

Company Analysis

롯데칠성 005300

Mar 18, 2024

영업이익 추가 상승 여력 존재

BUY

신규

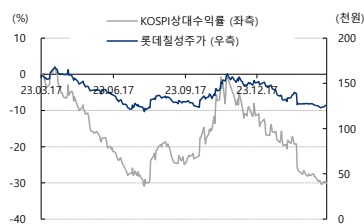
TP 200,000 원

신규

Company Data

현재가(03/15)	126,200 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	167,600 원
52 주 최저가(보통주)	118,800 원
KOSPI (03/15)	2,666.84p
KOSDAQ (03/15)	880.46p
자본금	50 억원
시가총액	12,238 억원
발행주식수(보통주)	928 만주
발행주식수(우선주)	78 만주
평균거래량(60 일)	1.6 만주
평균거래대금(60 일)	21 억원
외국인지분(보통주)	11.90%
주요주주	
롯데지주 외 13 인	62.40%
국민연금공단	9.95%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.6	-2.5	-20.9
상대주가	-2.6	-4.9	-29.4

2024년 Preview: 영업이익 추가 상승 여력 존재

2024년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 4조 2,134억원(YoY 30.7%), 2,579억원(YoY 22.4%)으로 전망. 올해 필리핀펩시 4Q23 연결 편입 영향으로 외형확장 전망. ① 음료(별도)는 제로 탄산 매출 올해도 두 자릿수 성장 전망. 현재 우리나라 제로 음료 침투율 30% 추산. 선진국 침투율 35~40% 감안시 아직 성장 여력 존재 판단. ② 주류(별도)는 '새로' 판매 호조 보이는 가운데, 출고가 인상 기인한 마진 개선 기대. 충주 하이브리드 공장 가동률 상승(22년 32.8% → 23년 49% → 24F 60%+) 에 따른 고정비 절감 효과 기대. 맥주 신제품 크러시 가정용 시장 채널 분포 순항 중. 1/1부로 소주 가격 인상 효과도 긍정적. ③ 올해 손익은 필리핀펩시 수익성 개선 지연이 다소 아쉬우나, 본사 하이브리드 고정비 절감 효과 160억원, 장비 임대 사업 철수 300억 등 수익성 개선 여력 존재. 올해 보수적인 가이던스(영업이익 2,500억원) 충분히 상회할 수 있다고 판단.

향후 필리핀펩시 ZBB 비용 절감이 반영 된다면...

필리핀펩시의 올해 매출액 및 영업이익은 각각 1조 600억원, 105억원(흑전) 예상. 올해 수익성은 부실화 재고/채권 등 비용 이슈로 예상보다 다소 아쉬움. 다만, 향후 2~3년 1,000억원의 ZBB 프로젝트(자동화 설비, 물류 최적화 등) 수익성 점진적 개선 효과 분명. 과거 롯데칠성은 2020~2023년 ZBB 통해 약 2,800억원(음료 1,040억원, 주류 1,750억원)의 비용절감을 이루어낸 바 있음. 해당 시기 OPM은 4% 내외 수준에서 7% 대로 큰 폭 개선 경험 존재. 필리핀펩시 OPM은 4~5%은 수준 충분히 달성 가능하다는 판단. 단순 계산시 연결 영업이익 기준 최소 15% 이상 증가 효과 추산.

투자 의견 BUY, 목표주가 200,000원 제시

롯데칠성에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12개월 Fwd EPS 17,962원에 Target P/E 11배(글로벌 Peer 2024F P/E 평균 30% 할인) 적용. 향후 필리핀펩시 수익성 개선, 맥주 신제품 크러시 등 기대 요인 다수 존재.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12P	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	2,506	2,842	3,225	4,213	4,424
YoY(%)	11.0	13.4	13.5	30.7	5.0
영업이익(십억원)	182	223	211	258	288
OP 마진(%)	7.3	7.8	6.5	6.1	6.5
순이익(십억원)	137	131	167	169	193
EPS(원)	14,636	13,563	17,608	17,582	20,063
YoY(%)	흑전	-7.3	29.8	-0.1	14.1
PER(배)	9.1	13.0	8.3	7.2	6.3
PCR(배)	3.4	4.0	2.9	2.5	2.4
PBR(배)	0.9	1.3	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	7.1	7.5	6.9	5.5	5.0
ROE(%)	10.0	9.1	11.4	10.4	10.9

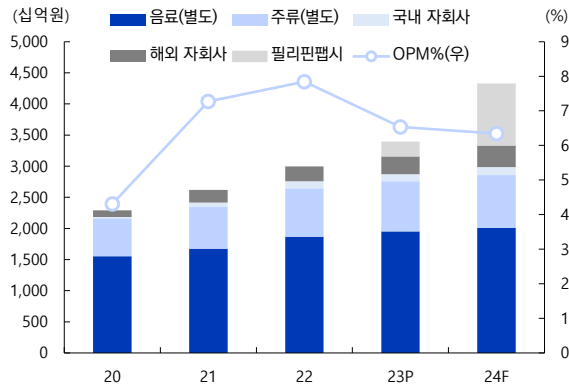


음식료/화장품 권우정

3771-9082

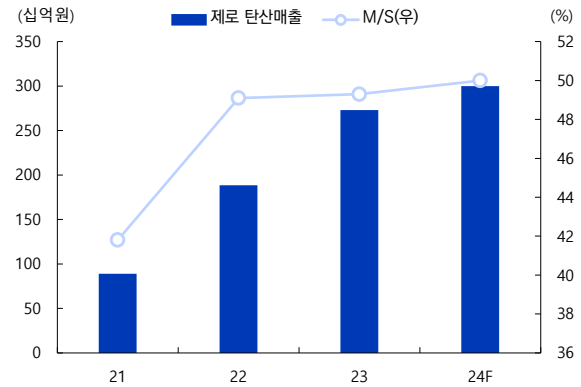
20240006@iprovest.com

[도표 179] 롯데칠성 실적 추이 및 전망



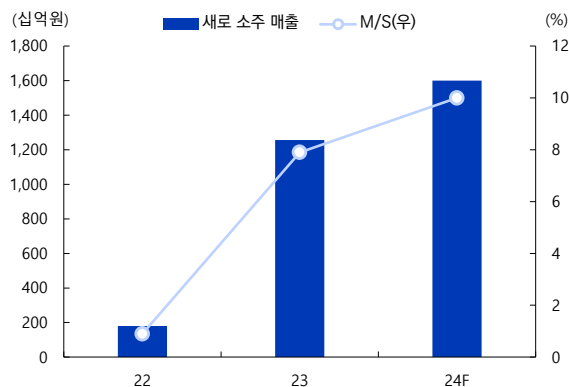
자료: 롯데칠성, 교보증권 리서치센터

[도표 180] 제로 음료 매출 및 M/S 추이



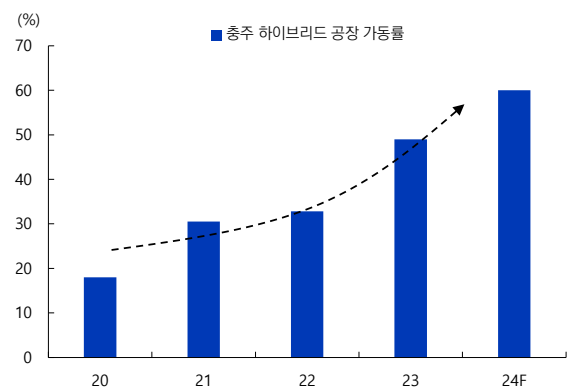
자료: 롯데칠성, 교보증권 리서치센터

[도표 181] 롯데칠성 새로 소주 매출 및 M/S 추이



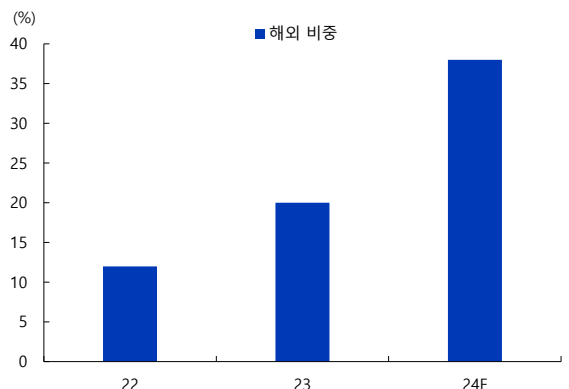
자료: 롯데칠성, 교보증권 리서치센터

[도표 182] 충주 하이브리드 공장 가동률 추이



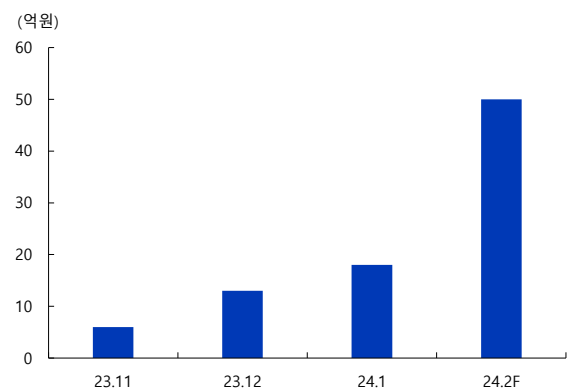
자료: 롯데칠성, 교보증권 리서치센터

[도표 183] 롯데칠성 해외 비중 추이



자료: 롯데칠성, 교보증권 리서치센터

[도표 184] 크러시 월 매출 추이



자료: 롯데칠성, 교보증권 리서치센터

필리핀웹시, 방향성은 변함없다

필리핀웹시의 올해 매출액 및 영업이익을 각각 1 조 600 억원, 105 억원(흑전)으로 예상한다. 부실화 채고/ 채권 등 비용 처리 마무리가 지연된 점은 다소 아쉽다. 하반기부터 본격적인 수익성 개선이 가시화 될 것으로 기대된다. 필리핀웹시는 속도의 변화일 뿐, 좋아지는 방향성은 변함없다. 향후 ZBB 개선 과제는 변함없이 진행된다. 향후 2~3 년 1,000 억원의 ZBB 프로젝트(자동화 설비, 물류 최적화 등)를 통해 영업 정상화를 이루어낼 전망이다. 과거 롯데칠성은 2020~2023 년 ZBB 통해 약 2,800 억원(음료 1,040 억원, 주류 1,750 억원)의 비용절감을 이루어낸 바 있다. 해당 시기 OPM 은 4% 내외 수준에서 7% 대로 큰 폭 개선 경험이 존재한다. 필리핀웹시 OPM 도 4~5%은 수준은 충분히 달성 가능하다는 판단이다. 단순 계산시 2025 년 기준 연결 영업이익 기준 최소 18% 증가 효과로 추산된다. 올해 필리핀웹시 실적 온기 반영으로 해외 매출 비중은 22 년 12% → 22 년 20%(23.9 부터 필리핀웹시 실적 반영)→24 년 38%까지 확대될 전망이다.

[도표 185] 필리핀웹시 ZBB 3 개년 주요 과제

구분	주요 과제	ZBB 금액
관리	프로세스 개선(수작업 → IT 시스템)	135 억
생산	라인리밸런싱, 자동화설비 등	495 억
영업/물류	GTM 개선, 네트워크	370 억
합계		1,000 억

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 186] 롯데칠성 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	22	23	24F
매출액	679.8	796.2	830.4	918.4	977.0	1,136.1	1,133.6	966.7	2,841.7	3,224.7	4,213.4
음료(별도)	423.0	537.9	567.9	424.6	437.9	549.6	580.6	434.8	1,867.8	1,953.4	2,002.9
주류(별도)	207.7	198.2	201.1	196.9	220.1	205.7	210.5	210.7	774.6	803.9	847.0
국내 자회사	26.6	30.7	31.1	24.0	32.0	32.0	32.0	32.0	116.2	112.4	128.0
해외 자회사	59.0	78.0	76.4	73.1	69.0	90.7	92.6	91.2	238.8	286.5	343.5
필리핀팜시				240.0	260.0	300.0	260.0	240.0		240.0	1,060.0
YoY	8.5%	4.5%	5.9%	37.3%	43.7%	42.7%	36.5%	5.3%	13.4%	13.5%	30.7%
음료(별도)	8.5%	3.7%	5.7%	0.7%	3.5%	2.2%	2.2%	2.4%	11.6%	4.6%	2.5%
주류(별도)	7.0%	5.1%	4.3%	-1.1%	5.9%	3.8%	4.7%	7.0%	15.2%	3.8%	5.4%
국내 자회사	2.7%	-1.3%	1.0%	-15.5%	20.3%	4.2%	2.9%	33.3%	62.1%	-3.3%	13.9%
해외 자회사	14.8%	15.7%	17.7%	32.7%	17.0%	16.3%	21.1%	24.8%	19.4%	20.0%	19.9%
영업이익	59.3	59.2	84.3	8.0	59.3	68.0	95.2	35.4	222.9	210.7	257.9
YoY	-0.7%	-7.2%	12.3%	-67.3%	0.0%	15.0%	13.0%	345.1%	22.3%	-5.5%	22.4%
음료(별도)	39.0	47.8	62.2	13.0	41.7	51.0	66.5	21.3	165.9	162.0	180.5
주류(별도)	17.5	2.3	14.0	(0.3)	18.9	6.2	14.7	2.9	36.9	33.5	42.7
국내 자회사	(1.0)	1.3	1.4	(1.4)	1.0	1.2	1.2	(1.0)	6.8	0.3	2.4
해외 자회사	5.0	9.9	8.3	5.4	5.2	7.7	7.9	5.9	15.3	28.6	26.7
필리핀팜시	0.0	0.0	0.0	(8.0)	(6.0)	4.0	6.5	6.0		(8.0)	10.5
OPM	8.7%	7.4%	10.1%	0.9%	6.1%	6.0%	8.4%	3.7%	7.8%	6.5%	6.1%
음료(별도)	9.2%	8.9%	11.0%	3.1%	9.5%	9.3%	11.5%	4.9%	8.9%	8.3%	9.0%
주류(별도)	8.4%	1.2%	7.0%	-0.2%	8.6%	3.0%	7.0%	1.4%	4.8%	4.2%	5.0%
국내 자회사	-3.8%	4.2%	4.5%	-5.8%	3.1%	3.8%	3.8%	-3.1%	5.9%	0.3%	1.9%
해외 자회사	8.5%	12.7%	10.9%	7.4%	7.5%	8.5%	8.5%	6.5%	6.4%	10.0%	7.8%
필리핀팜시				-3.3%	-2.3%	1.3%	2.5%	2.5%		-3.3%	1.0%
세전이익	41.0	44.1	87.0	35.3	44.3	53.0	95.2	35.4	169.4	207.4	227.9
YoY	-17.7%	-17.7%	37.4%	1225.9%	8.1%	20.2%	9.4%	0.4%	-3.2%	22.4%	9.9%
(지배)순이익	29.9	32.1	66.6	37.4	32.2	38.5	69.2	25.7	128.4	165.9	165.6
YoY	-18.6%	-19.7%	44.0%	571.7%	7.7%	20.2%	3.9%	-31.2%	-5.2%	29.2%	-0.2%
NPM	4.4%	4.0%	8.0%	4.1%	3.3%	3.4%	6.1%	2.7%	4.5%	5.1%	3.9%

주: 해외자회사 내 필리핀팜시 미포함

자료: 교보증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 200,000원 커버리지 개시

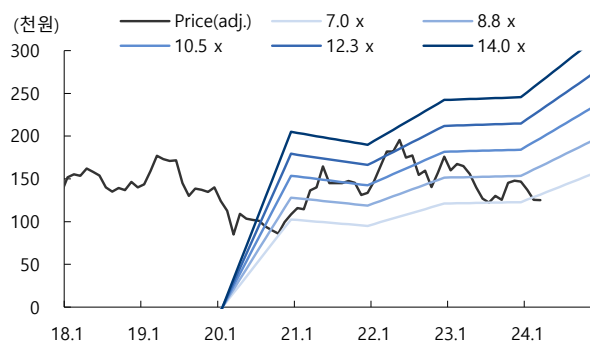
롯데칠성에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 200,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 Fwd EPS 17,962원에 Target PER 11배를 적용해 산정했다. Target PER 11배는 롯데칠성의 글로벌 Peer 업체 2024년 예상 P/E 16배에 30% 할인을 적용했다. 글로벌 업체 대비 규모 및 수익성을 감안해 밸류에이션을 할인 적용했다.

올해 좋아지는 방향성은 문제 없다. 국내 음료는 제로 탄산 성장을 둔화 우려에도 여전히 견조한 판매를 이어나가고 있다. 국내 주류는 새로 점유율이 지속 확대되는 가운데, 맥주 신제품 크러시가 성공적으로 분포 확대 중인 것으로 파악된다. 올해 롯데칠성 해외 비중은 필리핀랩시 연결 반영 효과로 38%까지 확대될 것으로 추정한다. 국내 비중이 높았던 롯데칠성의 글로벌 보폭 확대 감안시 추가적인 밸류에이션 상향 조정 가능성도 열어 둘 수 있다.

[도표 187] 롯데칠성 Valuation table

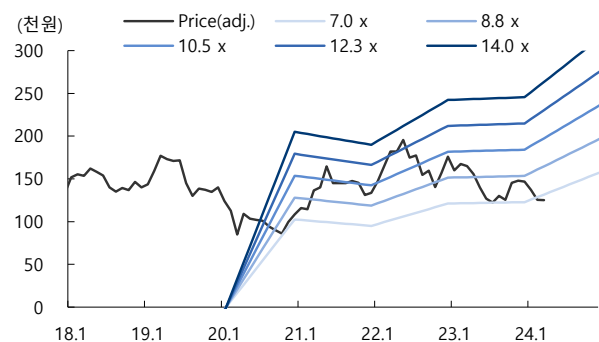
구분	내용	비고
12MF EPS(원)	17,962	
비교 P/E(X)	16.0	음료/주류 글로벌 Peer 평균 P/E
할인률(%)	30	글로벌 업체 대비 규모 및 수익성 감안
Target P/E (x)	11.0	
적정주가(원)	197,582	
목표주가(원)	200,000	
현재주가(원)	126,200	2024.03.15 기준
상승여력	58.5%	

[도표 188] 롯데칠성 12개월 Fwd P/E Band



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 189] 롯데칠성 12개월 Fwd P/B Band



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 190] 롯데칠성 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)	%
Coca Cola (USD)	2023	45.8	11.3	10.7	24.7	23.4	22.1	9.9	19.2	42.8
	2024F	46.0	13.8	12.2	30.0	26.4	21.2	9.6	19.0	45.2
	2025F	48.2	14.8	12.9	30.7	26.9	19.8	8.6	17.8	46.0
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
Delmonte (USD)	2023	4.3	0.1	0.0	1.4	-0.3	10.9	0.6	6.6	-0.6
	2024F	4.5	0.2	0.1	3.8	2.5	10.5	N/A	N/A	N/A
	2025F	4.6	0.2	0.1	4.0	2.8	9.2	N/A	N/A	N/A
Dr. Pepper (USD)	2023	14.8	3.2	2.2	21.5	14.7	16.9	1.6	14.2	8.6
	2024F	15.4	3.9	2.6	25.6	17.2	15.3	1.5	11.8	10.2
	2025F	16.0	4.1	2.8	25.9	17.5	14.3	1.5	11.0	10.5
Heineken (EUR)	2023	30.4	3.0	2.3	9.7	7.6	21.1	2.4	10.8	11.6
	2024F	31.8	4.8	2.8	15.0	8.7	17.5	2.2	9.5	13.1
	2025F	33.4	5.2	3.2	15.5	9.6	15.0	2.0	8.7	14.2
AB-Inbev (USD)	2023	59.4	14.0	5.3	23.5	9.0	23.0	1.3	9.4	6.9
	2024F	62.5	16.2	6.9	25.9	11.0	18.0	1.4	9.0	8.4
	2025F	65.4	17.4	7.8	26.6	12.0	15.8	1.4	8.4	9.1
Kirin (JPY)	2023	2,134.4	150.3	112.7	7.0	5.3	14.8	1.5	9.7	10.7
	2024F	2,184.0	191.0	128.7	8.7	5.9	13.0	1.5	9.3	11.6
	2025F	2,230.4	205.7	139.5	9.2	6.3	11.9	1.4	8.6	12.4
Asahi (JPY)	2023	2,769.1	245.0	164.1	8.8	5.9	16.1	1.1	9.8	7.3
	2024F	2,850.5	281.3	193.0	9.9	6.8	13.7	1.1	9.2	8.2
	2025F	2,912.8	295.6	206.7	10.1	7.1	12.7	1.1	8.5	8.6
San miguel (PHP)	2023	1,506.6	134.5	-13.0	8.9	-0.9	N/A	0.9	8.3	-1.6
	2024F	1,474.6	125.7	4.6	8.5	0.3	21.6	0.5	N/A	2.4
	2025F	1,566.6	153.0	7.2	9.8	0.5	18.9	0.5	N/A	3.3

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[롯데칠성 005300]

포괄손익계산서

단위: 십억원

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
매출액	2,506	2,842	3,225	4,213	4,424
매출원가	1,460	1,694	1,990	2,591	2,699
매출총이익	1,046	1,148	1,235	1,622	1,725
매출총이익률 (%)	41.7	40.4	38.3	38.5	39.0
판매비와관리비	864	925	1,024	1,364	1,438
영업이익	182	223	211	258	288
영업이익률 (%)	7.3	7.8	6.5	6.1	6.5
EBITDA	340	386	380	434	472
EBITDA Margin (%)	13.6	13.6	11.8	10.3	10.7
영업외손익	-7	-53	-3	-30	-28
관계기업손익	3	2	39	8	14
금융수익	12	15	11	11	11
금융비용	-44	-52	-40	-39	-38
기타	22	-19	-13	-10	-14
법인세비용차감전순이익	175	169	207	228	260
법인세비용	38	38	41	59	67
계속사업순이익	137	131	167	169	193
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	137	131	167	169	193
당기순이익률 (%)	5.5	4.6	5.2	4.0	4.4
비지배자분순이익	2	3	1	3	4
지배자분순이익	136	128	166	166	189
지배순이익률 (%)	5.4	4.5	5.1	3.9	4.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-10	7	11	11	11
포괄순이익	127	138	178	181	204
비지배자분포괄이익	1	1	1	1	1
지배자분포괄이익	126	137	177	180	203

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

현금흐름표

단위: 십억원

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	321	268	268	287	266
당기순이익	137	131	167	169	193
비현금항목의 가감	227	278	301	294	305
감가상각비	146	150	159	167	177
외환손익	7	7	2	2	2
자본법평가손익	-3	-2	-39	-8	-14
기타	78	123	179	134	140
자산부채의 증감	-17	-79	-127	-86	-134
기타현금흐름	-27	-62	-73	-90	-97
투자활동 현금흐름	81	-166	-230	-241	-252
투자자산	-4	-10	-8	-8	-8
유형자산	-202	-152	-210	-220	-231
기타	288	-4	-12	-12	-12
재무활동 현금흐름	-177	-139	-312	-229	-258
단기차입금	-11	91	-60	29	-10
사채	-50	-50	-57	-40	-30
장기차입금	1	28	41	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-31	-31	-33	-33	-33
기타	-86	-177	-203	-185	-185
현금의 증감	226	-40	-93	38	-18
기초 현금	159	385	345	252	289
기말 현금	385	345	252	289	271
NOPLAT	143	172	169	191	213
FCF	82	104	1	61	32

자료: 롯데칠성, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
유동자산	995	1,020	1,125	1,201	1,269
현금및현금성자산	385	345	252	289	271
매출채권 및 기타채권	226	239	335	357	392
재고자산	305	343	484	499	549
기타유동자산	79	92	53	55	58
비유동자산	2,602	2,676	2,727	2,781	2,838
유형자산	2,048	2,078	2,129	2,182	2,237
관계기업투자금	135	135	147	158	170
기타금융자산	93	86	84	83	82
기타비유동자산	326	377	367	358	350
자산총계	3,597	3,696	3,852	3,982	4,107
유동부채	971	1,155	1,198	1,240	1,244
매입채무 및 기타채무	474	534	656	669	682
차입금	33	171	111	140	130
유동성채무	426	408	389	389	389
기타유동부채	38	43	43	43	43
비유동부채	1,181	1,129	1,106	1,060	1,025
차입금	116	29	70	70	70
사채	872	907	850	810	780
기타비유동부채	193	193	186	180	175
부채총계	2,152	2,284	2,305	2,301	2,268
지배자분	1,427	1,393	1,526	1,658	1,814
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	87	87	87	87	87
이익잉여금	1,962	2,079	2,212	2,345	2,500
기타자본변동	-764	-756	-756	-756	-756
비지배자분	18	19	21	23	25
자본총계	1,445	1,412	1,547	1,681	1,839
총차입금	1,497	1,562	1,504	1,451	1,408

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
EPS	14,636	13,563	17,608	17,582	20,063
PER	9.1	13.0	8.3	7.2	6.3
BPS	141,904	138,556	151,761	164,942	180,412
PBR	0.9	1.3	1.0	0.8	0.7
EBITDAPS	34,352	38,393	37,749	43,187	46,922
EV/EBITDA	7.1	7.5	6.9	5.5	5.0
SPS	274,543	306,260	347,529	454,090	476,794
PSR	0.5	0.6	0.4	0.3	0.3
CFPS	8,262	10,367	113	6,040	3,231
DPS	3,000	3,300	3,300	3,300	3,300

재무비율

단위: %

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	11.0	13.4	13.5	30.7	5.0
영업이익 증가율	87.4	22.3	-5.5	22.4	11.5
순이익 증가율	흑전	-4.4	27.1	1.5	13.9
수익성					
ROIC	6.5	7.7	7.3	8.0	8.5
ROA	3.8	3.5	4.4	4.2	4.7
ROE	10.0	9.1	11.4	10.4	10.9
안정성					
부채비율	148.9	161.7	149.0	136.8	123.4
순차입금비율	41.6	42.3	38.0	36.4	34.3
이자보상배율	5.2	5.5	5.5	6.8	7.8