

2017. 4. 28



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미

02. 6098-6664

bomi.yun@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 260,000 원

현재주가 (4.27) 268,000 원

상승여력 -3.0%

KOSPI 2,209.46pt

시가총액 84,396억원

발행주식수 3,149만주

유동주식비율 35.26%

외국인비중 18.43%

52주 최고/최저가 272,000원 / 193,000원

평균거래대금 378.4억원

주요주주(%)

신동빈 외 18인 58.46

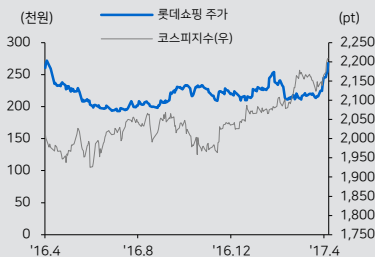
자사주 6.16

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 22.65 14.78 2.88

상대주가 21.92 5.56 -6.52

주가그래프



롯데쇼핑 023530

시나리오별 분할 사업회사 가치 추정

- ✓ 롯데쇼핑 투자부문의 본질가치, 분할비율 대비 높은 수준으로 산정
- ✓ 롯데쇼핑 사업부문의 가치에 대해서는 불확실성이 높아질 수 있겠음
- ✓ 최대주주의 지분스왑을 가정한다면 사업회사 가치 회복을 위해 노력할 가능성 잠재
- ✓ 롯데쇼핑 사업부문의 가치와 투자부문의 가치를 합하였을 때 상승 여력은 제한적
- ✓ 실질적인 사업부문의 영업력 회복 여부 확인 필요

롯데쇼핑 투자부문의 본질가치, 분할비율 대비 높은 수준

롯데그룹의 지주사 전환을 위한 분할합병보고서에 따르면 롯데쇼핑의 투자부문의 본질가치 2조 9,119억원은 분할비율가치 9,030억원 대비 높은 수준으로 산출되었다. 이는 분할비율은 순자산가치를 기준으로 산출되고 본질가치는 자산가치와 수익가치의 가중산술평균가액이 적용되었기 때문이다. 롯데쇼핑의 투자부문에는 코리아세븐, 롯데리아, 롯데닷컴, 롯데멤버스, 롯데로지스틱스 등 향후 기업가치의 확장 가능성이 높았던 자회사들과 그 외 롯데카드 등 종속, 관계회사들이 귀속되기 때문에 산출된 가치가 무리한 수준은 아니라고 판단한다.

롯데쇼핑 사업부문의 가치에 대해서는 불확실성이 높아질 수 있겠음

그러나 롯데쇼핑 전체에서 투자부문을 제외한 사업부문의 가치에 대해서는 불확실성이 높아질 수 있다. 주요 사업부인 백화점과 할인점의 부진이 지속되고 있는 가운데 해외 적자사업도 사업부문에 귀속되기 때문이다. 3.4조원 규모의 순차입금도 사업부문에 포함된다. 다만 롯데쇼핑 사업부문에 대한 신동빈 회장의 지분가치가 상대적으로 높은 수준이기 때문에 분할 이후 최대주주의 지분스왑의 시나리오를 가정한다면 사업회사의 가치 회복을 위해 노력할 가능성이 잠재한다.

실질적인 사업부문의 영업력 회복 여부 확인 필요

주요 사업부인 백화점과 할인점의 2017년 예상 NOPLAT이나 EBITDA를 기반으로 한 롯데쇼핑 사업부문의 가치와 분할합병보고서에서 산출된 투자부문의 가치를 합하였을 때 현 시점에서 추가적인 상승 여력은 제한적이라고 판단한다. 향후 실질적인 롯데쇼핑 사업부문의 영업실적 개선 여부를 확인할 필요가 있겠다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	29,127.7	853.7	-383.1	-12,164	적전	402,309	N/A	0.6	6.0	-2.3	138.1
2016	29,526.4	940.4	168.2	5,341	흑전	411,161	41.5	0.5	5.4	1.0	142.8
2017E	29,922.4	794.3	287.9	9,141	71.1	525,018	29.3	0.5	6.4	1.8	138.8
2018E	30,251.5	877.3	330.0	10,479	14.6	533,620	25.6	0.5	6.0	2.0	134.5
2019E	30,584.3	917.5	351.9	11,176	6.7	542,919	24.0	0.5	5.7	2.1	130.2

표1 투자회사와 사업회사 귀속 지분 현황

투자회사	사업회사
롯데푸드	에프알엘코리아
롯데상사	우리홈쇼핑
롯데자이언츠	디시네마오브코리아
롯데리아	롯데김해개발
대흥기획	엔씨에프
롯데역사	롯데수원역쇼핑타운
롯데닷컴	롯데송도쇼핑타운
롯데로지스틱스	한국에스티엘
코리아세븐	씨에스유통
롯데자산개발	롯데하이마트
롯데인천개발	은평피에프비
롯데인천타운	롯데백화점마산
롯데글로벌로지스	롯데타운동탄
롯데멤버스	롯데울산개발
롯데엑셀러레이터	이지스일호
롯데카드	해외계열사
롯데캐피탈	

자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 롯데쇼핑 분할구조

(백만원)	분할전	롯데쇼핑 투자회사	롯데쇼핑 사업회사
자산총액	25,982,810	1,801,598	24,182,824
부채총액	10,477,056	142,818	10,334,238
순자산	15,505,754	1,658,780	13,848,587
분할비율	1.0000000	0.1069784	0.8930216
발행주식총수	31,490,892	3,368,845	28,122,047
주당 액면가액	5,000원	5,000원	5,000원

자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 롯데지주회사 투자부문 분할합병비율

구분	제과투자 (합병법인)	쇼핑투자 (피합병법인)	철성투자 (피합병법인)		푸드투자 (피합병법인)
			보통주	우선주	
A. 본질가치 (억원)	19,527	29,119	8,066	350	1,857
-본질가치 비중	33.2%	49.4%	13.7%	0.6%	3.1%
B. 분할전 주식수	35,535,000주	31,490,892주	1,237,203주	120,000주	1,369,436주
C. 주당분할비율	70.4%	10.7%	35.4%	35.4%	17.4%
D. 분할 후 주식수 (BxC)	25,012,241주	3,368,845주	437,857주	42,469주	237,566주
E. 주당 본질가치 (A/D)	78,070	864,374	1,842,221	823,202	781,717
F. 주당합병비율 (피합병법인 주당가치 / 합병법인주당가치)	1.00	11.07	23.60	23.60	10.01
G. 분할합병비율 (CxG)	1.00	1.18	8.35	8.35	1.74
H. 발행주식수 (BxG)	25,012,241주	37,299,024주	10,332,128주	1,002,143주	2,378,750주

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 신동빈 회장의 롯데쇼핑 사업회사 지분가치 비중 높은 편

(십억원)	롯데쇼핑	롯데제과	롯데칠성	롯데푸드
시가총액 (4/27)	8,440	3,035	2,246	894
분할비율 (%)	10.70%	70.40%	35.40%	17.40%
1-분할 (사업회사)	89.30%	29.60%	64.60%	82.60%
신동빈 지분율 (%)	13.46%	9.07%	5.71%	1.96%
시가총액 기준	1,135.97	275.25	128.22	17.53
사업회사 기준	1,014.42	81.47	82.83	14.48
신동빈 지분 비중 (%)	85.0%	6.8%	6.9%	1.2%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 사업회사 영업가치 시나리오별 롯데쇼핑 가치 추정 (요약)

(십억원)	1) 해외사업 포함		2) 해외사업 손실 제외		3) EBITDA 기준	
	2017년	2018년	2017년	2018년	2017년	2018년
상승여력 (%)	-21.3%	-20.0%	-8.9%	-7.7%	-2.3%	7.8%
시가총액 (4/27)	8,440	8,440	8,440	8,440	8,440	8,440
사업회사 +투자회사 합	6,646	6,753	7,692	7,793	8,247	9,098
사업회사 본질가치 추정	3,734	3,841	4,780	4,881	5,335	6,186
투자회사 본질가치	2,912	2,912	2,912	2,912	2,912	2,912
투자회사 분할비율 가치	903.0					
투자회사의 가치 상승	2,009					

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 롯데쇼핑 사업회사 NAV (2017년 기준 해외사업 포함)

(십억원)	2017년 예상 NOPLAT	multiple	지분율	가치	비고
영업가치	백화점	412.5	12	100.0	4,949 각 업종 평균 PER 적용
	할인점	(103.3)	10	100.0	0 중국 안정화 및 국내 개선 여부 관건
	홈쇼핑	64.7	12	53.0	412
	시네마	9.5	30	50.0	143 2016년 손실, 2015년 영업이익 가정
	합			5,361	
시가총액			지분율	가치	비고
자산가치	하이마트	1,368.8	62.3	596	할인율 30%
	관계기업지분투자			331	장부가기준
	매도가능금융자산			586	장부가기준
	투자부동산			297	장부가기준
	합			1,810	
순차입금 (사업회사개별)				3,437	
적정가치 (NAV)				3,734	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표7 롯데쇼핑 사업회사 NAV (2018년 기준 해외사업 포함)

(십억원)	2018년 예상 NOPLAT	multiple	지분율	가치	비고
영업가치	백화점	471.0	12	100.0	5,652 각 업종 평균 PER 적용
	할인점	(45.8)	10	100.0	0 중국 안정화 및 국내 개선 여부 관건
	홈쇼핑	64.7	12	53.0	412
	시네마	9.5	30	50.0	143 2016년 손실, 2015년 영업이익 가정
	합				6,064
시가총액			지분율	가치	비고
자산가치	하이마트	1,368.8	62.3	596	할인율 30%
	관계기업지분투자			331	장부가기준
	매도가능금융자산			586	장부가기준
	투자부동산			297	장부가기준
	합			1,214	
순차입금 (사업회사개별)				3,437	
적정가치 (NAV)				3,841	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표8 롯데쇼핑 사업회사 NAV (2017년 기준 해외사업 손실 제외)

(십억원)	2017년 예상 NOPLAT	multiple	지분율	가치	비고
영업가치	백화점	473.3	12	100.0	5,679 각 업종 평균 PER 적용
	할인점	31.6	10	100.0	316 중국 안정화 및 국내 개선 여부 관건
	홈쇼핑	64.7	12	53.0	412
	시네마	9.5	30	50.0	143 2016년 손실, 2015년 영업이익 가정
	합			6,407	
시가총액			지분율	가치	비고
자산가치	하이마트	1,368.8	62.3	596	할인율 30%
	관계기업지분투자			331	장부가기준
	매도가능금융자산			586	장부가기준
	투자부동산			297	장부가기준
	합			1,810	
순차입금 (사업회사개별)				3,437	
적정가치 (NAV)				4,780	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표9 롯데쇼핑 사업회사 NAV (2018년 기준 해외사업 손실 제외)

(십억원)	2018년 예상 NOPLAT	multiple	지분율	가치	비고
영업가치	백화점	517.8	12	100.0	6,214 각 업종 평균 PER 적용
	할인점	47.8	10	100.0	478 중국 안정화 및 국내 개선 여부 관건
	홈쇼핑	64.7	12	53.0	412
	시네마	9.5	30	50.0	143 2016년 손실, 2015년 영업이익 가정
	합			7,104	
시가총액			지분율	가치	비고
자산가치	하이마트	1,368.8	62.3	596	할인율 30%
	관계기업지분투자			331	장부가기준
	매도가능금융자산			586	장부가기준
	투자부동산			297	장부가기준
	합			1,214	
순차입금 (사업회사개별)				3,437	
적정가치 (NAV)				4,881	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표10 롯데쇼핑 사업회사 NAV (2017년 EBITDA 기준)

(십억원)		EBITDA	multiple	지분율	가치	비고
영업가치	백화점	946.0	6.5	100.0	6,149	현대백화점 EV/EBITDA
	할인점	54.0	9.5	100.0	813	이마트 EV/EBITDA
	합				6,962	
		시가총액		지분율	가치	비고
자산가치	하이마트	1,368.8		62.3	596	할인율 30%
	관계기업지분투자				331	장부가기준
	매도가능금융자산				586	장부가기준
	투자부동산				297	장부가기준
	합				1,810	
순차입금 (사업회사개별)					3,437	
적정가치 (NAV)					5,335	

자료: 메리츠증권리서치센터

표11 롯데쇼핑 사업회사 NAV (2018년 EBITDA 기준)

(십억원)		EBITDA	multiple	지분율	가치	비고
영업가치	백화점	960.0	6.5	100.0	6,240	현대백화점 EV/EBITDA
	할인점	134.0	9.5	100.0	1,573	이마트 EV/EBITDA
	합				7,813	
		시가총액		지분율	가치	비고
자산가치	하이마트	1,368.8		62.3	596	할인율 30%
	관계기업지분투자				331	장부가기준
	매도가능금융자산				586	장부가기준
	투자부동산				297	장부가기준
	합				1,810	
순차입금 (사업회사개별)					3,437	
적정가치 (NAV)					6,186	

자료: 메리츠증권리서치센터

롯데쇼핑(023530)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	29,127.7	29,526.4	29,922.4	30,251.5	30,584.3
매출액증가율 (%)	3.7	1.4	1.3	1.1	1.1
매출원가	20,217.1	20,196.3	20,620.1	20,813.1	21,042.0
매출총이익	8,910.5	9,330.1	9,302.3	9,438.5	9,542.3
판매비와관리비	8,056.8	8,389.8	8,508.0	8,561.2	8,624.8
영업이익	853.7	940.4	794.3	877.3	917.5
영업이익률 (%)	2.9	3.2	2.7	2.9	3.0
금융수익	-168.6	-178.4	-140.7	-135.3	-129.6
종속/관계기업관련손익	6.9	61.4	50.0	50.0	50.0
기타영업외손익	-771.7	-334.0	-100.0	-100.0	-100.0
세전계속사업이익	-79.8	489.4	603.6	692.0	738.0
법인세비용	265.7	242.5	181.1	207.6	221.4
당기순이익	-345.5	246.9	422.5	484.4	516.6
지배주주지분 손이익	-383.1	168.2	287.9	330.0	351.9

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	15,997.3	16,932.3	16,969.8	17,075.4	17,304.1
현금및현금성자산	1,751.3	2,269.2	2,187.3	2,130.3	2,194.5
매출채권	569.8	663.9	625.1	632.0	639.0
재고자산	3,266.0	3,324.4	3,339.4	3,376.1	3,413.2
비유동자산	24,696.1	24,983.6	25,125.4	25,257.5	25,300.2
유형자산	15,759.1	15,932.2	16,054.3	16,173.9	16,202.4
무형자산	3,578.4	3,356.7	3,327.4	3,299.2	3,272.1
투자자산	3,364.0	3,656.0	3,705.0	3,745.8	3,787.0
자산총계	40,693.4	41,915.9	42,095.1	42,332.9	42,604.2
유동부채	11,918.7	13,386.0	13,377.8	13,370.4	13,364.0
매입채무	3,725.6	3,764.7	3,795.4	3,837.1	3,879.4
단기차입금	1,789.8	1,537.3	1,437.3	1,337.3	1,237.3
유동성장기부채	2,477.3	3,521.4	3,521.4	3,521.4	3,521.4
비유동부채	11,686.9	11,265.9	11,089.9	10,909.8	10,730.0
사채	7,959.9	7,718.3	7,518.3	7,318.3	7,118.3
장기차입금	1,856.5	1,706.1	1,706.1	1,706.1	1,706.1
부채총계	23,605.5	24,651.9	24,467.7	24,280.2	24,094.0
자본금	157.5	157.5	157.5	157.5	157.5
자본잉여금	3,910.8	3,910.8	3,910.8	3,910.8	3,910.8
기타포괄이익누계액	95.5	88.0	88.0	88.0	88.0
이익잉여금	11,893.7	11,995.6	12,224.4	12,495.3	12,788.1
비지배주주지분	840.4	959.5	1,094.2	1,248.5	1,413.2
자본총계	17,087.8	17,264.0	17,627.4	18,052.7	18,510.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	641.1	1,506.9	1,593.8	1,585.0	1,604.7
당기순이익(손실)	-345.5	246.9	422.5	484.4	516.6
유형자산감가상각비	840.1	836.0	877.9	880.4	871.5
무형자산상각비	146.1	137.2	29.3	28.2	27.1
운전자본의 증감	-1,254.6	-619.3	129.1	60.2	60.9
투자활동 현금흐름	-1,558.4	-968.4	-1,170.3	-1,139.5	-1,041.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,094.9	-1,207.0	-1,000.0	-1,000.0	-900.0
투자자산의 감소(증가)	-286.3	-292.0	-49.0	-40.8	-41.2
재무활동 현금흐름	731.0	-21.2	-505.3	-502.4	-499.3
차입금증감	1,322.2	413.1	-299.3	-299.4	-299.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-176.9	517.9	-81.9	-57.0	64.2
기초현금	1,928.1	1,751.3	2,269.2	2,187.3	2,130.3
기말현금	1,751.3	2,269.2	2,187.3	2,130.3	2,194.5

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	924,955	937,618	950,192	960,644	971,211
EPS(지배주주)	-12,164	5,341	9,141	10,479	11,176
CFPS	53,986	58,282	52,444	55,123	56,083
EBITDAPS	58,427	60,764	54,032	56,711	57,671
BPS	402,309	411,161	525,018	533,620	542,919
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER		41.5	29.3	25.6	24.0
PCR	4.3	3.8	5.1	4.9	4.8
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDA	1,839.9	1,913.5	1,701.5	1,785.9	1,816.1
EV/EBITDA	6.0	5.4	6.4	6.0	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.3	1.0	1.8	2.0	2.1
EBITDA 이익률	6.3	6.5	5.7	5.9	5.9
부채비율	138.1	142.8	138.8	134.5	130.2
금융비용부담률	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
이자보상배율(x)	3.4	4.0	3.3	3.8	4.0
매출채권회전율(x)	47.4	47.9	46.4	48.1	48.1
재고자산회전율(x)	9.1	9.0	9.0	9.0	9.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31일 기준으로 최근
1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

롯데쇼핑(023530) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.05.12	기업브리프	Hold	300,000	유주연	
2015.07.09	산업분석	Hold	300,000	유주연	
2015.10.13	산업분석	Hold	300,000	유주연	
2016.04.07	산업브리프	Buy	300,000	양지혜	
2016.05.09	기업브리프	Buy	300,000	양지혜	
2016.06.13	기업브리프	Hold	250,000	양지혜	
2016.08.08	기업브리프	Hold	208,000	양지혜	
2016.11.07	기업브리프	Hold	230,000	양지혜	
2017.01.04	산업브리프	Hold	230,000	양지혜	
2017.02.10	기업브리프	Hold	230,000	양지혜	
2017.04.24	기업브리프	Hold	260,000	양지혜	
2017.04.28	기업브리프	Hold	260,000	양지혜	