

롯데지주 (004990)

양지환 이지수
jhwang.yang@daishin.com jane.lee@daishin.com

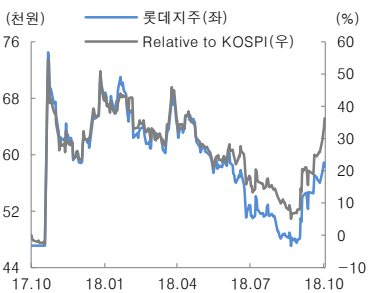
투자 의견 **BUY**
매수, 유지
6개월 목표주가 **81,000**
유지
현재주가 (18.10.11) **58,300**

지주업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2129.67
시가총액	6,866십억원
시가총액비중	0.46%
자본금(보통주)	23십억원
52주 최고/최저	74,500원 / 47,050원
120일 평균거래대금	107억원
외국인지분율	12.46%
주요주주	신격호 외 30 인 38.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.3	13.6	-6.6	23.8
상대수익률	22.6	21.7	7.2	42.9



롯데케미칼 계열편입 및 자사주 소각 긍정적

투자 의견 매수, 목표주가 81,000원 유지

- 롯데지주는 10월 10일 1)롯데케미칼의 지분 23.2%를 취득, 2)자사주 11,657천주의 소각, 3)롯데건설지분 전량을 롯데케미칼에 매각하기로 함. 또한 1)호텔롯데는 롯데케미칼과 롯데정화재단이 보유하고 있던 롯데지주의 지분 취득, 2)롯데케미칼로부터 롯데알미늄과 롯데하이마트로부터 롯데렌탈 지분 취득 결정
- 신동빈 회장의 경영복귀 이후 발생한 첫번째 이벤트로 화학계열사의 지주회사 체제 내 편입과 주주 가치 제고를 위한 자사주 소각은 긍정적이라고 판단함
- 롯데케미칼의 지주회사 내 편입으로 동사의 배당수익 및 지분법 이익이 크게 증가 예상
- 향후 롯데홀딩스(일본) 계열로 남아있는 호텔롯데와 롯데물산 등만 편입하면, 롯데지주의 체제 안으로 계열사들이 들어오게 될 전망

롯데케미칼 지분 23.2%를 롯데물산과 호텔롯데로부터 2조 2,274억원에 양수 결정

- 롯데지주는 롯데케미칼 주식 7,965천주(23.2%)를 롯데물산과 호텔롯데로부터 각각 3,864천주와 4,101천주 양수할 예정으로 양수금액은 2조 2,274억원
- 지분인수를 위해 2조 3,500억원을 단기차입하기로 하였으며, 보유하고 있던 롯데건설 지분을 전량 롯데케미칼에 1,960억원에 매각할 예정
- 이번 이벤트로 동사의 순차입금은 1조원에서 3.15조원으로 늘어날 것으로 예상하지만, 롯데케미칼 지분인수로 향후 배당 및 지분법이익이 크게 늘어날 전망
- 롯데케미칼의 2018년~2019년 컨센서스 순이익은 1.98조원, 2.06조원으로, 롯데지주의 2019년 롯데케미칼로부터의 지분법이익은 약 4,800억원 이상으로 추정 가능함

자사주 소각 10%(11,657천주)으로 주주 가치 제고

- 롯데지주는 보유 중이던 자사주 45,760천주 중 11,657천주를 소각하기로 결정함
- 소각하기로 결정한 자사주는 총 발행주식수의 약 10%로 전일 종가기준으로 6,800억원이 넘는 규모임
- 자사주 소각 결정으로 동사의 총 발행주식수는 104,909천주로, 소각후 자기주식수는 34,103천주(32.5%)로 감소할 전망
- 향후에는 1)공정거래법상 행위제한 요건 충족을 위한 금융계열사 매각, 2)비상장 계열사의 상장, 그리고 3)호텔롯데의 상장 및 지주체제 안으로의 편입 등 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,248	2,376	9,342	9,814	10,289
영업이익	128	10	224	216	226
세전순이익	96	535	256	946	1,012
총당기순이익	75	495	237	736	787
지배지분순이익	70	469	225	698	747
EPS	4,911	10,655	2,140	5,988	6,409
PER	36.3	6.1	27.2	9.7	9.1
BPS	171,843	81,890	54,005	59,943	66,298
PBR	1.0	0.8	1.1	1.0	0.9
ROE	2.8	11.0	3.6	10.4	10.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 롯데지주, 대신증권 Research&Strategy본부

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	9,332	9,803	9,342	9,814	0.1	0.1
판매비와 관리비	2,747	2,872	2,726	2,875	-0.8	0.1
영업이익	210	216	224	216	6.8	0.1
영업이익률	2.2	2.2	2.4	2.2	0.1	0.0
영업외손익	-29	-20	32	730	흑자조정	흑자조정
세전순이익	181	196	256	946	41.5	383.6
지배지분순이익	159	172	225	698	41.5	306.0
순이익률	1.7	1.8	2.4	7.1	0.7	5.4
EPS(지배지분순이익)	1,512	1,475	2,140	5,988	41.5	306.0

자료: 롯데지주, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 롯데지주의 Valuation Table

(단위: 십억원, %, 주, 원)

구분	Valuation 방식	롯데그룹 합산 매출액	로열티수익	Multiple, WACC, g	Value	Weight (% of NAV)	
영업가치	로열티		89,502	107.4	WACC=7.0%, g=0%	1,705	21.2
	소계—(1)					1,705	21.2
상장자회사	계열사명	지분율	시가총액			Value	
	롯데제과	48.4	1,107			536	6.7
	롯데쇼핑	38.3	5,728			2,195	27.3
	롯데칠성	26.5	1,119			297	3.7
	롯데칠성(우)	8.4	49			4	0.1
	롯데푸드	23.1	857			198	2.5
	롯데정보통신	70.0	467			327	4.1
	롯데케미칼	23.2	9,186			2,135	26.5
	소계—(2)					5,691	70.7
	지분가치	계열사명	지분율	순자산가액	장부가액		Value
롯데카드(주)		93.8	1,001			2,018	25.1
코리아세븐		79.7	269			269	3.3
롯데 GRS		54.4	34			34	0.4
롯데로지스틱스		36.2	103			103	1.3
대흥기획		56.5	53			53	0.7
롯데자산개발		60.5	147			147	1.8
롯데캐피탈		25.6	113			113	1.4
롯데역사		44.5	142			142	1.8
기타 국내계열사			555			555	6.9
기타 해외계열사		365			365	4.5	
소계—(3)					3,800	47.2	
지분가치 합계					9,491	118	
순차입금(롯데지주)—(4)					3,150	-39.1	
순자산가치(NAV)—(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					8,046	100.0	
할인율—(6)					30%		
Target NPV—(7)=(5)*(1-(6))					5,632		
발행주식수—(8)					104,909,237		
자기주식—(9)					34,103,935		
유통주식수—(10)=(8)-(9)					70,805,302		
목표주가(11)=(7)/(9)					79,547		
현재가					58,300		
Upside Potential					36.44		

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

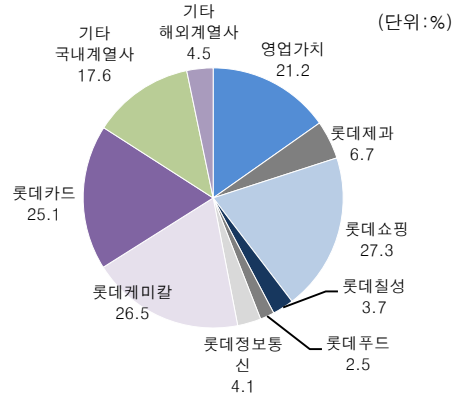
- 롯데그룹은 4 개주요 사업 영역인 식품, 유통, 화학/건설/제조, 관광/서비스에 영위
- 주요 계열사로 롯데칠성음료, 롯데푸드, 롯데쇼핑을 포함한 25 개의 국내 자회사를 보유하고 있음
- 영업수익은 자회사 및 기타 투자회사로부터 배당수익, 상표권 사용수익, 임대수익 등으로 구성
- 동사의 최대주주인 신동빈은 지분 10.5% 보유함 (발행주식 수: 104,909,237 주 / 자기주식수: 34,103,935 주)

주가 변동요인

- 정부의 대기업그룹 정책 및 공정거래법, 상법 등 관련 규제와 법률
- 상장자회사의 실적 및 주가에 따른 NAV 변동요인
- 비상장 자회사의 IPO 등 NAV 변화 요인
- 배당정책을 포함한 주주가치 제고와 관련한 회사의 정책 방향

자료: 롯데지주, 대신증권 Research&Strategy본부

롯데지주의 NAV 구성



자료: 롯데지주, 대신증권 Research&Strategy본부

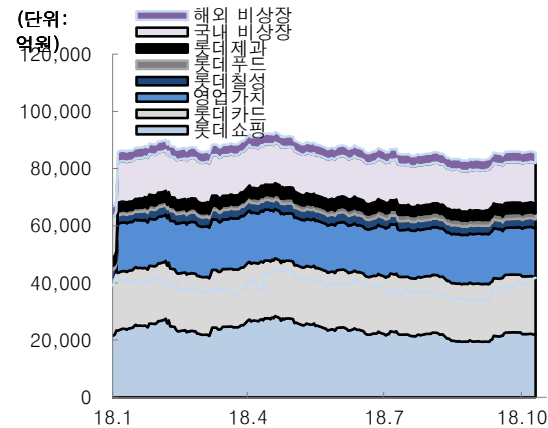
2. Earnings Driver

그림 1. 롯데지주의 NAV 할인율



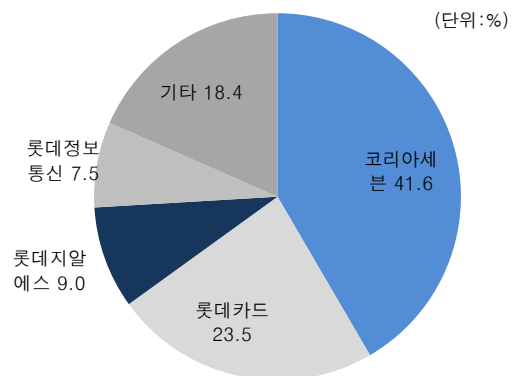
자료: 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 시가총액과 누적 NAV



자료: 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 롯데지주의 연결기준 매출액 비중



주: 2018년 2분기 연결실적 기준
 자료: 롯데지주, 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원, %)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	225	1,144	1,211	1,271	1,333	1,333	1,333	1,333	1,333	1,333
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	6,348	7,493	8,704	8,704	9,975	11,308	12,640	13,973	15,305	16,638
추정ROE	3.6	16.5	15.0	14.6	13.4	12.5	11.1	10.0	9.1	8.3
III 필요수익률 ^(주3)	7.3									
무위험이자율 ^(주4)	2.5									
시장위험프리미엄 ^(주5)	5.0									
베타	0.96									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	-3.7	9.2	7.7	7.3	6.1	5.2	3.8	2.7	1.8	1.0
V 필요수익	446	463	547	635	635	728	825	922	1,019	1,116
VI 잔여이익(I-V)	-221	681	664	636	698	605	508	411	313	216
현가계수	0.99	0.92	0.86	0.80	0.75	0.69	0.65	0.60	0.56	0.52
잔여이익의 현가	-218	627	570	509	520	420	329	248	176	113
VII 잔여이익의 합계	3,295									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	1,554									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	6,115									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	10,964									
총주식수(천주)	116,566									
XI 적정주당가치(원)	94,060									
현재가치(원)	58,300									
Potential (%)	61.3%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정치 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서의 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

재무제표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,248	2,376	9,342	9,814	10,289
매출원가	1,436	1,682	6,393	6,722	7,048
매출총이익	812	694	2,950	3,091	3,241
판매비외관리비	684	684	2,726	2,875	3,015
영업이익	128	10	224	216	226
영업이익률	5.7	0.4	2.4	2.2	2.2
EBITDA	224	88	498	441	413
영업외손익	-32	524	32	730	786
관계기업손익	3	2,909	660	741	796
금융수익	23	368	35	35	35
외환관련이익	7	2	0	0	0
금융비용	-26	-2,742	-75	-72	-71
외환관련손실	4	1	1	1	1
기타	-32	-11	-587	27	27
법인세비용차감전순이익	96	535	256	946	1,012
법인세비용	-21	-39	-19	-210	-225
계속사업순이익	75	495	237	736	787
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	75	495	237	736	787
당기순이익률	3.3	20.8	2.5	7.5	7.7
비지배지분순이익	5	26	12	38	40
지배지분순이익	70	469	225	698	747
매도가능금융자산평가	-25	-3	0	0	0
기타포괄이익	6	-13	5	6	6
포괄순이익	-123	335	287	791	848
비지배지분포괄이익	4	21	15	41	44
지배지분포괄이익	-126	314	273	750	804

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,911	10,655	2,140	5,988	6,409
PER	36.3	6.1	27.2	9.7	9.1
BPS	171,843	81,890	54,005	59,943	66,298
PBR	1.0	0.8	1.1	1.0	0.9
EBITDAPS	15,756	2,002	4,736	3,779	3,546
EV/EBITDA	13.7	157.2	36.7	40.6	42.3
SPS	158,172	53,732	87,959	83,481	87,522
PSR	1.1	1.2	0.7	0.7	0.7
CFPS	16,968	734	25,739	23,904	23,672
DPS	1,130	0	0	0	0

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	-0.4	5.7	293.2	5.0	4.8
영업이익 증가율	-11.6	-92.0	2,089.7	-3.5	4.8
순이익 증가율	-5.0	558.3	-52.1	210.0	7.0
수익성					
ROIC	5.4	0.3	6.7	6.8	7.7
ROA	3.1	0.1	1.0	0.9	0.9
ROE	2.8	11.0	3.6	10.4	10.1
안정성					
부채비율	55.8	192.4	216.3	192.9	174.9
순차입금비율	15.7	101.6	128.7	109.3	93.0
이자보상배율	5.9	0.7	3.0	3.0	3.2

자료: 롯데지주, 대신증권 Research&Strategy 본부

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	847	3,752	5,041	5,335	5,811
현금및현금성자산	166	1,042	1,120	1,234	1,524
매출채권 및 기타채권	324	1,012	1,430	1,493	1,557
재고자산	253	248	976	1,025	1,074
기타유동자산	104	1,451	1,515	1,584	1,656
비유동자산	3,144	8,535	9,948	10,339	10,823
유형자산	1,393	1,472	1,277	1,131	1,021
관계기업투자금	100	3,804	6,008	6,546	7,138
기타비유동자산	1,651	3,260	2,663	2,662	2,664
자산총계	3,992	21,897	24,598	25,283	26,244
유동부채	677	7,508	9,606	8,774	8,328
매입채무 및 기타채무	276	2,207	1,962	2,061	2,161
차입금	225	1,946	4,096	4,096	4,096
유동성채무	100	2,493	2,600	1,574	924
기타유동부채	76	862	948	1,042	1,147
비유동부채	752	6,900	7,216	7,879	8,370
차입금	306	5,362	5,618	6,218	6,644
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	447	1,538	1,598	1,660	1,726
부채총계	1,430	14,407	16,822	16,652	16,698
자배지분	2,443	6,115	6,348	7,046	7,794
자본금	7	15	24	24	24
자본잉여금	33	7,057	7,057	7,057	7,057
이익잉여금	1,775	476	701	1,399	2,146
기타지분변동	628	-1,433	-1,433	-1,433	-1,433
비지배지분	119	1,375	1,428	1,585	1,753
자본총계	2,562	7,490	7,776	8,631	9,546
기타금융업자산	0	9,609	9,609	9,609	9,609

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	114	-684	2,751	1,810	1,769
당기순이익	75	495	237	736	787
비현금항목의 가감	166	-463	2,496	2,074	1,995
감가상각비	96	78	275	225	187
외환손익	7	-5	1	1	1
지분법평가손익	-3	-2,909	-180	-741	-796
기타	66	2,373	2,401	2,590	2,603
자산부채의 증감	-81	-836	101	-728	-728
기타현금흐름	-46	119	-83	-272	-285
투자활동 현금흐름	-59	1,306	-981	89	33
투자자산	-50	122	-1,627	-556	-611
유형자산	-96	-58	-58	-58	-58
기타	87	1,242	704	703	702
재무활동 현금흐름	-136	-327	1,693	-1,255	-1,053
단기차입금	0	315	2,150	0	0
사채	-197	223	222	565	421
장기차입금	99	-34	35	35	4
유상증자	0	0	9	0	0
현금배당	-17	0	0	0	0
기타	-21	-831	-722	-1,855	-1,479
현금의 증감	-81	288	78	114	290
기초 현금	247	754	1,042	1,120	1,234
기말 현금	166	1,042	1,120	1,234	1,524
NOPLAT	100	9	207	168	176
FCF	93	12	421	331	302

[Daishin House View 4차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (하림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

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

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

롯데지주(004990) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	18.10.12	18.07.31	18.06.17	18.04.26	18.04.24	18.02.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	81,000	81,000	81,000	81,000	81,000	79,000
과리율(평균.%)		(32.35)	(29.41)	(25.38)	(19.57)	(17.53)
과리율(최대/최소.%)		(19.26)	(19.26)	(19.26)	(19.26)	(9.24)

제시일자	18.01.03	17.11.03	17.10.29
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	79,000	96,000	96,000
과리율(평균.%)	(14.18)	(33.81)	(25.44)
과리율(최대/최소.%)	(9.24)	(22.40)	(22.40)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20181009)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	82.6%	15.3%	1.1%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~-10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상