



BUY(Maintain)

목표주가: 2,000,000원

주가(11/14): 1,522,000원

시가총액: 19,303억원

음식료

Analyst 우원성, CFA

02) 3787-5084 wswoo@kiwoom.com

RA 박종국

02) 3787-5152 jkpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(11/14)	1,967.56pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	1,722,000원	1,315,000원
등락률	-11.61%	15.74%
수익률	절대	상대
1M	-2.2%	0.4%
6M	-4.5%	-4.4%
1Y	5.5%	1.5%

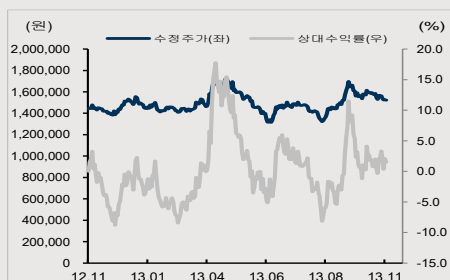
Company Data

발행주식수	1,357 천주
일평균 거래량(3M)	2 천주
외국인 지분율	27.41%
배당수익률(13E)	0.23%
BPS(13E)	1,748,127 원
주요 주주	신격호 외 9인 52.86%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	21,986	22,092	23,531	24,943
보고영업이익	1,502	1,741	1,921	2,037
핵심영업이익	1,502	1,741	1,921	2,037
EBITDA	2,565	2,827	3,034	3,150
세전이익	1,217	1,596	1,698	1,817
순이익	830	1,156	1,115	1,193
지배주주지분순이익	831	1,131	1,113	1,191
EPS(원)	61,201	83,304	82,013	87,758
증감률(%)YoY	8.0	36.1	-1.5	7.0
PER(배)	24.8	18.3	18.6	17.3
PBR(배)	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	9.2	8.3	7.5	7.1
보고영업이익률(%)	6.8	7.9	8.2	8.2
핵심영업이익률(%)	6.8	7.9	8.2	8.2
ROE(%)	3.8	5.0	4.6	4.7
순부채비율(%)	20.0	16.2	13.9	11.6

Price Trend



롯데칠성 (005300)

2Q에 이어 3Q에도 모멘텀 기조



2Q에 이어 3Q에도 20% 대의 이익증가를 이어갔습니다. '13년에는 재료비 하락과 판매비 관리로 마진 개선 기조가 이어지겠으며, '14년에는 맥주 사업 진출 등 외형증가가 실적개선의 드라이버가 될 전망입니다. 음식료업종 내에서도 돋보이는 이익개선세를 시험하는 가운데, 서초동 물류부지, 보유 계열사 지분 등 비영업가치도 점차 주목받을 전망입니다.

>>> 2Q에 이어 3Q에도 이익개선세 이어감

3Q13 영업이익은 28.5% 증가(YoY)한 643억원으로 당사 추정치(610억원)를 상회하는 호실적이었다. 매출 증가는 0.9%에 그쳤으나, 1)설탕, 오렌지, 공관(포장재) 등 재료비 단가 하락과 2)소주 판가인상에 따른 주류부문 마진개선으로 본사 영업이익은 7.4% 증가했다. 3)여름성수기 판매 증가와 엔저에 의한 원가율 감소로 아사히맥주의 실적 호조가 이어지며 종속기업들의 합산 영업이익이 58억원(YoY +90억원)을 기록했다. 4)커피믹스 마케팅비 축소 등 비용관리 노력으로 판매비가 전년비 2.1% 감소했다. 엔저로 인한 소주 수출 감소(YoY -9.3%)가 이어졌으나, 내수 소주 매출은 판가인상 효과로 8.5% 증가했다.

>>> '14년에는 외형성장이 드라이버가 될 전망

'13년에는 외형성장 없이 원재료비 하락과 판매비 감축이 주요 이익개선 요인이었으나, '14년에는 매출 증가에 따른 실적 개선이 예상된다. 1)2Q14 이후 맥주사업 시작에 따른 실적 증가가 예상된다. 국내 맥주시장은 낮은 성장세와 높은 경쟁강도를 보이나, 동사가 일본 아사히맥주와의 파트너십을 통해 경쟁력 있는 신제품을 선보이며 시장에 안착할 가능성이 있다. 제품 출시 후의 시장 반응을 지켜봐야겠지만, 현재 구축된 설비가 풀가동될 경우 600~700억원의 매출 증가가 예상된다. 2)음료제품은 '13년에 별다른 판가 인상이 없었는데, 과거에는 매년 인상해오며 양호한 가격전가력을 보였던 만큼, '14년에는 인상 가능성이 있다.

>>> 비영업가치(서초동 물류부지, 계열사 지분)도 풍부

아직은 개발이 가시적이지 않으나 약 1조원으로 추정되는 서초동 물류센터 부지의 가치는 시간이 갈수록 부각될 전망이다. 롯데푸드(9.3%), 롯데쇼핑(3.9%), 롯데리아(1.3%) 등 계열사 보유지분 가치도 크다. 맥주사업 시작에 따른 초기 브랜드 런칭비용은 불확실성 요인이거나, 전사 마케팅비를 크게 증가시킬 요인은 아니라는 판단이다. 음식료업 내에서도 당장의 이익증가 또한 돋보인다. 목표주가 200만원, 투자 의견 Buy를 유지한다.

3Q13 실적 Review(IFRS연결)

(단위: 억원, %, %p)

	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13			차이 (%, %p)		YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					실제발표치	당사추정	Consensus	당사추정	Consensus		
매출액(억원)	6,173	4,843	5,120	5,831	6,228	6,308	6,300	-1.3	-1.2	0.9	6.8
영업이익(억원)	500	167	296	595	643	610	604	5.4	6.5	28.5	8.1
세전이익(억원)	418	84	277	626	535	558	555	-4.2	-3.6	28.1	-14.6
순이익(억원)	260	73	185	468	399	364	381	9.5	4.6	53.2	-14.9
영업이익률(%)	8.1	3.5	5.8	10.2	10.3	9.7	9.6	0.7	0.7	2.2	0.1
세전이익률(%)	6.8	1.7	5.4	10.7	8.6	8.8	8.8	-0.3	-0.2	1.8	-2.2
순이익률(%)	4.2	1.5	3.6	8.0	6.4	5.8	6.1	0.6	0.4	2.2	-1.6

자료: 롯데칠성, 키움증권

실적 추정치 변경(IFRS연결)

(단위: 억원, %, %p)

	변경전			변경후		변경률(%, %p)		YoY(%, %p)	
	2012	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
매출액	21,986	22,334	23,834	22,092	23,531	-1.1	-1.3	0.5	6.5
영업이익	1,502	1,739	1,923	1,741	1,921	0.1	-0.1	15.9	10.4
세전이익	1,217	1,650	1,700	1,596	1,698	-3.3	-0.1	31.1	6.4
순이익	830	1,140	1,117	1,156	1,115	1.4	-0.2	39.3	-3.5
영업이익률(%)	6.8	7.8	8.1	7.9	8.2	0.1	0.1	1.0	0.3
세전이익률(%)	5.5	7.4	7.1	7.2	7.2	-0.2	0.1	1.7	0.0
순이익률(%)	3.8	5.1	4.7	5.2	4.7	0.1	0.1	1.5	-0.5

자료: 롯데칠성, 키움증권, 주:영업이익은 조정영업이익 기준임

분기별 실적전망(IFRS연결)

(단위: 억원, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E	2013E
매출	4,575	5,726	5,560	5,011	20,872	5,024	5,947	6,173	4,843	21,986	5,120	5,831	6,228	4,913	22,092
탄산음료	1,210	1,409	1,436	1,208	5,263	1,302	1,516	1,522	1,197	5,536	1,363	1,585	1,616	1,239	5,803
주스	651	803	849	583	2,885	696	853	834	550	2,934	637	773	769	533	2,712
커피	349	456	553	463	1,821	405	531	644	527	2,108	424	583	696	588	2,291
다류	87	106	113	78	383	87	123	125	89	425	81	112	127	86	405
먹는샘물	152	226	234	167	779	163	252	288	193	896	182	248	296	208	934
주류	253	316	281	1,338	2,188	1,509	1,419	1,527	1,254	5,709	1,486	1,419	1,480	1,322	5,708
기타음료	425	611	679	479	2,194	438	723	807	581	2,550	524	675	682	555	2,436
롯데아사히맥주	152	169	185	168	673	143	169	200	168	681	147	215	237	193	793
기타계열사	247	541	24	435	1,247	279	361	224	284	1,148	275	223	324	188	1,010
매출총이익	1,857	2,276	2,382	2,005	8,520	2,016	2,383	2,508	1,999	8,906	2,116	2,497	2,616	2,022	9,250
영업이익	321	584	534	217	1,655	349	485	500	167	1,502	296	595	643	207	1,741
세전이익	255	487	460	124	1,326	295	421	418	84	1,217	277	626	535	158	1,596
순이익	171	340	294	-34	771	212	284	260	73	830	185	468	399	104	1,156
YoY(%)															
매출	5.5	28.9	6.2	12.2	12.9	9.8	3.9	11.0	-3.4	5.3	1.9	-1.9	0.9	1.4	0.5
탄산음료	1.1	14.6	14.8	12.5	10.8	7.6	7.6	6.0	-1.0	5.2	4.7	4.5	6.2	3.6	4.8
주스	1.5	-1.5	9.4	5.0	3.5	7.0	6.3	-1.7	-5.6	1.7	-8.5	-9.4	-7.8	-3.1	-7.6
커피	18.5	27.8	3.5	-2.2	9.8	15.9	16.5	16.4	14.0	15.7	4.7	9.7	8.1	11.5	8.7
다류	29.1	26.2	29.1	9.8	23.9	0.4	16.2	11.2	14.9	10.9	-7.1	-8.8	1.2	-4.3	-4.6
먹는샘물	26.5	22.8	6.8	10.9	15.6	7.7	11.7	23.3	15.0	15.1	11.6	-1.8	2.6	8.1	4.2
주류	6.8	34.6	-9.2	462.3	114.8	497.3	349.7	443.1	-6.3	161.0	-1.5	0.0	-3.1	5.5	0.0
기타음료	44.3	24.4	12.5	11.6	20.6	3.2	18.3	18.9	21.2	16.2	19.5	-6.6	-15.5	-4.5	-4.5
롯데아사히맥주					13.7	-5.7	-0.1	8.4	0.4	1.1	2.7	27.5	18.5	14.8	16.5
기타계열사					-57.0	13.0	-33.3	831.7	-34.8	-8.0	-1.3	-38.3	44.4	-33.7	-12.0
매출총이익	-8.3	35.9	11.3	11.0	11.4	8.6	4.7	5.3	-0.3	4.5	4.9	4.8	4.3	1.2	3.9
영업이익	-3.7	38.1	-5.1	1,326.8	24.1	8.9	-16.9	-6.3	-22.9	-9.3	-15.1	22.7	28.5	23.5	15.9
세전이익	12.3	87.3	-5.9	-221.5	51.7	15.5	-13.6	-9.3	-32.1	-8.2	-6.0	48.9	28.1	87.7	31.1
순이익	0.3	89.9	-30.8	-77.3	23.4	23.7	-16.4	-11.4	-315.6	7.5	-12.8	64.9	53.2	42.7	39.4
이익률(%)															
매출총이익률	40.6	39.8	42.8	40.0	40.8	40.1	40.1	40.6	41.3	40.5	41.3	42.8	42.0	41.2	41.9
영업이익률	7.0	10.2	9.6	4.3	7.9	7.0	8.2	8.1	3.5	6.8	5.8	10.2	10.3	4.2	7.9
세전이익률	5.6	8.5	8.3	2.5	6.4	5.9	7.1	6.8	1.7	5.5	5.4	10.7	8.6	3.2	7.2
순이익률	3.7	5.9	5.3	-0.7	3.7	4.2	4.8	4.2	1.5	3.8	3.6	8.0	6.4	2.1	5.2

자료: 롯데칠성, 키움증권, 주:영업이익=조정영업이익=매출총이익-판매비,

비영업자산 제외시 PER 추정

	case1	case2
①현재시총	19,303	19,303
②순차입금	4,433	4,433
③EV(①+②)	23,736	23,736
④EV 대비 시가총액(% , ①÷③)	81.3	81.3
EV 대비 순차입금(% , ②÷③)	18.7	18.7
⑤비영업자산가치	11,583	8,897
⑥비영업자산가치 중 주주지분 해당분(⑤×④)	9,420	7,236
⑦비영업가치 제외 시총	9,883	12,067
⑧적용순이익	1,116	1,116
영업가치 PER(배, ⑦÷⑧)	8.9	10.8

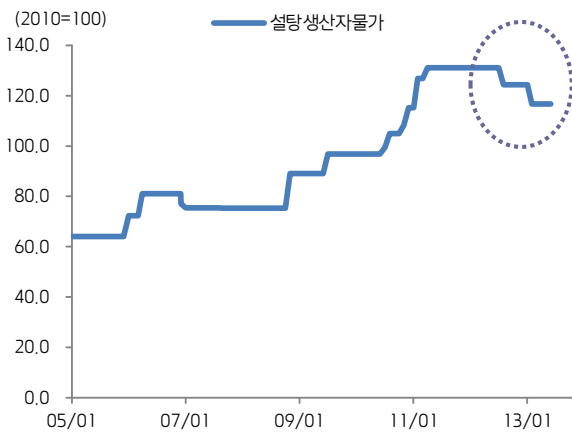
자료: 키움증권

주: 1) Case 1은 당사의 valuation 추정시 적용 비영업자산 가치(상장사 지분가치 20%할인, 비상장사지분가치 50%할인, 유휴부동산 가치 40% 할인 적용)

2) Case 2는 상장사 지분가치는 30% 할인, 유휴부동산 지분가치는 50% 할인해서 적용

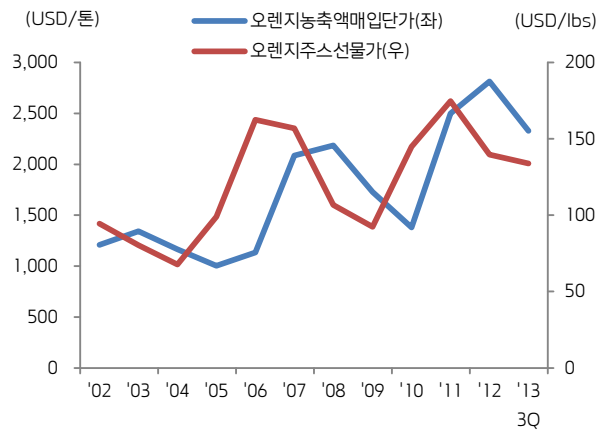
3) 비영업자산가치 중 주주지분 해당분은 EV 대비 자기자본(시가총액) 비율을 적용하여 추산함

설탕가격 '12년초 대비 11% 하락 지속



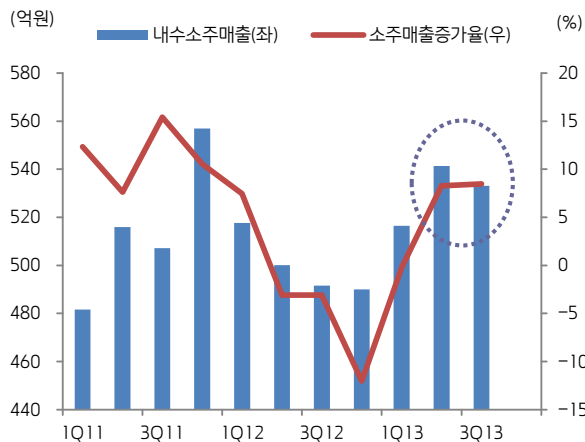
자료: 통계청

오렌지농축액 매입단가 하락 진행



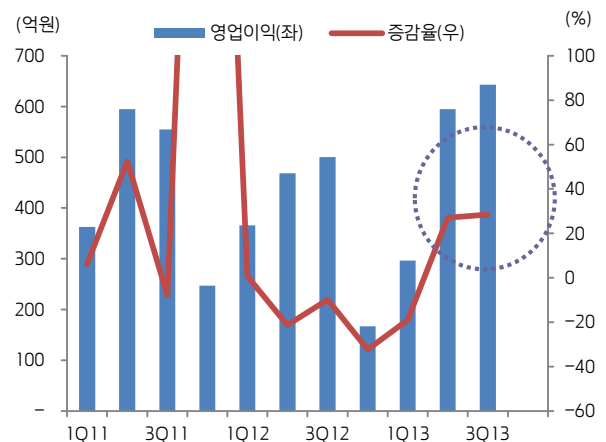
자료: Bloomberg, 롯데칠성

내수소주매출 3Q에 8.5%증가



자료: 롯데칠성

2Q 이후 견조한 이익 개선세 시현 중



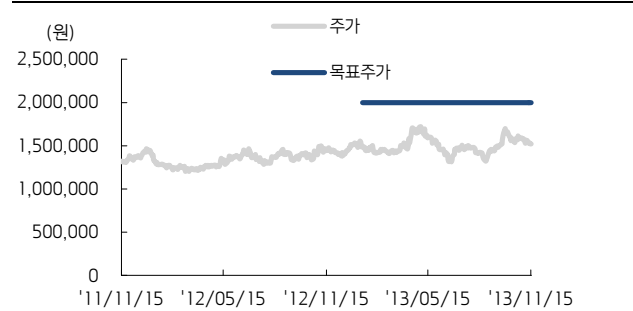
자료: 롯데칠성, 키움증권

- 당사는 11월 14일 현재 '롯데칠성' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
롯데칠성(005300)	2013/01/31	Buy(Initiate)	2,000,000원
	2013/04/17	Buy(Maintain)	2,000,000원
	2013/06/20	Buy(Maintain)	2,000,000원
	2013/07/09	Buy(Maintain)	2,000,000원
	2013/08/16	Buy(Maintain)	2,000,000원
	2013/10/04	Buy(Maintain)	2,000,000원
	2013/11/15	Buy(Maintain)	2,000,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상