

롯데지주(004990)

Not rated

롯데지주 애널리스트 간담회 후기

전일 황각규 부회장 주재로 열린 간담회에서 경영진은 기업가치 부양과 주주가치 재고에 대한 의지를 피력했다. 특별한 agenda 는 없었지만 전년 롯데지주 출범 직후 개최된 간담회보다는 내용 구성, 경영진의 의지, 시장과의 소통에서 변화가 뚜렷했다. 롯데지주는 경영진이 주재하는 간담회를 일년에 두 차례 진행할 계획이다.

롯데쇼핑의 중국 사업 구조조정 현황

- 중국 마트 사업 해소 시 롯데쇼핑은 2,000억원의 이익 개선 효과 기대
- 중국 사업(마트)는 중국 내 정치적인 상황과 동시 고려 필요, 최근 한-중 긴장이 완화 단계로 접어들며 롯데의 상황도 개선 중
- 잠재 인수자들마다 다양한 조건을 제시한 상황인데 완전 철수, 부분 매각 등 결정 짓지 않은 상황임.
- 롯데가 소수 지분을 남기고 전체 양도하는 경우, 전체 사업을 양도하는 경우 등 여러 옵션을 가지고 가장 유리한 선택지를 고려 중에 있음
- 손실 폭을 최소화하는 방향으로 롯데에게 최선의 방법을 선택할 것

롯데지주 소유의 롯데제과 해외법인 매각 지연 이유

- 올해 초 분할/합병 및 상호출자 해소가 최우선이었기에 롯데지주의 롯데제과 해외법인 매각(롯데제과 유상증자)는 미뤄짐
- 분할/합병이 무사히 완료되었기에 빠른 시일에 해당작업 진행할 계획
- 과거 4사 분할/합병 당시 롯데제과의 해외법인은 약 5,000억원으로 평가
- 최근 7사 분할/합병 과정에서도 신용평가기관의 세부 조정 있었으며 롯데제과에 매각 시 해외법인의 가치 변화를 고려해서 가격 산정 예상
- 중국을 제외한 해외법인은 전년 호실적 기록했기에 상향 여지 있고, 중국 법인은 하향 여지 존재. 그러나 전체적으로 가격에 큰 차이가 없을 것

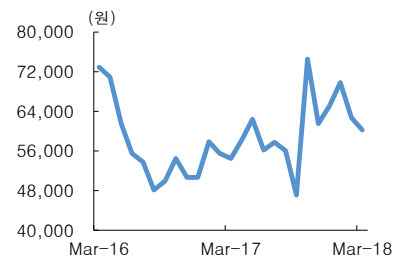
Stock Data

KOSPI(3/26)	2,437
주가(3/26)	60,200
시가총액(십억원)	4,436
발행주식수(백만)	74
52주 최고/최저(원)	74,500/47,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	22,801
유동주식비율/외국인지분율(%)	37.1/21.6
주요주주(%)	신경호 외 30 인 44.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.8)	21.2	8.5
KOSPI 대비(%p)	(5.0)	18.6	(3.8)

주가추이



자료: WISEfn

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액(십억원)	2,258	2,248	NA	NA	NA
증가율(%)	1.5	(0.4)	NA	NA	NA
영업이익(십억원)	144	128	NA	NA	NA
순이익(십억원)	75	70	NA	NA	NA
EPS(원)	5,346	4,911	NA	NA	NA
증가율(%)	NM	(8.1)	NA	NA	NA
EBITDA(십억원)	240	224	NA	NA	NA
PER(x)	12.1	10.3	NA	NA	NA
EV/EBITDA(x)	15.4	13.7	NA	NA	NA
PBR(x)	0.4	0.3	NA	NA	NA
ROE(%)	3.0	2.8	NA	NA	NA
DY(%)	1.7	2.2	NA	NA	NA

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

윤태호

taeho3123@truefriend.com

롯데그룹의 배당정책

- 롯데는 그룹 전체적으로 중장기 배당성향을 30%로 확대할 계획
- 현금흐름을 배당으로 모두 소진하면 기업가치에 부정적이기에 기본적으로는 잉여현금흐름의 30%를 배당재원 활용, 30%는 투자, 나머지는 직원들을 위한 profit sharing 형태가 바람직하다고 판단
- 롯데지주의 배당정책에 대해서는 일본계열사, 주주들도 동의함
- 롯데지주는 자체 현금흐름이 부족하기에 자본잉여금 1조원을 이익잉여금으로 전환해서 배당여력이 생김(롯데제과 투자회사 부문의 자본)

지주 전환 후 금융계열사 처리 방안

- 롯데그룹이 추진 중인 옴니 채널, 빅데이터를 고려 시 금융계열사는 꼭 필요함
- 그러나 현재 공정거래법상 지주의 금융계열사 지배가 불가능하기에 제3자로 매각, 계열사 매각 등을 검토 중에 있음
- 시한이 얼마 남지 않았기에 조기에 결론을 낼 예정
- 자회사 행위요건 제한 기간은 2년, 특별사유로 공정위 허가가 있다면 2년 연장 가능

롯데의 수익성 개선 방안, Zero-based budgeting

- 최저임금제, 근무시간 단축 등 고려 시 외부 여건이 만만치 않은 상황임
- 롯데는 식품사업부터 제조, 물류, 판매, 마케팅 전체 value chain 을 원점에서 수익성을 검토하는 zero-based budgeting 을 실시할 계획
- 이에 따라 식품사업부의 영업이익률을 2%p 높일 계획이며, 글로벌 식품 기업 수준의 수익성을 기대하고 있음
- 식품사업을 시작으로 유통, 제조업 등 계열사로 zero-based budgeting 도입할 것

비상장 자회사 IPO 계획

- 롯데지주는 롯데정보통신, 코리아세븐, 롯데시네마 등이 있지만 각 사의 준비상황과 시장의 평가를 고려해서 상장 진행할 것
- 롯데와 주주에게 모두 이익이 돌아갈 수 있는 계열사가 우선 상장 순위가 될 것
- 이를테면 편의점 업황이 부진하고, 시장 평가가 안 좋은 상황에서 무리하게 IPO 를 고집하지 않는다는 의미임
- 성장성, 주가 전망 등 다각도로 검토해서 시장 눈높이에 맞게 진행 예정

롯데지주의 성장 동력

- 롯데지주의 신규 투자사업, 성장 동력 확보는 과제이지만 구체적으로 정해진 사안이 없음
- 다만, 신사업을 추진하게 되면 국내보다는 해외일 가능성이 높음
- 롯데지주는 우선적으로 현금흐름 개선, 비상장사의 IPO 를 통해 기업가치를 부양할 계획

분할/합병 이후 자사주, 순차입금 규모

- 7사 분할/합병 시 매수청구권 규모는 약 2,500억원이며 이중 절반을 신동주 전 부회장의 매수청구권임
- 매수청구권 사용 이후 롯데지주의 자사주는 40.3%에 달함

- 순차입금 규모는 1조원

자사주 활용 방안

- 자사주 활용 방안은 주식소각, 주식매각 두 가지가 있는데 내부 재원 활용과 주가를 모두 고려해서 결정할 계획
- 매각을 하면 현금이 확보되지만 주가 하락이 불가피하고, 의결권도 취약해짐
- 자사주 소각은 단기적으로 주가에 우호적이지만 장기 성장을 담보할 수 없음
- 자사주 활용 가치를 최적화 하는 방법에 대해서 고민 중에 있음

롯데의 구조조정, 사업효율화 방향성

- 계열사 혹은 특정 계열사 내의 사업부문이 구조조정 대상이 될 수 있음
- 구조적인 만성적자, 그룹과 시너지 효과가 제한적인 사업들을 우선적으로 검토할 계획(식품사업에서 많은 효율화 작업 예상)

부동산, 유휴자산 활용 방안

- 롯데그룹의 전체 자산의 30%가 부동산으로 효율화 작업이 필요
- 부지 활용 방안은 각 점포(백화점, 마트)의 상황에 따라 개별적으로 효율화 하는 방안에 대해서 검토 중에 있음
- 예를들어 부동산 가치가 높은 지역이면 영업(유통)보다는 오피스텔 등 시설 건립이 유리할 수도 있음
- 부동산의 특성상 현금화에 상당한 시간이 걸리기에 유휴자산 활용은 시장 기대치 보다는 느릴 수 있음

자회사 편입 계획

- 현재 롯데지주의 사업 방향성과 자회사의 수익성, 성장성을 검토해서 자회사 편입을 검토할 계획
- 롯데케미칼, 롯데호텔 등의 계열사도 잠재적 롯데지주의 자회사 편입대상임

롯데지주의 당면 과제(황각규 부회장)

- 최우선 순위는 그룹의 수익성 강화임. 과거 인수했던 사업들도 현 시점 그룹의 방향성(시너지 효과), 수익성, 성장성에 미달한다면 적극적 구조조정이 필요하다고 판단
- 정체중인 중국 사업 구조조정, 롯데지주의 자회사 편입, 그룹의 신성장 동력 확보 등 전체적으로 그룹의 기업가치를 올리는 것이 숙제

투자의견

- 7사 분할/합병 및 지분가치에 할인율 30~40%를 적용한 롯데지주 NAVS 는 65,389~74,602원
- 7사 분할/합병 이후 롯데지주의 자사주가 40.3%로 높아졌기에 향후 롯데지주의 주가가 계열사 지분가치 보다 NAV 에 미치는 영향이 커짐
- 전일 애널리스트 간담회, 금주 해외 NDR, 다음주 국내 CIO 미팅을 진행으로 롯데의 신뢰도는 점차 회복 예상
- 사드 해빙 모드로 점진적 수혜가 예상되고, 주가가 바닥을 다지고 있다는 점에서 긍정적 접근

〈표 1〉 7사 분할/합병 이후 롯데지주 NAV

(단위: 십억원, 백만주, 주, 원)

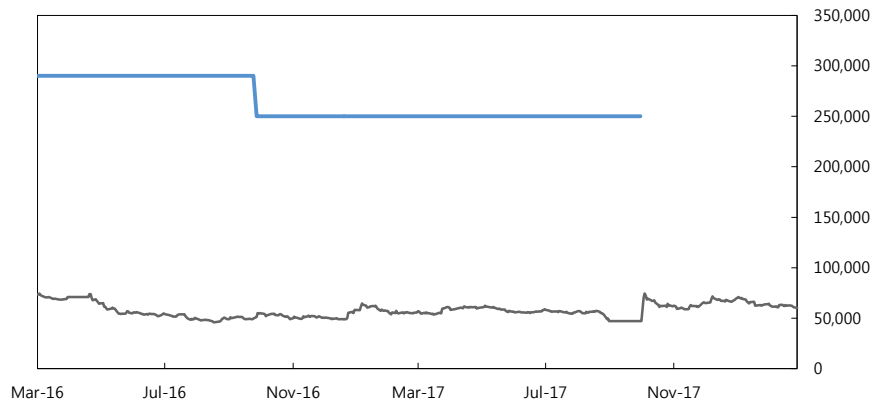
지분	시가총액 /장부가	지분을 평가금액	조정 시총 /장부가	지분을	조정 평가금액	30% 할인/ 비상장 0%	30% 할인	40% 할인	50% 할인	비고
롯데지주 자사주	6,897	40.3%	2,779	6,897	40.3%	2,779	1,946	2,779	2,779	시가총액
롯데지주 지시주(우)	66	10.4%	7	66	10.4%	7	5	5	4	3 시가총액
롯데칠성음료(보통주)	1,216	19.3%	235	1,216	19.3%	235	164	164	141	117 시가총액
롯데칠성음료(우선주)	55	10.4%	6	55	10.4%	6	4	4	3	3 시가총액
롯데푸드	697	22.1%	154	697	22.1%	154	108	108	92	77 시가총액
롯데쇼핑	6,398	38.5%	2,466	6,398	38.5%	2,466	1,726	1,726	1,479	1,233 시가총액
롯데제과	690	12.6%	87	690	12.6%	87	61	61	52	44 시가총액
롯데로지스틱스	172	36.2%	100	172	36.2%	62	62	44	37	31 롯데의 수익가치 평가기준
롯데글로벌로지스	694	16.0%	42	694	16.0%	111	111	78	67	56 롯데의 수익가치 평가기준
롯데역사	665	45.0%	275	665	45.0%	299	299	209	179	150 롯데의 수익가치 평가기준
롯데지알에스	376	54.0%	301	301	54.0%	162	162	114	97	81 음식료 PBR 0.8 배(전년 적자)
롯데정보통신	203	100.0%	54	203	100.0%	203	203	142	122	101 롯데의 수익가치 평가기준
롯데닷컴	73	78.0%	47	73	78.0%	57	57	40	34	28 롯데의 수익가치 평가기준
코리아세븐	619	81.0%	419	619	81.0%	501	501	351	301	251 롯데의 수익가치 평가기준
롯데자산개발	225	60.5%	136	225	60.5%	136	136	95	82	68 롯데의 수익가치 평가기준
롯데자이언츠	0	95.0%	-	0	95.0%	0	0	0	0	0 롯데의 수익가치 평가기준
대흥기획	48	56.5%	322	24	56.5%	13	13	9	8	7 자기자본 적용
롯데캐피탈	1,075	25.6%	276	1,075	25.6%	276	276	193	165	138 롯데의 수익가치 평가기준
롯데인천개발	0	35.0%	-	0	35.0%	0	0	0	0	0 롯데의 수익가치 평가기준
롯데상사	106	41.4%	118	106	41.4%	44	44	31	26	22 롯데의 수익가치 평가기준
롯데인천타운	0	100.0%	-	0	100.0%	0	0	0	0	0 롯데의 수익가치 평가기준
롯데액셀러레이터	0	16.7%	-	0	16.7%	0	0	0	0	0 롯데의 수익가치 평가기준
롯데카드	1,703	93.8%	1,597	1,100	93.8%	1,032	1,032	722	619	516 PBR 0.5 배적용(삼성카드)
롯데멤버스	53	93.9%	50	53	93.9%	50	50	35	30	25 롯데의 수익가치 평가기준
롯데건설	1,776	9.0%	58	1,776	9.0%	160	160	112	96	80 롯데의 수익가치 평가기준
한국후지필름	105	63.9%	30	105	63.9%	67	67	47	40	34 롯데의 수익가치 평가기준
기타	1,139		890	1,139		789	789	552	473	395 롯데의 수익가치 평가기준
지분가치 합계 (A)	25,051		10,447	24,349		9,696	7,976	7,621	6,929	6,238
브랜드로열티(B)			1,500			1,500	1,500	1,500	1,500	1,500 '18 년 로열티 1,000 억원(15bp), 멀티플 15 배
순차입금 (C)			1,000			1,000	1,000	1,000	1,000	1,000 별도 순차입금 1 조
기업가치 (D)=(A)+(B)-(C)						10,196	8,476	8,121	7,429	6,738
발행주식수 (E)						114	114	114	114	114 백만주
자사주 (F)						43	43	43	43	43 백만주
NAVS (H)=(D)/(E)						89,741	74,602	71,477	65,389	59,302 원,
현재 주가						60,700	60,700	60,700	60,700	60,700 원

주: 2월 완료된 7사 분할/합병 기준

자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
롯데지주(004990)	2016.03.11	매수	290,000원	-79.7	-74.3
	2016.10.24	매수	250,000원	-77.9	-74.2
	2017.10.24	1년경과		-81.2	-81.2
	2017.10.28	NR	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 27일 현재 롯데지주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 롯데지주 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

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

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

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

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.