



일상 속에서 발견한, 식품 제조업의 VIP

동사의 2024E EPS 13,153원에 PER 11.5x를 적용한 151,800원을 1차 목표주가로, 2025E EPS 18,269원에 PER 12.1x를 적용한 220,500원을 2차 목표주가로 제시한다. 우리들의 삶에 깊숙이 침투해있는 식품 제조업 속 롯데웰푸드는 집 근처 편의점에서도 높은 점유율을 몸소 체험할 수 있음에도 불구하고, Peer 대비 현저히 저평가되어있다. 해외 시장 개척이라는 외적 촉매와 기업 체질 개선이라는 내적 촉매가 곧 잠자던 동사의 콧털을 건드려, 폭발적인 주가 상승의 Trigger가 되어줄 것이다.

해외에서도 국내에서도 Well-Food Well-Done

해외법인 8개 해외공장 21개를 보유한 동사는 국내 식품기업이 아니라 글로벌 식품기업이다. 모든 국가에서 매출 성장의 기회는 있지만 인도, 러시아, 카자흐스탄에서의 UPSIDE는 동사를 NEXT-LEVEL로 끌어올려줄 만큼 광활하고 원대하다. 성숙기를 맞이한 국내에서도 동사는 트렌드에 맞는 전략으로 달려가는 성장판을 열어가고 있다. 해외와 국내에서 다 잘하는 기업, 앞으로 더 잘할 것이다. 다 함께 외쳐보자! Hey~ Well Food! Well Done!

훌륭한 CEO의 체질개선 프로젝트로 다이어트 성공

탐라인 만큼 바탐라인도 중요하다. 고질적인 문제였던 낮은 OPM을 뜯어고치기 위해 이영구 CEO가 불현듯 등장하였다. 업계에서 '기업 체질개선' 교관으로 통하는 그는 동사를 위한 맞춤형 PT체조를 준비하였다. 동사의 몸에 지방처럼 덕지덕지 끼어 있던 불필요한 비용과 적자사업을 모두 제거할 생각이다. 훌륭한 경영진과 함께 다이어트를 끝마친 동사의 미래 모습은 등을 돌렸던 투자자들의 마음을 다시 살 만큼 아름답고 황홀할 것이다.

손익계산서	2019	2020	2021	2022	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2023E	2024E	2025E
(단위: 백만 원)												
매출액	3,660,122	3,598,369	3,753,213	4,105,203	919,152	1,056,379	1,103,251	1,026,421	959,597	4,277,384	4,472,361	4,613,900
yoy (%)		-1.7%	4.3%	9.4%						4.2%	4.6%	3.2%
매출원가	2,663,854	2,593,820	2,724,426	3,039,503	695,270	776,070	799,753	768,410	720,113	3,154,249	3,252,901	3,314,717
매출총이익	996,269	1,004,549	1,028,787	1,065,700	223,882	280,309	303,498	258,011	239,484	1,123,134	1,219,461	1,299,183
판매비와관리비	851,869	847,466	881,859	929,544	210,455	234,210	246,273	238,596	220,876	979,311	1,009,568	1,028,597
영업이익	144,400	157,083	146,928	136,156	13,427	46,089	57,225	19,414	18,608	143,823	209,893	270,586
yoy (%)		8.8%	-6.5%	-7.3%						5.6%	45.9%	28.9%
OPM (%)		3.9%	4.4%	3.9%					1.9%	3.4%	4.7%	5.9%
영업외비용	44,685	4,582	85,033	64,188	13,174	-9,792	13,204	47,603	15,939	64,188	54,437	54,437
법인세비용차감전순이익	99,714	152,501	61,896	71,968	254	55,882	44,022	-28,189	2,669	79,635	155,456	216,149
법인세비용	23,014	40,467	24,780	14,345	869	14,700	8,635	-9,859	2,636	17,934	35,448	49,468
당기순이익	79,151	111,955	35,302	57,623	-615	41,182	35,387	-18,330	33	61,701	120,008	166,680
지배기업 소유주지분	75,585	111,215	33,847	63,495	-3,186	31,610			1,067	59,791	116,293	161,521
NPM (%)		2.2%	3.1%	0.9%						1.4%	2.7%	3.6%
자분율 (%)		95.5%	99.3%	95.9%			합병			96.9%	96.9%	96.9%
비지배지분	3,567	740	1,454	-5,872	-843	-1,577			-1,034	1,910	3,715	5,160

Rating

Strong Buy

2025E 목표주가: 220,500 원
2024E 목표주가: 151,800 원
현재주가: 107,000 원
2025E 상승여력: 106%
2024E 상승여력: 43%

12M 주가추이

시가총액 1 조 67 억원



B/S data (1Q23)

자산 총계 4 조 2,729 억원
부채 총계 2 조 1,570 억원
자본 총계 2 조 1,159 억원

Earning data

Consensus PER ('24) 8.19x
Implied PER('24) 8.14x
Consensus EPS ('24) 12,945 원
추정 EPS ('24) 13,153 원

주요 주주

롯데지주(외 16인) 70.14 %
자사주 6.29 %

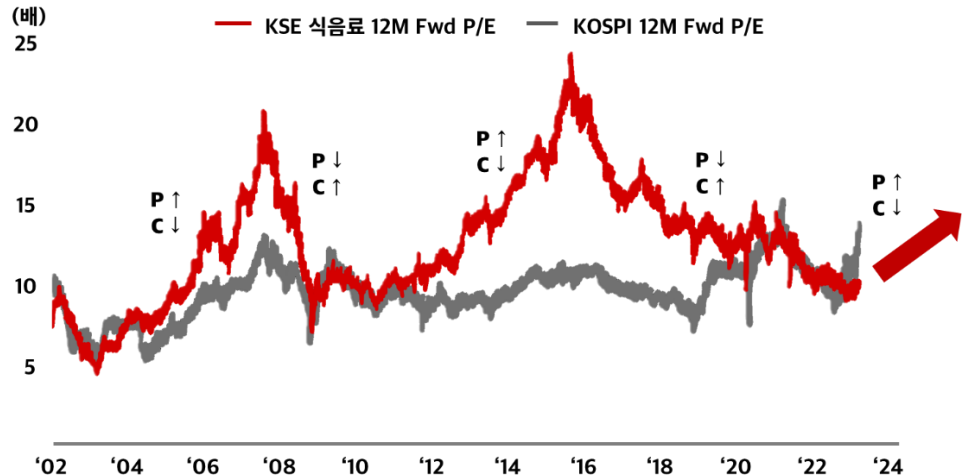
SMIC 5 팀

팀장 46 기 이민주
팀원 46 기 이탁규
46 기 조성주
47 기 나현식
47 기 최유진

CONTENTS

Intro. 음료주에 대한 단상과 가치투자에 대한 소고	03
1. 배도 출출한데, 간식 먹고 할까? - 산업 분석	05
2. 롯데웰푸드, 바로 지금 한 입! - 기업 분석	08
3. 글로벌 종합식품기업, 꿈☆은 이루어진다! - 투자포인트 1	11
4. 동사는 지금, 극한의 다이어트 중! - 투자포인트 2	18
5. 매출 추정	23
6. Valuation - Peer PER Method	27
7. Appendix	31

Intro. 음식료주에 대한 단상과 가치투자에 관한 소고



음식료 업종의 실적과 주가를 결정하는 요소들은 다양하지만, 결국 핵심은 ① P-C 스프레드(가격-원재료비) ② Q(판매량)으로 귀결된다. 그러나 P-C 스프레드의 경우, 대부분의 한국 음식료 기업은 대부분의 원재료를 수입에 의존하고 있어 국제 곡물가와 같은 매크로 요소라는 업황을 너나할 것 없이 공유하게 된다. 실제로 상기 그래프를 보면 알 수 있듯 국내 음식료주 Multiple Premium 여부에 가장 유의미한 영향을 미치는 것은 P-C 스프레드다.

후술하겠지만 현재 P-C 스프레드는 '22년 6월을 기점으로 **중기적으로 천천히 개선되고** 있는 추세이다. 현재 코스피 평균 12M Fwd PER 대비 저평가 상태인 **음식료주의 재평가가 기대되는 국면**인데, P-C 스프레드 업황은 **모든 음식료주가 공유**하므로, 다양한 음식료주 중에서도 개별 업종 주가와 실적 차별의 변수는 결국 기업의 펀더멘털과 역량인, **Q 성장**에 달려 있다는 결론으로 귀결된다.

꾸준히 줄어드는 인구 수와 함께 내수 시장은 장기적으로 축소될 수밖에 없으니 Q 성장성의 한계를 극복하는 방식은 ① **내수 시장 내 M/S 확대 및 신제품 출시** ② **해외 시장으로의 진출**에 달려 있다. 이러한 기준에서 음식료주를 바라본다면 **오리온, 농심**과 같이 꾸준히 신제품을 출시하고, 해외 시장에서 이미 높은 매출 비중을 지닌 기업들이 더욱 투자 매력도가 높아 보일 수 있다.

그러나 높은 영업이익률, 세부적인 항목까지 공시해 주는 친절한 사업보고서 등 투자자들이 관심을 가지고 기업의 펀더멘털을 가늠하기 수월한 종목일수록 **주가는 이미 내재가치에 더욱 가까워질 수밖에** 없고, 투자자들이 창출할 수 있는 알파의 영역은 줄어들게 된다.

따라서 가치투자의 영역으로 진입하기 위해서는 이미 사업보고서에 찍힌 숫자가 아닌, 시장에서 주목하고 있지 않지만, 합리적 인사이트를 통해 추론할 수 있는 **앞으로의 기업의 변화 가능성에서** 투자 기회를 잡아야만 한다. 그리고 본 보고서는, 이러한 관점과 후술할 모든 내용을 종합하여 오늘의 주인공, **'롯데웰푸드'**를 음식료품 섹터 내 숨겨진 보석이자 눈여겨볼 기업으로 제시한다.

동사는 현재 피어 대비 ① **상대적으로 낮은 해외 매출 비중** ② Mid-Single에 약간 못 미치는 **낮은 영업이익률** 등으로 인해 저평가를 받고 있는 실정이나, 본 보고서는 후술할 투자포인트를 통해 동사가 ① **인도를 필두로 해외 매출 비중을 늘려** 나가고 있으며 ② **합병 후 뼈를 깎는 체질개선을** 통해 마진율을 개선해 나갈 것임을 밝힐 것이다.

이에 따라 현재의 사업보고서 상에서 보이는 '저평가 받을만한 기업'이 아닌, 단단해진 이익체력을 바탕으로 **'일 잘 하는 기업'**으로 바뀌어 나갈 **동사의 중기적 미래를 조망**할 것이며, 현재 투자자들의 눈 밖에 밀려난 **'언더독'**이, 조용히 내실을 갈고닦아 투자자들 앞에 **개선된 실적**으로 나타나 Re-rating 받을 높은 가능성을 피력한다.

투자포인트 1을 통해, 식음료주에 사람들이 가장 열광하는 **'해외 매출의 상승세'**에 주목한다. 합병 당시 선언한 동사의 목표가 바로 **'글로벌 식품기업으로의 도약'**이었던 만큼, 동사는 현재 20% 수준인 해외매출 비중을 '27년까지 35% 수준으로 끌어올리겠다고 제시하고 있다. 시장의 반응은 아직 미적지근하지만, 동사 사업보고서 곳곳에는 동사의 말을 **현실로 만들어 줄 새싹들이** 엿보인다.

폭발적으로 Top-Line을 찍어 올리며 CAPA 증설까지 대기 중인, **'이제서야 시작'**인 인도 제과 시장을 필두로 러시아, 카자흐스탄 등의 국가의 성장세에 주목할 것이며, 소비재에서 가장 중요한 **'왜 이 제품을 소비자들이 구매하는가'**를 적극적으로 규명하여, 동사가 그리는 비전이 불확실을 넘어 실제로 도래할 수 있는 미래임을 규명한다. 시간이 지날수록 동사의 해외 매출 비중은 더욱 높아질 것이며, 해외 매출 비중과 함께 동사가 받을 **Re-Rating의 가능성 역시 발맞추어 높아질** 것이다.

투자포인트 2를 통해, **'비용 절감 1타 강사'** 이영구 CEO의 지휘하에 이루어지는 합병 후 뼈를 깎는 체질개선을 통한 **'마진을 개선'**에 주목한다. 일반적으로 음식료 기업의 판관비에서 통제 가능한 변동비적 성격 비용은 광고판촉비, 지급수수료 정도인 만큼, 일반적으로 시장에서는 **원재료 가격 변동**에 크게 집중할 뿐, 기타 비용에 대한 기업의 비용 절감 시도에 대해서는 **상대적으로 둔감하게 반응**한다. 심지어 그 비용 절감이 현재진행형이라면 더더욱 관심도가 낮아진다.

그러나 평균적으로 Mid-Single 수준의 영업이익률, **Low-Single 수준의 순이익률**을 가진 국내 음식료 기업의 특성 상, 성공적 체질개선으로 비용절감을 달성할 수 있다면 **기업의 순이익과 EPS는 매우 큰 폭으로 상승**하게 된다. 현재 동사에서 진행 중인 비용절감의 모범사례, 롯데칠성을 토대로 훌륭한 기수가 지휘하는 동사가 맞이할 개선된 이익률을 미리 살펴보고, 확연하게 상승할 EPS를 바탕으로 멀티플에 곱해져 **주가 상승에 추가적인 알파**를 만들어 줄 **'ZBB'**에 대해 알아보도록 하자.

팀원들과 군대 복무 시절 보급받은, 오리온의 제품이 아닌 **'짹 초코파이'**에 대한 농담을 나누다 알아보기 시작한 종목이지만, 동사에 대한 이해가 깊어질수록 사업보고서의 낮은 숫자에 가려진 동사가 가진 잠재력이 점점 드러났다. 특히, 동사에 대한 투자 Horizon을 길게 보고 가져갈수록, 해외매출 확대와 비용절감의 효과가 더욱 가시화되며, 가치투자자로서 창출할 수 있는 **알파의 값은 제곱으로 커지게 된다.** 해외매출 확대라는 외적 촉매와 극한의 체질개선이라는 내적 촉매는 실적으로 뒤바뀌어 시장이 동사에 주목할 인센티브를 부여할 가능성을 드높인다.

동사는 분명, 단기적인 모멘텀을 활용해 High-Risk & High-Return을 추구하는 스타일의 투자자들에게는 그리 매력적이지 않을 수 있다. 그러나 자신이 기업과 동행할 수 있다면, 경영자가 성장의 마법을 부릴 수 있도록 넉넉한 시간을 투자할 수 있는 사람이라면, 분명 동사는 비록 업계 최고 수준의 **'초고퀄 기업'**은 아닐지라도, **현 시가총액 절반 수준의 현금성자산**이라는 안전마진까지 더해 현 시점 매력적인 종목임에는 확실하다.

현재보다 미래에 더 매력적일 동사, 가치투자의 입문처로 삼아보는 것은 어떨까?

1. 배도 고프는데, 간식이나 먹고 할까요? - 산업 분석

식품 산업은 제조업, 외식업, 유통업으로 나뉜다. 그 중 동사가 속한 식품 제조업을 중심으로, 특성 및 식품제조업의 최근 트렌드를 조망한 후 어떤 기업이 소위 “좀 치는 기업”인지 알아보자.

1.1. 우리가 먹는 간식, 어디서 올까? - 식품제조업에 대해

식품 제조업 정의

식품 제조업은 말그대로 ‘식품을 만드는 산업’으로, 식품의 필수소비재적 성격으로 경기변동에 비탄력적이며, 안정적인 매출세를 만드는 산업이다. 근래 저출산 및 정부 물가 규제 등으로 구조적 성장이 어려운 산업으로 여겨져 왔으나, 최근 해외에서 K-food의 인기는, 그 성장성을 재평가하게 만든다. 해외 성장에 대한 이야기에 앞서, 원활한 이해를 위해 식품 제조업의 ① 높은 진입 장벽, ② 원재료의 높은 수입의존성, ③ 판가(P)의 비가역성의 3가지 특성을 먼저 짚고 넘어가자.

(1) 높은 진입 장벽

식품 제조업 특성 ① 높은 진입장벽

식품 제조업은 대규모 설비 투자가 요구되는 장치산업이며, 규모의 경제를 필요로 해 높은 진입 장벽을 가진다. 또한, 폭넓은 유통망을 확보하여 많은 점포에서 제품을 판매할 수 있는 영업력이 매우 중요하기 때문에 시장이 성숙되어감에 따라 기존 업체들은 규모의 경제 및 탄탄한 유통망을 바탕으로 높은 진입장벽을 형성하고 있고, 따라서 신규 진입이 매우 어렵다.

(2) 원재료의 높은 수입의존성

식품 제조업 특성 ② 원재료 수입의존성

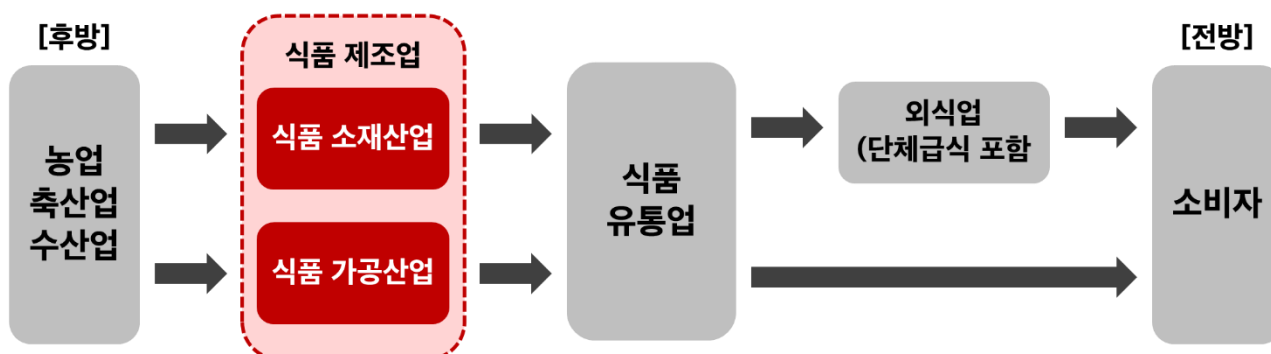
식품 제조업은 대부분 원재료를 해외에서 수입하며, 원재료비가 국제 곡물가 등에 연동된다. 특히, 국제 곡물가는 기후 여건 및 세계 곡물 수급, 에너지 가격 및 해상운임 등 외부적 요인에 영향을 크게 받는다. 또한, 원재료 수입시 대부분 거래가 달러로 이루어지므로, 환율의 영향을 많이 받는다. 일반적으로 환율 상승시 수익성이 악화되나, 해외 매출 비중이 높은 기업은 오히려 수익성이 개선될 수 있다. 이에, 해외 매출 비중이 높은 기업들을 중심으로 실적 안정성이 높아지고 있다.

(3) 판가(P)의 비가역성

식품 제조업 특성 ③ 판가(P) 비가역성

음식료품의 가격(P)은 한 번 인상되면 다시 내리지 않는 비가역적인 특성을 보인다. 판가 책정은 기업의 재량이나, 정부 규제 및 소비자의 가격 저항에 의한 판매 감소 가능성 때문에 주로 원부자재 가격 상승에 의한 생산 비용 증가를 명분으로 판가 인상이 이루어진다. 이후 원자재 가격 등 생산 비용(C)이 다시 감소하면, P-C 스프레드 확장에 의한 수익성 개선이 이루어진다.

그림 1-1. 식품 산업 밸류체인 정리



출처: 농림수산식품부, SMIC 5팀

1.2. Q 성장에 집중! - 최근 식품 제조업 트렌드

중요한 건,
결국 Q 성장!

식품 제조기업의 주요 이익 결정 변수요인인 판매량(Q), 제품/유통판가(P), 그리고 각종 생산 비용(C) 중 판매량(Q)은 가장 중요한 변수요인으로 평가된다. 이는 P나 C는 기업 외부 요인에 영향을 크게 받는 데 반해, Q는 기업 역량에 따라 능동적으로 좌우되기 때문이다. 이에 식품제조업체들은 판매량(Q)의 성장에 주력하고 있고, ① 해외 판매 확대 및 ② 신제품 출시에 주력하고 있다.

(1) 해외 판매 확대

K-Food에 대한 관심,
해외진출 가속화!

식품업체의 해외 진출은 성장이 둔화된 내수 시장을 벗어나기 위한 생존전략으로 시작되었으나, K-Food에 대한 관심이 높아지며 가속화되고 있다. K-food에 대한 관심이 높아지는 이유는 K-콘텐츠 소비 증가가 K-Food 소비로 이어지고 있기 때문이다. K-콘텐츠 소비가 증가하며 한국 문화 전반에 대한 인식 개선이 이루어지고, 한국 영화 및 드라마 속 음식이나 좋아하는 아이돌 가수가 먹는 한식에 대한 관심이 높아지면서 실제 소비로까지 이어지고 있는 것이다.

국내 식품기업
해외 매출액 ↑

K-Food의 위상은 식품기업들의 해외 매출 성장으로 증명되고 있다. 농심은 짜파구리가 '기생충'에 나온 이후 해외 소비가 급증한 바 있고, 삼양식품은 BTS의 불닭볶음면 챌린지 당시 팬들의 소비가 급증하기도 했다. 실제 삼양식품의 해외 매출은 '16년 931억에서 '22년 6,057억으로 성장하며 6년 만에 6배 이상 증가했다. 식품업체의 해외 매출 기여도 또한 매년 증가하여, [그림 1-2.]처럼 주요 음식료 업체의 합산 해외 매출 비중은 '17년 40% 수준에서 '22년 54%로 증가했다.

주요 가공 음식료품
수출 역시 ↑

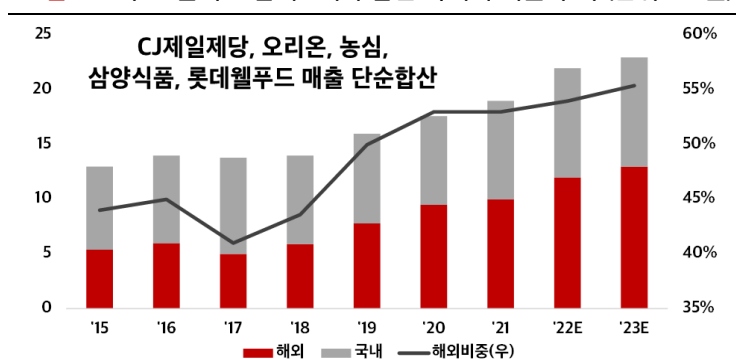
K-Food에 대한 관심은 주요 가공 음식료품 수출 추이에서도 확인할 수 있다. 주요 가공 식품 수출 품목인 5가지 음식료품(면류, 과자류, 음료, 주류, 소스류)의 합산 수출액은 '15~'21년 연평균 10.2% 성장했고, '22년 수출액은 28.3억 달러로 전년 대비 6.1% 증가했다. 또한, 수출 국가도 다변화되면서 농림수산물 식품 수출액 1억 달러 이상 국가는 '22년 17개국으로 전년 대비 2개국 증가했다.

(2) 신제품 출시

Zero 및 고단백 관련
신제품 출시 활발

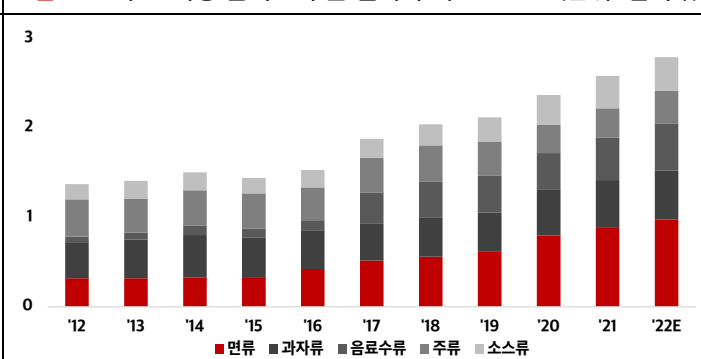
식품제조업체들은 M/S 확대 및 신규 시장 공략을 위해 소비자의 니즈에 맞는 맞춤형 신제품을 출시하고 있다. 특히, 최근의 소비 트렌드는 당류저감 (Zero), 고단백 제품 선호 현상이 나타나고 있는 것이다. 이는 팬데믹 이후 건강에 대한 관심이 높아졌고, SNS 발달로 '바디프로필' 유행 등 헬스 및 다이어트에 대한 관심이 높아졌기 때문이다. 동사가 영위하는 제과 산업에서도 현재 무설탕, 저설탕 과자 및 아이스크림 등이 활발히 출시되며 실제 판매로 이어지고 있다.

그림 1-2. 주요 음식료 업체 5개사 합산 국내외 매출 추이 (단위: 조 원)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 1-3. 주요 가공 음식료 수출 실적 추이 (단위: 십억 \$)



출처: KATI, SMIC 5팀

2. 롯데웰푸드, 지금 바로 한 입! - 기업 분석

2.1. 롯데웰푸드를 소개합니다 - 기업 소개

**롯데(제과+푸드)
롯데웰푸드 탄생!**

동사(前롯데제과)는 한국 롯데그룹의 모태이자 1967년부터 과자류 및 아이스크림 판매 등 제과사업을 영위해 온 국내 대표 제과기업이다. '17년에 동사는 롯데지주(투자부문)과 롯데제과(사업부문)로 인적분할 되었고, '22년 7월 신선식품 및 유제품 등을 판매하던 롯데푸드를 흡수합병하며 종합식품제조사로 거듭나게 되었다. 이때까지 롯데제과의 이름을 그대로 쓰다 '23년 4월 '롯데웰푸드'로 사명이 변경되었다.

**해외 영업 전략,
현지업체 M&A**

동사는 국내 및 해외에 생산 법인을 두고 있으며, 해외 법인들은 주로 현지 업체와의 M&A를 통해 설립되어, 현지 영업망 및 유통망을 그대로 사용하는 전략을 사용하고 있다. 해외 법인은 인도, 카자흐스탄, 벨기에, 러시아, 파키스탄 등 8개국에 위치하고 있으며, 생산 공장은 총 38개로, 국내에 17개(제과 7, 푸드 10), 해외 21개(현재는 전부 제과)가 가동중에 있다.

2.2. 이 과자도 롯데가 만든 거라고? - 주요 제품군 소개

동사 사업부문은 크게 ① 제과 사업부, ② 식품 사업부, ③ 해외 사업부 로 구분된다.

**제과 대표제품
: 가나, 몽쉘, 돼지바**

① 제과 사업부에서는 흔히들 아는 건과(껌, 초콜릿, 과자류 등), 빙과(아이스크림), 빵류를 판매한다. 건과 대표 제품으로는 자일리톨, 말랑카우, 빼빼로, 가나 초콜릿, 초코파이, 몽쉘, 꼬깔콘 등이 있고, 빙과 대표 제품으로 돼지바, 설레임, 월드콘, 나뭇르 등이 있다. 빵류 대표 제품은 디지몬빵, 카스텔라, 패스츄리 등이 있다.

**식품 대표제품
: 파스퇴르, Chefood**

② 식품 사업부에서는 B2B향 유지 및 식자재 등을 판매하는 사업과, B2C향 유제품, 육가공, HMR 등을 판매하는 사업을 하고 있다. B2B향 유지 및 식자재로는 정제유, 버터, 원두, 식품 첨가물 등을 판매하고 있고, B2C향 제품으로는 파스퇴르 우유, 의성마늘햄, Chefood 만두 등이 있다.

**해외 대표제품
: 현지품+제과부문**

③ 해외 사업부에서는 제과 사업부에서 판매하는 제품을 현지화해서 판매하거나, M&A를 통해 인수한 해외 법인들의 대표 제품들을 판매하고 있다. 현재는 주로 유명 제과 제품 위주로만 판매중이나, 식품 사업부에서 판매하는 제품을 제과부문 해외 영업망을 통해 확대 판매할 전망이다.

그림 2-1. 동사 품목별 주요 제품

구분	주요 Line-Up	Brand/제품	제품 사진	구분	주요 Line-Up	Brand/제품	제품 사진
건과	껌, 캔디	자일리톨, 후라보노, 목캔디, 말랑카우		식자재 등	정제유, 쇼트닝, 마가린, 버터 등	정제팜유, 쇼트닝, 마가린, 버터	
	초콜릿, 비스킷	빼빼로, 가나, 빠다코코넛, 마가렛			볶은 커피, RTD 등	원두, 드립, 세트, 캔	
	파이, 스낵	초코파이, 몽쉘, 꼬깔콘, 오징어명품			첨가물, 초콜릿, 가공식품소재	첨가물, 초콜릿, 휘핑크림, 건과	
빙과	바, 캔슬	돼지바, 조스바, 설레임, 빼빼코		파스퇴르	우유, 유제품, 베이비푸드 등	우유, 프로틴음료, 캐변, 야채농장	
	큰, 컵	월드콘, 구구콘, 빵빼레, 더블비안코			육가공	햄, 소시지류, 어육류 등	의성마늘, 롯데햄, 에벤벳득, 로스팜
제빵	홈	구구, 셀렉션, 프라이임, 조안나		HMR	튀김류, 만두류, 패티류 등	통돈가스, 만두, 떡갈비, 카레	
	식빵, 패스트리 등	디지몬빵, 카스텔라, 식빵, 패스츄리					

출처: 동사 IR, SMIC 5팀

2.3. 혹시 거기 대표님이 누구세요? - 경영진 및 사업전략

투자포인트에서 후술하겠지만, 합병 후의 동사는 ① 해외매출 확대 ② 체질개선이라는 두 가지 목표에 기업의 사활을 걸고 있다. 동사의 경영은 현재 **이창엽 대표**와 **이영구 대표**가 공동으로 맡고 있으며, 이창엽 대표는 해외매출 확대 전략에, 이영구 대표는 체질개선 전략의 **'장인'** 그 자체다.

포스트 차석용, 이창엽 대표!

이창엽 대표는 전 LG생활건강의 사업본부장으로, 30년 이상 글로벌 식품기업에서 근무한, **'포스트 차석용'**으로 불리는 인물이다. 차석용 전 대표는 18년간 LG생활건강 대표이사를 역임하며 17년 연속 매출 성장이라는 대기록을 세운 인물로, 이창엽 대표와는 P&G 시절부터 오랜 기간 호흡을 맞춰왔다. 특히나 **M&A의 귀재**라고 불리던 차석용 대표와 함께한 만큼, '22년 7월 동사 합병 후 부임 직후부터 해외 법인에 적극적으로 투자하며 해외매출 확대를 노리고 있다.

인도 700억 투자 및 푸드 부문 수출 확대중

이창엽 대표는 선임 후 첫 행보로 성장성 높은 인도에 **5년간 700억의 투자 집행**을 결정했고, 현재 **23%** 수준인 **해외매출비중**을 '27년까지 **35%**까지 확대할 계획이라 밝혔다. 또한, 롯데제과의 해외 생산/영업망을 이용해 롯데푸드의 식자재 및 식품을 판매할 계획이다. 몽골과 카자흐스탄에선 이미 작년 10월부터 **식자재와 캔햄 판매**를 시작, '23년부터 파키스탄에 **분유 수출**을 확대중이다.

체질개선의 대가, 이영구 대표!

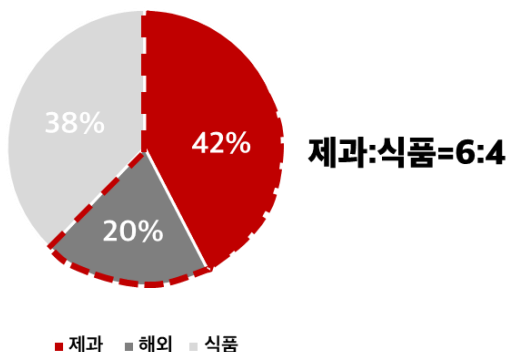
이영구 대표는 전 롯데칠성의 음료 및 주류 사업 총괄대표로, **체질 개선**에 특화된 경영진이다. 이 대표는 '17년 위기의 롯데칠성 음료 부문에 취임해 실적 및 영업이익을 큰 폭으로 개선한 공을 인정받아, 주류부문까지 총괄대표로 선임된 후, 아예 롯데 식품 부문 HQ로 승진한 바 있다. 동사는 이영구 대표를 중심으로 ① **비인기 제품 SKU 축소**, ② **영업소 통폐합**, ③ **공장 통합 및 생산시설 재배치와 물류 거점 통합**을 통한 체질개선에 나설 계획이다. 특히, 롯데제과와 롯데푸드가 중복으로 영위하던 **빙과 사업부가 통합**되면서, 불필요한 경쟁 감소 및 생산 효율성 증대에 따른 이익률 개선이 이루어질 전망이다.

2.4. 매출 & 재무구조 및 배당정책

동사 제과 : 식품 = 6 : 4 해외매출비중 23.6%

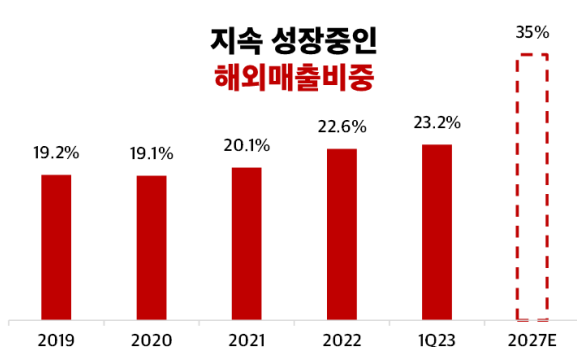
1Q23 기준 사업 부문별 매출 비중은 제과 사업부 **42.4%**, 해외 사업부 **19.7%**, 식품 사업부 **37.9%**이다. 현재 해외 사업부가 주로 제과(건과, 빙과 등)를 판매하고 있으므로, **제과와 식품 매출이 약 6:4** 정도임을 알 수 있다. **해외 매출 비중**은 롯데푸드의 수출 비중이 현저히 낮아, 합병 전후에 노이즈가 발생한다. 따라서, IR 자료를 참고하여 합병 기준으로 과거분을 보정해준 결과, '19년 약 **19.2%**에서 '22년 **22.6%**, 1Q23 기준 **23.6%**까지 올라오며 꾸준한 우상향 추세에 있다.

그림 2-2. 1Q23 기준 동사 사업부별 매출비중 (단위: %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 2-3. 동사 해외매출 비중 추이 (단위: %)



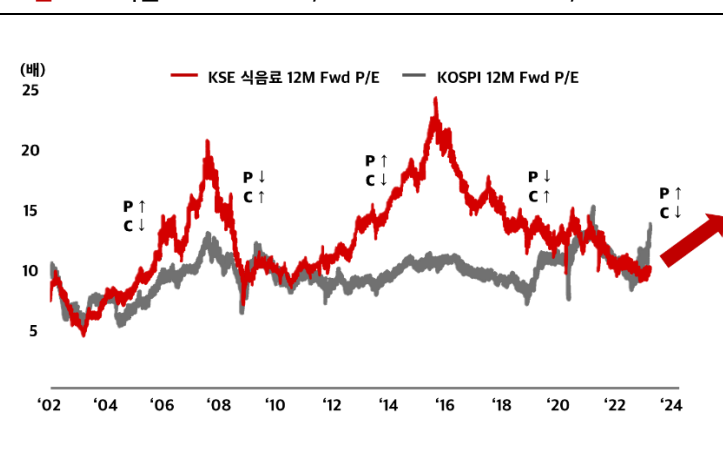
출처: 동사 IR, SMIC 5팀

동사 OPM 하락의 원인

동사 OPM은 1Q23 기준 1.9%다. '19~2Q22의 평균 OPM이 4.3%임을 감안할 때, 평소보다 낮은 수준이다. 이는 ① 원부자재 가격 상승에 의한 영향과 ② 롯데푸드와의 합병으로 인한 착시효과가 복합 작용한 결과다. 원부자재 가격 상승은 식품 제조업체에게 공통으로 적용되는 현상으로, 주요 식품 제조업체들 또한 대부분 OPM이 하락했다. 롯데푸드와의 합병으로 인한 착시는 롯데푸드의 '19~2Q22 평균 OPM이 2.7%로 롯데제과보다 1.6%p 낮은 수준이었음에 기인한다.

동사 재무 비율 및 배당성향

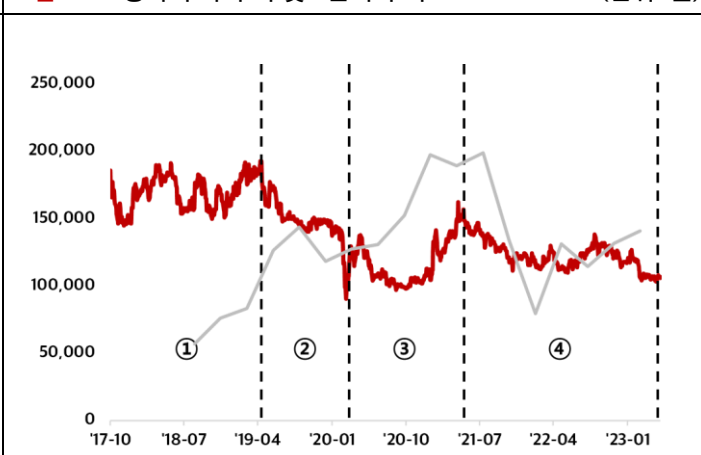
동사 현금 및 현금성자산은 5,145억으로 시가총액의 약 50% 수준이며, 동사 부채비율은 합병 이전 2Q22에 98.8%, 1Q23 기준 101.9%으로 크게 증가하지는 않았다. 유동비율은 1Q23 기준 165.2% 무난한 수준을 보이고 있다. 동사의 배당수익률은 2.15%고, 배당성향은 '19~'21년 평균 25.4% 수준이며, '22년엔 43.2%로 매우 높은 수준을 보이고 있다. 동사 IR에 따르면, 연결 기준 배당성향 30% 수준을 지향함을 명시하였다. 우수한 배당 성향을 바탕으로 창출될 안정적인 미래 현금흐름은 시세차익을 기다리는 시간을 지루하지 않게 만들어 줄 매력적인 투자포인트다.

2.5. 주가 분석**그림 2-4. 식음료 12M Fwd P/E vs KOSPI 12M Fwd P/E**

출처: Quantiwise, SMIC 5팀

그림 2-5. 동사 주가 추이 및 4분기 누적 EPS

(단위: 원)



출처: KRX, 동사 사업보고서, SMIC 5팀

'16년부터 하락해 온 식료품주 멀티플

동사 주가 추이를 살펴보기에 앞서 '16년 이후, 식음료 업체들의 멀티플이 지속적으로 하락해왔음을 이해할 필요가 있다. 특히, 동사는 싸드 배치 이후 중국의 노골적인 보복으로 매출이 급락, 급기야 중국 사업을 전면 철수하는 데 이르기도 했다. 이러한 흐름 속에 동사 주가는 전반적으로 지지 부진했으며, 구체적인 주가 히스토리는 다음과 같다.

① 인적분할 이후 신규상장된 뒤, 주가는 상승과 하락을 반복하며 횡보하였으며, ② 식료품업에 대한 멀티플 하향이 지속되는 가운데 실적이 상승했음에도 주가는 하락하였다. ③ 코로나19 이후, 각국 정부의 유동성 공급정책에 의한 코스피 및 식음료업체의 멀티플 상승과 물가 상승(C)에 의한 판가(P) 인상으로 실적이 상승하면서 주가 또한 상승하였다. ④ EPS 상승에도 불구하고, 가파른 금리 인상으로 인한 KOSPI 및 식음료업체의 멀티플이 다시 하향 추세를 보이며, 주가는 하락하고 있다.

아쉬웠던 과거를 뒤로한 채, 날아오를 동사를 알아보자!

이처럼, 과거 동사는 식료품주에 대한 평가절하 속에서 지속적인 주가 하락을 경험하였다. 그러나, 동일한 상황 속에서도 시장センチ와 무관하게 시장을 아웃퍼폼한 농심이나 오리온 같은 기업들이 있다. 이들 기업의 공통점은 결국 해외매출 성장성과 높은 수익성을 바탕으로 미래 실적에 대한 근거있는 기대감이 있었다는 것이다. 투자포인트에서는 위 2가지 포인트를 모두 갖출 동사의 미래를 그리며, 동사 주가 흐름 또한 앞으로 시장センチ와 무관하게 상승세로 전환될 것임을 보일 것이다.

3. 글로벌 종합식품기업, 꿈☆은 이루어진다! - 투자포인트 1

제과업의 유리천장을 넘지 못하던 롯데제과는 롯데푸드를 만나 '종합식품'기업으로 탈바꿈하였으며, 국내에서 입지를 공고히 한 롯데푸드는 롯데제과를 만나 '글로벌'기업으로 진화 중이다. 퍼즐처럼 정확히 들어맞는 두 기업이 만나 탄생한 동사, 이제 나침반은 맞춰졌다. 앞으로 쪽 달려가보자.

3.1. 한류의 진짜 원조 K-과자, K-아이스크림

해외지사 M&A, 세계적 공급망 구축

동사는 K-팝의 파도가 불기 훨씬 이전부터 글로벌 기업을 꿈꾸고 있었다. 1984년 LA지사 설립으로 해외 시장에 첫 발을 내디뎠다. 그 이후로도 지사 설립과 현지기업 M&A를 통해 꾸준히 무대를 넓혀나갔다. 오랫동안 공들여 공급망을 구축한 결과, 동사는 중국/파키스탄/미얀마/인도/러시아/싱가포르/카자흐스탄/벨기에 8개국에 현지 법인을 두고 있으며 해외 생산공장만 21개에 달한다.

외부 용병 영입, 믿을 수 있어?

이에 안주하지 않고 동사는 해외에서의 영향력을 계속 확대해가려 한다. 그 일환으로 '22년 12월 LG생활건강에서 이창엽 대표이사를 영입하였다. 이 대표는 허쉬 한국법인장, 한국 코카콜라 대표, LG생활건강 미국 자회사 더 에이본컴퍼니 CEO를 지낸 글로벌 소비자 마케팅 전문가로 공채 출신을 우선시하는 롯데그룹의 첫 외부 영입 CEO이다. 동사는 이 대표가 '글로벌 종합식품기업'의 꿈을 이루어 줄 책임자로 판단, 전폭적인 지지로 '27년까지 해외매출을 35%까지 확장시킬 계획이다.

더 높고 더 넓게 성장하는 탑라인

동사와 이 대표가 제시한 제과부문 해외 투자 전략은 '더 높고, 더 넓게'이다. 기존에 진출한 국가에서는 제품 포트폴리오 다각화, 생산CAPA 증설로 탑라인을 높일 것이고 신흥국 위주의 수출에서 탈피하기 위해 유럽, 일본 같은 선진국으로 진출하여 탑라인을 넓힐 것이다.

제과 공급망, 푸드가 탑승 완료~

푸드부문 해외 투자 전략은 '제과 유통망에 푸드 태우기'다. 통합 후 첫 수출 작품에서부터 K-제과에서 K-푸드로 넓혀진 동사 유통망을 감상해볼 수 있다. '22년 동사는 미국 H마트와 냉동 주먹밥 판매 계약을 체결했다. 5천만원으로 규모가 크지 않지만, 이를 계기로 동사는 미국에서의 취급 식품을 넓혀갈 것이다. 지금도 글로벌 Player로 인정받기에 충분하지만, 동사는 안주하지 않는다.

해외 성장판은 한참 열려 있다!

상술한 투자 전략으로 동사는 해외 매출을 꾸준히 증가시켜 나갈 것이다. 그 중에서도 동사의 업사이드를 활짝 열어줄 수 있는 국가는 매출이 폭발적으로 증가하는 인도, 카자흐스탄, 러시아다. 해당 국가들에서 동사 제품이 왜 잘 팔리는지, 탑라인 성장 여력이 얼마나 남아있는지를 규명하여 '글로벌 종합식품기업'이라는 원대한 꿈에 동사가 가까워졌음을 보이겠다.

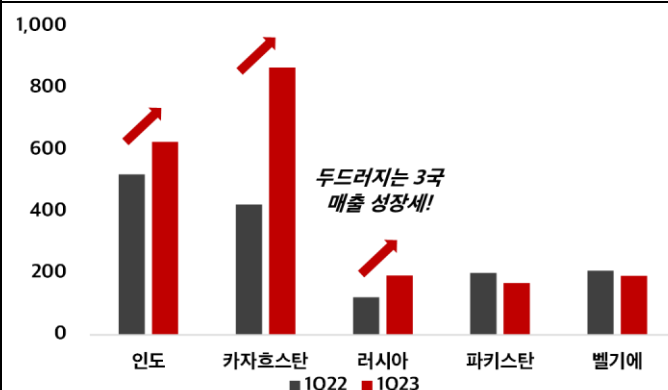
그림 3-1. 현지 법인과 해외 생산공장 분포



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

그림 3-2. 해외 법인 매출액 성장세

(단위: 억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

3.2. All is Well-Food! 나마스떼 인도

인도 건/빙과 모두
폭발적 매출 성장세

동사는 현지 건과, 빙과 기업을 인수하여 인도 시장에 진출하였다. 각 사업부문마다 별도의 법인을 두어 사업을 영위 중이다. 두 법인 모두 인도에서 폭발적인 탑라인 성장세를 보여주고 있다. '22년 기준 인도 건과 매출은 YoY 32%, 인도 빙과 매출은 YoY 63% 증가하였다.

(1) 제삿상에도 올라가는 롯데 Choco-Pie

현지기업 인수,
롯데 India 법인 설립

국내 주요 소비층인 유소년 인구가 감소하자 동사는 '04년에 인도 제과회사 패리스사를 인수하고 롯데 India 법인을 설립하였다. 90년 역사를 자랑하는 패리스사가 보유한 유통망과 공장으로 동사는 기존 패리스사의 제품과 함께 초코파이를 판매하기 시작하였다. 시장의 뜨거운 반응에 힘입어 동사의 인도 파이 부문 점유율은 **90%까지** 올라갔다. 늘어나는 수요를 충족하기 위해 북부 뉴델리와 남부 첸나이에 공장을 추가 증설, 공장 개수를 3개로 늘렸다. 시의적절한 CAPA 증설로 동사는 한국 제과시장 보다 **4배 큰 인도 제과시장(17조원)**에서 지금까지도 높은 점유율을 유지하고 있다.

여기선 롯데가
원조라니까요?

동사 초코파이가 인도에서 잘 팔리는 이유는 다음과 같다. ① 인도에 최초로 진출한 국내 소비재 기업으로서 동사는 **선점효과**를 누리고 있다. '21년 '情 초코파이'로 한국 시장을 점령한 오리온의 진출에도 인도 사람들은 **동사 초코파이가 원조라** 믿는다. 국내에서는 뒤늦게 초코파이를 개발한 동사가 오리온의 아성을 뛰어넘기 어려웠지만, 인도에서는 먼저 진출한 동사가 우위를 점하고 있다.

현지화 + 고급화
인도인 취향저격

② 힌두교 신자가 많은 인도는 채식주의자가 **12억 인구 중 40%**에 달하며, 이러한 종교적인 특성을 반영해 **인도 초코파이의 마시멜로**는 동물성 젤라틴을 사용하는 기존제품과 달리 **식물성 젤라틴**으로 제조된다. 식물성 원료 사용으로 떨어진 당도는 초콜릿 함유량을 늘려 해결하였다. ③ 경쟁 제품 대비 높은 품질과 가격 때문에 동사 초코파이는 인도에서 **고급 다과**로 통하며 제사 음식이나 명절 선물로도 쓰인다. 동사 초코파이의 개당 가격은 200원이며, 이는 **현지 건과 ASP의 8배**이다.

빅 초코파이로 P↑
생산라인 확대로 Q↑

지금도 잘 팔리고 있지만 아직 탑라인 성장 여력은 남아있다. P측면에서 살펴보면, 동사는 마시멜로 중량을 35g에서 40g으로 늘린 **빅초코파이**를 인도에 출시할 예정이다. **늘어난 마시멜로**로 빅초코파이 가격은 기존 제품보다 **12.5% 높게 형성**될 것이다. Q측면에서 살펴보면, 폭증하는 수요로 112%였던 가동률은 올해 **137%까지 상승**했다. 이에 발 맞추어 동사는 '23년 상반기 초코파이 **생산라인을 증설**하였고 라인이 가동된다면 생산량은 50% 증가할 것이다. 동사는 빼빼로, 몽쉘 같은 국내 건과 제품들도 인도에 출시할 계획이며, 이는 추가적인 탑라인 성장으로 이어질 수 있을 것이다.

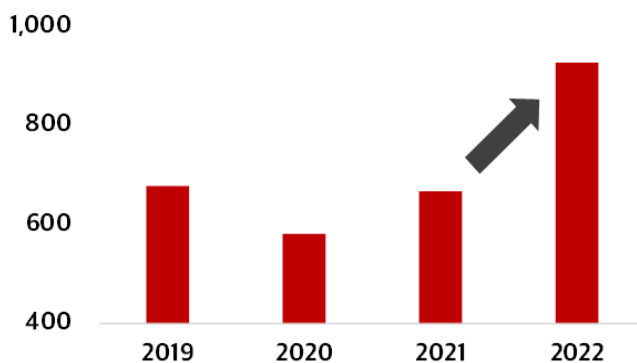
그림 3-3. 롯데 India 건과 공장 위치



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

그림 3-4. 롯데 India 건과 부문 매출 추이

(단위: 억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

(2) 인도의 여름만큼 빙과 매출도 뜨거워!

하브모어 인수로
인도 시장에 진출

인도의 1인당 평균 빙과 소비량은 약 250~300리터로 중국의 7배, 일본의 20배에 달한다. 국내에서 입지를 공고히 한 동사는 빙과 사업의 엘도라도가 되어줄 인도로 진출하기 위해 '17년 현지 빙과 기업 하브모어를 인수하였다. 하브모어는 인도 서북부의 중심 도시 Gujarat에 위치한 빙과 제조 및 판매회사로 79년의 역사를 자랑하며, 긴 역사에 걸맞게 높은 브랜드 인지도도 보유하고 있다.

월드콘과 설레임
연타석 흥런 기록

인수 초기에는 국내 제품을 출시하기보다, 높은 브랜드 인지도에 비해 저조했던 하브모어 제품들의 매출을 끌어올리는데 집중하였다. 국내 빙과시장 점유율 1위의 노하우로 인수 직후 1년동안 매출은 5배 증가했으며, 코로나로 주춤했던 '20년까지 그 수준을 유지하였다. 급감한 '20년 매출을 끌어올리기 위해 동사는 '21년 7월 월드콘, '22년 8월 설레임을 인도에 출시하였다. 출시 직후 눈에 띄게 증가하는 매출을 통해 해당 제품들이 인도에 성공적으로 안착했음을 확인할 수 있다. 월드콘이 출시된 '21년에는 YoY 16%, 설레임이 출시된 '22년에는 YoY 63%의 타라인 성장을 이뤄냈다.

춤춤하고 강력한
하브모어 유통망

이러한 폭발적인 매출 성장의 요인으로 2가지를 꼽을 수 있다. ① 하브모어는 Peer 대비 강력한 유통망을 보유하고 있다. 400여개의 냉동창고와 197개의 직영점 주소를 전수조사한 결과, 직영점은 14개의 주에 분포되어 있으며, 직영점이 있는 주에만 냉동창고가 배치되어 있었다. 각 직영점이 보유 중인 150개 이상의 냉동탑차들은 창고에 보관중인 제품을 약 72,000개의 리테일 아울렛과 소매점에 공급한다. 160가지의 제품들은 이러한 유통망을 거쳐 소매점/직영점으로 공급되며, 매일 36만개씩 판매되고 있다. 월드콘과 설레임도 해당 유통망을 타고 인도 곳곳으로 퍼져나간 것이다.

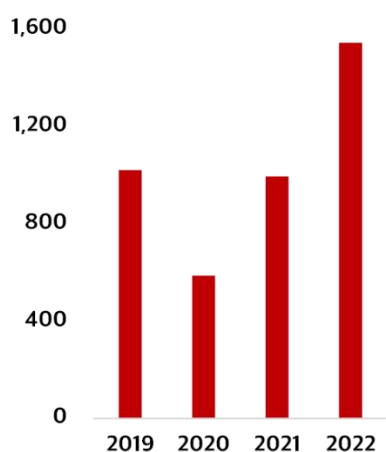
길고 큰 월드콘
튜브형 설레임

② 월드콘과 설레임은 경쟁사 대비 차별화된 강점을 갖고 있다. 월드콘은 22cm로 인도에서 가장 길고 큰 아이스크림이다. 월드콘 내용량은 150ml이며 하브모어 콘 내용량은 110ml이다. 심지어 월드콘의 단위당 가격은 0.3루블/ml로 하브모어 콘(0.4루블/ml)보다 저렴하다. 설레임의 경우, 콘/컵/바 빙과가 대부분인 인도시장에서 몇 안되는 튜브 빙과 중 하나라는 점을 적극 활용할 것이다.

'28년까지 예정된
대규모 빙과 투자

폭발적인 매출 상승 기세를 이어가기 위해 동사는 '23년 1월 하브모어에 5년간 700억원을 투자할 것이라 발표하였다. 해당 투자금은 인도 서부 Gujarat에 위치한 1공장, 인도 북부 Haryana에 위치한 2공장, '24년 3월부터 가동될 인도 남서부 마하라스트라의 3공장으로 흘러 들어간다. 각 공장 별로 투자 방향성을 확인하여 아직 무궁무진한 타라인 여력이 인도에 남아있음을 증명할 것이다.

그림 3-5. 하브모어 빙과 매출 추이 및 현지 매점 메뉴판



(단위 : 억 원) 그림 3-6. 하브모어 지역별 직영점 갯수

지역	주	직영점 수	물류창고 유무
북부	Haryana	3	O
	Himachal Pradesh	-	X
	Punjab	22	O
	Rajasthan	25	O
	Delhi(연방구역)	9	O
중부	Chhattisgarh	1	O
	Madhya Pradesh	1	O
	Uttar Pradesh	1	O
동부	Uttarakhand	-	X
	Bihar 외 3곳	-	X
동북부	Arunachal Pradesh 외 7곳	-	X
서부	Goa	2	O
	Gujarat	74	O
	Maharashtra (Mumbai)	45	O
남부	Andhra Pradesh	1	O
	Karnataka	4	O
	Kerala	-	X
	Tamil Nadu	1	O
	Telangana	8	O
공장 소재지			

출처: 동사 IR, National Rail and Transportation Institute (NRTI), SMIC 5팀

출처: 언론 종합, SMIC 5팀

중동 수출 전초기지 Gujarat 빙과 1 공장

1공장은 앞으로 **중동 수출을 위한 전초기지**로 활용될 예정이다. 1공장이 위치한 Gujarat는 고대부터 중동/아프리카와 인도를 연결해주는 **무역 요충지**였다. 그래서 Gujarat에는 한국 자동차공장, 인도 제조공장이 다수 포진되어 있다. 지금까지는 Gujarat를 포함한 인도 서부 수요에 대응하기 바빴지만 동사는 향후 Gujarat의 저력인 무역을 활용하여 여름이 길고 뜨거운 **중동으로 진출할 것**이다.

동사에게 중동은 제 2의 엘도라도

중동은 기후적 요인으로 빙과에 대한 수요가 높으며 해외 제품에 개방적인 20대 이하 인구 비중이 40%에 달한다. 국내 빙과업체들은 중동에서의 무궁무진한 타라인 성장여력을 확인하고 진출을 준비하고 있다. **지리적으로 인접한 1공장**을 보유한 동사가 중동을 향한 수출 레이스에서 선두를 달리고 있다. 경쟁업체들은 중동 진출을 계획만 하고 실행하지는 못했지만 동사는 이미 인도에서 생산되는 빙과를 중동으로 수출하고 있다. 동사 빙과 매출 중 **8%가 수출분으로 중동향이 대부분**이다. 동사는 앞으로 중동 향 수출 비중을 늘려 추가적인 타라인 성장을 이끌어내려고 한다.

전통빙과 KULFI 로 인도 북부 매출 UP

동사는 뉴델리 근처에 위치한 **2공장을 증축**하여 늘어나는 북부 지역 수요에 대응할 것이다. 16세기 델리에서 만들어진 **전통 빙과 Kulfi**가 인도 북부에서는 인기가 많다. 하브모어는 Kulfi를 **상품화**한 후 **다양한 맛을 첨가**해 판매하였다. 그 결과, 인도 북부는 하브모어 직영점이 두 번째로 많은 지역이 되었다. 우유를 끓이고 열린 Kulfi와 밀크셰이크를 열린 **설레임은 맛이 비슷**하다. Kulfi가 인도 북부에서 누려왔던 인기를 설레임이 앞으로 누릴 수 있다면 매출 증가의 기회는 반드시 올 것이다.

GDP 1 위 남부지역을 겨냥한 3 공장 증설

동사는 인도 서남부에 3공장을 시공하여 남부지역 매출을 높여 나갈 것이다. 인도 남부는 **1인당 GDP가 가장 높으면서도 동사 제품의 침투력이 가장 낮은 지역**이다. 1인당 GDP가 두 번째로 높은 서부지역에는 동사 직영점이 121개나 입점해 있지만, **남부지역에는 동사 직영점이 14개** 밖에 없다. 동사는 3공장 준공으로 남부에서의 유통망을 강화할 계획이다. 월드콘과 설레임으로 **'고급 빙과'**의 이미지를 구축한 동사에게 1인당 GDP가 높은 남부가 서부/북부보다 큰 업사이드를 열어줄 것이다.

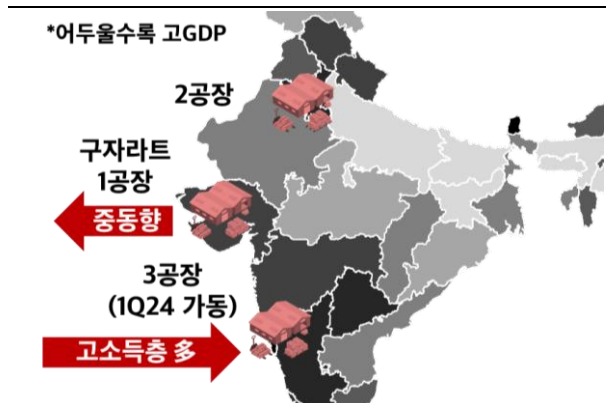
제 3 공장 증설로 생산량은 2 배 UP

게다가 새로 지어질 3공장의 규모는 **기존 공장들의 1.5배**에 달한다. 국내 공장만 갖추고 있던 자동화 설비 도입으로 3공장의 생산성도 기존 공장 대비 높아진다. 동사는 해당 공장이 '24년 3월 가동되면 인도 내 동사 빙과 생산량이 **2배 이상 증가할 것**으로 내다보고 있다.

국내 신제품 출시로 숫아오를 Top-Line

뿐만 아니라 국내에서 판매되는 제품의 생산라인이 인도 3공장에 구축된다. 이를 토대로 동사는 '24년부터 **매년 2~3종의 신제품을 출시**할 계획을 갖고 있으며, 실행에 옮겨진다면 인도 매출은 Next-Level로 도약할 수 있을 것이다. 월드콘과 설레임의 선례에서 확인할 수 있듯, 단가가 높은 **국내 빙과 출시**로 제품 포트폴리오가 다각화되면 **P와 Q가 동반 상승**하여 매출도 급증한다.

그림 3-7. 하브모어 공장 소재지 및 지역별 GDP



출처: 동사 IR, KOTRA, SMIC 5팀

그림 3-8. 인도 지역별 GDP 및 순위

(단위 : 억 \$)

지역	순위	GDP합	주	순위	GDP	지역	순위	GDP합	주	순위	GDP
북부	3	416	Haryana	13	98	동북부	6	71.1	Arunachal Pradesh	29	3.1
			Himachal Pradesh	21	20				Assam	18	4.2
			Punjab	16	68				Manipur	25	4
			Rajasthan	7	130				Meghalaya	24	4.3
			Delhi(연방구역)	12	100				Mizoram	28	3.1
Chhattisgarh	17	43	Nagaland	27	3.7						
중부	4	405	Madhya Pradesh	10	120	Sikkim	26	3.9			
			Uttar Pradesh	3	210	Tripura	23	7			
			Uttarakhand	20	32	Goa	22	9.4			
동부	5	333	Bihar	14	74	서부	2	559.4	Gujarat	4	200
			Jharkhand	19	40				Maharashtra	1	350
			Odisha	15	69				Andhra Pradesh	8	120
			West Bengal	6	150				Karnataka	5	200
남부	1	780				남부	1	780	Kerala	11	110
									Tamil Nadu	2	230
									Telangana	9	120

출처: Investing.com, SMIC 5팀

3.3. 하지만 한국 사랑만큼은 뜨거운 러시아

러시아에서 젤 핫한 초코파이/자일리틀

동사는 '07년 모스크바 현지 법인 설립을 기점으로 러시아 시장에 본격적으로 진출하였으며 '10년 현지 공장 준공으로 영향력을 넓혀나갔다. 러시아에서 동사의 주력제품은 초코파이와 자일리틀이다. 인도만큼 독보적인 점유율은 아니지만 동사는 오리온과 커져가는 파이 시장을 양분하고 있으며 자일리틀은 '충치예방껌'이라는 독보적인 입지를 활용해 껌 시장에서 점유율을 높여가고 있다.

차와 함께 먹을 때 맛난 롯데 초코파이

동사 초코파이가 러시아에서 성공한 결정적 이유는 그에 걸맞는 문화적 특성에 있다. 러시아는 추운 날씨로 인해 고열량인 초콜릿 및 빵이 인기 제품인데, 두 음식이 모두 합쳐진 초코파이는 공기밥 1/2 수준의 170kcal라는 고열량 조건까지 갖췄다. 뿐만 아니라 차와 다식을 곁들여 먹는 티타임 문화가 발달된 러시아의 문화를 심분 활용하기 위해, 동사는 초코파이 가격을 유사제품보다 20% 높게 책정, '티타임에 먹는 고급 간식'의 이미지를 적극적인 마케팅으로 구축해나갔다.

러시아 치과협회가 공인해준 자일리틀

자일리틀의 인기 역시 초코파이 못지않다. 러시아에서 가장 많이 판매되는 식품 중 하나는 껌으로, 이는 한때 러시아 내 충치환자 증가의 원인으로 지목되기도 했다. 이에 따라 러시아인의 시선은 껌 수요와 치아 건강을 동시에 해결할 자일리틀 등의 무설탕 껌으로 옮겨갔고, 늘어나는 수요 속 무설탕 껌 점유율은 전체 껌 중 90%까지 증가했다. 자일리틀은 그 중에서도 러시아 치과협회의 충치 예방 인증마크를 받은 유일한 제품이다. 공인된 자일리틀을 러시아인은 계속 찾을 수밖에 없다.

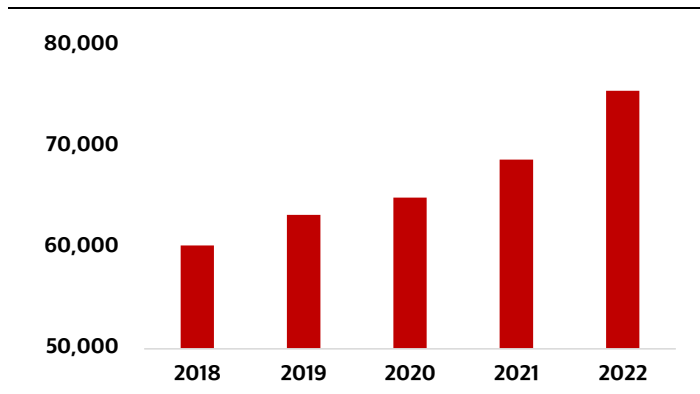
전쟁통에도 러시아에 남은 동사

러시아인의 니즈에 딱 들어맞는 제품들로 안정적인 매출이 발생했지만 탐라인을 끌어올려줄 극적인 트리거는 한동안 나타나지 않았는데, 그러던 와중 발생한 것이 바로 '22년 2월, 러시아-우크라이나 전쟁'이었다. 그리고 세계적인 제과 업체들이 대부분이 철수하는 와중, 현지직원 비율이 높고 자국 제재가 강하지 않은 동사와 오리온은 잔류를 결심하였다. '19년부터 500억원 수준을 유지하던 러시아 법인 매출은, 전쟁으로 경쟁자들이 대거 사라진 '22년에 806억원으로 급증하였다.

러시아가 신뢰하는 초코파이/자일리틀

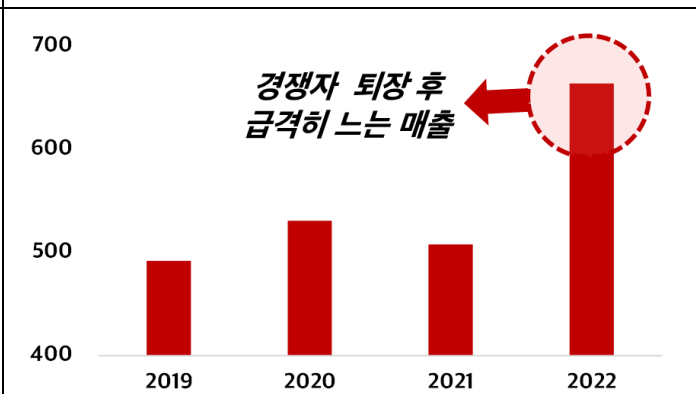
러-우 전쟁이 장기화되고 있는 만큼 러시아 법인 매출 증가세도 계속될 전망이다. 해외 경쟁 업체들과 달리 철수하지 않으면서, 동사는 러시아 소비자들의 신뢰를 얻었다. 이는 종전 이후 다시 러시아로 돌아오려는 제과 업체들에게 엄청난 진입장벽으로 다가온다. 현재 오리온과 동사의 공고한 입지도 '13년 돈바스 전쟁 때 철수하지 않으면서 본격적으로 굳건해진 것이기 때문이다. 외부요인과 더불어 내부요인으로 매출은 증가한다. 동사는 340억원을 투자하여 기존공장의 생산라인과 창고를 증설, 해외 기업들의 철수로 늘어나는 수요에 대응할 것이다. Q 상승과 더불어, 마시멜로보다 비싼 생크림을 함유한 '몽셀'의 출시로 P도 동반 상승하여 동사 탐라인에 날개를 달아줄 것이다.

그림 3-9. 러시아인의 구강건강 소비액 (단위: 십억 루블)



출처: EuroMonitor, SMIC 5팀

그림 3-10. 동사 러시아법인 매출 추이 (단위: 억 원)



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

3.4. 증원진출을 위한 First Step, 카자흐스탄

카자흐스탄 1등, 라하트 인수!

중앙아시아에 진출하기 위한 교두보로 동사는 중앙아시아에서 **경제규모가 가장 큰 카자흐스탄**을 선택하였다. 동사는 연매출 **2,300억원** 규모의 카자흐스탄 **1위** 제과업체 '라하트'사를 '13년에 인수 하면서 카자흐스탄에 본격적으로 진출하였다. 라하트는 **250가지** 이상의 제품을 보유하고 있으며 자국 초콜릿 시장의 **19%**, 캔디 시장의 **16%**를 점유할 만큼 브랜드 인지도가 높다.

단 한 번의 인수, 유통망+공장 확보

라하트는 인지도뿐만 아니라 ① 유통망과 ② 공장도 갖추고 있었다. ① 바자르(전통시장)가 핵심 유통채널인 카자흐스탄에서 유통망은 해외기업의 가장 큰 진입장벽이다. 동사는 라하트 인수로 11개의 판매 자회사와 전국단위의 유통망도 함께 확보하였다. ② 라하트의 알마티/쉽켄트 공장을 확보 하면서 동사는 초코파이/빼빼로 등 국내제품을 현지에서 생산할 수 있게 되었다. 해당 제품들이 잘 팔리자 동사는 비스킷과 웨하스를 출시하기로 했고, 이를 위해 '15년 **쉽켄트 3공장**을 완공하였다.

카자흐스탄 가면 롯데 라하트 꼭 사와~

건과부문에 한해서는 해외 법인 중 카자흐스탄의 매출이 가장 크다. 게다가, 카자흐스탄은 성장 여력도 가장 많이 남아있다. 우선 동사 제품 매출의 상당 부분을 견인하는 관광객 수가 앞으로도 계속 증가할 것이다. 카자흐스탄은 '17년 엑스포를 기점으로 외국인 입국자가 급증하였다. 이러한 변화를 겨냥한 마케팅 전략으로 동사 '할랄 초콜릿'은 관광객들이 귀국할 때 사가는 기념품이 되었다. '할랄 초콜릿'뿐만 아니라 국내 제품들도 관광객들에게 인기가 많다. 카자흐스탄 정부가 '25년까지 관광산업 발전 프로그램'을 시행하는 만큼 탐라인을 견인해줄 관광객 수도 계속 늘어날 것이다.

숨겨진 목표는 중앙아시아 너!

다른 중앙아시아 국가로의 수출도 점차 늘어날 것이다. 진출할 때부터 카자흐스탄 1위 제과기업을 인수했기 때문에 내수시장은 성장여력이 크지 않다. 업사이드를 가지기 위해서 카자흐스탄 법인은 수출을 늘려갈 수밖에 없다. 동사는 **중앙아시아 전체를 목표로** 설정, 공장도 러시아와 인접한 수도 아스타나가 아닌 중앙아시아 국가들과 인접한 알마티/쉽켄트에 지었다. 키르기스스탄과 우즈베키스탄의 수도는 동사 공장으로부터 각각 **200km, 600km** 밖에 안 떨어져있다. 지리적 이점 덕분에 인수 당시 9% 었던 수출 비중은 **26%까지** 증가했으며, 이는 해외법인 중 **2번째로** 높은 수치다.

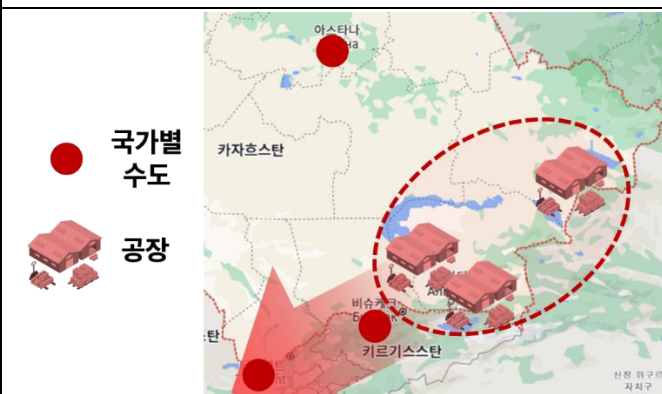
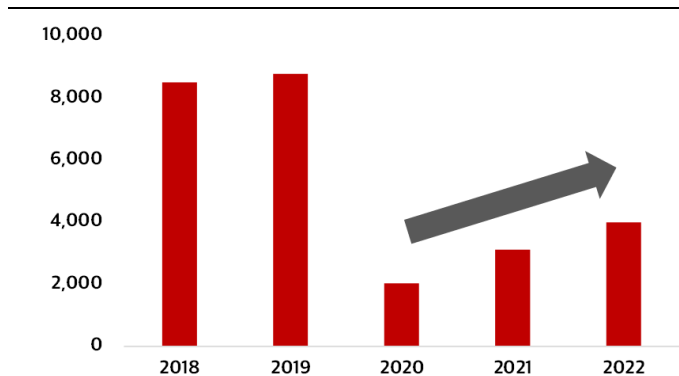
제과의 대성공! 푸드는 어떨까?

더불어, '22년 10월부터 동사는 롯데푸드 **식자재와 캔햄**을 카자흐스탄에 판매하기 시작했다. 내수 제과 시장에서의 높은 점유율로 성장세가 둔화되자, 롯데푸드 제품으로 **포트폴리오를 다각화**한 것이다. 카자흐스탄은 **130여개의 민족**으로 구성된 국가로 다양한 음식 문화에 대해 개방적이며, 고려인의 영향과 K-콘텐츠 인기로 한국 식품에 대한 호감도가 특히 높다. K-드라마, K-팝, K-제과가 모두 성공한 한류의 중심 카자흐스탄에서 동사의 **K-푸드도 현지인들의 사랑을 듬뿍** 받을 것이다.

그림 3-11. 카자흐스탄 연도별 관광객 수 추이

(단위: 천 명)

그림 3-12. 카자흐스탄 내 동사 공장 소재지



출처: KOTRA, 카자흐스탄 관광청, SMIC 5팀

출처: 동사 IR, SMIC 5팀

3.5. 국내 제과시장의 성숙기, 정면 돌파!

매출 성장세 둔화, 극복해야 한다

해외에서의 폭발적인 성장에도 동사 내수매출 비중은 60%에 달한다. 제과부문 내수매출은 '22년 기준 1조 5,336억원으로 국내 제과업체 중 1등이다. 꼬깔콘, 빼빼로, 월드콘처럼 한국인이라면 한 번쯤은 먹어 보았을 '근본' 상품들로 동사는 국내 제과 시장의 왕으로 군림해 왔으나, 성숙기가 다가오면서 국내 제과 시장에 드리워지는 그림자를 동사도 피할 수 없었다. '22년 건과 부문 내수 매출은 YoY 1% 밖에 성장하지 않았다. 위기를 타파하기 위해 동사는 두 가지 해답을 내놓았다.

포켓몬빵의 열풍을 이어받을 디지털빵

① 동사는 소비자 니즈와 트렌드에 맞는 제품을 출시하고 있다. 포켓몬빵으로 캐릭터빵의 돌풍을 확인한 동사는 '22년 8월 디지털빵을 출시하였다. 디지털빵은 40일 만에 약 190만개가 팔릴만큼 반응이 뜨거웠고, 실제로 4Q22년 제빵 매출은 1Q22 대비 31% 증가하였다. 밀려드는 수요에 대응하기 턱없이 부족했던 동사는 생산라인을 효율화 할 계획이다. '22년 포켓몬빵이 SPC삼립의 매출을 1,500억원 이상 견인해줬던 것처럼 '23년에는 디지털빵이 동사 탑라인을 견인해줄 것이다.

단종된 '립파이 초코' 소비자 요구로 재출시

뿐만 아니라, 동사는 소비자들의 요청에 따라 '15년에 단종된 '립파이 초코'를 '23년 5월에 재출시하였다. 식품 업계는 최근 단종 상품 재출시에 열을 가하고 있는데, '초면'인 신제품보다 소비자가 재출시를 요구하는 제품의 성공 가능성이 더 높다고 판단했기 때문이다. 소비자들의 '립파이 초코' 재출시 요청이 뜨거웠던 만큼 포털 검색량도 '립파이 초코' 출시일 이후로 급증하였다. 사람들의 뜨거운 관심만큼만 '립파이 초코'가 판매된다면, 동사 탑라인도 유의미하게 증가할 수 있다.

제로 음료의 성공, 롯데 칠성 매출도 UP

② 같은 계열사인 롯데 칠성의 '제로 음료'처럼 동사는 '제로 제과'라는 새로운 시장을 개척하려 한다. 국내 제과 시장처럼 음료 시장도 성장세가 둔화되고 있었다. 롯데 칠성은 코로나 이후 건강에 대한 국민의 관심이 늘어난 것을 파악하고, '제로 음료'로 성숙기를 맞이한 음료 시장에 새 바람을 불러 일으켰다. 롯데 칠성의 '22년 소주 매출은 제로 Sugar을 내세운 '새로'의 출시로 YoY 21% 증가하였고, '22년 탄산음료 매출은 '밀키스 제로'와 '펍시콜라 제로'의 출시로 YoY 13% 성장하였다.

이제는 과자도 '제로'다!

동사는 '제로 음료'처럼 '제로 제과'가 폭발적인 탑라인 성장을 이끌어 줄 것이라 기대하고 있다. 1년여 간의 연구기간을 거친 동사는 지난해 5월 '제로'를 런칭한 후 무설탕 초콜릿칩 쿠키, 카카오 케이크, 후르츠 젤리, 제로 아이스크림을 출시하였다. 설탕 대신 대체감미료를 사용하면서 칼로리는 30%가량 낮아졌지만 설탕이 없다는 것이 느껴지지 않을 정도로 기존의 맛을 잘 유지하였다. '제로 음료'와 '제로 제과'의 타겟 소비자층이 유사한만큼 비슷한 수준의 매출 증가가 이루어질 수 있을 것이다. 실제로, '제로 제과'는 론칭 7개월 만에 200억원에 육박하는 판매실적을 거두었다.

그림 3-13. 신제품 출시 후 매출액 변화(SPC/동사) (단위: 백만 원)

그림 3-14. 립파이 포털 검색량 추이

↓ 포켓몬빵 출시 시점				
SPC 삼립 분기별 매출 추이				
(단위: 백만 원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
SPC 삼립	174,954	204,038	212,223	240,108
동사 분기별 매출 추이				
(단위: 백만 원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
동사	280,000	308,000	332,045	368,234
↑ 디지털빵 출시 시점				



출처: SPC삼립/동사 사업보고서, SMIC 5팀

출처: 네이버 데이터랩, SMIC 5팀

4. 동사는 지금, 극한의 다이어트 중! - 투자포인트 2

롯데제과와 롯데푸드 합병으로 탄생한 동사가 직면한 가장 큰 문제는 다른아닌 **비용구조**에 있다. 각 사업부 차원의 비용 절감으로는 부족하다는 것을 확신한 ‘ZBB 장인’, 이영구 롯데그룹 식품HQ는 두 회사의 **합병 후 체질개선**이라는 강력한 카드를 내밀었다. 롯데웰푸드라는 배의 방향타를 잡은 두 경영자, 이창엽/이영구 대표가 이끌어 나갈 동사의 극적인 체질개선 시나리오를 과거 롯데칠성의 역사를 통해 그려보고, **훌륭한 CEO**의 존재가 회사의 존속에 끼치는 영향력을 확인해보자.

4.1. Doctor 209, 수술 집도합니다! - 롯데칠성이 증명한 ‘명장(名將)’의 필요성

롯데칠성으로 보는 체질개선 로드맵

앞서 언급했듯 동사 합병의 1순위 목적은 경영효율화와 체질개선이다. 어쩌면 투자자들에게는 **진부하고 피상적인** 목표일 수 있다. 그러나 동사와 매우 가까운 곳에, 동사가 합병 이후 걸어갈 미래를 증명한 사례가 있다고 한다면 어떨까? 같은 롯데그룹 식품부문의 한 식구, **롯데칠성이** ‘17년 4월부터 현재까지, **이영구 대표라는 명장** 아래에서 걸어온 **체질개선의 역사**가 바로 그 모범사례다.

이대로는 안 된다, 롯데칠성 주류

‘19년 말, 롯데그룹은 롯데칠성의 인사개혁을 단행, 롯데칠성의 **음료/주류부문을 통합**하고 ‘17년 7.3% 수준이던 음료부문 영업이익률’을 ‘19년 9.6%까지 끌어올린 음료부문 대표, **이영구**를 통합대표로 선임하였다. 이영구 대표 취임 당시 롯데칠성의 가장 큰 병폐는 바로 **적자에 허덕이는 주류사업부**였다. 신사업 실패 후 코로나 직격탄을 맞은 데다 결정적으로 **불필요한 비용** 및 마케팅비를 중심으로 한 **고정비 부담**으로 ‘17년부터 적자를 이어가며 롯데칠성 전체의 이익을 깎아먹던 상태였다.

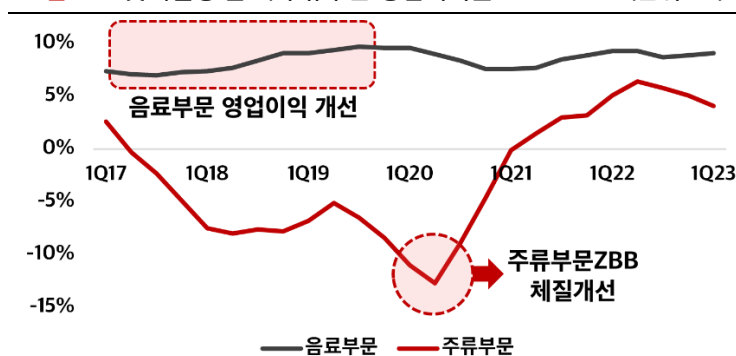
구원투수 등판, 극한의 체질개선 ZBB

각 사업부가 분리된 상태에서의 **비용구조 개선**에 한계가 보이자, 롯데그룹은 특단의 카드로 **두 부문을 통합한 후**, 주류부문을 중심으로 한 **극한의 체질개선**을 이영구 대표에게 주문하였다. 이에 따라 이영구 대표는 취임 직후부터 음료부문 대표로 있을 당시 진행했던 **ZBB(Zero-Based Budget) 카드**를 다시 꺼내들었다. 이는 일반적으로 기업에서 일회성비용 위주로 제거하는 Cost-Cutting과는 본질적으로 다른 것으로, 롯데칠성 주류부문의 ZBB는 **책임자급 실무자들로 구성된 TF**를 통해, **장기적 영업활동에 시너지가** 나는 방향으로 비용구조를 개편하는 방식으로 진행되었다.

숫자로 증명한다, 비용구조 대수술!

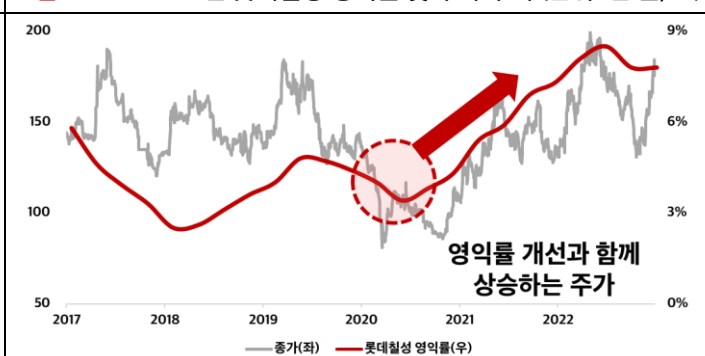
예를 들어 음료부문과 주류부문의 통합으로 **원재료 구매 시 가격 협상력**을 발휘하거나, 기존에 나누어져 있던 생산라인, 물류센터, 심지어 **사무실** 등을 공유하여 비용을 절감하는 등 사업부의 통합 과정에서 시너지를 내는 방향으로 진행되었다. 약 **110개의 사내과제**를 통해 롯데칠성은 ‘21년 말까지 **1170억의 비용 절감**이라는 성과를 올렸는데, 이는 누적 효과를 제거하더라도 ‘21년 매출 대비 2~2.5% 수준으로, 롯데칠성의 **성과 개선과 주가 평가에 매우 결정적인 영향**을 미쳤다.

그림 4-1. 롯데칠성 음료/주류부문 영업이익률 (단위: %)



출처: 롯데칠성 사업보고서, SMIC 5팀

그림 4-2. ‘20~21년 롯데칠성 영업이익 및 주가 추이 (단위: 천 원, %)



출처: 롯데칠성 사업보고서 및 KRX, SMIC 5팀

4.2. 그때 그 명장, 여기로 오다 - 동사 체질개선의 신호탄

천시(天時)는 지리(地理)만 못하고, 지리는 인화(人和)에 못 미친다. - 『손자병법』

주식을 고르는 과정을 경마에 비유한다면 말은 기업이고, 기수는 기업을 이끄는 CEO라 볼 수 있다. 때때로 투자자들은 건강한 말을 찾기에 바빠 기수의 중요성을 잊곤 하지만, 결국 말이 어디로 달려 나갈지 정하는 것은 기수의 채찍이다. 상기 롯데칠성의 사례가 기수의 중요성을 보여준 예시다.

롯데칠성으로 보는 체질개선 로드맵

여기서 특히 주목할 것은 이영구 대표가 롯데칠성 성공 이후 롯데그룹 식품부문 내에서 보여준 행보([그림 4-3.])인데, 이는 동사 합병의 함의와 향후 방향성에 대한 강력한 힌트가 되기 때문이다. 롯데칠성 체질개선 후 정상영업체도에 올려놓은 이영구 대표는 이후 '20년 11월, 그룹 정기인사'에서 롯데그룹 식품부문 전체 대표(BU)로 올라섰다. 그리고 여기서 식품BU로 선임된 이영구 대표의 눈에 들어온 것은 바로 동사 합병 이전의 두 회사, 롯데제과와 롯데푸드의 비용구조 문제였다.

롯데칠성의 데칼코마니, 롯데제과/푸드

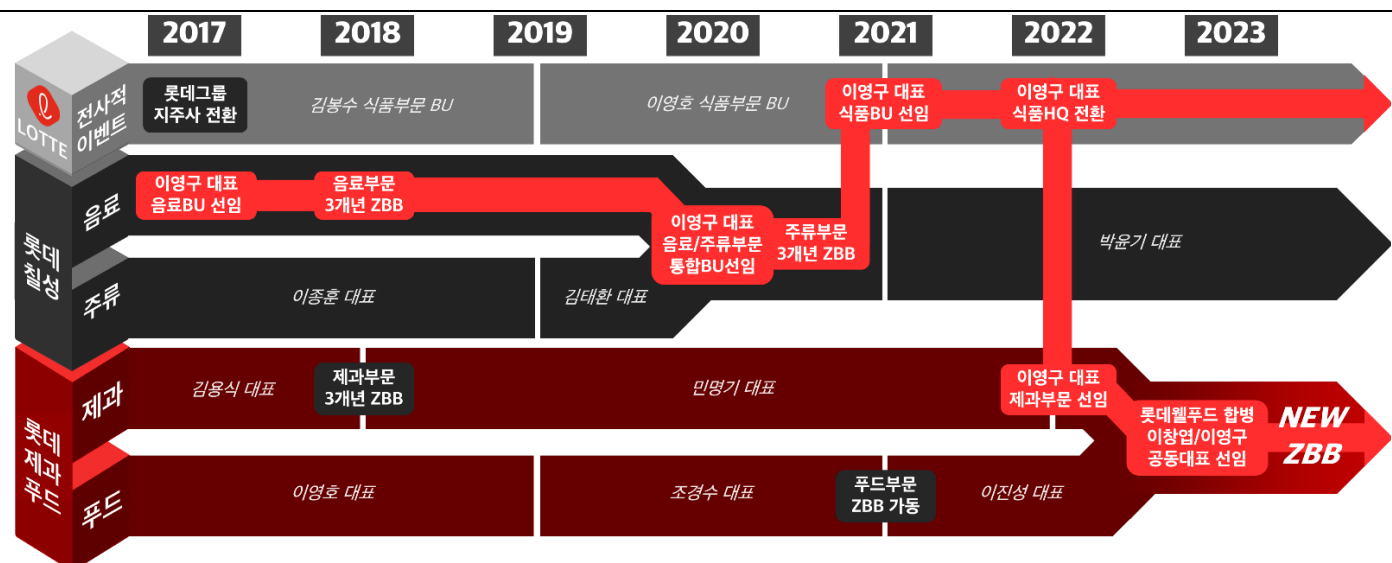
'22년 초 동사 제과/푸드부문은 '20년 초 롯데칠성의 음료/주류부문과 너무나도 닮아 있다. '18년 당시 ZBB를 통해 이익률을 개선시킨('18년 3.8% → '20년 5.4%) 제과 부문과 대조적으로, 푸드부문은 내부적으로 신사업 진출, 점유율 방어 인센티브 부족으로 '조용한 쇠락'의 길을 걸어가고 있었다.('16년 이익률 4.5% → '21년 2.4%) 안정적이고 다각화된, 내수 B2B에 매출규모가 약 1조 7천억 규모로 매년 거의 일정한 탓에 천천히 무너지는 푸드부문의 현실을 뒤늦게서야 확인한 것이다.

동사는 지금 체질개선 현재진행중!

이영구 대표가 식품BU로 올라선 '21년, 롯데푸드는 조경수 대표를 경질하고 뒤늦게 ZBB를 시행했으나 효과는 역부족이었다. 이에 이영구 대표는 '22년, 제과부문에 대표로 직접 행차하며 '20년 진행했던 롯데칠성과 같은 뼈를 깎는 합병 후 체질개선을 선언하였고, 그 결과물이 바로 오늘날의 동사, '롯데웰푸드'다. 롯데칠성의 케이스와 같이 '22년 하반기부터 동사는 전사적인 ZBB를 시행하며 가장 큰 문제점인 **빙과사업부 비용개선**을 중심으로 체질개선 과정 중에 있으며, 새롭게 영입된 이창엽 공동대표의 진두지휘 아래 롯데칠성이 이미 보여준 성공적인 내실화를 향해 달리고 있다.

롯데그룹의 체질개선 능력은 롯데칠성의 사례가 이미 증명하였다. 그렇다면 지금부터, '비용절감 1타 강사' 지도 하에 현재진행형으로 이루어지는 동사의 다이어트 계획을 알아보도록 하자.

그림 4-3. 롯데그룹 식품부문 주요 경영자 이슈 Timeline 정리 및 이영구 대표 영향력 모식도



출처: 각 사 사업보고서 및 언론보도 종합, SMIC 5팀 인포그래픽

4.3. ZBB의 현주소 - 푸드와 제과, 진짜 가족이 되는 중!

앞서 지속적으로 언급했듯, 식품주 리레이팅의 핵심은 ① 해외매출 비중 증대 ② 마진율 개선에 있기에, 동사를 분석함에 있어 중요한 것은 현재 이루어지는 ZBB가 실제로 마진율 개선에 기여하는지 여부에 있다. 따라서 본 장에서는 ① 영업 및 판매 ② 생산 ③ 원재료 확보 ④ 물류 및 유통의 순서로 동사 체질개선의 현주소를 파악하고, 동사가 보여줄 마진율 개선의 포텐셜을 확인한다.

(1) 판매 및 영업 - 선택과 집중!

**장사의 법칙,
팔리는 물건을 팔자!**

ZBB 하 동사 판매전략은 '선택과 집중'이다. 동사의 가장 큰 문제점은 국내/해외법인 모두 과도한 제품 수(SKU)로 인한 불필요한 비용, 주요 제품 경쟁력이 희석으로, 이에 따라 ① SKU 감축 ② 저성장 제품 정리 및 메가브랜드 집중을 핵심 목표로 설정한 바 있다. 실제로 국내 사업부의 경우 합병 이후 '23년 1분기까지 中 건과와 빙과 SKU를 절반 가까이 정리하였으며, 해외 사업부 역시 '21년 말 기준 437개의 브랜드/1846개의 SKU에서 저성장 카테고리를 대폭 정리하고 설레임, 초코파이 등의 메가브랜드 위주의 영업목표를 제시하면서, '브랜드 슬림화'를 달성하겠다고 발표하였다.

**우리, 이제
한 영업부잖아?**

영업조직 역시 합병 과정에서 훨씬 '슬림'해졌다. 실제로 빙과부문의 경우, 푸드/제과 모두 빙과 생산 및 판매를 개별적으로 진행하고 있었기에 합병 시 가장 빠른 비용개선이 가능하다는 평가를 받아온 바 있다. 이 중 가장 큰 비용절감이 가능한 영업부문의 경우(~'23년 개선효과 194억 가이던스 中 128억), 기존 제과/푸드 빙과 영업조직을 합병하면서 4Q21~1Q23 기간 中 기존 영업소를 크게 감축하고(영업소 '21년 63개소→1Q23 43개소) 합병 당시 공언한 목표 달성에 성공하였다.

(2) 생산 - 다들 놀지 말고 일합시다~

**조용히 늘면서
꿀 빨던 공장, 나와!**

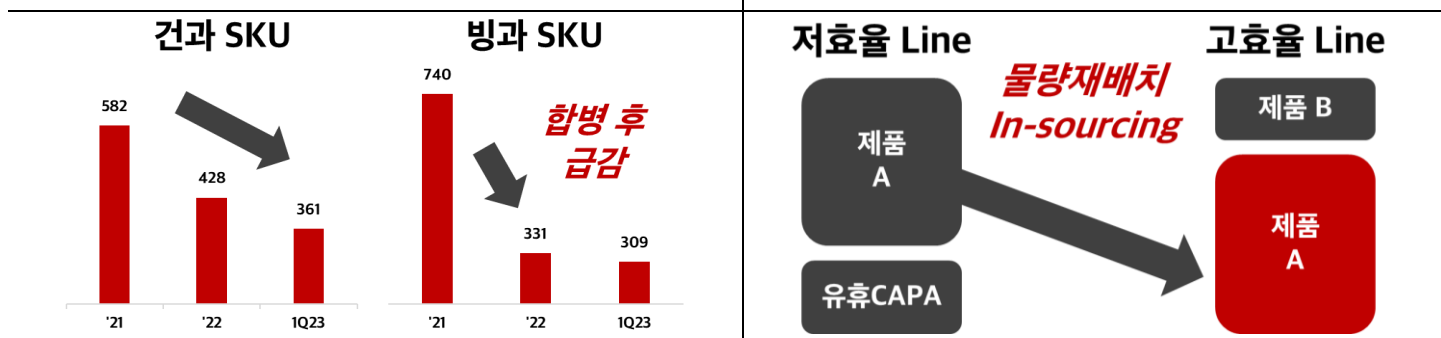
푸드/제과부문의 생산라인 역시 합병 후 극적인 변화를 맞고 있다. 기존 생산라인의 경우 동일한 빙과류임에도 불구하고, 각 부문에서 각자 생산라인을 구축하는 등의 관행으로 인해 필요 이상의 공장들이 낮은 가동률('21년 기준 푸드부문 51%, 제과부문 49%)을 유지한 상태로 존재하고 있었다. 쉽게 이야기하자면 동사 생산라인 중 절반은 늘면서 이익을 갉아먹는, '돈 분쇄기'였던 것이다.

**일하지 않는 공장,
열지도 말라**

이에 따라 동사는 ZBB라는 칼을 빼들며, 크게 단기적, 중장기적 관점에서 생산 효율화에 나서고 있다. 단기적으로는 저효율 라인의 제품들을 유휴 CAPA가 존재하는 고효율 라인으로 옮기는 물량재배치의 방식으로 생산효율을 높여가고 있으며, 중장기적으로 회사는 26년 상반기까지 기존 12개 공장 중 무려 4개의 공장을(빙과 2, 육가공 1, 제빵 1) 폐쇄, 고정비 절감에 나서겠다고 밝혔다. '22년 기준 동사 기계장치 감가상각비가 720억 수준('22년 매출액 대비 2.26%)인만큼, 생산라인의 효율화는 지지부진한 동사의 영업이익률 추이를 Low-single에서 탈출시켜 줄 개연성을 피력한다.

그림 4-4. 합병 후 동사 SKU 합리화 추이

(단위: 개) 그림 4-5. 동사 생산라인 효율화 모식도



출처: 동사 사업보고서 및 IR, SMIC 5팀

출처: SMIC 5팀

(3) 원재료 확보 - 제과와 푸드, 뭉쳐야 산다(Buy!)

원재료비의 핵심,
Buying Power

동사 합병의 시너지는 여기서 멈추지 않는다. 앞서 산업분석에서 언급했듯, 식품산업은 원재료비의 비중이 높아 원재료 매입 시점에 기업의 이익율이 상당 부분 결정되므로, 기업의 신중한 접근이 필수적이다. 이때 유리한 가격에 원재료를 조달해 오는 데 큰 영향을 주는 것이 바로 기업의 **Buying Power**이다. 일반적으로 거래처에서 원재료를 **대량조달** 시 교섭력이 높아지는데, 실제로 주 식품 기업 중 가장 높은 영익률을 자랑하는 오리온의 주 무기 중 하나가 높은 **Buying Power**에 있다.

푸드와 제과,
힘을 합쳐야 '산다'

동사는 이 **Buying Power**를 확대하기 위해 ① 푸드/제과부문 원재료 중복품목 확대 ② **SKU 슬림화** 두 가지 측면으로 접근한다. 과거 동사는 동일 원재료를 다른 거래처에서 구매하거나 각 법인 이름으로 구매하였으나, 합병 후 동사는 **기존 계약 소진 후 '23년 초부터 통합구매**를 본격적으로 시작할 것을 발표하였다. 또한 앞서 언급한 SKU 합리화에 이어, 빙과사업부는 '23년 7월 본격적으로 가격 및 업체를 합리화하고 **'24년부터 전 사업부 확대** 목표를 제시하였다. 즉, 동사가 한층 더 강력해진 **Buying Power**를 무기로 보여줄 원재료비 개선은 3Q23부터 본격적으로 가시화될 것이다.

(4) 물류 및 유통 - 우리 이제, 진짜 한 가족이야

거 같은 가족인데,
창고도 같이 쓰시다!

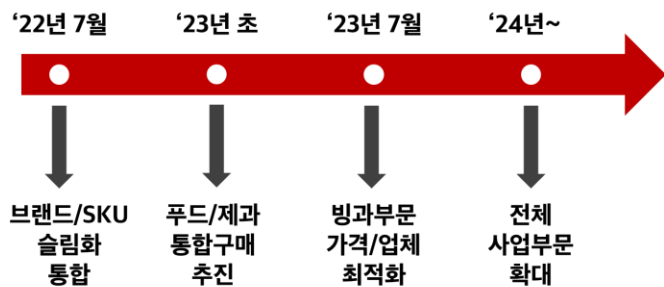
마지막으로 동사 합병 시너지의 방점은 바로 국내 물류 및 유통 합리화이다. 기존 푸드와 제과 부문이 **같은 계열사가 맞나 의심**이 들 정도로 시너지가 부족했음이 바로 여기서 드러나는데, [그림 4-7.]을 보면 알 수 있듯 동사 제과/푸드부문은 합병 이전까지 유사한 지역임에도 별도로 물류/운송을 운영하고 있었다. 그러나 합병의 효과는 강력하다. 우선 단기적으로, 동사는 물류센터와 거래처를 구획화해 기존 16개 거점과 781개의 거래처를 **12개 거점과 552개 거래처**로 줄일 예정이며, 이에 따라 기존 **회당 72km**에 가깝던 운송거리를 **46km로 획기적으로 절감** 가능하다.

통합거점 플랜,
착실하게 진행 중

거기에 그치지 않고, 동사는 '26년까지 기존 거점을 더더욱 정리하고, 신규 대형 거점을 설립해 최종적으로 **7개의 통합거점**을 유치할 계획이다. 이에 따라 보관 CAPA는 약 150만 Box에서 260만 Box까지 증가할 예정이며, 동사는 이미 3Q22 시점에 제과/푸드 별도센터에 **재고혼합** 배치를 완료하며 착실한 **계획 이행 의지**를 보이고 있다. 롯데칠성 주류/음료부문 ZBB 과정에서 물류비를 이미 **10% 이상 절감한 사례**가 있기에, 물류 및 유통까지 동사의 최종적인 이익 개선이 기대된다.

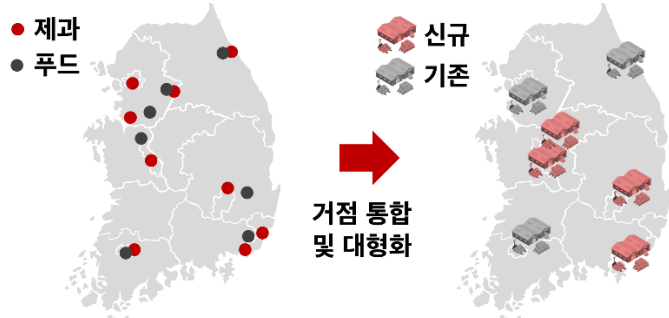
이렇듯, 자세히 뜯어보기 전까지는 동사가 진행 중인 ZBB에 대해 으레 행하는 **일시적 비용 절감**이라는 오해를 가질 수 있다. 그러나 동사는 롯데칠성에서 이미 증명된, 훌륭한 기수의 채찍 속에서 점점 단단한 다리와 심장을 가진 말로 바뀌고 있다. 기수의 힘을 믿는다면, 허덕이던 과거의 동사가 아닌 **안정적이고 튼튼한 내실**을 갖춘 동사의 미래를 더욱 강력히 조망할 수 있는 것이다.

그림 4-6. 동사 원재료 구매 합리화 Timeline



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

그림 4-7. 동사 부문별 지역 물류거점 현황 및 통합/효율화 계획



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

4.4. 뽀뽀한 P-C 스프레드에도 별들 날은 온다 - C 개선

거기다 '22년 중순 고점을 찍은 주요 원자재 가격은 천천히 안정화되어 가는 추이로, 동사의 목을 조이던 **원재료비 압박까지 천천히 해소될** 전망이다. 앞서 산업분석에서 언급했듯, 식음료 기업의 P-C 스프레드는 ① 원재료 가격 급등(C↑) ② 판가 인상 대응 (P↑) ③ 원재료 가격 안정화 (C↓) 사이클을 거치므로, ③ 시점부터 식음료기업의 마진율이 개선되고 높은 수익성을 보이게 된다.

'22년 중순 기점, 주요 원재료비 하락

러-우 전쟁 및 기상이변으로 인해 동사 원재료의 상당수를 차지하는 각종 유지작물 및 농산물 가격은 **'22년 중순까지 치솟았으나**, 소맥, 옥수수, 대두 등이 공급과잉 이슈가 대두되면서 기말재고 물이 상승하고, 현재 '21년 수준 가격까지 천천히 하락하고 있는 상태이다. 거기다 곡물 수요의 상당수를 담당하는 **중국 돼지 사육두수** 역시 '22년 초를 기점으로 **정체되어** 있는 상태로, 이에 따라 소맥 가격은 '22년 고점 대비 절반 수준으로 내려오는 등 **원재료비는 안정화되는** 기조다.

물론 안심은 이르지만...

물론 러-우 전쟁의 종식이 요원하고, 최근 대두되는 '슈퍼 엘니뇨' 등의 이슈로 일부 작황지역의 기상이변이 이어지고 있기에 **안심은 이르다**. 실제로 원당은 기상이변에 따른 쇼티지 상태가 이어지며 타 곡물 가격과는 반대로 연일 신고가 랠리를 이어가는 와중이다. 실제로 KREI에서 발표한 자료에 따르면 음식료 산업 제조원가 대비 원재료비 비중은 통상적으로 54%~78%수준으로 **원재료 민감도가 매우 높은** 만큼, 동사와 같은 식음료 기업에 투자하기 위해서는 향후 원재료 가격 방향성과 매크로 변수들을 **지속적으로 Tracking**할 필요가 있다.

방향성은 명확하니, 디테일을 잊지 말자

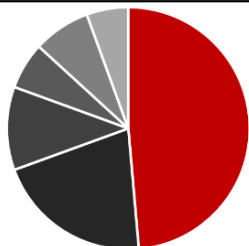
하지만 가격 안정화라는 **방향성에 대한 컨센서스는 확실하며**, 美 파종면적 증가로 곡물공급 역시 꾸준히 증가세에 있어 동사에 대한 중기적인 **원재료비 압박 해소 여부는 상당히 양호**하다. 거기다 전반적으로 하향세가 점쳐지는 원재료 가격 속, 투자자로서 식료품 기업들을 바라보아야 할 때 놓치지 말아야 할 디테일은 원재료비 가격 외 **판관비 등 비용에 대한 기업의 통제 가능성**이다.

단단해진 동사, 빛날 준비 끝!

동사는 전반적으로 우호적인 매크로 상황 속, 합병 후의 피를 깎는 체질개선을 통해 Buying Power 개선, 기타 비용구조에 대한 획기적 개선을 이어 가고 있다. 비용에 대한 통제력이 더욱 강력해진 동사의 마진율은 원재료비 하락 추세라는 순풍 속에서 **더더욱 괄목할 만한 개선세**를 보여 줄 것이다. 주식을 산다는 것은 운전사가 딸린 차를 구매하는 것과 같다. **'베스트 드라이버'**로 인정받은 CEO의 코너링을 즐기며, 롯데웰푸드라는 자동차에 시원하게 올라 타 보자.

그림 4-8. 동사 주요 원재료 매입비중 (단위 : 억 원)

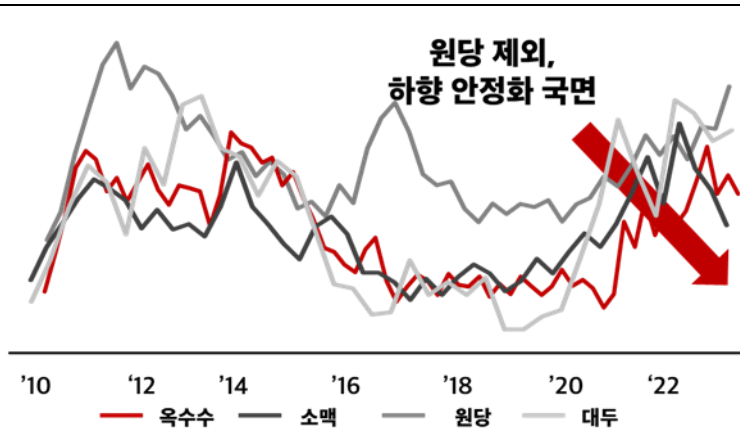
사업부문	유지류	유제품	첨가물	건과류	설탕류	농산물
제과	500	800	500	350	450	200
푸드	3,000	700	300	100	100	200
합계	3,500	1,500	800	450	550	400



■ 유지류 ■ 유제품 ■ 첨가물 ■ 건과류 ■ 설탕류 ■ 농산물

출처: 동사 IR, SMIC 5팀

그림 4-9. 주요 곡물가 가격 추이



출처: USDA, Bloomberg, SMIC 5팀

5. 매출 추정

5.1. 해외 매출추정

(1) 인도 매출추정

인도 '24년도, '25년도 매출 추정							
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
인도 매출	112,913	159,803	239,905	60,536	287,567	388,566	428,059
YoY(%)	-	42%	50%		20%	35%	10%
건과	54,170	60,376	85,552	24,094	106,908	165,630	177,086
YoY(%)	-	11%	42%		26%	55%	7%
Q (KG)	14,385,000	15,906,000	20,447,000	6,343,000	24,825,420	37,953,585	40,358,548
KG 당 ASP (원)	3765.73	3795.80	4184.09	3799	4343.85	4364.00	4387.83
환율	15.92	15.48	16.43	15.51	15.89	15.92	15.96
KG 당 ASP (루피)	236.54	245.21	254.66	244.91	273.23	274.04	274.85
빙과	62,759	105,884	161,665	36,442	180,659	222,936	250,973
YoY(%)	-	69%	53%		12%	23%	13%

인도의 경우, '23년의 분기별 매출을 먼저 추정후 '24년과 '25년 매출을 추정하였다. 과거 데이터 추이를 살펴본 건과, 빙과 매출 모두 계절성이 있었다. 1분기 매출은 2분기에 살짝 주춤한 후 3분기와 4분기에 다시 회복한다. 2분기 하락하는 Q의 원인은 장마철이다. '20년부터 분기별로 연도 내 비중을 구한 후, 각 분기별 비중의 평균값으로 2Q23, 3Q23, 4Q23 매출을 추정하였다.

인도 '23년도 매출 추정												
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
인도 매출	112,913	159,803	239,905	50,054	78,532	60,986	50,334	60,536	91,889	73,270	61,872	287,567
건과	54,170	60,376	85,552	18,918	18,350	25,423	22,861	24,094	21,451	31,646	29,717	106,908
QoQ(%)	-	11%	-	-	-3%	39%	-10%	5%	-11%	48%	-6%	-
Q (KG)	14,385,000	15,906,000	20,447,000	5,150,000	3,962,000	5,915,000	5,420,000	6,343,000	4,425,826	7,225,191	6,831,403	24,825,420
연도 내 비중(%)	-	-	-	25.2%	19.4%	28.9%	26.5%	25.6%	17.8%	29.1%	27.5%	-
KG 당 ASP (원)	3766	3796	4184	3673	4631	4298	4218	3799	4847	4380	4350	4344
환율	15.92	15.48	16.43	16.02	16.34	16.78	16.58	15.51	16.01	16.01	16.01	-
KG 당 ASP (루피)	236.54	245.21	254.66	229.30	283.45	256.14	254.40	244.91	302.74	273.58	271.71	273.23
빙과	62,759	105,884	161,665	33,210	61,645	37,153	29,658	36,442	70,438	41,624	32,155	180,659
QoQ(%)	-	69%	-	-	86%	-40%	-20%	23%	93%	-41%	-23%	-
연도 내 비중(%)	-	-	-	21%	38%	23%	18%	20%	39%	23%	18%	-

건과의 경우 오리온의 '14년~'16년 중국 법인 판매량 성장률로 추정하였다. 인도의 경제 성장세가 10년 전 중국과 닮아있다는 점과 오리온의 중국 진출이 동사 인도진출 보다 10년 전에 이루어졌다는 점으로 미루어보았을 때 앞으로 동사의 매출은 '14년~'16년 중국 법인 판매량 성장률과 비슷한 양상을 보일 것이다. 뿐만 아니라 당시 오리온은 지금의 동사처럼 중국에 생산라인을 증설하고 있었다. 같은 제품을 취급하는 만큼 침투율도 비슷할 것으로 판단, 상술한 논리로 매출을 추정하였다.

빙과의 경우 중동 수출 증가분과 신제품 출시로 인한 매출 증가분을 나누어 추정하였다. 중동 매출의 수출 증가분은 동사가 인도에 처음 진출한 '17년도부터 3개년 성장률로 추정하였다. 중동은 인도와 기후적 특성과 빙과 시장의 규모가 비슷하다. 신제품 출시로 인한 매출 증가분은 동사의 '21년~'23년 매출 성장률로 추정하였다. 내년엔 이루어질 공장 증설은 그 당시 코로나로 위축된 가동률의 상승세와 일맥상통한다. 앞으로 매년 2~3개의 신제품 출시가 동사의 계획과 유사하게 21년, '22년에도 차례로 월드콘과 설레임을 출시하였다. 이 두 가지 공통점으로 인해 앞으로의 신제품 출시로 인한 동사 빙과 매출 증가분은 그 당시 증가율과 유사한 추세를 보일 가능성이 높다.

(2) 카자흐스탄 매출 추정

카자흐스탄 매출추정								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출액 총계	192,752	178,363	175,362	233,807	65,621	303,884	327,615	345,872
yoy(%)		-7.5%	-1.7%	33.3%	55.1%	30.0%	7.8%	5.6%
푸드부문 외 매출	192,752	178,363	175,362	221,674	51,554	227,250	231,823	235,711
yoy(%)		-7.5%	-1.7%	26.4%	21.8%	2.5%	2.0%	1.7%
푸드부문 매출				12,133	14,067	76,634	95,792	110,161
yoy(%)						531.6%	25.0%	15.0%

카자흐스탄 매출을 추정하기 위해서는 3Q22부터 반영되기 시작한 **푸드 부문(캔햄류)**의 카자흐스탄 매출액을 추정해야 한다. 그러나 계절성, 코로나 후 관광객 회복 등으로 인해 분기 데이터를 그대로 활용 시 왜곡 가능성이 커, 4분기 Smoothing을 통해 **계절성을 제거**하고 추정하였다.

카자흐스탄은 앞선 투자포인트에서 설명했듯 내수 매출의 변동성이 크지 않고, **관광객 수에 어느 정도 매출이 연동되는** 경향성을 띄어 실제 매출 추이 역시 [그림 3-11.]의 관광객 수 추이에 영향을 받는 모습이 보인다. '20년부터 카자흐스탄 관광객이 선형적으로 회복 중임에 따라, 코로나 저점 이후 회복세를 반영해 4Q23까지의 **'푸드 외 부문 매출액'**을 추정하였고, 그 차액을 3Q22부터 발생한 푸드부문 매출이라고 추정하여 '23년까지의 매출을 도출하였다.

이후 '25년까지 푸드 외 부문 매출액은 카자흐스탄 **관광객 증가율의 감소분**을 '23년 매출 성장세에 할인 적용하여 추정하였고, 푸드 부문의 매출은 '15년 네슬레의 러시아 내 신제품 출시 이후 매출 성장률을 적용하여 추정하였다. 오리온, CJ제일제당의 다양한 러시아 및 근방 지역 신제품 침투 사례 종합 결과, 네슬레의 신제품 매출액 성장세는 **가장 보수적인 케이스 중 하나**라 판단하였다.

(3) 러시아 매출추정

러시아 매출 추정																	
(단위: 백만 원)	2021	2022	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E	2025E
러시아	48,463	72,608	7,279	11,480	13,989	15,715	10,906	17,199	20,959	23,544	17,236	22,209	24,636	26,156	90,237	101,364	113,864
YoY / QoQ (%)	1%	32%		58%	22%	12%		58%	22%	12%		29%	11%	6%	24%	12%	12%

러시아 매출추정은 다음과 같다. '22년은 **러-우 전쟁**으로 제과 기업들이 철수함에 따라 동사가 수혜를 흡수하였다. 1Q23 이후, **점유율 상승에 기인한 수혜는 없다**고 가정, '21년의 분기별 성장률을 반영하여 2Q~4Q23을 추정하였다. 이후, '24년과 '25년은 러-우 전쟁으로 확대된 브랜드 파워에 따라 가속화될 성장률을 반영해주었다. 매출액을 기준으로, '21년 오리온 파이 브랜드 파워가 동사의 '24년과 유사하다고 판단하여, '21년 파이 성장률('21년 24.7%, '22년 81.6%)을 반영해주었다. 이 때 오리온의 파이 성장률은 기저효과가 작용했기에, '24~'25년 2년에 걸쳐 상승시켜 주었다. 동사는 해외 경쟁 업체들과 달리 철수하지 않음으로써 러시아 소비자들의 신뢰를 얻었기에, 종전 이후에도 큰 폭의 매출 성장률을 이어갈 것이다.

(4) 파키스탄 매출추정

파키스탄 매출 추정												
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2023E	2024E	2025E	
파키스탄	84,389	83,243	83,715	20,095	21,586	21,891	20,143	15,802	82,082	80,480	78,910	
YoY / QoQ (%)		-5%	-1%	1%	0%	7%	1%	-8%	0%	-2%	-2%	-2%

국가부도 위기에 처해있는 파키스탄의 성장률은 계속 둔화될 것이라는 가정 하에, '20년, '21년, '22년 average yoy(%)인 -2% 성장률을 부여하였다. 실제로 동사는 '16년부터 **파키스탄 공장 내 종업원 수를 -2% ~ -7%씩 감소**시켰으므로, 매출 감소는 필연적으로 다가올 미래다. 허나 경제위기 상황에도 수출 매출이 보합세를 유지했다는 점을 감안하면 파키스탄 법인의 현지 브랜드가 견고한 위치를 확보하고 있음을 증명하기에 보수적인 추정으로 판단할 수 있다.

(5) 기타 매출

기타 매출추정							
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
벨기에 수출 매출 추정 (길리안 초콜릿)							
매출액 총계	84,056	93,227	85,223	17,748	88,740	85,962	92,290
YoY (%)	-15.2%	10.9%	-8.6%	-9.4%	4.1%	-3.1%	7.4%
기타법인 매출추정							
매출액 총계 (A)	64,366	70,959	72,643	13,940	55,759	57,320	59,384
YoY (%)		10.2%	2.4%	-10.9%	-23.2%	2.8%	3.6%
중국	18,514	23,025	16,144	766			
% of A	28.8%	32.4%	22.2%	5.5%			
싱가폴	10,292	11,558	11,337	3,101			
% of A	16.0%	16.3%	15.6%	22.2%			
미얀마	30,008	30,313	31,484	6,643			
% of A	46.6%	42.7%	43.3%	47.7%			
벨기에 내수	5,552	6,064	13,678	3,430			
% of A	8.6%	8.5%	18.8%	24.6%			
국내 제과 직수출 매출 추정							
직수출 (동남아 및 미국 향)	99,649	108,693	133,071	33,321	147,820	164,204	182,404
Q (KG)	11,036,000	11,657,000	14,253,000	3,552,000	15,332,119	16,492,939	17,741,648
Q %		5.6%	22.3%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
KG 당 ASP (원)	9029	9324	9336	9381	9641	9956	10281
P (%)		3.3%	0.1%	6.3%	3.3%	3.3%	3.3%

벨기에 법인의 수출 매출의 경우, 주 제품 특성 상 **관광객 수가 회복되는 과정**에서의 매출 성장이 기대된다. 지난 10년간 별도의 마케팅 없이도 성장한 강력한 '길리안'의 브랜드 파워를 감안하면 관광객 수 추이를 매출 추정에 활용해도 무리가 없다고 판단하였다. '23년 매출액은 **역사적 1Q 매출 차지비중**으로 추정하였고, '24~'25년은 과거 '18~'19년도 매출액 성장률을 부여하였다. 기타 해외 법인 매출의 경우, **중국법인 청산의 영향**을 '23년에 온기 반영하고, 가장 비중이 높은 미얀마의 **쿠데타 후 경제성장률 둔화**를 감안해, '24~'25년 미얀마 경제성장률 전망치를 부여하였다. 이는 싱가포르 및 벨기에 법인의 매출 증가세를 반영하지 않은 수치로, 충분히 보수적이라 판단된다.

마지막으로 동남아 및 미국 향 국내 제과 직수출의 경우, 대부분 캔햄이 대부분이다. 동사는 중국 법인 청산 후 필리핀 등 지역에 직수출을 크게 늘렸으며, '22년에 이어 '23년에도 필리핀 최대 창고형 유통기업과 MOU를 체결하는 등 **매출 기조는 유지될 것**으로 보인다. 이에 따라 1Q23의 Q 성장률을, '21년의 P 성장률을 부여하여 매출을 추정하였다.

5.2. 국내

(1) 제과부문 매출추정

국내 제과 매출 추정														
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E	2025E
제과 사업 부문	1,621,084	1,642,925	1,631,343	363,066	405,444	467,890	394,256	377,089	411,691	475,543	386,258	1,650,581	1,680,852	1,711,756
YoY (%)		1.3%	-0.7%									1.2%	1.8%	1.8%
(1) 껌 및 캔디	175,765	153,615	163,757	37,326	42,298	41,579	42,554	45,261	46,322	46,865	46,865	185,314	187,003	188,708
YoY (%)		-12.6%	6.6%		13.3%	-1.7%	2.3%		2.3%	1.2%	0.0%	13.2%	0.9%	0.9%
(2) 비스킷 및 초콜릿	601,275	591,024	589,615	143,455	122,245	141,510	182,405	155,861	132,817	153,748	175,964	618,389	625,799	633,297
YoY (%)		-1.7%	-0.2%		-14.8%	15.8%	28.9%		-14.8%	15.8%	14.4%	4.9%	1.2%	1.2%
(3) 빙과 및 기타	844,044	898,286	877,971	182,285	240,901	284,801	169,297	175,967	232,552	274,930	163,429	846,878	868,050	889,751
YoY (%)		6.4%	-2.3%		32.2%	18.2%	-40.6%		32.2%	18.2%	-40.6%	-3.5%	2.5%	2.5%

기본적으로, 국내는 'Q'가 크게 확장될 수 없다는 전제 하에 매출추정하였다. 때문에, 판가인상, 기저효과 등의 이벤트를 제외하고서는 **과거의 평균 성장률**을 부여하였다. **껌 및 캔디**의 경우, 코로나로 인해 축소되었다가 '21년까지 회복을 하지 못하고 역성장하였다. 그러나 현재 큰 폭으로 회복하는 중이며, 특히나 '23년 1분기에는 13% 성장하였다. 이에 따라 껌과 캔디 부문이 가파른 속도로 회복하고 있음을 입증, '23년 높은 성장률을 반영해주고, 이후 '24년과 '25년에 '18년 대비 '19년 껌, 캔디 성장률을 부여하였다.

비스킷과 초콜릿은 1Q23 판가 상승에 따라 전년 동기 대비 8.6% 상승하였다. 이후 분기별 성장률로 추정해주고, 이후 '18년 ~ '21년 비스킷 및 초콜릿 부문 평균 성장률을 부여했다. **빙과 및 기타는 SKU 축소로 매출이 감소 추세에 있고 이는 ZBB 정책의 일환이므로, '23년에도 감소분을 반영해주었다.** 또한, 유지 및 원당 가격이 하향 안정화된다는 전망 하에, 원재료비 상승으로 인한 **큰 폭의 판가 상승은 없을 것이라 보았다.** 고로, '24년과 '25년은 '21년 물가상승률만큼 매출을 증가시켰다.

(2) 식품부문 매출추정

분류	비중 / 성장률
유지식품 등 (수출) 비중	0.2%
성장률 (%)	15.8%
육가공 등 (수출) 비중	1.1%
성장률 (%)	85.0%
내수 식품 성장률	1.0%

국내 식품 사업 매출 추정							
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
식품 사업 총 매출	1,272,800	1,342,060	1,550,646	367,080	1,565,551	1,580,600	1,595,793
YoY (%)		5.4%	15.5%		1.0%	1.0%	1.0%

식품 사업은 제과와 같이 내수에서는 Q가 제한된 사업인 바, **'수출'에 집중해야 한다.** 따라서, {식품 부문 내 유지식품 수출액 비중 X 수출액 성장률 + 식품 부문 내 육가공 수출액 비중 X 수출액 성장률}을 곱하여 1.0%의 성장률을 도출하였다. 동사는 롯데제과와 푸드를 합병하면서, 롯데제과의 수출 영업망을 푸드에도 적용시킬 수 있게 되었다. 따라서, **수출에 대한 긍정적인 전망이 펼쳐져 있지만, 선례가 아직 없기에 보수적으로 추정하였다.**

5.3. 최종 매출 Table

상기 논의를 종합한 **매출추정 Table**은 아래와 같다.

동사 연결매출추정							
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
전체 매출 (내부자거래 포함)	3,576,079	3,737,556	4,110,137	968,374	4,277,384	4,472,361	4,613,900
YoY(%)	-	4.52%	9.97%	-	4.07%	4.56%	3.16%
전체 매출 (내부자거래 제외)	3,569,110	3,731,193	4,110,273	968,373	4,272,221	4,466,964	4,608,331
내수(%)	81.08%	80.00%	77.42%	76.85%	75.28%	73.01%	71.77%
수출(%)	18.92%	20.00%	22.58%	23.15%	24.72%	26.99%	28.23%
국내 매출	2,893,884	2,984,985	3,181,989	744,169	3,216,132	3,261,451	3,307,549
YoY(%)	-	3.15%	6.60%	-	1.07%	1.41%	1.41%
제과 사업부문	1,621,084	1,642,925	1,631,343	377,089	1,650,581	1,680,852	1,711,756
식품 사업부문	1,272,800	1,342,060	1,550,646	367,080	1,565,551	1,580,600	1,595,793
해외 매출	675,226	746,208	928,284	224,204	1,056,089	1,205,512	1,300,783
YoY(%)	-	10.51%	24.40%	-	13.77%	14.15%	7.90%
인도 건과 법인	54,170	60,376	85,552	24,094	106,908	165,630	177,086
인도 빙과 법인	62,759	105,884	161,665	36,442	180,659	222,936	250,973
러시아 법인	47,474	48,463	72,608	17,236	90,237	101,364	113,864
카자흐스탄 법인	178,363	175,362	233,807	65,621	303,884	327,615	345,872
파키스탄 법인	84,389	83,243	83,715	15,802	82,082	80,480	78,910
벨기에 법인	84,056	93,227	85,223	17,748	88,740	85,962	92,290
기타(중국, 미얀마, 싱가포르) 법인	64,366	70,959	72,643	13,940	55,759	57,320	59,384
직수출(베트남, 태국, 미국 등)	99,649	108,693	133,071	33,321	147,820	164,204	182,404

6. Valuation - Peer PER Method

6.1. 손익계산서 추정

손익계산서 (단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	3,660,122	3,598,369	3,753,213	4,105,203	919,152	1,056,379	1,103,251	1,026,421	959,597	4,277,384	4,472,361	4,613,900
yoy (%)		-1.7%	4.3%	9.4%						4.2%	4.6%	3.2%
매출원가	2,663,854	2,593,820	2,724,426	3,039,503	695,270	776,070	799,753	768,410	720,113	3,154,249	3,252,901	3,314,717
매출총이익	996,269	1,004,549	1,028,787	1,065,700	223,882	280,309	303,498	258,011	239,484	1,123,134	1,219,461	1,299,183
판매비와관리비	851,869	847,466	881,859	929,544	210,455	234,210	246,273	238,596	220,876	979,311	1,009,568	1,028,597
영업이익	144,400	157,083	146,928	136,156	13,427	46,089	57,225	19,414	18,608	143,823	209,893	270,586
yoy (%)		8.8%	-6.5%	-7.3%						5.6%	45.9%	28.9%
OPM (%)	3.9%	4.4%	3.9%	3.3%					1.9%	3.4%	4.7%	5.9%
영업외비용	44,685	4,582	85,033	64,188	13,174	-9,792	13,204	47,603	15,939	64,188	54,437	54,437
법인세비용차감전순이익	99,714	152,501	61,896	71,968	254	55,882	44,022	-28,189	2,669	79,635	155,456	216,149
법인세비용	23,014	40,467	24,780	14,345	869	14,700	8,635	-9,859	2,636	17,934	35,448	49,468
당기순이익	79,151	111,955	35,302	57,623	-615	41,182	35,387	-18,330	33	61,701	120,008	166,680
지배기업 소유주지분	75,585	111,215	33,847	63,495	-3,186	31,610			1,067	59,791	116,293	161,521
NPM (%)	2.2%	3.1%	0.9%	1.4%						1.4%	2.7%	3.6%
지분율 (%)	95.5%	99.3%	95.9%	110%			합병			96.9%	96.9%	96.9%
비지배지분	3,567	740	1,454	-5,872	-843	-1,577			-1,034	1,910	3,715	5,160

최종 손익계산서는 위와 같다. 기업분석에서 언급했듯, 동사는 '22년 7월에 합병하였기 때문에, 합리적으로 수치를 비교하고 미래를 전망하기 위해서 합병 이전 롯데제과와 롯데푸드를 합친 숫자를 표시하였다. 또한, 롯데푸드는 '21년 식육사업 부문 생산 및 판매를 중단함에 따라, '19년과 '20년의 매출액 및 영업이익의 숫자가 사업보고서마다 다르다. 동일한 기준을 적용하기 위해, 식육사업 생산 및 판매 중단 이후 숫자가 계산된 '20년 이후 계정을 통해 주로 추정해주었다.

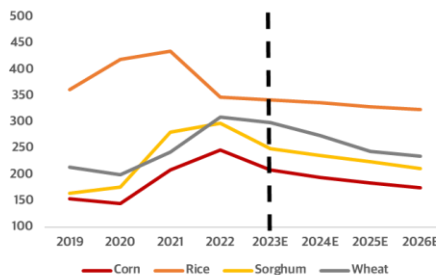
6.2. 매출원가 추정

매출원가 (단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E	'21년 기준 원재료 구매 현황
매출액	3,660,122	3,598,369	3,753,213	4,105,203	959,597	4,277,384	4,472,361	4,613,900	원재료 구매 합
매출원가	2,663,854	2,593,820	2,724,426	3,039,503	720,113	3,154,249	3,252,901	3,314,717	유지
% of sales	72.8%	72.1%	72.6%	74.0%	75.0%	73.7%	72.7%	71.8%	% of total
원재료비		1,908,854	2,023,230	2,263,535	511,167	2,269,056	2,372,487	2,447,570	유제품
% of sales		53.0%	53.9%	55.1%	53.3%	53.0%	53.0%	53.0%	% of total
종업원급여		163,662	173,341	206,970	50,410	222,241	222,639	223,057	첨가물
% of sales		4.5%	4.6%	5.0%	5.3%	5.2%	5.0%	4.8%	% of total
yoy (%)		6%	19%			7.4%	0.2%	0.2%	견과류
지급임차료		2,363	1,554	2,672	947	2,196	2,196	2,196	% of total
% of sales		0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	견과류
지급수수료		169,615	172,648	175,438	39,739	177,136	185,210	191,072	% of total
% of sales		4.7%	4.6%	4.3%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	설탕 / 당류
감가상각비 및 무형자산상각비		112,897	111,708	120,000	29,172	128,908	128,908	128,908	설탕 / 당류
% of sales		3.1%	3.0%	2.9%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%	% of total
yoy (%)		-1.1%	7.4%			7.4%	0.0%	0.0%	농산물
기타비용		236,429	241,945	270,888	88,678	354,712	341,460	321,914	% of total
% of sales		6.6%	6.4%	6.6%	9.2%	8.3%	7.6%	7.0%	5.6%

매출원가에서 압도적인 비중을 차지하는 계정은 단연코 원재료비이다. 산업분석에서 언급했듯, 식품기업의 P는 원재료비가 올라가면 동반 상승하지만, 원재료비가 하락할 시 판가는 유지되기 때문에 P-C 스프레드가 확대된다. 따라서, 원재료비가 하락하면 매출액 대비 원재료비 비중이 감소하는 구조다. 위 표와 같이, 동사 원재료의 대부분은 유지며, 곡물과 설탕도 큰 비중을 차지하고 있다. 유지도 결국 대두유, 팜유, 야자유로 곡물 가격에 연동되므로, '곡물 가격'에 초점을 맞추어야 한다.

곡물은 매크로 영향을 받기 때문에 예측이 어려우나, 현 시장의 컨센서스는 '하향 안정화'이다. ① 3년간 지속된 라니냐가 해소되었으나, ② 엘니뇨 발생 가능성으로 불확실성이 제기되고 있다. 그러나 흑해 협정이 5월 초 연장되었고, 현재 곡물 가격은 아래 표와 같이 러-우 전쟁으로 치솟았던 곡물가 대비 하락한 상태다. 따라서 현 상태만 유지되어도, '21년과 '22년 대비 매출액 대비 원재료비 비중이 감소한다. 더 나아가, 미국 농무부 경제조사국이 농업 전망 장기 예측보고서에서 '23년부터 비교적 안정적인 추세를 보일 것으로 전망 하는 바, '20년의 원재료비 % of sales를 부여한다.

동사 원재료 매입 추이							
(단위: 원/kg)	공급업체	주요 품목	원재료 비중	2020	2021	2022	1Q23
유지원유	롯데상사, Bunge 외	대두유, 팜유, 야자유	48.6%	1,092	1,564	2,649	2,197
유제품류	HAVERO, CAMPINA, DMK 외	가공버터	20.8%	3,658	3,757	5,801	6,647
당류	CJ제일제당, 대상 외	설탕, 전분당	7.6%	686	733	921	1,039
농산물류	사조동아원, 삼양사 외	소맥분, 곡류, 서류	5.6%	668	657	934	982
코코아류	OLAM, BC, CARGILL 외	코코아 원두	-	3,645	3,434	3,711	4,020
육가공류	Smithfield, JBS 외	수입전지, 국산후지	-	3,355	3,479	5,002	4,846



종업원급여는 종업원 수 x 1인당 평균 급여액을 통해 추정하였다. 종업원 수의 경우, ① 한국, ② 인도, ③ 중국 법인에 주목해야 한다. 투자포인트 2에서 설명한 ZBB를 단행할 경우, **영업소를 통폐합하고, 중복인원을 순차적으로 합리화**하는 과정에서 한국 법인 종업원 수가 줄어들 것이라 유추할 수 있다. 과거 ZBB가 시행된 '21년, 실제로 종업원 수가 -1.8% 감소한 바, 해당 퍼센트를 유추해주었다. '21년에 ZBB를 집행한 경영진 대비, 현재 **이영구 대표가 더욱 효과적인 ZBB를 집행**하므로, 더 많은 종업원 수 절감이 이루어질 예정이지만, **보수적으로 과거 퍼센트와 동일하게 부여**하였다.

또한, '23년 4월 인도 빙과 공장 증설이 완료되므로, 증설에 따른 **종업원수 증가**를 반영해주었다. 증설되는 인도 빙과 공장은 기존 인도 빙과 공장 대비 1.5배이므로, 해당 규모를 할인 후 반영했다.

마지막으로, 동사는 커지는 **한한령 우려에 따라 중국 지분 매각** 중이다. 아직까지 매수자가 나타나지 않은 상태이므로 언제 청산할지 모르는 상황 속에서, 경제위기에 따라 매출이 급감하던 **과거 파키스탄의 종업원 수 감소분**을 반영해주었다.

종업원 수 추정						
(단위: 명)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
한국	6,405	6,289	6,795	6,769	6,646	6,526
yoy (%)		-1.8%	8.0%	-1.8%	-1.8%	-1.8%
카자흐스탄	4,098	3,787	3,787	3,787	3,787	3,787
러시아	291	332	332	332	332	332
벨기에	227	192	192	192	192	192
인도 간과	619	590	590	590	590	590
인도 빙과	893	860	860	860	860	860
인도 빙과 공장 증설				1,032	1,032	1,032
인도	1512	1450	1450	2,482	2,482	2,482
파키스탄	1,888	1,486	1,486	1,486	1,486	1,486
미얀마	1,530	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470
싱가폴	11	14	14	14	14	14
중국	126	139	139	130	124	119
yoy (%)				-7%	-4%	-4%
합계	16,088	15,159	15,665	16,662	16,534	16,408
yoy (%)		-6%	3%	6%	-1%	-1%



1인당 평균 급여액						
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1인당 평균 급여액	53	54	54	54	55	55
yoy (%)		3%	-1%	1%	1%	1%
롯데제과	54	54	52			
롯데푸드	51	55	55		합병	

감가상각비와 무형자산상각비는 고정비이기에, 숫자의 변동폭이 크지 않다. 그러나, '23년 인도 공장 증설 예정인만큼, 감가상각비는 증가할 것이다. 고로, '21년 대비 '22년 감가상각비 및 무형자산상각비 증가율을 적용 후, '24년과 '25년 flat하였다. ZBB 정책 속 공장 효율화 측면에서, '24년 상반기 제빵 공장, '25년 상반기 육가공 공장이 통폐합되는 만큼, flat 추정은 매우 보수적이다.

기타비용은 연간 % of sales는 일정하게 유지되지만, 1Q23이 이례적으로 컸던 만큼, 해당 추세를 반영하여 '23년 기타비용을 증가시켜준 후, 하향안정화 시켜주었다. 기타비용 내에는 운반비가 포함되는데, 제과와 푸드를 통합 후 ZBB를 거치며 단기적으로 거점과 거래처 수를 대폭 감소시키고, 물류센터끼리 공동 운영 및 배송할 계획인만큼, 하향안정화는 합리적이다.

6.3. 판매비와관리비 추정

판매비와관리비에서 금액적 중요성을 띠는 계정은 **종업원급여와 지급수수료, 판매수수료**이다. 지급수수료와 판매수수료는 특히나 **동사의 수출 성장과** 연관되어 있기에 주목해야 한다.

판매비와관리비												
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	3,660,122	3,598,369	3,753,213	4,105,203	919,152	1,056,379	1,103,251	1,026,421	959,597	4,277,384	4,472,361	4,613,900
판매비와관리비	851,092	847,467	881,859	929,534	210,455	234,210	246,273	238,596	220,876	979,311	1,009,568	1,028,597
% of sales	23.3%	23.6%	23.5%	22.6%	22.9%	22.2%	22.3%	23.2%	23.0%	22.9%	22.6%	22.3%
종업원급여		265,545	271,291	294,391	71,622	72,363	74,445	75,961	76,659	297,200	300,036	302,898
% of sales		7.4%	7.2%	7.2%	7.8%	6.9%	6.7%	7.4%	8.0%	6.9%	6.7%	6.6%
yoy (%)		0.0%	2.2%	8.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%
여비교통비		5,354	3,748	4,885	850	1,322	1,330	1,383	1,416	5,242	5,481	5,654
차량유지비		16,205	18,262	20,788	4,637	5,625	5,673	4,853	4,277	19,065	19,934	20,565
세금과공과		9,428	9,747	10,539	1,118	2,852	4,903	1,666	1,118	10,981	11,481	11,844
소모품비		8,621	8,513	9,383	1,766	2,174	2,481	2,962	2,397	9,909	10,361	10,688
수선유지비		6,621	6,619	7,363	1,529	1,992	1,197	2,645	1,688	7,695	8,046	8,301
지급임차료		10,705	10,539	10,891	2,545	2,947	2,681	2,718	2,671	12,028	12,576	12,974
감가상각비 및 무형자산상각비		62,407	61,226	67,524	15,545	18,271	17,238	16,470	16,738	70,356	73,563	75,891
% of sales		1.7%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
지급수수료		209,479	218,412	241,415	45,003	62,750	59,493	74,169	60,263	260,081	271,936	280,542
% of sales		5.8%	5.8%	5.9%	4.9%	5.9%	5.4%	7.2%	6.3%	6.1%	6.1%	6.1%
판매수수료		66,179	69,484	73,265	17,169	19,824	20,529	15,743	15,635	79,188	82,798	85,418
% of sales		1.8%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	1.5%	1.6%	1.9%	1.9%	1.9%
판매촉진비		20,903	20,449	24,480	5,955	5,448	4,363	8,714	4,720	24,553	23,065	18,246
% of sales		0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%
대손상각비(환입)		4,589	-3,082	-1,953	-864	-528	-67	-493	121	-149	-149	-149
운반보관료		75,053	84,387	64,908	22,544	17,563	23,000	1,801	10,739	67,630	70,713	72,951
% of sales		2.1%	2.2%	1.6%	2.5%	1.7%	2.1%	0.2%	1.1%	1.6%	1.6%	1.6%
광고선전비		64,499	80,742	74,513	15,479	15,056	21,060	22,918	16,634	92,018	96,213	99,258
% of sales		1.8%	2.2%	1.8%	1.7%	1.4%	1.9%	2.2%	1.7%	2.2%	2.2%	2.2%
기타		21,879	21,522	27,141	5,557	6,551	7,947	7,086	5,800	23,514	23,514	23,514

판매비와관리비 내 종업원급여는 증설과 크게 관련이 없기 때문에 따로 추정하였다. ZBB 인원 절감 프로젝트 내에서, 빙과 영업소를 통폐합, 대형화 및 채널을 전문화 할 예정인만큼, 획기적으로 통제할 부문이 판매비와관리비 내 종업원급여이므로, 1인당 평균 급여액 상승분을 반영해주었다.

지급수수료와 판매수수료는 해외 진출에 주력하고, 판매를 확장하는 Q 중심의 매출액 증가가 일어나는 동사의 방향성을 고려하여 판매수수료는 가장 높은 % of sales를, 지급수수료는 '22년과 1Q23의 % of sales 평균을 반영해주었다. 롯데 제과와 푸드를 합치면서 증가한 바이오파워를 고려하면, 이 또한 매우 보수적이다.

광고선전비의 경우, 동사는 주로 전지현, BTS와 같은 유명 연예인과 다나카, 미주와 같은 대세 연예인을 고용하여 광고하며, 항상 같은 기획사를 사용한다. Appendix 3.에서 시사하듯, 올해 5월까지 이미 이성경, 전지현, BTS, 다나카의 광고가 진행중인 바, 가장 높은 % of sales를 부여한다.

6.4. 영업외비용 추정

영업외비용 추정												
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	3,660,122	3,598,369	3,753,213	4,105,203	919,152	1,056,379	1,103,251	1,026,421	959,597	4,277,384	4,472,361	4,613,900
영업외비용	44,685	4,582	85,033	64,188	13,174	-9,792	13,204	47,603	15,939	64,188	54,437	54,437

영업외비용은 롯데제과와 롯데푸드 계정을 합할 경우, 대부분 기타로 분류되어 세부 추정이 무의미하다고 판단하였다. 고로, 가장 크게 영향을 미치는 변수인 환율과 금리를 고려하여 추정한다. '21년은 환율 및 금리 상승, 무형자산손상차손이 반영되어 영업외비용이 큰 폭으로 증가하였고, '22년은 더 높아진 환율과 금리로 인해 영업외비용이 높게 유지되었다. 환율은 예측 불가능하지만, 상방 대비 하방이 열려있는 가격대에 자리잡아 있으며, 금리는 '24년 이후 인하될 것이라 전망된다. 고로, '23년 flat, '24년 하락 추세를 반영하여 추정한다.

6.5. 법인세비용 및 지배기업 소유주지분

법인세비용은 '22년 이후 한계세율을 적용하였고, 지배기업 소유주지분은 '19년 ~ '21년 평균으로 추정하여 계산하였다. 자세한 추정은 Appendix 4.에 수록하였다.

6.6. Valuation - Peer PER Method

동사는 합병을 통해 제과 중심의 사업에서 **푸드 사업**을 확장할 예정이고, **수출 비중**을 큰 폭으로 늘려감에 따라 **과거와 다른 양상**을 보여줄 예정이다. 또한, 비용 통제에 약했던 동사의 과거를 뒤로 하고, 이영구 대표를 필두로 **영업이익률**을 개선할 예정이므로, 새로 태어나는 동사에게 Historical PER Method를 부여하는 것은 비합리적이다.

Peer 비교							
(단위: 백만 원, %, x)	시가총액	매출액 ('22)	영업이익 ('22)	영업이익률	수출비중	PER TTM	PER 12MF
농심	2,615,500	3,129,100	112,200	3.59%	78.8%	22.52	15.64
오리온	5,040,900	2,873,200	466,700	16.24%	67.0%	13.13	13.26
삼양식품	792,500	909,000	104,460	11.49%	60.0%	10.08	9.1
CJ제일제당	4,779,700	30,079,500	1,431,500	4.76%	47.0%	8.73	9.53
롯데웰푸드	1,009,500	3,203,300	112,400	3.51%	23.0%	18.09	9.23
풀무원	413,200	2,838,300	26,300	0.93%	20.5%	N/A	10.8
빙그레	487,600	1,267,700	39,400	3.11%	14.0%	19.06	11.54
해태제과	177,300	590,300	23,200	3.93%	8.0%	-	-
롯데칠성	1,320,400	2,841,700	222,900	7.84%	6.8%	11.2	8.72
하이트진로	1,613,100	2,497,600	190,600	7.63%	6.4%	19.21	15.62
크라운제과	111,200	413,600	17,600	4.26%	6.0%	4.38	-
CJ프레스웨이	331,200	2,747,700	97,800	3.56%	0.1%	6.81	4.59

동사의 Peer는 **빙그레**로 선정한다.

- (1) **수출비중**: 기타 변수도 물론 작용하지만, 멀티플의 핵심은 수출비중이다. 동사 대비 수출비중이 너무 높거나, 낮은 Peer들을 제외하면, 풀무원과 빙그레가 후보군으로 편입된다. 빙그레는 동사 대비 수출비중이 낮지만, 빠른 속도로 수출을 확대해나가고 있다. 이는 투자포인트 1에서 언급한 인도, 카자흐스탄, 러시아 중심의 수출 확장과 양상이 유사하다.
- (2) **사업적 유사성 및 OPM**: 푸드 및 푸드서비스 중심의 풀무원보다 빙과와 우유, 음료에 강한 빙그레와 사업적 유사성이 크며, 풀원은 동사에 비해 영업이익률이 과도하게 낮다. 더불어, 식품주의 경우 원재료에 따라 판가 및 수익성이 결정되는데, 동사와 빙그레는 모두 '원유'가 원재료의 대부분을 차지한다는 면에서도 유사하다.

동사의 목표주가는 '24년 추정 EPS에 빙그레의 현재 12MF PER을 곱하여 산정한다. 이는 동사의 '24년 예상 영업이익률이 빙그레의 '23년 예상 영업이익률과 유사하기 때문이다.(Appendix 5.) 12MF PER은 미래 컨센서스에 대한 시장의 기대감이니, 빙그레의 '23년을 통해 동사의 '24년 기대감을 추정하는 것은 합리적이다. 더불어, 동사의 **수출비중이 빙그레보다 높고**, 수출비중은 멀티플을 결정짓는 주요 요인이므로, 보수적인 멀티플이다.

또한, 투자포인트에서 지속적으로 제시한 **동사의 수출에 대한 낙관적인 전망**을 바탕으로, 동사의 성장세는 '25년에 더욱 지속될 예정이다. 고로, '25년 추정 EPS에 **높아진 수출 비중에 대한 시장의 멀티플**을 반영한 목표주가를 산정한다. 해당 멀티플은 '24년 Target PER x (동사 '24년 수출비중/동사 '23년 수출비중)으로 계산하여 12.1x를 산출하였다. '25년 28%로 높아진 동사의 수출비중은 동사의 EPS와 멀티플을 동시에 상승시키며, 투자자들에게 큰 수익성을 안겨줄 수 있을 것이다.

종합하여, 2024E EPS 13,153원에 Target Multiple PER 11.5x를 적용한 **목표주가 151,800원, 상승여력 42%의 단기적 투자의견 Buy**를 제시한다. 나아가, 2025E EPS 18,269원에 Target Multiple PER 12.1x를 적용한 **목표주가 220,500원, 상승여력 106% 투자의견 Strong Buy**를 제시한다.

Valuation - Peer PER Method (2024E) - 12MF		Valuation - Peer PER Method (2025E) - 12MF	
2024E 지배주주 당기순이익 (단위: 백만 원)	116,293	2025E 지배주주 당기순이익 (단위: 백만 원)	161,521
유통가능주식수 (단위: 주)	8,841,267	유통가능주식수 (단위: 주)	8,841,267
2024E EPS (단위: 원)	13,153	2025E EPS (단위: 원)	18,269
Target PER	11.5x	Target PER	12.1x
목표주가 (단위: 원)	151,800	목표주가 (단위: 원)	220,500
현재주가 (단위: 원)	107,000	현재주가 (단위: 원)	107,000
상승여력	42%	상승여력	106%

7. Appendix

Appendix 1. 롯데웰푸드 (구 롯데제과) Balance Sheet

롯데웰푸드(롯데제과) 연결재무상태표						
(단위 : 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23
자산	2,542,674	2,716,175	2,643,035	2,666,649	4,105,259	4,272,989
유동자산	704,166	771,083	830,051	827,935	1,448,968	1,616,919
현금및현금성자산	198,591	216,213	312,095	295,004	318,392	514,556
매출채권 및 기타채권	234,071	234,871	209,406	184,437	366,576	332,274
기타유동금융자산	848	56,529	49,264	47,846	93,774	97,340
당기법인세자산	8,758	11,256	7,851	8,298	6,988	7,210
재고자산	237,136	235,096	231,030	247,178	623,443	619,294
기타유동자산	24,762	17,117	20,405	45,171	39,795	46,244
비유동자산	1,838,508	1,945,092	1,812,984	1,838,714	2,656,291	2,656,070
관계기업투자자산	43,471	-	1,316	1,155	10,362	12,058
기타비유동금융자산	36,386	27,007	9,809	20,200	91,519	68,830
유형자산	1,289,501	1,314,794	1,255,471	1,293,691	1,853,358	1,871,304
사용권자산	-	49,408	49,974	37,930	57,137	55,771
무형자산	370,033	405,459	346,699	316,904	312,471	320,861
투자부동산	90,524	141,264	140,901	152,996	237,202	233,864
이연법인세자산	5,400	4,406	7,906	15,406	16,831	16,349
기타비유동자산	3,193	2,755	908	432	77,411	77,034
부채	1,284,764	1,415,384	1,363,139	1,339,677	1,993,628	2,157,000
유동부채	449,280	500,871	508,126	685,643	921,107	978,447
매입채무 및 기타채무	171,657	163,663	152,985	186,132	302,478	305,124
차입금	175,694	55,206	69,973	114,982	203,555	206,837
사채	-	159,965	163,200	249,957	209,965	300,258
리스부채	-	10,253	11,595	9,425	15,159	13,012
기타유동금융부채	48,527	48,575	49,350	69,094	105,805	90,944
당기법인세부채	4,127	8,976	11,705	8,396	7,082	4,144
이연수익	1,601	1,638	1,856	1,823	1,365	496
충당부채	26,497	30,310	26,920	20,814	19,596	17,205
기타유동부채	21,178	22,285	20,542	22,625	56,100	40,427
매각예정처분부채집단	-	-	-	2,396	-	-
비유동부채	835,484	914,514	855,013	654,034	1,072,521	1,178,552
차입금	69,307	166,410	187,791	136,625	197,916	197,698
사채	547,236	513,180	449,491	318,193	635,888	738,734
리스부채	-	28,664	25,967	17,300	23,914	24,103
기타비유동금융부채	17,197	13,811	10,338	1,064	11,535	11,617
순확정급여부채	12,235	7,910	8,819	4,516	1,389	1,354
비유동성충당부채	596	156	187	134	509	519
이연법인세부채	177,866	171,266	159,635	163,243	182,374	185,164
이연수익	3,175	3,109	2,018	1,799	1,872	1,840
기타비유동부채	7,872	10,007	10,767	11,160	17,125	17,522
자본	1,257,910	1,300,791	1,279,896	1,326,972	2,111,632	2,115,989
지배기업 소유주지분	1,174,802	1,209,557	1,187,383	1,234,117	2,023,846	2,025,111
자본금	3,208	3,208	3,208	3,208	4,717	4,717
자본잉여금	1,178,514	1,178,514	1,178,514	1,178,514	1,130,430	1,130,430
기타자본항목	1,149	(6,039)	(6,039)	(6,039)	437,861	437,861
기타포괄손익누계액	(17,544)	(2,178)	(57,927)	(35,410)	(47,864)	(26,748)
이익잉여금	9,474	36,051	69,626	93,844	498,702	478,851
비지배지분	83,108	91,234	92,513	92,855	87,785	90,878

Appendix 2. 롯데푸드 Balance Sheet

롯데푸드 연결재무상태표				
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021
자산	1,208,284	1,321,162	1,286,539	1,271,499
유동자산	444,923	470,919	552,041	482,379
현금및현금성자산	42,957	28,553	121,109	63,340
매출채권	189,365	192,407	178,994	180,540
기타금융자산	13,820	16,406	64,298	14,331
재고자산	192,342	227,147	183,296	219,065
기타자산	11,727	160,012	4,343	5,102
비유동자산	758,074	696,636	734,498	789,120
기타금융자산	22,024	26,763	25,703	26,273
유형자산	541,003	560,853	586,316	562,736
사용권자산	-	22,090	20,555	25,358
투자부동산	122,975	37,069	43,964	78,679
무형자산	47,081	46,238	43,420	43,221
관계기업및공동기업투자	512	455	9,649	45,187
순확정급여자산	2,410	3,068	4,838	7,102
이연법인세자산	-	-	-	493
매도가능금융자산	-	-	-	-
기타포괄손익-공정가치 금융자산	20,257	-	-	-
기타자산	1,812	100	53	71
부채	525,809	613,629	525,343	485,466
유동부채	180,977	453,823	317,842	257,313
차입금	3,000	111,979	138,000	49,993
매입채무	83,447	80,153	73,594	89,548
유동성리스부채	-	3,638	3,669	5,755
기타금융부채	74,885	81,221	73,313	76,193
미지급법인세	8,386	5,164	19,732	2,932
기타부채	9,314	170,090	8,376	31,787
총당부채	1,946	1,577	1,158	1,105
비유동부채	344,832	159,807	207,500	228,153
장기차입금	199,810	99,939	149,768	169,757
리스부채	-	14,245	12,761	15,760
기타금융부채	20,606	8,433	7,365	6,830
이연법인세부채	25,333	27,924	25,347	22,985
기타부채	98,549	8,722	11,706	12,256
총당부채	534	544	554	565
자본	682,474	707,532	761,196	786,032
자본금	5,659	5,659	6,045	6,045
자본잉여금	59,967	59,967	95,848	95,848
기타자본	(11,134)	2,794	(2,039)	(2,039)
기타포괄손익누계액	(283,760)	(283,760)	(283,760)	(283,760)
이익잉여금	911,742	922,871	969,938	969,938

Appendix 3. 광고선전비 추정 자료

동사 광고 연예인				
	2020	2021	2022	2023
5월 이전	페이커 백종원 로운 피오	김연경	이성경 전지현 BTS	이성경 전지현 BTS 다나카
5월 이후	제니	매드몬스터 정동원 전지현 홀리뱅	미주	?

Appendix 4. 법인세비용 추정

법인세비용 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
법인세비용차감전순이익	99,714	152,501	61,896	71,968	79,635	155,456	216,149
2억원 이하					20	20	20
2억원 초과 200억원 이하					4,138	4,138	4,138
200억 초과 3000억원 이하					13,776	31,290	45,310
3000억원 초과					N/A	N/A	N/A
법인세비용	23,014	40,467	24,780	14,345	17,934	35,448	49,468
최종 법인세율 (%)	23%	27%	40%	20%	23%	23%	23%

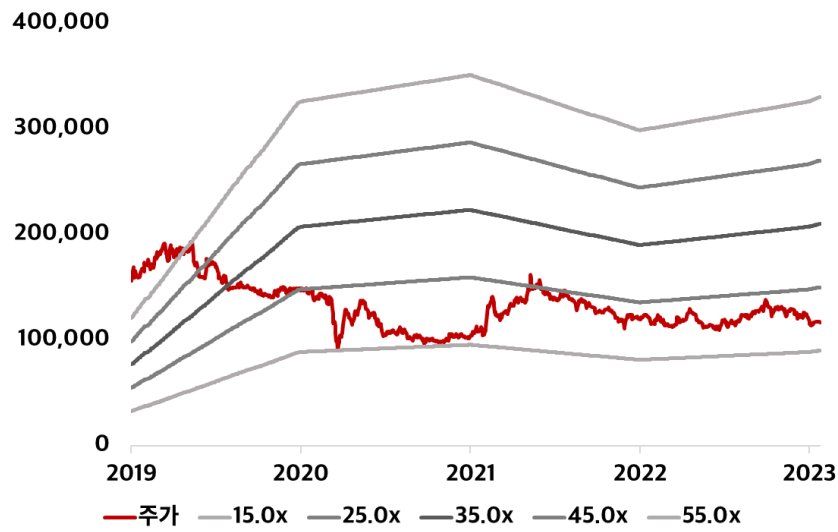
'22년 한계세율	
과세표준	세율 (%)
2억원 이하	11.0%
2억원 초과 200억원 이하	22.0%
200억 초과 3000억원 이하	24.2%
3000억원 초과	27.5%

'22년 이후 한계세율	
과세표준	세율 (%)
2억원 이하	9.9%
2억원 초과 200억원 이하	20.9%
200억 초과 3000억원 이하	23.1%
3000억원 초과	26.4%

Appendix 5. 빙그레 및 동사 영업이익률 추이

빙그레 & 동사 영업이익률 추이							
(단위: %)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
빙그레	5.21%	4.15%	2.29%	3.11%	4.40%	4.60%	4.60%
롯데웰푸드	3.95%	4.37%	3.91%	3.32%	3.36%	4.69%	5.86%

Appendix 6. 동사 PER BAND

**Notice.**

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.