

## 롯데쇼핑(023530)

## 매수(유지)

목표주가: 340,000원(유지)

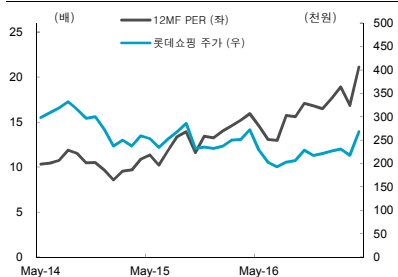
## Stock Data

|                   |                 |
|-------------------|-----------------|
| KOSPI(4/27)       | 2,209           |
| 주가(4/27)          | 268,000         |
| 시가총액(십억원)         | 8,440           |
| 발행주식수(백만)         | 31              |
| 52주 최고/최저가(원)     | 272,000/193,000 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 24,827          |
| 유동주식비율/외국인지분율(%)  | 35.3/18.6       |
| 주요주주(%)           | 신동빈 외 18인 58.5  |

## 주가상승률

|          | 1개월  | 6개월  | 12개월  |
|----------|------|------|-------|
| 절대주가(%)  | 22.7 | 14.8 | 2.9   |
| 상대주가(%p) | 20.2 | 5.6  | (6.7) |

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 지주사 전환의 최대 수혜주

## 투자부문/사업부문의 분할/합병 동시 진행

롯데그룹이 지주사 전환 관련 설명회를 개최했다. 분할/합병 되는 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등 4개사가 참여했다. 4개사는 모두 투자회사와 사업회사로 인적분할되며 롯데제과의 투자회사가 롯데쇼핑, 롯데칠성, 롯데푸드의 투자회사를 흡수 합병하게 된다. 롯데그룹에서 밝히는 지주사 전환 목적은 순환출자를 해소하여 투명성과 독립성을 높이고, 사업과 직접 관련 없는 투자 주식을 분할하여 경쟁력을 강화하고 기업가치를 높이는 것이다. 우리는 일본롯데가 정점에 있는 현재의 지배구조에서 향후 신설되는 롯데지주(가칭)가 정점에 서는 지배구조로의 변화로 이해한다. 일본의 광운사와 중업원지주, 신격호/신동주 등에서 롯데지주와 신동빈 회장으로 무게중심이 이동하는 과정이며, 이미 경영권을 장악한 신동빈 회장이 보다 직접적, 구체적으로 지배력을 확보할 것이다.

## 부각되는 자산가치

롯데쇼핑은 투자회사와 사업회사로 분할되며 사업회사는 존속되고 투자회사는 롯데제과로 흡수 합병된다. 롯데쇼핑의 투자회사와 사업회사 분할비율은 10.7% vs. 89.3%이며 분할 전 순자산 15.5조원에서 투자회사 1.7조원, 사업회사 13.9조원으로 나뉜다. 현재 주가 기준 분할회사의 시가총액은 9,030억원이며 자산가치와 수익가치로 평가한 본질가치는 2조 9,120억원이다. 장부가와 순자산가 적용 차이에서 비롯된 약 2조원의 숨겨진 자산가치가 부각되는 셈이다. 투자회사에는 롯데카드와 롯데캐피탈, 코리아세븐, 롯데리아, 대흥기획 등이 포함되었다. 사업과 직접 관련 없는 투자주식, 금융자회사 분리 및 순환출자 해소 등의 목적에 따른 분류로 보인다. 롯데쇼핑의 해외계열사는 사업회사에 존속되었다. 다만, 분할/합병 이후 추가적인 개편 가능성이 높다고 판단된다.

## 유통업 최선호주, 목표주가 340,000원 유지

롯데쇼핑 관점에서 보면 금번 분할/합병은 시작에 불과한 것으로 판단한다. 롯데쇼핑 사업회사의 가치가 롯데그룹 지배구조 개편과 신동빈 회장의 그룹 지배력 강화에 핵심적 역할을 할 것으로 보기 때문이다. 압도적인 시장점유율과 높은 수익성의 백화점 가치와 중국 할인점 사업 적자에 가려진 국내 롯데마트 가치, 인도네시아와 베트남 시장의 성장성 등이 적절하게 평가될 수 있는 후속 개편이 이어질 것으로 예상된다. 롯데쇼핑을 유통업 중 최선호주로 유지하며 목표주가 340,000원을 유지한다. 우리의 목표주가는 가치합산방식으로 계산되었으며 Implied PBR 0.61배에 해당한다. 현재주가는 2017F PBR 0.52배에 거래되고 있으며 최근 주가 상승에도 불구하고 여전히 자산가치 대비 할인폭이 과다하다.

|       | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | 증감률<br>(%) | EBITDA<br>(십억원) | PER<br>(x) | EV/EBITDA<br>(x) | PBR<br>(x) | ROE<br>(%) | DY<br>(%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|------------------|------------|------------|-----------|
| 2015A | 29,128       | 854           | (383)        | (13,393)   | NM         | 1,840           | NM         | 6.0              | 0.5        | (2.3)      | 0.9       |
| 2016A | 29,526       | 940           | 168          | 5,257      | NM         | 1,914           | 42.1       | 5.4              | 0.4        | 1.0        | 0.9       |
| 2017F | 30,151       | 917           | 237          | 8,030      | 52.8       | 1,827           | 33.4       | 6.7              | 0.5        | 1.4        | 0.7       |
| 2018F | 31,571       | 1,065         | 302          | 10,235     | 27.5       | 1,982           | 26.2       | 6.3              | 0.5        | 1.8        | 0.7       |
| 2019F | 32,539       | 1,212         | 365          | 12,342     | 20.6       | 2,138           | 21.7       | 6.0              | 0.5        | 2.2        | 0.7       |

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

<표 1> SOTP valuation - 외부기관 평가가치 반영

(단위: 십억원, 백만주, 원)

| 구분            | 산식         | 추정가치    | 비고                                       |
|---------------|------------|---------|--|
| 영업가치          | A          | 9,314   | -  |
| 국내 백화점        |            | 7,200   | 신세계와 현대백화점 평균 EV/EBITDA 7.5 배 적용         |
| 국내 할인점        |            | 1,208   | 추정자기자본 4 조 270 억원에 2017F 목표 PBR 0.3 배 적용 |
| 시네마           |            | 906     | CJ CGV 시총의 50% 적용                        |
| 해외사업          |            | 0       | 해외사업가치(백화점, 할인점) 0 원 적용                  |
| 기타            |            | 0       | -  |
| 투자자산가치        | B          | 3,832   | -  |
| 분할 투자자산       |            | 2,619   | 분할 평가가치 30% 할인, 다만 자사주 제외                |
| 롯데카드          |            | 1,118   | -  |
| 롯데쇼핑          |            | 389     | 자사주                                      |
| 코리아세븐         |            | 228     | -  |
| 대흥기획          |            | 174     | -  |
| 롯데캐피탈         |            | 168     | -  |
| 롯데리아          |            | 151     | -  |
| 기타(롯데역사 등)    |            | 390     | -  |
| 존속 투자자산       |            | 1,213   | 장부가 30% 할인                               |
| 롯데하이마트        |            | 601     | 2017.4.27 기준 시가평가 6,070 억원으로 유사한 결과      |
| 우리홈쇼핑         |            | 275     | -  |
| 씨에스유통         |            | 179     | -  |
| 롯데수원역쇼핑타운     |            | 66      | -  |
| 롯데송도쇼핑타운      |            | 42      | -  |
| 기타(에프알엘코리아 등) |            | 50      | -  |
| 순차입금          | C          | 2,060   | 개별 롯데백화점 순현금(할인점 제외) 추산, 자산 기준 차입금 배분    |
| 기업가치          | D=A+B-C    | 11,086  | -  |
| 발행주식수(백만주)    | F          | 31.5    | -  |
| 목표주가(원)       | G=D*1000/F | 352,029 | -  |

자료: 롯데쇼핑, 한국투자증권

&lt;표 2&gt; 롯데쇼핑 투자부문 보유 투자주식의 가치 산정결과

(단위: 십억원)

| 구분          | 장부금액  | 상장여부 | 평가방법    | 총주식수(*2)   | 보유주식수      | 지분율    | 평가금액  | 차이    |
|-------------|-------|------|---------|------------|------------|--------|-------|-------|
| 매도가능금융자산    |       |      |         |            |            |        |       |       |
| 롯데푸드(주)     | 31    | 상장   | 시가      | 1,369,385  | 47,180     | 3.45%  | 30    | (1)   |
| 롯데로지스틱스(주)  | 18    | 비상장  | 현금흐름할인법 | 1,429,202  | 66,308     | 4.64%  | 25    | 7     |
| 롯데쇼핑(주)     | 2     | 상장   | 시가      | 28,122,047 | 1,731,290  | 6.16%  | 389   | 387   |
| 롯데글로벌로지스(주) | 25    | 비상장  | 현금흐름할인법 | 24,016,926 | 720,078    | 3.00%  | 21    | (4)   |
| 소계          | 75    |      |         |            |            |        | 464   | 389   |
| 관계기업투자주식    |       |      |         |            |            |        |       |       |
| 롯데역사(주)     | 157   | 비상장  | 현금흐름할인법 | 3,600,000  | 900,000    | 25.00% | 166   | 9     |
| (주)대흥기획     | 29    | 비상장  | 현금흐름할인법 | 40,000     | 13,600     | 34.00% | 249   | 220   |
| 롯데캐피탈(주)    | 77    | 비상장  | 현금흐름할인법 | 33,297,512 | 7,445,072  | 22.36% | 240   | 163   |
| (주)롯데리아     | 113   | 비상장  | 현금흐름할인법 | 481,024    | 186,062    | 38.68% | 216   | 103   |
| 롯데자산개발(주)   | 73    | 비상장  | 현금흐름할인법 | 40,302,235 | 15,775,274 | 39.14% | 88    | 15    |
| (주)롯데자이언츠   | 10    | 비상장  | 장부금액    | 6,020,000  | 1,806,000  | 30.00% | 10    | 0     |
| 롯데인천개발(주)   | 15    | 비상장  | 순자산가치법  | 20,000,000 | 3,000,000  | 15.00% | 10    | (5)   |
| 롯데상사(주)     | 93    | 비상장  | 현금흐름할인법 | 895,489    | 247,915    | 27.68% | 115   | 22    |
| 롯데인천타운(주)   | 4     | 비상장  | 장부금액    | 13,000,000 | 700,001    | 5.38%  | 4     | 0     |
| 롯데엑셀러레이터(주) | 3     | 비상장  | 장부금액    | 3,000,000  | 500,000    | 16.67% | 3     | 0     |
| 소계          | 573   |      |         |            |            |        | 1,101 | 528   |
| 종속기업투자주식    |       |      |         |            |            |        |       |       |
| (주)롯데닷컴     | 23    | 비상장  | 현금흐름할인법 | 6,127,081  | 3,064,000  | 50.01% | 38    | 15    |
| 롯데카드(주)     | 1,000 | 비상장  | 현금흐름할인법 | 74,740,059 | 70,088,853 | 93.78% | 1,597 | 597   |
| 코리아세븐(주)    | 82    | 비상장  | 현금흐름할인법 | 36,227,634 | 18,526,176 | 51.14% | 326   | 243   |
| 롯데멤버스(주)    | 36    | 비상장  | 현금흐름할인법 | 2,462,238  | 2,311,510  | 93.88% | 50    | 14    |
| 소계          | 1,142 |      |         |            |            |        | 2,011 | 869   |
| 합계          | 1,790 |      |         |            |            |        | 3,575 | 1,785 |

주: 상장주식의 평가금액은 분석기준일 현재(2017년 4월 19일) 종가에 보유주식수를 곱하여 산정됨

자료: 롯데쇼핑, 한국투자증권

## 기업개요

2006년 상장된 국내 최대 유통업체. 백화점, 할인점, 슈퍼마켓, 편의점, 가전양판점, 홈쇼핑, 인터넷 쇼핑몰 등 모든 소매업태 보유. 1979년 소공동 롯데백화점(본점) 개점으로 영업개시 후, 1999년 할인점 사업개시 등 영역을 넓혀왔음. 2007년부터 해외 진출을 시도하고 있으며, 현재 중국, 인도네시아, 베트남 등지에서 할인점과 백화점, 홈쇼핑, 온라인 사업 확대에 주력하고 있음.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

|            | 2015A  | 2016A  | 2017F  | 2018F  | 2019F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산       | 15,997 | 16,932 | 16,722 | 17,384 | 17,819 |
| 현금성자산      | 1,751  | 2,269  | 1,809  | 1,831  | 1,855  |
| 매출채권및기타채권  | 957    | 1,068  | 1,090  | 1,141  | 1,176  |
| 재고자산       | 3,266  | 3,324  | 3,395  | 3,555  | 3,664  |
| 비유동자산      | 24,696 | 24,984 | 25,788 | 26,655 | 27,434 |
| 투자자산       | 3,364  | 3,656  | 3,733  | 3,909  | 4,029  |
| 유형자산       | 15,759 | 15,932 | 16,611 | 17,188 | 17,774 |
| 무형자산       | 3,578  | 3,357  | 3,362  | 3,378  | 3,384  |
| 자산총계       | 40,693 | 41,916 | 42,510 | 44,039 | 45,253 |
| 유동부채       | 11,919 | 13,386 | 10,125 | 10,601 | 10,934 |
| 매입채무및기타채무  | 6,170  | 6,563  | 6,702  | 7,018  | 7,233  |
| 단기차입금및단기사채 | 1,790  | 1,537  | 1,542  | 1,553  | 1,560  |
| 유동성장기부채    | 2,477  | 3,521  | 0      | 0      | 0      |
| 비유동부채      | 11,687 | 11,266 | 14,856 | 15,546 | 15,975 |
| 사채         | 7,960  | 7,718  | 9,458  | 9,978  | 10,228 |
| 장기차입금및금융부채 | 1,935  | 1,760  | 3,572  | 3,656  | 3,776  |
| 부채총계       | 23,606 | 24,652 | 24,980 | 26,148 | 26,909 |
| 지배주주지분     | 16,247 | 16,305 | 16,461 | 16,682 | 16,966 |
| 자본금        | 157    | 157    | 157    | 157    | 157    |
| 자본잉여금      | 3,911  | 3,911  | 3,911  | 3,911  | 3,911  |
| 기타자본       | 190    | 153    | 134    | 116    | 97     |
| 이익잉여금      | 11,894 | 11,996 | 12,174 | 12,417 | 12,723 |
| 비지배주주지분    | 840    | 960    | 1,069  | 1,209  | 1,378  |
| 자본총계       | 17,088 | 17,264 | 17,530 | 17,891 | 18,344 |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

|           | 2015A   | 2016A   | 2017F   | 2018F   | 2019F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동현금흐름  | 641     | 1,507   | 1,450   | 1,706   | 1,742   |
| 당기순이익     | (346)   | 247     | 348     | 444     | 535     |
| 유형자산감가상각비 | 840     | 836     | 817     | 823     | 832     |
| 무형자산상각비   | 146     | 137     | 94      | 94      | 95      |
| 자산부채변동    | (1,255) | (619)   | 148     | 271     | 181     |
| 기타        | 1,256   | 906     | 43      | 74      | 99      |
| 투자활동현금흐름  | (1,558) | (968)   | (1,796) | (2,119) | (1,886) |
| 유형자산투자    | (1,095) | (1,207) | (1,550) | (1,500) | (1,498) |
| 유형자산매각    | 141     | 57      | 55      | 100     | 80      |
| 투자자산순증    | (596)   | 234     | (12)    | (108)   | (50)    |
| 무형자산순증    | (99)    | (102)   | (99)    | (111)   | (101)   |
| 기타        | 91      | 50      | (190)   | (500)   | (317)   |
| 재무활동현금흐름  | 731     | (21)    | (114)   | 435     | 168     |
| 자본의증가     | 3       | 35      | 0       | 0       | 0       |
| 차입금의순증    | 1,068   | 272     | 74      | 654     | 416     |
| 배당금지급     | (74)    | (78)    | (59)    | (59)    | (59)    |
| 기타        | (266)   | (250)   | (129)   | (160)   | (189)   |
| 기타현금흐름    | 9       | 1       | 0       | 0       | 0       |
| 현금의증가     | (177)   | 518     | (460)   | 22      | 24      |

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

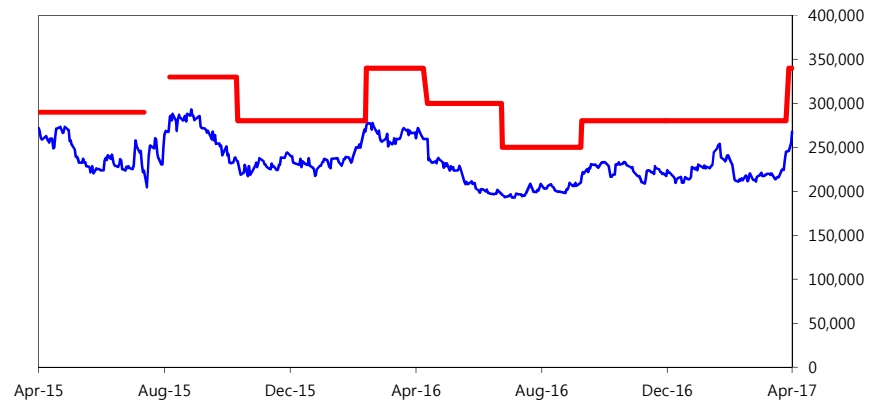
|            | 2015A  | 2016A  | 2017F  | 2018F  | 2019F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액        | 29,128 | 29,526 | 30,151 | 31,571 | 32,539 |
| 매출원가       | 20,217 | 20,196 | 20,509 | 21,420 | 21,867 |
| 매출총이익      | 8,911  | 9,330  | 9,642  | 10,152 | 10,671 |
| 판매관리비      | 8,057  | 8,390  | 8,725  | 9,087  | 9,460  |
| 영업이익       | 854    | 940    | 917    | 1,065  | 1,212  |
| 금융수익       | 271    | 213    | 206    | 207    | 210    |
| 이자수익       | 93     | 87     | 89     | 89     | 92     |
| 금융비용       | 440    | 392    | 378    | 378    | 381    |
| 이자비용       | 254    | 237    | 241    | 247    | 256    |
| 기타영업외손익    | (772)  | (334)  | (122)  | (84)   | (52)   |
| 관계기업관련손익   | 7      | 61     | 68     | 71     | 73     |
| 세전계속사업이익   | (80)   | 489    | 691    | 880    | 1,061  |
| 법인세비용      | 266    | 243    | 342    | 436    | 526    |
| 연결당기순이익    | (346)  | 247    | 348    | 444    | 535    |
| 지배주주지분순이익  | (383)  | 168    | 237    | 302    | 365    |
| 기타포괄이익     | (42)   | (5)    | (5)    | (5)    | (5)    |
| 총포괄이익      | (388)  | 242    | 343    | 439    | 530    |
| 지배주주지분포괄이익 | (406)  | 166    | 234    | 299    | 361    |
| EBITDA     | 1,840  | 1,914  | 1,827  | 1,982  | 2,138  |

## 주요 투자지표

|               | 2015A    | 2016A   | 2017F   | 2018F   | 2019F   |
|---------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)       |          |         |         |         |         |
| EPS           | (13,393) | 5,257   | 8,030   | 10,235  | 12,342  |
| BPS           | 515,941  | 517,754 | 522,718 | 529,751 | 538,761 |
| DPS           | 2,000    | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   |
| 성장성(% , YoY)  |          |         |         |         |         |
| 매출증가율         | 3.7      | 1.4     | 2.1     | 4.7     | 3.1     |
| 영업이익증가율       | (28.2)   | 10.1    | (2.5)   | 16.1    | 13.8    |
| 순이익증가율        | NM       | NM      | 41.1    | 27.5    | 20.6    |
| EPS증가율        | NM       | NM      | 52.8    | 27.5    | 20.6    |
| EBITDA증가율     | (11.9)   | 4.0     | (4.5)   | 8.4     | 7.9     |
| 수익성(%)        |          |         |         |         |         |
| 영업이익률         | 2.9      | 3.2     | 3.0     | 3.4     | 3.7     |
| 순이익률          | (1.3)    | 0.6     | 0.8     | 1.0     | 1.1     |
| EBITDA Margin | 6.3      | 6.5     | 6.1     | 6.3     | 6.6     |
| ROA           | (0.9)    | 0.6     | 0.8     | 1.0     | 1.2     |
| ROE           | (2.3)    | 1.0     | 1.4     | 1.8     | 2.2     |
| 배당수익률         | 0.9      | 0.9     | 0.7     | 0.7     | 0.7     |
| 배당성향          | NM       | 35.1    | 24.9    | 19.5    | 16.2    |
| 안정성           |          |         |         |         |         |
| 순차입금(십억원)     | 2,788    | 2,375   | 2,644   | 2,851   | 2,947   |
| 차입금/자본총계비율(%) | 83.0     | 84.5    | 83.0    | 84.9    | 84.8    |
| Valuation(X)  |          |         |         |         |         |
| PER           | NM       | 42.1    | 33.4    | 26.2    | 21.7    |
| PBR           | 0.5      | 0.4     | 0.5     | 0.5     | 0.5     |
| EV/EBITDA     | 6.0      | 5.4     | 6.7     | 6.3     | 6.0     |

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호)     | 제시일자       | 투자의견 | 목표주가      |
|--------------|------------|------|-----------|
| 롯데쇼핑(023530) | 2015.05.10 | 매수   | 290,000 원 |
|              | 2015.08.10 | 중립   | -         |
|              | 2015.09.01 | 매수   | 330,000 원 |
|              | 2015.11.06 | 매수   | 280,000 원 |
|              | 2016.03.10 | 매수   | 340,000 원 |
|              | 2016.05.08 | 매수   | 300,000 원 |
|              | 2016.07.20 | 매수   | 250,000 원 |
|              | 2016.10.05 | 매수   | 280,000 원 |
|              | 2017.04.24 | 매수   | 340,000 원 |



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 27일 현재 롯데쇼핑 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 롯데쇼핑 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 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 투자의견은 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.