

## 롯데칠성(005300)

BUY / TP 1,920,000원

## 단기적으로 가장 편안한 대안

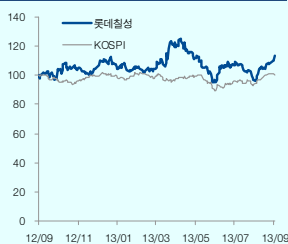
## Analyst 정혜승

02) 3787-2461

hyeseung.chung@hmcib.com

현재주가 (9/25)	1,568,000원
상승여력	22.4%
시가총액	1,940십억원
발행주식수	1,237천주
자본금/액면가	7십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	1,722,000원 / 1,315,000원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
외국인지분율	25.89%
주요주주	신경호 외 8인
	52.86%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	17.1 17.0 8.9
상대주가(%)	9.6 4.3 7.8
당사추정 EPS	90,703원
컨센서스 EPS	74,764원
컨센서스 목표주가	1,983,556원
※ K-IFRS 연결 기준	

## 최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 탐방보고 3분기 원가 개선 및 비용 통제로 돋보이는 수익성
- 포인트는 하반기에도 부각되는 높은 이익 개선세, 단기 실적모멘텀 확대
- 안정적 실적 및 저평가된 Valuation 감안 시 단기적으로 가장 편안한 대안

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	2,087	175	77	273	61,843	110.0	23.7	1.1	8.6	3.6
2012	2,199	150	83	257	66,855	8.0	22.7	1.1	9.4	3.8
2013F	2,228	176	113	271	90,703	35.7	17.3	1.0	8.9	4.8
2014F	2,343	186	117	285	94,341	4.1	16.6	1.0	9.2	4.7
2015F	2,475	196	127	295	102,587	8.7	15.3	0.9	7.0	4.8

\* 2011~2015F은 K-IFRS 연결 기준

## 탐방보고: 3분기 원가 개선 및 비용 통제로 돋보이는 수익성

롯데칠성은 3분기 연결 매출액 6,378억원(+3.3% YoY), 영업이익 638억원(+24.6% YoY, OPM 10.0%)의 견조한 실적이 예상된다. 수요 둔화에 따른 음료 매출 부진에도 1) 소주 점유율 정상화, 2) 주요 원/부재료(설탕, 오렌지, 포장재 등) 가격 하락 및 가격 인상 효과에 따른 원가율 개선, 3) 마케팅비용 통제, 4) 아사히주류, 씨에이치음료, 필리핀 펄스 등 주요 계열사 이익 개선 등이 지속되며 업종 내 부각 되는 실적 개선세를 보일 것으로 예상된다.

① **음료 부문(별도)**은 +0.6%(YoY)의 매출 성장이 예상된다. 7~8월 성수기 가격인상 효과 반영(지난해 9월 가격 인상 평균 4~5%)을 감안할 때 다소 부진한 매출 증가율이지만, 큰 폭의 매출 감소세는 주로 주스(-12.2% YoY), 다류(-11.5% YoY) 등 비주력/저수익 제품군 중심으로 이루어지고 있는 것으로 파악됨에 따라 Product mix 개선 측면에서는 긍정적이라는 판단이다. 다만 에너지음료의 성장 둔화(13년 8월 40억원 vs. 12년 8월 72억원)를 감안할 때 장기적으로 가격 인상을 제외한 성장 동인은 커피/생수로 제한된다. 한편 원가 개선 및 마케팅 비용 통제(커피믹스 마케팅비용 축소 등)로 음료 부문의 영업이익은 +14.3%(YoY) 증가할 것으로 예상된다.

② **주류 부문(별도)**은 엔화 약세 및 막걸리 소비 둔화에 따른 일본 수출 감소(-18.6% YoY)에도 불구하고 5월 이후 점진적으로 개선되고 있는 국내 소주 점유율(8월 기준 15.5%)로 가격 인상 효과가 본격화될 것으로 예상된다. 따라서 3분기 매출성장률은 +5.3%(YoY)로 예상되며, 12년 하반기 주류부문 마케팅 비용 확대에 따른 기저효과 감안 시 영업이익은 +13.8%(YoY) 개선될 것으로 예상된다.

③ **연결 대상 계열사**의 경우 엔화 약세 및 막걸리 수요 급감에 따른 주류재판의 매출 감소(-20% YoY)와 중국 음료 계열사(오더리/후이팡)의 실적 부진에도 불구하고, 1) 롯데아사히주류의 매출 증가(+17% YoY) 및 원가율 하락에 따른 이익개선(+296.2% YoY), 2) 씨에이치음료의 이익 개선 등으로 2분기에 이어 연결 실적 개선에 기여할 전망이다. 더불어 필리핀 펄스(관계기업투자)의 경우 조직 정비 및 판매망 확대에 점유율이 27%(+3%p)까지 확대되며 20%(YoY) 수준의 매출 고성장세가 지속되며, +30%(YoY)의 이익개선(OPM 7%)이 예상된다.

### 포인트는 하반기에도 부각되는 높은 이익 개선세, 단기 실적모멘텀 확대

3분기까지 음료부문 가격인상 효과를 제외한 물량 성장이 없었다는 점을 감안할 때, 가격인상 효과가 사라지는 4분기 이후 음료 부문의 매출 둔화 가능성은 크다. 따라서 연간 연결 매출 성장은 +1.4%(YoY)에 그칠 전망이다. 그럼에도 불구하고 1) 주류부문 MS 회복 및 가격인상 효과 지속, 2) 연결 계열사들의 실적 기여도 확대, 3) 원가 개선, 4) 판매비 효율화 등으로 연간 높은 이익 개선세(+17.3% YoY)가 지속될 전망이다. 특히 1) 원가율 개선(1.2%p)과 2) 통제 가능한 마케팅 비용(커피믹스 비용 등)의 여력이 크다는 점은 마진 개선에 대한 가시성을 높인다. 비록 장기성장성이 제한적이나, 1) 음료 1위 시장지위로 확보된 가격결정력, 2) 신제품 출시, 3) 14년 5월 맥주 신제품 출시 등에 따른 성장 동력 확보 가능성 역시 배제할 수 없다.

### 안정적 실적 및 저평가된 Valuation 감안 시 단기적으로 가장 편안한 대안

음식료 업종 주요 종목의 실적모멘텀이 둔화되는 가운데 하반기 동사가 확보한 실적 개선의 가시성이 부각된다. 동사는 13년 예상 PER 17.3배로 비영업가치(50% 할인, 주당 716,200원)를 제외한 13년 예상실적 기준 PER은 9.4배에 불과하다. 이는 historical band의 하단 수준(과거 평균 PER 23x)으로 음료시장 내 1위 시장지위를 보유한 동사의 저평가 매력에 부각되는 시점이다. 자산 효율화를 통한 기업가치 상승 모멘텀 지연(13년 말 부지개발 계획 구체화)에도 하반기 이익확대 여력 및 Valuation 감안 시 단기적으로 업종 내 가장 편안한 투자 대안이 될 전망이다.

〈표1〉 롯데칠성 분기실적 추이 및 전망(K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

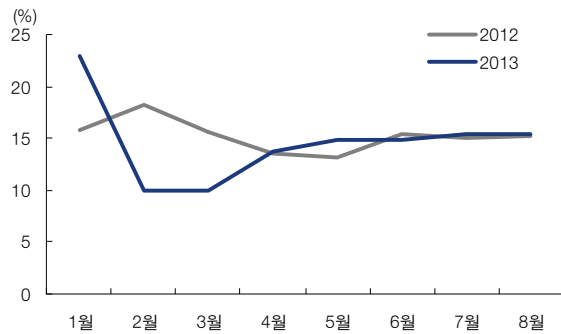
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
<b>매출액</b>	<b>502.4</b>	<b>594.7</b>	<b>617.3</b>	<b>484.3</b>	<b>512.0</b>	<b>583.2</b>	<b>637.8</b>	<b>495.4</b>	<b>2,198.6</b>	<b>2,228.3</b>	<b>2,343.4</b>
음료사업부	329.0	424.7	450.6	322.0	336.1	408.1	449.6	338.2	1,526.3	1,532.1	1,645.0
본사	312.7	395.1	423.4	313.7	321.2	397.5	425.8	319.6	1,444.9	1,464.0	1,546.9
해외음료/기타	16.3	29.6	27.2	8.3	15.0	10.7	23.8	18.6	81.4	68.1	98.1
주류사업부	204.3	207.3	205.0	188.9	175.9	175.0	218.6	182.9	805.5	752.4	825.1
본사	24.8	35.0	28.2	11.8	23.8	36.1	28.2	12.6	99.8	100.6	102.3
롯데주류	122.7	110.3	124.6	113.6	124.9	105.8	132.6	118.0	471.1	481.3	492.1
해외주류/기타	56.8	61.9	52.3	63.5	27.3	33.1	57.8	52.4	234.6	170.5	230.8
<b>매출액(YoY)</b>	<b>9.8%</b>	<b>3.9%</b>	<b>11.0%</b>	<b>-3.4%</b>	<b>1.9%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.3%</b>	<b>5.3%</b>	<b>1.4%</b>	<b>5.2%</b>
음료사업부	8.0%	10.9%	10.6%	1.4%	2.2%	-3.9%	-0.2%	5.0%	8.0%	0.4%	7.4%
주류사업부	19.2%	-7.0%	7.1%	-6.7%	-13.9%	-15.6%	6.6%	-3.2%	2.2%	-6.6%	9.7%
<b>매출비중</b>											
음료사업부	65.5%	71.4%	73.0%	66.5%	65.6%	70.0%	70.5%	68.3%	69.4%	68.8%	70.2%
주류사업부	40.7%	34.9%	33.2%	39.0%	34.4%	30.0%	34.3%	36.9%	36.6%	33.8%	35.2%
<b>매출총이익</b>	<b>201.6</b>	<b>238.3</b>	<b>252.9</b>	<b>197.8</b>	<b>211.6</b>	<b>249.7</b>	<b>263.7</b>	<b>203.8</b>	<b>890.6</b>	<b>928.8</b>	<b>973.5</b>
% of sales	40.1%	40.1%	41.0%	40.8%	41.3%	42.8%	41.4%	41.1%	40.5%	41.7%	41.5%
<b>영업이익</b>	<b>36.3</b>	<b>47.2</b>	<b>51.2</b>	<b>15.5</b>	<b>29.6</b>	<b>59.5</b>	<b>63.8</b>	<b>23.2</b>	<b>150.2</b>	<b>176.1</b>	<b>186.4</b>
YoY	13.0%	-22.8%	-4.0%	-45.8%	-18.3%	26.1%	24.6%	49.4%	-14.3%	17.3%	5.8%
음료사업부	20.1	21.4	33.5	3.0	8.2	39.1	38.6	6.6	77.9	92.5	97.6
주류사업부	16.1	24.4	15.5	12.2	21.4	20.4	25.2	16.6	68.3	83.6	88.8
<b>영업이익률</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.9%</b>	<b>8.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>5.8%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.0%</b>	<b>4.7%</b>	<b>6.8%</b>	<b>7.9%</b>	<b>8.0%</b>
음료사업부	6.1%	5.0%	7.4%	0.9%	2.4%	9.6%	8.6%	1.9%	5.1%	6.0%	5.9%
주류사업부	7.9%	11.8%	7.6%	6.4%	12.2%	11.6%	11.5%	9.1%	8.5%	11.1%	10.8%
<b>세전이익</b>	<b>29.5</b>	<b>42.1</b>	<b>41.8</b>	<b>8.4</b>	<b>27.7</b>	<b>62.6</b>	<b>60.8</b>	<b>18.4</b>	<b>121.7</b>	<b>169.5</b>	<b>178.2</b>
% of sales	5.9%	7.1%	6.8%	1.7%	5.4%	10.7%	9.5%	3.7%	5.5%	7.6%	7.6%
<b>순이익</b>	<b>21.2</b>	<b>28.4</b>	<b>26.0</b>	<b>7.3</b>	<b>18.5</b>	<b>46.8</b>	<b>41.0</b>	<b>9.2</b>	<b>83.0</b>	<b>115.6</b>	<b>120.2</b>
% of sales	4.2%	4.8%	4.2%	1.5%	3.6%	8.0%	6.4%	1.9%	3.8%	5.2%	5.1%

주 1: 음료기타는 씨에이치음료/ 해외음료는 오더리, 후아방 음료 포함. 주류 기타는 롯데아사히, 와인판매, 증복소주/ 해외주류는 주류일본, 주류미국

주 2: 1Q13 부문 기준 변경으로 전년동기 수치(1Q12~2Q12) 변경. 미발표된 12년 3~4분기 왜곡 방지 위해 기존 발표 수치 유지. 4Q13 이후 12년 분기 부문정보 수정 예정

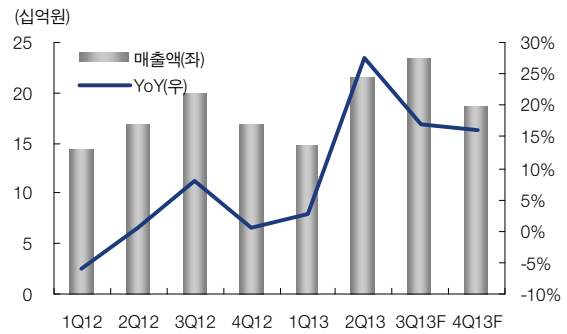
자료: 롯데칠성, HMC투자증권

〈그림1〉 월간 소주 MS 추이



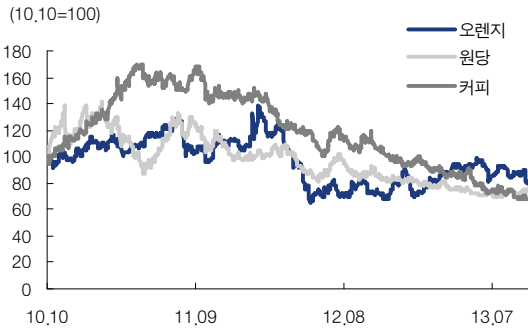
자료 : 롯데칠성, HMC투자증권

〈그림2〉 롯데아사히주류 매출 추이 및 전망



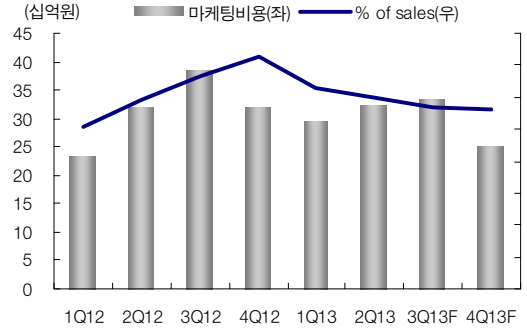
자료 : 롯데칠성, HMC투자증권

〈그림3〉 주요 원재료 가격동향(오렌지, 원당, 커피 등)



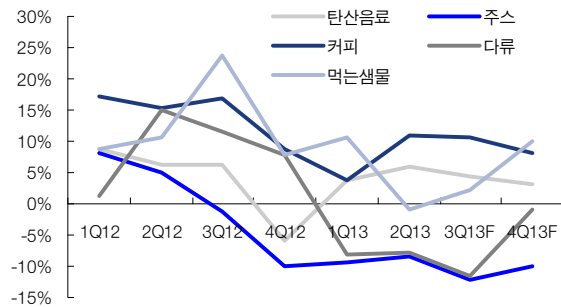
자료 : Bloomberg, HMC투자증권

〈그림4〉 하반기 마케팅비용 매출대비 비중 축소 예상



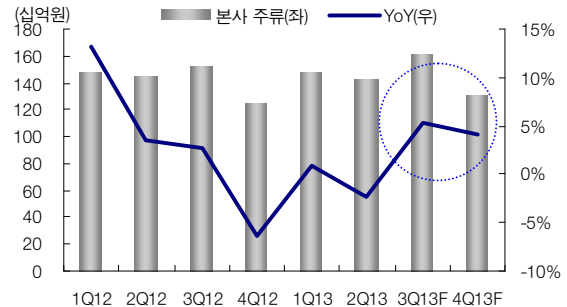
자료 : 롯데칠성, HMC투자증권

〈그림5〉 음료 부문 내 주스/다류 매출 부진(YoY) 지속



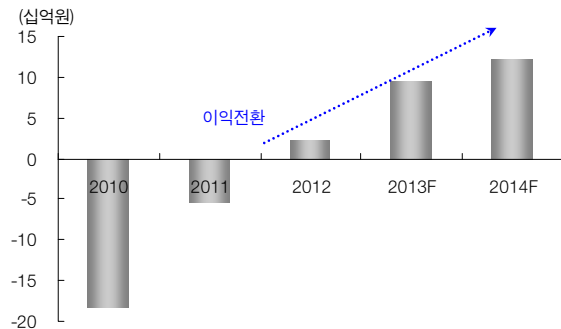
자료 : 롯데칠성, HMC투자증권

〈그림6〉 하반기 주류 매출 회복 전망



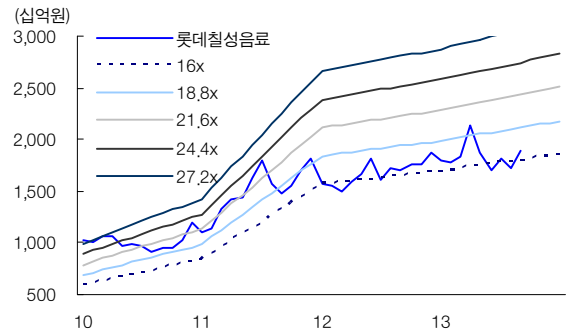
자료 : 롯데칠성, HMC투자증권

〈그림7〉 관계기업투자손익 추이 및 전망



자료 : 롯데칠성, HMC투자증권

〈그림8〉 롯데칠성음료 Historical PER Band 추이



자료 : DataGuide, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	2,087	2,199	2,228	2,343	2,475
증가율 (%)	1.6	5.3	1.4	5.2	5.6
매출원가	1,237	1,308	1,300	1,370	1,461
매출원가율 (%)	59.2	59.5	58.3	58.5	59.0
매출총이익	851	891	929	974	1,014
매출이익률 (%)	40.8	40.5	41.7	41.5	41.0
증가율 (%)	5.6	4.7	4.3	4.8	4.2
판매관리비	675	741	753	787	818
판매비율(%)	32.4	33.7	33.8	33.6	33.1
EBITDA	273	257	271	285	295
EBITDA 이익률 (%)	13.1	11.7	12.1	12.1	11.9
증가율 (%)	16.8	-6.1	5.5	5.2	3.8
영업이익	175	150	176	186	196
영업이익률 (%)	8.4	6.8	7.9	8.0	7.9
증가율 (%)	41.3	-14.3	17.2	5.8	5.0
영업외손익	-37	-31	-16	-20	-14
금융수익	16	17	24	27	26
금융비용	44	39	41	48	41
기타영업외손익	-10	-10	1	1	2
중속/관계기업관련손익	-5	2	10	12	14
세전계속사업이익	133	122	170	178	196
세전계속사업이익률 (%)	6.4	5.5	7.6	7.6	7.9
증가율 (%)	94.4	-8.2	39.3	5.1	9.9
법인세비용	56	39	54	58	65
계속사업이익	77	83	116	120	131
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	77	83	116	120	131
당기순이익률 (%)	3.7	3.8	5.2	5.1	5.3
증가율 (%)	108.9	7.7	39.3	4.0	8.7
지배주주지분 순이익	77	83	113	117	127
비지배주주지분 순이익	0	0	3	3	3
기타포괄이익	-117	46	35	36	36
총포괄이익	-40	129	151	156	167

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	206	128	257	135	357
당기순이익	77	83	116	120	131
유형자산 상각비	77	85	73	76	78
무형자산 상각비	21	22	22	22	22
외환손익	11	-13	2	1	2
운전자본의 감소(증가)	-34	-93	55	-73	138
기타	54	45	-10	-12	-14
투자활동으로인한현금흐름	-167	-219	-204	-415	347
투자자산의 감소(증가)	16	-81	-2	-233	325
유형자산의 감소	3	29	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-114	-141	-273	-139	-144
기타	-72	-26	71	-43	166
재무활동으로인한현금흐름	-49	81	43	316	-709
차입금의 증가(감소)	-116	13	0	5	-20
사채의증가(감소)	-197	310	-59	67	-382
자본의 증가	-244	0	0	0	0
배당금	-3	-4	-5	-5	-5
기타	512	-237	107	249	-302
기타현금흐름	1	-3	0	0	0
현금의증가(감소)	-8	-13	96	36	-5
기초현금	103	95	81	178	213
기말현금	95	81	178	213	208

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	680	750	790	1,011	826
현금성자산	95	81	178	213	208
단기투자자산	59	145	102	173	35
매출채권	256	242	227	293	248
채고자산	222	227	228	260	275
기타유동자산	48	54	55	71	61
비유동자산	2,920	3,000	3,197	3,490	3,229
유형자산	1,511	1,507	1,708	1,771	1,837
무형자산	392	377	356	335	313
투자자산	872	953	970	1,221	916
기타비유동자산	145	163	163	163	163
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,599	3,751	3,987	4,500	4,055
유동부채	907	587	732	1,005	780
단기차입금	47	87	120	100	100
매입채무	235	178	203	213	275
유동성장기부채	348	59	133	402	100
기타유동부채	277	263	276	290	305
비유동부채	548	895	840	929	547
사채	204	514	455	522	140
장기차입금	20	20	20	25	5
장기금융부채 (리스포함)	16	29	29	29	29
기타비유동부채	308	332	336	354	373
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,455	1,482	1,572	1,935	1,327
지배주주지분	2,140	2,264	2,407	2,566	2,714
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	13	13	13	13	13
자본조정 등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	452	506	541	577	613
이익잉여금	1,669	1,740	1,848	1,960	2,083
비지배주주지분	4	4	7	10	14
자본총계	2,144	2,268	2,415	2,566	2,728

(단위: 원,백%)

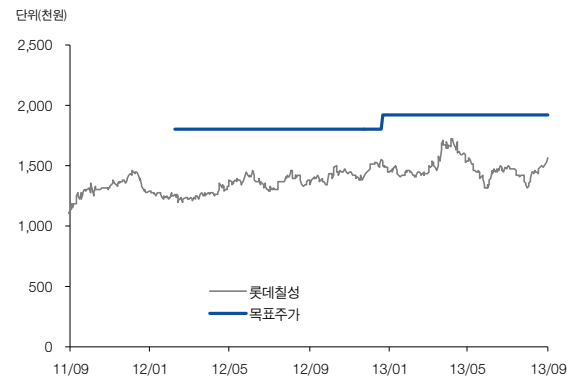
주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	62,005	66,774	93,129	96,847	105,335
EPS(지배순이익 기준)	61,843	66,855	90,703	94,341	102,587
BPS(자본총계 기준)	1,290,936	1,393,736	1,517,097	1,644,289	1,779,514
BPS(자본총계 기준)	1,287,841	1,390,641	1,511,791	1,636,699	1,769,418
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
PER(당기순이익 기준)	23.6	22.7	16.8	16.2	14.9
PER(지배순이익 기준)	23.7	22.7	17.3	16.6	15.3
PBR(자본총계 기준)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
PBR(지배지분 기준)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	8.6	9.4	8.9	9.2	7.0
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	109.9	7.5	39.5	4.0	8.7
EPS(지배순이익 기준)	110.0	8.0	35.7	4.1	8.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.5	3.8	4.9	4.8	4.9
ROE(지배순이익 기준)	3.6	3.8	4.8	4.7	4.8
ROA	2.1	2.3	3.0	2.8	3.1
안정성 (%)					
부채비율	67.9	65.3	65.1	75.4	48.6
순차입금비율	22.5	21.3	19.8	27.0	4.8
이자보상배율	5.9	5.9	6.4	5.4	7.1

\* 2011~2015F은 K-IFRS 연결 기준

## ▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
12/03/02	BUY	1,800,000	13/05/16	BUY	1,920,000
12/03/08	BUY	—	13/06/19	BUY	1,920,000
12/03/16	BUY	1,800,000	13/07/05	BUY	1,920,000
12/06/15	BUY	1,800,000	13/08/16	BUY	1,920,000
12/07/18	BUY	1,800,000	13/09/26	BUY	1,920,000
12/08/30	BUY	1,800,000			
12/10/09	BUY	1,800,000			
12/10/29	BUY	1,800,000			
12/11/30	BUY	1,800,000			
13/01/15	BUY	1,920,000			
13/03/28	BUY	1,920,000			
13/04/09	BUY	1,920,000			

## ▶ 최근 2년간 롯데칠성 주가 및 목표주가



## ▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 정혜승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## ▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류: HMC투자증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - HOLD : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
  - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.