

[지주회사]

## 롯데그룹 지배구조 변환 Coming Soon

### 지배구조 변환 최대 수혜주 롯데쇼핑

2017/04/24

#### ■ 경영권 분쟁이 지배구조 변환의 단초 제공

롯데그룹 지배구조 변환의 최종 목적은 경영권 분쟁을 마무리하는 동시에 신동빈 회장이 한국롯데에 대한 지분율을 확대하면서 일본롯데의 영향력에서 벗어나는 것이다.

#### ■ 경영권 분쟁 사실상의 마무리로 지배구조 변환 가속화 될 듯

#### ■ 인적분할로 지주회사 전환 가시화 될 듯

지난주 금요일(4/21) 언론에서 분할 등으로 롯데그룹 지배구조 변환이 이번 주 내로 가시화 될 것이라고 앞다퉀 보도하였다. 물론 공시가 나와야지 정확한 지배구조 변환 형태에 대하여 알겠지만 대다수 언론에서 인적분할 등을 통한 지배구조 변환을 거론하였기 때문에 그 동안 본지를 통하여 지속적으로 밝혀왔던 시나리오가 실현될 가능성이 높아질 것이다.

남아 있는 67개 순환출자 고리 중 54개 고리가 호텔롯데-롯데알미늄-롯데제과-롯데쇼핑-롯데상사-한국후지필름-롯데쇼핑으로 이어질 뿐만 아니라 금액적으로 가장 부담스러운 부분이 롯데제과와 롯데칠성이 각각 보유한 롯데쇼핑 지분 7.9%, 3.9% 등이다. 따라서 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등을 투자회사와 사업회사로 인적분할 한 뒤 각각의 투자회사를 합병하여 순환출자 고리를 해소하는 동시에 합병회사에 대한 신동빈 회장의 지배력 확대가 가능할 것이다.

#### ■ 지배구조 변환 최대 수혜주 롯데쇼핑

지배구조 변환이 어떤 식으로 전개가 되면 롯데쇼핑의 경우 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등에 비하여 월등히 시가총액이 클 뿐만 아니라 신동빈 회장이 4개 회사 중 가장 많은 지분율을 보유하고 있기 때문에 롯데쇼핑의 리레이팅 관점에서 최대 수혜가 가능할 것이다. 또한 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등을 투자회사와 사업회사로 인적분할 한 뒤 곧바로 각각의 투자회사를 합병하는 형태로 지배구조가 변환 된다면 롯데쇼핑 투자회사의 경우 바로 장부가액까지 가치 상승이 가능하므로 롯데쇼핑의 최대 수혜가 예상된다.

#### ■ 롯데홀딩스가 모든 계열사를 영향력에 하에 둔 이후 호텔롯데 상장 추진될 듯

Analyst 이상헌

(2122-9198)

value3@hi-ib.com

조경진

(2122-9209)

kjcho@hi-ib.com

## I. 경영권 분쟁이 지배구조 변환의 단초 제공

### ■ 형제간에 경영권 분쟁이 지배구조 변환의 배경

롯데그룹 지배구조의 가장 큰 특징은 계열사들이 매우 복잡한 출자관계를 가지고 있으나, 주요 계열사에 대하여는 일본계열사 및 2세들이 지분을 소유하고 있기 때문에 안정적인 경영권을 행사할 수 있다는 것이다.

그러나 지난 2015년 형제간에 경영권 분쟁을 겪음에 따라 롯데그룹의 신동빈 회장이 지난 2015년 8월 11일 대국민 사과문을 발표하면서 우리나라에서 실질적으로 지주회사격인 호텔롯데를 상장하고, 416개에 달하는 순환출자 고리도 연내에 80% 이상 해소하겠다고 밝혔다.

이에 대하여 먼저 신동빈 회장이 롯데건설이 보유하고 있던 롯데제과 1.3%를 매입하며 기존 순환출자고리 416개 중 140개를 해소하였다. 그 다음으로 호텔롯데는 롯데쇼핑이 보유하고 있던 롯데알미늄 12.0%, 한국후지필름이 보유하고 있던 대흥기획 3.5%, 롯데제과가 보유하고 있던 한국후지필름 0.9%를 매입함에 따라 호텔롯데의 롯데알미늄 지분율은 12.99%에서 25.04%, 대흥기획 지분율은 12.76%에서 16.26%, 한국후지필름 지분율은 7.11%에서 8%로 각각 상승하였다. 이에 따라 남아있던 순환출자고리 276개 중 209개를 끊음으로써 총 349개 즉, 순환출자고리의 83.9%를 해소하였다.

순환출자고리 해소 이후 그 다음단계로 호텔롯데의 증권거래소 상장을 추진하였다. 그러나 롯데면세점 입점 로비와 롯데그룹 비자금 의혹 사건에 대한 검찰 수사가 본격화되면서 상장 계획을 철회하였다.

4개월간 진행된 검찰의 롯데그룹 수사가 횡령과 배임 혐의로 신 회장을 포함하여 신격호 롯데그룹 총괄회장과 신동주 전 일본 롯데홀딩스 부회장 등을 불구속 기소함에 따라 사실상 마무리 되었으며, 현재 재판 진행 중에 있다.

---

특히 그룹지배구조 측면에서 한국롯데의 지주회사격인 호텔롯데 지분 대부분은 일본롯데 계열사들이 들고 있다. 이에 따라 신동빈 회장이 지배구조 변환을 주도하면서 일본 롯데 계열사라는 비난을 피할 수 있을 뿐만 아니라, 한국롯데에 대한 지배력을 강화할 명분도 얻을 수 있게 될 것이다.

결국에는 롯데그룹 지배구조 변환의 최종 목적은 경영권 분쟁을 마무리하는 동시에 신동빈 회장이 한국롯데에 대한 지분율을 확대하면서 일본롯데의 영향력에서 벗어나는 것이다.

### ■ 경영 쇄신안에는 투명경영을 통한 질적성장 and 그룹지배구조 개선 등이 포함

지난해 10월 25일 롯데그룹은 대국민 사과 및 경영 쇄신안을 발표하였다. 경영 쇄신안에는 투명경영을 통한 질적성장 and 함께 그룹지배구조 개선 등이 포함되어 있다. 투명경영을 통한 질적성장을 위해서 준법경영위원회 설치, 매출 등 실적 위주가 아닌 질적 성장 목표 설정, 정책본부 축소와 계열사 책임/권한 강화, 5년간 40조원 투자 및 7만명 고용, 3년간 1만명 비정규직의 정규직 전환 등이 포함되어 있다.

또한 그룹지배구조 개선을 위하여 한국롯데의 지주회사격인 호텔롯데 상장 뿐만 아니라 세븐일레븐, 롯데정보통신, 롯데리아 등의 상장도 추진할 것이며, 순환출자를 해소하면서 지주회사 체제로 전환하겠다는 내용이 포함되어 있다.

## II. 경영권 분쟁 사실상의 마무리

### ■ 경영권 분쟁 사실상의 마무리로 지배구조 변환 가속화 될 듯

올해 2월 22일 신동주 전 부회장이 롯데쇼핑 보유 주식 중 173만883주를 처분하여 지분율이 7.95%로 줄었다고 공시하였다. 이에 따라 신동주 전 부회장은 세금을 제외하고도 3,000억원 이상의 자금을 확보하였는데, 그 사용처를 일본 광운사의 차입금 상환, 아버지 신격호 총괄회장의 세금 대납을 위한 차입금 상환, 한국에서의 신규사업 투자 등으로 검토하고 있다고 밝혔다.

형제간에 경영권 분쟁 중에 롯데쇼핑 이라는 그룹 핵심 계열사의 주식을 대량 처분한 것은 경영권분쟁 마무리 또는 보다 더 승기를 잡을 수 있는 대안을 마련하기 위한 것일 수 있는데, 밝힌 사용처나 여러 가지 상황 등을 고려할 때 경영권 분쟁이 마무리 되었다고 판단된다. 왜냐하면 광운사를 제외한 일본 및 한국 롯데 계열사 이사회를 신동빈 회장이 장악하고 있을 뿐만 아니라 각 계열사의 경우 내부 지분율이 높기 때문에 사전협약이 있지 않는 한 신동주 전 부회장이 롯데 계열사가 가지고 있는 다른 롯데 계열사 지분을 매수하기가 힘들기 때문이다. 다만, 일본롯데홀딩스 기존 주주들을 회유하거나 인적분할 후 홀딩스 지분을 매입할 수 있는데 매각 대금 등을 고려할 때 그 영향력은 제한적이라고 판단된다.

이에 따라 경영권 분쟁이 사실상 마무리 되었기 때문에 지배구조 변환의 행보가 더욱 더 빨라질 것으로 예상된다.



## Ⅲ. 지배구조 변환 가시화 될 듯 ⇒ 최대 수 혜주 롯데쇼핑

### ■ 인적분할로 지주회사 전환 가시화 될 듯

지난주 금요일(4/21) 언론에서 분할 등으로 롯데그룹 지배구조 변환이 이번 주 내로 가시화 될 것이라고 앞다퉈 보도하였다. 물론 공시가 나와야지 정확한 지배구조 변환 형태에 대하여 알겠지 만은 대다수 언론에서 인적분할 등을 통한 지배구조 변환을 거론하기 때문에 그 동안 본지를 통하여 지속적으로 밝혀왔던 시나리오가 실현될 가능성이 높아질 것이다.

올해 1월 19일 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등은 공시를 통하여 순환출자 해소와 지배구조 개선을 위하여 현재 분할, 합병, 분할합병 등을 비롯하여 지주회사 체제로의 전환을 위한 여러 방안을 검토 하고 있다고 밝혔다.

이에 대한 선제적인 관점에서 지난 2월 롯데그룹은 각 계열사들의 임원인사를 단행하였으며, 이번 인사에 맞춰 94곳의 계열사를 유통, 화학/건설, 식품/제조, 호텔/서비스 등 4개 사업부문(BU)으로 나눠 묶는 조직 개편도 이루어졌다.

롯데그룹은 그 동안 416개였던 순환출자고리를 83.9% 해소하며 67개까지 줄였다. 즉, 호텔롯데는 롯데쇼핑이 보유하고 있던 롯데알미늄 12.0%, 한국후지필름이 보유하고 있던 대흥기획 3.5%, 롯데제과가 보유하고 있던 한국후지필름 0.9%를 매입함에 따라 호텔롯데의 롯데알미늄 지분율은 12.99%에서 25.04%, 대흥기획 지분율은 12.76%에서 16.26%, 한국후지필름 지분율은 7.11%에서 8%로 각각 상승하였다.

남아 있는 67개 고리 중 54개 고리가 호텔롯데-롯데알미늄-롯데제과-롯데쇼핑-롯데상사-한국후지필름-롯데쇼핑으로 이어질 뿐만 아니라 금액적으로 가장 부담스러운 부분이 롯데제과와 롯데칠성이 각각 보유한 롯데쇼핑 지분 7.9%, 3.9% 등이다.

따라서 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등을 투자회사와 사업회사로 인적분할 한 뒤 각각의 투자회사를 합병하여 순환출자 고리를 해소하는 동시에 합병회사에 대한 신동빈 회장의 지배력 확대가 가능할 것이다. 즉, 신동빈 회장은 현재 롯데쇼핑 13.5%, 롯데제과 9.1%, 롯데칠성 5.7%, 롯데푸드 2.0% 등을 소유하고 있기 때문에 스왑 등을 통하여 합병회사에 대한 신동빈 회장의 지배력을 확대할 것으로 예상된다.

결국에는 한국롯데의 지주회사격인 호텔롯데 및 롯데쇼핑 중 먼저 롯데쇼핑 투자지분이 주축이 된 지주회사에 대하여 신동빈 회장의 지배력을 확대하는 것이다. 이렇게 되면 신동빈 회장이 지배구조 변환을 주도하면서 한국롯데에 대한 지배력을 강화할 명분도 얻을 수 있게 될 것이다.

### ■ 지배구조 변환 최대 수혜주 롯데쇼핑

만약 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등을 투자회사와 사업회사로 인적분할 한 뒤 곧바로 각각의 투자회사를 합병하는 형태로 지배구조 변환 된다면 롯데쇼핑이 최대 수혜주가 될 가능성이 높을 것이다.

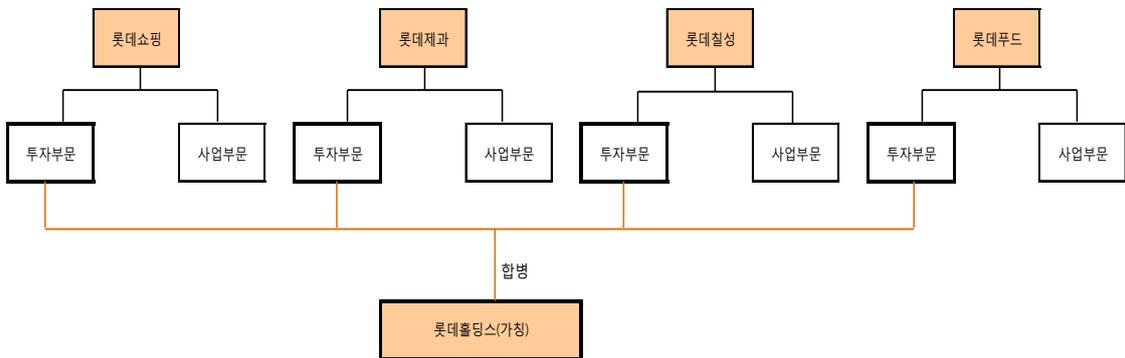
보통 인적분할은 한달 남짓 거래정지 중에 이루어지며, 인적분할 된 회사들은 한달 남짓 거래정지 이후 재상장 되거나 신규상장 하게 된다. 만약 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등의 투자회사 간의 합병이 거래정지 기간에 이루어 진다면 비상장회사 가치평가인 자산 가치와 수익가치의 가중산술평균으로 이루어지게 된다.

이렇게 되면 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등의 투자회사는 대부분 자산가치만 있게 될 것이며, 비상장회사 자산가치이기 때문에 보통 장부가로 평가하게 된다. 현재 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등은 주식시장에서 PBR이 각각 0.5배, 1.1배, 0.9배, 0.9배 수준인데, 인적분할 이후 거래정지 기간에 합병하게 된다면 합병비율 산정 시 가치평가에서 각각 장부가로 평가되기 때문에 가치상승이 이루어 질 수 있을 것이다. 특히 롯데쇼핑의 가치 상승이 두드러지게 이루어지면서 최대 수혜가 가능할 것이다.

참고로 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등 4개 투자회사의 합병 시 합병주체가 어떤 회사 되든 간에 하나도 중요하지 않으며 오로지 합병비율이 중요할 뿐이다. 또한 여태까지 신동빈 부회장이 롯데제과 지분율을 확대하였던 이유는 인적분할 후 스왑 시 보다 적은 자금으로 신동주 전 부회장과의 지분율 차이를 확대할 수 있기 때문이었다. 그러나 신동주 전 부회장이 롯데쇼핑 일부 지분 매각함에 따라 롯데제과 지분을 확대는 아무 의미가 없어 졌으며, 오히려 롯데쇼핑 기업가치 상승만으로도 신동빈 지분확대의 레버리지 효과가 발생할 수 있을 것이다.

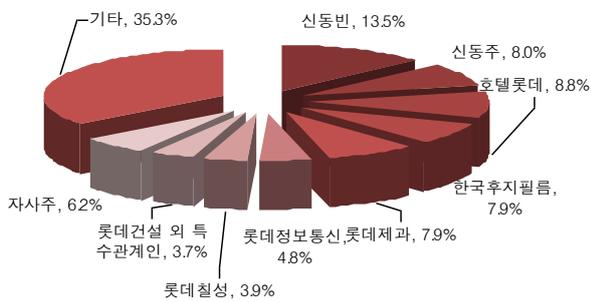
결국에는 지배구조 변환이 어떤 식으로 전개가 되든 롯데쇼핑의 경우 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등에 비하여 월등히 시가총액이 클 뿐만 아니라 신동빈 회장이 4개 회사 중 가장 많은 지분율을 보유하고 있기 때문에 롯데쇼핑의 리레이팅 관점에서 최대 수혜가 가능할 것이다.

<그림 2> 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 각각 인적분할 한 이후 4개 회사의 투자부문 합병



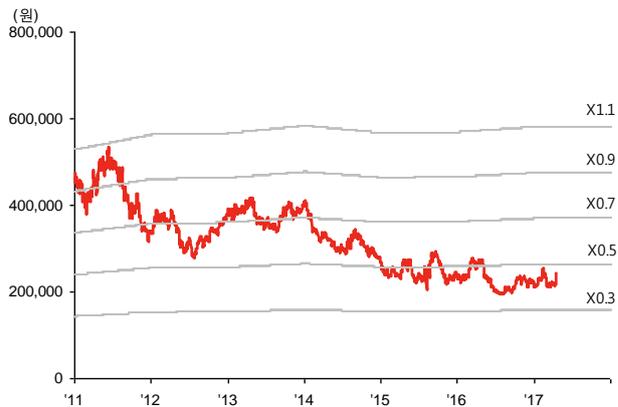
자료: 하이투자증권

<그림 3> 롯데쇼핑 주주분포



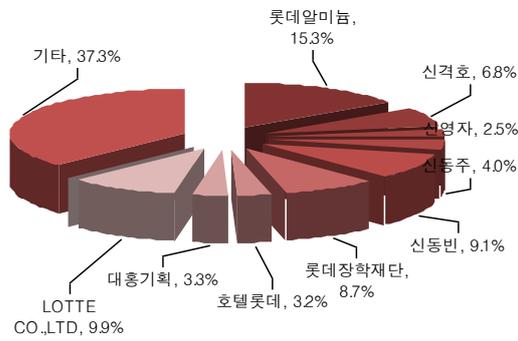
자료: 롯데쇼핑, 하이투자증권

<그림 4> 롯데쇼핑 PBR 밴드



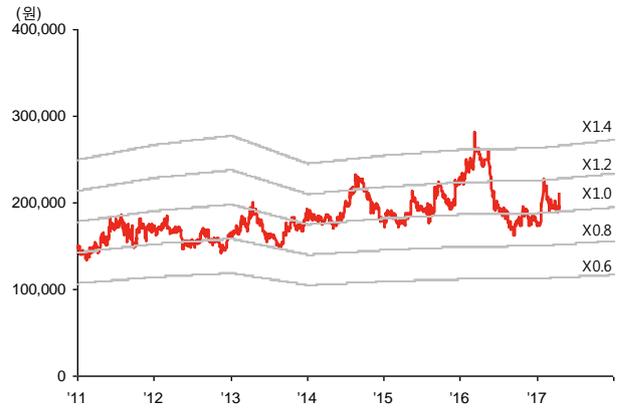
자료: 롯데쇼핑, 하이투자증권

<그림 5> 롯데제과 주주분포



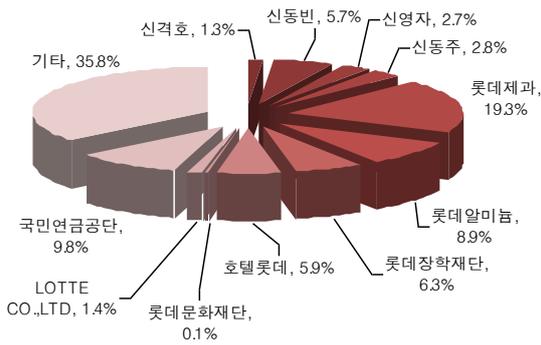
자료: 롯데제과, 하이투자증권

<그림 6> 롯데제과 PBR 밴드



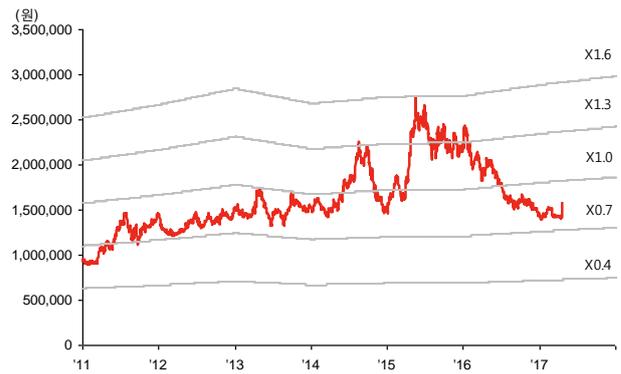
자료: 롯데제과, 하이투자증권

<그림 7> 롯데칠성 주주분포



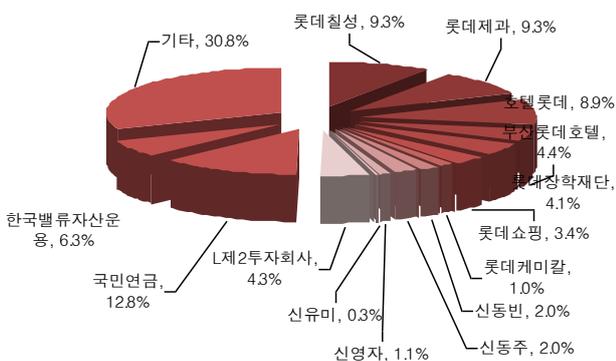
자료: 롯데칠성, 하이투자증권

<그림 8> 롯데칠성 PBR 밴드



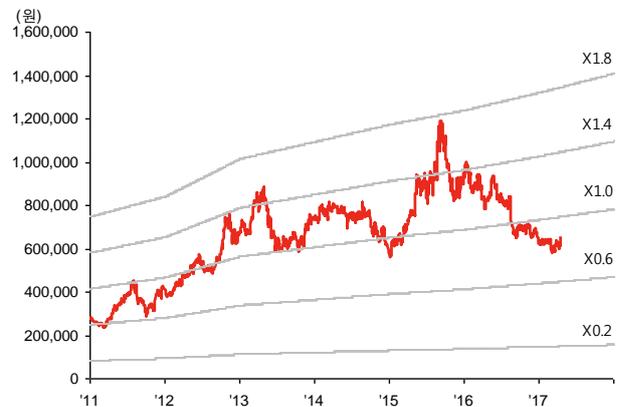
자료: 롯데칠성, 하이투자증권

<그림 9> 롯데푸드 주주분포



자료: 롯데푸드, 하이투자증권

<그림 10> 롯데푸드 PBR 밴드



자료: 롯데푸드, 하이투자증권

## IV. 호텔롯데 상장은 차후에

### ■ 가칭 롯데홀딩스가 모든 계열사를 영향력에 하에 둔 이후 호텔롯데 상장이 추진될 듯

만약 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등 4개 투자회사의 합병으로 가칭 롯데홀딩스가 세워진다면 호텔롯데가 보유하고 있는 지분을 롯데홀딩스에 현물 출자하여 호텔롯데를 제외한 모든 계열사를 롯데홀딩스 영향력에 둘 것으로 예상된다. 이는 당초 호텔롯데 상장을 통하여 일본 롯데그룹 지분율을 낮출 계획이었으나 샤드 영향 등으로 인한 면세점 실적 부진 등으로 호텔롯데 상장 지연이 불가피할 것으로 예상되기 때문이다.

호텔롯데의 주주는 롯데홀딩스 19.1%를 비롯하여, L4 15.6%, L9 10.4%, L7 9.4%, L1 8.6%, L8 5.8%, 광윤사 5.5%, L10 4.4%, L12 4.2%, L6 4.0%, L5 3.6%, L11 3.3%, L2 3.3%, 패밀리 2.1%, 자사주 0.2%, 부산롯데호텔 0.6% 등으로 분포되어 있다.

지난해 6월 호텔롯데 상장을 추진할 당시 L4투자회사는 보유주식수의 15.7%을, L6, L5, L2 투자회사는 보유주식 전량을 구주매출할 계획이었다. 이렇게 되면 신동주 전 부회장이 과반 이상 지분을 확보한 광윤사를 시작으로 롯데홀딩스를 거쳐 호텔롯데를 지배하는 L투자회사들의 지분율이 줄어드는 효과가 있다. 즉, 롯데스트래티직인베스트먼트(패밀리, 미도리상사 등 다수의 일본 계열사들이 대주주)가 지배하는 L1, L7, L8, L9, L10, L11, L12는 구주매출 대상에서 제외되면서 호텔롯데에 대한 대주주 위치를 견고히 할 수 있을 것이다.

향후 호텔롯데 상장을 재추진할 때에는 전에 상장을 추진할 때 보다 L4투자회사의 구주매출을 더 할 가능성이 있는데, 이는 일본롯데와 한국롯데의 단절을 가속화 하기 위해서다.

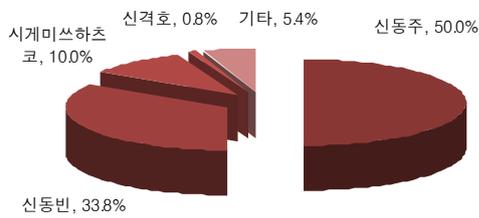
일본롯데홀딩스의 주주는 광윤사 28.1%를 비롯하여 종업원지주회(직원 130명으로 구성) 27.8%, 공영회(패밀리, 미도리상사, 그린서비스 등 관계사 3사로 구성) 13.9%, 롯데스트래티직인베스트먼트 10.7%, 임원지주회 6.0%, 서미경/신유미 6.8%, 신영자 3.0%, 신동주 1.6%, 신동빈 1.4%, 신격호 0.4%, 롯데재단 0.2% 등으로 분포되어 있다. 이렇듯 신동빈 회장이 일본롯데홀딩스의 지분율이 적은데도 불구하고 일본롯데홀딩스를 장악할 수 있는 이유는 종업원지주회, 공영회, 임원지주회 등의 지지를 받고 있기 때문이다.

따라서 신동빈 회장이 한국롯데의 확실한 오너가 되기 위해서는 지주회사적인 호텔롯데 지배력을 강화 시켜야 한다.

신동빈 회장이 롯데스트래티직인베스트먼트의 주식 취득으로 L1, L7, L8, L9, L10, L11, L12 투자회사 등을 통하여 호텔롯데를 지배하거나 L1, L7, L8, L9, L10, L11, L12 투자회사 보유하고 있는 호텔롯데 지분을 직접 매입하는 방법이 있을 것이다. 선택의 기준은 전적으로 롯데스트래티직인베스트먼트와 호텔롯데의 기업가치에 달려 있을 것이다.

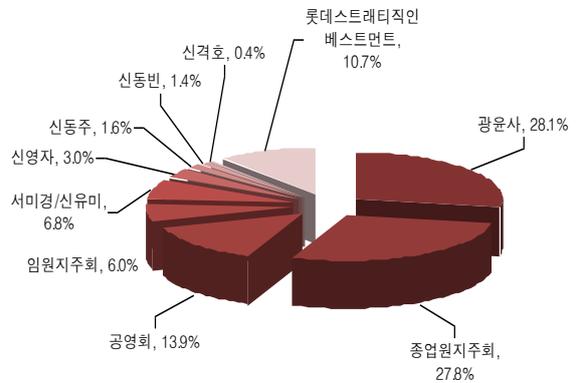
만약 신동빈 회장이 일본롯데홀딩스가 보유하고 있는 롯데스트래티직인베스트먼트 지분 31%를 확보할 수 있게 된다면 일본롯데홀딩스와 호텔롯데의 지배력을 동시에 강화할 수 있을 것이다.

<그림 11> 광운사 주주분포



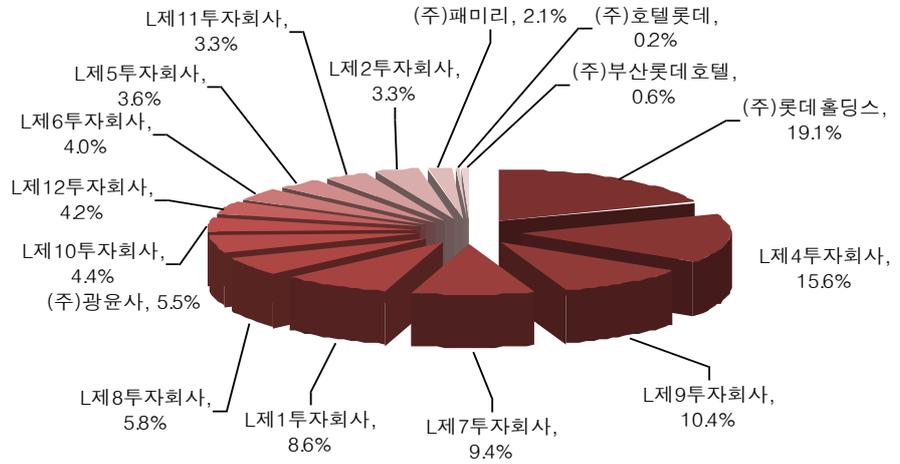
자료: 언론종합, 하이투자증권

<그림 12> 일본롯데홀딩스 주주분포



자료: 언론종합, 하이투자증권

<그림 13> 호텔롯데 주주분포



자료: 호텔롯데 하이투자증권

<표 1> 지난해 6월 호텔롯데 상장추진 당시 구주매출 계획

보유자	구주매출 전 주식수	구주매출 후 주식수
L 제4투자회사	16,000,000	13,490,000
L 제6투자회사	4,060,000	0
L 제5투자회사	3,685,000	0
L 제2투자회사	3,400,000	0

자료: 호텔롯데 하이투자증권

---

## Compliance notice

---

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 :이상헌, 조경진\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

### 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3%	12.7%	-