

롯데제과(280360.KS)

분기 실적개선세 둔화, 모멘텀 여전

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	190,000원(유지)
현재주가(06/22)	144,000원
목표수익률	31.9%

Key Data	2021년 06월 22일
산업분류	음식료
KOSPI	3263.88

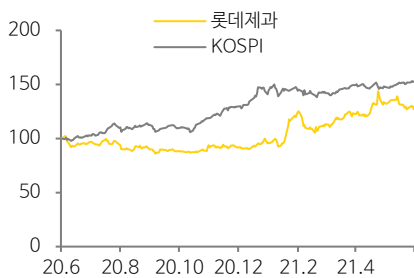
Trading Data

시가총액 (십억원)	924.0
발행주식수 (백만주)	6.4
외국인 지분율 (%)	18.1
52주 고가 (원)	165,000
52주 저가 (원)	96,800
60일 거래대금(억원)	19.6

주요주주 지분율(%)

롯데지주(외 11인)	77.0
First Eagle Investment Management 외	5.0

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	(3.3)	38.9	27.9
상대주가	(6.0)	22.3	(23.5)

음식료

Analyst 강지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

2Q21Pre: 국내외 아쉬운 외부환경 속, 차별화된 수익성 개선 지속

롯데제과의 2분기 실적은 연결기준 매출액 5,072억원(yoy +2.1%), 영업이익 309억원(yoy +21.3%, opm 6.1%)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 국내 판촉효율화 및 비용절감에도 주력 건과 매출 감소, 원가 부담 심화 등으로 1분기 호실적 이후 높아진 기대치에 못미칠 것으로 예상된다. 다만 해외의 경우 주력시장 환율 하락, 원가 부담 심화, 인도 코로나 재확산 등의 악재에도 불구하고 전년비 실적 개선이 지속되고 있어 긍정적이다.

세부적으로 **국내**는 1)건과의 경우 주력 품목 시장 회복이 더디고 경쟁사대비 부진한 실적을 기록하며 매출 감소가 예상된다. 2)빙과는 전분기에 이어 신규 채널 성장에 따른 실적 성장이 예상되나 전년도 코로나19 직후 수요 증가에 의한 높은 기저부담과 다소 아쉬운 날씨 영향은 부담요인이다. 3)제빵은 지난해 점포 구조조정으로 인해 수익성 개선과 양산빵 매출 회복이 동시에 이루어지고 있어 긍정적이다. **해외**는 파키스탄, 카자흐스탄, 벨기에, 인도건과/빙과 등 주력시장 매출회복 및 성장이 이루어지고 있으나, 파키스탄과 카자흐스탄은 2분기 각각 원화대비 환율이 각각 yoy -10.5%, -2.5% 평가절하되어 있고 인도는 코로나 재확산으로 인해 그 개선 폭이 둔화될 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 19만원 유지

롯데제과에 대해 투자의견과 목표주가를 기존과 동일하게 유지한다. 목표주가 산출방식은 21년 Fwd EPS에 목표배수 15배를 적용했다. 음식료 평균 목표배수가 15배이고, 경쟁사 대비 낮은 해외비중과 수익성을 감안해 경쟁사 목표배수 20배에서 25%할인 적용했다. 동사의 현재 주가는 21년 실적대비 12배에 불과하다.

롯데제과는 비록 2분기는 높아진 기대치에 다소 못 미치는 실적을 보일지라도 여전히 섹터 내 타 종목대비 높은 수익성 개선을 이어가고 있다. 한편 국내 주력 제품 시장 회복이 이루어질 경우 레버리지가 더욱 커질 것이며 비우호적 외부환경에도 국내외로 실적 개선 여력이 크다는 점에서 여전히 매력적이라 판단한다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,093.0	2,076.0	2,124.0	2,202.6	2,286.6
증감률 YoY	23.5	(0.8)	2.3	3.7	3.8
영업이익	97.3	112.6	140.9	159.8	179.3
영업이익률	4.7	5.4	6.6	7.3	7.8
지배주주순이익	38.1	41.0	79.4	91.0	105.8
EPS(원)	5,948	6,387	12,369	14,176	16,494
EPS 증감률 YoY	167.4	7.4	93.6	14.6	16.4
P/E	25.1	16.0	11.6	10.2	8.7
EV/EBITDA	7.3	5.1	5.3	4.6	4.0
ROE	3.2	3.4	6.4	6.7	7.4
P/B	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6

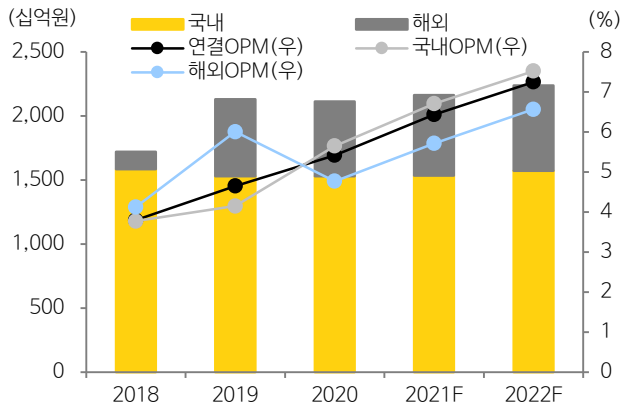
출처: FnGuide, Kakaopay Securities Research

Exhibit 1. 롯데제과 실적테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F
매출액	501.8	497.0	555.9	521.4	508.0	507.2	570.0	538.7	1,694.5	2,093.0	2,076.0	2,124.0
YoY	2.0%	-8.9%	2.9%	1.2%	1.2%	2.1%	2.5%	3.3%	흑전	23.5%	-0.8%	2.3%
1. 국내(별도)	365.9	388.1	414.0	363.2	371.6	386.0	418.2	364.7	1,586.1	1,530.1	1,531.2	1,540.4
YoY	-0.3%	-3.5%	1.5%	2.9%	1.6%	-0.5%	1.0%	0.4%	흑전	-3.5%	0.1%	0.6%
1) 건과	267.4	236.6	251.0	262.3	256.0	229.5	248.5	259.7	1,037.5	1,024.0	1,017.4	993.7
2) 병과	59.5	112.5	119.0	57.0	71.9	115.9	125.0	61.6	331.0	327.9	348.1	374.3
3) 건강	4.9	7.1	7.0	6.9	7.2	5.7	5.6	5.5	13.3	14.5	25.9	40.0
4) 제빵	25.4	23.1	23.6	27.5	26.9	26.5	26.4	28.9	149.5	113.9	99.6	100.0
5) 기타	8.7	8.8	13.4	9.5	9.6	8.4	12.8	9.0	0.0	48.6	38.9	31.2
2. 해외 연결법인	144.8	118.0	150.9	169.0	147.4	132.3	162.8	185.1	134.2	600.0	582.5	627.6
YoY	9.0%	-22.2%	3.2%	-0.1%	1.8%	12.1%	7.9%	9.5%	-76.9%	347.1%	-2.9%	7.7%
1) 카자흐스탄(라하트)	44.8	37.7	43.5	52.3	38.9	39.2	45.2	54.4	189.3	192.8	178.3	177.7
2) 파키스탄(콜슨)	20.0	23.5	21.8	21.4	19.7	24.2	22.5	22.0	103.7	91.9	86.7	88.4
3) 벨기에(길리안)	22.1	10.1	22.5	34.8	21.3	13.1	25.9	38.3	42.2	105.3	89.6	98.6
4) 인도건과	14.4	10.9	16.6	16.3	16.8	12.5	19.1	18.7	67.9	69.8	58.2	67.2
5) 인도빙과(하브모어)	16.6	11.7	16.8	13.7	24.9	18.1	20.2	20.6	90.7	102.0	58.7	83.7
6) 러시아	13.3	10.8	14.5	13.4	11.5	10.0	13.5	12.5	20.6	51.4	52.1	47.5
7) 미얀마	7.3	7.1	7.4	8.2	5.9	7.1	7.4	8.2	0.0	30.2	30.0	28.6
8) 중국청도	3.5	4.7	4.9	5.5	5.4	6.1	5.6	6.3	10.5	15.6	18.5	23.5
9) 싱가포르	2.6	1.5	2.9	3.4	3.1	1.8	3.5	4.1	12.4	10.8	10.3	12.5
3. 조정	-8.9	-9.1	-9.0	-10.8	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-25.8	-37.1	-37.7	-44.0
매출 비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. 국내(별도)	72.9	78.1	74.5	69.7	73.1	76.1	73.4	67.7	93.6	73.1	73.8	72.5
2. 해외 연결법인	28.9	23.7	27.1	32.4	29.0	26.1	28.6	34.4	7.9	28.7	28.1	29.5
3. 조정	-1.8	-1.8	-1.6	-2.1	-2.2	-2.2	-1.9	-2.0	-1.5	-1.8	-1.8	-2.1
영업이익	18.4	25.5	47.8	20.9	25.9	30.9	55.7	28.4	64.4	97.3	112.6	140.9
YoY	21.5%	-7.0%	23.8%	28.8%	41.0%	21.4%	16.6%	35.5%	665.2%	51.2%	15.6%	25.2%
영업이익률	3.7%	5.1%	8.6%	4.0%	5.1%	6.1%	9.8%	5.3%	3.8%	4.7%	5.4%	6.6%
1. 국내(별도)	13.8	23.8	35.6	13.3	19.8	26.1	42.2	18.6	59.9	63.5	86.6	106.7
YoY	41.0%	37.7%	21.3%	88.7%	43.5%	9.5%	18.4%	40.0%	흑전	6.0%	36.3%	23.3%
영업이익률	3.8%	6.1%	8.6%	3.7%	5.3%	6.8%	10.1%	5.1%	3.8%	4.2%	5.7%	6.9%
2. 해외 연결법인	7.5	4.3	15.2	10.5	8.9	7.5	16.5	12.6	9.1	49.2	37.4	45.4
YoY	-15.7%	-68.3%	14.5%	-19.2%	18.7%	74.6%	9.0%	19.4%	흑전	440.9%	-24.0%	21.6%
영업이익률	5.2%	3.6%	10.0%	6.2%	6.0%	5.6%	10.1%	6.8%	6.8%	8.2%	6.4%	7.2%
1) 카자흐스탄(라하트)	5.9	5.4	6.5	8.0	3.5	4.7	6.8	8.7	27.8	25.4	25.8	23.7
2) 파키스탄(콜슨)	-0.4	1.6	1.4	1.0	0.4	1.2	1.6	1.0	1.1	0.1	3.6	4.2
3) 벨기에(길리안)	0.7	-2.1	2.1	-1.3	0.9	0.8	2.5	0.0	6.2	5.1	-0.6	4.1
4) 인도건과	-0.4	-0.5	1.5	0.7	0.8	-0.4	1.7	0.8	3.9	2.3	1.3	2.9
5) 인도빙과(하브모어)	-0.8	-2.0	1.3	0.3	3.0	0.7	1.8	0.4	9.6	10.1	-1.2	5.9
6) 러시아	1.9	0.7	1.4	1.1	0.2	0.4	1.3	1.0	4.0	4.9	5.1	2.9
7) 미얀마	0.7	0.9	0.7	0.9	0.1	0.0	0.6	0.7	0.0	2.9	3.1	1.3
8) 중국청도	-0.2	0.1	0.1	0.0	-0.2	0.0	0.2	0.0	-1.6	-0.2	0.0	0.0
9) 싱가포르	0.1	0.0	0.2	0.0	0.2	0.0	0.2	0.0	0.7	0.3	0.3	0.3
3. 조정	-2.9	-2.6	-3.0	-2.8	-2.8	-2.6	-3.0	-2.8	-4.6	-15.4	-11.4	-11.3
영업이익 비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. 국내(별도)	75.1	93.6	74.6	63.6	76.4	84.4	75.7	65.7	93.1	65.3	76.9	75.7
2. 해외 연결법인	40.8	16.8	31.7	50.4	34.3	24.1	29.6	44.3	14.1	50.6	33.2	32.3
3. 조정	-15.9	-10.4	-6.3	-13.6	-10.8	-8.5	-5.4	-10.0	-7.2	-15.8	-10.1	-8.0
순이익	0.1	17.2	27.5	-3.2	15.3	16.2	35.4	14.2	8.4	41.6	41.7	81.2
YoY	-98.5%	13.5%	1.5%	적지	#####	-6.0%	28.6%	흑전	332.2%	394.5%	0.2%	94.6%
순이익률	0.0%	3.5%	5.0%	-0.6%	3.0%	3.2%	6.2%	2.6%	0.5%	2.0%	2.0%	3.8%
지배주주순이익	-0.1	18.2	26.4	-3.5	14.8	15.9	34.7	13.9	9.4	38.1	41.0	79.4
YoY	적전	20.4%	4.3%	적지	흑전	-12.7%	31.7%	흑전	361.9%	306.5%	7.7%	93.6%
순이익률	0.0%	3.7%	4.7%	-0.7%	2.9%	3.1%	6.1%	2.6%	0.6%	1.8%	2.0%	3.7%
시가총액									635.6	959.3	654.5	920.8
PER									67.9	25.2	16.0	11.6

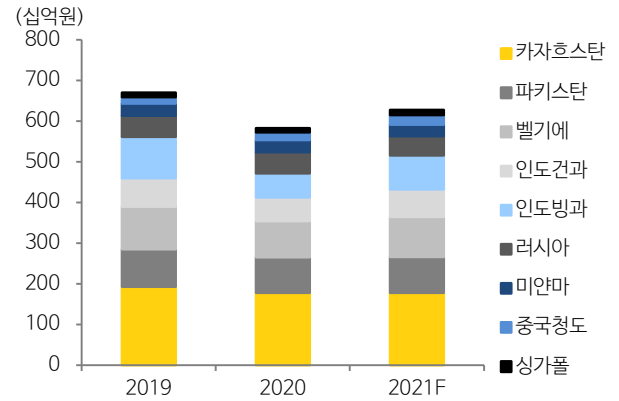
출처: 롯데제과, Kakaopay Securities Research

Exhibit 2. 국내외 연간 실적 추이 및 전망



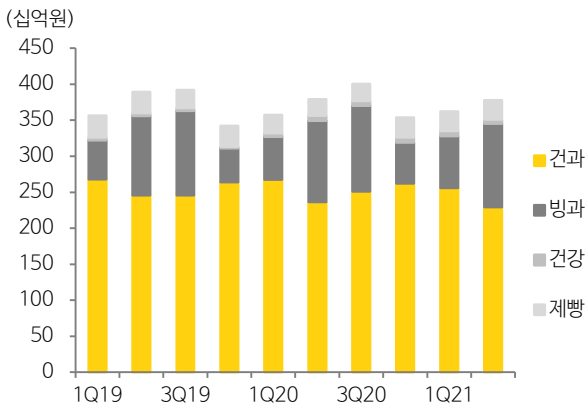
출처: 롯데제과, Kakaopay Securities Research

Exhibit 3. 해외 법인별 연간 매출 실적



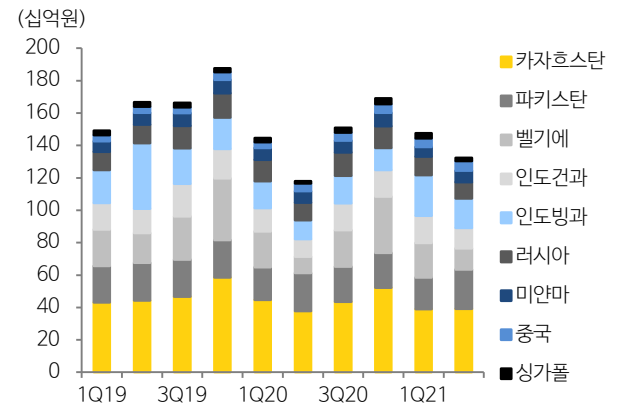
출처: 롯데제과, Kakaopay Securities Research

Exhibit 4. 분기별 국내 실적 추이 및 전망



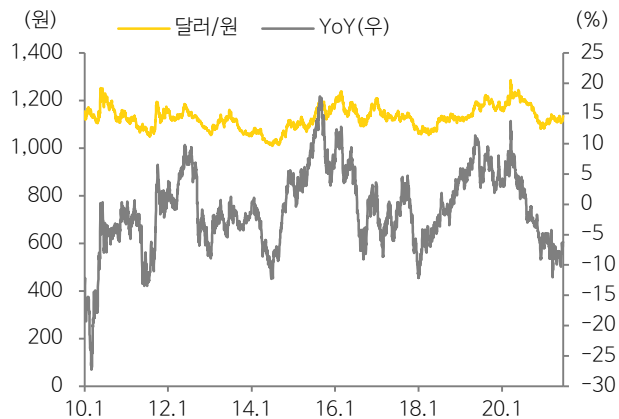
출처: 롯데제과, Kakaopay Securities Research

Exhibit 5. 분기별 해외 실적 추이 및 전망



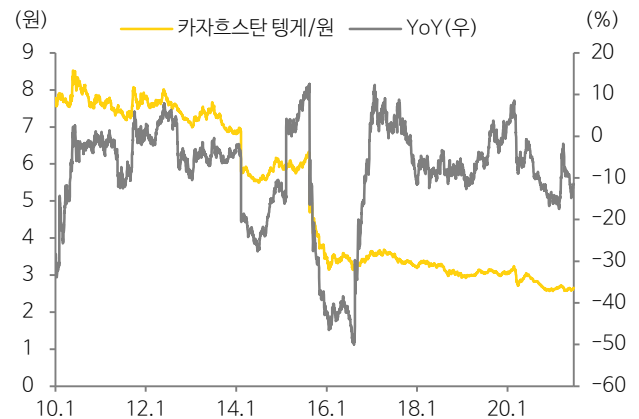
출처: 롯데제과, Kakaopay Securities Research

Exhibit 6. 주요국가 환율(1) 미국



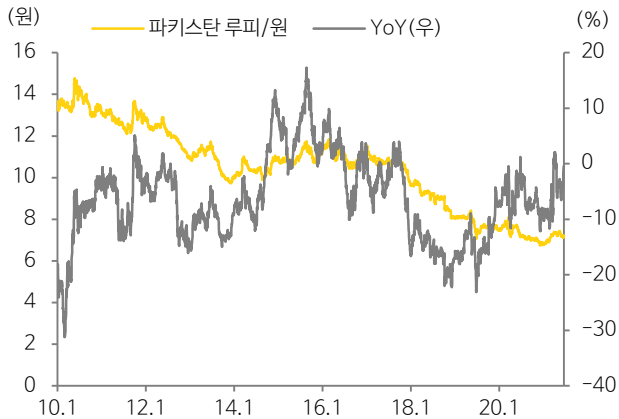
출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 7. 주요국가 환율(2) 카자흐스탄



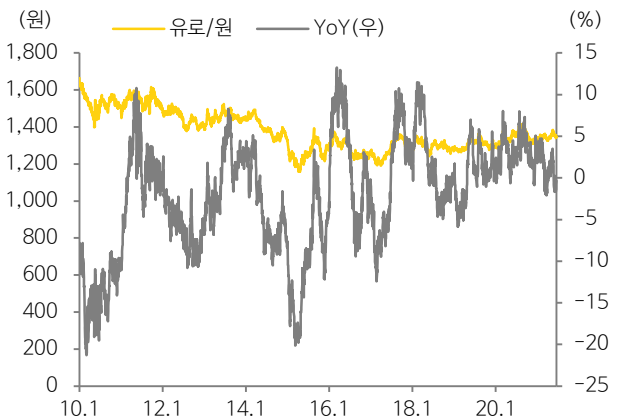
출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 8. 주요국가 환율(3) 파키스탄



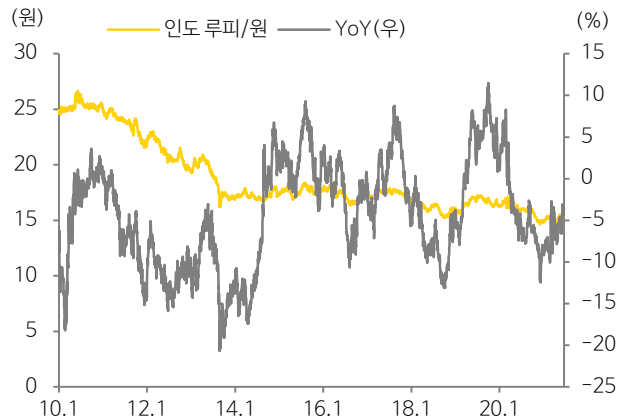
출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 9. 주요국가 환율(4) EU



출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 10. 주요국가 환율(5) 인도



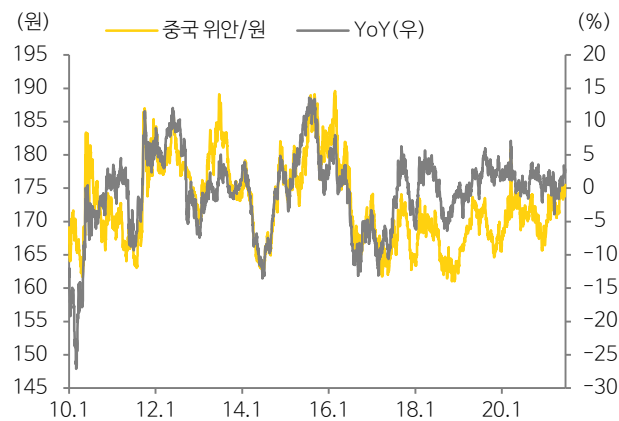
출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 11. 주요국가 환율(6) 러시아



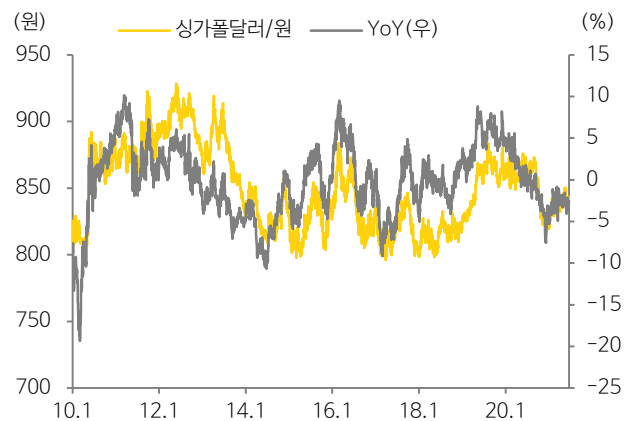
출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 12. 주요국가 환율(7) 중국



출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 13. 주요국가 환율(8) 싱가포르



출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

롯데제과 (280360) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	771.1	830.1	967.0	1,088.3	1,216.7
현금성자산	268.2	354.4	447.7	550.7	659.5
매출채권	234.9	209.4	239.4	247.7	256.7
재고자산	235.1	231.0	243.3	251.8	260.9
비유동자산	1,945.1	1,813.0	1,833.8	1,810.1	1,793.8
투자자산	224.8	210.8	219.4	228.3	237.6
유형자산	1,314.8	1,255.5	1,270.8	1,238.3	1,212.8
무형자산	405.5	346.7	343.6	343.6	343.5
자산총계	2,716.2	2,643.0	2,800.8	2,898.4	3,010.5
유동부채	500.9	508.1	533.3	544.0	555.4
매입채무	163.7	153.0	173.7	179.8	186.2
유동성이자부채	225.4	244.8	244.8	244.8	244.8
비유동부채	914.5	855.0	862.8	870.9	879.3
비유동이자부채	709.1	663.8	663.8	663.8	663.8
부채총계	1,415.4	1,363.1	1,396.1	1,414.9	1,434.6
자본금	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
자본잉여금	1,178.5	1,178.5	1,178.5	1,178.5	1,178.5
이익잉여금	36.1	69.6	138.7	217.5	309.9
자본조정	(8.2)	(64.0)	(8.2)	(8.2)	(8.2)
자기주식	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
자본총계	1,300.8	1,279.9	1,404.7	1,483.5	1,575.9
투하자본	1,967.1	1,832.7	1,864.2	1,840.0	1,823.5
순차입금	666.4	554.1	460.9	357.9	249.1
ROA	1.4	1.5	2.9	3.2	3.6
ROE	3.2	3.4	6.4	6.7	7.4
ROIC	4.1	4.4	5.9	6.7	7.6

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	191.0	158.4	245.6	212.2	223.0
당기순이익	41.6	41.7	81.2	92.8	108.0
자산상각비	124.6	123.5	121.2	120.8	117.0
운전자본증감	(25.9)	8.2	(18.5)	(7.6)	(8.2)
매출채권감소(증가)	5.3	44.7	(30.0)	(8.4)	(8.9)
재고자산감소(증가)	13.1	1.2	(12.3)	(8.5)	(9.1)
매입채무증가(감소)	(10.0)	(13.4)	20.7	6.1	6.5
투자현금	(194.7)	33.3	(143.8)	(98.8)	(102.6)
단기투자자산감소	(40.9)	10.9	(1.7)	(1.8)	(1.9)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(78.7)	(83.9)	(133.1)	(87.9)	(91.2)
유무형자산감소	1.5	13.4	(0.3)	(0.2)	(0.2)
재무현금	17.1	(65.9)	(10.3)	(12.2)	(13.5)
차입금증가	71.4	(18.0)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(9.6)	(8.3)	(10.3)	(12.2)	(13.5)
배당금지급	9.6	8.3	10.3	12.2	13.5
현금 증감	17.6	95.9	91.6	101.2	107.0
총현금흐름(Gross CF)	235.7	249.7	264.1	219.8	231.3
(-) 운전자본증가(감소)	(4.9)	(15.2)	18.5	7.6	8.2
(-) 설비투자	78.7	83.9	133.1	87.9	91.2
(+) 자산매각	1.5	13.4	(0.3)	(0.2)	(0.2)
Free Cash Flow	163.4	194.3	112.1	124.1	131.6
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
잉여현금	163.4	194.3	112.0	124.0	131.5

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,093.0	2,076.0	2,124.0	2,202.6	2,286.6
증가율 (Y-Y,%)	23.5	(0.8)	2.3	3.7	3.8
영업이익	97.3	112.6	140.9	159.8	179.3
증가율 (Y-Y,%)	51.2	15.6	25.2	13.4	12.3
EBITDA	221.9	236.1	262.1	280.5	296.4
영업외손익	(44.7)	(56.6)	(35.2)	(40.0)	(40.0)
순이자수익	(17.4)	(17.9)	(16.1)	(15.7)	(15.4)
외화관련손익	1.0	(0.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
세전계속사업손익	52.6	55.9	105.7	119.8	139.3
당기순이익	41.6	41.7	81.2	92.8	108.0
지배기업당기순이익	38.1	41.0	79.4	91.0	105.8
증가율 (Y-Y,%)	394.5	0.2	94.6	14.3	16.4
NOPLAT	77.0	83.9	108.2	123.8	139.0
(+) Dep	124.6	123.5	121.2	120.8	117.0
(-) 운전자본투자	(4.9)	(15.2)	18.5	7.6	8.2
(-) Capex	78.7	83.9	133.1	87.9	91.2
OpFCF	127.8	138.7	77.8	149.1	156.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	72.5	7.8	1.7	3.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	137.4	29.8	18.0	16.8
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	105.6	20.7	8.1	7.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	177.7	112.9	30.6	37.3
영업이익률(%)	4.7	5.4	6.6	7.3	7.8
EBITDA마진(%)	10.6	11.4	12.3	12.7	13.0
순이익률(%)	2.0	2.0	3.8	4.2	4.7

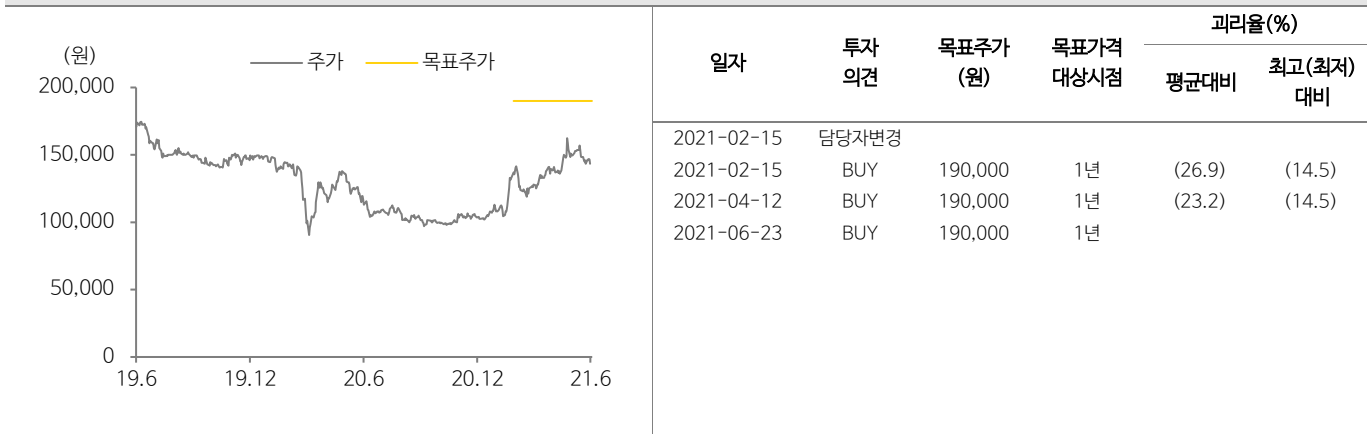
주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	5,948	6,387	12,369	14,176	16,494
BPS	188,501	185,045	204,502	216,778	231,172
DPS	1,300	1,600	1,900	2,100	2,300
Multiples(x,%)					
PER	25.1	16.0	11.6	10.2	8.7
PBR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/ EBITDA	7.3	5.1	5.3	4.6	4.0
배당수익률	0.9	1.6	1.3	1.5	1.6
PCR	4.1	2.6	3.5	4.2	4.0
PSR	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	108.8	106.5	99.4	95.4	91.0
Net debt/Equity	51.2	43.3	32.8	24.1	15.8
Net debt/EBITDA	300.3	234.7	175.9	127.6	84.0
유동비율	153.9	163.4	181.3	200.0	219.1
이자보상배율	5.6	6.3	8.8	10.2	11.7
이자비용/매출액	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
자산구조					
투하자본(%)	80.0	76.4	73.6	70.3	67.0
현금+투자자산(%)	20.0	23.6	26.4	29.7	33.0
자본구조					
차입금(%)	41.8	41.5	39.3	38.0	36.6
자기자본(%)	58.2	58.5	60.7	62.0	63.4

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회계 EPS

투자의견 및 목표주가 변경 추이

롯데제과 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자의견 분류 및 적용기준

기업 (향후 12개월 기준)	매수(Buy) : 기대수익률 15% 이상 중립(Hold) : 기대수익률 $\pm$ 15% 내외 매도(Sell) : 기대수익률 -15% 이하
산업 (향후 12개월 기준)	비중확대(Overweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립(Neutral) : 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소(Underweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

매수(Buy)	중립(Hold)	매도(Sell)
96.8%	3.2%	0.0%

투자등급 비율 (기준일: 2021.03.31)