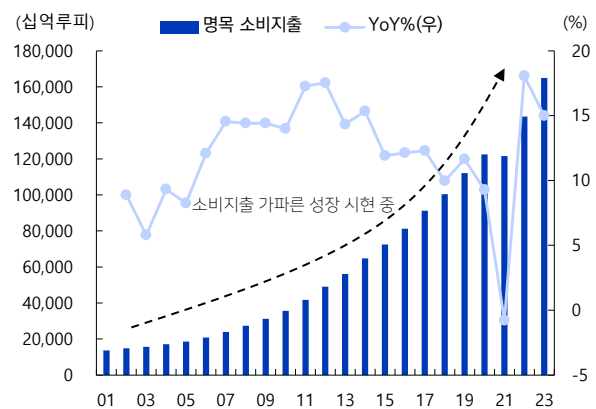
자료: 롯데월드, 교보증권 리서치센터

[도표 158] 국가별 소비지출 CAGR 추이



자료: 롯데월드, 교보증권 리서치센터

[도표 159] 인도 명목 소비지출 추이



자료: 롯데월드, 교보증권 리서치센터

[도표 160] 롯데월드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	22	23	24F
매출액	959.6	1,040.6	1,086.5	979.6	986.2	1,090.6	1,145.4	1,034.5	4,105.2	4,066.4	4,256.7
1. 국내	777.5	841.5	895.5	786.3	792.7	861.5	918.1	802.2	3,315.1	3,300.8	3,374.5
건과	265.6	250.4	271.3	300.2	287.3	269.1	288.9	319.2	1,008.2	1,087.5	1,164.5
빙과	106.8	185.4	223.5	93.1	113.2	196.6	235.8	93.5	590.4	608.8	639.1
유지	117.8	114.2	110.0	129.4	119.6	118.2	113.8	130.7	547.5	471.3	482.2
육가공	68.2	61.3	70.7	58.6	68.2	59.5	66.5	57.5	274.9	258.9	251.7
2. 해외	190.9	207.7	199.3	202.7	200.5	236.1	234.3	239.4	795.2	800.5	910.2
인도건과	25.5	22.4	28.9	26.7	28.5	25.4	32.9	31.2	92.9	103.4	117.9
인도빙과	35.1	63.7	39.0	27.8	39.3	75.7	47.0	35.8	154.4	165.6	197.8
카자흐	65.6	66.9	63.8	73.4	66.9	71.9	74.7	87.2	233.8	269.7	300.6
러시아	19.3	18.7	19.6	20.1	19.2	19.8	23.1	23.3	80.6	77.7	85.4
YoY	4.4%	-1.5%	-1.5%	-4.6%	2.8%	4.8%	5.4%	5.6%	9.4%	-0.9%	4.7%
1. 국내	3.3%	-0.7%	-1.4%	-2.6%	2.0%	2.4%	2.5%	2.0%	7.2%	-0.4%	2.2%
2. 해외	18.8%	4.4%	-4.5%	-10.8%	5.0%	13.7%	17.6%	18.1%	23.5%	0.7%	13.7%
영업이익	18.6	48.6	80.6	29.2	34.4	64.8	88.3	37.3	136.3	177.0	224.8
YoY	36.8%	5.4%	40.9%	50.5%	84.8%	33.5%	9.5%	27.8%	-7.2%	29.9%	27.0%
1. 국내	12.9	35.0	66.3	16.4	25.4	46.5	69.8	21.7	95.8	130.6	163.3
2. 해외	8.9	15.7	18.2	15.8	12.0	20.3	21.8	18.7	43.4	58.6	72.8
OPM	1.9%	4.7%	7.4%	3.0%	3.5%	5.9%	7.7%	3.6%	3.3%	4.4%	5.3%
1. 국내	1.7%	4.2%	7.4%	2.1%	3.2%	5.4%	7.6%	2.7%	2.9%	4.0%	4.8%
2. 해외	4.7%	7.6%	9.1%	7.8%	6.0%	8.6%	9.3%	7.8%	5.5%	7.3%	8.0%
세전이익	2.7	24.4	96.0	(13.2)	18.4	46.1	104.4	11.0	72.0	109.8	179.8
YoY	951.6%	-56.4%	118.0%	C/R	589.5%	89.0%	8.8%	T/B	16.3%	52.6%	63.7%
순이익	0.0	12.4	71.3	(16.0)	12.9	32.3	73.3	7.7	57.6	67.8	126.2
YoY	T/B	-69.9%	101.5%	C/R	N/A	160.4%	2.7%	T/B	63.2%	17.6%	86.3%
NPM	0.0%	1.2%	6.6%	-1.6%	1.3%	3.0%	6.4%	0.7%	1.4%	1.7%	3.0%

주: 2022년 Pro-forma 기준

자료: 교보증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 170,000원 커버리지 개시

롯데웰푸드에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 170,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 Fwd EPS 14,014원에 Target PER 12배를 적용해 산정했다. Target PER 12배는 음식료 업종 2024년 예상 P/E 9배에 30% 할증을 적용했다. 할증의 근거는 1) 국내 음식료 업체 중에서 2024년 해외 CAPA 증설이 가장 공격적으로 예정되어있는 점과, 2) 롯데푸드와의 합병 시너지가 본격적으로 반영되면서 수익성이 대폭 개선되고 있고, 3) 신제품 제로라인의 견조한 판매 흐름으로 국내 성장도 보장된 점에 기인한다.

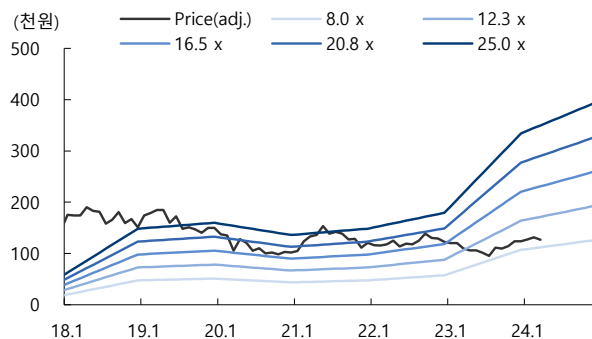
작년 합병 후 롯데웰푸드-롯데푸드 공장 라인/ 인력 재배치 등을 통해 수익성 개선 작업을 진행했다. 작년 하반기부터 반영된 합병 효과가 올해에도 지속된다. 합병 효과를 제외하고도 원가 개선이 본격화되는 점, 해외CAPA 확대로 매출 확대가 기대되는 점을 감안할 때 실적 개선의 초입에 불과하다는 판단이다.

[도표 161] 롯데웰푸드 Valuation table

구분	내용	비고
12MF EPS(원)	14,014	
비교 P/E(X)	9.0	음식료 업종 평균 P/E
할증률(%)	30	올해 인도 법인 CAPA 확대 효과 본격화, 합병 효과 본격화
Target P/E (x)	12.0	
적정주가(원)	168,168	
목표주가(원)	170,000	
현재주가(원)	118,700	2024.03.15 기준
상승여력	43.2%	

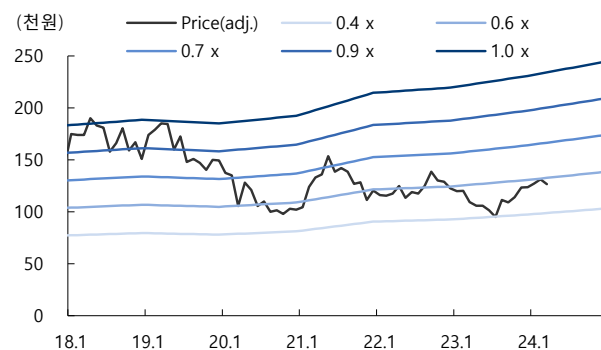
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 162] 롯데웰푸드 12개월 Fwd P/E Band



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 163] 롯데웰푸드 12개월 Fwd P/B Band



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 164] 롯데웰푸드 글로벌 Peer 실적 및 Valuation 테이블

기업	연도	매출액	영업이익	순이익	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/ EBITDA	ROE
		(bil local)	(bil local)	(bil local)	%	%	(X)	(X)	(X)	%
Nestle (CHF)	2023	93.4	14.1	11.2	15.1	12.0	21.9	6.8	15.8	28.8
	2024F	94.2	16.2	13.0	17.2	13.8	18.4	6.7	15.1	34.2
	2025F	98.5	17.4	13.9	17.7	14.1	17.1	6.0	14.1	34.9
Pepsico (USD)	2023	91.5	12.0	9.1	13.1	9.9	21.2	12.0	15.5	50.9
	2024F	94.9	14.8	11.2	15.6	11.8	19.9	10.5	14.2	55.4
	2025F	99.3	15.9	12.0	16.0	12.1	18.4	9.0	13.2	51.6
Mondelez (USD)	2023	36.0	5.5	5.0	15.3	13.8	21.6	3.4	16.3	18.0
	2024F	37.2	6.2	4.7	16.6	12.7	20.1	3.3	15.3	16.7
	2025F	38.8	6.6	5.0	17.0	13.0	18.6	3.2	14.4	17.5
Hershey (USD)	2023	11.2	2.6	1.9	22.9	16.7	18.1	9.4	13.5	50.3
	2024F	11.5	2.6	2.0	23.0	17.0	19.5	7.4	13.9	45.2
	2025F	11.8	2.8	2.1	23.5	17.4	18.4	7.4	13.2	45.0
Conagra (USD)	2023	12.3	1.1	0.7	8.8	5.6	9.9	1.5	11.1	11.1
	2024F	12.1	1.9	1.3	15.7	10.4	10.6	1.4	9.4	13.6
	2025F	12.2	2.0	1.3	16.0	10.5	10.3	1.4	9.0	13.4
Kraft Heinz (USD)	2023	26.6	4.6	2.9	17.2	10.7	12.0	0.9	8.8	5.8
	2024F	26.9	5.4	3.7	20.2	13.8	11.6	0.8	9.3	7.3
	2025F	27.4	5.6	3.9	20.5	14.1	11.0	0.8	8.8	7.5
Danone (EUR)	2023	27.6	2.0	0.9	7.4	3.2	43.0	2.3	10.1	7.5
	2024F	27.6	3.5	2.3	12.8	8.2	16.7	2.0	10.3	12.2
	2025F	28.6	3.8	2.4	13.2	8.5	15.4	1.9	9.6	12.6
Want Want (CNY)	2023	22.9	4.8	3.4	21.1	14.7	13.2	3.2	8.7	25.0
	2024F	23.9	5.5	3.9	23.0	16.2	11.9	2.8	6.3	24.9
	2025F	25.0	5.9	4.2	23.5	16.7	11.0	1.6	5.8	24.6
Tingyi (CNY)	2023	78.7	3.8	2.6	4.9	3.3	15.0	3.7	11.0	21.7
	2024F	82.8	5.1	3.3	6.1	4.0	13.7	3.6	6.6	25.3
	2025F	87.1	5.8	3.9	6.7	4.5	11.8	3.2	4.6	29.3

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[롯데월드 280360]

포괄손익계산서

단위: 십억원

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
매출액	2,145	3,203	4,066	4,257	4,470
매출원가	1,412	2,291	2,908	3,045	3,197
매출총이익	733	912	1,158	1,212	1,273
매출총이익률 (%)	34.2	28.5	28.5	28.5	28.5
판매비와관리비	625	800	981	987	1,014
영업이익	108	112	177	225	259
영업이익률 (%)	5.1	3.5	4.4	5.3	5.8
EBITDA	227	266	334	388	430
EBITDA Margin (%)	10.6	8.3	8.2	9.1	9.6
영업외손익	-54	-61	-67	-45	-46
관계기업손익	0	-2	2	2	2
금융수익	19	22	23	25	26
금융비용	-33	-48	-36	-38	-39
기타	-40	-34	-56	-34	-34
법인세비용차감전순이익	54	52	110	180	214
법인세비용	18	8	42	54	64
계속사업순이익	36	44	68	126	150
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	44	68	126	150
당기순이익률 (%)	1.7	1.4	1.7	3.0	3.4
비지배지분순이익	1	-3	-3	0	0
지배지분순이익	35	47	71	126	150
지배순이익률 (%)	1.6	1.5	1.7	3.0	3.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	22	-3	-2	-2	-2
포괄순이익	58	41	66	124	148
비지배지분포괄이익	1	-4	-7	-13	-15
지배지분포괄이익	57	46	72	137	163

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	213	94	258	215	214
당기순이익	36	44	68	126	150
비현금항목의 가감	198	228	241	258	276
감가상각비	106	139	144	151	159
외환손익	9	11	2	2	2
자본법평가손익	0	2	-2	-2	-2
기타	83	77	97	107	117
자산부채의 증감	8	-144	10	-98	-129
기타현금흐름	-29	-35	-60	-71	-82
투자활동 현금흐름	-126	-105	-125	-146	-168
투자자산	1	-34	-1	-1	-1
유형자산	-143	-127	-200	-220	-242
기타	16	56	76	75	75
재무활동 현금흐름	-107	33	155	20	-6
단기차입금	3	102	0	0	0
사채	110	200	140	23	0
장기차입금	54	143	30	7	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-11	-11	-20	-20	-20
기타	-263	-401	6	10	14
현금의 증감	-17	23	283	71	25
기초 현금	312	295	318	601	672
기말 현금	295	318	601	672	697
NOPLAT	73	96	109	158	182
FCF	56	-22	76	3	-19

자료: 롯데월드푸드, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
유동자산	828	1,449	1,701	1,852	1,984
현금및현금성자산	295	318	601	672	697
매출채권 및 기타채권	186	369	405	444	497
재고자산	247	623	550	583	630
기타유동자산	100	138	145	152	161
비유동자산	1,839	2,656	2,701	2,761	2,835
유형자산	1,294	1,853	1,909	1,979	2,061
관계기업투자금	1	46	48	51	53
기타금융자산	20	92	92	92	92
기타비유동자산	524	666	652	640	628
자산총계	2,667	4,105	4,402	4,613	4,819
유동부채	686	921	982	1,048	1,115
매입채무 및 기타채무	260	415	433	454	470
차입금	4	8	8	8	8
유동성채무	361	406	446	491	540
기타유동부채	61	93	95	96	97
비유동부채	654	1,073	1,256	1,290	1,295
차입금	137	198	228	234	234
사채	318	636	776	799	799
기타비유동부채	199	239	253	257	261
부채총계	1,340	1,994	2,238	2,339	2,409
지배지분	1,234	2,024	2,074	2,180	2,309
자본금	3	5	5	5	5
자본잉여금	1,179	1,130	1,130	1,130	1,130
이익잉여금	94	499	549	655	784
기타자본변동	-6	438	438	438	438
비지배지분	93	88	90	95	100
자본총계	1,327	2,112	2,164	2,274	2,409
총차입금	837	1,278	1,488	1,563	1,612

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
EPS	5,438	5,931	7,481	13,369	15,855
PER	22.2	20.7	16.5	9.1	7.6
BPS	192,328	214,514	219,839	231,053	244,753
PBR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EBITDAPS	35,334	33,546	35,450	41,122	45,558
EV/EBITDA	6.0	7.9	6.1	5.2	4.8
SPS	334,347	403,954	431,009	451,185	473,744
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
CFPS	8,703	-2,723	8,098	269	-2,003
DPS	1,600	2,300	2,300	2,300	2,300

재무비율

단위: %

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	3.3	49.3	26.9	4.7	5.0
영업이익 증가율	-3.6	3.6	57.5	27.0	15.3
순이익 증가율	-12.9	20.7	54.5	86.4	18.6
수익성					
ROIC	4.1	4.3	4.0	5.7	6.3
ROA	1.3	1.4	1.7	2.8	3.2
ROE	2.9	2.9	3.4	5.9	6.7
안정성					
부채비율	101.0	94.4	103.4	102.8	100.0
순차입금비율	31.4	31.1	33.8	33.9	33.5
이자보상배율	5.4	4.0	5.4	6.5	7.3