

# 롯데지주 (004990.KS)

## 지배구조 개편 이벤트의 수혜주

Company Note | 2019. 3. 28

지주회사 체제 완성 위한 추가적 지배구조 개편으로 롯데지주의 NAV(순 자산가치) 모멘텀 강화와 배당확대 전망. 현재 주가는 NAV대비 42% 할인

### 추가적인 지배구조 개편 통한 NAV모멘텀 강화와 배당 확대 기대

금융계열사 처분, 호텔롯데 상장 및 롯데지주와의 합병 등 지주회사 체제 완성 위한 지배구조 개편 이벤트 이어질 전망. 이 과정에서 롯데지주의 NAV모멘텀 강화와 배당 확대 기대

(1)지주회사 행위제한 요건 해소 위해 금융계열사 처분 진행 중. 롯데지주 보유 롯데카드(지분93.8%), 롯데캐피탈(25.6%) 처분으로 현금 유입 예상. (2)코리아세븐(79.7%), 롯데컬처웍스 등 비상장 계열사 순차적 상장 및 롯데쇼핑의 부동산개발(리츠 상장)로 NAV 상승 기대. 중장기적으로 (3)지주회사체제 완성 위한 호텔롯데 상장 및 롯데지주와의 합병 전망

2018년 별도기준 배당성향은 일회성순실 제외 시 22%로 추정. 그룹 배당 성향 목표 30% 달성 과정에서의 배당수입 증가, 잔여 자사주(32.5%, 1.7 조원) 처분 통한 재원확보 가능성 등 고려하면, 지속적 배당 강화 예상

### 2019년부터 이익 체력 강화 시작

롯데지주의 1분기 실적으로 매출액 1조5,938억원(-27% y-y), 영업이익 2,933억원(288% y-y) 전망. 매각 진행 중인 연결자회사 롯데카드(지분 93.8%)의 중단사업 인식에도 불구하고, 롯데케미칼 자회사 편입에 따른 배당수입 인식에, 롯데쇼핑, 롯데카드 등 계열사들의 배당강화로 배당수입 급증할 것이기 때문(2,175억원, 149% y-y)

롯데케미칼 지분법이익 인식으로 연간 영업이익도 2018년 984억원에서 2019년 6,040억원(514% y-y)으로 대폭 성장할 것으로 예상. 배당수입 증가, 금융계열사 지분 처분, 자회사 상장 등 통한 주주가치 제고 강화 기대

## Buy (유지)

목표주가	70,000원 (유지)
현재가 (19/03/26)	48,800원
업종	지주회사
KOSPI / KOSDAQ	2,148.80 / 736.81
시가총액(보통주)	5,119.6십억원
발행주식수(보통주)	104.9백만주
52주 최고가('18/04/03)	68,900원
최저가('18/08/30)	47,050원
평균거래대금(60일)	7,187백만원
배당수익률(2019E)	1.64%
외국인지분율	13.4%
주요주주	
신격호 외 27인	42.6%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-9.1 -10.8 -18.9
상대수익률 (%)	-14.2 -2.9 -8.1

	2017	2018P	2019E	2020F
매출액	2,376	7,271	6,341	6,761
증감률	-59.6	206.0	-12.8	6.6
영업이익	10	98	604	838
증감률	-96.0	863.2	513.7	38.8
영업이익률	0.4	1.4	9.5	12.4
(지배지분)순이익	469	185	390	547
EPS	10,655	1,759	3,714	5,209
증감률	671.1	-83.5	111.2	40.3
PER	6.1	30.0	13.1	9.4
PBR	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	157.2	98.7	22.8	17.0
ROE	8.9	3.0	6.1	8.0
부채비율	192.4	204.3	190.8	179.9
순차입금	7,608	9,004	8,891	8,822

단위: 십억원, %, 원, 배  
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 롯데지주 1분기 실적 Preview(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E				2Q19F	
					예상치	y-y	q-q	기존 추정		컨센 서스
매출액	2,191	2,339	2,359	382	1,594	-27.3	317.2	2,497	N/A	1,505
영업이익	75.7	42.2	60.8	-80.3	293.3	287.5	흑전	357.2	N/A	96.5
영업이익률	3.5	1.8	2.6	-21.0	18.4			14.3		6.4
세전이익	86.5	-144.9	76.9	320.1	300.7	247.6	-6.1	365.8	N/A	103.9
(지배)순이익	63.0	-40.6	122.4	40.5	222.8	253.7	450.0	272.8	N/A	49.6

주: IFRS 연결기준. 자료: WISEfn, NH투자증권 리서치본부 전망



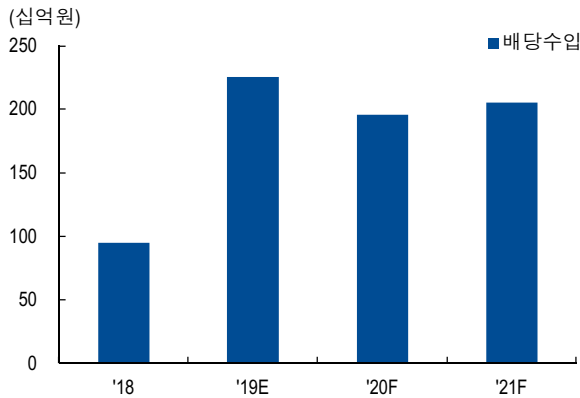
**Analyst 김동양**  
 02)768-7444, dongyang.kim@nhqv.com  
**RA 박광삼**  
 02)2229-6486, kpark37@nhqv.com

표1. NAV 계산

구분	내역	
투자자산가치 (A, 십억원)	자사주 및 상장/비상장 자회사와 투자유가증권의 합계	10,762.6
- 롯데쇼핑	38.8%, 시장가 적용	2,008.4
- 롯데제과	48.4%, 시장가 적용	570.1
- 롯데칠성	26.5%, 시장가 적용	387.0
- 롯데칠성우	8.4%, 시장가 적용	5.0
- 롯데푸드	23.1%, 시장가 적용	171.9
- 롯데케미칼	23.2%, 시장가 적용	2,210.3
- 롯데정보통신	70.0%, 시장가 적용	476.0
- 롯데카드	93.8%, PER 12배 적용	1,126.8
- 코리아세븐	79.7%, PER 18배 적용	524.1
- 롯데캐피탈	25.6%, PER 10배 적용	305.3
- 롯데역사	44.5%, PER 10배 적용	172.8
- 대흥기획	68.7%, PER 10배 적용	129.1
- 롯데멤버스	93.9%, PER 10배 적용	20.1
- 롯데지알에스(구 롯데리아)	54.4%, 장부가 적용	34.1
- 롯데글로벌로지스	44.6%, 장부가 적용	62.3
- 롯데자산개발	60.5%, 장부가 적용	147.2
- 자사주	보통주 32.5%, 우선주 28.4%, 시장가 적용	1,678.2
- 기타	순손실 법인은 장부가, 나머지 법인은 PER 10배 적용	733.8
유형자산가치 (B, 십억원)	임대수입에 대한 DCF(WACC 7.0%, 영구성장률 1.0%)	141.1
무형자산가치 (C, 십억원)	브랜드로열티 수입에 대한 DCF(WACC 7.0%, 영구성장률 1.0%)	1,109.8
<b>기업가치 (D=A+B+C, 십억원)</b>		<b>12,013.5</b>
순차입금 (E, 십억원)	이자성부채-현금자산(2018년말 IFRS별도기준)	3,072.9
<b>NAV (F=D-E, 십억원)</b>		<b>8,940.6</b>
주식수 (G, 백만주)	보통주와 우선주 합계	105.9
<b>주당 NAV (H=F/G, 원)</b>		<b>84,428</b>
현재주가(원)		48,800
할인율(%)		42.2
<b>목표주가 (원)</b>	<b>주당 NAV에 15%의 할인율 적용</b>	<b>70,000</b>

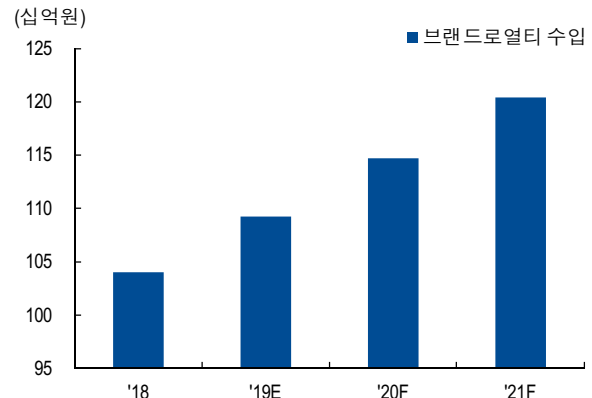
주: 투자유가증권의 가치는 3월 26일 종가 기준임  
 자료: NH투자증권 리서치본부

그림1. 배당수입 전망



주: 2018년 롯데케미칼 지분취득, 2019년 롯데카드 지분 처분 가정  
 자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 브랜드로열티수입 전망



자료: NH투자증권 리서치본부

표2. 롯데지주 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2017	2018P	2019E	2020F
매출액	- 수정 후	2,376.0	7,271.2	6,341.3	6,761.2
	- 수정 전	-	9,237.6	10,055.2	10,450.2
	- 변동률	-	-21.3	-36.9	-35.3
영업이익	- 수정 후	10.2	98.4	604.0	838.0
	- 수정 전	-	287.9	801.5	915.2
	- 변동률	-	-65.8	-24.6	-8.4
영업이익률(수정 후)		0.4	1.4	9.5	12.4
EBITDA		88.1	167.2	675.1	907.3
(지배지분)순이익		468.8	185.3	390.2	547.1
EPS	- 수정 후	10,655	1,759	3,714	5,209
	- 수정 전	-	1,718	4,510	5,144
	- 변동률	-	2.4	-17.7	1.3
PER		6.1	30.0	13.1	9.4
PBR		0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA		157.2	98.7	22.8	17.0
ROE		8.9	3.0	6.1	8.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 부문별 실적전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018P	2019E	2020F
매출액(연결)	2,190.9	2,339.1	2,359.1	382.0	1,593.8	1,505.2	1,628.6	1,613.7	7,271.2	6,341.3	6,761.2
y-y(%)	-	-	-	-83.9	-27.3	-35.6	-31.0	322.4	206.0	-12.8	6.6
(1) 매출액(별도)	127.7	49.6	42.8	42.8	260.5	51.6	44.7	44.6	262.9	401.4	379.1
y-y(%)	-	-	-	-	104.0	4.0	4.3	4.2	-	52.7	-5.6
브랜드로열티 수익	26.3	24.1	27.0	26.6	27.6	25.3	28.4	27.9	104.0	109.2	114.7
y-y(%)	-	-	-	8.8	5.0	5.0	5.0	5.0	6.3	5.0	5.0
임대수입	2.3	3.5	3.6	3.6	3.4	3.6	3.7	3.7	12.9	14.4	14.8
y-y(%)	-	-	-	42.4	50.0	3.0	3.0	3.0	29.6	11.2	3.0
배당수익	87.5	7.3	-	-	217.5	7.5	-	-	94.8	225.1	195.3
y-y(%)	-	-	-	-	148.5	3.0	-	-	-	137.3	-13.2
(2) 연결자회사 매출	1,789.1	1,933.5	1,969.5	1,603.1	1,326.0	1,438.7	1,505.6	1,550.5	7,295.1	5,820.8	5,995.5
y-y(%)	-	-	-	-24.8	-25.9	-25.6	-23.6	-3.3	-14.5	-20.2	3.0
(3) 지분법이익	2.5	7.8	83.7	14.4	121.2	129.0	192.3	132.6	108.4	575.1	856.4
y-y(%)	-	-	-	-54.7	4,714.9	1,560.6	129.6	822.4	40.0	430.5	48.9
(4) 연결조정	271.6	348.3	263.1	-1,278.3	-114.0	-114.0	-114.0	-114.0	-395.3	-456.0	-469.7
영업이익(연결)	75.7	42.2	60.8	-80.3	293.3	96.5	141.9	72.3	98.4	604.0	838.0
mgn(%)	3.5	1.8	2.6	-21.0	18.4	6.4	8.7	4.5	1.4	9.5	12.4
(1) 영업이익(별도)	98.3	17.5	8.2	-3.1	229.4	17.6	7.9	-3.3	120.8	251.6	224.2
mgn(%)	77.0	35.2	19.0	-7.3	88.0	34.1	17.8	-7.3	45.9	62.7	59.1
브랜드로열티 영업이익	18.4	16.9	18.9	18.6	19.1	19.1	19.1	19.1	72.8	76.4	80.3
임대 영업이익	1.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	9.1	10.1	10.4
배당수익	87.5	7.3	-	-	217.5	7.5	-	-	94.8	225.1	195.3
(2) 연결자회사 영업이익	86.5	30.0	38.6	80.3	22.4	25.2	23.1	30.7	235.3	101.5	104.5
(3) 지분법손익	-7.2	-85.5	83.7	-153.0	121.2	129.0	192.3	125.5	-162.0	568.0	847.4
(4) 연결조정	-101.9	80.2	-69.7	-4.4	-79.7	-75.3	-81.4	-80.7	-95.7	-317.1	-338.1

자료: NH 투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2017/12A	2018/12P	2019/12E	2020/12F
매출액	2,376	7,271	6,341	6,761
증감률 (%)	-59.6	206.0	-12.8	6.6
매출원가	1,682	5,090	4,439	4,733
매출총이익	694	2,181	1,902	2,028
Gross 마진 (%)	29.2	30.0	30.0	30.0
판매비와 일반관리비	684	2,083	1,298	1,190
영업이익	10	98	604	838
증감률 (%)	-96.0	863.2	513.7	38.8
OP 마진 (%)	0.4	1.4	9.5	12.4
EBITDA	88	167	675	907
영업외손익	524	240	30	30
금융수익(비용)	-2,374	-56	-60	-60
기타영업외손익	-11	-304	-10	-10
종속, 관계기업관련손익	2,909	600	100	100
세전계속사업이익	535	339	633	868
법인세비용	39	-97	190	261
계속사업이익	495	436	443	608
당기순이익	495	111	443	608
증감률 (%)	334.7	-77.6	300.3	37.1
Net 마진 (%)	20.8	1.5	7.0	9.0
지배주주지분 순이익	469	185	390	547
비지배주주지분 순이익	26	-74	53	61
기타포괄이익	-160	0	0	0
총포괄이익	335	111	443	608

Valuation / Profitability / Stability				
	2017/12A	2018/12P	2019/12E	2020/12F
PER(X)	6.1	30.0	13.1	9.4
PBR(X)	0.8	0.9	0.8	0.7
PCR(X)	88.2	-12.0	7.7	5.7
PSR(X)	1.2	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(X)	157.2	98.7	22.8	17.0
EV/EBIT(X)	1,355.0	167.7	25.5	18.4
EPS(W)	10,655	1,759	3,714	5,209
BPS(W)	81,890	59,040	62,184	66,810
SPS(W)	54,000	69,249	60,445	64,448
자기자본이익률(ROE, %)	8.9	3.0	6.1	8.0
총자산이익률(ROA, %)	3.2	0.5	1.9	2.6
투자자본이익률 (ROIC, %)	17.4	5.5	16.5	24.0
배당수익률(%)	0.0	1.5	1.6	1.6
배당성장(%)	0.0	25.5	14.5	10.4
총현금배당금(십억원)	0	48	57	57
보통주 주당배당금(W)	0	800	800	800
순부채(현금)/자기자본(%)	101.6	119.2	112.0	103.9
총부채/ 자기자본(%)	192.4	204.3	190.8	179.9
이자발생부채	10,399	11,999	11,999	11,999
유동비율(%)	50.0	55.2	51.4	52.6
총발행주식수(mn)	75	106	106	106
액면가(W)	200	200	200	200
주가(W)	65,100	52,700	48,800	48,800
시가총액(십억원)	4,863	6,196	5,169	5,169

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2017/12A	2018/12P	2019/12E	2020/12F
현금및현금성자산	1,042	1,245	1,358	1,427
매출채권	576	428	373	398
유동자산	3,752	4,104	3,681	3,828
유형자산	1,472	1,529	1,586	1,643
투자자산	5,065	5,765	6,265	6,765
비유동자산	8,535	9,267	9,795	10,326
자산총계	21,897	22,980	23,086	23,763
단기성부채	4,692	5,200	5,200	5,200
매입채무	0	7	6	7
유동부채	7,508	7,435	7,155	7,282
장기성부채	5,706	6,799	6,799	6,799
장기충당부채	103	103	103	103
비유동부채	6,900	7,992	7,992	7,992
부채총계	14,407	15,427	15,147	15,273
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	7,057	7,057	7,057	7,057
이익잉여금	476	613	946	1,436
비지배주주지분	1,375	1,301	1,354	1,415
자본총계	7,490	7,553	7,939	8,490

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2017/12A	2018/12P	2019/12E	2020/12F
영업활동 현금흐름	-684	-1,179	680	645
당기순이익	495	111	443	608
+ 유/무형자산상각비	78	69	71	69
+ 종속, 관계기업관련손익	-494	-600	-100	-100
+ 외화환산손실(이익)	-4	0	0	0
Gross Cash Flow	32	-462	665	897
- 운전자본의증가(감소)	-836	-776	246	49
투자활동 현금흐름	1,306	-199	-499	-499
+ 유형자산 감소	3	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-61	-100	-100	-100
+ 투자자산의매각(취득)	-502	-100	-400	-400
Free Cash Flow	-745	-1,279	580	545
Net Cash Flow	622	-1,378	181	146
재무활동현금흐름	-327	1,582	-68	-77
자기자본 증가	6,585	0	0	0
부채증감	-6,912	1,582	-68	-77
현금의증가	288	204	113	69
기말현금 및 현금성자산	1,042	1,245	1,358	1,427
기말 순부채(순현금)	7,608	9,004	8,891	8,822