

롯데칠성(005300)

매수(유지)

목표주가: 2,250,000원(하향)

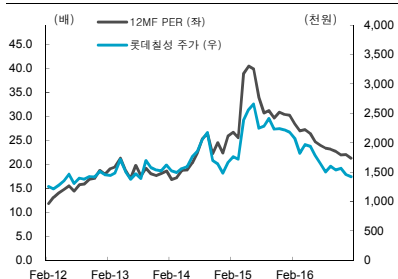
Stock Data

KOSPI(1/16)	2,064
주가(1/16)	1,422,000
시가총액(십억원)	1,759
발행주식수(백만)	1
52주 최고/최저가(원)	2,400,000/1,385,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,518
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.8/17.5
주요주주(%)	신영호 외 8인 54.2
	국민연금 10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.6)	(15.7)	(38.8)
상대주가(%p)	(6.7)	(18.0)	(48.6)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

4Q16 Preview: 주가는 상상하는 악재를 대부분 반영했다

4분기 실적 컨센서스 하회 예상

4분기 연결 매출액은 전년동기대비 3.3% 증가한 5,327억원, 영업이익은 36.8% 증가한 56억원을 기록해 영업이익 기준으로 컨센서스인 77억원을 하회할 것으로 예상된다. 실적이 부진한 이유는 재료비 하락 효과가 마무리돼 수익성 개선이 더뎠던 탓이다. 음료 매출액은 전년동기대비 5% 증가해 우호적 기후로 전년동기대비 8.2% 증가했던 전분기에 비해서는 성장률이 둔화됐다. 하지만 주류 매출액이 전년동기와 유사한 점은 고무적이다. 2016년 2분기와 3분기에는 순하리로 인한 높은 기저 부담과 이상 고온에 따른 맥주시장 침체의 영향으로 주류 매출액이 전년동기대비 각각 9.9%, 4.2% 감소했었다. 품목별로 보면 탄산음료 매출액은 3%, 생수는 10% 이상, 커피음료는 5% 성장이 예상된다. 맥주 매출액은 200억원대 초반으로 전년동기와 유사하고, 위스키/청주 등 기타 주류가 -3%로 근래 들어 가장 낮은 감소폭을 보일 것이다. 소주 매출액은 가격 인상에도 불구하고 전년동기의 가격 인상 전 가수요 부담으로 성장이 없을 것이다. 한편 영업외수지는 실적이 부진한 중국법인 관련 손실로 전년동기와 같이 적자폭이 클 전망이다.

목표주가 2,250,000원으로 하향하나, 주가는 이미 바닥에 근접

동사에 대한 목표주가를 2,500,000원에서 2,250,000원으로 10% 하향한다. 소비 침체로 판매 촉진을 위한 마케팅비 부담이 커지는 것과 금리 상승 위험을 감안해 DCF로 평가한 영업가치를 하향했다. 서초동부지의 가치도 보수적인 관점에서 개발 시점을 2020년에서 2021년으로 연기해 축소시켰다. 목표주가를 하향하지만 주가가 이미 하락해 있어 매수 메리트는 더 커졌다고 판단된다. 2017년 예상 PER은 20.1배로 6년내 최저 수준으로 하락했다. 서초동부지 및 롯데쇼핑(지분율 4%)과 같은 계열사 지분 등 비영업용자산의 가치가 매우 큼에도 불구하고 주가는 처음으로 Global peers의 PER 평균인 21.4배보다도 낮게 하락했다.

악재가 해소되는 구간

주가를 누르는 요인은 1) 제 2 맥주 공장에 대한 대규모 투자 부담(CAPEX 약 6천억원), 2) 6월 완공 이후 맥주 마케팅비 증가 우려, 그리고 3) 지배구조 개선 지연 등이 있다. 앞으로는 이러한 우려가 제거될 것이다. 2분기내에 대형 투자가 끝나 FCF 개선세로 반전하고, 맥주부문도 마케팅비가 우리의 가정치인 600억원 규모로 쓰인다면 적자폭이 지난해보다 늘기 어렵다. 올해 예상되는 맥주 매출액이 1,634억원이므로 600억원의 마케팅비는 이미 충분히 보수적인 가정이라 판단한다. 또한 최대 경쟁사인 코카콜라음료가 지난해 11월에 음료가격을 올렸기 때문에 1분기내로 동사도 이에 동참할 확률이 높다. 음료가격이

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	2,184	93	19	13,754	(81.5)	216	108.0	12.4	0.9	0.8	0.3
2015A	2,299	143	100	73,389	433.6	276	30.2	13.2	1.3	4.3	0.4
2016F	2,370	151	82	60,365	(17.7)	313	24.2	9.3	0.8	3.5	0.6
2017F	2,549	161	96	70,833	17.3	365	20.1	8.2	0.8	4.0	0.7
2018F	2,754	197	124	91,308	28.9	420	15.6	6.5	0.8	5.0	0.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

경쟁사와 유사하게 평균 2% 정도 오르면, 이로 인한 EPS(2016년 EPS 기준) 개선 효과는 20%에 다다를 것이다. 대부분의 우려가 충분히 반영된 상태로 적극적인 저가 매수를 권고한다.

〈표 1〉 4분기 연결 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	4Q16F	4Q15	YoY	3Q16	QoQ	Consensus	차이
매출액	532.7	515.7	3.3	665.9	(20.0)	529.8	0.5
매출총이익	215.5	213.5	0.9	295.0	(27.0)		
판매비	209.9	208.3	0.8	238.6	(12.0)		
영업이익	5.6	4.1	36.8	56.4	(90.1)	7.7	(26.7)
세전이익	(18.1)	(23.6)	23.1	48.9	(137.1)	(1.4)	(1,240.4)
지배주주순이익	(12.6)	(21.8)	42.1	39.2	(132.2)	(2.1)	(492.5)
매출원가율	59.5	58.6		55.7			
판매비율	39.4	40.4		35.8			
영업이익률	1.1	0.8		8.5		1.4	
세전이익률	(3.4)	(4.6)		7.3		(0.3)	
지배주주순이익률	(2.4)	(4.2)		5.9		(0.4)	

자료: Quantiwise, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)

	2016F			2017F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	2,380	2,370	(0.4)	2,561	2,549	(0.5)
지배주주순이익	92	82	(10.9)	104	96	(7.5)

자료: 한국투자증권

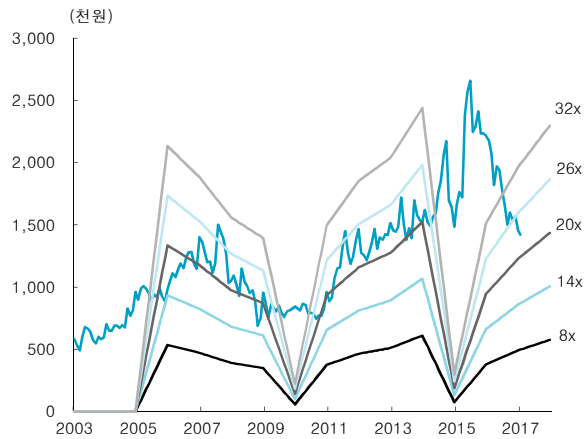
〈표 3〉 SOTP valuation

(단위: 십억원, 원)

	지분가치	주당지분가치	평가 방법
영업가치(A)	3,162	2,555,962	DCF(WACC 6.6%, ROIC 6.6%, g 2%)
비영업가치(B)	1,245	1,006,180	
투자유가증권	436	352,435	
Pepsi-Cola Philippines	78	63,024	시가 적용 후 30% 할인
상장투자주식	254	205,227	시가 적용 후 30% 할인
비상장투자주식	104	84,183	장부가 적용 후 50% 할인
서초동부지	809	653,745	2021년 분양 가정해 산출한 현금 유입액 현가의 50%
순차입금(C)	845	682,644	3Q16
우선주(D)	82	66,149	시가
계(A+B-C-D)	3,481	2,813,348	
할인율	20%	20%	
목표가치	2,785	2,250,678	

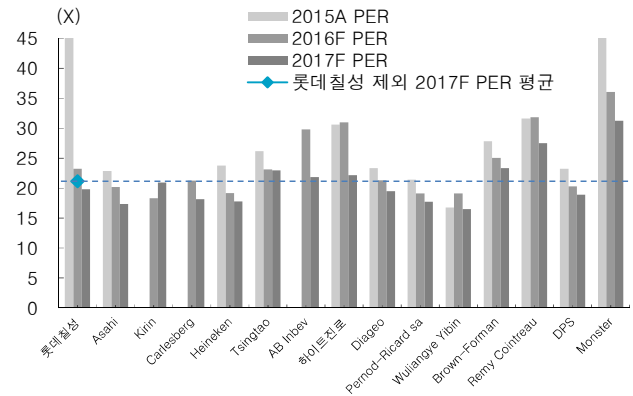
자료: Bloomberg, KRX, 한국투자증권

[그림 1] 수정 PER 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] Global Peer와의 PER 비교



주: 롯데칠성은 수정 PER 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

롯데칠성음료는 탄산음료 및 주스 등의 음료 제품 및 소주 등의 주류 제품을 보유한 종합음료회사이다. 주요 제품으로는 칠성사이다, 레쓰비, 써니텐, 처음처럼 등이 있으며 국내 음료업계 1위 업체로서 확고한 브랜드력을 자랑한다. 자회사로는 씨에이치음료, 총복소주 등이 있으며 필리핀 펄시 지분 38.9% 보유로 동남아시아에도 진출해있다

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	832	955	1,007	1,002	1,041
현금성자산	108	203	232	204	242
매출채권및기타채권	245	246	249	255	262
재고자산	262	241	244	255	220
비유동자산	3,268	3,427	3,727	4,074	4,009
투자자산	825	885	929	1,025	950
유형자산	1,854	1,988	2,226	2,434	2,395
무형자산	411	378	389	419	452
자산총계	4,100	4,382	4,735	5,075	5,050
유동부채	1,012	837	877	921	965
매입채무및기타채무	477	511	527	566	612
단기차입금및단기사채	105	179	199	199	199
유동성장기부채	420	106	106	106	106
비유동부채	771	1,182	1,446	1,676	1,508
사채	382	744	959	1,109	909
장기차입금및금융부채	71	119	158	158	158
부채총계	1,783	2,019	2,323	2,597	2,473
지배주주지분	2,274	2,336	2,383	2,449	2,545
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	21	21	21	21	21
기타자본	(35)	(42)	(42)	(42)	(42)
이익잉여금	1,878	1,964	2,033	2,116	2,225
비지배주주지분	43	26	28	30	33
자본총계	2,317	2,363	2,411	2,479	2,577

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	145	275	269	406	445
당기순이익	21	100	84	98	126
유형자산감가상각비	100	110	139	179	196
무형자산상각비	23	23	23	25	27
자산부채변동	(45)	5	25	106	99
기타	46	37	(2)	(2)	(3)
투자활동현금흐름	(387)	(329)	(499)	(569)	(190)
유형자산투자	(294)	(259)	(377)	(387)	(158)
유형자산매각	6	5	0	0	0
투자자산순증	(105)	(68)	(62)	(106)	70
무형자산순증	(1)	(0)	(35)	(54)	(61)
기타	7	(7)	(25)	(22)	(41)
재무활동현금흐름	231	149	259	135	(217)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	252	154	274	150	(200)
배당금지급	(6)	(8)	(12)	(13)	(13)
기타	(15)	3	(3)	(2)	(4)
기타현금흐름	(1)	(0)	0	0	0
현금의증가	(12)	95	29	(28)	38

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	2,184	2,299	2,370	2,549	2,754
매출원가	1,271	1,318	1,345	1,438	1,538
매출총이익	913	981	1,025	1,112	1,216
판매관리비	820	838	875	950	1,019
영업이익	93	143	151	161	197
금융수익	14	17	17	18	18
이자수익	3	4	4	4	5
금융비용	56	35	36	41	41
이자비용	28	25	26	31	30
기타영업외손익	(19)	(25)	(23)	(13)	(14)
관계기업관련손익	0	(1)	4	7	9
세전계속사업이익	32	98	112	132	170
법인세비용	19	37	29	34	43
연결당기순이익	21	100	84	98	126
지배주주지분순이익	19	100	82	96	124
기타포괄이익	(155)	(28)	(22)	(18)	(14)
총포괄이익	(134)	73	62	80	112
지배주주지분포괄이익	(135)	76	60	79	110
EBITDA	216	276	313	365	420

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	13,754	73,389	60,365	70,833	91,308
BPS	1,675,276	1,721,282	1,756,056	1,804,248	1,874,988
DPS	4,900	9,200	9,400	9,600	10,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(1.4)	5.3	3.1	7.6	8.0
영업이익증가율	(46.1)	53.6	5.5	7.0	22.2
순이익증가율	(81.5)	433.3	(17.8)	17.3	28.9
EPS증가율	(81.5)	433.6	(17.7)	17.3	28.9
EBITDA증가율	(23.1)	28.1	13.3	16.8	15.1
수익성(%)					
영업이익률	4.3	6.2	6.4	6.3	7.2
순이익률	0.9	4.3	3.5	3.8	4.5
EBITDA Margin	9.9	12.0	13.2	14.3	15.3
ROA	0.5	2.4	1.8	2.0	2.5
ROE	0.8	4.3	3.5	4.0	5.0
배당수익률	0.3	0.4	0.6	0.7	0.7
배당성향	35.6	12.5	15.6	13.6	11.0
안정성					
순차입금(십억원)	723	752	978	1,138	873
차입금/자본총계비율(%)	42.2	48.6	59.0	63.1	52.9
Valuation(X)					
PER	108.0	30.2	24.2	20.1	15.6
PBR	0.9	1.3	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	12.4	13.2	9.3	8.2	6.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
롯데칠성(005300)	2015.02.06	매수	2,500,000 원
	2015.04.17	매수	2,800,000 원
	2015.07.24	매수	3,100,000 원
	2016.11.04	매수	2,500,000 원
	2017.01.16	매수	2,250,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 1월 16일 현재 롯데칠성 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 롯데칠성 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결정에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.