

롯데칠성(005300)

BUY / TP 1,920,000원

점진적 실적개선 기대감 유효

Analyst 정혜승

02) 3787-2461

hyeseung.chung@hmcib.com

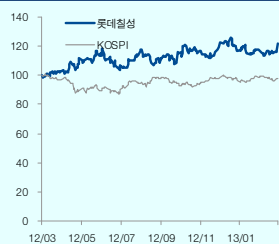
현재주가 (3/27)	1,504,000원
상승여력	27.7%
시가총액	1,861십억원
발행주식수	1,237천주
자본금/액면가	7십억원/5,000원

52주 최고가/최저가	1,556,000원
일평균 거래대금 (60일)	1,216,000원
	2십억원
외국인지분율	27.30%
주요주주	신격호 외 9인
	52.86%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	3.7	1.8	8.9
상대주가(%)	4.3	1.5	8.6
당사추정 EPS	66,855원		
컨센서스 EPS	73,527원		
컨센서스 목표주가	1,853,750원		

※ K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 탐방보고 1Q 가격인상 반영에도 한파에 따른 음료 수요 둔화로 실적 개선폭 제한
- 13년 소주 및 커피믹스 마케팅 반영해 OPM +0.3%p, 2Q 이후 점진적 개선 기대
- 실적회복 가시성으로 업종자수에 동참한 주가 흐름 및 밸류에이션 정상화 기대

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	2,055	124	37	234	29,507	325.2	32.5	0.8	7.9	1.8
2011	2,087	166	77	263	61,843	110.0	23.7	1.1	8.8	3.6
2012F	2,199	150	83	257	66,855	8.1	22.7	1.1	9.2	3.8
2013F	2,385	170	95	285	76,718	14.8	19.6	1.0	8.5	4.2
2014F	2,551	190	111	311	89,572	16.8	16.8	1.0	8.0	4.7

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결 기준

탐방보고- 1Q 가격인상 반영에도 한파에 따른 음료 수요 둔화로 실적 개선폭 제한

롯데칠성의 1분기 연결 실적은 매출액 5,358억원(+6.7% YoY), 영업이익 389억원(+6.4% YoY, OPM 7.3%)으로 예상되며, 1~2월 한파에 따른 음료 수요 둔화로 본격적인 실적 개선세는 2분기 이후 확인 가능할 것으로 예상된다. ① 음료사업부는 지난해 하반기 평균 4~5% 수준의 가격 인상에도 불구하고 1~2월 한파에 따른 수요 둔화로 매출성장률은 +6.6%(YoY)에 그칠 전망이다. 10% 초반의 성장세가 지속되고 있는 커피와 생수 부문 대비 탄산, 주스 등의 물량 성장이 둔화된 것으로 파악된다. 하지만 에너지음료(하식스)의 월간 판매량(1~2월)은 55억원 수준으로 전년 동기 월간 판매량(30억원, +83.3% YoY) 대비 큰 폭 증가해 고성장세가 유지될 전망이다. 한편 1) 상반기까지 반영될 가격인상 효과, 2) 레스비 리뉴얼에 따른 커피부문 수익성 개선, 3) 설탕, 오렌지 농축액 등 주요 원재료 가격하락에 따른 원가 개선 등 연간 이익 개선 요소는 충분하나, 이익기여도가 높은 탄산의 부진과 전년 동기 반영되지 않았던 커피믹스 마케팅비용(약 40~50억원 추정) 반영 등으로 1분기 음료사업부 영업이익률은 전년 수준(6.1%)을 유지할 전망이다. ② 주류사업부는 1월 소주 가격 인상에 따른 가수효로 10% 이상의 매출 성장을 기록했으나 2월 매출 감소로 1분기 매출액은 5.6%(YoY) 성장에 그칠 전망이다. 소주(+8.8%), 위스키(+5.5%)의 가격인상 효과에도 불구하고 현재 15% 수준인 동사의 점유율 확대를 위해 연간 적극적인 마케팅이 예상되는 만큼 마진 개선폭(12.3%, +0.8%p YoY)은 제한적일 전망이다.

13년 소주 및 커피믹스 마케팅 반영해 OPM +0.3%p, 2Q 이후 점진적 개선 기대

13년 연결 매출액은 2조 3,851억원(+8.5% YoY), 영업이익 1,699억원(+13.2% YoY, OPM 7.1%, +0.3%p YoY)으로 예상된다. 이는 1) 전 부문 반영될 가격인상 효과(음료 상반기, 주류 연간), 2) 설탕, 오렌지 가격 하락(미국산 대체에 따른 FTA 효과로 약 25% 절감)에 따른 원가 개선(-1.3%p YoY), 3) 주류, 커피믹스의 지속적인 마케팅 반영해 12년 대비 축소될 마케팅 비용 수준(ex. 12년 하반기 집행한 커피믹스 마케팅비용 170억원, 연간에 걸쳐 반영 계획)에 따른다. 더불어 하식스는 초기 단계의 에너지드링크 시장 선점 및 브랜드 익스텐션(4~5월)으로 30% 이상의 고성장세(700억원 매출 예상)가 지속되며 성장 드라이버 역할을 할 것으로 기대된다. 한편 인수 이후 처음으로 지분법 이익(12년 23.6억원)이 반영된 필리핀펄시 12%의 성장세 유지로 실적개선에 기여할 전망이다.

실적회복 가시성으로 업종지수에 동참한 주가 흐름 및 밸류에이션 정상화 기대

롯데칠성에 대해 Buy 투자의견 및 목표주가 1,920,000원을 유지한다. 12년 동사는 1) 가격인상 지연, 2) 소주 점유율 하락, 3) 커피믹스 마케팅 강화 등에 따른 실적부진(OP -14.3% YoY)을 경험했다. 하지만 동사에 대해 Buy 투자의견을 유지하는 것은 1) 가격인상 효과, 2) 원가 하락, 3) 필리핀 펩시 지분법 이익 전환에 따른 이익기여 확대 등으로 13년 실적 개선의 가시성이 높다고 판단한 데 따른다. 동사의 주가는 연초대비 0.7% 하락하며 음식료 지수 상승 흐름에서 소외되었다. 동사의 13년 예상 실적기준 PER은 19.6배로 Historical Band 하단 수준이며 점진적 실적 회복에 따른 밸류에이션 정상화가 기대된다. 추가적으로 부지개발 이슈 및 소주 점유율 확대 등 추가 모멘텀 요인은 상존하나, 유휴자산(서초동 부지 및 지분 가치) 효율화를 통한 기업 가치 상승 가능성은 최근 사업 진행 속도를 감안할 때 단기 모멘텀으로 작용하기는 힘들 전망이다.

〈표1〉 롯데칠성 분기실적 추이 및 전망(K-IFRS 연결기준)

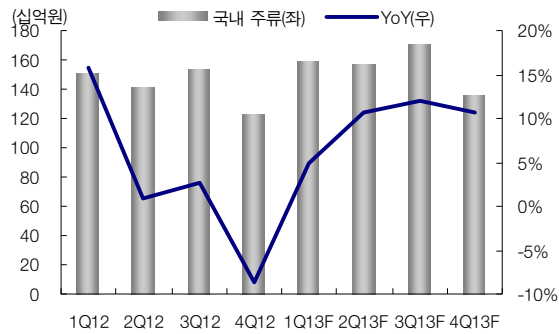
(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012	2013F
매출액	502.4	594.7	617.3	484.3	535.8	655.3	686.9	507.1	2,087.2	2,198.6	2,385.1
음료사업부	329.0	424.7	450.6	322.0	350.7	466.5	492.7	334.4	1,412.7	1,526.3	1,644.3
본사	309.2	399.8	422.1	316.8	327.6	437.7	455.2	330.0	1,345.5	1,447.9	1,550.5
해외음료	13.9	14.9	22.5	-3.8	15.8	17.1	26.3	-5.0	53.2	47.5	54.2
기타	5.9	10.0	6.0	9.1	7.2	11.7	11.2	9.5	13.9	30.9	39.7
주류사업부	204.3	207.3	205.0	188.9	215.7	227.2	234.9	201.2	788.4	805.5	879.0
본사	28.8	30.5	26.7	11.7	27.3	30.5	27.3	12.5	110.5	97.7	97.6
롯데주류	122.1	111.5	126.0	110.6	131.1	126.5	143.7	123.0	443.0	470.2	524.3
해외주류	33.2	40.4	31.1	34.5	34.2	42.4	34.1	39.4	141.6	139.2	150.1
기타	20.2	25.0	21.2	32.0	23.1	27.8	29.8	26.3	93.3	98.4	107.0
기타 및 연결조정	-31.0	-37.3	-38.3	-26.6	-30.6	-38.4	-40.8	-28.5	-113.9	-133.2	-138.2
매출액(YoY)	9.8%	3.9%	11.0%	-3.4%	6.7%	10.2%	11.3%	4.7%	12.9%	5.3%	8.5%
음료사업부	8.0%	10.9%	10.6%	1.4%	6.6%	9.8%	9.4%	3.8%	12.7%	8.0%	7.7%
주류사업부	19.2%	-7.0%	7.1%	-6.7%	5.6%	9.6%	14.6%	6.5%	15.4%	2.2%	9.1%
매출비중											
음료사업부	65.5%	71.4%	73.0%	66.5%	65.5%	71.2%	71.7%	65.9%	67.7%	69.4%	68.9%
주류사업부	40.7%	34.9%	33.2%	39.0%	40.3%	34.7%	34.2%	39.7%	37.8%	36.6%	36.9%
매출총이익	201.6	238.3	252.9	197.8	222.6	274.6	290.5	210.2	850.7	890.6	997.9
음료사업부	116.4	155.0	170.1	117.6	129.5	178.3	188.4	125.8	507.2	559.0	621.9
주류사업부	85.3	82.5	84.7	74.8	91.3	94.7	100.8	82.5	326.0	327.4	369.3
기타 및 연결조정	0.0	0.8	-1.9	5.4	1.8	1.6	1.4	2.0	17.5	4.3	6.7
매출총이익률	40.1%	40.1%	41.0%	40.8%	41.6%	41.9%	42.3%	41.5%	40.8%	40.5%	41.8%
음료사업부	35.4%	36.5%	37.7%	36.5%	36.9%	38.2%	38.2%	37.6%	35.9%	36.6%	37.8%
주류사업부	41.7%	39.8%	41.3%	39.6%	42.3%	41.7%	42.9%	41.0%	41.3%	40.6%	42.0%
영업이익	36.6	47.7	51.2	14.7	39.1	52.6	57.5	20.7	175.2	150.2	169.9
음료사업부	13.4	28.0	33.5	3.0	14.3	33.7	43.5	4.1	66.7	77.9	95.6
주류사업부	23.5	17.1	15.5	12.2	26.5	21.9	17.6	16.4	88.9	68.3	82.4
기타 및 연결조정	-0.4	2.6	2.3	-0.4	-1.6	-3.0	-3.6	0.2	19.6	4.0	-8.1
영업이익률	7.3%	8.0%	8.3%	3.0%	7.3%	8.0%	8.4%	4.1%	8.4%	6.8%	7.1%
음료사업부	4.1%	6.6%	7.4%	0.9%	4.1%	7.2%	8.8%	1.2%	4.7%	5.1%	5.8%
주류사업부	11.5%	8.2%	7.6%	6.4%	12.3%	9.6%	7.5%	8.2%	11.3%	8.5%	9.4%
세전이익	29.5	42.1	41.8	8.4	30.2	43.9	50.1	12.3	132.6	121.7	136.4
% of sales	5.9%	7.1%	6.8%	1.7%	5.6%	6.7%	7.3%	2.4%	6.4%	5.5%	5.7%
순이익	21.2	28.4	26.0	7.3	21.1	30.6	35.0	8.6	77.1	83.0	95.2
% of sales	4.2%	4.8%	4.2%	1.5%	3.9%	4.7%	5.1%	1.7%	3.7%	3.8%	4.0%

주 1. 해외음료는 오더리, 후아방 음료 포함. 주류 기타는 롯데아사히, 와인판매, 충북소주 HUI/ 해외주류는 주류일본, 주류미국

주 2. 2012년 부문별 분기 영업이익은 회계기준 변경 전 영업이익으로 추후 공시될 경우 업데이트 예정

자료: 롯데칠성, HMC투자증권

〈그림1〉 국내주류(별도기준) 매출회복 전망



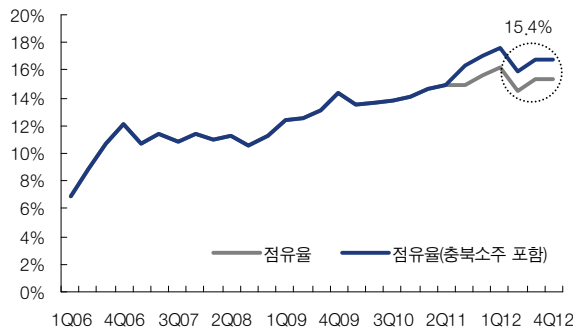
자료 : 롯데칠성, HMC투자증권

〈그림3〉 미국 오렌지 농축액 가격추이



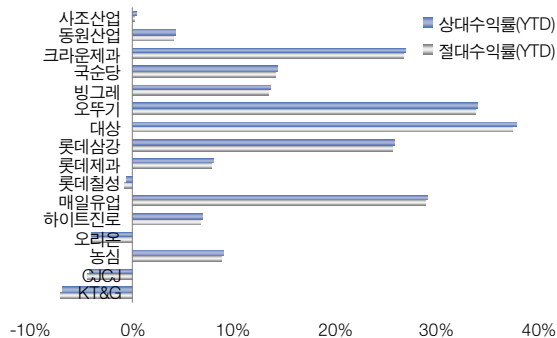
자료 : 롯데칠성, HMC투자증권

〈그림5〉 소주 점유율 정체국면



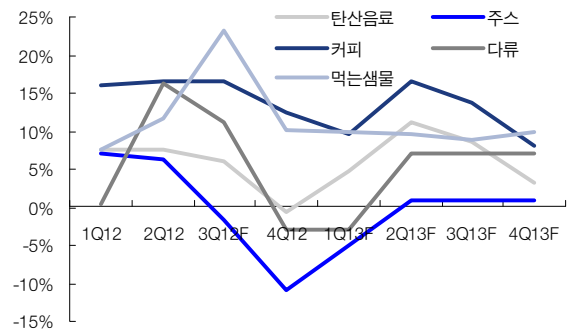
자료 : 롯데칠성, HMC투자증권

〈그림7〉 주요 음식료 업체 연초대비 주가 수익률 비교



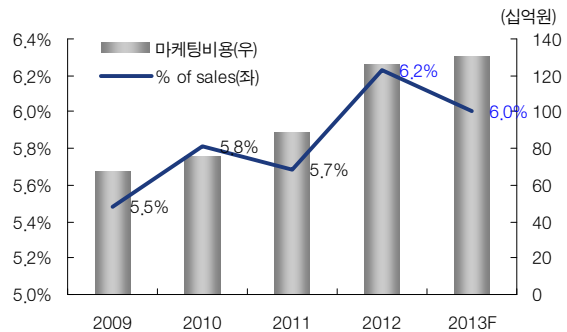
자료 : DataGuide, HMC투자증권

〈그림2〉 카테고리별 음료매출(별도기준) 추이 및 전망



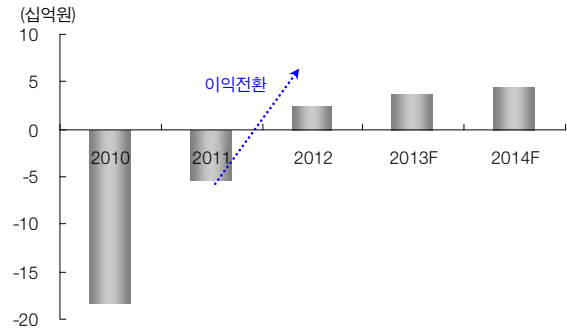
자료 : 롯데칠성, HMC투자증권

〈그림4〉 13년 마케팅비용 매출대비 비중 축소 예상



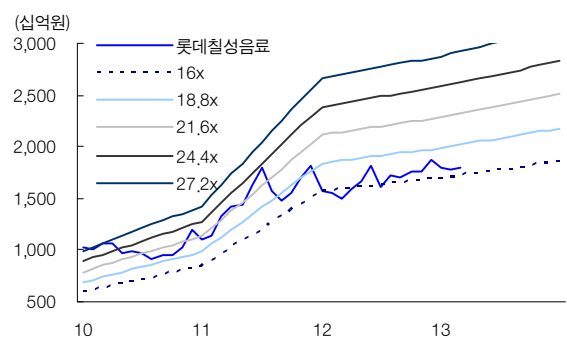
자료 : 롯데칠성, HMC투자증권

〈그림6〉 롯데칠성 지분법 손익 추이 및 전망



자료 : 롯데칠성, HMC투자증권

〈그림8〉 롯데칠성음료 Historical PBR Band 추이



자료 : DataGuide, HMC투자증권

〈표2〉 롯데칠성의 Sum-of-the-parts Valuation

(십억원 원 %)	기업가치	주당가치	Valuation tool
영업가치(A)	2,058.0	1,663,400	
음료사업부	1,261.2	1,019,400	13년 EBITDA에 Target multiple 7.1배 적용(Global Peers 20% 할인)
주류사업부	796.8	644,000	13년 EBITDA에 Target multiple 7.5배 적용(Global Peers 20% 할인)
비영업가치(B)	960.2	776,100	
관계기업투자	57.7	46,600	장부가 50% 할인
시장성 있는 투자유가증권	333.0	269,200	롯데쇼핑 등 보유지분 40% 할인
시장성 없는 투자유가증권	131.9	106,600	롯데건설 등 보유지분 40% 할인
서초동 부지	437.6	353,700	서초동 부지 세후 처분가치
총기업가치(C=A+B)	3,018.2	2,439,500	
순차입금(D)	596.1	481,800	순차입금
우선주사기총액(E)	40.8	33,000	시가기준
비지배지분(F)	3.9	3,200	
롯데칠성 Fair Value(F=C-D-E-F)	2,377.4	1,920,000	
현재가		1,504,000	
Upside/downside 여력		27.7%	

자료: HMC투자증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	2,055	2,087	2,199	2,385	2,551
증가율 (%)	57.9	1.6	5.3	8.5	6.9
매출원가	1,249	1,235	1,308	1,387	1,483
매출원가율 (%)	60.8	59.2	59.5	58.2	58.1
매출총이익	806	852	891	998	1,068
매출이익률 (%)	39.2	40.8	40.5	41.8	41.9
증가율 (%)	65.5	5.7	4.5	12.0	7.0
판매관리비	682	676	741	828	878
판매비율(%)	33.2	32.4	33.7	34.7	34.4
EBITDA	234	263	257	285	311
EBITDA 이익률 (%)	11.4	12.6	11.7	12.0	12.2
증가율 (%)	74.2	12.7	-2.4	10.9	9.2
영업이익	124	176	150	170	190
영업이익률 (%)	6.0	8.4	6.8	7.1	7.4
증가율 (%)	102.6	41.9	-14.6	13.1	11.7
영업외손익	-36	-28	-31	-37	-44
금융수익	22	16	17	19	20
금융비용	37	44	39	43	54
기타영업외손익	-21	0	-10	-13	-10
종속/관계기업관련손익	-20	-5	2	4	5
세전계속사업이익	68	133	122	136	150
세전계속사업이익률 (%)	3.3	6.4	5.5	5.7	5.9
증가율 (%)	192.7	94.4	-8.2	12.1	10.2
법인세비용	28	56	39	41	39
계속사업이익	37	77	83	95	111
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	37	77	83	95	111
당기순이익률 (%)	1.8	3.7	3.8	4.0	4.4
증가율 (%)	367.1	108.9	7.7	14.7	16.7
지배주주지분 순이익	37	77	83	95	111
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-117	-18	5	6
총포괄이익	0	-40	65	101	117

(단위:십억원)					
현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	152	206	217	229	245
당기순이익	37	77	83	95	111
유형자산 상각비	89	77	86	94	100
무형자산 상각비	21	21	21	21	21
외환손익	14	11	-5	-3	-7
운전자본의 감소(증가)	-52	-34	35	25	24
기타	44	54	-2	-4	-5
투자활동으로인한현금흐름	-48	-167	-282	-382	-319
투자자산의 감소(증가)	208	16	-62	-62	-54
유형자산의 감소	7	3	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-140	-114	-140	-310	-260
기타	-123	-72	-80	-10	-5
재무활동으로인한현금흐름	29	-49	53	258	43
차입금의 증가(감소)	142	-132	0	-20	0
사채의증가(감소)	27	-197	310	164	58
자본의 증가	0	-244	0	0	0
배당금	-3	-3	-4	-4	-4
기타	-136	527	-253	118	-12
기타현금흐름	-81	1	0	0	0
현금의증가(감소)	52	-8	-12	105	-31
기초현금	56	103	95	82	188
기말현금	109	95	82	188	157

(단위:십억원)					
재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	692	680	686	843	857
현금성자산	109	95	82	188	157
단기투자자산	39	59	144	156	167
매출채권	265	256	227	246	263
채고자산	213	222	183	199	213
기타유동자산	66	48	50	54	58
비유동자산	3,074	2,920	3,000	3,267	3,470
유형자산	1,733	1,511	1,565	1,782	1,942
무형자산	410	392	372	351	330
투자자산	888	872	918	989	1,063
기타비유동자산	43	145	145	145	145
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,766	3,599	3,687	4,110	4,327
유동부채	630	907	587	740	759
단기차입금	46	47	87	120	100
매입채무	257	235	337	365	391
유동성장기부채	50	348	56	142	150
기타유동부채	277	277	108	113	119
비유동부채	880	548	895	1,069	1,154
사채	401	204	514	678	736
장기차입금	150	20	20	0	0
장기금융부채 (리스포함)	3	0	0	0	0
기타비유동부채	326	323	360	391	418
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,510	1,455	1,482	1,809	1,914
지배주주지분	2,141	2,140	2,201	2,297	2,410
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	257	13	13	13	13
자본조정 등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	987	452	434	439	445
이익잉여금	891	1,669	1,748	1,839	1,947
비지배주주지분	115	4	4	4	4
자본총계	2,256	2,144	2,205	2,301	2,414

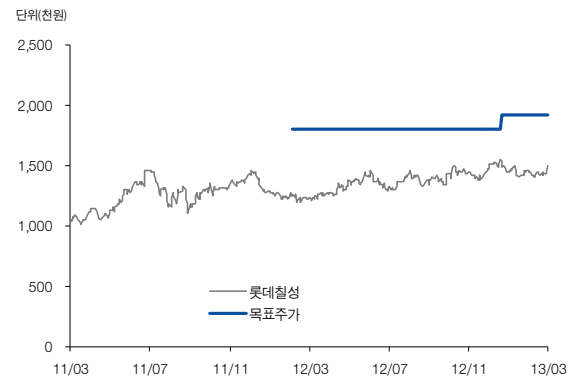
(단위: 원배,%)					
주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	29,588	62,005	66,774	76,637	89,491
EPS(지배순이익 기준)	29,507	61,843	66,855	76,718	89,572
BPS(자본총계 기준)	1,360,575	1,290,936	1,350,479	1,436,846	1,535,372
BPS(지배자본 기준)	1,275,534	1,287,841	1,347,531	1,433,972	1,532,572
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
PER(당기순이익 기준)	32.4	23.6	22.7	19.6	16.8
PER(지배순이익 기준)	32.5	23.7	22.7	19.6	16.8
PBR(자본총계 기준)	0.7	1.1	1.1	1.0	1.0
PBR(지배자본 기준)	0.8	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(Reported)	7.9	8.8	9.2	8.5	8.0
배당수익률	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	384.5	109.9	7.6	14.8	16.8
EPS(지배순이익 기준)	325.2	110.0	8.1	14.8	16.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	1.7	3.5	3.8	4.2	4.7
ROE(지배순이익 기준)	1.8	3.6	3.8	4.2	4.7
ROA	1.1	2.1	2.3	2.4	2.6
안정성 (%)					
부채비율	66.9	67.9	67.2	78.6	79.3
순차입금비율	22.3	21.8	20.5	25.9	27.5
이자보상배율	3.9	5.6	5.0	4.5	4.2

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결 기준

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	일 자	투자 의견	목표주가
12/03/02	BUY	1,800,000			
12/03/08	BUY	—			
12/03/16	BUY	1,800,000			
12/06/15	BUY	1,800,000			
12/07/18	BUY	1,800,000			
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			

▶ 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.