

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

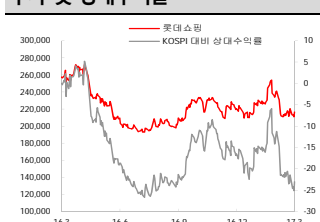
## Company Data

자본금	1,575 억원
발행주식수	3,149 만주
자사주	194 만주
액면가	5,000 원
시가총액	68,178 억원
주요주주	
신동빈(외17)	58.46%
롯데쇼핑 자사주	6.15%
외국인지분율	18.90%
배당수익률	0.90%

## Stock Data

주가(17/03/24)	216,500 원
KOSPI	2168.95 pt
52주 Beta	0.93
52주 최고가	272,000 원
52주 최저가	193,000 원
60일 평균 거래대금	315 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.2%	-13.3%
6개월	3.3%	-2.1%
12개월	-15.9%	-23.0%

## 롯데쇼핑 (023530/KS | 매수(유지) | T.P 300,000 원(유지))

### 중국 법인에 증자 결정, 운전자금이 필요했을 것

3월 24일 롯데쇼핑은 해외 사업에 증자를 결정. 특히, 중국 사업에 대한 증자 규모가 컸는데, 이는 마트 영업정지로 매출은 발생하지 않으면서 이전에 매입한 재고에 대한 결제로 인해 운전자금 소요가 커졌기 때문. 그러나 영업정지 기간이 더 길어진다면 하더라도 추가 증자 가능성은 높지 않음. 결재해야 할 자금 역시 많지 않을 것이기 때문. 중국 할인점의 영업정지가 롯데쇼핑의 본질가치를 훼손하는 것은 사실. 그러나 투자자 관점에서는 현재 롯데쇼핑의 시가총액이 국내 사업가치에도 미치지 못함에 주목해야 함.

### 중국 법인에 증자, 장기간의 영업정지 초기에 필요한 운전자금 때문

3월 24일 롯데쇼핑은 해외 사업에 대해 증자를 결정. 홍콩 홀딩스(중국 사업 담당)에 2,300 억원과 싱가포르 홀딩스(동남아 사업 담당)에 450 억원을 증자하기로 함. 또한 중국 사업법인의 차입을 위해 약 1,600 억원의 담보도 제공하기로 함.

중국 사업에 대한 자금 지원 규모가 큰데, 중국 마트 사업에서 영업정지로 인해 단기 유동성 문제가 발생했을 가능성이 높음. 유통업체의 현금 흐름상 소비자로부터 현금 결제를 받고 납품업체들에게 대금을 지급하는 것은 일정기간 이후인. 따라서 매출이 증가하는 동안 운전자금은 유통업체에 있어 고민의 대상이 아닌. 그러나 현재 롯데쇼핑의 중국 사업과 같이 대부분의 점포가 영업정지로 인해 매출이 발생하지 않은 상황에서는 현금 유입 없이 결제(현금 지출)를 해야 함. 많은 점포의 영업정지를 예상하지 못했던 만큼, 보유 운전자금 역시 작았을 것으로 판단.

이번 증자는 매출이 발생하지 않는 초기에 자금이 크게 필요한 유통업체의 구조로 인한 것. 향후 영업정지 기간이 길어진다면 하더라도 추가 증자 가능성은 높지 않음. 결재해야 할 자금 역시 많지 않을 것이기 때문.

### 현재 롯데쇼핑의 가치는 국내 사업가치에도 미치지 못함

중국 할인점의 영업정지가 롯데쇼핑의 본질적인 가치를 훼손하는 것은 사실. 그러나 투자자 관점에서는 현재 롯데쇼핑의 시가총액이 국내 사업가치에도 미치지 못함에 주목해야 함. 롯데쇼핑의 시가총액 6조 8,000 억원은 중국 사업에 대한 우려가 과도하게 반영된 수준. 백화점을 제외한 많은 사업부가 2~3 위 사업자라는 점을 감안하더라도 각 사업부문의 경쟁사들이 평가받고 있는 가치와 비교할 때, 롯데쇼핑의 시가총액은 현저히 낮은 수준. 대표적인 경쟁사인 이마트와 BGF 리테일, GS 홈쇼핑의 시가총액은 각각 5조 8,000 억원, 5조 3,000 억원, 1조 5,000 억원에 이른다. 당사는 향후 진행될 지주사 전환과 관련된 기업분할에서 롯데쇼핑이 국내 사업 가치를 부각시킬 수 있는 방법을 선택할 것으로 판단. 당사는 국내 사업만으로도 9조원 이상의 가치가 있는 것으로 평가, 목표주가 300,000 원과 투자자의견 매수를 유지

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	280,996	291,277	295,264	306,194	317,965	328,533
yoy	%	-0.4	3.7	1.4	3.7	3.8	3.3
영업이익	억원	11,884	8,537	9,404	9,808	11,088	12,174
yoy	%	-20.0	-28.2	10.2	4.3	13.1	9.8
EBITDA	억원	20,878	18,399	19,135	19,727	21,124	22,315
세전이익	억원	10,780	-798	4,894	8,289	9,535	10,703
순이익(지배주주)	억원	5,267	-3,831	1,682	5,143	5,916	6,641
영업이익률%	%	4.2	2.9	3.2	3.2	3.5	3.7
EBITDA%	%	7.4	6.3	6.5	6.4	6.6	6.8
순이익률	%	2.2	-1.2	0.8	2.0	2.2	2.4
EPS	원	16,724	-12,164	5,341	16,333	18,787	21,089
PER	배	16.3	N/A	41.5	13.3	11.5	10.3
PBR	배	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	5.8	6.0	5.4	5.0	4.4	4.0
ROE	%	3.2	-2.3	1.0	3.1	3.5	3.8
순차입금	억원	25,826	28,964	24,651	19,216	14,072	8,090
부채비율	%	128.4	138.1	142.8	142.0	139.8	136.3

## 롯데쇼핑 해외법인 증자 및 담보제공 결정 내용

해외법인증자	증자금액		목적
	백만USD	억원	
Lotte Shopping Holding's (Hong Kong), Ltd	192.0	2,300	원할한 중국 사업 집행을 위한 마트 자금 조달
Lotte Shopping Holding's (Singapore) Pte, Ltd	37.5	450	인도네시아 EC 사업 투자

## 해외법인담보제공

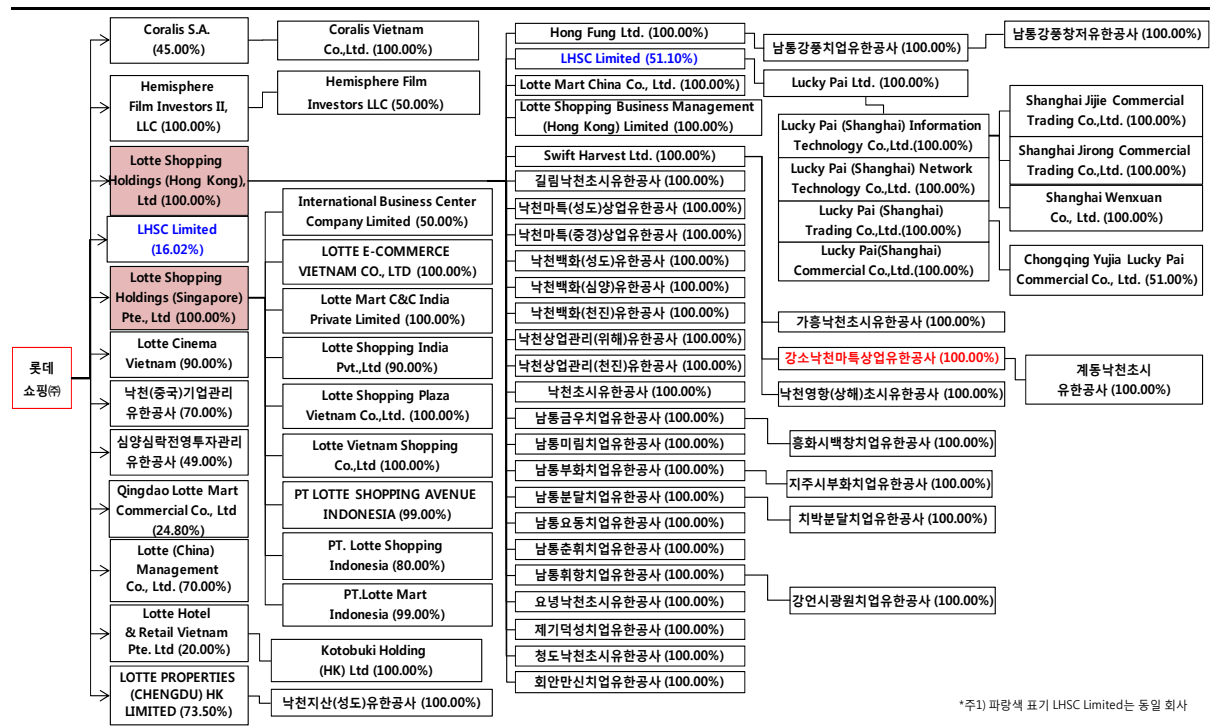
담보한도

강소낙천마특상업유한공사

792백만RMB(한화 기준 1,580억원)

자료: 롯데쇼핑

[그림 1] 2016년 3분기말 롯데쇼핑 해외 연결법인 지분구조: 붉은 색 박스의 회사가 각 지역별 지주사



자료: 롯데쇼핑, SK 증권 정리

## 주요 유통업체 시가총액

종목	시가총액(억원)
롯데쇼핑	68,178
이마트	57,982
BGF리테일	52,520
GS리테일	39,193
현대백화점	23,870
신세계	18,361
GS홈쇼핑	14,569

자료: Quantiwise

롯데쇼핑 국내사업 가치

단위: 억원

	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
국내사업 영업이익	11,464	12,601	13,534	14,391
백화점 국내	6,562	6,964	7,323	7,643
할인점 국내	677	987	1,182	1,381
하이마트	1,703	1,783	1,857	1,933
금융	1,148	1,266	1,368	1,480
슈퍼	123	166	186	206
홈쇼핑	797	804	801	796
코리아세븐(편의점)	705	883	1,070	1,203
기타 연결 조정	-252	-252	-252	-252
영업외순이익	-1,519	-1,553	-1,471	-1,419
해외사업 적자 제외 세전이익	9,945	11,048	12,063	12,972
법인세율	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
해외사업 제외 당기순이익	6,961	7,733	8,444	9,080
해외사업 제외 지배주주순이익	6,265	6,960	7,599	8,172
P/E Multiple	15.0			
롯데쇼핑사업법인(국내사업) 가치	93,980			

자료: 롯데쇼핑 SK 증권

[그림 2] 롯데쇼핑 인적분할 이후 지분구조(롯데제과/롯데칠성의 인적분할 이후 단행될 것을 가정)

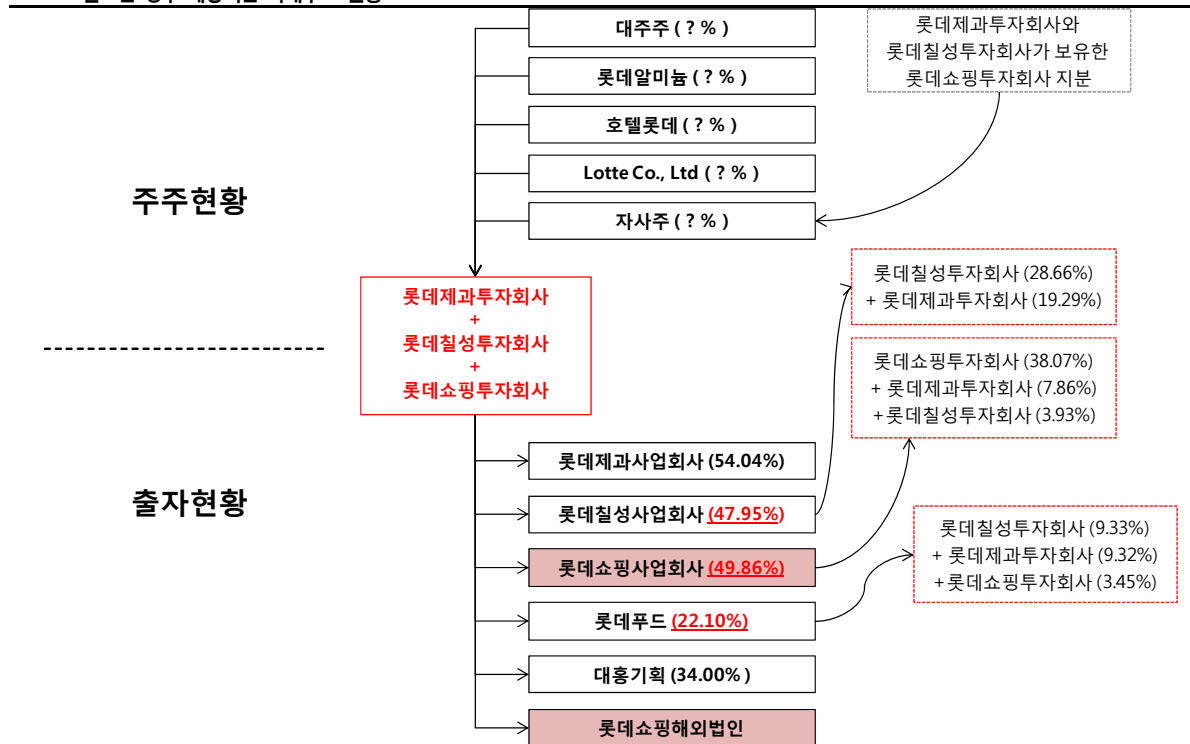


자료: SK 증권

주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함

[그림 3] 당사가 예상하는 지주사 전환 과정 중, 호텔롯데와의 합병 이전 주요 롯데계열사 지배구조

: 롯데쇼핑/롯데제과/롯데칠성의 인적분할 후 각 사업회사의 대주주 지분을 각 투자회사에 현물출자, 이후 3사 투자회사 간 합병을 완료한 경우 예상되는 지배구조 현황



자료: SK 증권

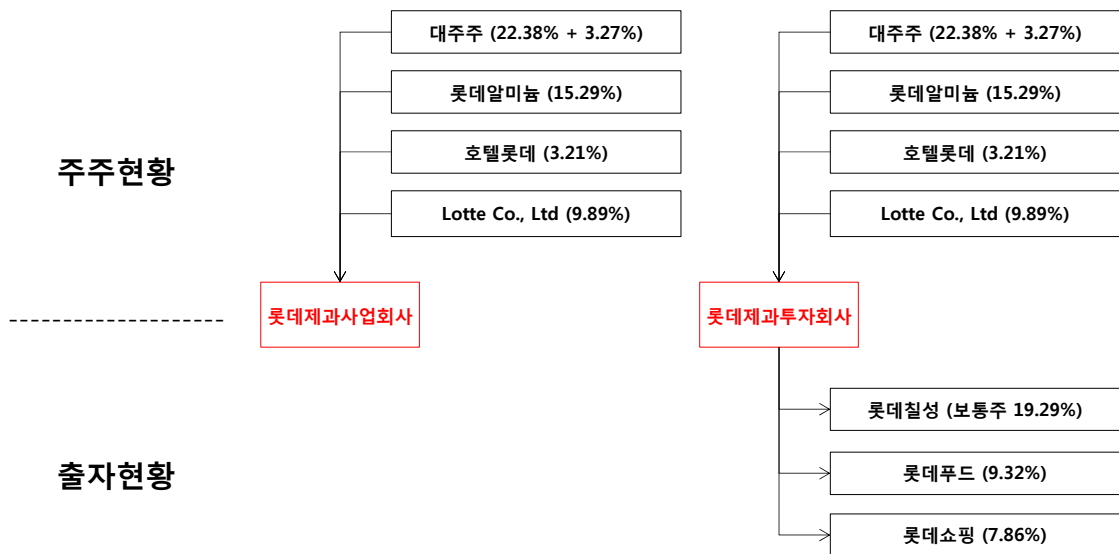
주: 1. 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함

2. 신동주씨의 롯데쇼핑 기존 보유 지분 13.45% 중 55%를 매각한 것 반영

3. 대흥기획이 보유한 롯데제과 주식은 대주주가 매입한 것으로 가정

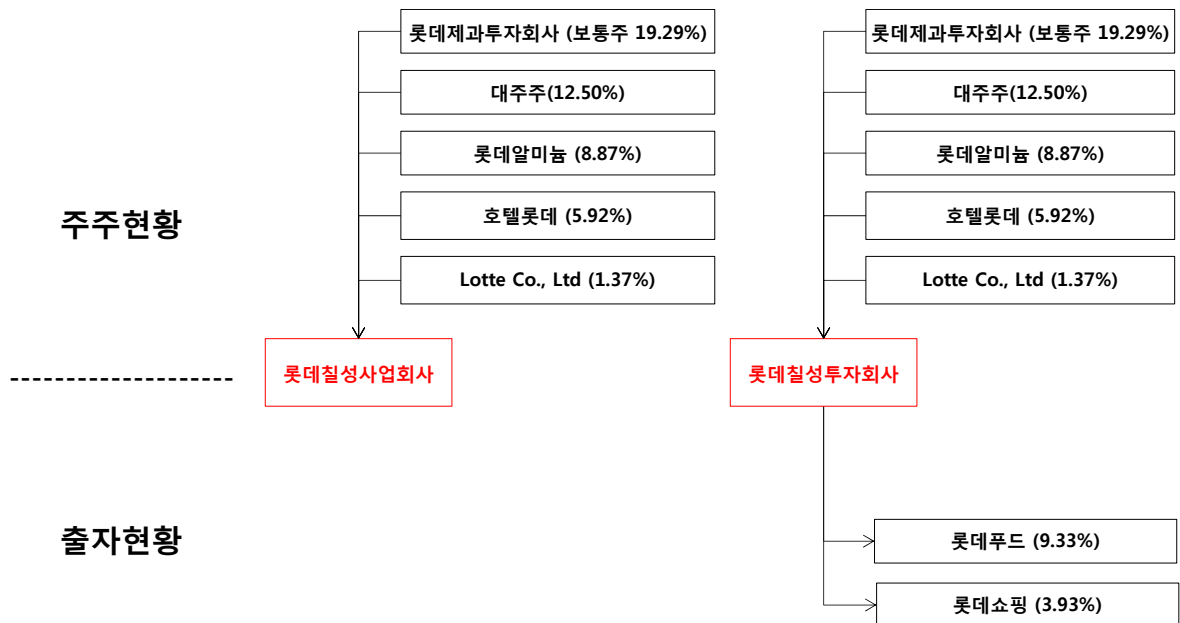
## [참고] 롯데제과/롯데칠성/롯데쇼핑 인적분할 및 합병, & 롯데알미늄, 호텔롯데 합병 과정 시나리오

[그림 4] 롯데제과 인적분할 이후 지분구조: 대흥기획이 보유하고 있는 롯데제과 주식을 대주주가 매입하는 것을 가정



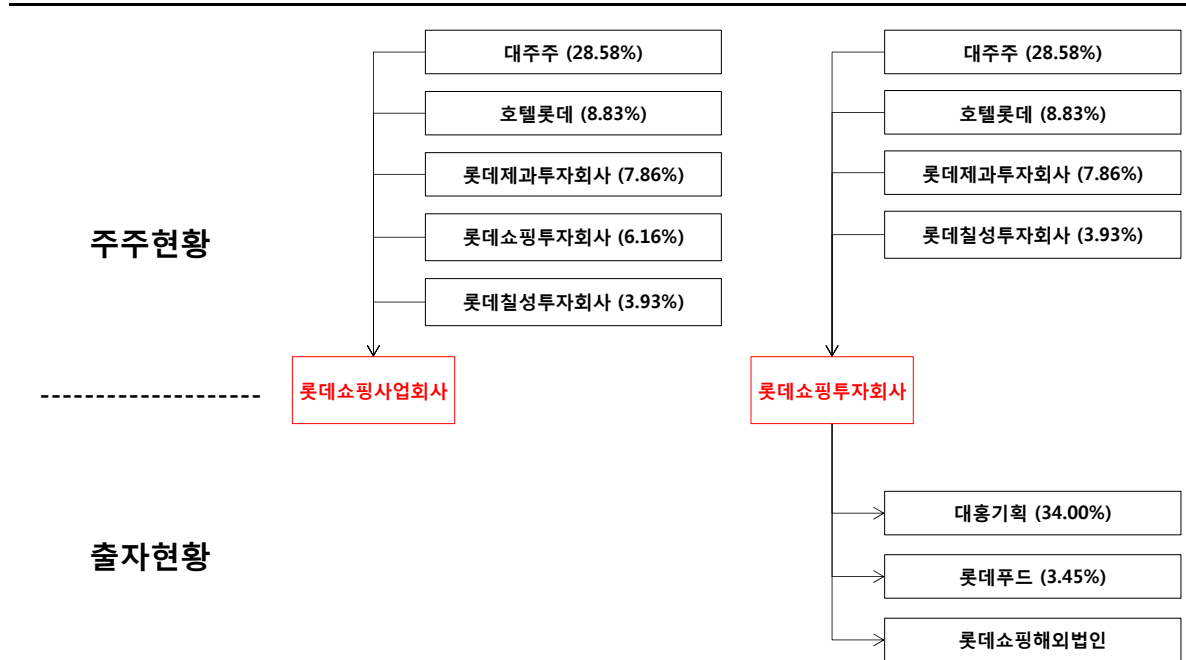
자료: SK 증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함

[그림 5] 롯데칠성 인적분할 이후 지분구조(롯데제과의 인적분할 이후 단행되는 것을 가정)



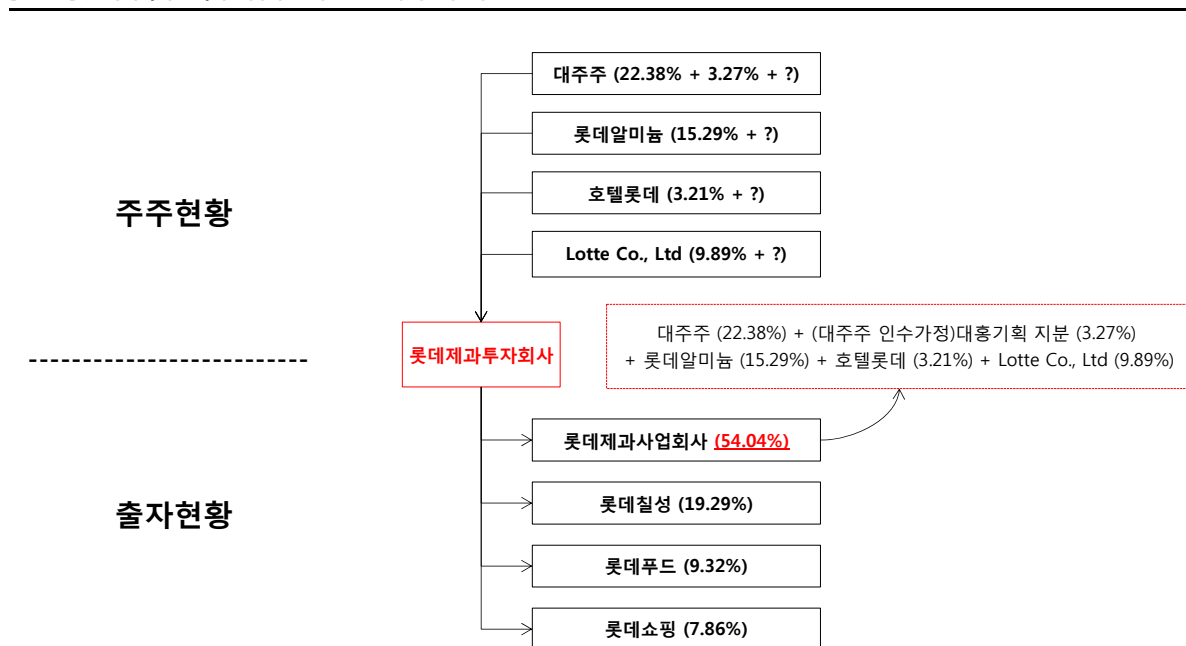
자료: SK 증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 보통주 기준

[그림 6] 롯데쇼핑 인적분할 이후 지분구조(롯데제과/롯데칠성의 인적분할 이후 단행될 것을 가정)



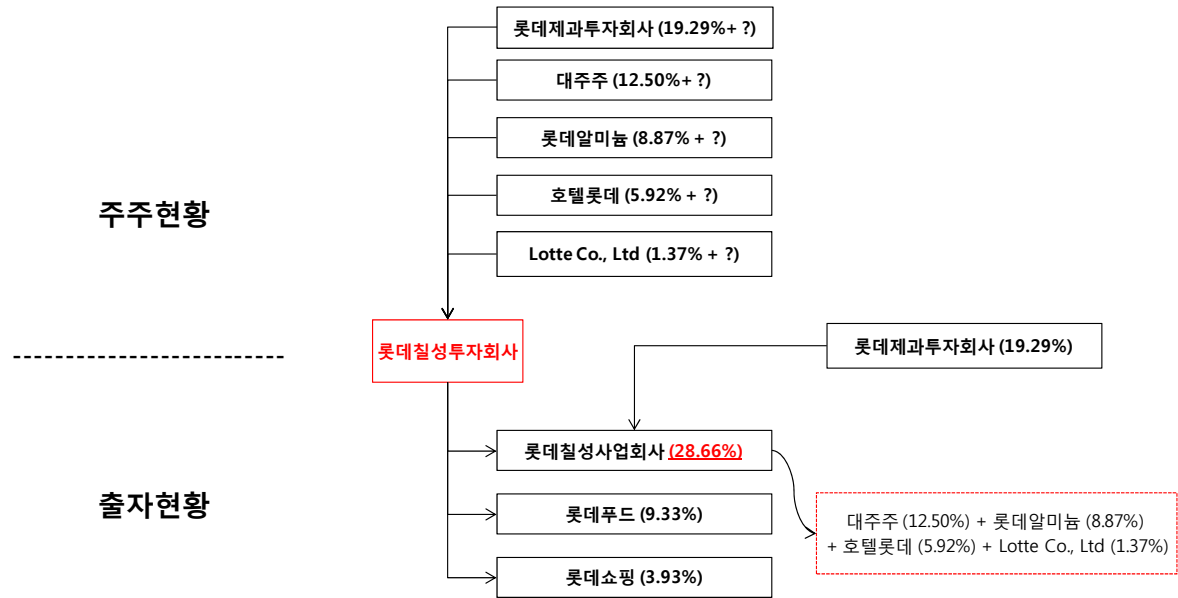
자료: SK 증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 신동주씨의 롯데쇼핑 기존 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

[그림 7] 롯데제과사업회사 대주주들의 현물출자 후 지분구조



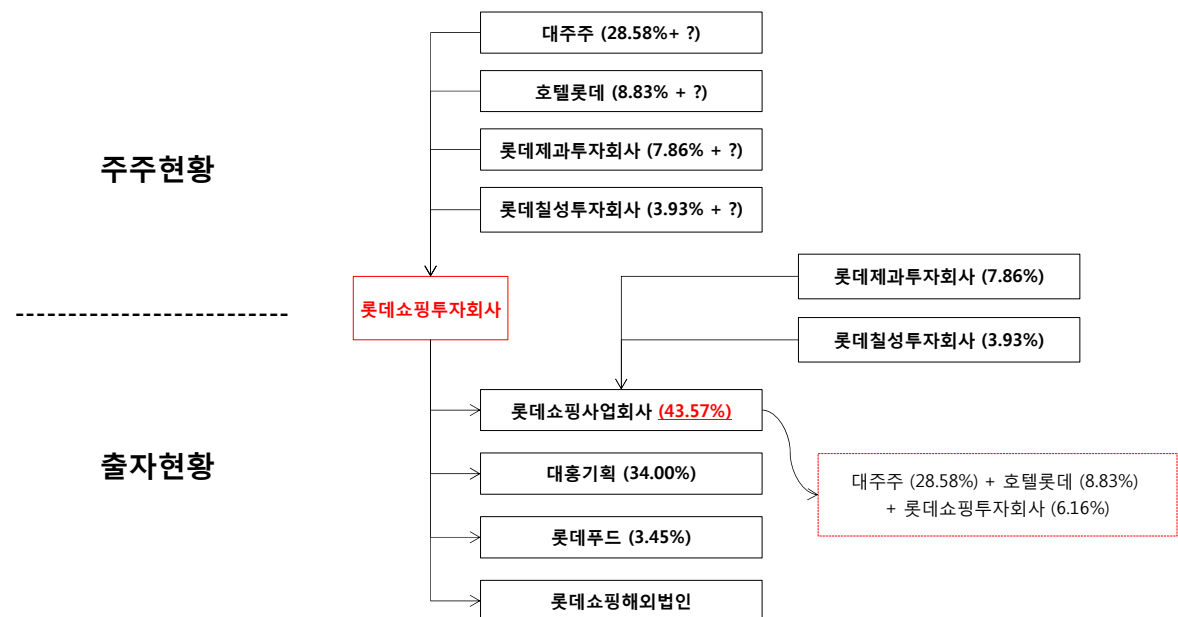
자료: SK 증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 신동주씨의 롯데쇼핑 기존 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

[그림 8] 롯데칠성사업회사 대주주들의 현물출자 후 지분구조



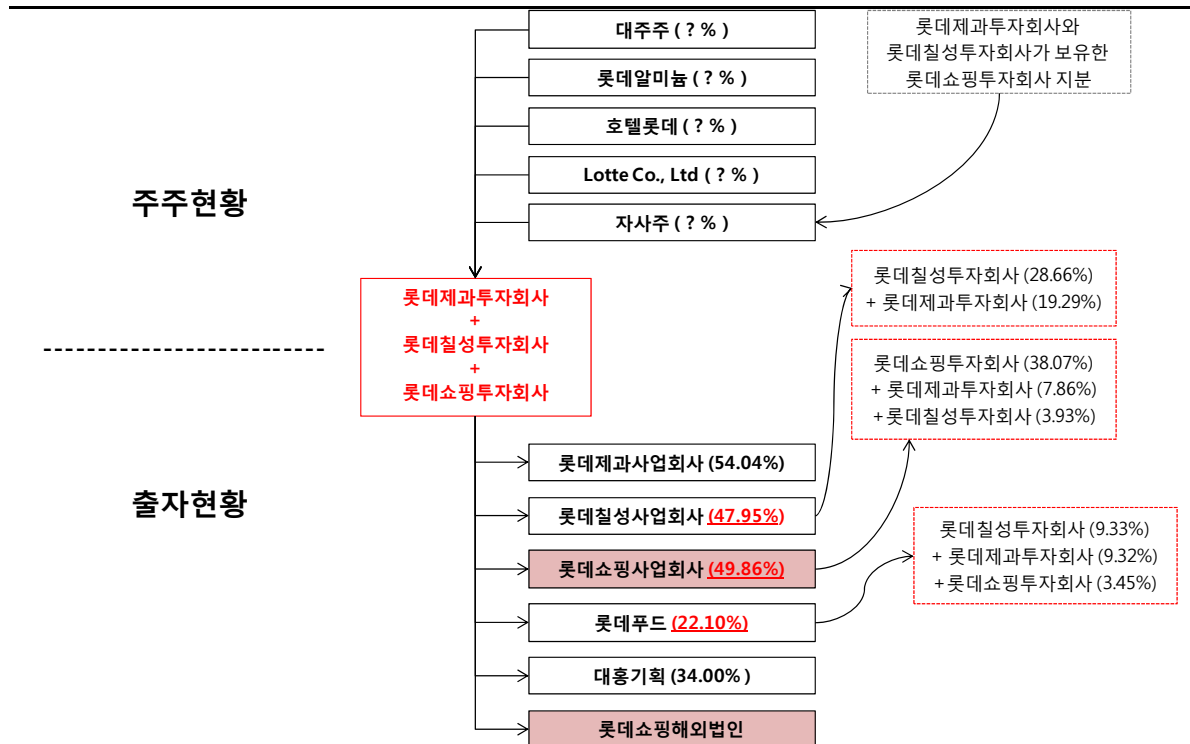
자료: SK 증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 신동주씨의 롯데쇼핑 기존 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

[그림 9] 롯데쇼핑사업회사 대주주들의 현물출자 후 지분구조



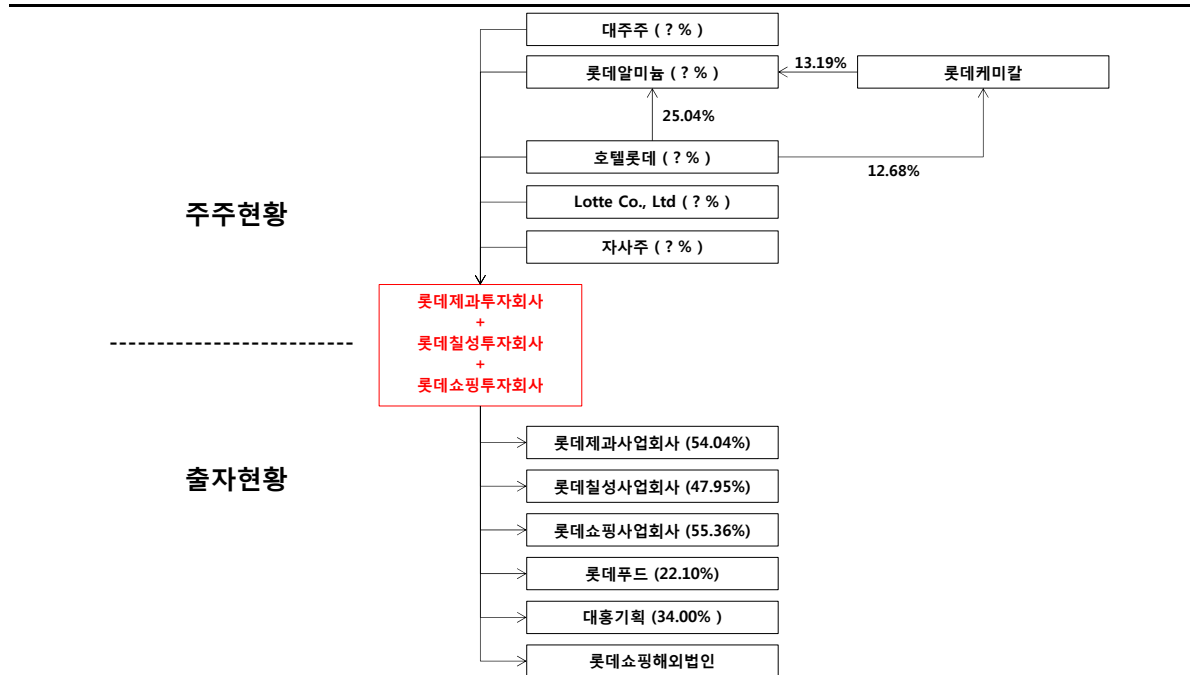
자료: SK 증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 신동주씨의 롯데쇼핑 기존 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

[그림 10] 롯데제과투자회사/롯데칠성투자회사/롯데쇼핑투자회사 합병 시 지분구조 각 사업회사의 대주주지분을 투자회사에 현물출자 한 후 합병



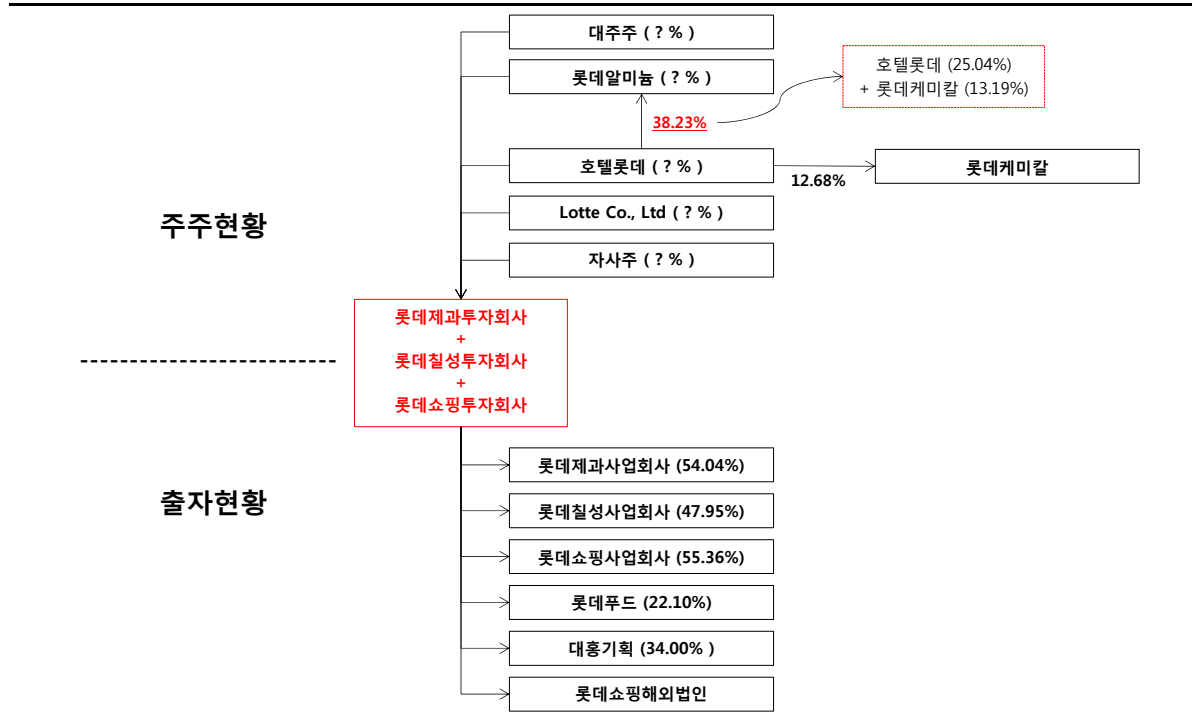
자료: SK 증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 신동주씨의 롯데쇼핑 기존 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

[그림 11] 그림 10에 롯데케미칼/롯데알미늄/롯데호텔의 지분관계를 추가해 보면



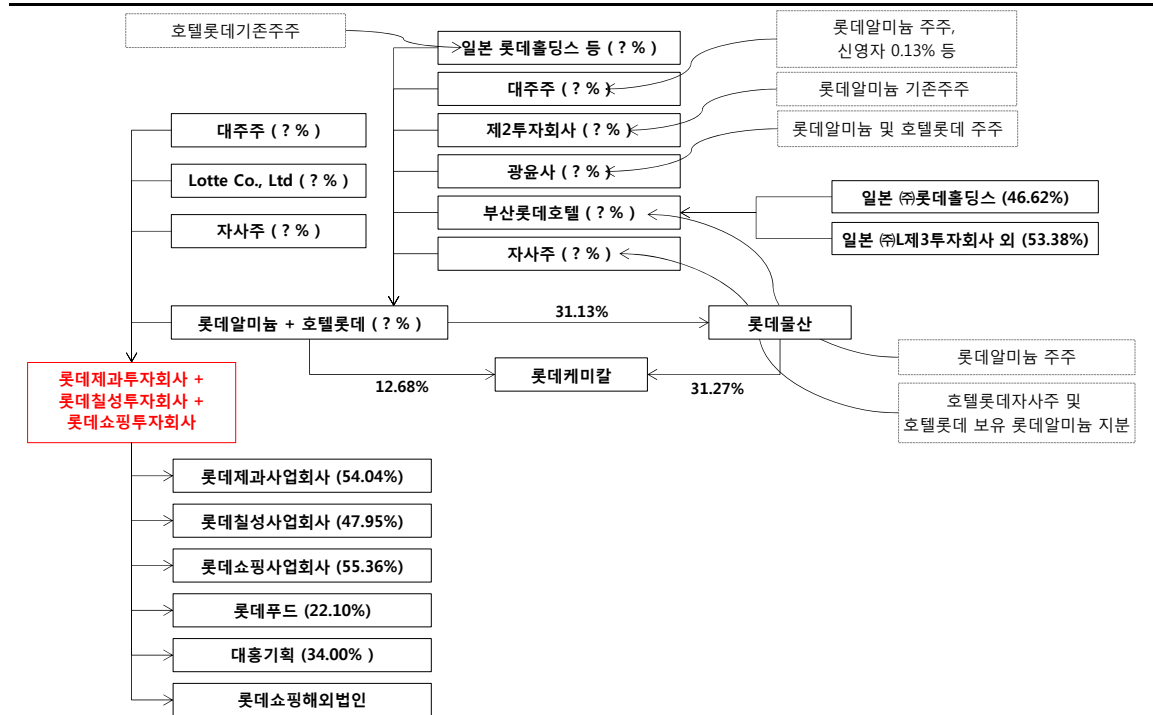
자료: SK 증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 신동주씨의 롯데쇼핑 기존 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

[그림 12] 그림 11 에서 롯데케미칼이 보유한 롯데알미늄 지분을 호텔롯데가 인수할 경우



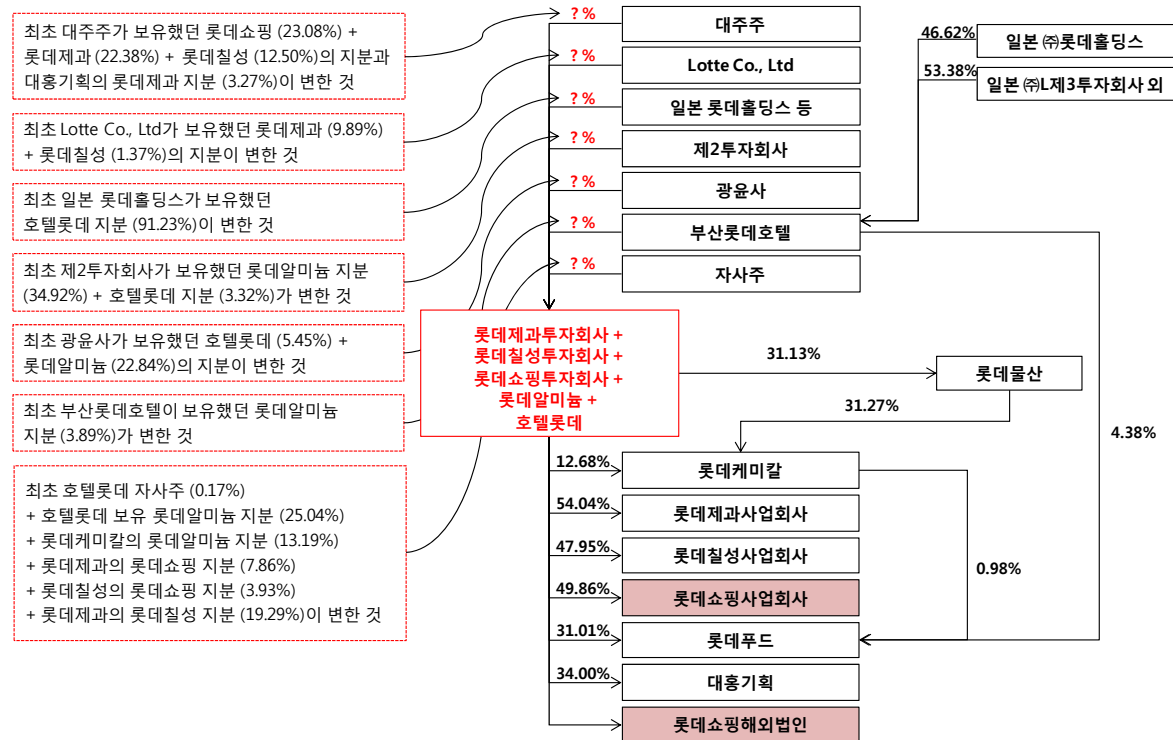
자료: SK 증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 신동주씨의 롯데쇼핑 기존 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

[그림 13] 그림 12 에서 롯데알미늄과 호텔롯데의 합병을 가정, 롯데알미늄과 호텔롯데 주주 현황



자료: SK 증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 신동주씨의 롯데쇼핑 기존 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

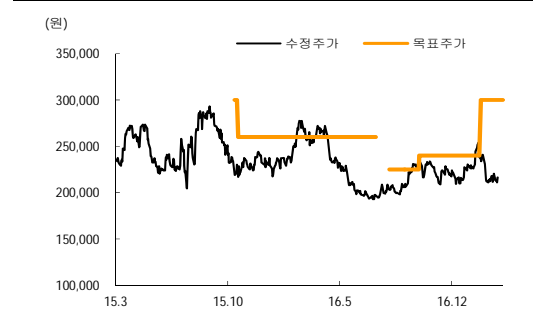
[그림 14] 그림 13에서 '롯데알미늄+호텔롯데'와 '롯데쇼핑 등 3사 투자회사 합병법인'의 합병을 가정 시 지분구조



자료: SK 증권

주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 신동주씨의 롯데쇼핑 기존 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.03.27	매수	300,000원
	2017.03.13	매수	300,000원
	2017.02.20	매수	300,000원
	2017.02.17	매수	240,000원
	2017.01.20	매수	240,000원
	2016.11.07	중립	240,000원
	2016.10.26	중립	240,000원
	2016.08.30	중립	225,000원
	2016.08.05	담당자 변경	
	2016.05.09	중립	260,000원
	2016.02.05	매수	260,000원
	2015.11.16	매수	260,000원
	2015.11.09	매수	300,000원



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	93.57%	중립	6.43%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	159,973	169,323	179,706	187,914	195,594
현금및현금성자산	17,513	22,692	28,389	35,379	40,056
매출채권및기타채권	9,189	10,313	10,886	11,358	11,783
재고자산	32,660	33,244	35,088	36,609	37,982
<b>비유동자산</b>	246,961	249,836	252,241	254,889	257,331
장기금융자산	7,280	8,565	8,565	8,993	9,443
유형자산	157,591	159,322	160,633	161,795	162,824
무형자산	35,784	33,567	33,360	33,185	33,036
<b>자산총계</b>	406,934	419,159	431,947	442,803	452,925
<b>유동부채</b>	119,187	133,860	145,093	154,192	161,858
단기금융부채	42,797	51,098	57,739	63,051	67,301
매입채무 및 기타채무	54,659	57,854	61,064	63,711	66,099
단기충당부채	604	688	726	757	786
<b>비유동부채</b>	116,869	112,659	108,363	103,951	99,384
장기금융부채	98,949	94,779	90,400	85,935	81,379
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	757	961	1,014	1,058	1,098
<b>부채총계</b>	236,055	246,519	253,456	258,143	261,242
<b>지배주주지분</b>	162,475	163,045	168,021	173,178	179,060
자본금	1,575	1,575	1,575	1,575	1,575
자본잉여금	39,108	39,108	39,108	39,108	39,108
기타자본구성요소	-790	-1,164	-1,164	-1,164	-1,164
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	118,937	119,956	125,099	130,425	136,475
비지배주주지분	8,404	9,595	10,471	11,483	12,623
<b>자본총계</b>	170,878	172,640	178,491	184,661	191,683
<b>부채외자본총계</b>	406,934	419,159	431,947	442,803	452,925

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	8,255	16,846	17,520	18,429	19,252
당기순이익(손실)	-3,455	2,469	6,051	6,960	7,813
비현금성항목등	20,456	15,885	13,676	14,164	14,502
유형자산감가상각비	8,401	8,360	8,689	8,838	8,971
무형자산감가상각비	1,461	1,372	1,229	1,197	1,170
기타	5,312	2,458	275	329	283
운전자본감소(증가)	-5,284	1,012	392	279	227
매출채권및기타채권의 감소(증가)	225	-1,170	-572	-472	-426
재고자산감소(증가)	-864	-471	-1,845	-1,521	-1,372
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-491	389	3,210	2,647	2,388
기타	-4,154	2,264	-401	-375	-363
법인세납부	-3,462	-2,520	-2,598	-2,974	-3,290
<b>투자활동현금흐름</b>	-15,486	-10,327	-11,653	-9,223	-11,194
금융자산감소(증가)	-11,519	-4,825	-2,000	572	-1,450
유형자산감소(증가)	-9,540	-11,496	-10,000	-10,000	-10,000
무형자산감소(증가)	-994	-1,022	-1,022	-1,022	-1,022
기타	6,567	7,016	1,369	1,227	1,278
<b>재무활동현금흐름</b>	5,372	-1,346	-170	-2,215	-3,382
단기금융부채증가(감소)	2,544	-2,101	6,641	5,313	4,250
장기금융부채증가(감소)	7,753	5,249	-4,378	-4,466	-4,555
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-739	-776	0	-591	-591
기타	-4,185	-3,717	-2,432	-2,471	-2,485
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,769	5,179	5,698	6,990	4,677
기초현금	19,281	17,513	22,692	28,389	35,379
기말현금	17,513	22,692	28,389	35,379	40,056
FCF	31,808	8,227	6,700	7,639	8,485

자료 : 롯데쇼핑 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	291,277	295,264	306,194	317,965	328,533
<b>매출원가</b>	202,171	201,963	210,582	217,028	222,537
<b>매출총이익</b>	89,105	93,301	95,611	100,937	105,996
매출총이익률 (%)	30.6	31.6	31.2	31.7	32.3
<b>판매비와관리비</b>	80,568	83,898	85,803	89,848	93,822
영업이익	8,537	9,404	9,808	11,088	12,174
영업이익률 (%)	2.9	3.2	3.2	3.5	3.7
비영업손익	-9,335	-4,509	-1,519	-1,554	-1,471
<b>순금융비용</b>	1,615	1,500	1,519	1,504	1,471
외환관련손익	-1,356	-475	101	101	101
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	195	616	100	100	100
세전계속사업이익	-798	4,894	8,289	9,535	10,703
세전계속사업이익률 (%)	-0.3	1.7	2.7	3.0	3.3
계속사업법인세	2,657	2,425	2,238	2,574	2,890
<b>계속사업이익</b>	-3,455	2,469	6,051	6,960	7,813
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-3,455	2,469	6,051	6,960	7,813
<b>순이익률 (%)</b>	-1.2	0.8	2.0	2.2	2.4
지배주주	-3,831	1,682	5,143	5,916	6,641
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-1.32	0.57	1.68	1.86	2.02
<b>비지배주주</b>	376	787	908	1,044	1,172
<b>총포괄이익</b>	-3,876	2,418	5,851	6,760	7,613
<b>지배주주</b>	-4,059	1,664	4,975	5,748	6,473
<b>비지배주주</b>	184	755	876	1,012	1,140
EBITDA	18,399	19,135	19,727	21,124	22,315

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.7	1.4	3.7	3.8	3.3
영업이익	-28.2	10.2	4.3	13.1	9.8
세전계속사업이익	적전	흑전	69.4	15.0	12.3
EBITDA	-11.9	4.0	3.1	7.1	5.6
EPS(계속사업)	적전	흑전	205.8	15.0	12.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-2.3	1.0	3.1	3.5	3.8
ROA	-0.9	0.6	1.4	1.6	1.7
EBITDA마진	6.3	6.5	6.4	6.6	6.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	134.2	126.5	123.9	121.9	120.8
부채비율	138.1	142.8	142.0	139.8	136.3
순차입금/자기자본	17.0	14.3	10.8	7.6	4.2
EBITDA/이자비용(배)	7.2	8.1	8.1	8.6	9.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-12,164	5,341	16,333	18,787	21,089
BPS	515,941	517,754	533,553	549,929	568,608
CFPS	19,152	36,244	47,828	50,655	53,292
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	52.0	15.6	13.5	12.0
PER(최저)	N/A	36.1	12.8	11.2	9.9
PBR(최고)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	12.1	6.1	4.5	4.3	4.1
EV/EBITDA(최고)	7.1	6.4	5.6	5.0	4.5
EV/EBITDA(최저)	5.6	5.0	4.8	4.3	3.9