

음식료

비중확대

종목	투자의견	목표주가
롯데제과	매수	250,000원
롯데칠성	매수	2,250,000원
롯데푸드	중립	-

지주사 전환 시 롯데 식품 3사의 가치는?

식품과 유통 계열사 인적 분할 후 1개 지주사로 합쳐질 듯

최근 언론 보도에 따르면 4월 26일 전에 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드, 롯데쇼핑이 이사회를 열고 지주사로의 전환을 위한 기업 분할을 검토할 것으로 보인다. 이들 4개사는 한국 롯데 그룹내 식품과 유통업 상장사로 지난 1월에 지주사 전환을 검토 중이라는 공시를 발표한 바 있다. 우리는 일부 언론의 관측대로 4개사가 모두 인적 분할로 영업회사와 투자회사를 분리한 뒤, 4개의 투자회사가 다시 1개의 지주사로 합쳐지는 구도가 유력하다고 판단한다.

우선은 롯데제과 중심의 지주사 전환이 유력

4개의 투자회사가 1개의 지주회사로 합쳐질 것으로 보는 이유는 한국 롯데 그룹내 식품과 유통업을 한 곳에 묶는데 이어 식품과 유통사간의 순환출자를 해소하고 경영/지배구조의 효율성을 기하기 위해서라 판단된다. 우리는 특히 4개 투자회사가 하나의 지주사로 합병되는 과정에서 롯데제과가 중심에 설 것으로 예상된다. 롯데제과는 롯데쇼핑의 지분을 7.9%, 롯데쇼핑의 지분을 3.9% 보유한 롯데칠성을 19.3% 보유하는 등 한국 롯데그룹 내 호텔롯데와 함께 지배구조상 최상단에 위치해 있다. 지배권 강화가 필요한 오너 일가의 지분 매입이 최근까지 지속된 회사라 롯데라는 점이 이러한 전망을 뒷받침한다.

지주사 전환 시 롯데 식품 3사 기업가치 상승할 것

지주회사 전환은 롯데그룹 전체의 가치를 한 단계 올릴 유인이다. 수십개의 순환 출자 고리로 경영/지배구조 투명성이 약했던 만큼, 지분 정리의 효과가 의미 있을 것이다. 또한 사업의 구조조정을 종전보다 쉽게 할 수 있어 경영 효율성이 제고될 것이다. 그리고 호텔 롯데 상장 등과 맞물려 실행될 것으로 예상되는 코리아세븐, 롯데리아, 롯데정보통신 등의 상장은 이들의 지분을 보유한 롯데제과, 롯데칠성, 롯데쇼핑의 투자자산 가치를 끌어올릴 것이다.

롯데제과는 투자자산 가치 상승의 최대 수혜, 롯데칠성은 상대적 저평가 매력 뚜렷

이미 이들 4개사의 주가가 지주사 전환 기대감으로 지난 주말 급하게 상승했다. 하지만 추가 상승 여력이 아직 남았다. 지주사 전환 시 장기적으로 실적을 향상시키는 요인이 될 지배구조 투명성, 경영 효율성 제고를 감안하지 않더라도, <표 1>에서와 같이 롯데 식품 3사의 가치는 단기적으로도 상승할 여력이 있다. 롯데제과의 경우 투자자산의 가치가 높아질 확률이 높기 때문에 투자회사의 PBR은 peer 그룹보다 높은 1배, 혹은 1배 이상의 가치를 가질 수도 있다. 그리고 투자회사 합병 과정에서도 가장 가치 훼손이 작고 수혜가 큰 구조가 유력하다. 롯데칠성의 경우 매출액, 이익, 자본금의 규모가 롯데제과와 매우 유사함에도 불구하고 현재 시가 총액은 67% 수준으로 일단 상대적으로 저평가 매력이 있다. 또한 분할 후 영업회사를 소유할 것으로 예상되는 서초동부지의 가치를 감안하면 다른 음료사보다는 PER 배수가 높게 형성될 가능성이 크다. 롯데푸드는 상대적으로 작지만 역시 자산가치가 올라갈 가능성이 크다. 우리는 현 주가를 고려 시 롯데칠성의 상승 여력이 가장 크다고 판단한다.

이경주 3276-6269
kjlee@truefriend.com

정유진 3276-6228
youjinjung@truefriend.com

<표 1> 롯데 식품 3사 지주사 분할 시 가치 변화

(단위: 십억원, 배)

	2016	분할 전(A)	2017F			
			영업회사	투자회사	분할 후 (배당수의 제외)	
					합산(B)	(B/A-1) 비교
롯데제과	순자산		3,990	1,574		
	순자산비율		0.72	0.28		
	순이익	70	86	75		
	PER	36.4	34.9	39.9		
	Global peers PER			20.4		
	할인율			0.0%		
	영업회사 적용 PER			20.4		
	PBR	1.0			1.0	
	할인율				0.0%	롯데리아, 코리아세븐, 롯데정보통신 등 자회사 IPO 등으로 투자자산 가치 상승 가능
투자회사 적용 PBR				1.0		
시가총액		3,006	1,536	1,574	3,110	3.4%
롯데칠성	순자산		3,804	890		
	순자산비율		0.81	0.19		
	순이익	72	90	87		
	PER	27.5	23.8	23.4		
	Global peers PER			20.9		
	할인율			0.0%		서초동부지 영업회사 잔존 시 PER 은 peer 그룹보다 높게 평가될 것
	영업회사 적용 PER			20.9		
	PBR	0.8			1.0	
	할인율				0.0%	자회사 가치 상승 가능성 존재
투자회사 적용 PBR				1.0		
시가총액		2,040	1,822	890	2,712	33.0%
롯데푸드	순자산		1,336	237		
	순자산비율		0.85	0.15		
	순이익	58	66	63		
	PER	15.3	13.5	14.2		
	Global peers PER			19.4		
	할인율			30.0%		
	영업회사 적용 PER			13.6		
	PBR	0.8			1.0	
	할인율				30.0%	
투자회사 적용 PBR				0.7		
시가총액		892	851	166	1,016	14.0%

주: 1. 분할 후 영업회사의 순이익에서는 배당수의 제외

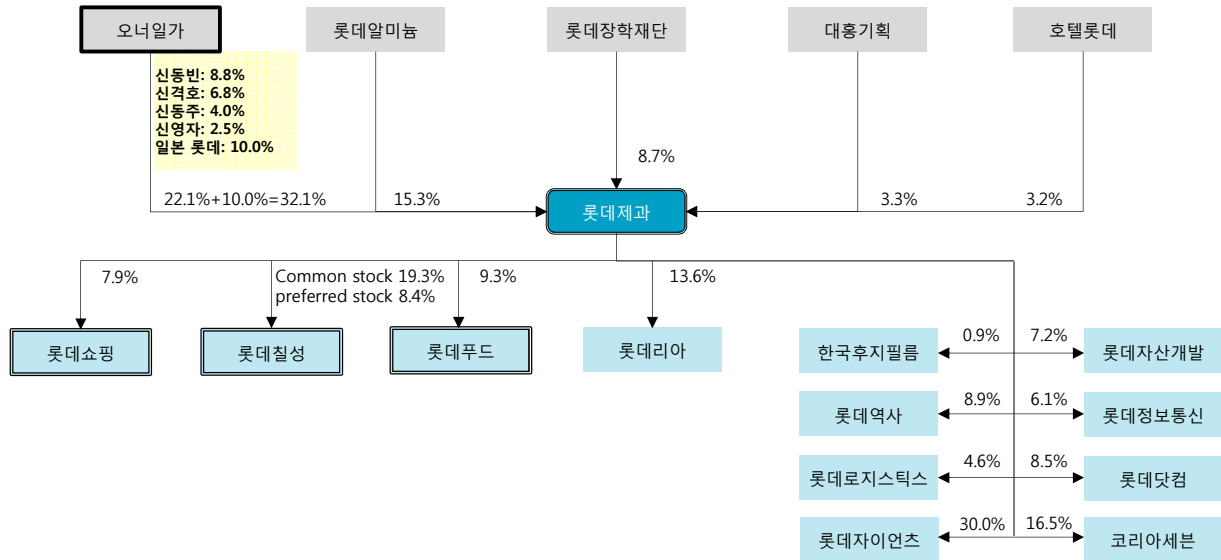
2. 순이익은 지배주주순이익

3. 각 사 인적 분할 시 투자회사는 투자자산만 소유하는 것으로 가정

4. 투자회사 순자산은 2016년말 투자자산으로 가정

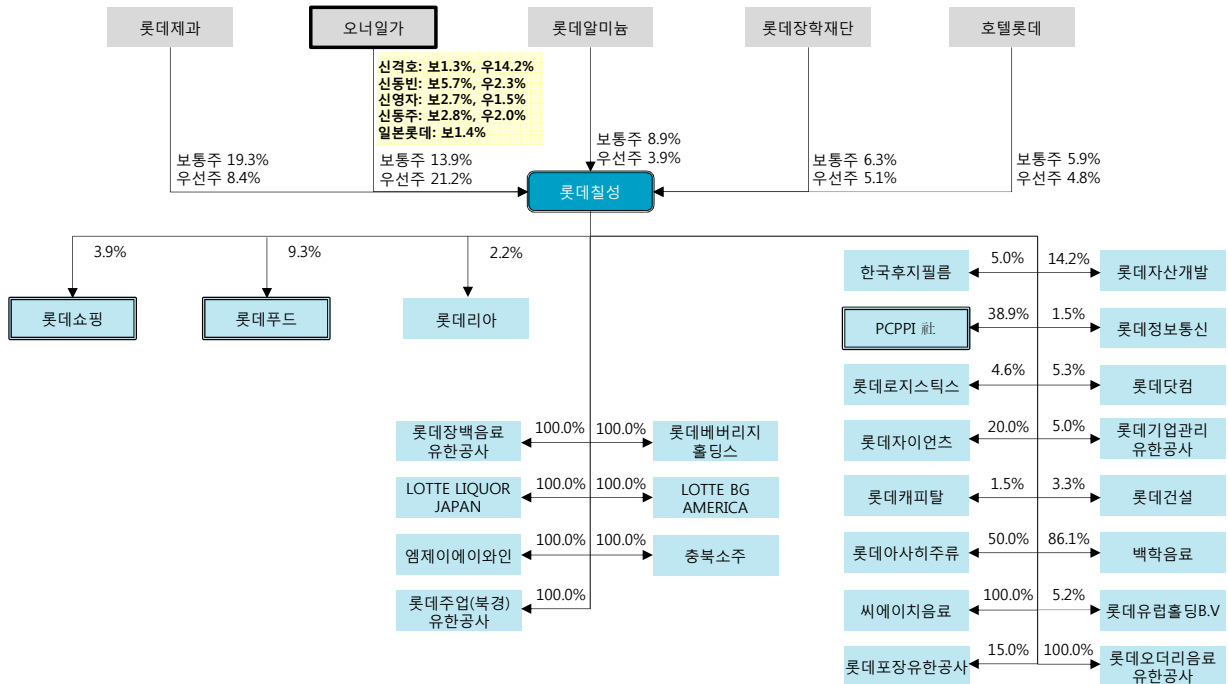
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 롯데제과 자본도



주: 2016년 기준
 자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 2] 롯데칠성 자본도



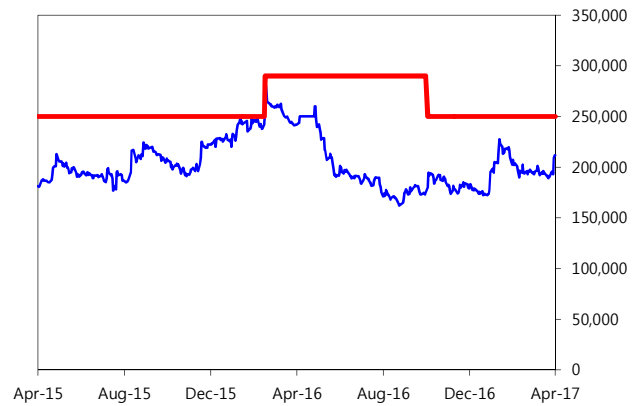
주: 2016년 기준
 자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

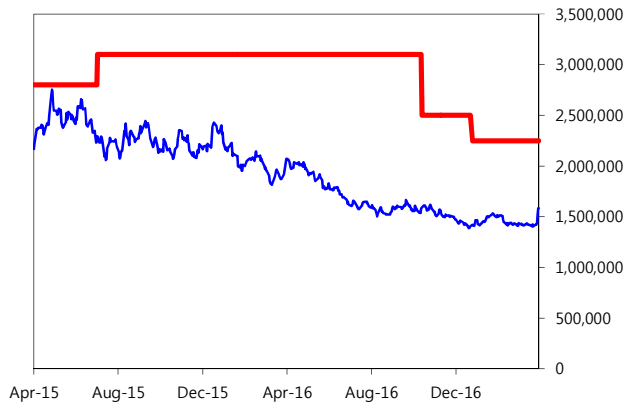
종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
롯데푸드(002270)	2015.12.02	중립	-	롯데칠성(005300)	2015.05.03	매수	2,800,000 원
롯데제과(004990)	2015.05.14	매수	250,000 원		2015.07.24	매수	3,100,000 원
	2016.03.08	매수	290,000 원		2016.11.04	매수	2,500,000 원
	2016.10.24	매수	250,000 원		2017.01.16	매수	2,250,000 원

롯데푸드(002270)

롯데제과(004990)



롯데칠성(005300)



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 22일 현재 롯데푸드, 롯데제과, 롯데칠성 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 롯데칠성 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 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.