

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	75,106 억원
주요주주	
신동빈(외17)	63.95%
롯데쇼핑 자사주	6.15%
외국인지분률	19.80%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(17/02/17)	238,500 원
KOSPI	2080.58 pt
52주 Beta	0.93
52주 최고가	277,500 원
52주 최저가	193,000 원
60일 평균 거래대금	223 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.7%	11.2%
6개월	15.8%	13.7%
12개월	0.9%	-8.7%

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

지주사 전환, 롯데쇼핑의 해외 사업 분할을 예상

롯데그룹의 지주사 전환이 공식화됨. 이에 롯데그룹의 지주사 전환 과정을 예상해 봄. 롯데그룹의 효율적인 지주사 전환을 위한 하나의 대안으로 롯데칠성/롯데제과/롯데쇼핑의 인적분할 및 합병을 예상해 봄. 롯데쇼핑이 인적분할을 한다면, 투자회사로 분할될 자산에는 롯데쇼핑의 해외 법인이 포함될 가능성이 높아 보임. 해외법인의 분할은 동사의 국내 사업 가치가 적절히 평가 받는 계기가 될 것.

목표주가 300,000 원으로 상향하고 투자의견 매수 유지

롯데쇼핑에 대한 목표주가를 240,000 원에서 300,000 원으로 상향하고 투자의견 매수를 유지. 당사는 롯데그룹의 지주사 전환 과정에서 동사가 사업회사와 투자회사로 인적분할될 것을 예상함. 또한 인적분할 시, 큰 폭의 적자를 기록하고 있는 해외법인이 투자회사로 분할될 가능성이 높은 것으로 판단. 해외법인의 분할은 동사의 국내 사업 가치가 적절히 평가 받는 계기가 될 것.

지주사 전환 후 롯데그룹의 해외 사업, 지주사가 직접 챙길 가능성 높음

당사는 롯데그룹이 지주사로 전환한 후, 롯데그룹의 해외 사업을 롯데쇼핑이 아니라 지주사가 직접 챙길 가능성이 높다고 판단. 롯데그룹의 해외 사업을 롯데쇼핑이 주도했던 것은 롯데쇼핑의 국내 사업 안정성을 가정한 것이었는데, 현재 롯데쇼핑의 국내 사업 부진이 심각한 수준으로 해외 사업을 돌아볼 여유가 없는 것으로 판단. 최근 롯데쇼핑과 호텔롯데가 해외 법인들에 대해 단행한 자배구조 개편이 지주사 전환 이후 지주사가 해외 사업을 직접 챙길 수 있는 구조를 만들기 위한 기초 작업일 것으로 추정.

롯데쇼핑의 국내 사업, 최악을 지나고 있음

롯데쇼핑의 국내 사업은 2016년을 거치며 최악은 지나고 있는 것으로 판단. 극심한 부진을 보였던 할인점의 회복이 예상되고 구조적으로 성장하고 있는 도심형 아울렛이 영업이익 성장을 견인할 수 있을 것으로 전망됨. 도심형 아울렛은 그동안 규모가 작은 사업으로 높은 성장에도 전사 영업이익의 성장을 견인하지는 못하였음. 그러나 2016년 도심형 아울렛은 총매출이 1조 5,000 억원 수준으로 성장. 총매출의 규모가 본격적으로 이익 성장을 견인할 수 있는 수준에 도달한 것으로 판단.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	282,117	280,996	291,277	296,085	306,194	317,965
yoY	%	12.7	-0.4	3.7	1.7	3.4	3.8
영업이익	억원	14,853	11,884	8,537	9,403	9,808	11,088
yoY	%	1.2	-20.0	-28.2	10.1	4.3	13.1
EBITDA	억원	23,062	20,878	18,399	19,129	19,714	21,108
세전이익	억원	13,184	10,780	-798	4,887	8,301	9,570
순이익(자배주주)	억원	7,884	5,267	-3,831	1,666	4,696	5,450
영업이익률%	%	5.3	4.2	2.9	3.2	3.2	3.5
EBITDA%	%	8.2	7.4	6.3	6.5	6.4	6.6
순이익률	%	3.1	2.2	-1.2	0.8	1.8	2.0
EPS	원	25,048	16,724	-12,164	5,289	14,913	17,306
PER	배		16.1	16.3	N/A	41.9	16.0
PBR	배		0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	배		7.3	5.8	6.0	5.5	5.0
ROE	%		5.1	3.2	-2.3	1.0	2.9
순차입금	억원	32,984	25,826	28,964	26,673	22,796	18,105
부채비율	%	130.3	128.4	138.1	140.3	137.7	133.9

Contents

1. 목표주가 상향

2. 롯데그룹의 지주사 전환,

호텔롯데의 IPO 만으로는 자금을 충분히 확보하지 못함

(1) 순환출자 및 교차지분 해소를 위해 필요한 자금 10 조

vs 2016년 호텔롯데 IPO 추진 당시 공모자금 3조원 ~ 4조원

(2) 호텔롯데의 적정 가치, 11조원

: 25% 신주발행 고려 시, 2조 9,000 억원 조달

(3) 지주사 전환을 위한 하나의 대안으로,

롯데쇼핑/롯데제과/롯데칠성의 인적분할 및 합병을 예상

3. 롯데쇼핑의 인적분할,

투자회사로 분할될 자산에는 해외법인 지분이 포함될 듯

(1) 롯데쇼핑의 해외법인을 투자회사로 분할

(2) 롯데쇼핑의 해외법인 분할은 주주들에게 우호적

(3) 롯데쇼핑의 해외법인을 분할할 경우,

롯데쇼핑 가치는 이전보다 높게 평가될 전망

(4) 롯데쇼핑과 호텔롯데의 해외법인 지분 정리는 이미 상당히 진행됨

4. 롯데쇼핑 국내사업의 실적 개선 기대

롯데마트 회복/아울렛 호조, 그리고 법인세율의 정상화

[참고] 롯데제과/롯데칠성/롯데쇼핑 인적분할 및 합병,

& 롯데알미늄, 호텔롯데 합병 과정

1. 목표주가 상향

(1) 지주사 전환 과정에서 국내 사업만으로 평가 받을 기회 존재

동사에 대한 목표주가를 기준 240,000 원에서 300,000 원으로 상향하고 투자의견 매수를 유지한다. 동사의 목표주가 300,000 원은 2017년 예상 지배주주순이익에 P/E Multiple 20.0x를 적용한 것이다. P/E Multiple 20.0x가 다소 높은 수준으로 보일 수 있다. 그러나 심각하게 부진한 해외 사업을 제외하고 본다면 높은 수준은 아니다.

당사는 롯데그룹이 지주사 전환을 통해 현재 롯데쇼핑과 호텔롯데가 주로 담당하고 있는 해외 사업을 지주사가 직접 챙길 가능성이 높다고 판단한다. 지금까지 해외 사업을 롯데쇼핑이 주도적으로 담당했던 것은 국내 사업의 안정성이 기반이 되었기 때문에 가능했다. 그런데 최근 롯데쇼핑은 본업인 국내 사업에서 예상하지 못한 부진을 겪으며 해외 사업까지 챙길 여력이 없어 보인다. 따라서 롯데그룹이 지주사 전환을 한다면 해외 사업을 전담할 법인이 새롭게 만들어질 가능성이 높아 보인다.

이를 위해서는 롯데쇼핑 해외 사업을 롯데쇼핑으로부터 분할하는 의사결정이 필요하다. 롯데쇼핑에서 해외 법인이 분할된다면, 심각한 해외 법인의 부진이 국내 사업의 가치를 훼손시키고 있는 현재의 구조에서 벗어나, 국내 사업의 가치가 적절히 평가 받는 계기가 될 것으로 기대한다.

롯데쇼핑 목표주가 산정

	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년E	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	9,318	10,803	7,884	5,267	-3,831	1,666	4,696	5,451	6,142	6,772
Target P/E Multiple(X)							20.0	18.0	16.2	14.6
산출 적정 시가총액(억원)							93,927	98,124	99,505	98,737
주식 수(천주)							31,491	31,491	31,491	31,491
산출 적정주가(원)							298,266	311,594	315,980	313,541
목표주가(원)							300,000			
목표 시가총액(억원)							94,473			
각 연도말 시가총액(억원)	98,602	109,494	127,223	85,970	73,216	69,752				
목표 시가총액 대비 Implied P/E							20.1	17.3	15.4	14.0
각 연도말 P/E(x)	10.6	10.1	16.1	16.3	n/a	41.9				

주: SK 증권 리서치센터 추정

현재, 대규모 적자를 기록하고 있는 해외법인들의 실적을 제외하고 국내 법인의 실적만을 가정했을 때, 목표 P/E Multiple은 15.0x 수준이다. P/E Multiple 15.0x는 극심히 악화되었던 할인점의 실적 회복, 도심형 아울렛의 의미있는 이익 기여를 바탕으로 이익의 성장세가 이어질 것이라는 점에서 과도하지 않다.

특히, 당사는 동사가 적극적으로 추진하는 도심형 아울렛을 궁극적으로 국내에서 성장성이 남아 있는 몇 안 되는 사업으로 판단하고 있으며, 이를 통한 성장이 예상을 넘어 설 가능성이 높다고 예상한다.

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	
영업외순손익	-1,508	-1,516	-1,389	-1,302	
해외사업 적자 제외 세전이익	9,957	11,085	12,145	13,089	
법인세율	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	
해외사업 제외 당기순손익	6,970	7,759	8,501	9,163	
해외사업 제외 지배주주순이익	6,273	6,983	7,651	8,246	
P/E Multiple	15.0				
롯데쇼핑사업법인(국내사업) 가치	94,090				

자료: 롯데쇼핑 SK증권

롯데쇼핑 투자법인으로 분리될 지분 가치					단위: 억원
보유지분	보유 지분율	장부가	시가총액	NAV	
롯데푸드	3.5%		8700	300	
롯데상사	27.7%	928		928	
롯데자이언츠	30.0%	98		98	
대홍기획	34.0%	288		288	
해외법인가치		14,577		14,577	
2016년 4분기 해외법인에 대한 유형자산 손상처리				385	
롯데쇼핑 투자지분 가치 합계				15,806	
지분할인율				30%	
롯데쇼핑투자회사 가치				11,064	

자료: 롯데쇼핑 SK증권 / 주: 2016년 3분기말 기준에서 4분기 변동사항을 고려함

2. 롯데그룹의 지주사 전환, 호텔롯데의 IPO 만으로는 자금을 충분히 확보하지 못함

(1) 순환출자 및 교차지분 해소를 위해 필요한 자금 10조 vs 2016년 호텔롯데 IPO 추진 당시 공모 예상 자금 3~4조원

순환출자가 상당 부분 해소되었다고는 하나, 여전히 롯데그룹에는 67개의 순환출자 구조가 존재하고 있다. 또한 계열사간 상호 지분을 보유하고 있는 경우도 매우 많다. 롯데그룹이 지주사 전환을 하기 위해서는 이러한 지분구조를 해소하여야 하는데, 계열사들이 상호 보유한 지분의 상당 부분을 호텔롯데(궁극적으로 호텔롯데가 지주사가 된다는 가정)가 인수할 경우, 10조원이 넘는 자금이 필요하다. 호텔롯데가 IPO로 조달할 수 있는 자금의 규모가 3조원 ~ 4조원 수준일 것이라는 점을 고려한다면, 호텔롯데가 이 지분들을 직접 매입하는 것을 고려하고 있지는 않은 것으로 판단한다.

롯데그룹은 당연히 지주사 전환과정에서 호텔롯데가 매입해야 할 지분을 최소화하고 각 계열사의 주주 가치를 훼손하지 않으면서도 호텔롯데가 각 계열사의 지분을 강화하는 방법을 고민할 것이다. 당사는 이를 위한 대안 중 하나로 호텔롯데가 계열사 지분 매입 과정에서 부담을 제공하는 원인이 되는 롯데제과/롯데칠성/롯데쇼핑을 각각 사업 회사와 투자회사로 인적분할한 이후, 각 사업회사의 대주주 지분을 각 투자회사에 현물 출자하고, 3개의 투자회사를 합병하는 것을 예상해 본다.

2016년 호텔롯데 IPO 추진 시 공모가 밴드를 기준으로 호텔롯데의 자금조달 규모 추정

기존 발행 주식수(백만주)	102
공모신주식(백만주)	34
구주매출(백만주)	14
IPO 이후 주식수(백만주)	137
총 주식수 중 공모신주 비중	25.0%

공모 희망가 밴드	하단	상단
공모가원)	85,000	110,000
공모가기준 시가총액(억원)	116,067	150,205
공모가 기준 호텔롯데 자금 조달 규모(억원)	29,070	37,620

자료: 호텔롯데, SK증권

(2) 호텔롯데의 적정 가치, 11 조원

: 25% 신주발행 고려 시, 2 조 9,000 억원 조달

한편, 이미 IPO 를 추진하며 호텔롯데에 대한 가치평가는 투자자들 사이에서 상당 부분 진행되었을 것으로 판단한다. 그럼에도 불구하고 당사가 평가하는 호텔롯데의 가치를 밝혀본다. 당사는 2016년 IPO 추진 당시 제시했던 공모가의 하단인 11조원 정도가 호텔롯데의 적정 가치라 판단한다. 적정가치 11조원의 25%를 신주로 공모한다면 호텔롯데가 확보할 수 있는 현금의 규모는 2조 9,000억원 수준이다. 앞서 언급한 바와 같이 이정도 수준의 자금으로는 계열사 지분을 직접 매입하는 것이 불가능하다.

2016년 IPO 추진 당시 공모가의 하단이라는, 상대적으로 낮은 가치를 적정 가치로 보는 이유는 호텔롯데 EBITDA 의 대부분을 창출하는 면세사업부의 업황이 2016년부터 급격히 악화되었기 때문이다. 국내 면세점 사업은 2015년부터 다수의 신규 사업자가 진출한 가운데, 주요 고객인 중국인의 입국이 과거 대비 둔화되고 있다. 여기에 면세점 사업권의 지속성 측면에서도 불확실성이 확대되었다. 과거에는 특별한 사유가 없는 경우에는 사업이 지속될 것임을 의심하지 않아도 되었다. 그러나 2016년 동사의 잠실 면세점 사업권이 연장되지 않는 사례가 발생하는 것과 같이 불확실성이 커진 것이다.

호텔롯데 가치

A.	호텔롯데 영업가치(억원 = a*b)	90,530
a.	호텔롯데 EBITDA	5,432
b.	호텔롯데 EV/EBITDA(X)	16.7
B.	투자지분가치(억원 = c*d)	43,729
c.	투자지분가치	62,470
d.	할인율	30%
C.	호텔롯데 기업가치(=A+B)	134,259
D.	순차입금(억원)	20,044
E.	시가총액(억원 = C-D)	114,215

자료 SK 증권

주: 2016년 상반기 기준

호텔롯데 적용 EV/EBITDA Multiple 산정

A.	호텔신라 시가총액(억원)	17,132
B.	호텔신라 차입금(2016년 상반기 기준, 억원)	2,546
C.	호텔신라 기업가치(억원 = A+B)	19,678
D.	호텔신라 EBITDA(억원)	1,535
E.	호텔신라 EV/EBITDA(X = C/D)	12.8
	호텔신라 대비 호텔롯데 적용 Premium	30.0%
	호텔롯데 EV/EBITDA(X)	16.7

자료 SK 증권

호텔롯데 보유 지분 가치 평가

(단위 주, % 억원)

법인명	수량	지분율	장부가	시가총액 (2월 10일 기준)	NAV
롯데제과	456,700	3.21%	1,041	30,987	995
롯데쇼핑	2,781,947	8.83%	5,633	76,995	6,799
롯데칠성음료(보통주)	73,280	5.92%	1,309	18,620	1,102
롯데칠성음료(우선주)	5,800	4.83%	49	826	40
롯데푸드	122,013	8.91%	1,040	8,477	755
롯데케미칼	4,346,818	12.68%	12,301	135,045	17,124
롯데닷컴	800,000	13.06%	82		82
롯데리아	90,301	18.77%	1,072		1,072
롯데자산개발(주)	2,896,038	7.19%	145		145
롯데로지스틱스(주)	126,361	8.84%	296		296
롯데정보통신(주)	248,850	2.91%	189		189
대홍기획(주)	6,504	16.26%	836		836
LOTTE PROPERTIES(shenyang) Limited	22,584,276	13.53%	329		329
한국후지필름(주)	11,270	8.00%	484		484
LOTTE PROPERTIES(Chengdu)HK Limited	32,014,810	16.23%	351		351
이지스일호(주)	467,219	6.86%	176		176
롯데인천타운(주)	320,000	16.00%	16		16
롯데액셀러레이터(주)	500,000	16.67%	25		25
롯데캐피탈(주)	8,856,432	26.60%	2,207		2,207
롯데물산(주)	18,508,174	31.13%	12,859		12,859
캐논코리아 비즈니스솔루션(주)	515,500	28.88%	643		643
롯데건설(주)	13,858,158	43.07%	7,347		7,347
롯데상사(주)	310,169	34.64%	1,447		1,447
롯데손해보험(주)	31,803,128	23.90%	1,450	3,344	799
유니버설스튜디오코리아리조트개발(주)	1,937,377	46.68%	1		1
CoralisSA 社	787,506	45.00%	28		28
Lotte Hotel & Retail Vietnam Pte. Ltd.	24,760,000	40.00%	302		302
롯데인천개발(주)	3,000,000	37.50%	318		318
Lotte Europe Holdings B.V.	350,519	37.92%	618		618
롯데렌탈(주)	2,444,764	20.77%	2,581		2,581
롯데알미늄(주)	259,857	25.04%	2,504		2,504
합계				62,470	
보유지분 가치 할인				30.0%	
보유지분가치 평가				43,729	

자료 호텔롯데 SK 증권

실제로 면세점 사업의 업황 악화가 경쟁력이 높은 대형 사업자들에게도 부담으로 작용했던 것은 호텔신라의 실적으로 확인할 수 있다. 호텔신라의 면세사업부 영업이익은 2015년, 2016년 연속으로 감소했다. 2015년에는 메르스로 인해 중국인 입국자 증가율이 둔화되었고, 2016년에는 중국인 수요가 회복되었음에도 불구하고 신규 면세점 사업자들이 영업을 시작하면서 고객 유치 경쟁으로 수익성이 크게 악화된 것이다.

호텔신라 실적 추이

단위: 억원	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년
총매출액	22,196	22,970	29,090	32,517	37,154
면세유통사업부	19,018	20,864	26,122	29,311	33,257
호텔사업부	2,553	1,650	2,477	2,777	3,165
생활레저사업부 등	642	510	607	711	732
연결조정	-17	-54	-116	-282	
보고영업이익	1,293	866	1,390	772	789
면세유통사업부	1,036	963	1,490	912	790
호텔사업부	166	-214	-206	-274	-148
생활레저사업부 등	91	117	107	134	147
연결조정	-1	0	-1	-1	
감가상각비 및 무형자산상각비	449	511	638	740	746
면세유통사업부	141	162	194	299	
호텔사업부	223	257	358	374	
생활레저사업부 등	86	92	86	67	
연결조정					
EBITDA	1,742	1,377	2,028	1,512	1,535
면세유통사업부	1,177	1,125	1,683	1,212	
호텔사업부	389	43	152	100	
생활레저사업부 등	177	209	193	201	
연결조정	-1	0	-1	-1	
보고영업이익률	5.8%	3.8%	4.8%	2.4%	2.1%
면세유통사업부	5.4%	4.6%	5.7%	3.1%	2.4%
호텔사업부	6.5%	-13.0%	-8.3%	-9.9%	-4.7%
생활레저사업부 등	14.2%	23.0%	17.7%	18.8%	20.1%
연결조정	4.4%	0.8%	0.7%	0.2%	

자료: 호텔신라

물론, 호텔롯데는 국내 1 위 면세점 사업자로 차원이 다른 규모의 경제와 보다 적극적인 해외 면세점 사업을 추진하고 있어 상대적으로 안정적인 영업을 지속하고 있다. 그럼에도 불구하고 면세 사업권의 영속성에 대한 불확실성이 커진 것은 분명 이전보다 동사의 가치를 허락시키는 요인이다.

다만, 향후 가치가 상승할 가능성 또한 남아 있는데, 동사가 롯데쇼핑과 함께 추진하고 있는 해외 쇼핑몰/호텔/면세점 진출이 가시적인 성과를 보일 가능성이 높기 때문이다.

호텔롯데 실적 추이

단위: 억원	2012년	2013년	2014년	2015년	2015년 상반기	2016년 상반기
총부문수익	34,816	38,274	47,276	51,436	24,861	32,058
호텔사업부	4,315	4,204	4,923	5,520	2,210	3,343
면세사업부	28,170	31,640	39,494	43,240	21,385	27,338
월드사업부	2,243	2,273	2,439	2,259	1,046	1,155
리조트사업부	0	61	259	251	131	120
골프장사업부	88	96	160	166	90	103
보고영업이익	3,027	3,091	4,073	3,232	1,691	1,588
호텔사업부	447	174	243	-349	-315	-538
면세사업부	2,255	2,674	3,916	3,843	2,293	2,326
월드사업부	344	287	-28	-236	-281	-195
리조트사업부	0	-11	-29	8	16	7
골프장사업부	-19	-33	-29	-33	-21	-13
감가상각비 및 무형자산상각비	990	1,096	1,351	1,761	780	1,101
호텔사업부	550	563	665	894	365	611
면세사업부	245	295	311	392	188	239
월드사업부	179	188	244	368	174	199
리조트사업부	0	26	91	67	34	32
골프장사업부	17	24	40	40	20	21
EBITDA	4,018	4,188	5,424	4,993	2,471	2,689
호텔사업부	997	737	908	545	50	73
면세사업부	2,500	2,970	4,227	4,235	2,481	2,564
월드사업부	523	475	216	131	-107	5
리조트사업부	0	15	61	75	49	39
골프장사업부	-2	-9	12	6	-2	7
보고영업이익률	8.7%	8.1%	8.6%	6.3%	6.8%	5.0%
호텔사업부	10.4%	4.1%	4.9%	-6.3%	-14.3%	-16.1%
면세사업부	8.0%	8.5%	9.9%	8.9%	10.7%	8.5%
월드사업부	15.3%	12.6%	-1.1%	-10.5%	-26.8%	-16.8%
리조트사업부		-17.8%	-11.3%	3.1%	11.9%	6.0%
골프장사업부	-21.5%	-34.2%	-17.8%	-20.2%	-23.6%	-12.8%

자료: 호텔롯데

호텔롯데 해외 사업장 현황

(단위 : m²)

구 분	소재지	토지 면적	건물 면적	합계 면적	비고
Lotte Hotel Guam, LLC.	미국 괌	-	39,052.20	39,052.20	임차
Lotte Hotel Vietnam Co., Ltd.	베트남 하노이	-	57,710.40	57,710.40	임차
Lotte Hotel New York Palace, LLC.	미국 뉴욕	2,334.89	84,162.81	86,497.70	소유·임차
Hotel&Resort Joetsumyoko Co, Ltd	일본 니카타	2,087,774.98	66,217.53	2,153,992.51	소유
해외					
Lotte Duty Free Japan Co., Ltd.	일본 동경	-	4,421.17	4,421.17	임차
Lotte Duty Free Kansai Co., Ltd.	일본 오사카	-	324	324	위탁
Lotte Duty Free Guam, LLC.	미국 괌	-	2,397.00	2,397.00	임차
PT. SJ Indonesia	공항점 시내점	인도네시아 탕에랑 인도네시아 자카르타	876 4,096.00	876 4,096.00	임차
Lotte World Adventure Shenyang Co, Ltd.	중국 심양	-	72,600.00	72,600.00	임차

자료: 호텔롯데

호텔롯데 국내외 투자 계획

구분	내용	상세	금액(억원)	기간
호텔	국내 복합 쇼핑몰 신규 오픈	부산 롯데 타운	930	2016년~2017년
	국내 호텔/ 리조트 신규 오픈	잠실 제2롯데월드, 속초리조트 등	1,800	
	해외 호텔/ 리조트 신규 오픈	심양, 하와이, 일본 등	930	
	계열사 지분 투자	현대로지스틱스 등	920	
소 계			4,580	
면세	국내 면세사업장 확장	소공점 확장, 인천공항점 3기 오픈, 신규물류센터 등	1,726	2016년~2017년
	해외 면세점 신규 오픈	태국 방콕 시내점, 일본 오사카 시내점 등	1,770	
	해외 면세점 브랜드 인수	동남아 등	17,000	
	해외통합 시스템 IT개발	IT 시스템 개발	377	
소 계			20,873	
월드	시설 확충	잠실 롯데월드, 김해 워터파크 등	147	2016년~2017년
	테마파크 건설	은평 키즈파크, 심양 롯데파크 등	929	
	소 계		1,076	
리조트	부대시설 건설	백제테마정원 부여팜파크 등	281	2016년~2017년
	소 계		281	
합 계			26,809	

자료: 호텔롯데

(3) 지주사 전환을 위한 하나의 대안으로, 롯데쇼핑/롯데제과/롯데칠성의 인적분할 및 합병을 예상

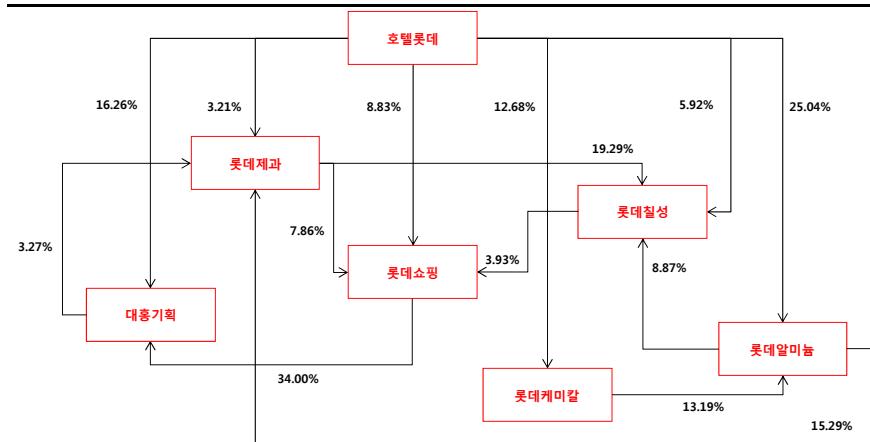
당사는 호텔롯데가 조달할 수 있는 현금의 규모가 제한적인 상황 하에서 매입 지분 규모를 최소화하는 방법으로 롯데쇼핑/롯데제과/롯데칠성의 인적분할 및 대주주의 현물 출자, 합병 과정을 예상해 본다. 이미 각 회사는 공시를 통해 지주사 전환을 위해 분할 및 합병을 고려하고 있음을 밝힌 바 있다.

당사가 롯데제과/롯데칠성/롯데쇼핑이 각각 사업회사와 투자회사로 인적분할한 이후, 각 사업회사의 대주주 지분을 각 투자회사에 현물출자하고, 3 개 투자회사를 합병하는 것을 하나의 대안으로 생각하는 이유는,

- 1) 롯데그룹의 경우, 대주주가 주요 계열사에 대해 확보하고 있는 지분의 규모가 상당히 커 인적분할 및 합병 의사결정에서 필요한 특별결의 요건(발행주식의 1/3 참석, 참석의결권의 2/3 찬성)을 맞추기가 쉽고,
- 2) 기업분할을 통하지 않고 직접 합병을 할 경우에는 대규모 주식매수 청구권이 발생할 수 있는 반면, 각 회사가 인적분할하고 각 사업회사의 대주주 지분을 각 투자회사에 현물출자한 다음(인적분할 및 현물출자 시에는 주식매수 청구권이 발생하지 않음), 투자회사들간 합병(이 단계에서는 주식매수 청구권 발생)을 하면 주식매수 청구 규모가 상대적으로 크지 않을 수 있다고 판단하기 때문이다.

물론, 이러한 기업분할 및 합병의 과정에서도 문제가 되는 것은 대홍기획이 보유하고 있는 롯데제과 지분 3.27%의 처리다. 대홍기획이 롯데제과의 주식을 보유한 채 기업분할의 과정이 이루어진다면 순환출자 문제가 여전히 해결되지 않기 때문이다. 따라서 대홍기획이 보유하고 있는 롯데제과의 지분은 대주주 혹은 호텔롯데가 직접 인수해야만 하는 지분이다. 이때 필요한 자금은 1,000 억원 가량으로 추정된다.

[그림 1] 2016년 3분기 기준 롯데그룹 주요 계열사 지분구조



자료 SK증권/ 주: 롯데칠성은 보통주 기준

당사가 예상하는 롯데그룹의 지주사 체제를 완성하는 대안은 구체적으로 다음과 같은 과정을 거친다.

- 1) 대홍기획이 보유한 롯데제과 지분 3.27%를 대주주 혹은 호텔롯데가 인수
- 2) 롯데제과 → 롯데칠성 → 롯데쇼핑 순으로 사업회사와 투자회사로 인적분할
(참고, p.25~26 [그림 11]~[그림 13])
- 3) 개인 대주주 및 계열사가 보유한 각 사업회사의 지분을 각 투자회사에 현물출자
(참고, p.26~27 [그림 14]~[그림 16])
- 4) 인적분할과 현물출자를 마친 롯데제과투자회사, 롯데칠성투자회사, 롯데쇼핑투자회사가 합병 (참고, p.28 [그림 17])

롯데제과투자회사/롯데칠성투자회사/롯데쇼핑투자회사 3사가 합병한 법인은 롯데제과 사업법인 54.04%, 롯데칠성사업법인 47.95%, 롯데쇼핑사업법인 49.86%와 인적분할 하지 않은 롯데푸드의 지분 22.1%를 보유하게 된다.

롯데제과가 아닌 다른 회사, 예를 들면 롯데쇼핑을 먼저 인적분할 한다면 롯데제과가 롯데쇼핑사업회사와 롯데쇼핑투자회사 지분을 각각 7.86% 보유하게 된다. 이후 롯데제과가 인적분할을 할 때, 롯데쇼핑사업회사 및 롯데쇼핑투자회사의 지분을 함께 롯데제과투자회사로 분할하면 앞에서 정리한 것과 같은 결과를 얻을 수 있다.

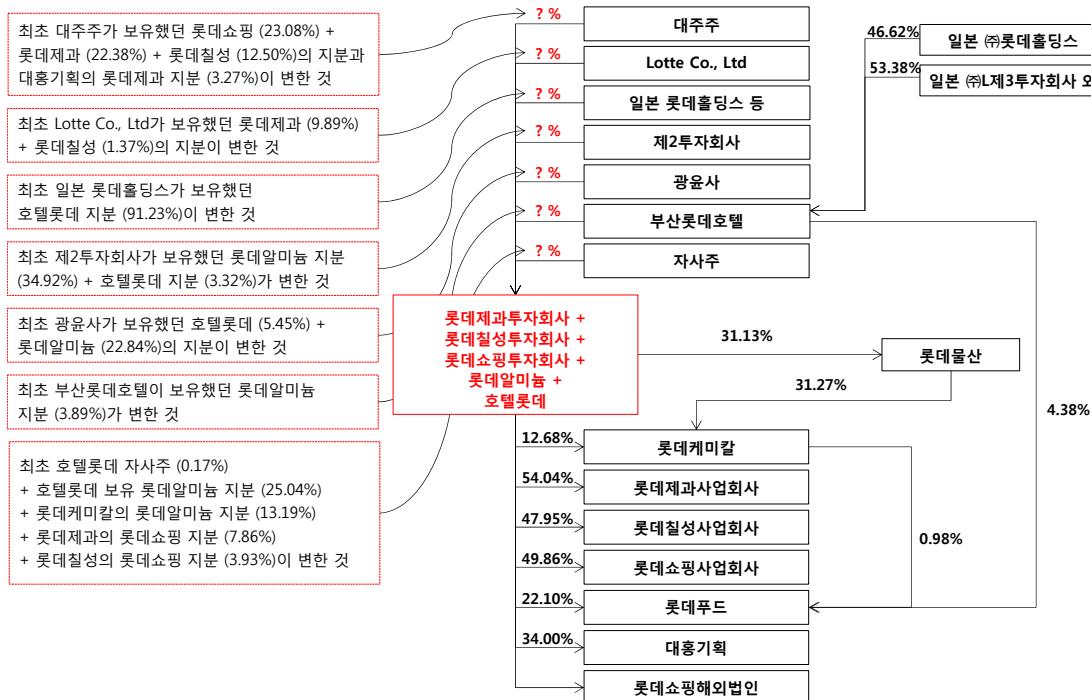
한편, 롯데케미칼이 보유하고 있는 롯데알미늄의 지분으로 인한 순환출자 관계를 해소하기 위해 다음과 같은 과정 역시 필요하다.

- 5) 호텔롯데가 롯데케미칼이 보유하고 있는 롯데알미늄 지분 13.19%
(2016년 3분기말 기준, 장부가 927 억원) 매입, (참고, p.29 [그림 18])
- 6) 호텔롯데와 롯데알미늄의 합병 (참고, p.29 [그림 20])
- 7) 호텔롯데와 롯데알미늄 합병 법인과 롯데제과투자회사, 롯데칠성투자회사, 롯데쇼핑투자회사가 합병한 법인이 다시 합병 (참고, p.30 [그림 21])

이 과정을 거치면 지주사 역할을 하게 될, ‘롯데제과투자회사/롯데칠성투자회사/롯데쇼핑투자회사/롯데알미늄/호텔롯데가 합병한 법인’은 롯데케미칼 12.68%, 롯데제과사업회사 54.04%, 롯데칠성사업회사 47.95%, 롯데쇼핑사업회사 49.86%, 롯데푸드 22.1% 등을 보유하게 된다. 단, 이 경우 롯데케미칼에 대한 보유지분이 다소 낮아 보인다. 따라서 롯데물산과의 추가 합병도 예상해 볼 수 있다.

이러한 합병을 예상할 수 있는 가장 큰 기반은 롯데알미늄과 롯데물산의 대주주가 모두 일본 롯데 계열사들로 합병의 큰 그림에 동의할 것으로 보이기 때문이다.

[그림 2] 롯데쇼핑/롯데제과/롯데칠성 인적분할 및 합병과 롯데알미늄/호텔롯데와의 합병 모두를 완료했을 때, 지배구조



주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함(신동주씨의 롯데쇼핑 기준 보유 지분 1345% 중 55%를 매각한 것으로 가정)

자료: SK 증권

롯데알미늄/롯데물산 지분 현황

롯데알미늄	롯데물산	단위 %
L제2투자회사	34.92 (주)롯데홀딩스	56.99
광윤사	22.84 L제3투자회사	4.98
호텔롯데	25.04 신격호	6.87
롯데케미칼	13.19 호텔롯데	31.13
부산롯데호텔	3.89 신영자	0.01
신영자	0.13 신동빈	0.01
	신동주	0.01
합계	100.00 합계	100.00

자료: 각사, SK 증권 정리

3. 롯데쇼핑의 인적분할,

투자회사로 분할될 자산에는 해외법인 지분이 포함될 듯

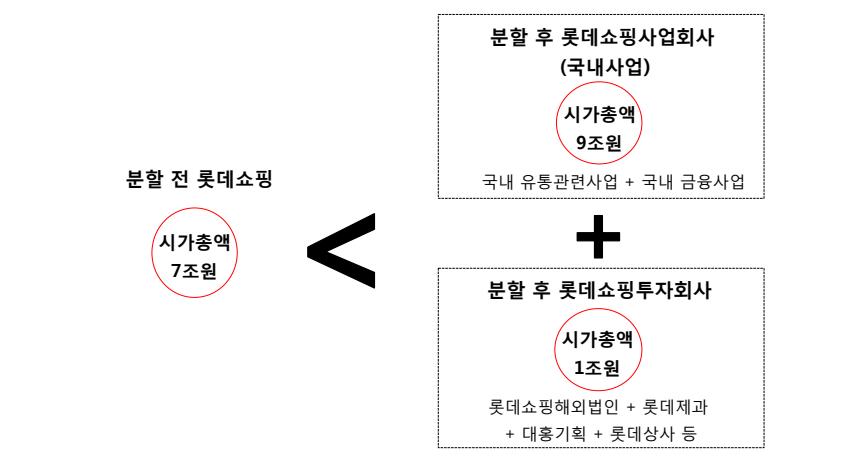
(1) 롯데쇼핑의 해외법인을 투자회사로 분할

당사는 롯데그룹의 지주사 전환을 위해 롯데쇼핑이 인적분할을 한다면, 투자회사에는 롯데쇼핑의 해외법인과 상대적으로 사업 관련성이 낮은 대홍기획, 롯데푸드, 롯데상사, 롯데자이언트 등의 회사가 포함될 것으로 예상한다.

롯데쇼핑의 해외법인들은 대부분 백화점/대형마트 등 해외 사업을 영위하고 있는 회사로 사업회사와 연관성이 높다. 따라서 롯데쇼핑의 해외법인 지분을 투자회사로 분할할 필요가 있느냐에 대한 논란이 있을 수 있는데, 당사는 롯데그룹의 지주사 전환 이후 지주사가 직접 롯데쇼핑의 해외법인을 챙길 가능성이 높다고 판단한다.

현재 롯데쇼핑은 롯데그룹의 해외 사업을 주도하고 있다. 그리고 롯데쇼핑이 해외 사업을 주도하도록 했던 것은 국내 사업의 안정성이 담보되어 있었기 때문이다. 그런데 롯데쇼핑의 국내 사업이 최근 수년간 크게 악화되며 안정성을 담보할 수 없게 되었다. 내수 소비 부진과 경쟁 심화에 적절히 대응하지 못한 것이 원인이다. 현재 롯데쇼핑의 '발등에 떨어진 불'은 해외 사업이 아니라 국내 사업이다. 즉 현재 롯데쇼핑은 해외 사업을 적극적으로 돌아볼 여력이 크지 않다. 따라서 그 동안 롯데쇼핑 주도로 추진했던 해외 사업은 지주사 전환을 통해 지주사에서 직접 챙기는 구조로 바뀔 가능성이 높을 것으로 판단한다.

[그림 3] 롯데쇼핑 분할 전 시가총액과 분할 후 기대되는 가치



자료 SK 증권

(2) 롯데쇼핑의 해외법인 분할은 주주들에게 우호적

현재, 롯데쇼핑의 해외법인들은 롯데쇼핑의 연결법인들로 롯데쇼핑의 영업실적에 부정적인 영향을 미치고 있다. 이러한 연결법인들을 투자회사로 분할한다면 사업회사로 남는 롯데쇼핑의 가치는 국내 법인을 중심으로 평가된다. 따라서 적자사업을 분리한 롯데쇼핑사업회사의 가치는 분할 이전의 롯데쇼핑 가치보다 클 가능성이 높다.

그렇다면 롯데쇼핑투자회사의 가치는 어떻게 될 것인가? 투자회사의 기업 가치는 당장의 영업 실적보다는 투자자산에 대한 가치로 평가 받는 경향이 강하다. 따라서 투자회사에 대한 평가는 현저히 낮아질 가능성은 높지 않다는 판단이다. 특히, 투자회사의 가치가 '0'이하가 될 가능성 또한 없을 것이라는 점을 고려하면 롯데쇼핑 주주들이 분할을 통해 가치 상승을 경험할 가능성이 높다.

다만, 일부 투자자들은 분할 이후 단기적으로 롯데쇼핑투자회사의 가치를 크게 하락시켜 대주주가 롯데쇼핑사업회사 지분을 롯데쇼핑투자회사에 현물 출자할 때, 대주주가 롯데쇼핑투자회사의 지분을 과도하게 많이 확보하는 것에 대해 우려할 수 있다. 대주주가 롯데쇼핑사업회사의 가치가 상대적으로 고평가되고 롯데쇼핑투자회사의 가치가 저평가된 상태에서, 대주주가 보유한 롯데쇼핑사업회사의 지분을 롯데쇼핑투자회사에 현물 출자를 하면 대주주가 확보하게 되는 롯데쇼핑투자회사의 지분이 현저히 높아질 수 있기 때문이다.

하지만 이러한 점을 고려하더라도 분할된 롯데쇼핑의 인적분할은 롯데쇼핑의 일반주주들에게도 우호적이다. 부진한 해외 사업을 분할한 롯데쇼핑사업법인의 영업실적이 기존 롯데쇼핑의 영업실적보다 견조하기 때문에 분할된 롯데쇼핑사업법인의 가치가 기존 롯데쇼핑의 가치보다 높게 형성될 가능성이 크기 때문이다.

한편, 대주주의 현물출자가 완료되면 롯데쇼핑투자회사의 가치 또한 롯데쇼핑사업회사에 의해 결정될 가능성이 높다. 롯데쇼핑투자회사가 롯데쇼핑사업회사의 지분을 43.57% 보유하게 된다. 롯데쇼핑투자회사의 주요 자회사(롯데푸드, 대홍기획, 롯데쇼핑해외법인) 중 롯데쇼핑사업회사의 가치가 가장 크기 때문이다. 따라서 분할 이전 롯데쇼핑 투자자들이 보유하게 되는 롯데쇼핑투자회사의 지분가치가 현저히 훼손될 가능성도 높지 않다.

(3) 롯데쇼핑의 해외법인을 분할할 경우,

롯데쇼핑 가치는 이전보다 높게 평가될 전망

롯데쇼핑의 해외법인을 투자법인으로 분할할 경우, 당사는 롯데쇼핑의 가치가 10 조원에 이를 것으로 예상한다. 국내 사업을 주로 하는 사업법인의 가치를 9 조 4,000 억원으로 평가하고 투자법인으로 분할될 해외법인 및 롯데푸드, 롯데상사 및 대홍기획의 가치를 1 조원으로 평가한다.

기업의 분할만으로 가치가 상승한다는 것이 다소 이해가 가지 않을 수 있지만, 앞서 언급한 바와 같이 롯데쇼핑의 통제를 받고 있는 해외 법인이 자신의 역량을 충분히 발휘하지 못하고 있는 상황을 해소하는 것만으로도 가치가 상승하는 주요 원인으로 판단한다.

또한 롯데쇼핑의 사업과는 무관하게 보유하고 있는 계열사의 지분을 투자회사로 분할하면, 투자회사에서는 해당 회사들의 가치를 적절히 평가 받을 수 있게 될 것이다. 대표적인 예가 롯데푸드 3.5%, 롯데상사 27.7% 및 대홍기획 34.0% 등이다.

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
영업외순손익	-1,508	-1,516	-1,389	-1,302
해외사업 적자 제외 세전이익	9,957	11,085	12,145	13,089
법인세율	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
해외사업 제외 당기순손익	6,970	7,759	8,501	9,163
해외사업 제외 지배주주순이익	6,273	6,983	7,651	8,246
P/E Multiple	15.0			
롯데쇼핑사업법인(국내사업) 가치	94,090			

자료: 롯데쇼핑, SK 증권

롯데쇼핑 투자법인으로 분리될 지분 가치				단위: 억원
보유지분	보유 지분율	장부가	시가총액	NAV
롯데푸드	3.5%		8700	300
롯데상사	27.7%	928		928
롯데자이언츠	30.0%	98		98
대홍기획	34.0%	288		288
해외법인가치		14,577		14,577
2016년 4분기 해외법인에 대한 유형자산 손상처리				385
롯데쇼핑 투자지분 가치 합계				15,806
지분할인율				30%
롯데쇼핑투자회사 가치				11,064

자료 롯데쇼핑, SK증권

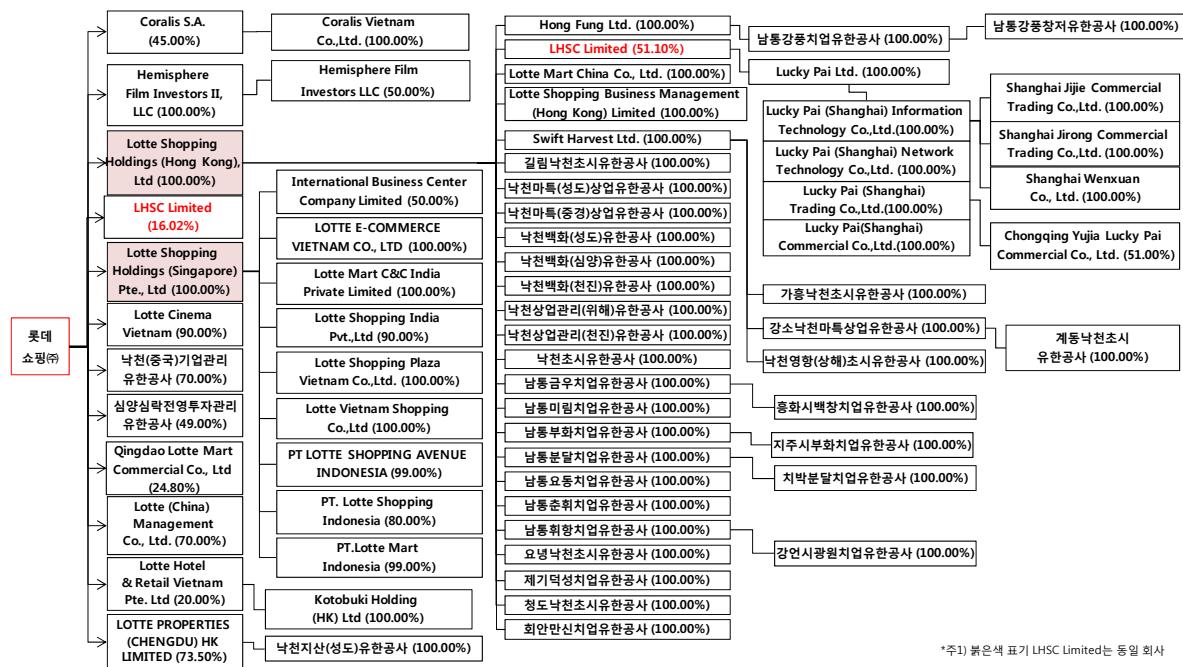
주: 2016년 3분기말 기준에서 4분기 변동사항을 고려함

(4) 롯데쇼핑과 호텔롯데의 해외법인 지분 정리는 이미 상당히 진행됨

당사는 롯데쇼핑의 인적분할을 위한 해외법인의 지분 정리가 상당히 진행되었다고 판단한다. 롯데쇼핑은 롯데그룹의 지배구조 개선 작업의 일환으로 2016년 동안 해외법인에 대한 지분 정리 작업을 단행하였다. 롯데쇼핑이 직접 보유하고 있던 해외 사업 법인들의 지분을 각 지역별 지배회사 설립 후, 이 회사가 각 사업 법인들을 통제하도록 한 것이다.

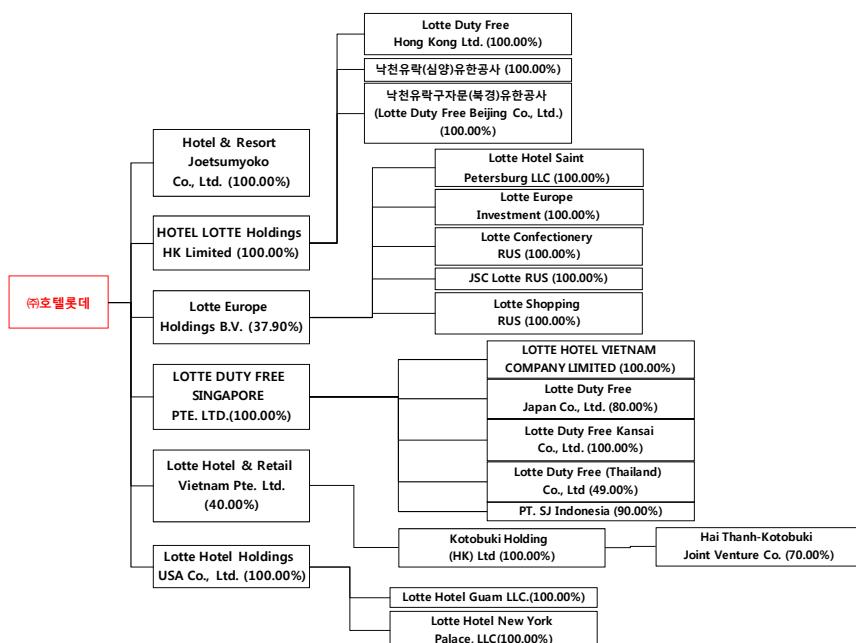
당사는 롯데쇼핑 해외법인에 대한 지배구조 개편 작업이 롯데그룹 전체의 지배구조 개편 과정에서 해외 사업을 지주사가 직접 통제하기 위한 기초 작업이라 판단한다. 앞서 언급한 바와 같이 현재 롯데쇼핑이 해외 사업까지 관리할 여력이 없기 때문이다. 롯데쇼핑과 함께 해외 사업을 담당했던 호텔롯데 역시 해외 법인들에 대해 지배구조를 정리하는 작업을 단행하였다. 이는 향후 롯데쇼핑의 해외 사업과 호텔롯데의 해외 사업을 함께 지주사가 통제하는 것이 효율적이라는 판단 아래 각 사의 해외법인들을 홀딩스 체제로 구성한 것으로 판단한다.

[그림 4] 2016년 3분기 롯데쇼핑 해외 연결법인 지분구조



자료: 롯데쇼핑 SK 증권 정리

[그림 5] 2016년 2분기 호텔롯데 해외 연결법인 지분구조



자료: 호텔롯데 SK 증권 정리

4. 롯데쇼핑 국내사업의 실적 개선 기대

롯데마트 회복/아울렛 호조, 그리고 법인세율의 정상화

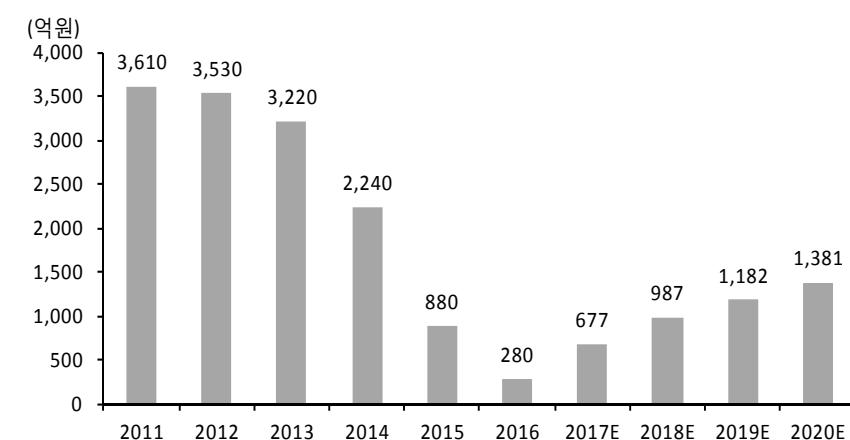
(1) 극심하게 부진했던 롯데마트의 회복 기대

당사는 롯데쇼핑의 국내 사업이 2017년 의미 있는 실적 개선을 보일 것으로 전망한다. 롯데쇼핑의 전사 영업이익은 2011년 이후 추세적으로 감소하였다. 2016년 대규모 부가세 환급으로 영업이익이 개선되었으나, 영업만으로는 감소가 지속되었다. 특히, 2013년 이후 감소폭이 더욱 커졌는데, 이는 국내 사업만 보더라도 유사한 추세이다.

국내 사업의 부진은 무엇보다도 할인점 부진의 영향이 컸다. 2013년 본격적으로 할인점의 영업시간 규제 및 출점 규제와 함께 극심한 실적 부진이 시작되었다. 롯데마트의 부진은 2016년 결정에 달했다. 할인점 수요가 둔화된 가운데, 대대적인 점포 리뉴얼을 단행하여 정상적인 영업을 하지 못했던 시간이 많았기 때문이다.

2017년에는 2016년에 리뉴얼 한 점포들이 본격적으로 영업을 함으로써 매출이 회복될 수 있을 것으로 전망한다. 즉 수요둔화보다 더 크게 둔화되었던 롯데마트의 실적이 일정부분 회복될 것으로 기대한다. 물론, 2017년에도 점포 리뉴얼 작업은 2016년과 유사한 규모로 있을 예정이나 2016년에는 없었던 리뉴얼을 완료한 점포들의 매출 호조가 2017년에는 더해질 예정이어서 할인점의 실적 개선 가능성은 충분해 보인다.

[그림 6] 롯데마트 국내 영업이익 추이



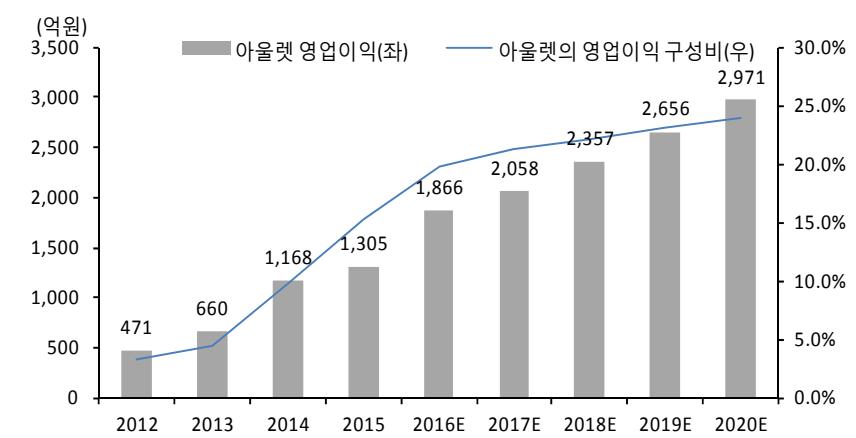
자료: 롯데쇼핑, SK증권 추정

(2) 백화점 부분의 실적 개선 기대: 도심형 아울렛이 견인

당사는 롯데쇼핑의 백화점 부분 실적도 개선될 것으로 기대한다. 특히, 동사가 적극적으로 확대한 도심형 아울렛이 동사의 실적을 지속적으로 개선시킬 것으로 전망한다.

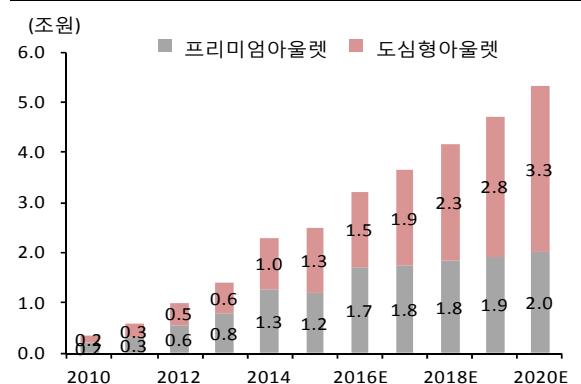
롯데쇼핑의 아울렛 사업은 롯데쇼핑의 영업이익이 할인점과 해외 사업의 극심한 부진으로 감소되던 2013년 이후에 지속적으로 증가하며 감익을 일정 부분 방어해 왔다. 동사의 아울렛은 국내 의류 유통 업태에서 점유율을 확대하며 고성장을 지속할 전망이다. 그 동안은 상대적으로 이익기여 규모가 크지 않아 전사의 영업이익을 이끄는데 한계가 있었다. 그러나 2016년에는 아울렛의 영업이익이 전사 영업이익에 20%를 기여한 것으로 추정된다. 아울렛의 영업이익 규모가 의미 있는 수준으로 확대됨으로써 2017년부터는 아울렛이 전사 영업이익 성장을 견인할 수 있을 전망이다.

[그림 7] 롯데쇼핑 아울렛 사업 영업이익 및 전체 영업이익 중 구성비 추정



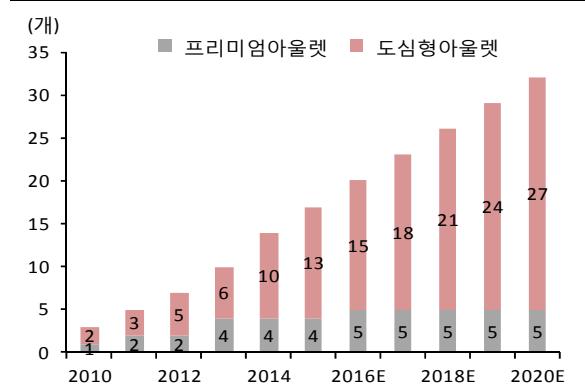
자료: SK증권 추정

[그림 8] 롯데쇼핑 아울렛 부문 총매출 추정



자료: SK증권

[그림 9] 롯데쇼핑 아울렛 점포수 추이 및 전망



자료: 롯데쇼핑 SK증권

아울렛 중에서도 지금까지는 규모가 큰 프리미엄 아울렛의 이익 기여가 상대적으로 컸으나, 향후에는 규모의 경제에 도달한 도심형 아울렛 사업이 의미 있는 영업이익을 기여할 것으로 기대한다.

도심형 아울렛 시장은 의류 유통 채널 중 대형사로 구조조정이 진행되고 있는 유일한 부문이다. 도심형 아울렛 시장은 현재, 이랜드리테일, 롯데아울렛, 현대백화점아울렛, 모다아울렛 등이 사업을 확장하고 있는 반면, 기존 도심형 아울렛 업체인 마리오아울렛, W-mall, 오랜지팩토리 등은 실적이 악화되고 있다.

특히, 단일관 위주로 운영하던 아울렛들의 경영은 지속적으로 어려워지고 있다. 이미 2009년 금융 위기를 겪으며 소수의 아울렛을 운영하던 업체들은 점포를 매각하거나 영업을 중단하였다. 대표적인 사례가 자루아울렛으로 점포 중 일부를 모다아울렛에 매각한 바 있다. 또한 아름다운아울렛의 경우, 현재 아울렛 사업을 폐점하고 새로운 임대 사업자를 찾고 있다. 가장 최근에는 패션아일랜드가 가산동에서 운영하던 패션아일랜드가산점의 영업을 종료하였다.

도심형 아울렛의 수요는 한국 경제의 저성장을 기반으로 지속적으로 증가하고 있다. 그러나 아울렛에 대한 관심이 높아지면서 동일한 도심형 아울렛이라 하더라도 제품 및 가격 경쟁력이 높은 업체들로 소비자가 이동하는 경향 또한 확대되고 있다. 그리고 합리적 수요에 적합한 제품을 공급할 수 있는 역량은 롯데쇼핑 및 현대백화점 등 대형 유통업체들이 더 크다. 회사의 전략 수준에 따라 영업이익 기여의 폭이 예상을 상회할 가능성이 크다. 이러한 형태의 변화는 아울렛 산업이 보편화되어 있는 미국 시장에서 이미 경험한 바 있다.

[그림 10] 롯데쇼핑 프리미엄 vs 도심형 아울렛 영업이익 추이



자료 SK증권 추정

주요 도심형 아울렛 업체 실적 추이

점포명	기업명	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
이랜드	(주)이랜드리테일	총매출액(억원)	15,723	15,611	20,524	32,488	37,328	38,097	39,097	40,902	40,608
		매출액(억원)	7,304	7,036	9,325	14,914	17,993	18,971	19,857	20,441	20,425
		매출총이익(억원)	3,683	3,761	5,061	8,271	9,644	10,190	11,035	11,251	11,378
		발표영업이익(억원)	354	455	842	1,130	1,338	1,452	1,985	2,345	2,017
		영업이익률	2.3%	2.9%	4.1%	3.5%	3.6%	3.8%	5.1%	5.7%	5.0%
		세전계속사업이익(억원)	-901	-73	449	428	1,929	754	1,491	1,720	1,577
		당기순이익(억원)	-907	258	313	280	1,314	497	777	1,323	1,457
모다아울렛	모다아울렛*	총매출액(억원)	945	947	982	1,067	1,464	1,799	2,363	2,922	3,825
		매출액(억원)	165	171	180	203	294	379	482	604	779
		매출총이익(억원)	165	171	180	203	285	348	455	604	779
		발표영업이익(억원)	70	87	94	102	139	170	174	227	241
		영업이익률	7.4%	9.2%	9.5%	9.5%	9.5%	9.4%	7.3%	7.8%	6.3%
		세전계속사업이익(억원)	70	93	100	122	126	161	178	216	208
		당기순이익(억원)	51	69	77	100	109	141	118	165	173
마리오아울렛	(주)마리오	총매출액(억원)	1,247	1,175	1,179	1,349	1,518	1,677	1,748	2,947	2,801
		매출액(억원)	422	427	438	455	489	424	398	577	555
		매출총이익(억원)	342	339	356	375	414	354	342	547	527
		발표영업이익(억원)	71	60	64	82	98	27	-11	120	141
		영업이익률	5.7%	5.1%	54%	6.1%	64%	1.6%	-0.6%	4.1%	5.0%
		세전계속사업이익(억원)	48	3	54	61	83	38	19	70	118
		당기순이익(억원)	35	-10	38	45	71	28	20	54	91
W-Mall	(주)원신월드	총매출액(억원)	1,163	1,498	1,775	2,020	2,223	2,232	2,120	2,001	1,799
		매출액(억원)	231	297	352	401	440	436	406	389	355
		매출총이익(억원)	224	293	346	395	434	429	400	384	349
		발표영업이익(억원)	42	104	128	163	178	125	72	92	70
		영업이익률	3.6%	6.9%	7.2%	8.1%	8.0%	5.6%	3.4%	4.6%	3.9%
		세전계속사업이익(억원)	1	79	113	157	168	124	65	75	37
		당기순이익(억원)	5	57	85	119	127	97	51	57	25
(주)우진파션비즈		총매출액(억원)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		매출액(억원)	375	594	782	879	937	972	1,054	1,266	1,205
		매출총이익(억원)	143	246	333	378	428	408	454	472	499
		발표영업이익(억원)	34	63	68	71	88	86	55	58	79
		영업이익률	9.0%	10.7%	8.7%	8.1%	9.3%	8.8%	5.2%	4.6%	6.6%
		세전계속사업이익(억원)	26	38	44	48	52	45	29	21	45
		당기순이익(억원)	18	27	34	36	37	21	22	15	11
오렌지팩토리	이울렛	총매출액(억원)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		매출액(억원)	375	594	782	879	937	972	1,054	1,266	1,205
		매출총이익(억원)	143	246	333	378	428	408	454	472	499
		발표영업이익(억원)	34	63	68	71	88	86	55	58	79
		영업이익률	9.0%	10.7%	8.7%	8.1%	9.3%	8.8%	5.2%	4.6%	6.6%
		세전계속사업이익(억원)	26	38	44	48	52	45	29	21	45
		당기순이익(억원)	18	27	34	36	37	21	22	15	11
(주)오렌지팩토리	/2012년 프라브컴퍼니로 사명 변경	총매출액(억원)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		매출액(억원)	512	723	831	887	986	986	861	861	861
		매출총이익(억원)	150	228	256	258	241	241	229	229	229
		발표영업이익(억원)	27	41	39	44	32	32	26	26	26
		영업이익률	5.3%	5.7%	4.7%	4.9%	3.3%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
		세전계속사업이익(억원)	25	34	27	29	13	13	23	23	23
		당기순이익(억원)	19	25	21	26	13	13	13	13	13

자료: 각 사, SK증권

(3) 유효법인세율의 정상화

또 하나 롯데쇼핑의 순이익 개선을 이끌 요인으로는 유효법인세율의 정상화를 들 수 있다. 과거 롯데쇼핑은 국내외 성장을 M&A를 통해 진행하였는데, 인수한 법인들의 영업이 예상에 미치지 못하여 영업권의 손상처리가 있었다. 그런데 이러한 자산의 손상 상각은 세법상 손금으로 인정받지 못해 유효법인세율을 높이는 요인이 된다. 이 때문에 롯데쇼핑의 유효법인세율은 2016년에도 50%에 이르고 있다. 당사는 이러한 유효법인세율이 안정회될 것으로 전망한다. 일단, 해외 법인과의 인적분할이 진행된 후 국내사업을 담당하는 사업법인에서 부담해야 할 손상 규모가 지금까지 단행되었던 손상 규모에 비해 현저히 작아질 것으로 예상한다.

롯데쇼핑은 해외 법인뿐만 아니라 국내 자산에 대해서도 손상처리를 했다. 지속된 국내 소비 부진을 적절히 대응하지 못해 동사가 인수했던 사업에서 당초 기대했던 실적을 기대하기 어려워졌기 때문이다. 이에 따라 1조 3,400 억원에 인수했던 GS 스퀘어/마트의 영업권에 대해 2015년 1,409 억원, 2016년 833 억원을 손상처리하였다. 덧붙여 2016년에는 유형자산에 대해서도 325 억원의 손상을 인식하였다.

자산에 대한 손상상각은 현재 시점에서 평가한 가치라는 점에서 향후 예상보다 더 큰 부진이 이어지지 않는다면 추가 손상 가능성은 크지 않다. GS 스퀘어/마트가 영위하고 있는 백화점과 할인점 업태는 상당 기간 부진이 지속되었고 이에 따라 회시측의 구조 조정 역시 상당히 진행되었다고 판단한다. 따라서 추가 손상 가능성은 크지 않을 것으로 전망한다.

다만, 국내 법인에서 향후 손상처리가 있을 것으로 예상되는 자산은 롯데하이마트다. 롯데하이마트에 대한 영업권은 2016년에 처음으로 397 억원을 손상처리되었다. 롯데쇼핑은 2012년 롯데하이마트의 지분 63.2%를 1조 2,500 억원에 인수했는데, 2월 10일 현재 롯데하이마트의 시가총액이 1조원 수준에 불과하다. 결국, 롯데하이마트로 인해 롯데그룹 내에서 시너지가 창출되는 점을 감안하더라도 추가 손상처리 가능성을 배제할 수 없다.

단, 롯데하이마트가 국내에서 전자제품 판매 사업자로 확보하고 있는 바잉파워와 이를 기반으로 한 가격 경쟁력을 고려했을 때, 현 수준에서 영업력이 더 하락할 가능성은 크지 않다. 따라서 롯데하이마트의 영업권 손상처리 규모는 제한된 수준일 것으로 예상된다. 이처럼 손상처리 규모가 제한되면 과거 50%에 육박했던 유효법인세율은 35% 수준으로 안정회될 전망이다.

한편, 롯데쇼핑은 2015년 중국 법인의 영업권을 모두 손상처리 했고, 2016년에는 중국 법인의 유형자산에 대해서도 385 억원의 손상처리를 완료하였다. 2015년과 2016년에만 중국 사업으로 손상처리한 금액이 5,000 억원에 달하고 있다. 5,000 억원은 중국사업 인수 총액 1조 800 억원 중 거의 50%에 해당하는 규모다.

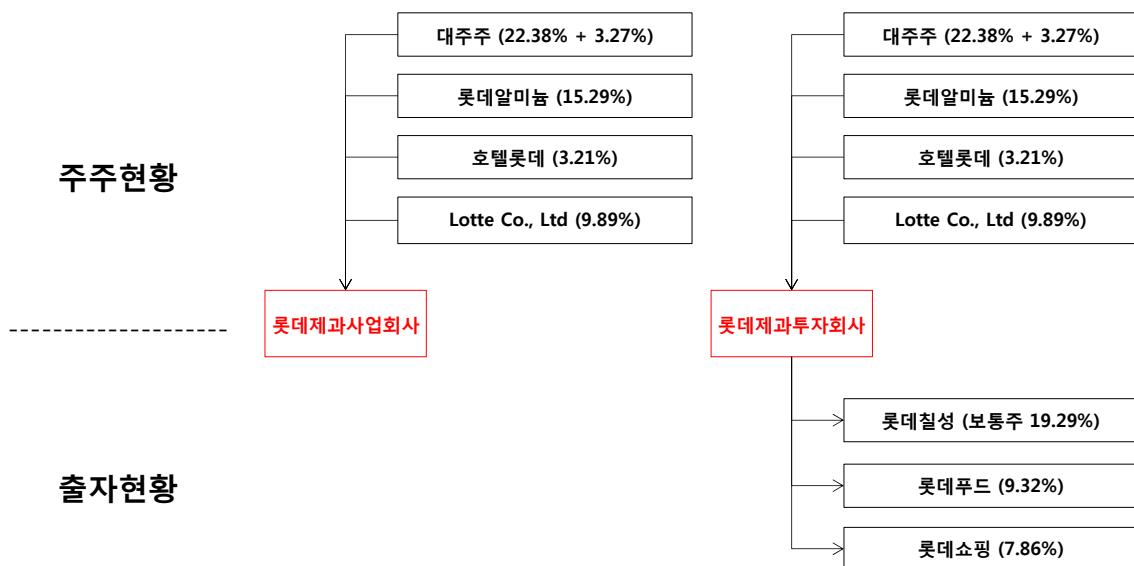
롯데쇼핑 M&A 사례

연도	M&A주체	피M&A업체	인수규모 (단위: 억원)	인수지분
2002년	롯데쇼핑	미도피백화점	5,420	79.0%
	롯데쇼핑	동양카드	1,300	92.5%
2006년	롯데쇼핑	우리홈쇼핑	4,667	43.0%
2007년	롯데쇼핑	빅마트, 나이스마트	1,000	
	롯데쇼핑	중국마크로(복경)	1,615	100.0%
2008년	롯데쇼핑	인도네시아마크로	3,900	100.0%
2009년	롯데쇼핑	중국타임즈	7,300	100.0%
2010년	코리아세븐	바이더웨이	2,740	100.0%
	롯데쇼핑	GS마트, 백화점(점포인수)	13,400	
	롯데쇼핑	럭키파이(중국홈쇼핑)	1,900	63.2%
2012년	롯데쇼핑	CS유통	2,500	100.0%
	롯데쇼핑	그랜드백화점(점포 2개)	1,540	
	롯데쇼핑	롯데하이마트	12,481	65.3%
총매입금액			57,863	
매입 영업권			35,952	
2016년 3분기말 영업권			27,156	
손상누계액			-8,796	

자료: 롯데쇼핑 SK 증권 정리

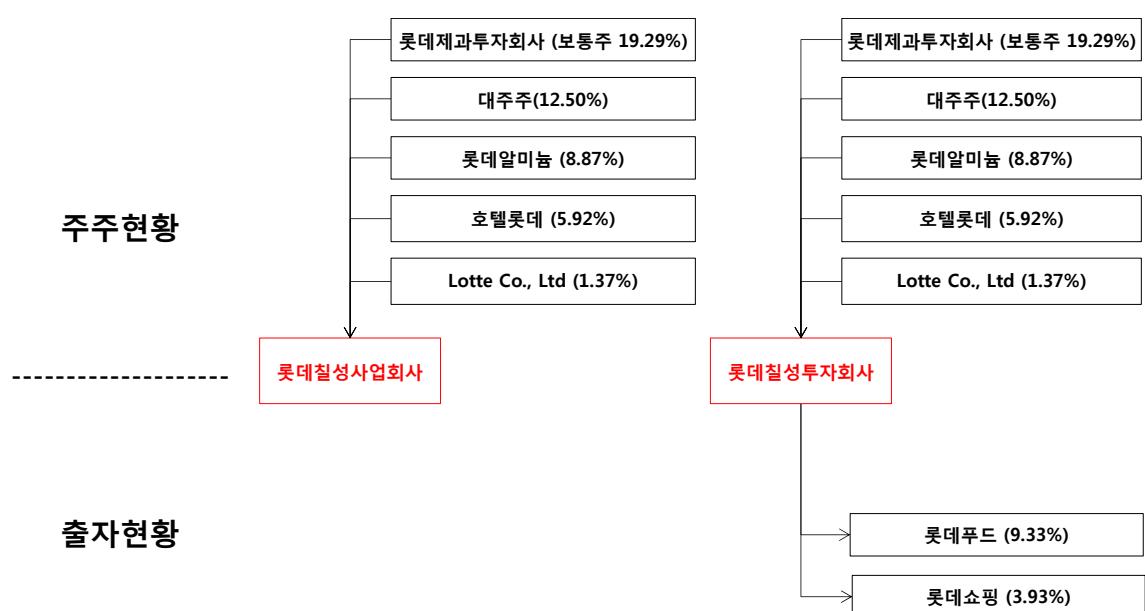
[참고] 롯데제과/롯데칠성/롯데쇼핑 인적분할 및 합병, & 롯데알미늄, 호텔롯데 합병 과정

[그림 11] 롯데제과 인적분할 이후 지분구조 대홍기획이 보유하고 있는 롯데제과 주식을 대주주가 매입하는 것을 가정



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

[그림 12] 롯데칠성 인적분할 이후 지분구조(롯데제과의 인적분할 이후 단행되는 것을 가정)



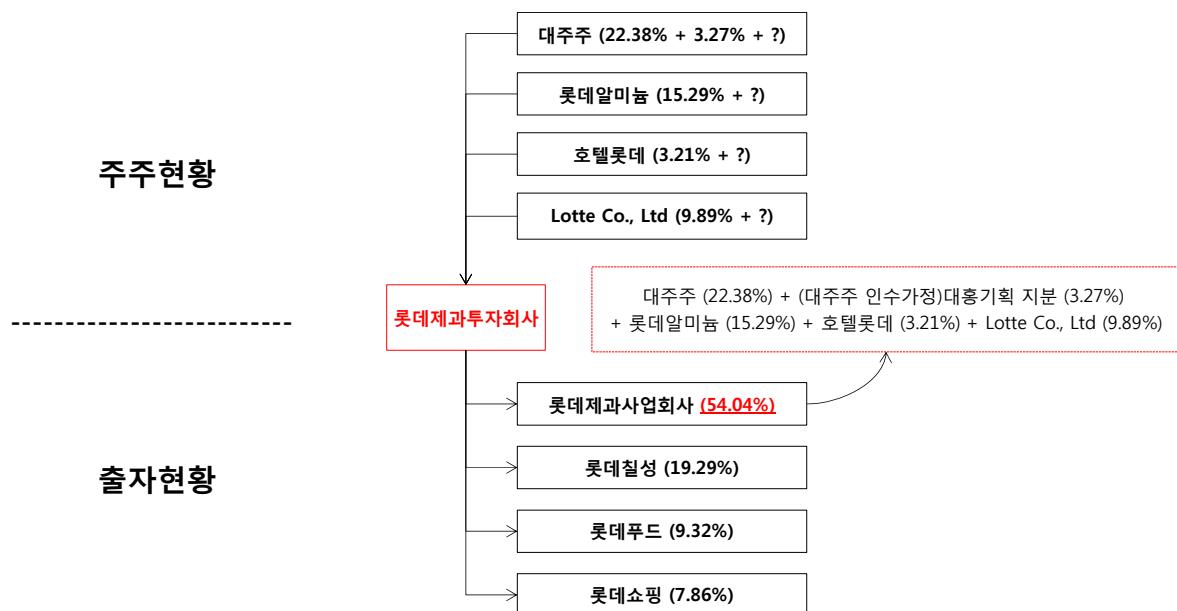
자료: SK증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 보통주 기준

[그림 13] 롯데쇼핑 인적분할 이후 지분구조(롯데제과/롯데칠성의 인적분할 이후 단행될 것을 가정)



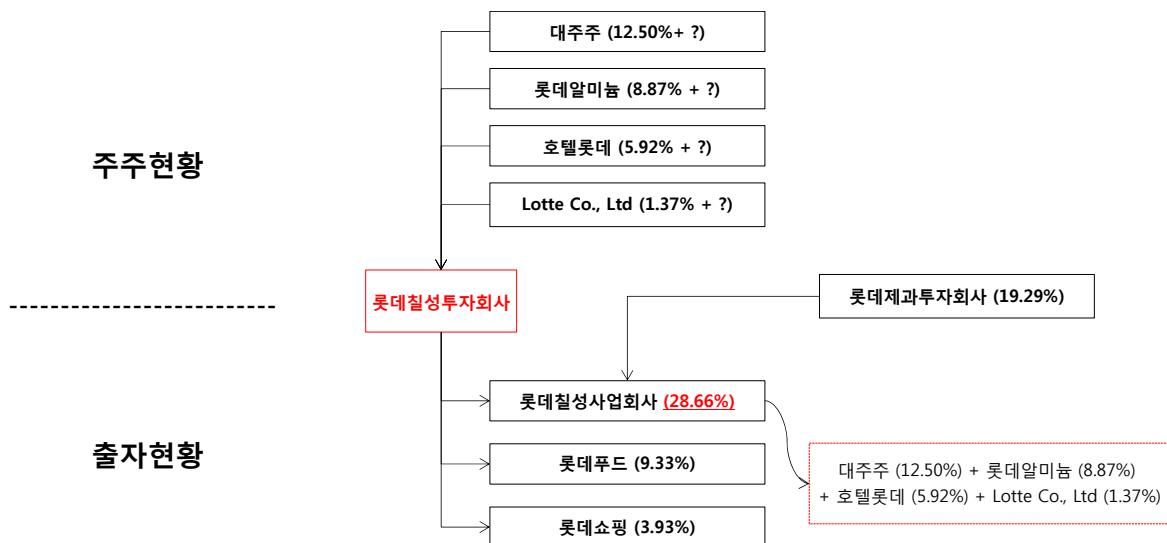
자료: SK 증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 신동주씨의 롯데쇼핑 기준 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

[그림 14] 롯데제과사업회사 대주주들의 현물출자 후 지분구조



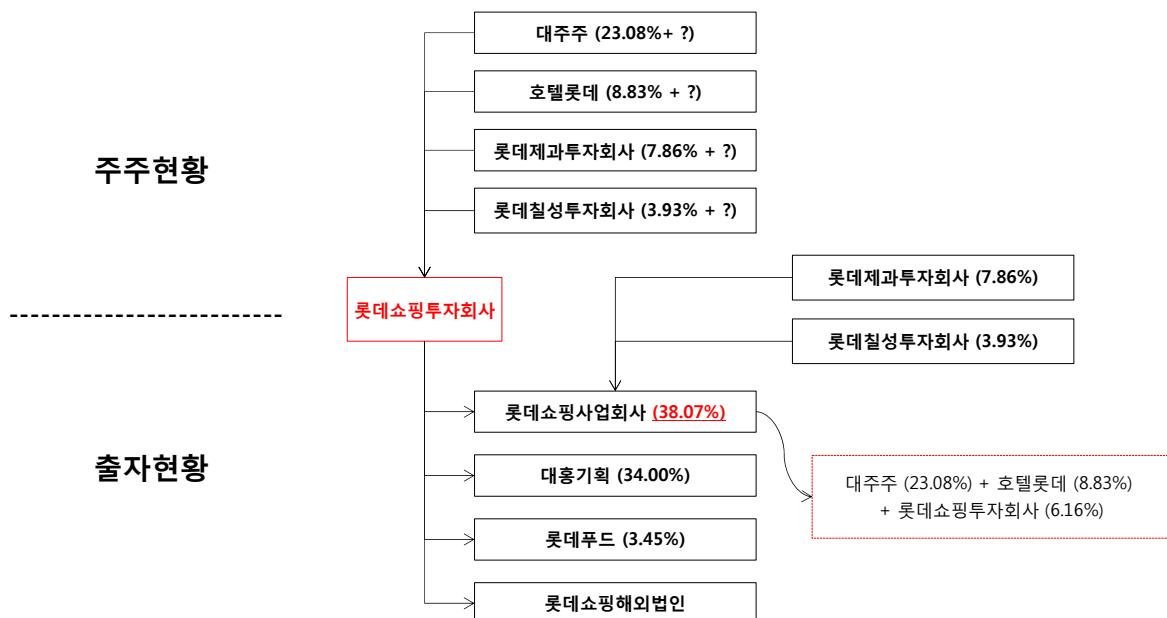
자료: SK 증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 신동주씨의 롯데쇼핑 기준 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

[그림 15] 롯데칠성사업회사 대주주들의 현물출자 후 지분구조



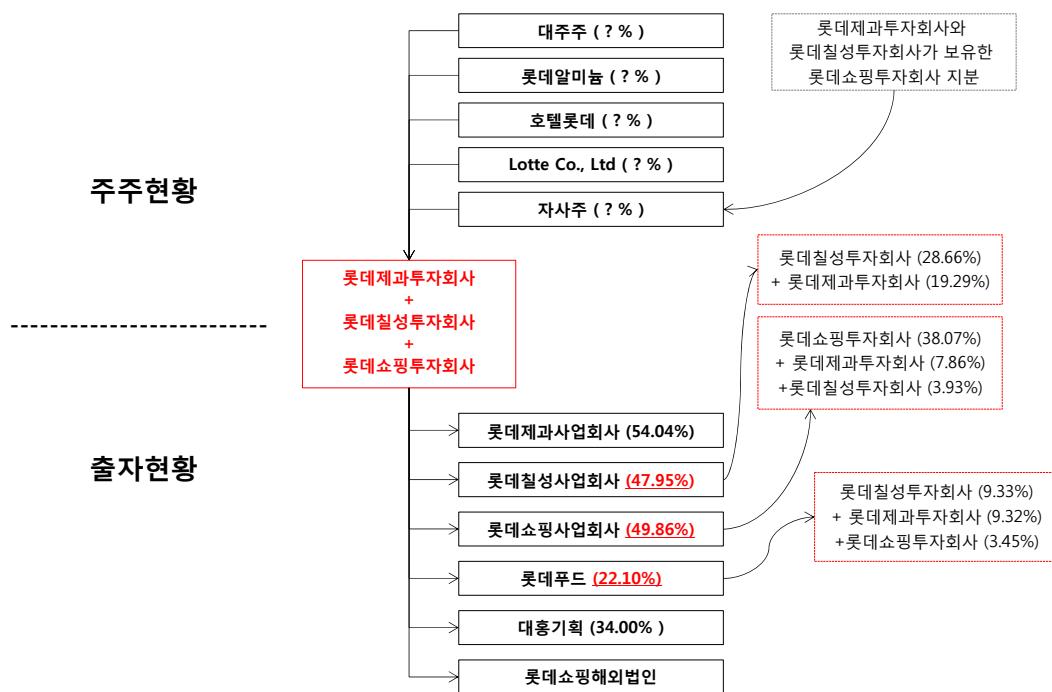
자료: SK 증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 신동주씨의 롯데쇼핑 기준 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

[그림 16] 롯데쇼핑사업회사 대주주들의 현물출자 후 지분구조



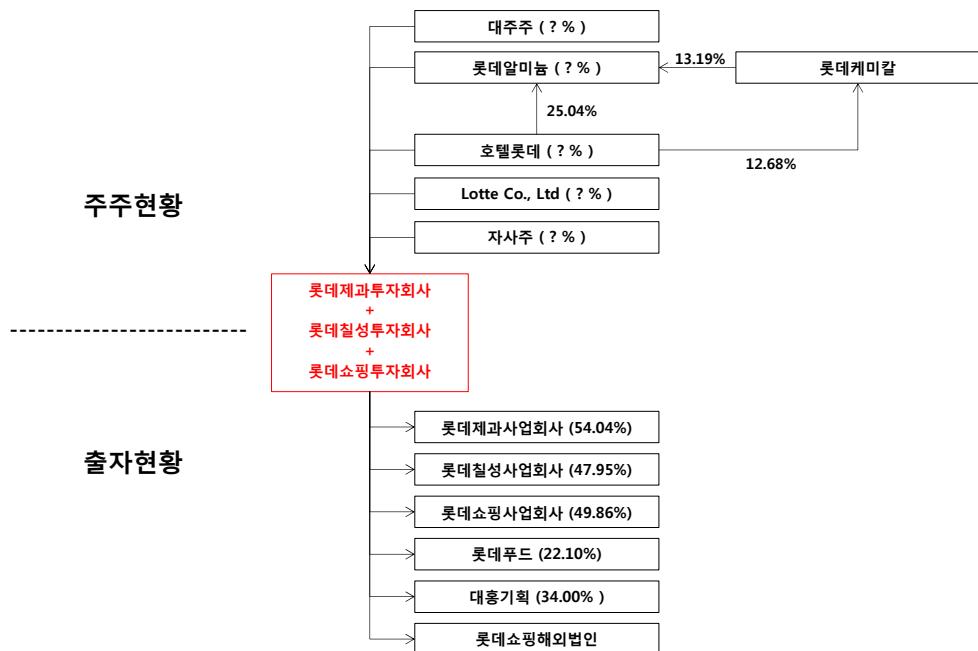
자료: SK 증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 신동주씨의 롯데쇼핑 기준 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

[그림 17] 롯데제과투자회사/롯데칠성투자회사/롯데쇼핑투자회사 합병 시 지분구조: 각 사업회사의 대주주지분을 투자회사에 현물출자 한 후 합병



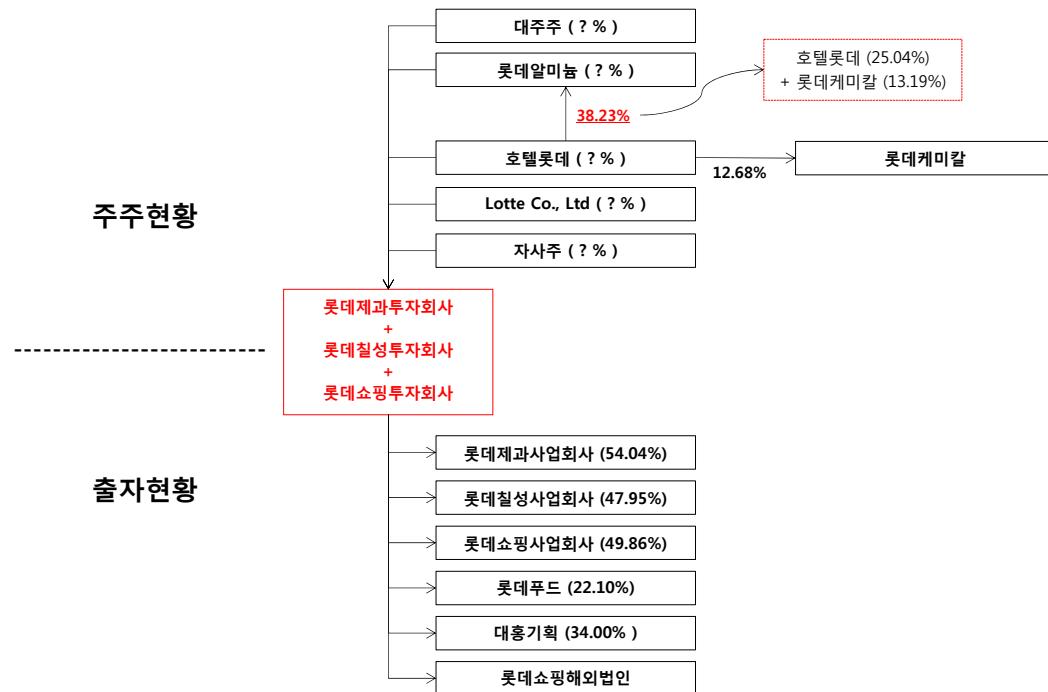
자료: SK 증권 / 주. 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함; 신동주씨의 롯데쇼핑 기준 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

[그림 18] 그림 7에 롯데케미칼/롯데알미늄/롯데호텔의 지분관계를 추가해 보면



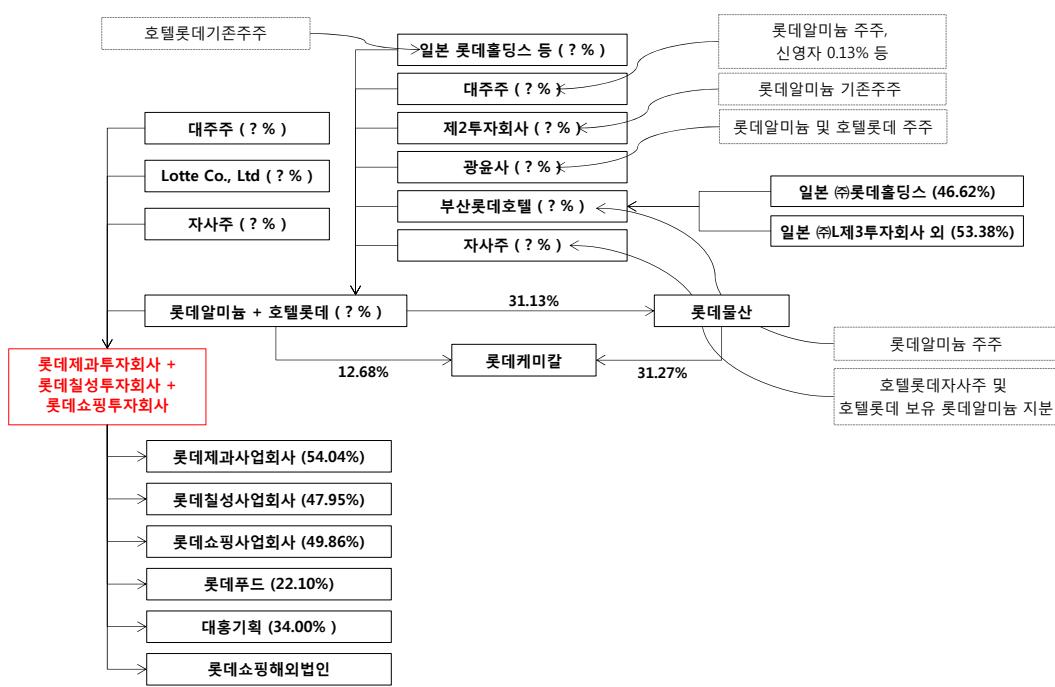
자료: SK 증권 / 주. 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함; 신동주씨의 롯데쇼핑 기준 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

[그림 19] 그림 8에서 롯데케미칼이 보유한 롯데알미늄 지분을 호텔롯데가 인수할 경우



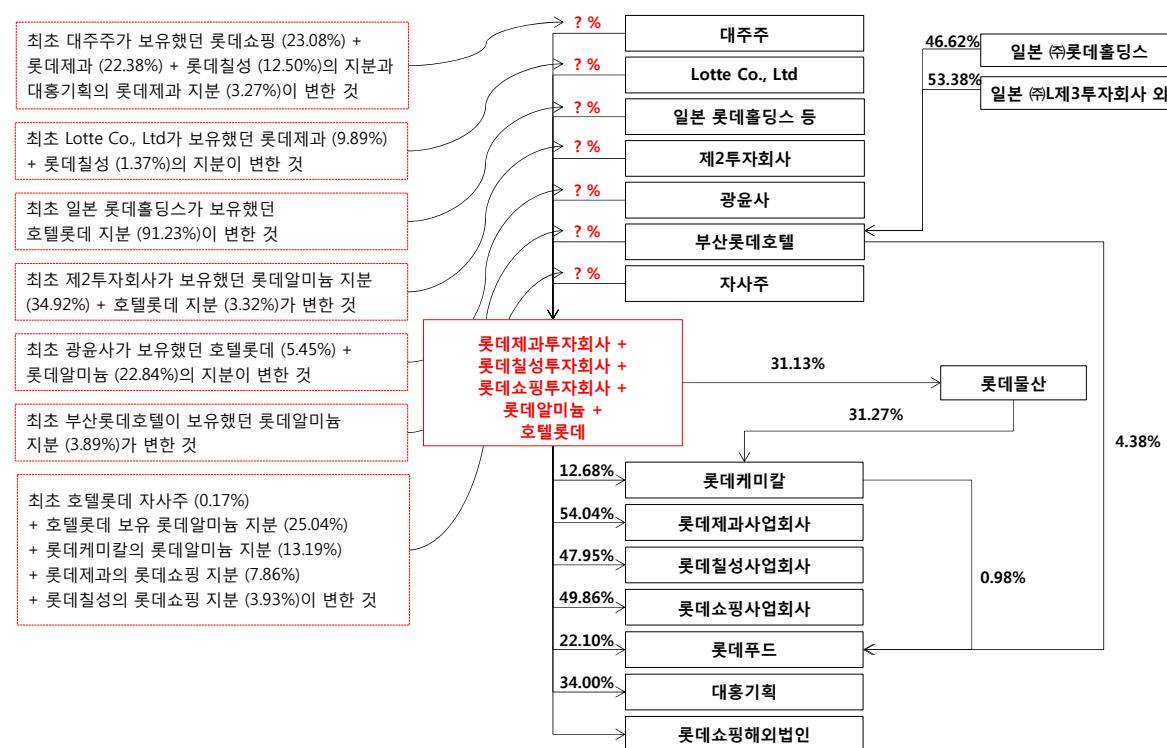
자료: SK 증권 / 주: 대주주는 신격호, 신동주, 신동빈, 신영자 등을 모두 포함, 신동주씨의 롯데쇼핑 기준 보유 지분 13.45% 중 5.5%를 매각한 것으로 가정

[그림 20] 그림 9에서 롯데알미늄과 호텔롯데의 합병을 가정, 롯데알미늄과 호텔롯데 주주 현황



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

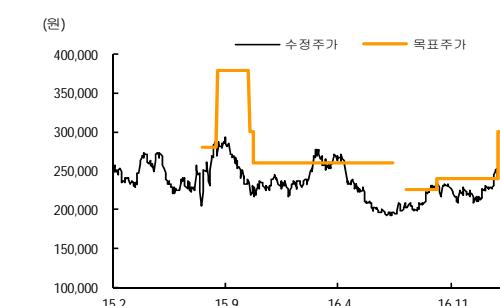
[그림 21] 그림 10에서 '롯데알미늄+호텔롯데'과 '롯데쇼핑 등 3사 투자회사 합병법인'의 합병을 가정 시 지분구조



자료: SK 증권

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

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	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
	2015.09.07	매수	380,000원
	2015.08.10	매수	280,000원



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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 2월 19일 기준)

매수	95.65%	중립	4.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	142,911	149,756	159,973	163,151	167,306
현금및현금성자산	13,095	19,281	17,513	21,317	21,326
매출채권및기타채권	9,375	9,130	9,189	9,365	9,778
재고자산	31,145	31,611	32,660	33,288	34,757
비유동자산	246,815	250,967	246,961	249,127	251,771
장기금융자산	6,091	7,105	7,280	6,984	7,333
유형자산	157,885	159,010	157,591	158,380	159,792
무형자산	43,414	41,561	35,784	35,306	35,011
자산총계	389,726	400,723	406,934	412,278	419,078
유동부채	123,319	125,339	119,187	127,943	137,210
단기금융부채	48,733	45,910	42,797	50,085	55,916
매입채무 및 기타채무	52,699	56,231	54,659	55,710	58,168
단기충당부채	462	549	604	615	642
비유동부채	97,154	99,945	116,869	112,751	105,551
장기금융부채	80,286	82,613	98,949	91,617	83,918
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	707	691	757	771	805
부채총계	220,473	225,284	236,055	240,695	242,761
지배주주지분	162,237	167,258	162,475	162,446	166,506
자본금	1,575	1,575	1,575	1,575	1,575
자본잉여금	39,108	39,108	39,108	39,108	39,108
기타자본구성요소	-722	-785	-790	-1,163	-1,163
자기주식	0	0	0	-790	-790
이익잉여금	118,954	123,601	118,937	119,823	123,928
비자매주주지분	7,016	8,181	8,404	9,137	9,811
자본총계	169,252	175,439	170,878	171,583	176,317
부채와자본총계	389,726	400,723	406,934	412,278	419,078

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	14,498	14,067	8,255	12,375	16,897
당기순이익(순실)	8,806	6,157	-3,455	2,455	5,525
비현금성항목등	12,814	13,182	20,456	16,202	14,189
유형자산감가상각비	7,132	7,647	8,401	8,341	8,588
무형자산상각비	1,077	1,347	1,461	1,385	1,318
기타	223	-1,623	5,311	2,696	36
운전자본감소(증가)	-2,605	90	-5,284	-3,477	319
매출채권및기타채권의 감소증가)	-601	547	225	638	-413
재고자산감소(증가)	-3,805	-1,560	-864	-994	-1,469
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	2,342	2,280	-491	1,813	2,458
기타	-541	-1,177	-4,154	-4,933	-257
법인세납부	-4,517	-5,363	-3,462	-2,806	-3,135
투자활동현금흐름	-17,117	-2,795	-15,486	-6,327	-12,011
금융자산감소(증가)	-5,062	-3,433	-11,499	-197	-2,349
유형자산감소(증가)	-18,069	-5,659	-9,540	-10,763	-10,000
무형자산감소(증가)	-1,230	-791	-994	-1,023	-1,023
기타	7,244	7,087	6,547	5,655	1,361
재무활동현금흐름	6,620	-5,098	5,372	-1,976	-4,877
단기금융부채증가(감소)	-7,420	2,933	2,544	150	5,831
장기금융부채증가(감소)	16,370	-3,561	7,753	2,435	-7,698
자본의증가(감소)	2,673	0	0	0	0
배당금의 지급	-629	-590	-739	-591	-591
기타	-4,374	-3,880	-4,185	-3,786	-2,418
현금의 증가(감소)	3,755	6,187	-1,769	3,804	10
기초현금	9,340	13,095	19,281	17,513	21,317
기말현금	13,095	19,281	17,513	21,317	21,326
FCF	-875	11,469	31,808	2,066	5,650

자료 : 롯데쇼핑 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	282,117	280,996	291,277	296,085	306,194
매출원가	195,470	193,367	202,171	204,990	210,582
매출총이익	86,647	87,629	89,105	91,094	95,611
매출총이익률 (%)	30.7	31.2	30.6	30.8	31.2
판매비와관리비	71,794	75,745	80,568	81,691	85,803
영업이익	14,853	11,884	8,537	9,403	9,808
영업이익률 (%)	5.3	4.2	2.9	3.2	3.2
비영업손익	-1,668	-1,104	-9,335	-4,516	-1,508
순금융비용	1,549	1,545	1,615	1,536	1,508
외환관련손익	1,306	-157	-1,356	-288	-288
관계기업투자등 관련손익	76	558	195	403	250
세전계속사업이익	13,184	10,780	-798	4,887	8,301
세전계속사업이익률 (%)	4.7	3.8	-0.3	1.7	2.7
계속사업법인세	4,378	4,623	2,657	2,432	2,775
계속사업이익	8,806	6,157	-3,455	2,455	5,525
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	8,806	6,157	-3,455	2,455	5,525
순이익률 (%)	3.1	2.2	-1.2	0.8	1.8
지배주주	7,884	5,267	-3,831	1,666	4,696
지배주주기속 순이익률(%)	2.79	1.87	-1.32	0.56	1.53
비지배주주	922	891	376	790	829
총포괄이익	9,171	6,943	-3,876	1,667	5,325
지배주주	8,240	5,656	-4,059	1,031	4,651
비지배주주	931	1,287	184	635	674
EBITDA	23,062	20,878	18,399	19,129	19,714

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	12.7	-0.4	3.7	1.7	34
영업이익	1.2	-20.0	-28.2	10.1	4.3
세전계속사업이익	-19.2	-18.2	적전	흑전	69.8
EBITDA	5.2	-9.5	-11.9	4.0	31
EPS(계속사업)	-32.7	-33.2	적전	흑전	182.0
수익성 (%)					
ROE	5.1	3.2	-2.3	1.0	29
ROA	2.3	1.6	-0.9	0.6	13
EBITDA/마진	8.2	7.4	6.3	6.5	64
안정성 (%)					
유동비율	115.9	119.5	134.2	127.5	121.9
부채비율	130.3	128.4	138.1	140.3	137.7
순자금/자기자본	19.5	14.7	17.0	15.6	12.9
EBITDA/이자비용(배)	9.3	8.4	7.2	7.9	8.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	25,048	16,724	-12,164	5,289	14,913
BPS	515,186	531,131	515,941	515,852	528,745
CFPS	51,127	45,284	19,152	36,173	46,369
주당 현금배당금	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	16.6	24.5	N/A	52.5	17.0
PER(최저)	13.4	16.3	N/A	36.5	14.1
PBR(최고)	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
PBR(최저)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	7.9	6.0	12.1	6.1	5.1
EV/EBITDA(최고)	7.4	7.8	7.1	6.5	5.7
EV/EBITDA(최저)	6.3	5.8	5.6	5.1	5.0