

롯데지주 (004990)

지주회사



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	62,000원 (M)
현재주가 (4/29)	40,100원
상승여력	55%

시가총액	42,792억원
총발행주식수	105,896,860주
60일 평균 거래대금	240억원
60일 평균 거래량	658,965주
52주 고	49,500원
52주 저	20,350원
외인지분율	10.68%
주요주주	신동빈 외 65 인 42.63%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	65.4	7.5	(19.0)
상대	45.8	20.6	(7.8)
절대(달러환산)	63.4	3.3	(23.4)

반복되는 경영권 분쟁 → 지배구조 개편을 앞당길 전망

신동주 SDJ 회장의 6번째 도전

신동주 SDJ 코퍼레이션 회장은 오는 6월 26일(미정) 열리는 롯데호텔딩스 정기주주총회에 신동빈 롯데호텔딩스 이사 해임의 건과 정관 변경(유죄 판결을 선고 받은 부적절한 인물의 이사 취임을 방지하기 위한 명목으로 이사의 결격사유를 신설)의 건 등을 담은 주주제안서를 제출했다. 이사 해임안이 부결될 경우, 일본회사법 제 854조에 따라 법원에 신동빈 회장의 이사 해임을 요구하는 소송을 제기할 계획이라 밝혔다.

일본 롯데호텔딩스 주주총회 결과의 반전은 없을 것

일본롯데호텔딩스의 주주구성[그림2] 상 주주총회 결과의 반전은 없을 것으로 전망된다. 이미 5차례(2015년 7월 ~ 2018년)의 일본 롯데호텔딩스 주주총회에서 신동주 SDJ 회장은 모두 패한 바 있으며, 주주총회의 결과의 키를 쥐고 있는 종업원지주회(지분율 27.8%)와 임원지주회(6%) 등의 입장이 바뀔 이유가 없기 때문이다.

변수는 주주총회 이후 소송 제기에 따른 해임 가능성인데, 이 역시도 일본 회사법 854조에 명시된 결격 사유(①일본 회사법, 증권거래법, 도산관련법의 형 집행 혹은 면제일로부터 2년 경과하지 않은 자. ②금고 이상의 형을 받고 집행의 면제를 받지 않은 자(집행유예중인 자는 제외))에 해당되지 않는 것으로 판단된다. 따라서 일본롯데호텔딩스를 둘러싼 경영권 분쟁은 해프닝에 그칠 가능성이 높을 것으로 판단된다.

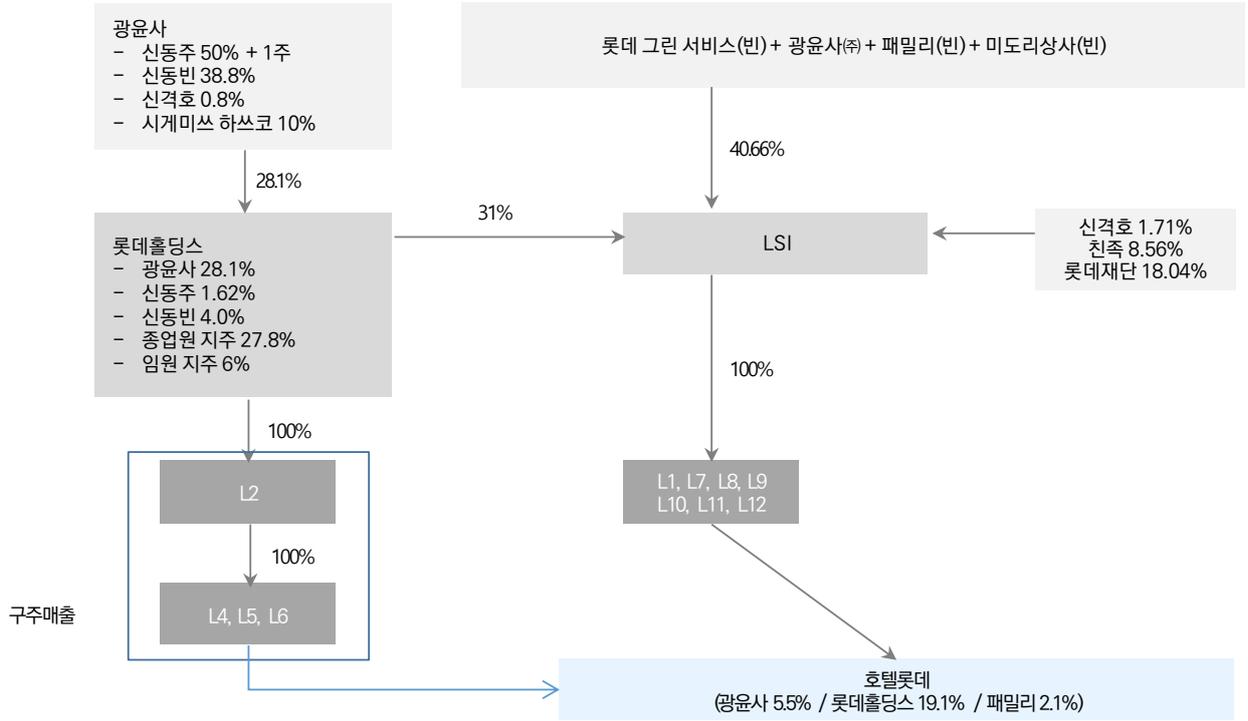
반복되는 경영권 분쟁 → 호텔롯데 IPO 및 지배구조 개편을 앞당길 것으로 전망

일본 롯데호텔딩스의 주주구성은 신동빈 롯데 회장에게는 분명한 불안 요소이다. 따라서 일본 롯데와 한국 롯데를 독립적으로 운영하기 위한 전제 조건인 호텔롯데 IPO 작업을 서두를 것으로 예상된다. 일본롯데호텔딩스의 자회사인 L2, L4, L5, L6의 구주매출[그림 1]을 통해 일본 롯데호텔딩스와 호텔롯데간의 연결 고리를 약화시키고, 이후 호텔롯데 인적분할, 호텔롯데 투자 회사와 롯데지주간 합병 작업[그림 5]을 통해 신동빈 회장의 한국롯데그룹에 대한 지배력 강화 작업이 순차적으로 진행될 전망이다.

이러한 과정에서 신동빈 회장의 지배력을 강화하기 위해서는 롯데지주의 기업 가치 개선이 필수 선결 조건이다. 온라인 통합 유통 전략, 자회사 IPO, 부동산 자산 유동화, 주주환원 정책 강화 정책이 유지 & 강화될 것으로 보는 이유이다.

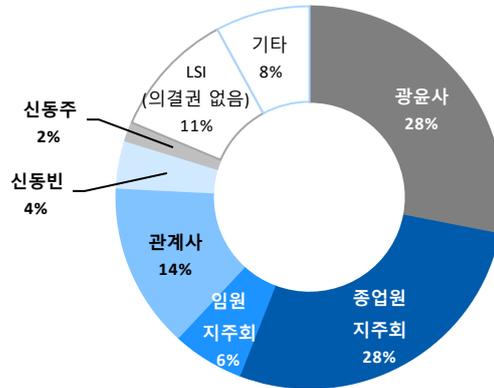
경영권 분쟁 방식이 한진칼(지분 확보 경쟁)과는 다른 양상으로 진행되기에, 최근 나타난 롯데지주 주가의 단기 급등은 부자연스러운 점이 있다. 하지만 ①적정 NAV 대비 52%에 머물러 있는 추가 수순(저평가 매력), ②COVID-19 이후의 회복국면에서 나타날게 될 주요 자회사의 실적 개선, ③롯데지주를 중심으로 돌아가는 지배구조 개편 시나리오 등은 중장기적 관점으로 롯데지주의 투자 매력을 부각 시킬 것으로 전망된다. 투자의견 Buy, 목표주가 62,000원을 유지한다.

[그림 1] 롯데 그룹 지배구조



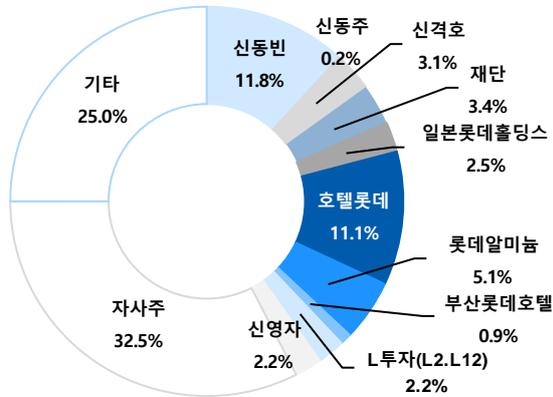
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 일본 롯데호텔딩스 주주구성



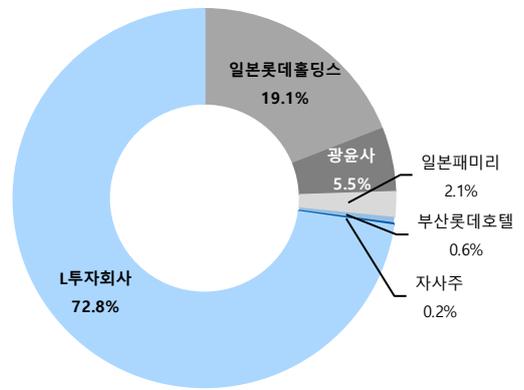
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 롯데지주 주주구성



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 호텔롯데 주주구성



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] 롯데그룹 경영권 분쟁 일지

일시	경영권 분쟁 일지
7월16일(2015년)	신동빈, 일본롯데홀딩스 대표이사로 선임
7월27일	신동주 전 일본 롯데홀딩스 부회장, 신격호 롯데그룹 총괄회장과 일본롯데홀딩스 방문. 신동빈 등 일본롯데홀딩스 이사 6명 해임.
7월28일	신동빈, 일본롯데홀딩스 긴급 이사회 소집. 27일 있었던 이사 해임을 이사회를 거치지 않은 무효행위로 규정. 신격호 대표이사 회장을 해임.
7월30일	신동주·동빈 친모인 시계미스 하츠코 한국 입국. 신동주 일본 롯데홀딩스 사장 재임명 내용이 담긴 아버지 신격호 총괄회장의 지시서 공개
7월31일	신선호 산사스 사장 한국 입국. 신격호 부친의 기일, 성북동에서 가족회의 개최
8월2일	신동주 전 롯데홀딩스 부회장, 아버지 신격호 총괄회장 영상 공개 '신동빈 지지하지 않는다 ... 한국롯데회장과 롯데홀딩스 대표로 임명한 적 없다'
8월3일	조은주(신동주 부인) 일본 출국. 신동빈 회장 한국 귀국 후 대국민 사과문 형식의 입장 발표. 신동빈 귀국 후 신격호 총괄회장 집무실 방문
8월11일	신동주 일본으로 출국. 신동빈 소공동 롯데호텔에서 대국민 사과 성명 발표 '호텔롯데 日 지분율 축소·순환출자 80% 해소·지주회사 전환' 약속
8월17일	일본 롯데홀딩스 주주총회 개최, 기업 경영지도 체제와 사회규범 준수 등 상정안건들 원안대로 통과 (신동빈 회장의 승리)
9월10일	호텔롯데 비공개 임시 주주총회 열고 기업공개 안건 처리 및 신동주 호텔롯데 및 한국롯데계열 등기이사에서 해임.
9월17일	신동빈 국회 정무위원회에서 열린 공정거래위원회 국정감사 증인으로 출석. 2차 경영권 분쟁 가능성 없다고 일축
10월14일	광운사 주총, 신동빈 해임. 신동주 대표이사 취임
10월8일	신동주 오전 11시 서울 소공동 웨스틴조선호텔에서 신동빈 상대 법적 소송 제기 긴급 기자회견
2월12일(2016년)	신동주 일본 도쿄서 일본 롯데홀딩스 주주총회 소집 요구 기자회견. 이사 전원 해임 요청
2월19일	신동주 일본 도쿄 기자회견서 종업원지주회 주식 재분배 등 제안
3월6일	롯데홀딩스 임시주주총회에서 신동주가 제안한 의안 모두 부결(신동빈 승리)
5월19일	신격호 총괄 회장, 서울대병원에서 정신감정차 입원한지 만 사흘만에 무단 퇴원
6월2일	검찰, 롯데호텔 면세사업부와 신영자 롯데장학재단이사장 자택 등 압수수색
6월10일	검찰, 비자금 조성 의혹으로 롯데 분사 포함 17개 계열사. 신격호 총괄 회장과 신동빈 회장 자택 등 압수수색
6월13일	호텔 롯데, 금융위원회에 상장 철회 신고서 제출
6월25일	일본 롯데홀딩스 주주총회에서 신동빈 회장 승리
6월2일(2017년)	대법원, 신격호 한정 후견인 '법무법인 선' 최종 확정
2월13일(2018년)	신동빈 뇌물공여 혐의로 징역 2년6개월 실행 선고
6월29일	일본 롯데홀딩스 주주총회에서 신동주 제안 안건 모두 부결(신동빈 회장 승리)
1월8일(2019년)	신동주 한일 롯데 분리 경영 제안한 화해 편지 공개
5월13일	신동주, 신격호·신영자·신동빈 선처 요구 탄원서 제출
10월17일	신동빈 집행유예 확정
4월28일(2020년)	신동주, 일본롯데홀딩스 정기주총(6월)에 신동빈 이사 해임안 담은 주주제안서 제출

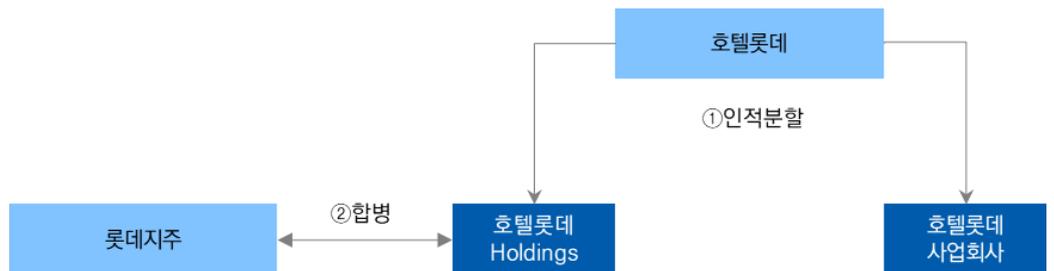
자료: 언론보도 종합, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 롯데그룹의 주주친화 정책 및 지배구조 개선 정책

	주주친화 정책 및 지배구조 개선
2015년	<ul style="list-style-type: none"> •지배구조 개선 TF 발족(4대 개혁 과제 선정) <ul style="list-style-type: none"> - 순환출자 해소. 호텔 IPO. 지주회사 전환. 경영 투명성 제고 - 이사회 권한 확대. 자산 3천억원 이상 비상장사 사외이사 도입
2016년	<ul style="list-style-type: none"> •롯데제과 액면분할(5,000원 → 500원) •상장사 표준정관 적용 추진으로 경영 투명성 제고
2017년	<ul style="list-style-type: none"> •지주사 전환 통한 기업 지배구조 개선 및 투명경영 확대 •상장 4개사(제과, 칠성, 푸드, 쇼핑) 점진적인 배당 확대 및 중간 배당 추진(배당성향 30% 수준) •그룹 최초의 해외 자회사(롯데케미칼 말레이시아 Titan) 상장
2018년	<ul style="list-style-type: none"> •지주. 자사주 소각(전체 주식의 10%) •계열사 추가 편입 통한 지배구조 개선 가속화 <ul style="list-style-type: none"> - 비상장 6개사(롯데지알에스, 롯데상사, 롯데로지스틱스, 한국후지필름, 대흥기획, 롯데아이티테크) 편입 - 롯데케미칼 편입(18년 10월) - 순환출자 완전 해소(75→0개) •롯데정보통신 상장
2019년	<ul style="list-style-type: none"> •롯데칠성 액면분할(5,000원 → 500원) •금융사 지분 매각(롯데카드, 롯데손보, 롯데캐피탈) 통한 행위제한 요건 해소 •롯데리츠 IPO(10월30일 상장) •롯데케미칼 & 롯데첨단소재 합병 결의(8월) •코리아세븐, 바이더웨이 합병 결의(10월) •롯데지주, 롯데쇼핑 지분 매입(8~9월) → 지분을 40%로 확대

자료: 언론보도 종합, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] '호텔롯데 IPO → 인적분할 → 롯데지주와의 합병' 을 통한 지배구조 개편 마무리



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 호텔롯데와의 합병을 통해 롯데지주가 확보할 수 있는 계열사 지분 리스트

	롯데지주	호텔롯데	롯데알미늄	롯데물산	합산
롯데지주	32.5%(자사주)	11.0%	5.1%		48.6%
롯데물산		31.1%			31.1%
롯데제과	48.4%	2.1%	10.0%		60.6%
롯데칠성	24.9%	5.8%	8.4%		39.2%
롯데푸드	23.1%	8.9%			32.0%
롯데 GRS	54.4%	18.8%			73.2%
롯데쇼핑	40.0%	8.9%			48.9%
코리아세븐	79.7%				79.7%
롯데케미칼	23.8%	0.7%		20.0%	44.5%
한국후지필름	76.1%	8.0%	2.6%		86.7%
롯데알미늄		38.2%			38.2%
롯데상사	41.4%	34.6%	6.2%		82.3%
롯데글로벌로지스	44.6%	10.9%			55.5%
롯데정보통신	65.0%				65.0%
대흥기획	68.7%	20.0%			88.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] '경영권 분쟁' 과정에서 탄생한 롯데지주 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

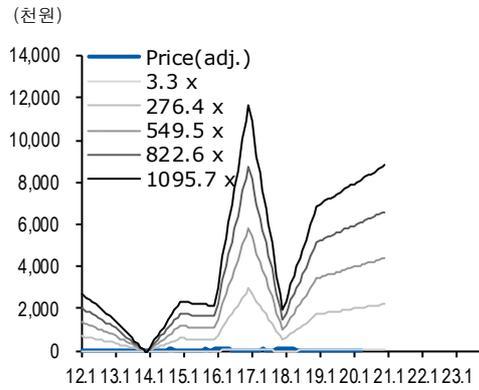
[표 4] 롯데지주 NAV

(단위: 십억원)

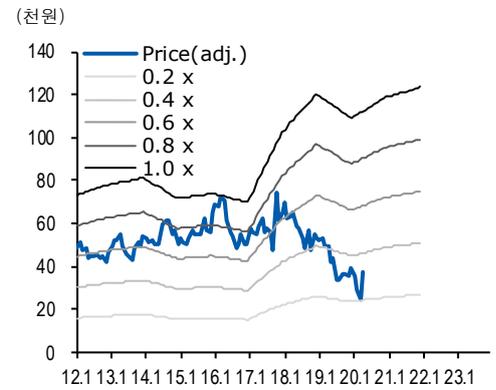
(십억원, 천주)		지분율	시가총액/순자산가액	Value	비고
상장회사	롯데제과	48.4%	796	385	
	롯데쇼핑	40.0%	2,942	1,177	
	롯데칠성	24.9%	863	215	
	롯데푸드	23.1%	436	101	
	롯데케미칼	23.8%	7,609	1,808	
	롯데정보통신	65.0%	551	358	
비상장	롯데지알에스	54.4%	34	34	
	대흥기획	68.7%	105	105	
	롯데글로벌로지스	44.6%	277	277	
	롯데상사	41.4%	22	22	
	롯데역사	44.5%	139	139	
	코리아세븐	79.7%	268	268	
	롯데자산개발	60.5%	147	147	
	롯데 AMC	100.0%	10	10	
	기타 국내		271	271	
	기타 해외		127	127	
투자자산				5,444	투자자산 30% 할인
투자부동산				212	
상표권				927	상표권 & 경영지원수익
순차입금				1,151	
순자산가치				5,432	
유통주식수				70,805	자사주 제외(32.5%)
주당 NAV(원)				76,718	

자료: 유안타증권 리서치센터

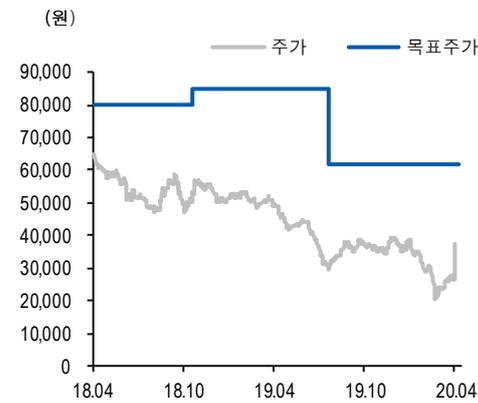
P/E band chart



P/B band chart



롯데지주 (004990) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-05-04	BUY	62,000	1년		
2019-08-16	BUY	62,000	1년		
2018-11-15	BUY	85,000	1년	-43.80	-32.94
2017-12-11	BUY	80,000	1년	-26.96	-10.38

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.3
Buy(매수)	86.8
Hold(중립)	11.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-04-27

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남근)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.