



INDUSTRY

2020년 5월 21일

롯데그룹

Asset-light

“ 롯데그룹은 최근 수년동안 준비한 온라인몰 ‘롯데온’을 출범했습니다. 유통계열 사들의 역량을 ‘롯데온’을 통해 하나로 통합하고 2023년 취급매출액 20조원을 달성한다는 계획입니다. 저희는 ‘롯데온’을 주축으로한 성장 로드맵을 밝어나가는 과정에서 1) 오프라인 구조조정, 2) ‘롯데온’을 통한 성장 가능성, 3) 롯데글로벌로지스의 역할, 4) 롯데리츠를 통한 자원 조달, 5) 호텔/레저 사업부의 역할 확대 가능성 등 다섯가지 포인트를 점검하였습니다. 지배구조 개편 관점에서 호텔 롯데의 기업공개(IPO)시 가치 산정에 대해서도 검토해 보았습니다. 롯데그룹이 추진하고 있는 Asset-light 전략을 이해하고 이를 통한 투자기회를 점검하는 것이 중요한 시점입니다. 당사에서는 롯데그룹에서 주목해야 할 회사로 롯데지주, 롯데리츠, 롯데글로벌로지스, 롯데쇼핑을 제시합니다. ”

| Contents |

I. 투자 아이디어 및 요약.....	03
II. 롯데그룹은 어떤 그룹일까?.....	06
1. 롯데라는 이름이 가지는 크기.....	06
2. 롯데그룹의 모태는 롯데제과.....	06
3. 유통사업부가 주도한 롯데그룹 전성기	08
III. 롯데그룹의 주요 사업부.....	12
1. 식품: 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드, 롯데GRS	12
2. 유통: 온오프를 지배하는 종합유통 기업.....	19
3. 서비스: 그룹의 핵심 사업부 飛上.....	27
IV. 롯데그룹에서 주목해야 할 포인트 5가지!	32
1. 오프라인 구조조정.....	32
2. ‘롯데온’ 온라인 시장 반격의 서막.....	39
3. 롯데글로벌로지스 역할 부각	43
4. 롯데리츠를 활용한 투자재원 확보.....	58
5. 호텔/레저 사업부 역할 확대 전망	64
V. 호텔롯데의 적정가치는 얼마일까?	75
영업가치와 자산가치를 고려한 호텔롯데 가치 산정.....	75
VI. 분석대상 종목.....	79
1. 롯데지주 (004990)	80
2. 롯데리츠 (330590)	83
3. 롯데글로벌로지스 (비상장).....	93
4. 롯데쇼핑 (023530)	96

I. 투자 아이디어 및 요약

이커머스 시장에 출사표를 던진 롯데그룹	국내 오프라인 유통 트렌드를 선도해 왔던 롯데그룹은 최근 다년간의 준비를 마치고 이커머스 시장에 출사표를 던졌다. 4월 27일 공식 출범한 ‘롯데온’을 통해 유통 계열사 7개의 역량을 집중하고, 이를 통해 온라인 매출을 2023년까지 20조 원 규모로 끌어올린다는 계획이다. 당사에서는 롯데그룹의 과거와 현재, 그리고 유통 환경의 미래 전망을 통해 롯데그룹의 궁극적인 목표가 무엇인지를 이해하는 데 초점을 맞췄다.
롯데그룹에서 주목해야 할 다섯 가지 포인트	롯데그룹의 가장 큰 변화 중 하나는 오프라인의 역할 감소다. 롯데쇼핑은 2019년 4분기 실적 발표에서 향후 3~5년간 약 700여개 오프라인 점포 중 약 200개를 폐점할 것이라고 밝혔다. 유통 계열사의 구조조정에 따라 외형기여도 감소는 불가피할 것으로 보인다. 하지만 1) 오프라인 구조조정이 적자점포 위주로 진행될 가능성이 높고, 2) 고정비 감소에 따라 장기적으로 수익성 개선이 이루어질 전망이다.
1) 오프라인 구조조정	
2) ‘롯데온’ 온라인 시장 반격의 서막	롯데그룹은 계열사의 온라인 채널을 통합하는 작업을 진행 중이다. 롯데그룹은 ‘롯데온’을 출범시켜 유통 사업부의 온라인 역량을 집중하고, 기존 고객층의 트래픽을 집중시켜 점유율을 상승시킴으로써 2023년까지 취급고 20조 원을 달성한다는 계획이다. 롯데온은 오픈마켓과 직매입 모델 결합을 통해 두 비즈니스 모델의 장점을 활용할 것으로 판단한다. 동시에 온라인과 오프라인 지역거점을 동시에 활용할 수 있는 옴니채널 강화에 집중하면서 경쟁력을 구축해 나갈 것으로 전망한다.
3) 롯데글로벌로지스의 역할 부각	롯데온 취급고가 20조 원을 달성한다면 그룹내 택배 물동량은 약 12.2억 박스(일 378만 박스)로 연평균 30% 성장할 것으로 전망한다. 롯데글로벌로지스는 현재 투자중인 진천 Mega hub 터미널 완공으로 일 처리능력이 185만 박스까지 확대되더라도 롯데온의 물량을 소화하기엔 부족한 상황이다. 따라서 4~5,000억 원 규모의 추가투자가 필요하다는 판단이며, 투자재원은 1) 기업공개(IPO)와, 2) 리츠를 통해 조달할 것으로 예상한다.
4) 롯데리츠를 활용한 투자재원 확보	롯데리츠가 밝힌 초대형 리츠로서의 도약을 위한 장기 성장 로드맵에도, 1) 롯데쇼핑의 84개 점포(총 자산가치 8.6조원)의 우선매수협상권(ROFO) 외에, 2) 레저/관광, 물류 등 그룹내 계열사 자산이 편입 대상에 포함되어 있다. 현재 임대료가 창출되고 있는 물류센터 자산 규모가 1,700억 원에 달하고, 건설 중인 진천 Mega hub 터미널 규모를 고려한다면 리츠를 통해 약 2,000억 원 이상의 자금 조달은 가능하다는 판단이다. 또한 최근 호텔 비즈니스는 자산편입을 통해 사업영역을 확장한 후 프랜차이즈로 구조를 재편하면서 자산을 매각하는 Asset-light 전략을 취하는 경향이 있다. 때문에 호텔자산의 편입 가능성 역시 높게 평가한다.
5) 호텔/레저 사업부 역할 확대 전망	장기적으로 호텔롯데의 실적 성장 가능성은 높다고 판단한다. 1) 면세점 사업부 실적은 중국 화장품 시장 확대에 따라 B2B 파이공향 매출액 증가가 이어질 개연성이 높고, 2) 호텔 사업부는 현금흐름 개선이 이루어지고 있으며, 체인호텔로 사업 변화를 모색하고 있는데다, 3) 리조트 사업부는 경험적 가치를 중시하는 방식으로 변화하는 소비시장의 트렌드에 따른 수혜와 신규 테마파크 프로젝트에 따른 매출 성장이 기대되기 때문이다.

호텔롯데의 적정가치는? 호텔롯데의 기업가치는 영업가치와 자산가치를 동시에 고려한 SOTP(Sum of the parts) Valuation을 해야 한다고 판단한다. 보수적인 가치 평가를 위해 자산가치는 호텔 사업 부만을 한정하여 합산하고 부채는 호텔롯데의 총부채를 고려했다. 2019년 영업가치 평균은 약 6.5조 원이며 자산가치 16조 원에서 금융부채 6.5조 원을 차감한 순자산은 약 9.5조 원이다. 다만 자산가치를 20% 할인한 순자산가치를 산정하면 6.4조 원 규모이며, 이를 영업가치와 합산하여 호텔롯데의 적정가치를 약 12.9조 원으로 판단하였다.

종합적으로 향후 롯데그룹에서 주목할 회사로 1) 롯데지주, 2) 롯데리츠, 3) 롯데글로벌로지스, 4) 롯데쇼핑을 제시한다.

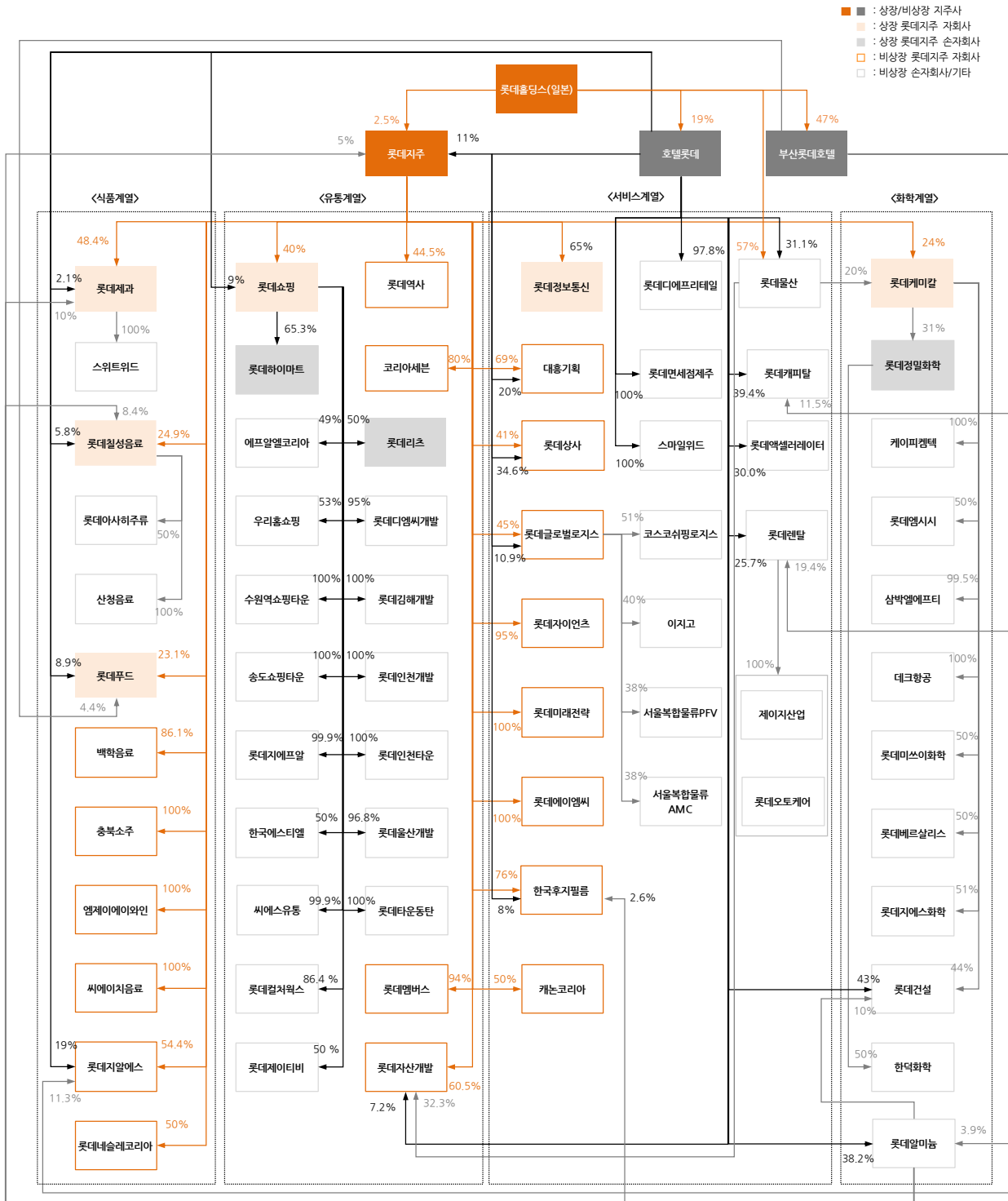
[표1] 롯데그룹 주요 업체 밸류에이션

구분		롯데지주	롯데쇼핑	롯데하이마트	롯데제과	롯데칠성	롯데푸드	롯데정보통신	롯데케미칼	롯데정밀화학
주가 (원)		37,200	88,500	28,300	136,000	110,000	387,500	35,300	191,500	38,300
시가총액(십억원)		3,903	2,504	668	873	879	439	543	6,564	988
추가수익률(%)	1M	35.03	0.00	28.05	13.33	11.34	9.93	10.49	-4.49	14.33
	3M	16.07	-17.29	17.43	-4.9	-9.84	10.09	-0.56	-6.13	-1.92
	6M	2.2	-31.92	-9.44	-9.33	-18.52	-12.13	-20.32	-13.54	-15.73
EPS (원)	2019A	-3,395	-32,153	-4,232	5,932	-16,243	33,151	3,679	20,860	6,526
	2020E	699	3,186	3,033	14,384	4,144	34,759	2,677	12,707	6,412
	2021E	1,595	9,241	3,464	15,802	6,076	35,946	3,307	23,174	7,031
BPS (원)	2019A	81,652	376,467	81,410	188,636	146,060	749,015	26,184	385,244	58,236
	2020E	82,338	369,079	83,316	197,417	143,989	771,191	28,127	392,942	63,037
	2021E	84,135	374,565	85,398	210,664	147,181	792,542	30,759	409,780	68,296
DPS(원)	2019A	1,100	3,800	1,000	1,300	2,700	12,000	700	6,700	1,700
	2020E	1,075	3,927	1,220	3,500	2,711	13,200	700	5,380	1,838
	2021E	1,100	3,985	1,330	4,000	2,722	12,600	700	6,710	2,013
PER (x)	2019A	-	-	-	25.2	-	12.5	11.2	10.7	6.9
	2020E	53.2	27.8	9.3	9.5	26.5	11.1	13.2	15.1	6.0
	2021E	23.3	9.6	8.2	8.6	18.1	10.8	10.7	8.3	5.4
PBR (x)	2019A	0.48	0.36	0.38	0.79	0.96	0.55	1.58	0.58	0.78
	2020E	0.45	0.24	0.34	0.69	0.76	0.50	1.26	0.49	0.61
	2021E	0.44	0.24	0.33	0.65	0.75	0.49	1.15	0.47	0.56
배당수익률 (%)	2019A	2.82	2.80	3.24	0.87	1.93	2.91	1.70	2.99	3.77
	2020E	2.89	4.44	4.31	2.57	2.46	3.41	1.98	2.81	4.80
	2021E	2.96	4.50	4.70	2.94	2.47	3.25	1.98	3.50	5.25
ROE (%)	2019A	-5.21	-8.14	-5.02	3.19	-11.68	5.40	14.77	5.51	11.73
	2020E	1.10	0.85	3.68	7.46	3.02	5.46	10.17	3.27	10.64
	2021E	2.46	2.49	4.11	7.75	4.41	5.46	11.56	5.77	10.77
EV/EBITDA (x)	2019A	10.7	9.1	5.9	7.7	9.2	6.5	8.1	4.6	4.1
	2020E	12.5	8.6	5.2	6.4	8.9	5.5	3.7	5.2	2.3
	2021E	12.1	8.1	5.3	6.1	8.0	5.1	2.7	4.2	2.0

주: 5월 20일 종가 기준

자료: Dataguide 컨센서스 기준, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 롯데그룹 주요 회사 지배구조 현황



주: 롯데알미늄이 보유한 상사지분 6%, 지엔츠 지분 5%은 미표기, 이외의 경우 2% 미만의 지분은 생략

자료: 롯데지주, 한화투자증권 리서치센터

II. 롯데그룹은 어떤 그룹일까?

1. 롯데라는 이름이 가지는 크기

롯데그룹의 핵심 사업부문은
내수와 화학

내수는 식품, 유통, 서비스

2020년 1월 19일 롯데그룹의 창립자인 신격호 명예회장이 향년 99세로 별세했다. 롯데그룹을 창립했고, 일본과 국내에서 이룬 성과는 두말할 필요없이 위대한 업적으로 평가할 수 있다. 롯데그룹은 재계 5위의 굴지의 대기업으로 평가받는다. 주요 사업부는 크게 내수와 화학으로 나누어져 있고, 내수는 다시 식음료사업부, 유통, 서비스업으로 나누어 볼 수 있다. 롯데그룹은 물류, 건설, 광고, IT정보통신 등 다양한 사업을 영위하며, 4개 주요 사업 영역을 기반으로 한 91개 계열사를 보유하고 있다. 다만, 동 보고서에서는 그룹의 핵심 사업 중 내수 부문의 식품, 유통, 서비스에 대해서 다루려고 한다.

2. 롯데그룹의 모태는 롯데제과

식품 사업의 활발한 M&A와
공격적인 성장은
사업 확장의 원동력

롯데그룹의 시작은 롯데제과에서부터 이루어졌다. 1967년 롯데제과가 설립되었고, 1968년엔 롯데알미늄이 창립되었다. 이후 롯데그룹은 M&A를 기반으로 사업영역을 확장하였다. 1974년 칠성한미음료(現 롯데칠성음료), 1978년 삼강산업(現 롯데푸드)을 인수하면서 종합식품회사로서의 기틀을 마련할 수 있었다. 이외에도 호남석유화학(現 롯데케미칼) 등 수십 년간의 M&A는 사세를 확장하는 원동력으로 작용하였다.

롯데그룹은 식품부문의 성장과 M&A를 통한 사업다각화로 1984년에 1조 원의 매출을 달성할 수 있었다. 1967년 한국롯데 창립이 이루어졌다는 점을 감안하면 17년만에 상당히 공격적인 성과를 이루어낸 것으로 평가할 수 있다. 롯데그룹은 창립 이후 식품부문에서 주목할 만한 성과를 이루어내면서 국내 시장에서 안정적인 기반을 다질 수 있었다.

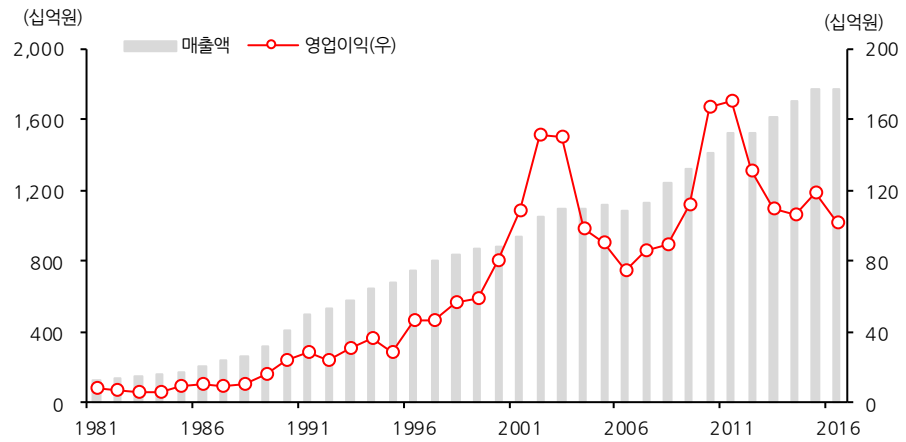
1970년대 롯데칠성음료, 롯데삼강(現 롯데푸드)는 성장의 주축이 되어 식품 사업을 발전시켰고, 식품 부문의 안정적 실적을 기반으로 롯데그룹은 유통과 서비스 사업 영역에서 공격적인 전략을 구축할 수 있었다. 현재 식품부문의 계열사는 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드, 롯데네슬레코리아, 롯데아사히주류, 롯데GRS 등으로 구성되어 있다. 제과/제빵부터 음료, 주류 및 수입판매, B2C 외식, 식품소재까지 국내식품제조 전 영역을 영위하고 있으며, 롯데그룹내에서 여전히 주요한 매출 및 이익 창출 능력을 보유하고 있다.

[표2] 롯데그룹 연혁 1(계속)

연도	설립	인수합병
1967	롯데제과	칠성한미음료 (現 롯데칠성음료) 호남석유화학(現 롯데케미칼) 삼강산업(現 롯데푸드), 평화건설(現 롯데건설)
1968	롯데알미늄	
1973	롯데호텔, 롯데기계공업, 롯데파이오니아	
1974	롯데상사	
1976		
1978	롯데햄우유 (現 롯데푸드)	
1979	롯데리아, 롯데쇼핑	

자료: 롯데지주, 한화투자증권 리서치센터

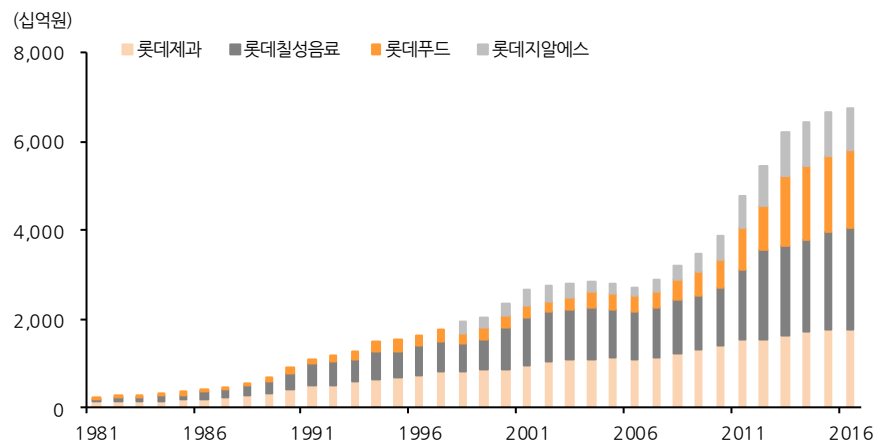
[그림2] 롯데제과 영업실적 추이



주: 롯데제과주식회사, A004990(現 롯데지주) 별도 기준 실적(1981~2016)

자료: Dataguide, 롯데지주, 한화투자증권 리서치센터

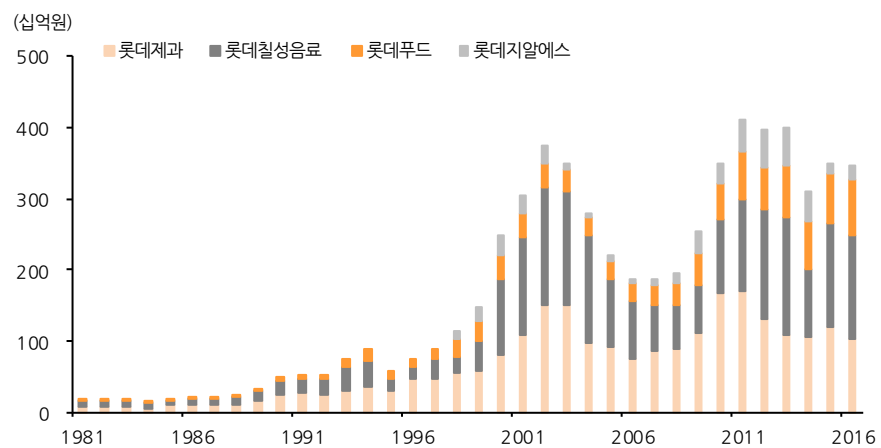
[그림3] 롯데식품부문 계열사 매출 추이



주: 롯데제과주식회사, A004990(現 롯데지주) 및 롯데칠성음료, 롯데푸드, 롯데지알에스 별도기준 실적(1981~2016)

자료: Dataguide, 롯데지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 롯데식품부문 계열사 영업이익 추이



주: 롯데제과주식회사, A004990(現 롯데지주) 및 롯데칠성, 롯데푸드, 롯데지알에스 별도기준 실적(1981~2016)

자료: Dataguide, 롯데지주, 한화투자증권 리서치센터

3. 유통사업부가 주도한 롯데그룹 전성기

이후 유통 사업부의
성장으로 국내 1위
내수업체로 자리매김

1980년대 이후 롯데그룹은 본격적인 성장기에 진입하였다. 유통·관광·식품 영역에서 모두 의미있는 매출을 기록하면서 한국 10대 기업으로 발돋움하였고, 호텔롯데 법인 설립과 롯데월드 준공을 통해 지배구조 최적점에 있는 호텔롯데의 사업기반을 마련할 수 있었다. 1990년대 접어들면서 롯데그룹 성장은 유통사업부문이 주도하기 시작하였다.

당시 내수시장은 소득여건 상승과 더불어 대형쇼핑센터에 대한 소비자 니즈가 증가하면서 백화점/할인점 확장을 통한 성장이 가능한 구조로 재편되었다. 유통사업부문은 활발한 출점을 통해 그룹 내에서 두각을 나타낼 수 있었다. 여기에 1994년 코리아세븐 인수, 1998년 롯데마트와 1999년 롯데시네마 설립이 이어지면서 쇼핑과 더불어 문화시장으로 시장지배력을 넓힌 결과, 국내 1위 내수 업체로 자리매김할 수 있었다.

내수 역량을 바탕으로
금융 영역까지 진출

내수부문이 안정화되면서 1990년 중반이후 사업영역을 금융쪽까지 확장한다. 1995년 부산할부금융(現 롯데캐피탈)을 설립하면서 금융시장에 진출하였고, 이후 2007년 대한화재(現 롯데손해보험) 인수하는 등 적극적인 행보를 보였다. 롯데그룹은 금융 자회사의 성장을 통해 2008년 국내 5대 그룹에 진입했고, 이후에도 적극적인 M&A와 케미칼 등 화학 사업부의 성장이 뒤따르면서 그룹 매출액은 약 80조 원에 이르렀다. 다만 지주사 설립에 따라 금융계열사를 매각하면서 현재 금융업은 영위하고 있지 않다.

[표3] 롯데그룹 연혁 2(계속)

연도	설립	인수합병
1980		한국 후지필름
1982	대흥기획, 롯데자이언츠, 롯데물산	
1983	롯데 중앙연구소, 롯데 유통사업본부	
1984	롯데호텔부산	
1985	롯데 캐논(現 캐논코리아 비즈니스 솔루션)	
1989	롯데월드사업본부	
1991	롯데역사	
1994		코리아세븐
1995	부산할부금융 (現 롯데캐피탈)	
1996	롯데로지스틱스, 롯데정보통신	
1998	롯데마트	
1999	롯데시네마	
2000	롯데닷컴, 롯데브랑제리, 롯데슈퍼	
2002		동양카드 (現 롯데카드)
2004		케이피케이칼
2006	대산MMA (現 롯데 엠알시)	우리홈쇼핑(現 롯데홈쇼핑)
2007		대한화재(現 롯데손해보험)
2008		케이아이뱅크(現 롯데피에스넷)
2009		두산주류비지(現 롯데칠성음료 주류부문)
2010		파스퇴르유업, GS 리테일 백화점·마트 부문, 바이더웨이
2012		하이마트(現 롯데하이마트)
2015		케이티렌탈 (現 롯데렌탈)
2016		삼성정밀화학, 삼성 BP (現 롯데정밀화학, 롯데 BP)
2017	롯데지주(출범)	

자료: 롯데지주, 한화투자증권 리서치센터

백화점, 할인점, 편의점,
SSM, H&B 전문점까지
유통 전 업태 영위

롯데그룹의 유통부문을 업태별로 나누어보면 롯데백화점과 롯데마트 사업부를 큰 축으로 롯데슈퍼, 코리아세븐(편의점), 롯데홈쇼핑 등 다양한 영역을 영위하고 있다. 여기에 가전양판전문점 롯데하이마트와 H&B(Health & Beauty) 전문점도 운영하고 있다.

유통사업부도 적극적인 M&A를 통해서 시세를 확장하였다. 1994년 코리아세븐, 2006년 우리홈쇼핑(現 현대홈쇼핑), 2010년 GS리테일의 백화점 및 마트사업부, 2011년 CS유통, 2012년에는 하이마트를 인수하면서 기존 백화점과 할인점 외 사업부 확대를 꾀하였다.

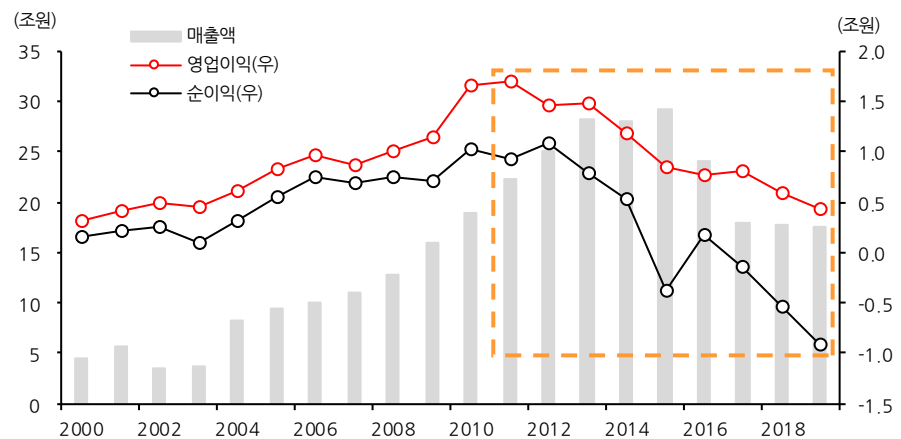
롯데쇼핑 역시 활발한
M&A를 바탕으로 백화점,
할인점 외 영역에 안착

롯데쇼핑은 M&A를 통해 편의점과 홈쇼핑 시장에 안정적으로 진출하였고, 경쟁사 점포망 인수를 통해 점유율을 증가시켰다. 여기에 가전판매 1위 사업자를 인수하면서 내수시장에서 운영할 수 있는 오프라인 포트폴리오를 추가하였다. 이 기간 동안 해외 인수합병까지 적극적으로 진행하였다는 점을 고려하면 공격적으로 확장을 시도한 것으로 평가할 수 있다.

그러나 2011년을 정점으로
내수 위축 및 경쟁 심화로
실적 감소

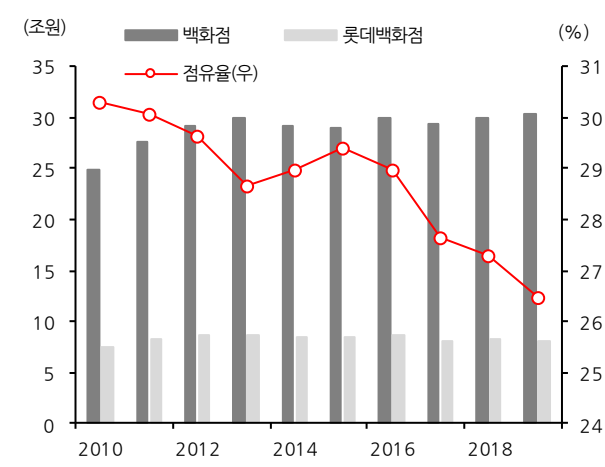
롯데그룹의 유통사업부 성장은 2011년까지 지속되었다. 2011년 롯데쇼핑 연결기준 매출액은 약 23조원, 영업이익은 약 1.7조원을 기록하면서 영업이익 측면에서 정점을 기록하였다. 그러나 이후 1) 소비경기 둔화 및, 2) 시장 점유율 감소, 3) 경쟁사들의 공격적인 출점 전략에 따라 관련 실적은 하락하기 시작하였다. 해외진출 및 사업확장을 통한 외형 성장세는 2015년까지 유지되었으나, 감익추세 역시 지속되었다. 2019년 연결기준 매출액 17.6조 원, 영업이익 4,279억 원을 기록했다. 2011년 대비 각각 -20.8%, -74.8% 하락한 수치다.

[그림5] 롯데쇼핑 연결기준 영업실적 추이



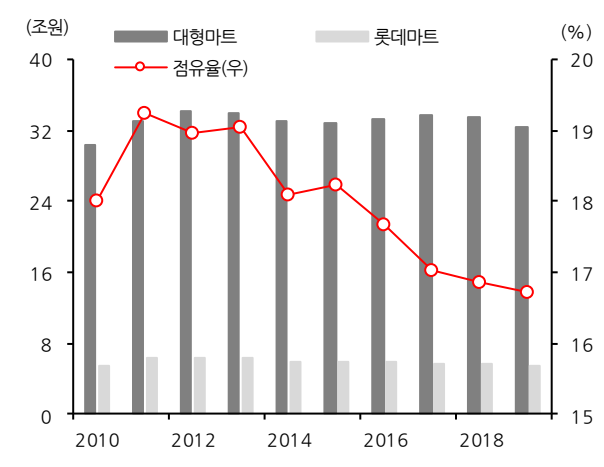
자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 백화점 시장 규모 및 롯데쇼핑 점유율



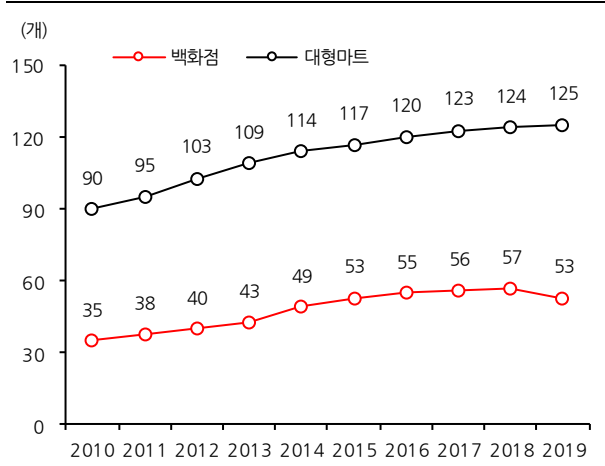
주: 롯데백화점 국내 총매출 및 통계청 백화점 소매 판매액 기준
자료: 통계청, 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 대형마트 시장 규모 및 롯데쇼핑 점유율



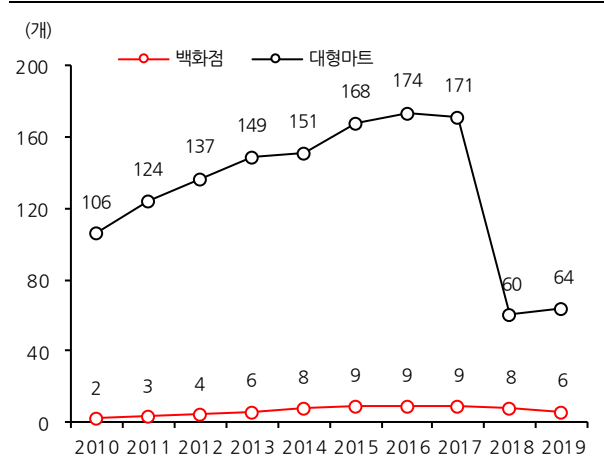
주: 롯데마트 국내 총매출 및 통계청 대형마트 소매 판매액 기준
자료: 통계청, 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 롯데쇼핑 국내 백화점/대형마트 점포 수 추이



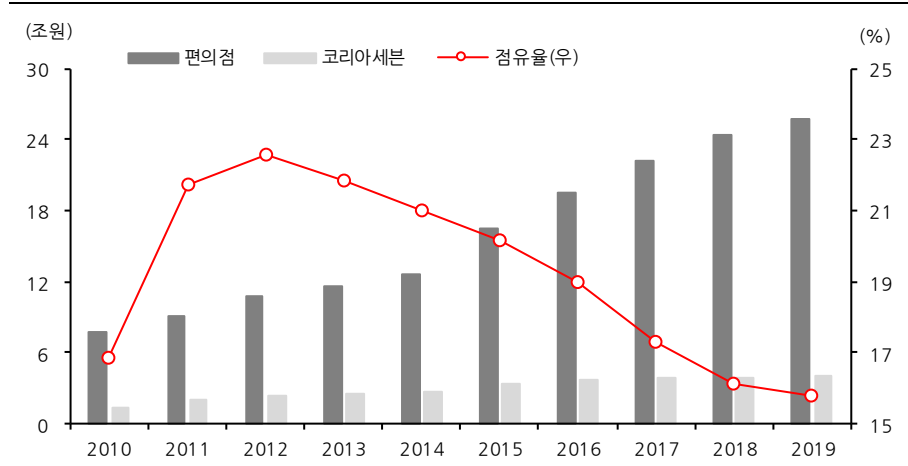
자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 롯데쇼핑 해외 백화점/대형마트 점포 수 추이



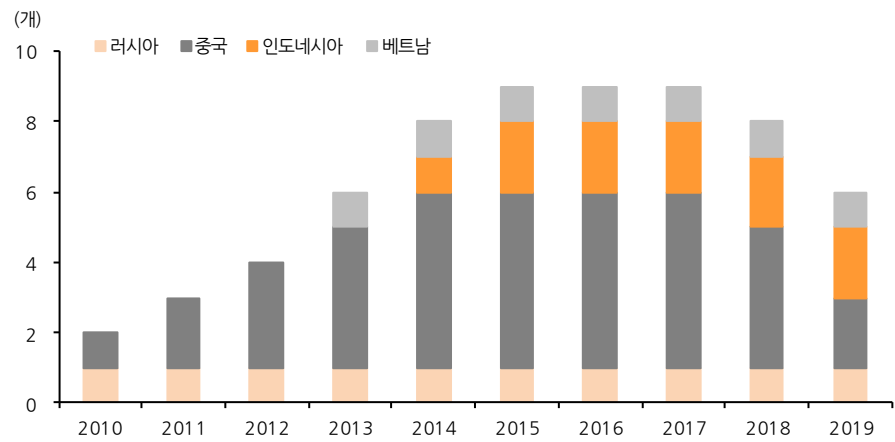
자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 편의점 시장 규모 및 코리아세븐(롯데쇼핑 편의점) 점유율 추이



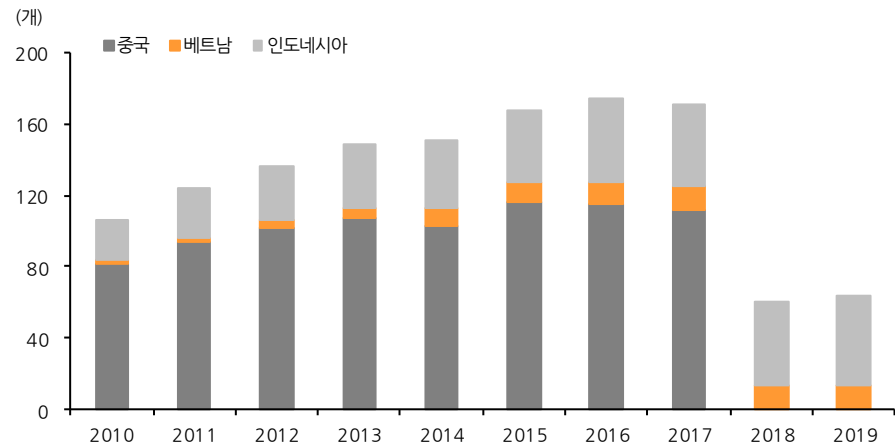
주: 코리아세븐 국내 총매출 및 통계청 편의점 소매 판매액 기준
자료: 통계청, 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 롯데쇼핑 해외 백화점 국가별 점포 수



자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 롯데쇼핑 해외 대형마트 국가별 점포 수 추이



자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 롯데그룹의 주요 사업부

1. 식품: 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드, 롯데 GRS

주요 부문 중 식품부문
매출 비중 약 19%

롯데그룹은 크게 4가지 사업을 영위하고 있다. 식품/유통/화학/서비스 사업군으로, 관련 매출액 비중은 각각 19%, 29%, 25%, 27%를 차지하고 있다. 그중 식품부문은 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드, 롯데GRS 등으로 구성되어 있는데, 이들은 제과, 음료, 주류, 가공 식품, 외식업 등 식품과 관련된 사업을 영위하고 있다.

단순하게 보면 식품제조와 판매에 관련 사업을 영위하고 있고, 세부적으로 보면 대형마트에 공급하는 B2B사업부문과 소비자 접점을 이루는 B2C사업부문인 주류 및 외식가맹 본부로 구성되어 있다. 식품사업부(롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드, 롯데GRS)의 단순 합산기준 매출액은 2018년 기준 6.8조원, 영업이익은 2,223억 원에 달한다.

롯데제과: 상대적으로
안정적인 사업구조이나
아동인구 감소에 대책 필요

1) 롯데제과: 동사 대부분의 매출은 국내에서 발생하고 있다. 껌/캔디, 비스켓/초콜릿, 빙과류를 주요 제품으로 하고 있으며, 주력 제품군은 비스켓/초콜릿 및 빙과/기타 부분이다. 전체 매출액에서 차지하는 비중은 약 65% 수준을 넘어서고 있다.

제과시장은 상대적으로 안정적인 사업구조를 가지고 있었으나, 현재 업황을 긍정적으로 평가하기는 어렵다. 그러한 이유는 1) 출산율 감소에 따라 주 소비층인 아동 인구가 지속적으로 낮아지고 있고, 2) 다양한 대체제 증가가 이루어지고 있으며, 3) 소득수준 상승에 따라 소비자 기호가 변해가고 있기 때문이다. 롯데제과는 이를 타개하기 위해 프리미엄 및 기능성 제과 제품 출시를 통해 대응하고 있으며, 해외사업부 증가를 통한 성장에 집중하고 있는 것으로 판단한다.

롯데칠성음료: 음료시장
확대에도 경쟁 심화로 실적
성장은 제한적

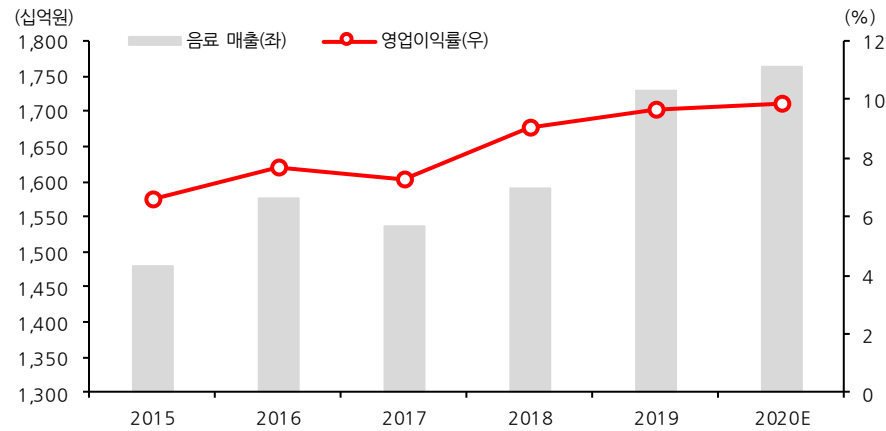
2) 롯데칠성: 롯데칠성은 음료와 주류부문으로 나누어 진다. 전체 매출액에서 음료가 차지하는 비중은 약 70%, 주류는 30%를 차지하고 있다. 음료시장의 성장성은 크지 않은 것으로 판단한다. 동사의 매출액 중 가장 높게 차지하고 있는 부분은 탄산음료로 약 28% 매출액 비중을 차지하고 있다. 산업 자체가 성숙기에 접어들어 시장 성장률이 정체되어 있고, 소비자 기호가 생수 및 탄산수 시장으로 전환되고 있어 다소 부정적이다.

여기에 소비경기 악화에 따른 PB브랜드 성장에 따라 객단가 하락도 영향을 미치는 것으로 판단한다. 다만, 생수 및 탄산수 시장에서 의미있는 매출액 성장이 이루어지고 있고 시장지배력 확대까지 나타나고 있어 당분간 롯데칠성의 성장 동인으로 자리매김할 전망이다. 생수 및 탄산수 시장은 진입장벽도 낮아 경쟁체제가 심화되고 있는 것으로 판단한다. 관련 시장 규모 확대가 이루어지고 있음에도 불구하고 각 업체들의 실적 성장은 제한되고 있다.

주류시장 역시 경쟁체제로
수익성 하락추세

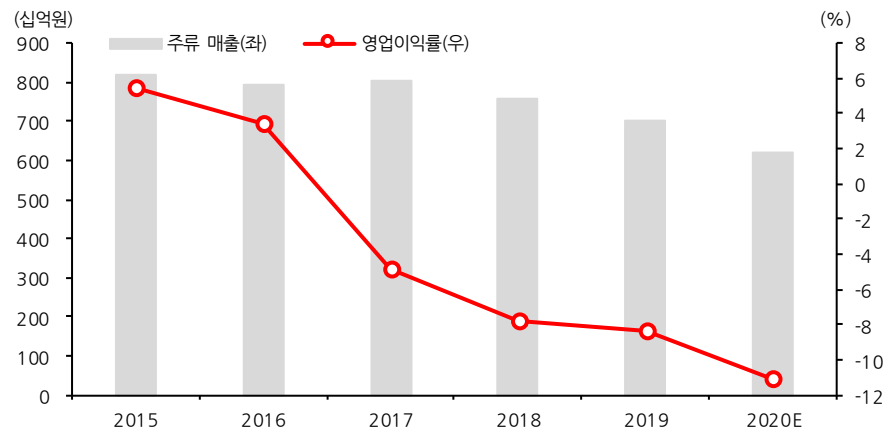
주류시장 성장은 당분간 쉽지 않을 것으로 판단한다. 경쟁체제 심화와 시장 프로모션 강화에 따라 수익성은 지속적으로 하락하고 있다. 여기에 수입주류 시장이 확대되면서 맥주부문에서 의미있는 성장을 기대하기는 어려울 전망이다. 동사는 수입주류 유통을 통해 이를 대응하고 있지만, 기존 제품군 판매량 둔화가 이루어지고 있고, 판촉행사 증가에 따른 수익성 악화에 따라 수월하지 않은 상황이다.

[그림13] 롯데칠성 음료 사업부문 연간 실적 추이



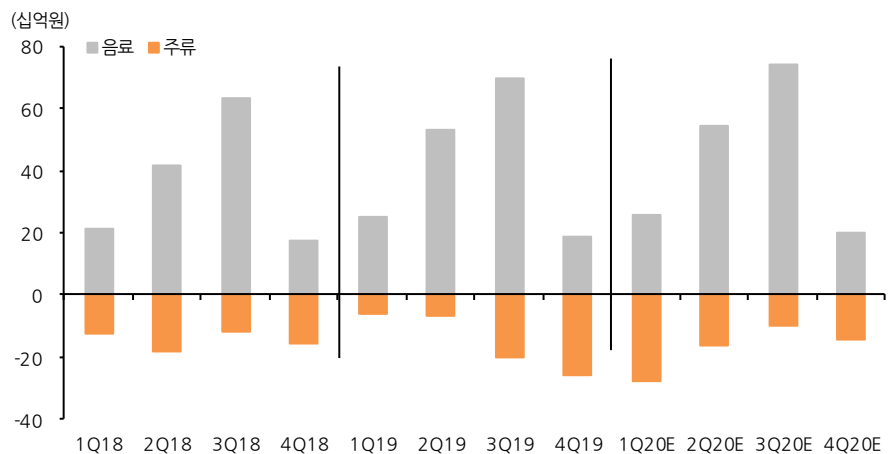
자료: 롯데칠성, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 롯데칠성 주류 사업부문 연간 실적 추이



자료: 롯데칠성, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 롯데칠성 음료 및 주류 사업부문 분기별 영업이익 추이

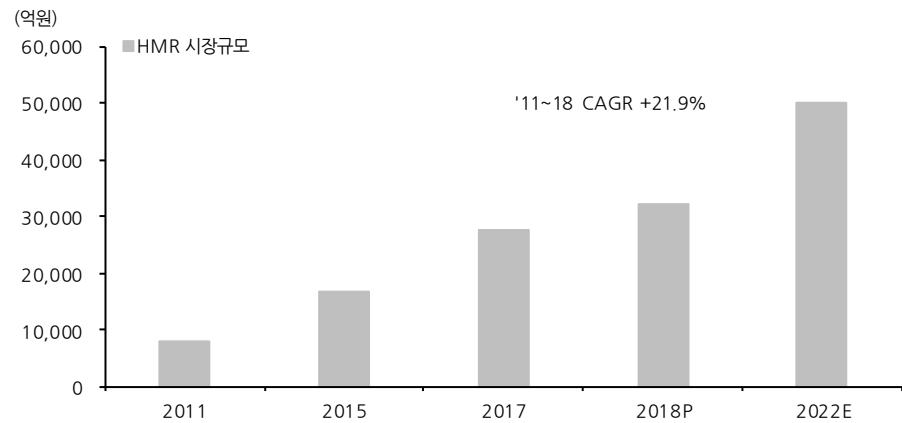


자료: 롯데칠성, 한화투자증권 리서치센터

롯데푸드: 우호적으로 보기
어려운 전방산업 환경

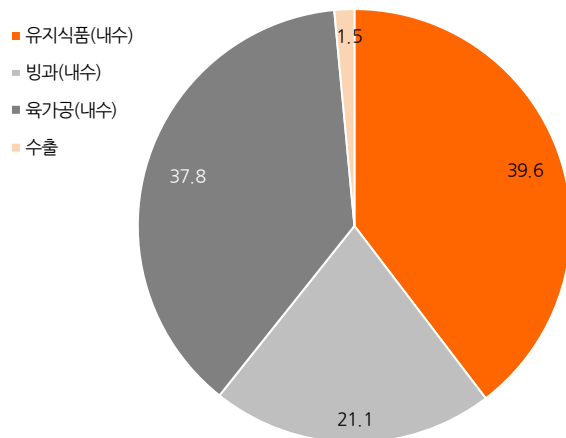
3) 롯데푸드: 롯데푸드는 크게 3가지 사업부문으로 나누어져 있다. 유지식품, 빙과, 육가공 등으로 구성되어 있으며, 각각의 매출 비중은 44.6%, 26.3%, 29.1%를 차지하고 있다. 총 10개의 공장에서 식품제조 공장을 보유하고 있으며, 생산 설비를 갖춘 품목은 식품, 빙과, 유지, 커피, 가공햄 등이다. 1인가구 증가 및 간편식에 대한 소비자 니즈 증가에 따른 가공식품(HMR) 성장에도 불구하고 전방산업은 소비인구 감소 및 판매채널 부진에 따라 우호적인 환경이라고 보기는 어려운 상황으로 판단한다.

[그림16] 국내 HMR 시장 규모 추이



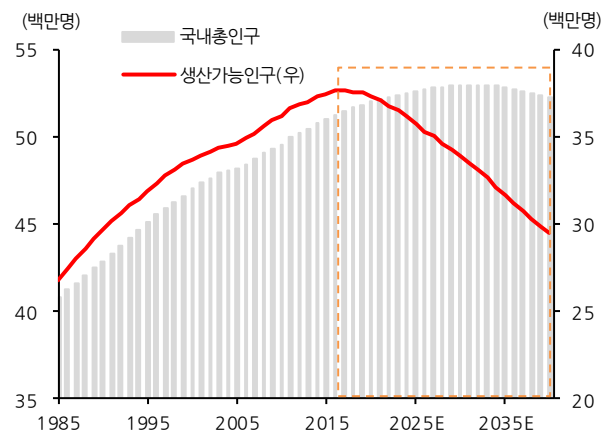
자료: 한국농수산식품유통공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 롯데푸드 매출 구성



자료: 롯데푸드, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 통계청 장래 인구 추계



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

롯데GRS: 경쟁체제 심화 및
비용 부담 직면

4) 롯데GRS: 롯데GRS는 롯데리아 및 엔제리너스를 운영하고 있는 외식운영전문 업체이다. 2019년 기준 매출액 8,399억 원, 영업이익 213억 원을 기록하였다. 롯데GRS는 크게 외식프랜차이즈 사업과 컨세션 사업으로 나눌 수 있고, 외식프랜차이즈는 국내와 해외사업으로 구분된다.

외식프랜차이즈는 롯데리아를 중심으로 엔제리너스, 크리스피크림도넛, TGIF를 운영중에 있다. 직영점을 중심으로 가맹본부 사업을 일부 영위하고 있는 형태로 롯데리아는 약 1,300여 개, 엔제리너스 커피 640여 개, 크리스피크림도넛 약 60여 개, 여기에 TGIF 약 25개 매장을 운영 중에 있다.

외식산업은 점진적으로 성장하고 있지만, 1) 경쟁체제 심화가 이어지고 있고, 2) 가성비를 중시하는 소비문화 확산에 따라 단가 인상이 쉽지 않은 상황이며, 3) 고정비 부담이 지속적으로 증가하고 있어 이익 성장 폭은 크지 않을 것으로 예상된다.

신성장 동력인 컨세션 역시
이익 기여는 어려울 전망

롯데GRS는 이를 타개하기 위해 컨세션과 해외사업 역량 확대에 집중하고 있는 것으로 판단한다. 컨세션이란 공항이나 병원 등 다중이용시설에 다수의 식음료 브랜드를 유지해 운영 및 관리하는 사업구조로 상대적으로 손쉽게 집객력을 확보할 수 있다는 장점을 가진다.

또한, 브랜드 인지도를 제고시켜 로드샵 매장과의 시너지를 낼 수 있다는 점도 기대할 만한 부분이다. 롯데GRS는 김포국제공항 국내선 4층 및 해운대 백병원의 수주를 받아 현재 운영중에 있으며, 2019년에는 부산 김해공항 국제선, 종로 센트로폴리스 컨세션 사업을 수주하였다.

동사는 이를 통해 관련 경쟁력을 확대시켜 외형성장을 모색하는 것으로 판단한다. 다만, 컨세션 비즈니스의 경우 상대적으로 최저입찰 금액이 높아 수익성을 확보하기 쉽지 않고 전사적 이익 개선 역시 쉽지 않은 구조이다.

[표4] 롯데 GRS 가맹점별 점포 수

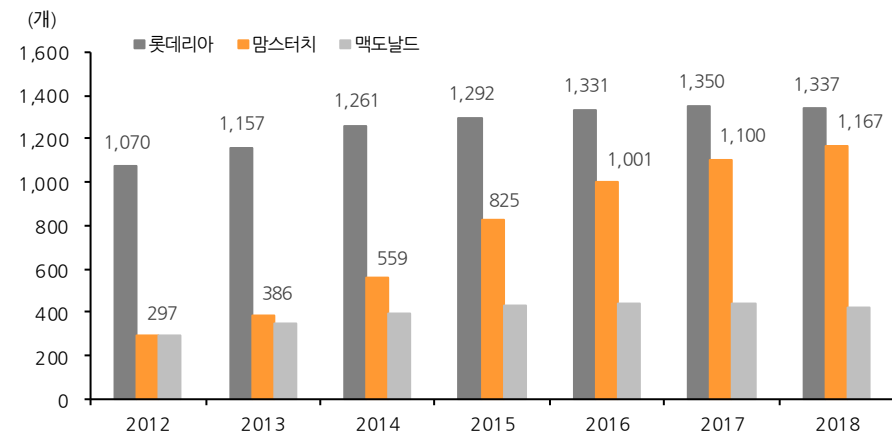
(단위: 개, 천 원)

구분		2016	2017	2018	점포당 평균매출	면적(3.3㎡)당 평균매출
롯데리아	전체	1,331	1,350	1,337	647,888	12,543
	가맹점수	1,196	1,216	1,207		
	직영점수	135	134	130		
엔제리너스	전체	843	749	642	282,548	5,367
	가맹점수	744	647	554		
	직영점수	99	102	88		
크리스피크림	전체	53	60	58	330,006	13,616
	가맹점수	53	60	58		
	직영점수	89	80	89		

주: 가맹점당 평균 매출은 2018년 기준

자료: 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 맘스터치, 롯데리아, 맥도날드 점포수 추이



자료: 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 공정거래위원회 가맹본부 정보 공개

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
가맹본부	1,810	2,089	2,521	2,865	3,219	3,457	3,617	3,751
전체 중 외식비중 (%)	68%	70%	72%	73%	75%	75%	74%	74%
브랜드	2,246	2,623	3,142	3,587	4,017	4,341	4,567	4,653
가맹본부대비 브랜드수	1.2	1.3	1.2	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2
가맹점수	72,903	84,046	88,953	99,544	106,890	112,719	117,202	108,029
가맹본부대비 가맹점수	40	40	35	35	33	33	32	29
브랜드대비 가맹점수	32	32	28	28	27	26	26	23
직영점	3,235	3,959	4,432	5,131	5,506	6,061	6,000	5,671
YoY (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
가맹본부		15.4%	20.7%	13.6%	12.4%	7.4%	4.6%	3.7%
브랜드		16.8%	19.8%	14.2%	12.0%	8.1%	5.2%	1.9%
가맹점수		15.3%	5.8%	11.9%	7.4%	5.5%	4.0%	-7.8%

자료: 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 통계청 외식 업체 정보 공개

구분	사업체수 (개)	종사자수 (명)	매출액 (십억원)	영업비용 (십억원)	인건비 (십억원)	임차료 (십억원)	기타경비 (십억원)	연간급여액 (십억원)
한식	28,240	114,657	8,005.7	7,455.4	1,296.3	603.5	5,555.7	1,226.2
일식·서양식	3,824	22,065	1,360.8	1,285.8	279.2	108.3	898.3	257.6
제빵·제과	7,815	36,199	3,171.3	3,031.1	322.9	178.9	2,529.3	297.5
피자·햄버거	11,755	59,788	3,077.3	2,899.2	599.0	225.6	2,074.6	565.6
치킨	24,654	60,536	3,685.5	3,433.0	266.8	222.2	2,944.0	256.3
분식·김밥	11,856	38,743	2,075.4	1,949.8	288.4	176.0	1,485.4	276.0
주점	12,026	30,296	1,720.7	1,596.9	198.5	174.0	1,224.4	188.6
커피전문점	16,795	71,445	2,947.1	2,794.0	554.1	422.0	1,817.9	523.3

자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

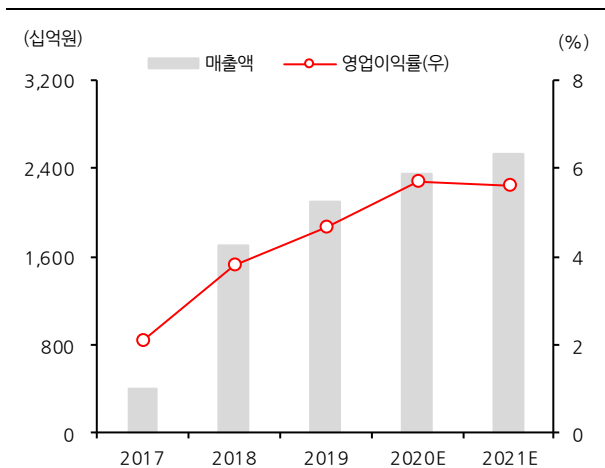
외형 성장보다 비용 효율화를 통한 수익 개선을 모색해야 하는 상황

식품사업부는 전체적으로 보면 외형성장보다는 비용구조 효율화 및 수익성 개선에 집중하고 있는 것으로 판단한다. 부진한 사업부문을 정리 혹은 주요 관계사에 매각하면서 효율성을 모색하고 있고, 이러한 효과는 2019년 일부 회사에서 목격되고 있다. 롯데칠성과 롯데제과 영업이익률은 각각 4.4%, 4.7%를 기록하면서 2018년대비 약 80bp, 90bp 개선되었다. 부진한 영업환경과 증가하고 있는 비용구조를 감안할 경우 비용구조 효율화 전략이 잘 이루어지고 있는 것으로 판단한다. 특히, 롯데제과 실적 성장이 돋보인다. 2019년 매출액은 +20%, 영업이익은 +50% 이상 성장한 것으로 파악된다. 이는 롯데푸드에서 영업양수 받은 '나뚜르' 사업부 실적 개선이 빠르게 나타나고 있고, 일부 대형마트 B2B배 이커리 사업부 정리를 통한 수익성 개선이 영향을 미친 것으로 판단한다.

전방 산업 한계를 감안할 때 수익성 집중 전략은 당분간 이어질 것으로 전망

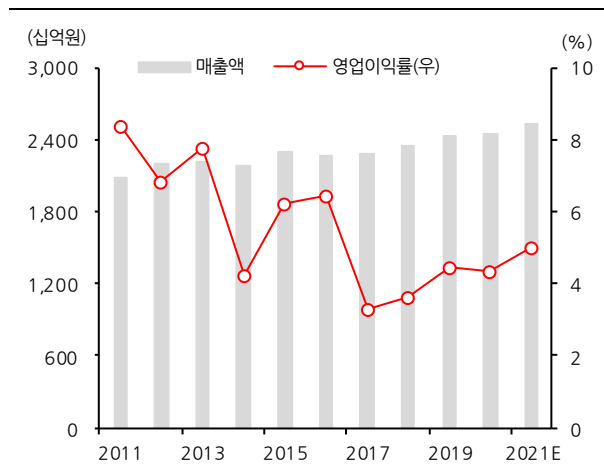
롯데그룹 식품사업부의 수익성 집중 전략은 당분간 이어질 수 밖에 없는 것으로 판단한다. 그러한 이유는 1) 사업구조상 국내 전방산업 성장 가능성이 크지 않고, 2) 그룹사 유통망 감소와, 3) 온라인 채널 확대에 따른 경쟁체제 심화 가능성이 높기 때문이다. 시장에서는 롯데그룹 식품 상장사의 향후 매출액과 영업이익 성장률은 2021년 6.9조원, 3,138억 원으로 2019년대비 +10.1%, +23.3% 증가할 것으로 전망하고 있다.

[그림20] 롯데제과 (연결기준) 영업실적 추이 및 추정치



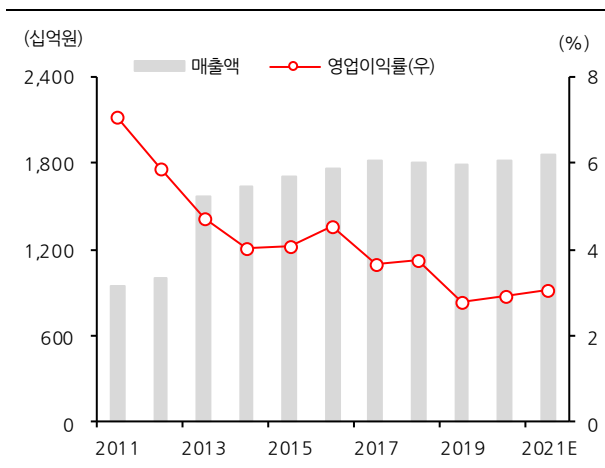
자료: 롯데제과, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 롯데칠성음료 (연결기준) 영업실적 추이 및 추정치



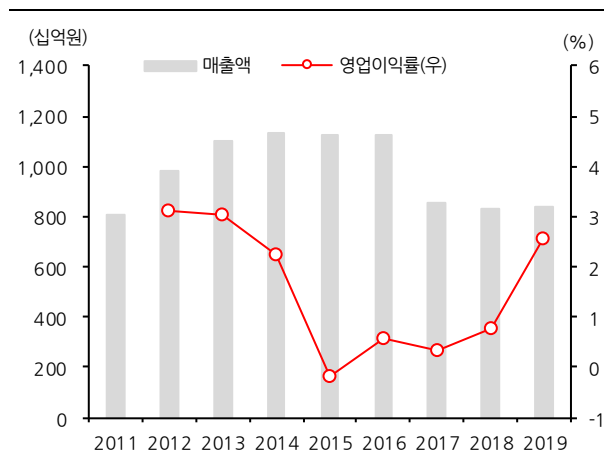
자료: 롯데칠성음료, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 롯데푸드 (연결기준) 영업실적 추이 및 추정치



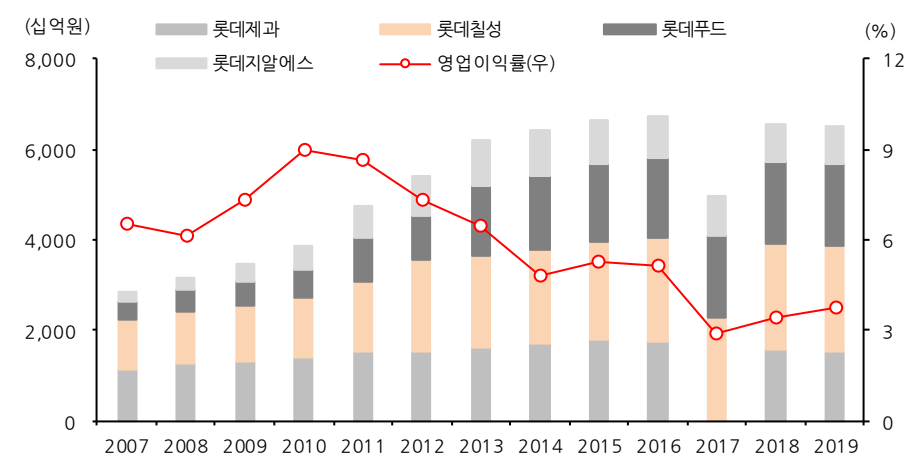
자료: 롯데푸드, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 롯데 GRS 영업실적 추이



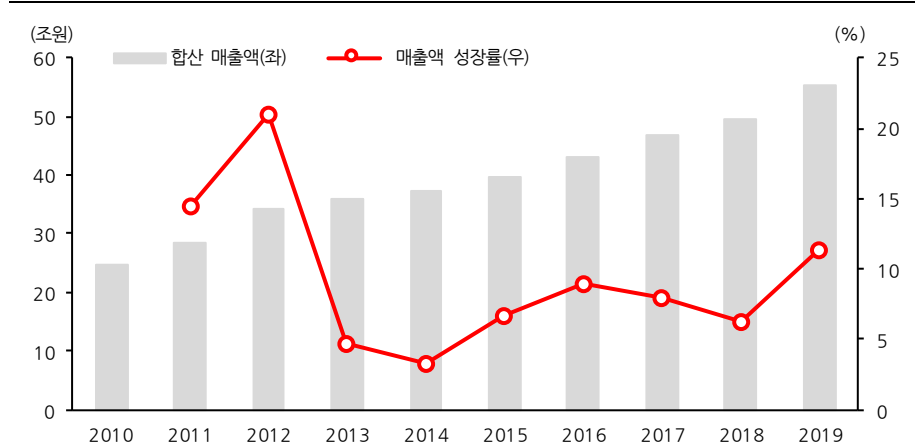
자료: 롯데GRS, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 롯데식품부문 계열사 매출 및 합산 영업이익률 추이



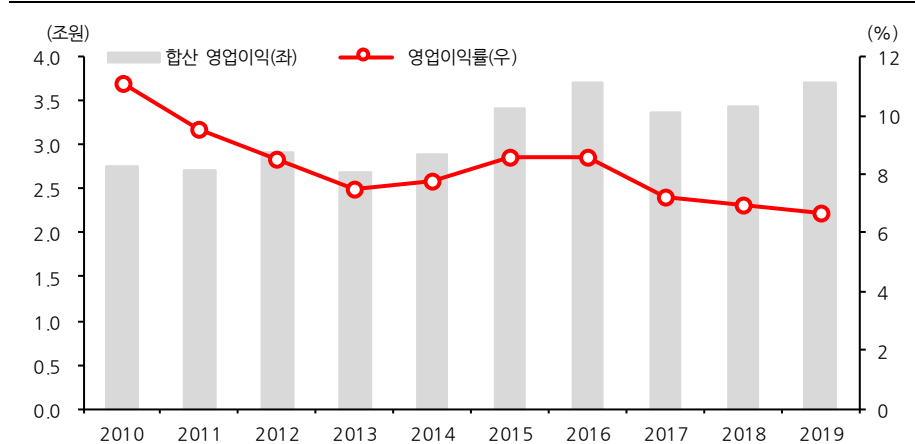
주: 2016년 이전 롯데제과는 A004990(現 롯데지주), 2018년 이후 롯데제과는 A280360 기준. 전 종목 별도기준 실적 기준
 주2: 2017년은 롯데제과실적은 제외 / 자료: Dataguide, 롯데지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 주요 음식료 업체들 합산 매출액 추이 비교



주: CJ제일제당, 오리온, 농심, KT&G, 오뚜기, 동원F&B, 동원산업, 하이트진로, 롯데칠성, 롯데푸드, SPC삼립, 풀무원, 삼양식품, 빙그레 14개 업체 합산 / 자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 주요 음식료 업체들 합산 영업이익률 추이 비교



주: CJ제일제당, 오리온, 농심, KT&G, 오뚜기, 동원F&B, 동원산업, 하이트진로, 롯데칠성, 롯데푸드, SPC삼립, 풀무원, 삼양식품, 빙그레 14개 업체 합산 / 자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

2. 유통: 온오프를 지배하는 종합유통 기업

롯데그룹 유통사업부는
2000년 이후 그룹의
중추적인 역할

롯데그룹 유통사업부 매출액 비중은 약 29%를 차지하고 있다. 백화점/할인점/편의점/SSM/가전양판점/홈쇼핑 등 유통 대부분의 영역에서 사업을 영위하고 있으며, 백화점과 할인점을 기반으로 적극적인 M&A와 시장 진출을 통해 사업영역을 확대하였다.

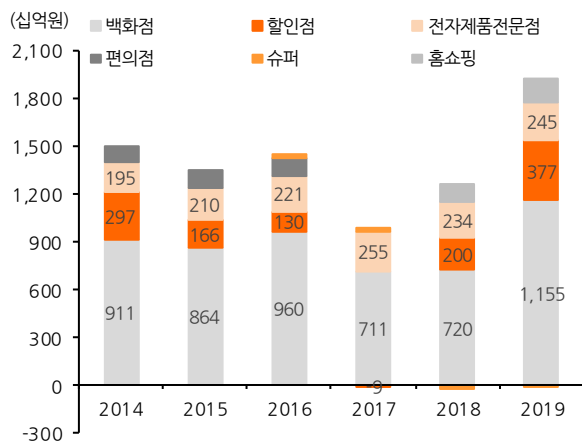
유통사업부는 실질적으로 2000년 이후 그룹의 중추적인 역할을 담당하였던 것으로 판단되며, 실제 그룹 성장을 이끌었다. 2016년 롯데쇼핑 백화점사업부문 매출액은 15조원을(관리기준) 넘어서면서 백화점산업 점유율은(아울렛 제외) 40%에 육박하였고, 유통사업 총 매출액은 35조 원을 넘어서면서 전체 시장을 이끌었다.

높은 시장 지배력을
바탕으로 안정적인 현금창출
능력 역시 보인 바 있음

동 시기 현금흐름 창출 능력도 상당히 높았던 것으로 분석되는데, 2016년 주요 유통사업부 EBITDA를 살펴보면 백화점 사업부가 9,600억 원, 할인점 1,300억 원, 롯데하이마트 2,210억 원, 세븐일레븐 1,070억 원, 기타부문(홈쇼핑 + 슈퍼 + 연결조정)은 영업이익 610억 원을 달성하였다.

해외사업부 적자까지 고려할 경우 국내시장에서만 연간 1.6조원의 현금창출능력을 보여준 것이다. 당시 해외를 제외한 백화점수는(백화점 + 아울렛 + 영플라자) 55개, 대형마트 120개, 롯데하이마트 457개에 달했으며, 세븐일레븐 8,556개점을 운영하였다. 이를 바탕으로 높은 시장 지배력을 보유한 것으로 판단한다.

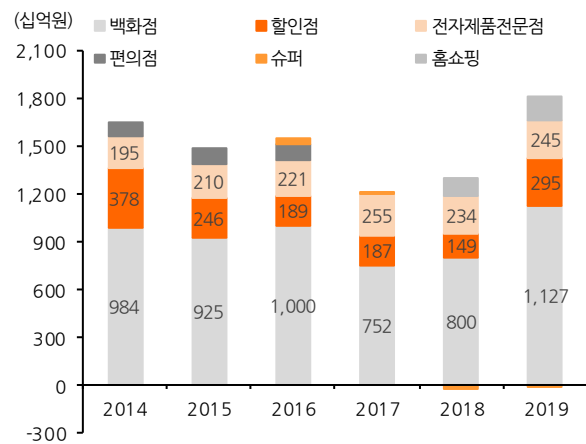
[그림27] 롯데쇼핑 주요 유통사업부별 EBITDA 추이



주: 2019년 공시 실적 기준

자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

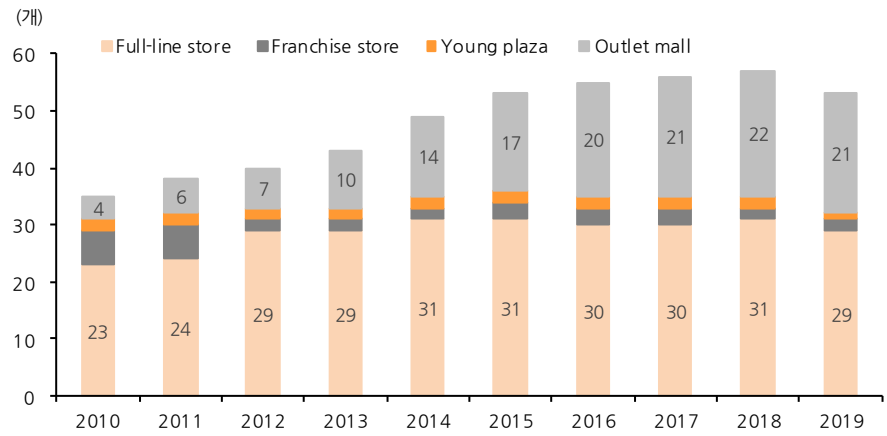
[그림28] 롯데쇼핑 주요 유통사업부별 EBITDA (해외적자 제외)



주: 2019년 공시 실적 기준

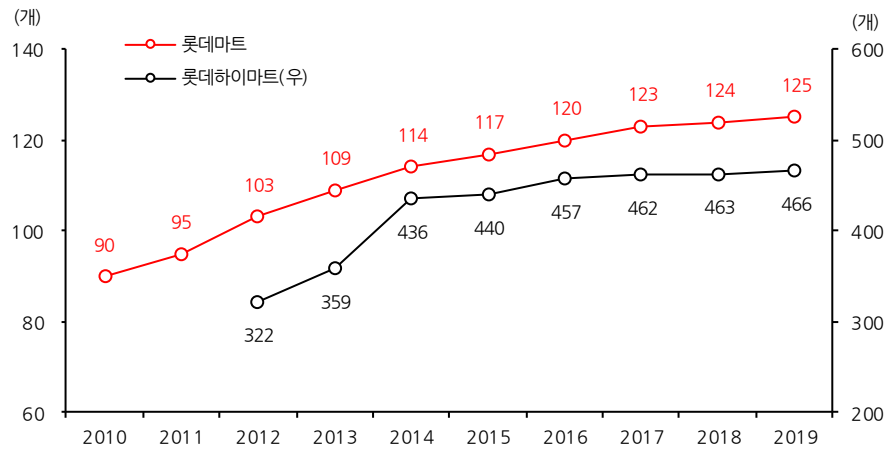
자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 롯데쇼핑 국내 백화점(백화점 + 아울렛 + 영플라자) 출점수



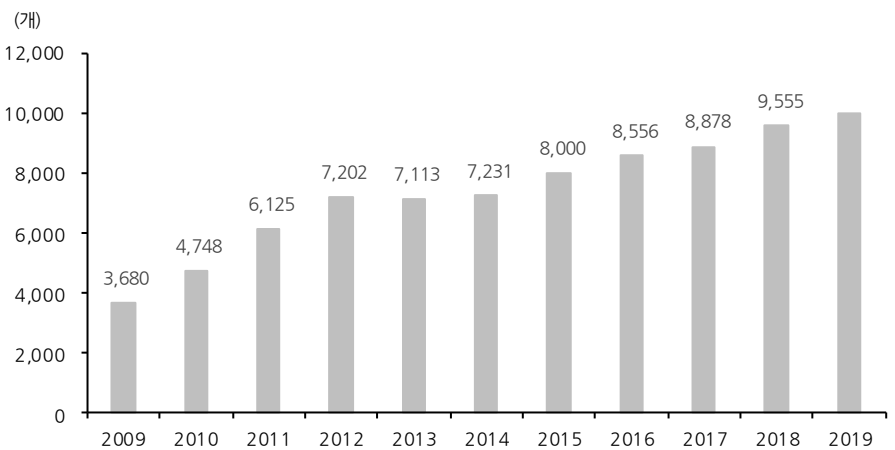
자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 롯데마트 및 롯데하이마트 출점수



자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 세븐일레븐 편의점 국내 출점수



자료: 코리아세븐, 한화투자증권 리서치센터

1) 롯데쇼핑: 소비경기 악화
고정비 부담 증가
오프라인 매력 감소 3중고

1) 롯데쇼핑: 롯데쇼핑은 롯데그룹 유통사업부의 핵심으로 평가할 수 있다. 백화점과 할인점을 주요 사업으로 영위하고 있으며, 롯데하이마트, 롯데홈쇼핑을 지배하고 있는 대표적인 유통회사다. 롯데쇼핑은 롯데 유통사업부의 핵심인 백화점, 할인점을 운영하고 있다.

현재 롯데쇼핑의 영업환경을 긍정적으로 판단하기는 어렵다. 그러한 이유는 1) 소비경기 악화에 따라 전체적인 구매력이 하락하고 있고, 2) 온라인 채널의 경쟁력이 확대되면서 오프라인 채널에 대한 매력도가 감소하고 있으며, 3) 고정비 부담 증가로 이익 개선이 쉽지 않기 때문이다.

명품 위주의 시장 재편으로
백화점 시장 점유율 하락세

동사의 백화점 시장점유율은 최근 하락하고 있다. 아울렛을 제외한 시장점유율은 2016년 40.4%를 기록하였지만, 이후 지속적으로 하락하며 2018년 38.9%까지 하락한 것으로 파악한다. 2016년에서 2018년 사이 유의미한 백화점산업 성장이 이루어지지 않았다는 점을 감안할 때 부진한 영업환경과 더불어 경쟁력 감소도 이루어진 것으로 생각한다.

롯데백화점의 시장점유율이 하락하는 원인은 크게 2가지를 꼽고 있으며, 당사에서는 이를 구조적인 현상으로 판단하고 있다. 첫째, 백화점 주요 매출품목의 전환이다. 과거 백화점의 주력 품목은 의류/패션/잡화였지만, 최근 소비 양극화와 소비트렌드 변화에 따라 명품 및 가정용품 판매가 주를 이루고 있다. 명품은 매장 수를 조절하는 전략을 고수하고 있어 상대적으로 비수도권 비중이 높은 동사는 열위에 있을 수 밖에 없다.

상대적으로 지방 점포
비중이 높은 동사가 열위

둘째, 지방권 소비여력의 약화이다. 롯데백화점은 타사대비 상대적으로 중산층을 타겟으로 운영하고 있으며, 이에 따라 지방권 백화점 비중은 높은 편이다. 롯데쇼핑이 운영하는 지방권 점포수는 15개이며, 전체 매출액에서 차지하는 비중은 약 40% 내외 수준으로 파악한다.

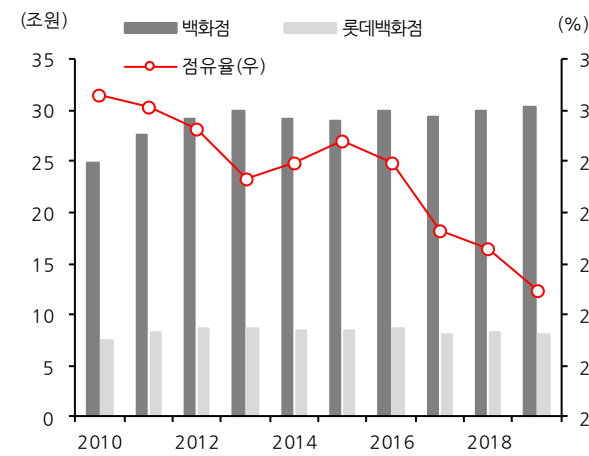
[표7] 2019년 전국 백화점 점포 현황

구분	서울	경기	부산	대구	인천	대전	울산	광주	세종	경북	경남	충북	충남	전북	전남	강원	제주
롯데백화점	13	7	5	2	1	1	1	1		1	2	1		1			
현대백화점	7	3	1	1			2				2	1					
신세계백화점	3	3	1	1				1					1				
엔씨백화점	3	4	3	1	1	1		2		1		1		1	1		
갤러리아백화점	1	2				1					1		1				
동아백화점				4						1							
AK플라자		2														1	
그랜드백화점		1															
기타	2			2		1					1					1	
총계	29	22	10	11	2	4	3	4		3	6	3	2	2	1	2	

주: 2019년 12월 24일 기준

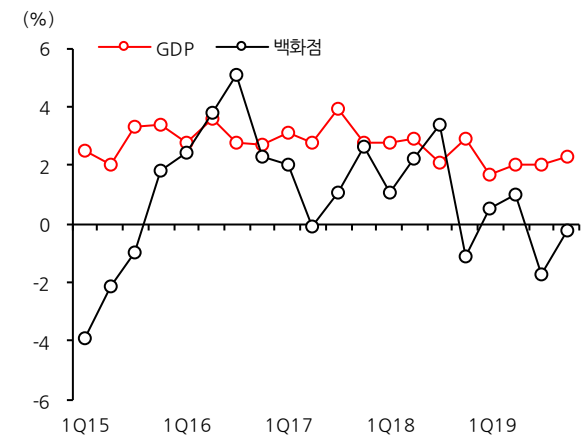
자료: 한국체인스토어협회 <리테일매거진>, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 백화점 시장 규모 및 롯데쇼핑 점유율



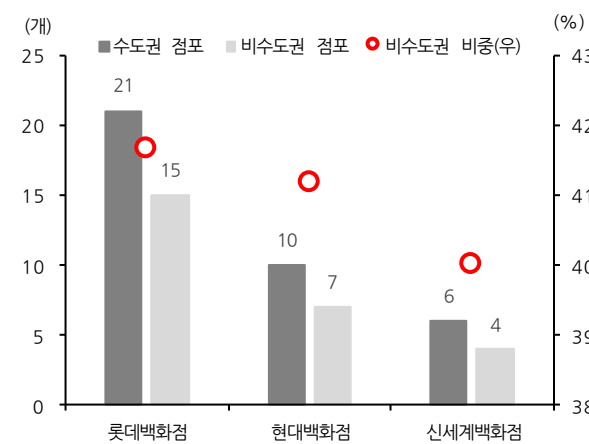
주: 롯데백화점 국내 총매출 / 통계청 백화점 소매 판매액
자료: 통계청, 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] GDP 및 백화점 성장률 비교



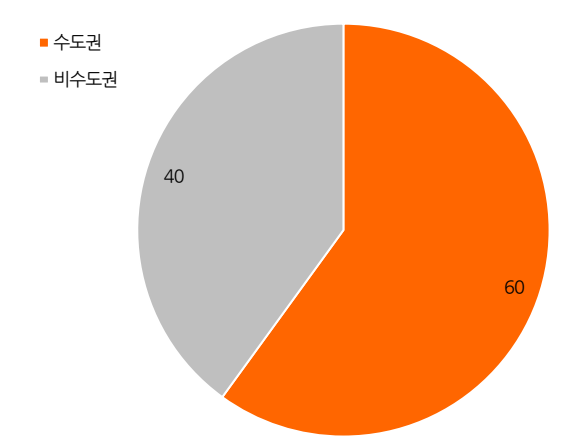
주: 통계청 백화점 소매 판매액 기준 성장률
자료: 통계청, 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 백화점 수도권 및 수도권 이외 점포수 추이 비중



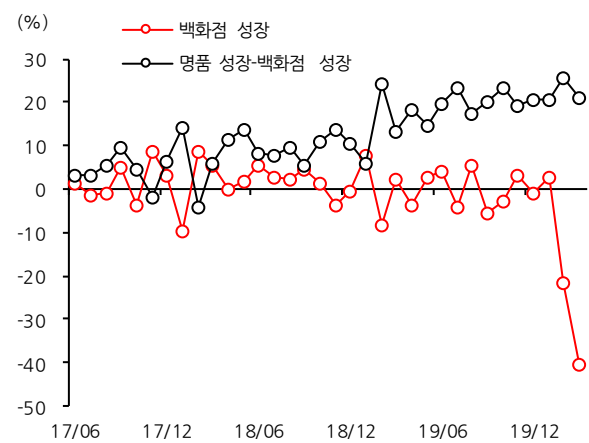
자료: 한국체인스토어협회 <리테일매거진>, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 비수도권 매출액 비중 추이



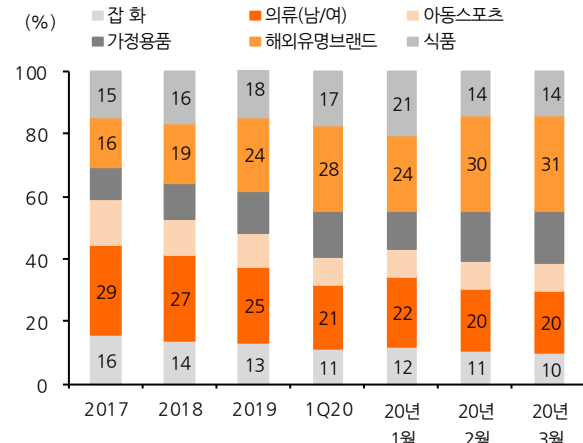
자료: 언론보도, 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 백화점 전체 성장률 및 해외유명브랜드 성장률 차이



자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 백화점 기타 품목 및 명품 품목 비중 추이



자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

할인점 사업부 부진 역시
지속되는 모습

할인점 사업부는 국내와 해외에서 운영중이다. 국내는 125개 매장을 해외는 베트남과 인도네시아에서 각각 소매와 도매 방식으로 64개 매장을 운영중에 있다. 2019년 할인점 사업부 총 매출액은 약 7.1조원(전년대비 -1.6%), 영업손실액은 -250억 원을(적자지속) 기록하였다.

소비경기 악화 및
소비패턴 둔화에 따라
집객력 하락

할인점 사업부 부진이 심화되고 있는 것이다. 할인점 사업부는 국내와 해외의 온도차가 크다. 해외 사업부 실적은 개선되고 있지만, 국내 할인점 사업은 1) 소비경기 악화에 따른 집객력 감소와, 2) 온라인 채널 침투율 증가, 3) 소비패턴 변화에 따른 오프라인 플랫폼 매력도 하락으로 약세를 면치 못하고 있다.

롯데마트는 이를 타개하기 위해 신선식품 강화 전략을 지속하고 있고, 비식품군 SKU 정리를 통해 비효율적 구조를 개선시키려 하고 있다. 하지만, 현재까지 이러한 전략의 구체적인 성과는 나타나지 않고 있는 상황이다.

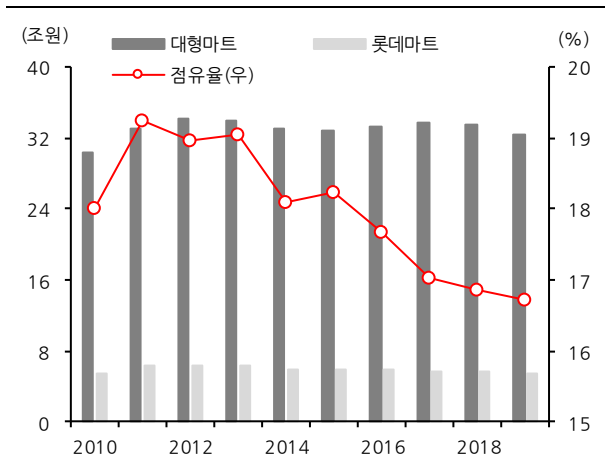
[표8] 2019년 전국 대형마트 점포 현황

구분	서울	경기	부산	대구	인천	대전	울산	광주	세종	경북	경남	충북	충남	전북	전남	강원	제주
롯데마트	18	33	7	2	10	3	2	4		3	12	5	7	6	4	3	1
이마트	30	55	8	7	6	3	1	4	1	9	8	3	8	4	3	6	3
홈플러스	19	35	13	9	11	7	4	3	2	8	8	4	5	5	4	4	1
메가마트			3				2				2		1				
탑마트			3	1							2						
뉴코아아울렛	1	8	2		2		1			1	1				1		
2001아울렛	3	5															
코스트코	3	5	1	2	1	1	1		1				1				
세이브존	1	4	1			1	1										
기타	4	7	2	3	1	1	2	1	0	4	5	1	0	2	1	3	0
총계	79	152	40	24	31	16	14	12	4	25	38	13	22	17	13	16	5

주: 2019년 12월 24일 기준

자료: 한국체인스토어협회 <리테일매거진>, 한화투자증권 리서치센터

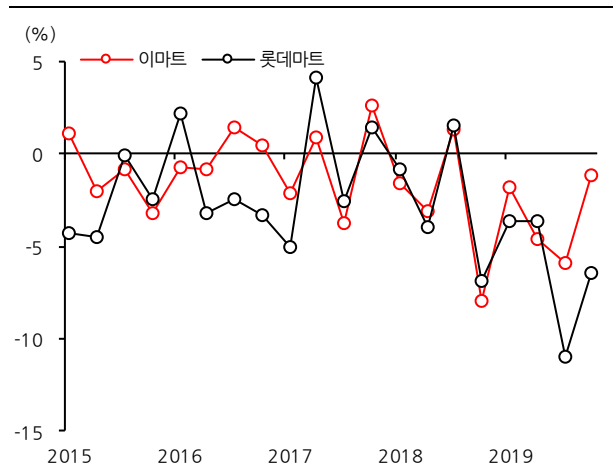
[그림38] 대형마트 시장 규모 및 롯데쇼핑 점유율



주: 롯데마트 국내 총매출 / 통계청 대형마트 소매 판매액

자료: 통계청, 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 롯데마트 기준점 성장률



자료: 이마트, 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

2) 롯데하이마트,
가전 전문점 시장 둔화 및
삽인삽 점포
낮은 수익성이 발목

2) 롯데하이마트도 최근 부진한 흐름이 이어지고 있다. 롯데하이마트는 가전판매전문업체로 2019년 기준 매장수는 466개를 운영중이다. 이중 로드샵 매장은 359개, 롯데마트 및 상업용시설에 입점한 점포는 107개이다.

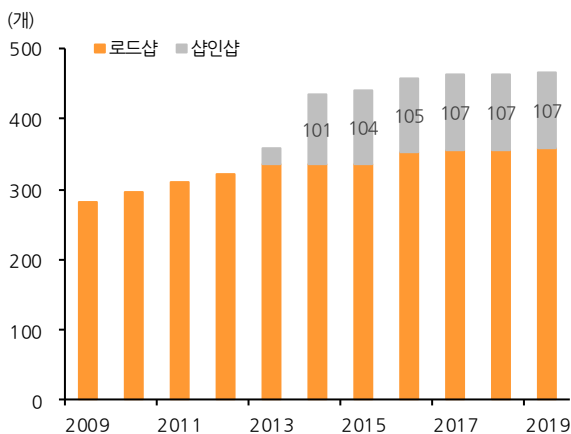
2019년 영업실적은 매출액 4조 260억 원(전년대비 -2.1%), 영업이익은 1,100억 원을(전년동기대비 -41.1%) 달성하면서 부진한 흐름을 보여주었다. 2017년 롯데하이마트 영업이익은 2,074억 원을 달성한 이후 2년 연속 감익 추세다. 외형 매출액도 동 시기대비 -1.8% 감소하였다. 이는 업황부진과 무관하다고 볼 수 없다. 그러한 이유는 1) 가전 전문점 시장 성장이 제한되고 있고, 2) 소비자계층이 온라인 채널로 이동하면서 경쟁체제 심화 및 마진을 하락이 고착화되고 있기 때문이다.

온라인 매출 비중 증가는
마진을 하락의 요인

2019년 가전전문점 시장은 전년대비 -1.3% 감소한 것으로 추정한다. 최근 수년간 산업 성장이 이루어졌다는 점을 감안하면 부진한 흐름이 나타난 것이다. 반면 온라인 가전 및 통신 시장은 오히려 빠르게 성장하며 20.4조원을 달성하였다. 이는 2018년과 비교할 때 +20% 가까이 증가한 수치이다.

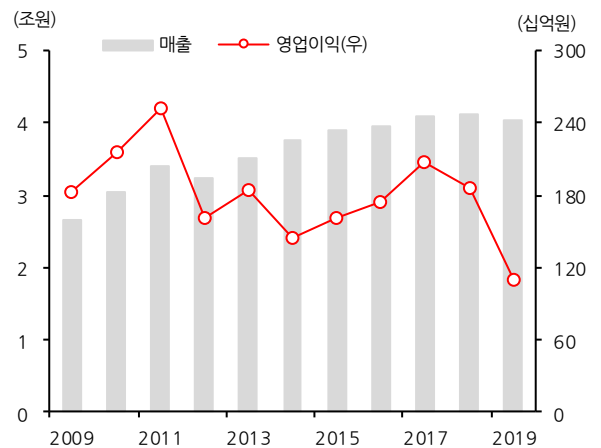
롯데하이마트 영업실적이 감소하는 원인은 두 가지로 판단한다. 우선, 오프라인 기존 점포 매출액이 감소함에 따라 고정비 부담이 증가하고 있고, 온라인 채널 매출 성장으로 상품 마진이 하락하고 있기 때문이다. 여기에 삽인삽 점포 효율성도 기존 로드샵 매장에 비해 떨어진다.

[그림40] 롯데하이마트 점포 수



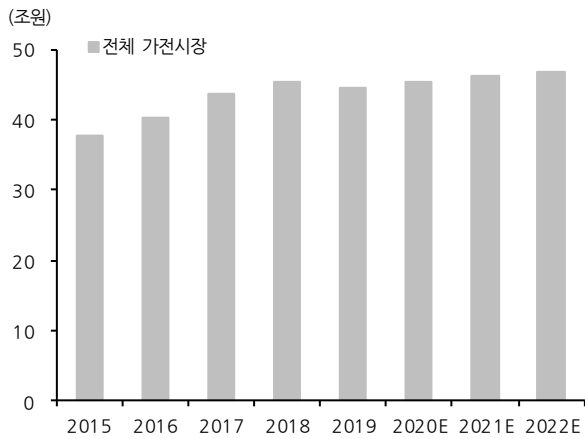
자료: 롯데하이마트, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 롯데하이마트 영업실적 추이



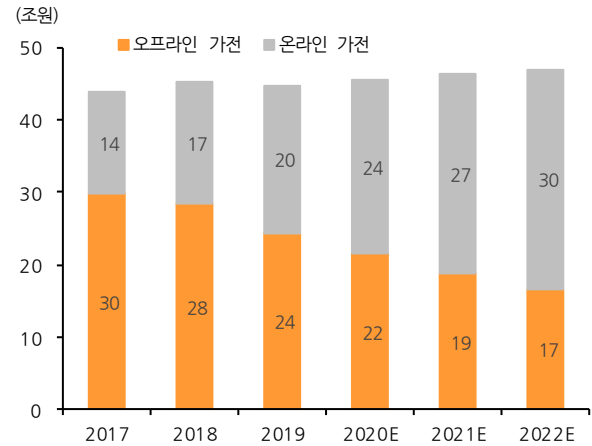
자료: 롯데하이마트, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 전체 가전시장규모 및 전망치



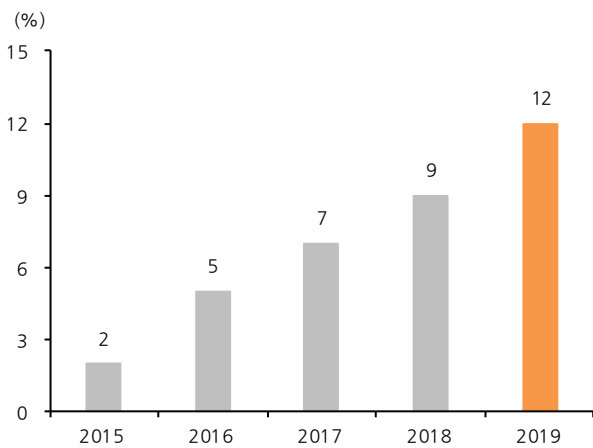
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 온라인/오프라인 가전시장규모 및 전망치



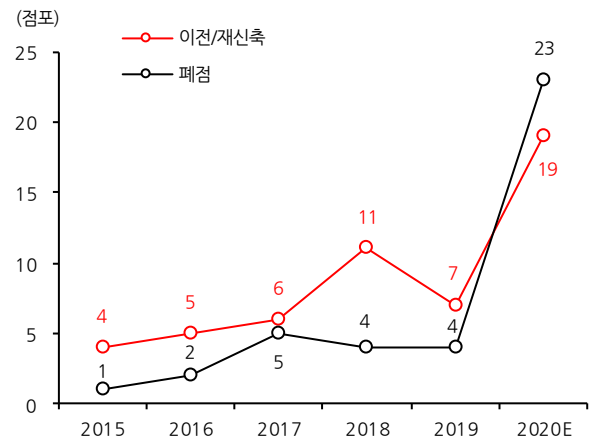
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 롯데하이마트 온라인 쇼핑몰 매출 비중



자료: 롯데하이마트, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 롯데하이마트 오프라인 점포 구조조정 계획



자료: 롯데하이마트, 한화투자증권 리서치센터

향후, 수익성 개선을 위해서
구조조정에 집중하나,
온라인 및 해외 투자는 지속

롯데그룹의 유통사업부 사업비중은 감소할 가능성이 높아 보인다. 외형확장 보다는 수익성 개선 및 구조조정 작업에 집중할 가능성이 높다. 구조조정 방안은 본문 하단에 언급하겠다. 롯데그룹 유통사업부는 수익성 개선에 집중하나 해외사업부 확장 및 온라인 매출액 확대에는 적극적인 모습을 보일 것으로 판단한다.

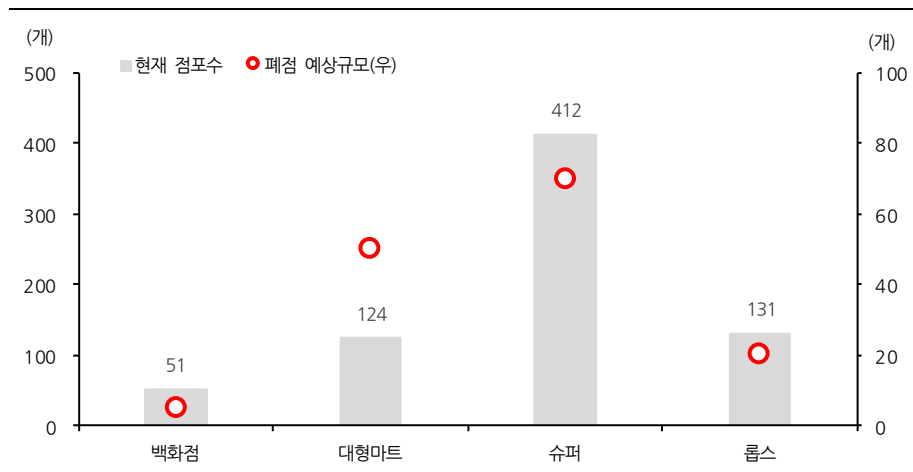
온라인 몰 통합을 통한
트래픽 집중 전략

롯데쇼핑은 향후 백화점, 할인마트, 롬스, 편의점 등 유통계열사의 온라인몰을 통합한 어플리케이션 출범을 통해 소비자 트래픽을 집중시키고, 기존 오프라인 채널과 연계한 옴니채널을 구축해 나갈 계획이다. 온라인몰 통합은 B2C 채널과 연계하는 구조를 가지고 있다.

오픈마켓과 직매입 모델의
장점 결합 가능할 것

단순 계열사들을 통합하는 차원이 아닌 한 단계 더 나아가 오픈마켓 형태로 운영하는 형태를 구축할 것으로 판단한다. 오픈마켓은 이미 기존에 안정적인 시장지배력을 갖춘 업체들이 많고, 상대적으로 소비자들로부터의 로열티가 형성되기 어려워 경쟁력을 형성하기란 쉽지 않은 작업으로 판단한다. 하지만, 롯데그룹은 이러한 경쟁력 구축이 가능할 것으로 예상되는 만큼 긍정적으로 평가한다.

[그림46] 롯데쇼핑 점포 구조조정 계획



주: 점포 수는 위탁 점포 및 아울렛을 포함, 2020년 연초 기준

자료: 롯데쇼핑, 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

3. 서비스: 그룹의 핵심 사업부 飛上

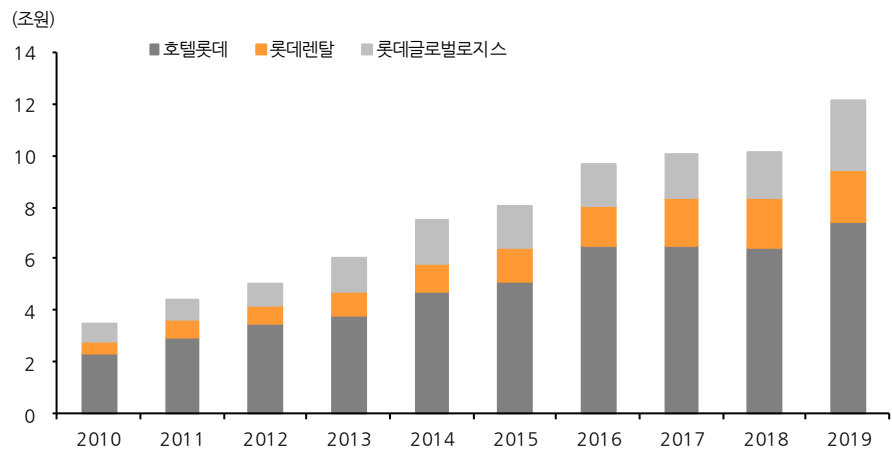
서비스 사업부: 롯데그룹의 서비스 사업부는 호텔 + 면세점 + 테마파크 + 물류로 나누어 볼 수 있으며, 크게 호텔롯데와 롯데글로벌로지스로 분류할 수 있다. 호텔롯데의 주력 사업부는 크게 3가지로 호텔과 면세 그리고 월드/리조트 사업부로 나누어 진다. 2019년 기준 매출액 구성을 보면 면세사업부가 차지하는 비중은 82.5%로 약 6.1조원을 달성하였고, 호텔은 12.2%인 0.9조원, 월드/리조트는 0.3조원을 기록하였다.

1) 호텔롯데: 면세점, 호텔 및 테마파크 사업 영위

1) 호텔롯데: 호텔롯데는 면세점, 호텔, 그리고 테마파크를 운영하고 있는 월드/리조트 사업부문이다. 당사는 단기적인 부진에도 불구하고 향후 호텔롯데의 업황을 긍정적으로 평가하고 있는데, 대부분의 매출이 면세점에서 발생하고 있기 때문이다. 앞서 언급했듯이, 면세점의 매출액 기여도는 약 83%이며 이익기여도는 더욱 높은 수준이다.

호텔롯데의 면세점 매출액은 2018년 5.3조원, 2019년 6.1조 원을 기록하였다. 호텔롯데의 면세사업부는 국내뿐만 아니라 해외에서도 공격적인 전략을 취하고 있다. 총 21개의 사업장을 운영하고 있으며, 해외사업장은 13개를 차지하고 있다. 국가별로 보면 괌, 일본(오사카, 동경), 인도네시아(자카르타), 베트남, 태국, 호주, 뉴질랜드 등이다. 주요 경쟁사와 비교할 때 해외사이트 확보에 집중하고 있다. 국내에는 총 8개의 사업장을 운영 중이며 서울 3개, 부산 1개, 제주 1개, 공항 면세점 3개를 운영하고 있다.

[그림47] 서비스 사업부 총 매출액



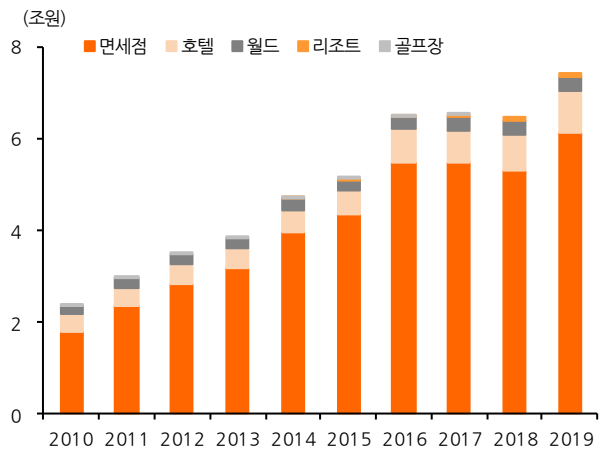
자료: 각사자료, 한화투자증권 리서치센터

국내 1위의 호텔 사업자
투자비용을 제외하면
의미있는 실적 개선

호텔롯데는 국내 1위 호텔사업자이기도 하다. 총 27개 호텔을 운영중에 있으며, 국내는 총 16개, 해외는 11개를 보유하고 있다. 여기에 리조트(월드/리조트 사업부문)까지 포함할 경우 총 30개의 숙박시설을 운영하고 있는 것이다. 2019년 호텔사업부 영업실적은 매출액 9,060억 원(전년동기간대비 +18.4%), 영업손실액 -392억 원(적자축소)을 달성하였다.

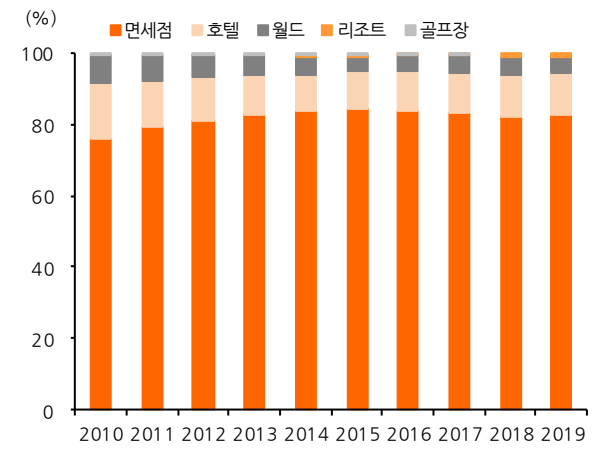
국내 업체중 1위 사업자 지위를 유지하고 있지만, 영업손실이 지속됨에 따라 전체적인 실적을 훼손하고 있다. 하지만, ▶ 점포수 확대에 따라 영업손실액 규모가 축소되고 있는 추세이고, ▶ 부진한 업황을 고려할 경우 실적 개선폭은 의미있는 것으로 판단하며, ▶ 현금흐름을 고려한 실적은 긍정적으로 분석한다.

[그림48] 호텔롯데 사업부문별 매출액 추이



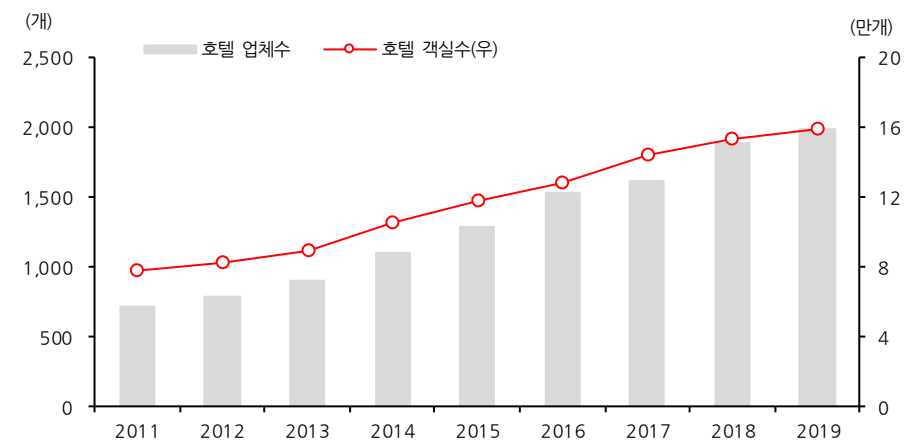
자료: 호텔롯데, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 호텔롯데 사업부문별 매출액 비중



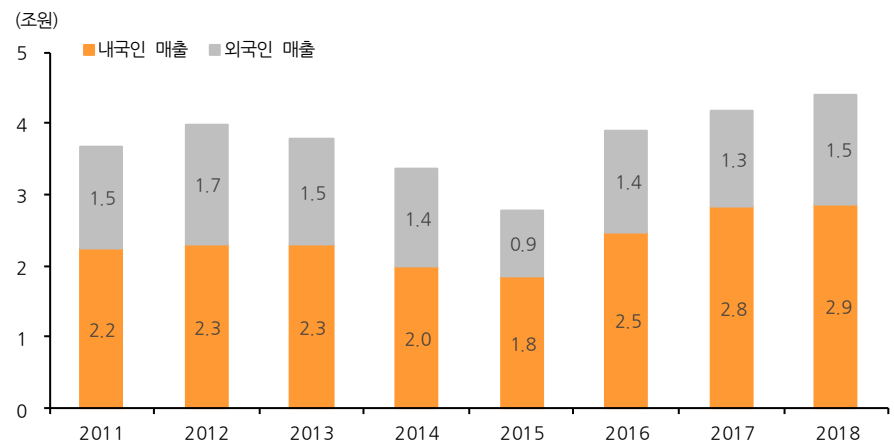
자료: 호텔롯데, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 연도별 호텔업 등록 현황



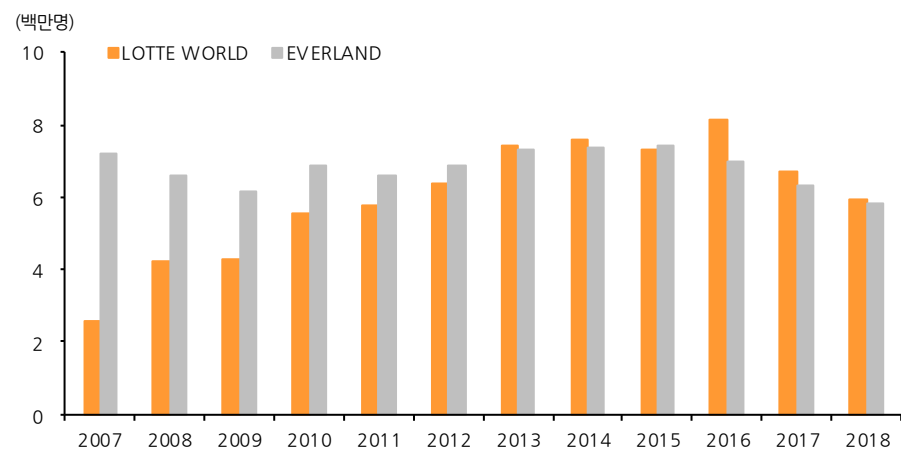
자료: 한국관광호텔업협회, 호텔롯데, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 연도별 호텔 내외국인 매출 추이



자료: 문화체육관광부, 한국관광호텔업협회, 호텔롯데, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 에버랜드 및 롯데월드 연간 방문객 수



자료: TEA/AECOM <Global Attractions Attendance Report>, 한화투자증권 리서치센터

롯데글로벌로지스: 택배 및 SCM, 글로벌 사업을 영위

2) 롯데글로벌로지스는 택배, 유통/창고, 운송, 포워딩 등 물류와 관련된 밸류체인을 구축한 회사이다. 세븐일레븐을 시작으로 롯데리아, 롯데마트, 롯데닷컴 등 그룹사 유통부문과 관련된 물류서비스를 기반으로 안정적인 매출액을 기록하였고, 이후 화학, 식품, 제조 부문 물류까지 관련 영역을 확대하였다.

2016년 현대로지스틱스를 인수하면서 택배사업(B2B, B2C) 경쟁력을 강화시켰고, 지난해 롯데글로벌로지스와 롯데로지스틱스를 합병하면서 롯데그룹 통합 물류사로 새롭게 출범하였다. 롯데글로벌로지스 사업구조는 크게 3가지로 택배, SCM, 글로벌로 구분되며, SCM은 3PL운송, 항만하역으로 재차 분류된다. 2019년 택배사업 매출액은 8,148억 원으로 매출액에 약 30.2%, SCM은 10,148억 원(37.6%), 글로벌사업부문은 8,683억 원(32.2%)을 차지하고 있다.

온라인 시장 성장에 따른
택배 사업 호황에도

롯데글로벌로지스 3개 사업부 매출 비중은 유사한 수준을 유지하고 있다. 다만, 영업이익의 경우 택배사업부는 적자, SCM과 글로벌은 각각 50%를 기록 중이다. 택배시장 업황은 호황을 누리고 있다. 2019년 택배시장은 전년대비 +9.9%를 성장하였고, 연간 택배 물량은 28억 개에 육박하였다. 이는 온라인시장 성장에 따른 효과가 반영되고 있기 때문이다.

높은 경쟁 수준으로 택배
사업부의 이익이 부진

다만, 경쟁체제는 더욱 심화되고 있는 것으로 판단한다. 그러한 이유는 1) 화주 기업 증가로 요구하는 서비스 수준이 높아지고 있고, 2) B2C 거래처 확대에 따른 객단가 하락과, 3) 택배인력 충원이 쉽지 않기 때문이다. 롯데글로벌로지스는 시장 확대를 대응키 위해 2015년 5월 동남권 물류단지를 오픈하였고, 2022년 중부권 허브터미널 오픈을 계획하고 있다. 증가하고 있는 물동량을 소화하고 경쟁사대비 차별적인 경쟁력을 구축하기 위한 투자로 해석한다.

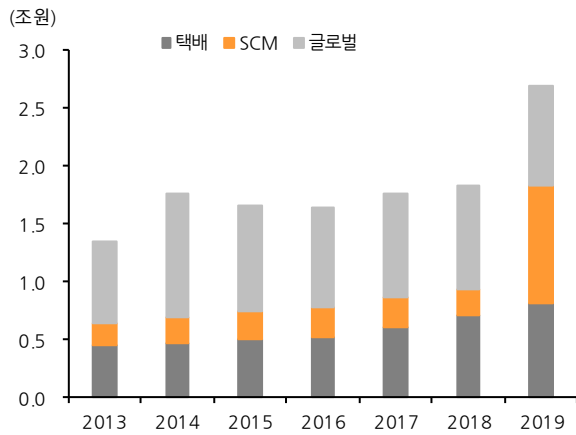
SCM 사업부
안정적인 매출액을 담당

SCM사업부는 3PL(The Third Party Logistics)과 항만운영상업으로 나누어진다. 3PL은 화주기업에 수배송, 창고보관, 유통가공, 수출입 운송 등의 물류서비스를 제공하는 것으로 화주의 물류 운영 개선 및 원가절감을 가능하게 한다. SCM은 높은 성장률을 지속하고 있는데 이는 B2B 물류거래처 확대와 신규 물류제품군 추가가 이루어졌기 때문이다. 항만운영상업의 국내 수출입 물량이 안정적이라는 점에서 고정 매출액을 달성하고 있다.

글로벌 사업부문
양질의 성장 전망

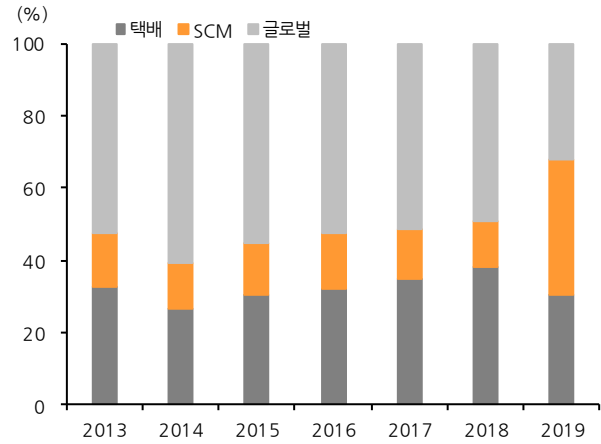
글로벌사업부문은 국내 기업들의 해외 진출 니즈에 따라 성장하고 있는 것으로 판단한다. 글로벌사업부문의 해당 지역의 양질의 물류서비스를 제공할 수 있고, 물류업체로의 아웃소싱 증가에 따라 고 성장세를 지속할 것으로 전망한다.

[그림53] 롯데글로벌로지스 사업부문별 매출액 추이



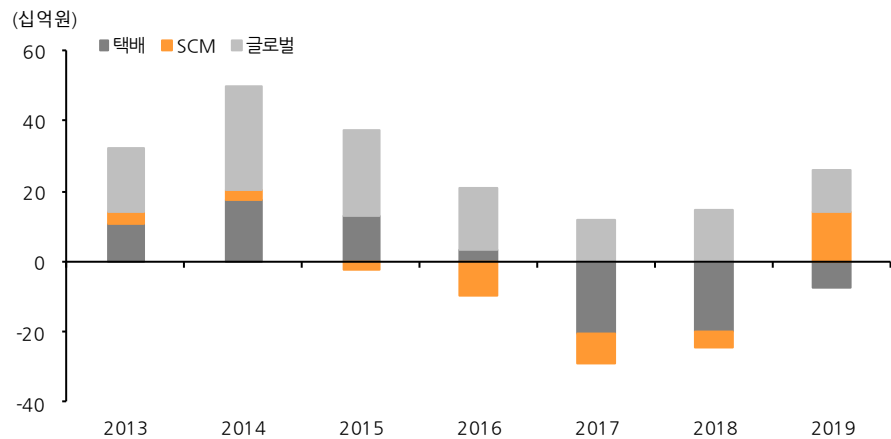
자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 롯데글로벌로지스 사업부문별 매출액 비중



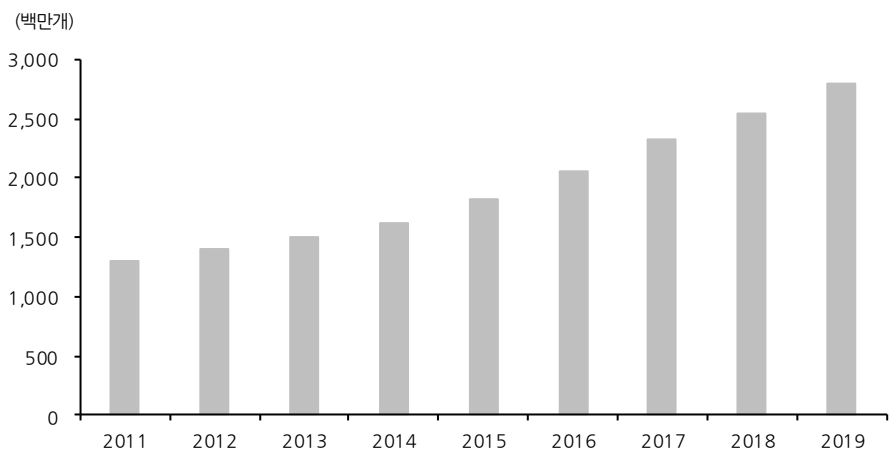
자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 롯데글로벌로지스 사업부문별 영업이익 추이



자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 연도별 택배 물류량



자료: 한국통합물류협회, 한화투자증권 리서치센터

IV. 롯데그룹에서 주목해야 할 포인트 5 가지

1. 오프라인 구조조정

» 롯데유통사업 본격적인 오프라인 구조조정 시작. 향후 약 30% 점포 축소

롯데그룹
본격적인 오프라인
구조조정 시작

롯데그룹의 가장 큰 변화 중 하나는 오프라인 역할 감소와 온라인 시장의 지배력 확대 가능성이다. 롯데쇼핑은 2019년 4분기 실적 발표에서 롯데유통사업부문에 대한 구조조정 계획을 밝혔다. 향후 3~5년간 약 700여개 매장 중 200개 점포를 폐점할 것으로 밝혔고, 신동빈 회장은 언론 인터뷰를 통해서 이를 뒷받침하였다.

롯데유통사업부문이 이러한 결정을 내린 이유는 무엇일까? 이는 영업실적에서 그 답을 찾을 수 있다. 롯데쇼핑은 2017년을 시작으로 3년 연속 당기순적자를 기록하였고, 영업이익도 2013년 영업이익 1조 1,845억 원에서 2019년 4,280억 원으로 약 64% 감소하였다.

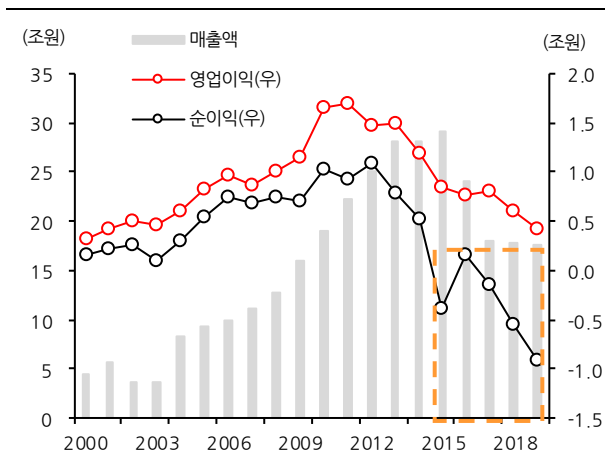
지주사로 전환되면서 코리아세븐 및 금융 사업부가 편입에서 제외된 영향이 있지만, 동시기 해외사업부 적자가 약 1,600억 원이라는 점을 고려할 때 주요 유통사업부 영업실적은 악화 추세로 판단한다.

오프라인 고정비 축소
필요성 증대

구조조정 계획을 진행하는 주된 목적은 오프라인 고정비 축소로 해석할 수 있다. 그렇게 추정하는 근거는 1) 점포당 이익창출 능력이 감소하고 있고, 2) 소비계층이 세분화되고 있어 오프라인 점유율이 구조적으로 하락할 가능성이 높으며, 3) 온라인채널 영역 확대를 통해 오프라인 기존 영역을 커버할 수 있기 때문이다.

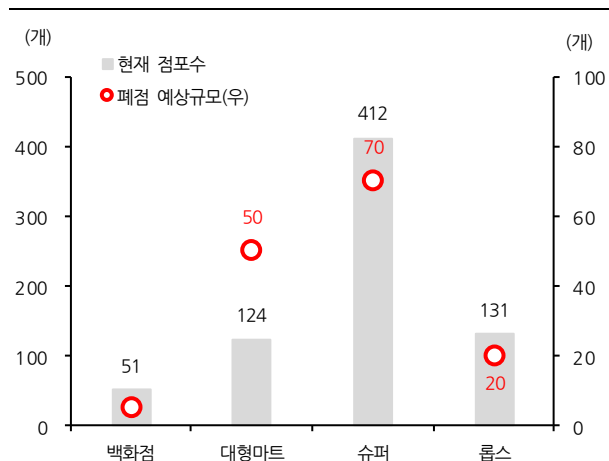
롯데 유통사업부문의 오프라인 구조조정 세부 계획은 현재까지 나와있진 않지만, 가장 큰 핵심은 백화점에서 할인점 그리고 SSM 등 영위하고 있는 모든 오프라인 매장수를 30% 줄인다는 계획이다. 그렇다면 여기서 30%라는 점포수 감소가 합리적일까? 이를 검증할 필요가 있다.

[그림57] 롯데쇼핑 영업실적 추이



자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 롯데쇼핑 점포 구조조정 계획



자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

>> 점포 축소 전략은 합리적일까?

국내 소매 시장에서 온라인 점유율은 1/3에 육박

국내소매유통 시장규모는 2019년 기준 473조원이다. 이 중 승용차 및 연료소매점 규모는 약 100조원으로 온라인으로 활발하게 판매되는 시장 규모는 373조 원으로 추정할 수 있다. 온라인시장규모는 2019년 기준 135조 원으로 국내소매유통 시장에서 차지하는 비중은 전체로 보면 약 28%, 온라인으로 구매가 가능한 시장 규모로만 추산하면 약 36%에 육박한다.

즉, 약 1/3 가량이 온라인으로 제품을 구매하고 있는 것이다. 일반적으로 대형마트의 적정 점포수는 인구 10만명당 1개 점포, 백화점은 50만명당 1개 점포로 추산한다. 소득수준 상승과 인플레이션으로 인해 동 수치가 정확하다고 보기는 어렵지만, 과거 기준으로 판단할 때 대형마트 국내 적정 점포수는 약 500개, 백화점은 약 100개로 분석한다.

2019년 기준 국내 빅3 대형마트 점포수는 423개, 빅5 백화점 점포수는 67개로 알려져 있다. 여기에 이랜드리테일 및 하나로마트 그리고 지역권 중소형 점포까지 합칠 경우 대형마트 국내 점포수는 521개로 적정 점포수를 상회하는 것으로 파악한다.

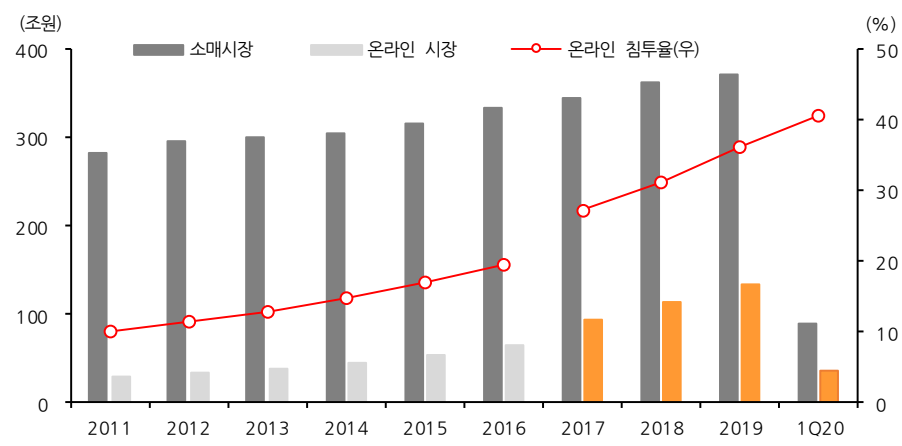
국내 백화점 및 대형마트 시장은 이미 포화상태

시장규모로 산정 해보자. 2019년 대형마트 시장규모는 약 32.4조원, 백화점은 약 30.4조원을 기록했다. 이를 기준으로 점포당 평균 매출액을 계산해보면 대형마트는 약 622억원, 백화점(백화점 104개) 점포당 평균 매출액은 2,923억 원으로 계산된다.

여기에 복합쇼핑몰 및 프리미엄 아울렛까지 포함시킬 경우 관련 일평균 매출액은 더욱 하락할 가능성이 높다. 물론, 동 시장은 나누어지는 것으로도 볼 수 있지만, 의류 및 패션잡화를 주력으로 하는 판매시설이라는 점에서 관련 시장은 동일한 범주로 분류하는게 합리적일 것이다.

아울렛 시장은 약 9조원으로 이를 기반으로 보면 점포당 평균 매출액은 약 1,582억 원으로 판단된다. 일반적으로 대형마트 적정 매출액 수준은 약 700억 원, 백화점 3,000억 원 수준에 이르러야 사업성을 가질 수 있다.

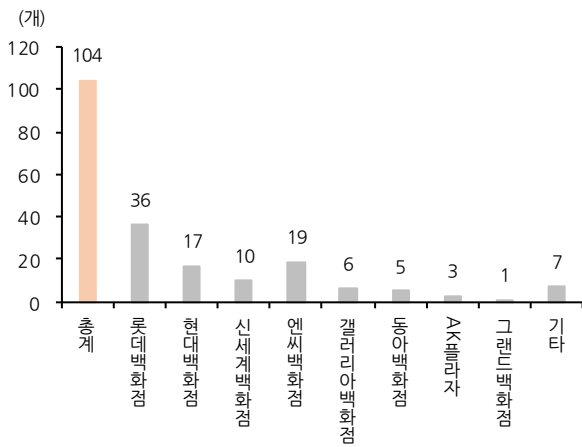
[그림59] 소매시장 내 온라인 침투율



주: 2017년부터 통계 기준 변경 효과 반영 / 소매시장은 연료 판매점 제외한 수치

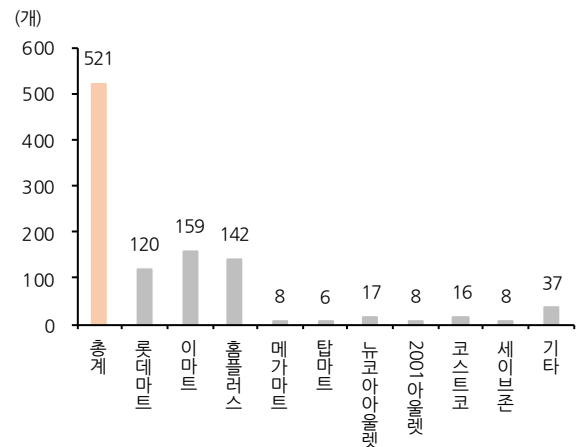
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 2019년 전체 백화점 점포 수



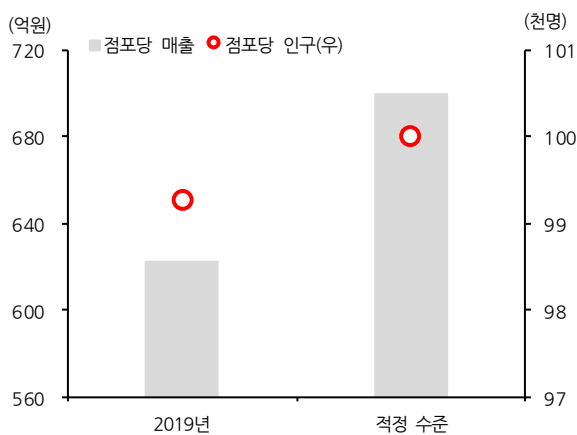
자료: 한국체인스토어협회 <리테일매거진>, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 2019년 전체 대형마트 점포 수



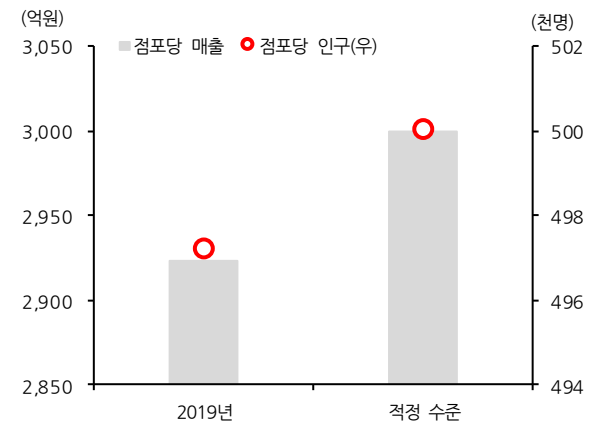
자료: 한국체인스토어협회 <리테일매거진>, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 2019년 백화점 점포당 인구 및 매출



자료: 한국체인스토어협회 <리테일매거진>, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 2019년 대형마트 점포당 인구 및 매출



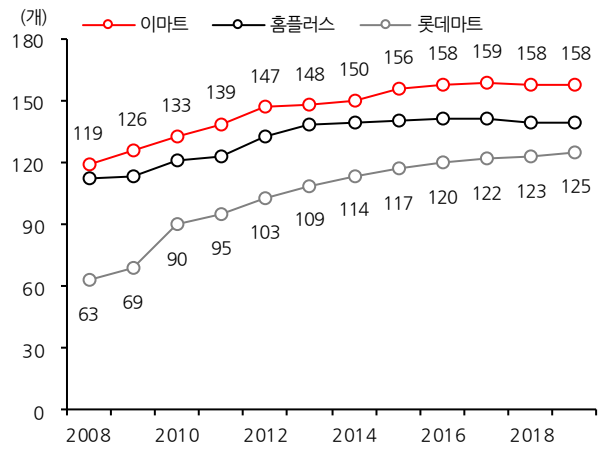
자료: 한국체인스토어협회 <리테일매거진>, 한화투자증권 리서치센터

위의 기준으로 보았을 때
점포수 조정은
합리적이라고 판단

앞서 언급한 두가지 기준을 가지고 판단할 때 점포수 감소는 필요하다는 의견에 동의한다. 여기에 온라인 침투율이 30% 수준이라는 점을 고려하면 전체 시장에서 오프라인 매장의 약 30% 이상이 과잉점포로 해석할 수 있다. 물론, 노무비 및 기타비용이 증가하지 않고, 기존점 성장이 이루어질 경우 감가상각이 종료된 점포의 경우 안정적인 실적 창출이 가능할 수 있다.

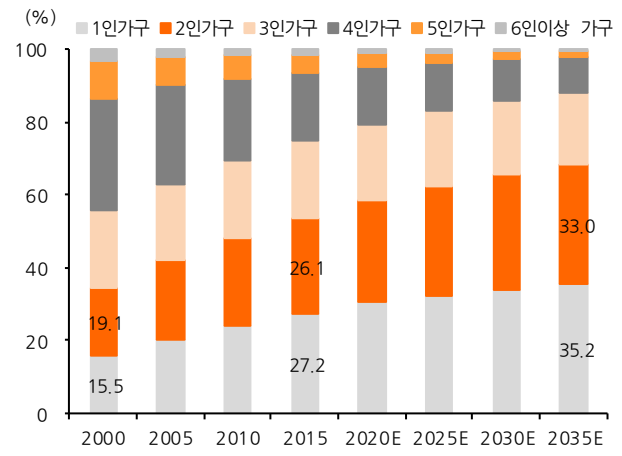
하지만, 고정비 증가를 제한시키기에는 한계가 있고, 소비둔화에 따른 기존점포 매출이 감소하는 상황에서 이를 기대하기란 쉽지 않은 상황이다. 이에 롯데유통그룹에서 밝히는 30% 수준의 점포망 축소는 합리적이라는 판단이 든다.

[그림64] 국내 주요 대형마트 점포 수 추이



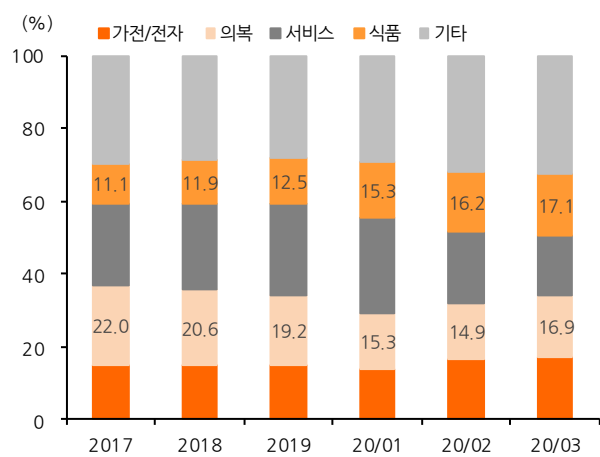
자료: 이마트, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 국내 가구 중 1,2인 가구 비중 전망



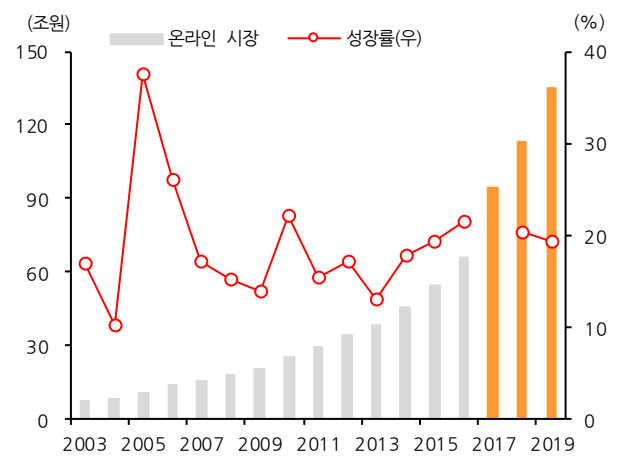
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 온라인쇼핑 거래액 중 식품 비중



주: 식품은 음식료품+농축수산물, 가전/전자 및 의복 역시 관련 카테고리 취합 결과
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 온라인 시장 규모 및 성장률 추이



주: 2017년부터 통계 기준 변경 효과 반영
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

» 구조조정 방안이 합리적인 이유 2 가지

높아지는 온라인 침투율
하에서 경쟁력 약화를
최소화 할 필요 있음

장기적으로 놓고 보면 온라인 침투율은 더욱 증가할 가능성이 높다. 이에 장기적인 관점에서 점포망 조정이 추가적으로 이루어져 한다는 의견을 낼수도 있다. 당사에서 판단 하기에 이의 합리적인 부분으로 보고 있다. 그럼에도 불구하고 현재 제안한 구조조정 방안이 합리적인 이유는 무엇일까? 이는 2가지 이유로 생각한다.

첫째, 단기적으로 매입력 감소에 따른 구매경쟁력 약화를 최소화해야한다. 유통그룹입장에서 온라인 채널 비중이 의미있게 증가하기 전까지 매입력 및 시장지배력을 유지시킬 필요가 있다. 특히, 식품부문에 있어 ▶ 매입경쟁력 및 ▶ 상품보관기능, ▶ 제조사와의 협상력, ▶ 재고자산 관리를 위해서는 오프라인 채널 보유가 반드시 필요한 부분이다.

이러한 부분을 고려하지 않고, 온라인 침투율 증가 영향을 고려해 오프라인 매장을 축소시킬 경우 본질적인 경쟁력 훼손이 발생할 수 있다. 또한, 온라인 시장이 직접매입을 통해 경쟁력 확대가 커지는 기업들 점유율이 증가하고 있는 만큼 점진적인 점포망 축소가 합리적이라 판단한다.

옴니채널을 기반으로 기존
인프라의 경쟁력 부각 가능

둘째, 옴니채널을 기반으로 경쟁력 확대를 모색하고 있다는 점이다. 롯데유통부문은 온라인시장에서 경쟁력 확대를 위해 온라인과 오프라인을 연계한 옴니채널 구축에 집중하고 있다. 옴니채널을 구축하기 위해서는 제품을 수령할 수 있는 Pick Up Center가 반드시 필요한데, 신규 인프라가 아닌 기존 매장을 활용함으로써 경쟁력을 구축할 수 있다는 장점을 가진다. 이를 구축하기 위해서는 전국 및 지역기반 유통망을 가지고 있어야 한다. 이에 오프라인 매장의 적정수준을 유지하는 것이 무엇보다 중요하다.

» 구조조정에 따라 오프라인 기여도 감소 불가피

유통 그룹 기여도는
구조조정에 따라
외형 축소 불가피

롯데유통그룹 영업실적은 당분간 개선되기 쉽지 않을 전망이다. 오프라인 점포 폐점 계획에 따라 구조적인 실적 감소는 불가피할 것으로 예상된다. 현재 관련 점포 및 구체적인 계획이 나와있지 않아 정확한 추정을 하기란 쉽지 않다. 하지만, 시나리오별로 약 5년 안에 점포수 감소가 이루어진다는 가정하에 총매출 감소를 계산해보면, 롯데마트의 경우 약 -41.3%의 외형축소가 불가피할 전망이다. 여기에는 해외사업부 성장을 고려하지 못하였기 때문에 실질적인 감소분은 이보다 적을 것으로 보는 것이 합리적일 것이다.

롯데백화점 사업부문의 타격은 롯데마트에 비해서는 크지 않을 것으로 예상된다. 2024년 기준으로 보면 외형매출액은 -11.4% 감소할 것으로 추정한다. 그렇게 판단하는 이유는 1) 상대적으로 구조조정 점포수가 많지 않을 것으로 예상되고, 2) 온라인 시장 확대에 따른 잠식효과가 상대적으로 낮을 것으로 판단되기 때문이다.

그룹사와 동일한 구조조정이
진행될 경우 롯데하이마트
역시 마찬가지로

롯데하이마트도 매출액 축소도 피할 수 없을 것으로 예상된다. 현재까지 구체적인 계획을 알수는 없지만 그룹사와 동일한 수준의 구조조정을 시행할 경우 매출액 감소분은 -14%에 달할 것으로 추정한다. 롯데하이마트 역시 점포수 감소는 피할 수 없을 것으로 보여진다.

온라인 중심의 가전 시장
재편 가속화 전망

그러한 이유는 1) 그룹사 유통망 축소에 따라 롯데마트 입점 점포 감소가 이루어질 수밖에 없고, 2) 온라인 시장으로 가전시장이 빠르게 재편되는 가운데 기존 사업모델로 점유율 유지가 어렵기 때문이다.

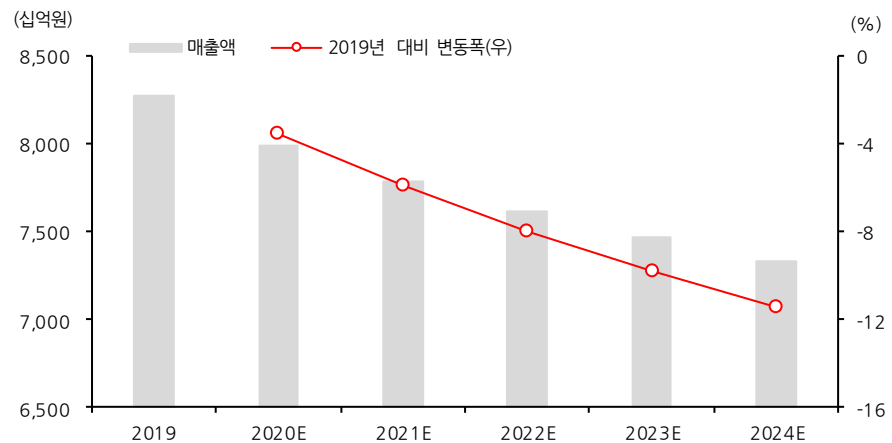
오프라인 출점을 통한
전략을 한계에 봉착

롯데하이마트의 2019년 온라인가전시장 점유율은 2.4%에 불과하다. 동 시기 전체 가전 시장 점유율이 약 9.0% 수준이라는 점에서 상대적으로 경쟁력이 약한 것이다. 추세를 보면 온라인가전시장 점유율은 2017년 2%에서 2019년 2.4%로 오프라인 점유율은 12.8%에서 14.5%로 상승하였다. 표면적으로만 보면 오프라인 경쟁력 확대로 해석할 수 있다. 하지만, 이는 ▶ 온라인시장 확대에 적극적으로 대응하지 못하였고, ▶ 오프라인 출점을 통한 성장 전략을 고수하였던 것이 원인으로 작용하였기 때문이다.

외형 기여도 감소에도
장기적으로 수익성 개선은
이루어질 전망

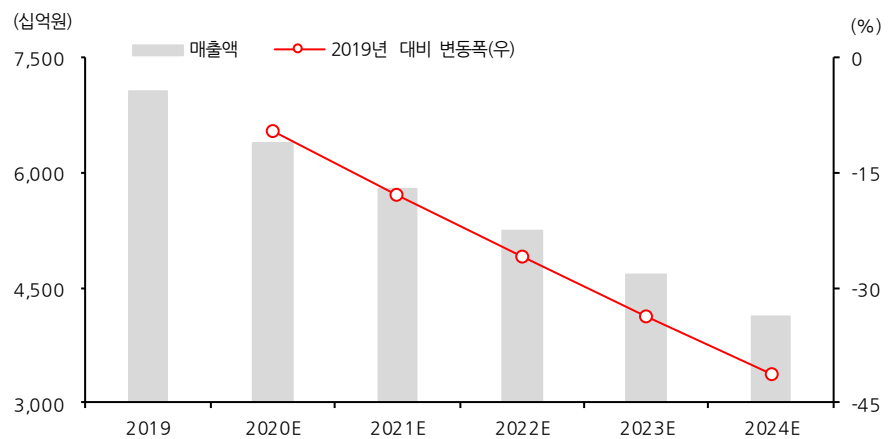
롯데유통그룹 주요 사업부 구조조정에 따라 외형기여도 감소는 불가피할 가능성이 높다. 하지만, ① 주요 오프라인 구조조정이 적자점포 위주로 진행될 가능성이 높고, ② 고정비 감소에 따라 장기적으로 수익성 개선은 가능할 것으로 전망한다.

[그림68] 롯데백화점 매출액 감소 추정



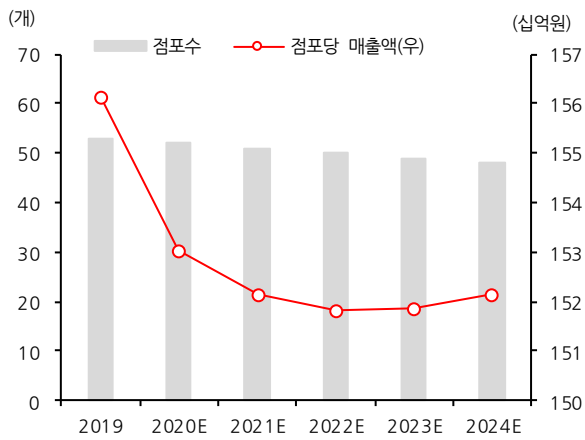
자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 롯데마트 매출액 감소 추정



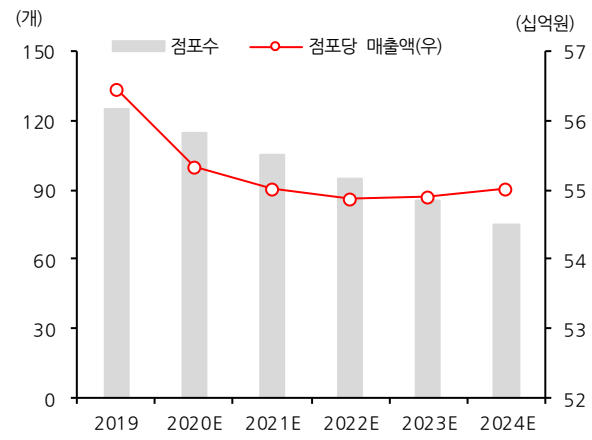
자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 롯데백화점 점포 수 및 점포당 매출액 전망



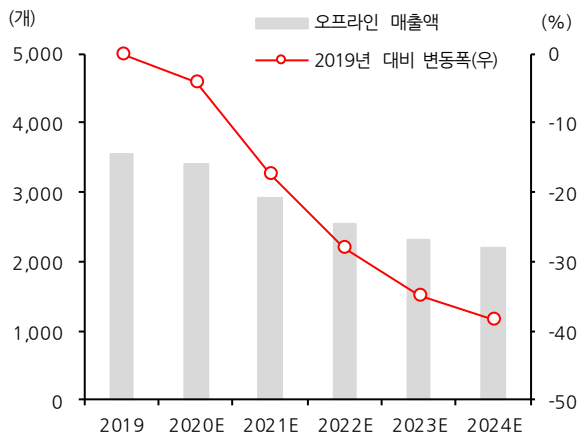
자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 롯데마트 점포 수 및 점포당 매출액 전망



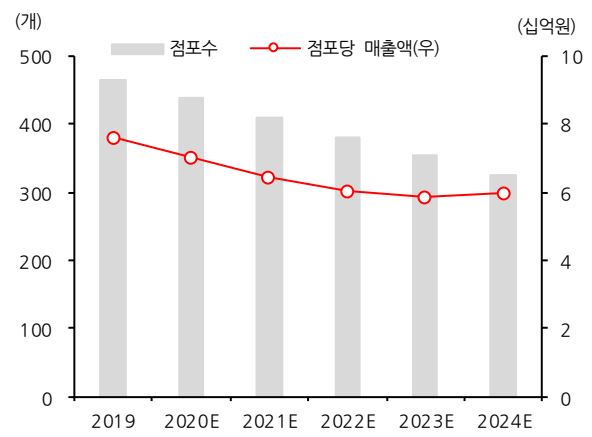
자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 롯데하이마트 오프라인 매출액 감소 추정



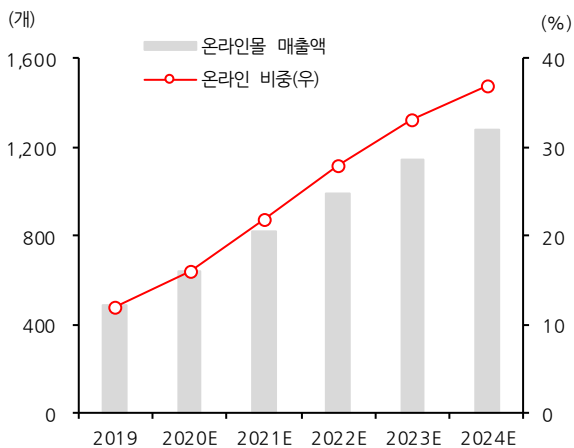
자료: 롯데하이마트, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 롯데하이마트 점포 수 및 점포당 매출액 전망



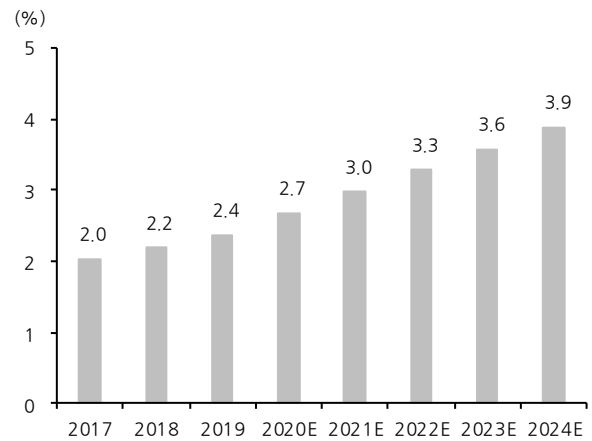
자료: 롯데하이마트, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 롯데하이마트 온라인 매출 및 온라인 비중 추정



자료: 롯데하이마트, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 온라인 가전 시장 중 롯데하이마트 온라인 점유율 전망



자료: 롯데하이마트, 한화투자증권 리서치센터

2. ‘롯데온’ 온라인 시장 반격의 서막

» 그룹사 온라인 통합을 진행

그룹사 온라인 사업부
단순 통합으로는 경쟁력을
발휘하기 어려울 것

롯데그룹은 계열사 온라인을 통합하는 작업을 진행 중이다. 롯데그룹은 ‘롯데온’을 출범시켜 유통온라인 사업부 역량을 집중하고, 기존 고객층 트래픽을 집중시켜 점유율을 상승시킨다는 계획이다. 롯데가 보유하고 있는 고객 데이터는 3,900만명으로 이를 통합시켜 편익을 도모하고, 상품군 취합을 통해 차별적인 서비스를 제공한다는 계획이다.

일부에서는 롯데그룹의 온라인 사업부 전략의 성공 가능성을 낮게 점치고 있다. 그러한 이유는 1) 경쟁업체 대비 낮은 대응이라 실효성을 가지기 어렵고, 2) 단순 통합작업이 경쟁력을 구축하기란 어려울 것이라는 전망이다. 당사에서도 단순한 통합작업이 가지는 효과는 제한적이라는 의견에는 동의한다. 하지만, 롯데그룹의 온라인 사업부 전략은 단순히 통합작업에서 끝나지 않을 것으로 판단한다.

현재까지 알려진바에 따르면 롯데백화점, 롯데마트, 롯데슈퍼, 롯데닷컴 등 주요 유통온라인 채널이 통합된 것으로 파악한다. 롯데하이마트와 롯데면세점은 별도의 조직으로 운영된다는 계획이며 2023년까지 취급고 20조원을 달성한다는 목표를 세웠다.

» 오픈마켓과 직매입 모델 결합

오픈마켓과 기존 직매입
모델의 결합을 통한 차별성
확보가 필요

‘롯데온’의 경쟁력은 차별적인 모델로 경쟁력을 확보할 것으로 판단한다. 오픈마켓 모델과 기존 직매입 모델과의 결합이다. 기존 오프라인 업체들의 경우 온라인 채널을 강화하면서 자체 상품만을 판매하는 구조를 구축하고 있다.

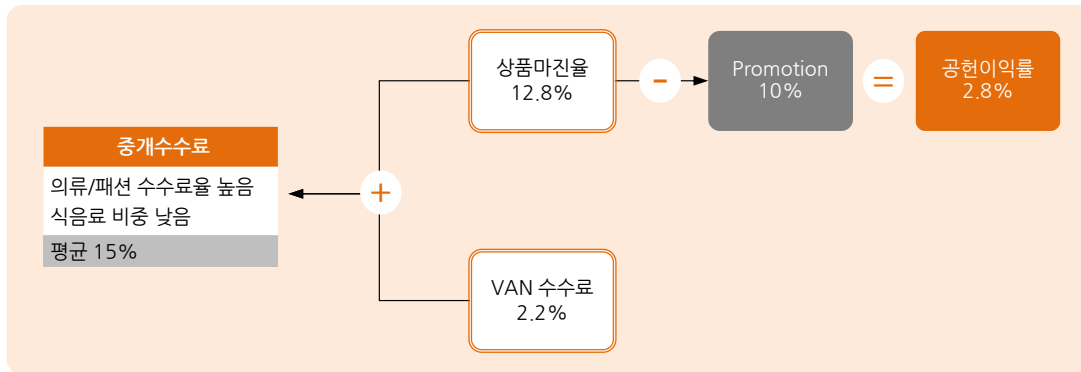
‘롯데온’은 오픈마켓과 직매입 모델 결합을 통해 오픈마켓과 직매입이 가지고 있는 장점을 활용할 것으로 판단한다. 롯데유통그룹은 이미 3,900만명에 달하는 고객 데이터를 보유하고 있고, 물류 및 관련 인프라 투자가 기 구축되어 있다는 점에서 경쟁력 확보는 더욱 빠르게 진행될 가능성이 높다.

직매입 장점은 ▶ 통제 가능한 제품군들을 판매함으로써 경쟁업체 대비 소비자 신뢰도를 높일 수 있고, ▶ 대부분 제품이 장바구니 기능을 적용할 수 있으며, ▶ 오프라인과의 매입력 통합을 통해 시너지 창출이 가능하다는 장점을 가질 수 있다.

또한, 오픈마켓 도입을 통해 ▶ 취급품목수를 공격적으로 확대시킬 수 있고, ▶ SKU증가에 따른 재고보유 비용 부담이 크지 않다는 장점을 가진다. 두 가지 장점을 구축하기란 상당히 어려운게 사실이다.

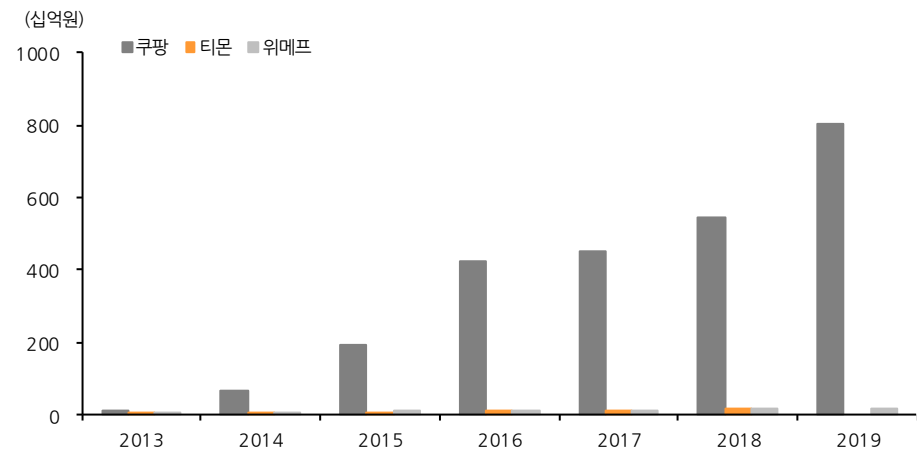
하지만, 롯데유통그룹은 시장 선점을 위해서 공격적인 전략을 수행할 가능성이 높다. 아니 그래야 할 것이다.

[그림76] 주요 소셜커머스 중개수수료 사업구조 요약



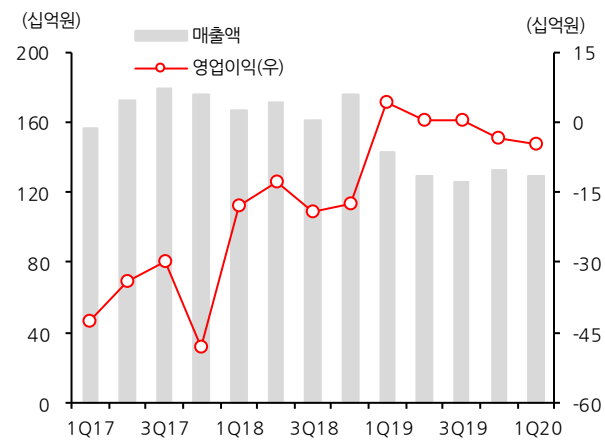
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 쿠팡, 티몬, 위메프의 유형자산 추이



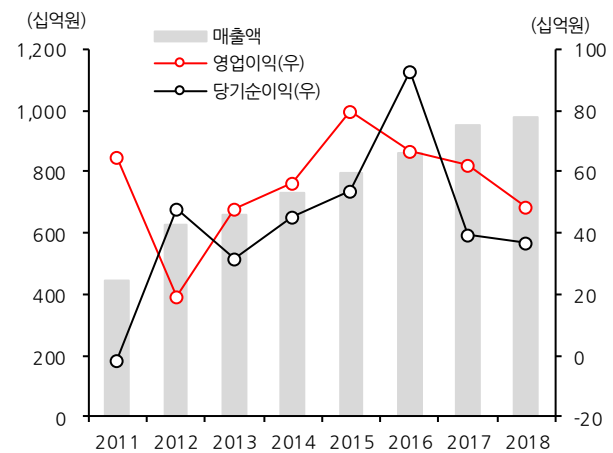
주: 쿠팡은 유형자산+감가상각누계액 합산 기준
자료: 각사자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 11 번가 영업실적 추이



자료: SK텔레콤, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 이베이코리아 영업실적 추이



주: 2019년 실적은 미공시

자료: 이베이코리아, 한화투자증권 리서치센터

>> 옴니채널 구축 = 가격에 대한 우위와 배송 서비스 강화

옴니 채널 성공을 위한
필수 조건은 2가지

오프라인과 연계한 옴니채널 강화에 집중할 것으로 예상된다. 옴니채널은 온라인과 오프라인을 연계해 상품을 구매하는 방식을 말한다. 즉, Offline to Online 혹은 Online to Offline를 표방하며 온라인에서 상품을 구매하여 오프라인에서 수령하거나, 오프라인 매장에서 온라인으로 제품을 구매하는 형태이다.

롯데그룹은 온라인 경쟁력을 키우는 가장 큰 축의 하나로 옴니채널 구축을 지속적으로 밝히고 있다. 그렇다면 어떤 부분이 경쟁력을 확대시켜줄 수 있을까? 당사에서는 크게 2가지로 판단하고 있다.

오프라인 매장을 통한
가격경쟁력 확보

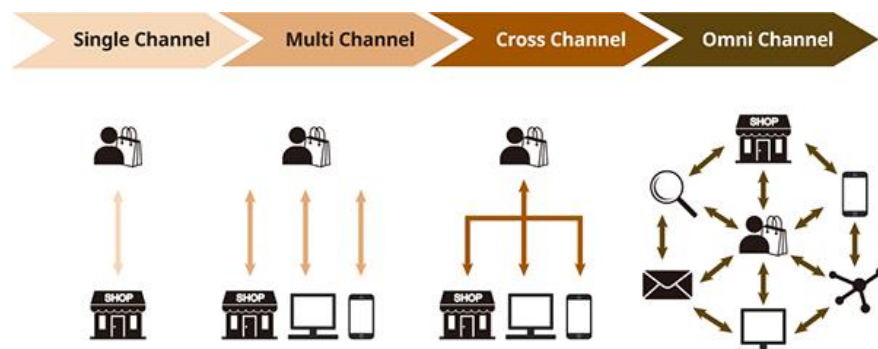
첫째, 가격 경쟁력 확보이다. 옴니채널을 구축할 경우 가격경쟁력 구축이 가능한 이유는 1) 온라인에서 발생하는 B2B 택배물류 비용이 발생하지 않고, 2) 오프라인 매장 디스플레이 공간 활용이 가능하며, 3) 오프라인 매장을 보유하고 있어 규모의 경제를 실현하는데 있어 한층 더 유리하기 때문이다. 정확하게는 소비자에게 다양한 제품가격을 제시함에 따라 선택의 폭을 넓혀주는 것이다.

물류 효율화를 통해
온라인과 지역 거점의
유기적 연계 구축

둘째, 물류에 대한 효율성을 구축할 수 있다. 주요 유통업체들은 옴니채널을 적용하는 동시에 소비자의 편의성 즉, 배송까지 이루어지는 편의성을 더욱 제공할 수 있다. 오프라인 매장을 소형물류센터로 활용함으로써 시간 및 공간의 제약을 개선시킬 수 있고, 소비자에게 더욱 경쟁력있는 배송 서비스를 제공할 수 있기 때문이다.

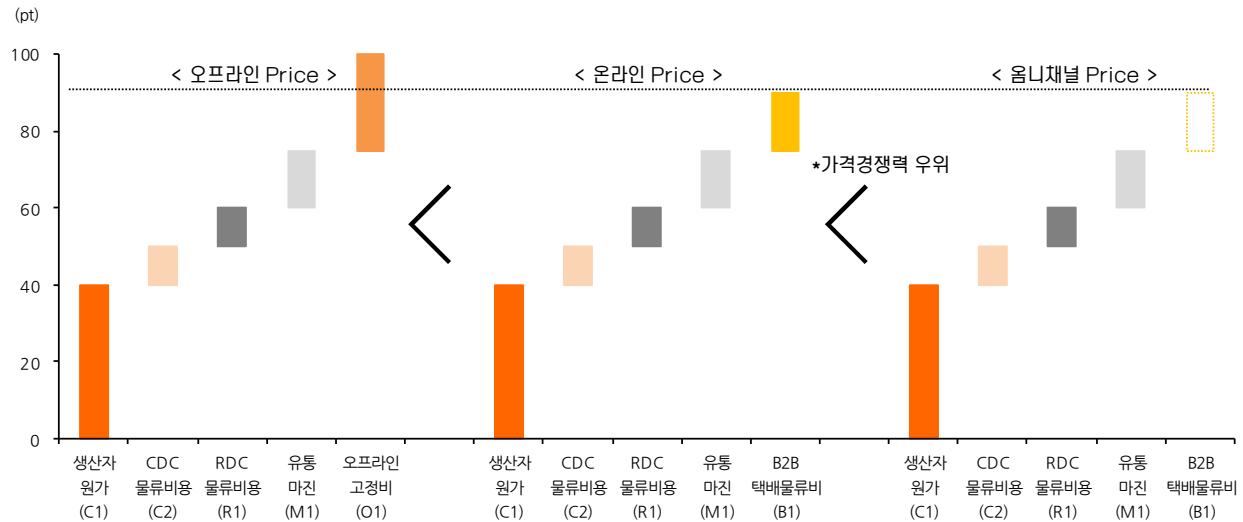
국내시장이 배송 편의성도 중요해지고 있다는 점에서 온라인과 지역거점(오프라인 매장)을 동시에 활용할 수 있는 옴니채널은 경쟁력을 가질 수 있을 전망이다.

[그림80] 옴니채널 이미지



자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 간선비용 감소로 온/오프 연계로 비즈니스 모델 경쟁력 구축



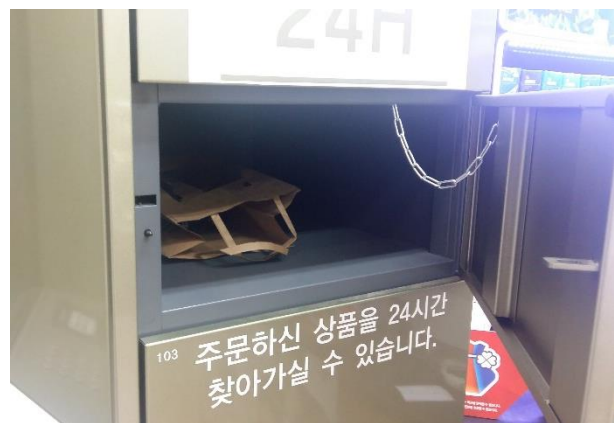
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 롯데슈퍼 스마트픽 서비스



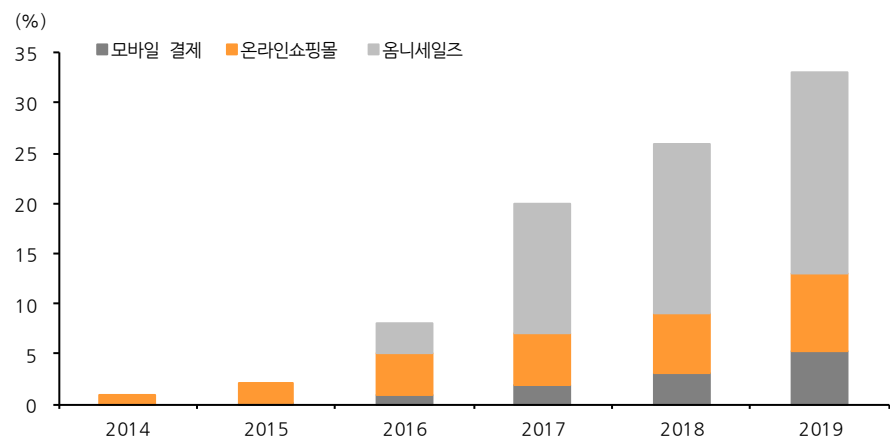
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 세븐일레븐 스마트픽 픽업 락커



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 롯데하이마트 옴니채널 매출 비중



자료: 롯데하이마트, 한화투자증권 리서치센터

3. 롯데글로벌로지스 역할 부각

>> 롯데글로벌로지는 롯데그룹의 핵심 물류회사

롯데글로벌로지는 롯데그룹의 종합물류회사

롯데온 출범으로 그룹내에서 롯데글로벌로지의 역할이 더욱 부각될 전망이다. 롯데글로벌로지는 롯데그룹의 종합 물류회사로 1) 택배사업, 2) SCM사업, 3) 글로벌 사업부를 통해 국내외 육상·해운·항공특송 물류업을 영위하고 있다. 현재의 롯데글로벌로지의 전신은 기존 롯데그룹의 2PL 물류회사인 롯데로지스틱스와 현대그룹에서 인수한 택배회사인 현대로지스틱스다.

기존 그룹물류사인 롯데로지스틱스와 현대그룹에서 인수한 현대로지스틱스가 전신

롯데로지스틱스는 1996년 롯데그룹 최초의 물류회사로 설립되었는데, 세븐일레븐을 시작으로 롯데리아, 롯데마트, 롯데닷컴, 롯데슈퍼 등의 계열사의 물류서비스를 수행하며 입지를 확대해왔다. 1990년대 중반은 편의점과 마트 등 새로운 유통형태의 사업이 등장하면서 물류서비스의 강화가 곧 유통경쟁력으로 이어지는 시기였다.

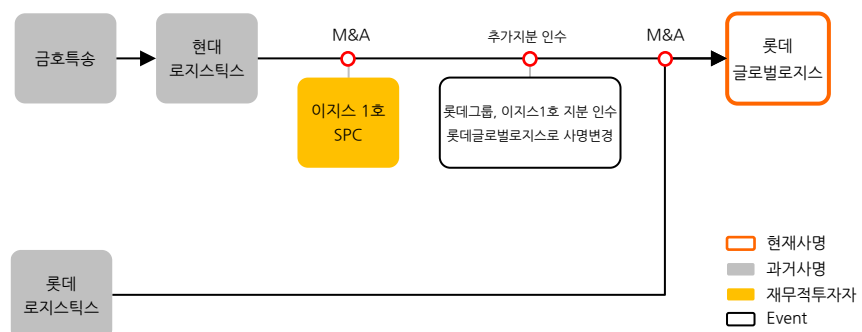
2009년부터는 3PL(삼자물류) 시장에 진출했고, 물류기업의 경쟁력을 강화하기 위해 2010년 이천물류센터 인수와 김포 온라인센터를 구축하는 등 인프라투자를 집행했다. 동시에 2009년 중국 법인 설립을 시작으로 2010년 인도네시아, 2015년 베트남, 2016년 카자흐스탄에 해외 거점을 마련하면서 해외진출도 추진해 나갔다.

그룹내 물류에서 3PL까지 시장을 넓힌 롯데로지스틱스가 종합물류기업이 되기 위해서는 택배, 항만하역, 국제특송 등으로 사업영역을 넓힐 필요가 있었다. 마침 2014년 현대그룹이 유동성 위기를 겪으면서 자구계획의 일환으로 택배를 주요사업으로하는 현대로지스틱 매각을 발표하면서 2014년 롯데그룹이 인수하게 된다.

두 회사를 2019년 합병 통합 법인으로 재탄생

당초 일본계 사모펀드(PEF) 오릭스와 롯데그룹이 SPC를 만들어 인수했다가 2016년 롯데 8개 계열사가 오릭스의 지분을 모두 인수하며 롯데그룹으로 온전히 편입되었다. 롯데그룹은 현대로지스틱스 인수 후 사명을 롯데글로벌로지스로 변경했고, 2019년 3월에는 기존 롯데그룹의 물류회사인 롯데로지스틱스와 합병하면서 통합 롯데글로벌로지스로 재탄생했다.

[그림85] 롯데글로벌로지의 전신은 현대로지스틱스와 롯데로지스틱스



두개회사를 한 곳으로
통합할 필요성 부족

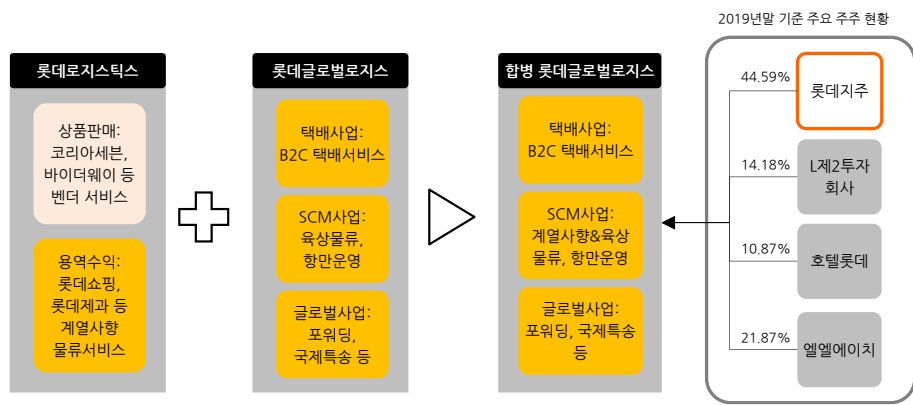
롯데그룹은 두개로 나누어진 물류 역량과 투자를 한곳으로 집중시킬 수 있도록 그룹내 물류계열 구조를 통합할 필요가 있었다. 개별기업 측면에서도 비용효율화, 규모의 경제 효과를 기대해볼 수 있었고, 무엇보다 그룹차원에서 '롯데온' 출범 후 발생할 캡티브 물동량을 롯데글로벌로지스가 소화해 낼 필요가 있었기 때문이다.

합병과정에서 롯데로지스틱스가 기존에 영위하고 있던 상품판매사업을 중단하면서 온전한 종합물류기업이 되었으며, 합병 후 롯데글로벌로지스의 주요주주는 롯데지주(44.59%), 엘엘에이치(21.87%), L제2투자회사(14.18%), 호텔롯데(10.87%) 등으로 구성되어 있다. 현재 롯데택배는 서울 장지동에 위치한 동남권 물류단지를 비롯해 전국 주요지역에 15개의 터미널과 40개의 집배센터, 800여개의 대리점을 보유하고 있다.

통합 이후 물류사업
턴어라운드
향후 택배실적
개선에 집중

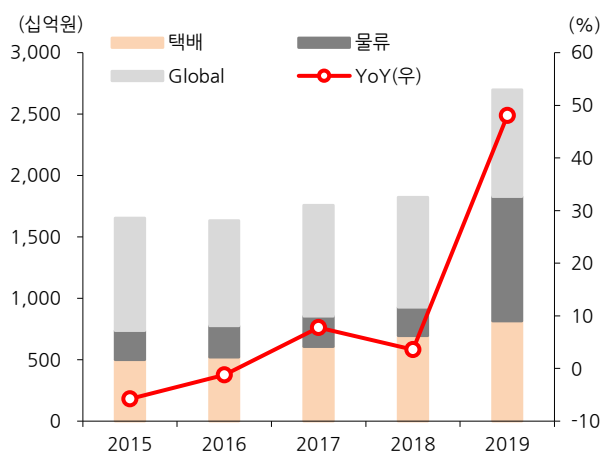
2019년 기준 통합법인 매출액은 2.7조원, 영업이익은 187억원 규모이다. 롯데그룹에 인수되기 전 물류사업부는 적자를 기록했으나, 인수 이후 계열사 물량수주 및 비용효율화 등이 진행되면서 2019년 턴어라운드에 성공했다. 그동안 물류사업의 턴어라운드에 집중하는 것으로 판단되는만큼, 이제는 택배사업의 턴어라운드에 주력할 차례다.

[그림86] 롯데글로벌로지스와 롯데로지스틱스의 합병



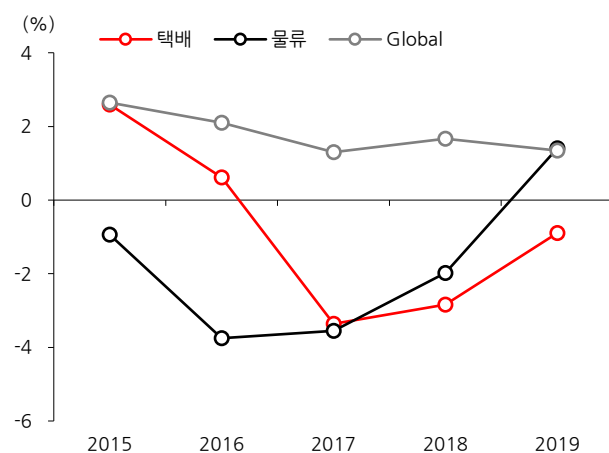
주: 롯데로지스틱스의 상품판매사업은 글로벌로지스와 합병하면서 중단
자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 롯데글로벌로지스 매출액 추이



자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 롯데글로벌로지스 사업부별 영업이익률 추이



자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터

» 롯데온 출범으로 계열사 물량은 연평균 30% 성장 전망

롯데온 취급매출
2023년 20조원 목표

롯데그룹은 2023년까지 롯데온 취급매출액 20조원을 달성하겠다고 밝혔다. 이는 2018년 6.3조원대비 3배 이상 증가한 규모다. 롯데온 매출규모가 20조원 규모로 성장하면 그룹 내 택배물동량은 얼마나 증가할 수 있을까?

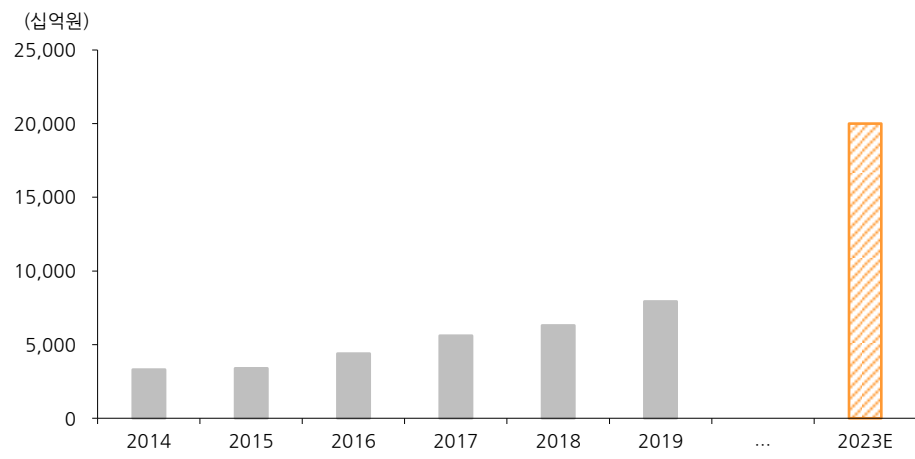
쿠팡의 사례를 볼 때
취급매출 10억원 당
5.9만박스의
물량 발생 추정

현재 온라인 플랫폼과 물류서비스를 수직계열화 시킨 쿠팡의 사례를 살펴보자. 2019년 쿠팡의 취급고매출은 14.3조원, 일 처리물량은 270만박스 수준으로 알려져있다. 연간 영업일수를 312일로 가정해볼 때 쿠팡의 연간 배송물량은 약 8.4억박스 수준이며, 취급고 매출액 십억원당 5.9만박스의 물동량이 발생하는 것으로 추정된다.

롯데그룹의 2023년
물동량은 연평균 30%
성장한 11.8억박스 전망

2019년 롯데그룹 온라인 매출규모 7조원에 적용해보면 그룹 택배물동량은 약 4.1억박스로 추정된다. 2019년 롯데글로벌로지스의 택배물동량이 3.88억박스인 점을 고려하면 합리적인 수준으로 판단된다. 2023년 취급고매출 규모가 20조원을 달성한다면 그룹 내 택배물동량은 약 11.8억박스로 연평균 30% 성장할 전망이다. 순증 기준으로는 7.7억박스의 신규 물동량이 창출되는 셈이다.

[그림89] 롯데그룹 온라인 취급액 추이 및 계획



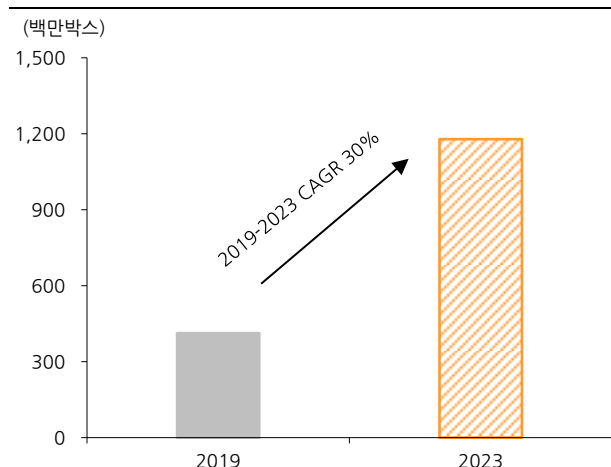
자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 롯데그룹 물동량 추정

구분	쿠팡	'19년 롯데	'23년 롯데
매출액(십억원)	14,300	7,000	20,000
연간물량(만박스)	84,240	41,236	117,818
영업일수	312	312	312
일물량(만박스/일)	261	128	365
매출당 박스(만박스/십억원)	5.9	5.9	5.9

자료: 언론보도 참고, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림90] 19년 vs 23년 롯데그룹 처리물동량 비교 및 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

늘어나는 물동량에 맞춰
투자를 확대하는 중

롯데글로벌로지스는 매년 10%에 가까운 성장이 전망되는 택배시장 성장에 대응하고 롯데온 출범에 따라 늘어날 것으로 예상되는 캡티브 물동량에 발맞춰 광명, 진천, 여주 등에 물류센터 투자를 확대하고 있다. 특히 3,000억원을 투자해 2022년까지 진천에 메가허브터미널을 구축한다는 계획이다.

진천 허브터미널 완공시
일 65만박스의 처리능력
확대 기대

지상 3층, 연면적 5만평 규모로 건설될 진천 허브터미널은 일 65만박스의 처리능력으로 설계되었으며 1, 2층엔 택배터미널, 3층에는 대규모 물류창고가 들어갈 계획이다. 그동안 롯데글로벌로지스는 허브물류센터의 부재로 Point-to-point 방식의 운영을 해왔는데, 진천 허브물류센터가 완공되면 기존 수도권 지방에서 나눠 처리하던 물량을 진천 터미널에 집중시켜 경쟁사와 같은 Hub-and-spoke 방식으로 운영이 가능해질 전망이다.

이를 통해 처리능력 확대뿐만 아니라 규모의 경제 효과를 얻어낼 수 있을 것으로 판단된다. 진천 허브물류센터 완공 후 지방에 위치한 지역터미널은 통폐합을 시킬 계획이며, 추가적으로 광명물류센터, 여주의류통합물류센터 투자 등을 통해 지속적으로 비용효율화를 추진해 나갈 전망이다.

[표10] 롯데글로벌로지스 주요 투자 계획

구분	진천 메가허브터미널	광명물류센터	여주의류통합물류센터
투자기간	2018.11~2022.01	2017.11~2021.01	2019.05~2022.04
목적	중부권 Mega Hub 터미널 구축	광명물류센터 구축	의류통합물류센터 구축
취득가액(십억원)	297.3	95.6	158.8
규모	연면적 48,000 평	연면적 74,324 평	연면적 32,000 평
자산총액대비(%)	36.33	14.0	22.3
비고	택배 처리물량 일 65만박스 확대	물류관련비용 약 25% 절감 기대	비용효율화 기대

자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터

[그림91] 진천 메가허브터미널 전경



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

허브터미널에
풀필먼트센터도 구축할
가능성이 높다고 판단

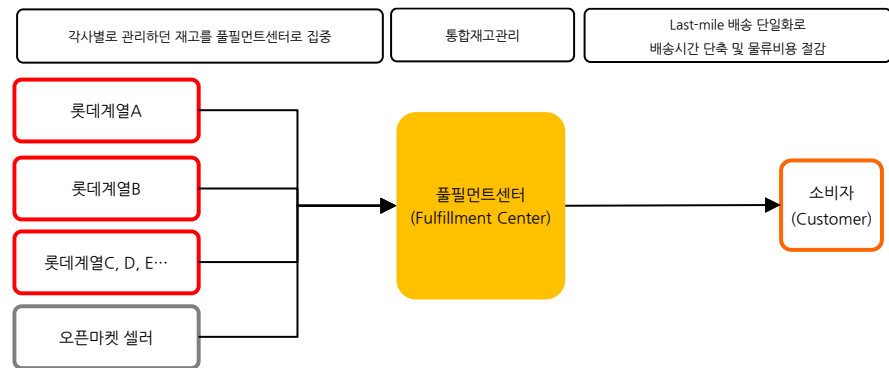
진천 허브 3층에 위치한 물류창고는 풀필먼트센터(Fulfillment Center)로 구성될 가능성이 높다고 판단한다. '롯데온'을 궁극적인 통합몰로 운영하기 위해서는 오프라인 물류체인이 모두 분리되어 있는 롯데백화점, 롯데마트, 롯데슈퍼, 롯데닷컴 등과 오픈마켓 셀러의 재고를 한곳으로 통합할 필요성이 있기 때문이다. 그래야만 고객이 다양한 제품을 한번에 주문하더라도 물류비용이 한번만 발생하면서 비용효율성을 제고시킬 수 있다.

그런데, 이정도 투자로
과연 충분할까?

경쟁사인 CJ대한통운은 이미 곤지암 허브물류센터에 풀필먼트센터를 보유하고 있고, 한진도 2021년 확장이 마무리되는 대전 허브에 풀필먼트를 구축할 계획을 갖고있다. 롯데글로벌로지스도 대응하기 위해 당연히 풀필먼트센터를 구축할 필요가 있다고 판단된다.

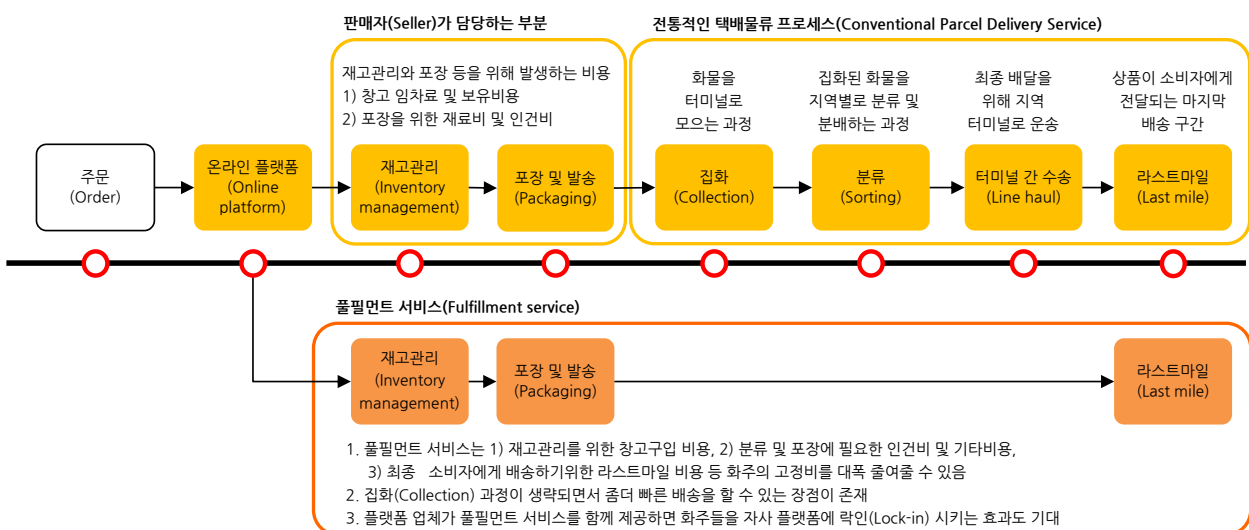
그런데, 이정도 투자로 과연 충분할까?

[그림92] 롯데그룹 물류 통합 구조도



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 전통적인 택배 물류 프로세스 vs 풀필먼트(Fulfillment) 서비스 프로세스



자료: 한화투자증권 리서치센터

>> 롯데글로벌로지스가 직면한 과제 ①: 추가투자 필요

추가투자가
필요하다고 판단

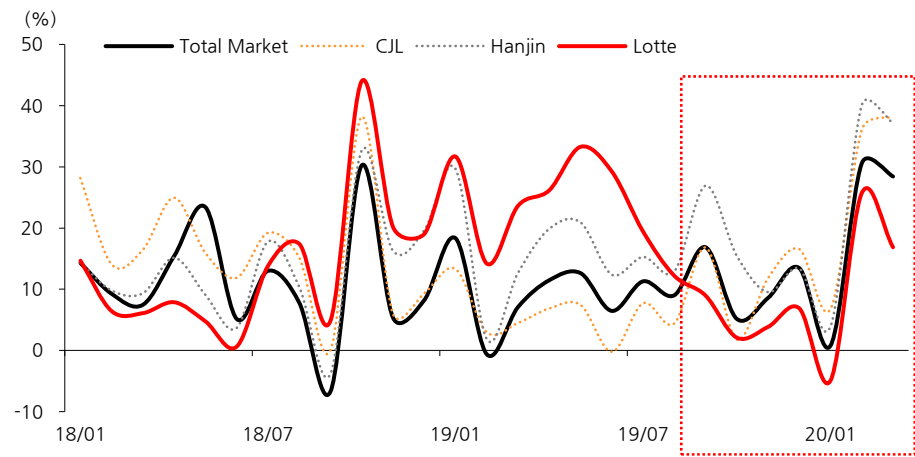
현재 처리능력도 거의
포화상태로 추정되기 때문

롯데글로벌로지스가 직면한 첫번째 과제는 추가투자의 필요성이다. 우리는 롯데글로벌 로지스가 작년부터 거의 풀캐파로 운영되고 있다고 판단한다. 작년 하반기부터 롯데글로벌로지스의 물동량 증가율이 시장성장률을 하회하기 시작했기 때문이다. 작년하반기부터 전체 시장 택배물동량이 평균 15% 성장하는 동안 롯데는 8.5% 성장에 그쳤다.

게다가 2020년초에는 마이너스 성장을 기록하면서 경쟁사대비 물량흡수에 어려움을 겪고 있는 모습을 보이고 있다. 최근 코로나19 영향으로 단기적인 물동량 증가세가 확인이 되고 있으나 여전히 증가율이 동종업계에서 가장 낮은 점을 고려하면 작년부터 이미 처리능력이 한계에 도달한 것으로 보인다.

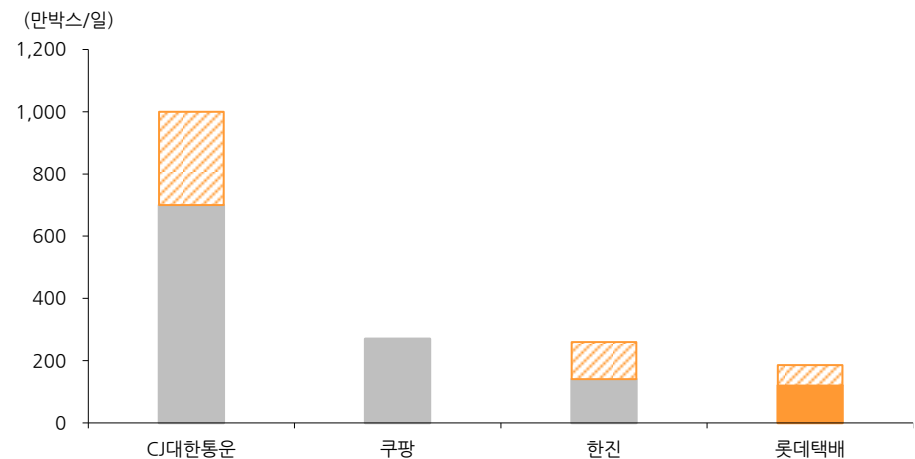
2019년말 롯데글로벌로지스의 택배처리능력은 일 120만박스로 CJ대한통운(일 700만박스), 쿠팡(일 270만박스), 한진(일 140만박스) 보다 적다. 2022년 진천메가허브터미널이 완공되더라도 현재 쿠팡의 처리능력에도 못미치는 수준이다.

[그림94] 전체 시장 및 택배 3사 택배물동량 증가율 추이



자료: 통합물류협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] CJ대한통운, 쿠팡, 롯데택배, 한진의 일 처리물동량 및 캐파 확장계획 비교



주: 음영은 2023년까지 확장계획을 포함한 수치

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터 추정

2022년 진천 메가허브가
완공되더라도 늘어나는
계열물량 처리엔 역부족

5~6,000억원 규모의
추가적인 물류투자가
필요할 전망

부족한 투자재원 조달이
두번째 직면한 과제

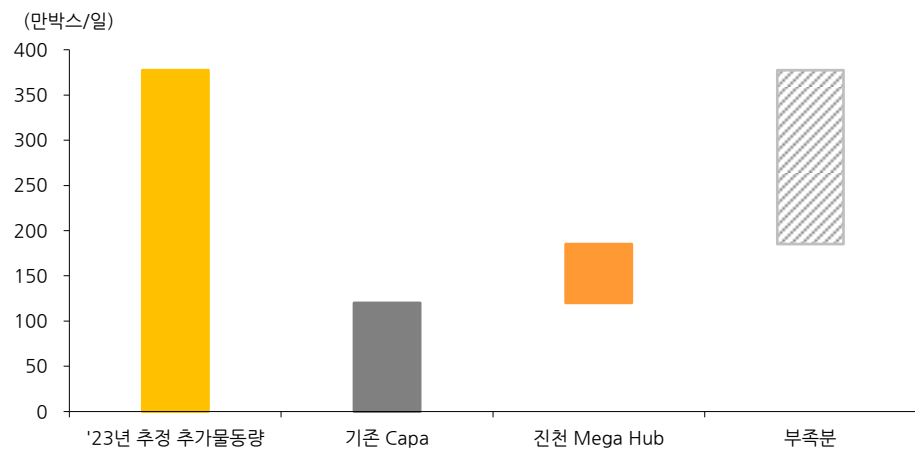
추가투자를 통해 그룹물량
흡수시 큰 폭의 성장 기대

심지어 진천메가허브터미널이 완공되어 일 65만박스의 처리능력이 확대되더라도 2023년까지 늘어나는 계열사 물량을 소화하기엔 역부족으로 판단된다. 롯데글로벌로지스의 처리능력은 2022년부터 최대 일 185만박스까지 늘어나겠으나, 2023년에 예상되는 계열사 물량은 일 378만박스로 거의 2배에 달할 것으로 전망되기 때문이다.

총물량 기준으로 대략 일 193만박스의 처리능력이 부족한데 이는 진천메가허브터미널 3개에 달하는 규모다. 롯데글로벌로지스가 현재와 같은 비중으로 전체 계열사물량의 90%를 담당한다면 일 221만박스, 80%라면 일 196만박스, 70%까지 비중을 낮춘다면 일 172만박스 규모의 캐파를 확대할 필요가 있다. 전체물량의 90%, 일 221만박스의 캐파를 확대한다면, 최소 5,000억원~6,000억원 규모의 투자가 더 필요할 전망이다.

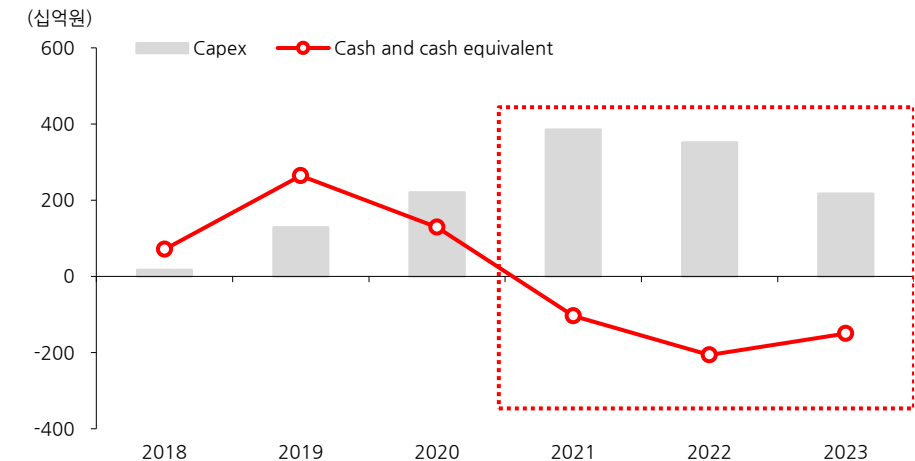
2019년말 롯데글로벌로지스가 보유중인 현금 및 현금성자산은 약 2,600억원이며, 향후 3년간 연평균 1,500억원의 현금이 유입될 것으로 전망한다. 이미 2022년까지 계획이 잡힌 투자금액 규모가 4,000억원이라는 점을 고려하면, 추가투자를 위해 약 3~4,000억 원이상의 재원이 더 필요할 것으로 판단된다. 롯데글로벌로지스가 추가 투자를 통해 그룹물량 증가의 수혜를 온전히 누린다면 큰 폭의 외형과 이익성장이 가능할 전망이다.

[그림96] 2023년 추가 캡티브 물동량 및 롯데글로벌로지스 일 처리능력 비교



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림97] 롯데글로벌로지스 Capex 및 현금성자산 추이



자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터 추정

>> 롯데글로벌로지스가 직면한 과제 ②: 투자재원 확보를 위한 자금 조달

투자재원은
IPO와 REITs를 통해 조달할
것으로 예상

롯데글로벌로지스는 필요한 자금을 어떻게 조달할까? 우리는 상장(IPO)과 리츠를 활용한 자금조달 가능성이 높다고 판단한다. 롯데글로벌로지스가 앞서 추정한 필요투자자금 4~5천억원을 차입으로 조달하면 신용등급에 부정적인 영향이 예상되기 때문이다.

한국기업평가와 한국신용평가가 평가하는 롯데글로벌로지스의 신용등급은 A다. 두 신용평가사는 1) EBITDA 마진 4% 하회 지속, 2) 순차입금 의존도 60% 이상, 3) 순차입금/EBITDA 비율 7.5배 초과 등을 롯데글로벌로지스의 신용등급 하향검토 기준으로 제시하고 있다. 추가적인 차입이 없는한 하향 트리거에 도달하지 않을 것으로 보이지만, 만약 4,000억원의 차입을 늘린다고 가정해보면 순차입금 의존도와 순차입금/EBITDA 비율이 하향검토 트리거에 도달할 것으로 추정된다.

차입을 통한 조달은
신용등급에 부담요인
이기 때문

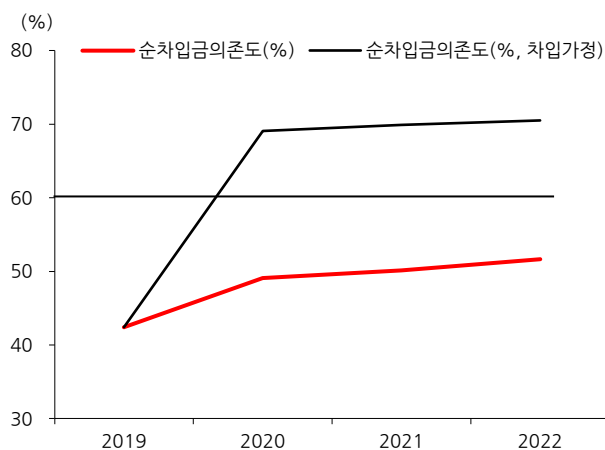
해당 트리거에 도달한다고 신용등급이 무조건 하향되는 것은 아니다. 하지만 외부환경이 비우호적으로 흘러가거나, 이익창출능력이 축소될 경우 등급하향 가능성이 높아질 것이다. 연 이자비용이 370억원에 달하는 동사에게 신용등급 하락은 부담요인이다

[표11] 신용평가사의 등급 상/하향 검토 기준

구분	내용
한국기업평가	
상향	각 사업부분의 이익창출력이 제고되면서 계열에 기반한 영업 경쟁력이 유지되는 가운데, 1) 연결기준 EBITDA 마진 8% 이상 지속, 2) 순차입금/EBITDA 지표 3배 미만 유지
하향	정부규제 등 외부환경 변화와 계열에 기반한 영업경쟁력과 매출규모가 저하되면서, 1) 연결기준 EBITDA 마진 4% 미만, 2) 연결기준 순차입금의존도 지표 60% 이상이 지속되는 경우
한국신용평가	
상향	시너지 발현, 계열물량 확대 등을 통해 외형 증대되고 수익성 개선되는 가운데 1) 순차입금/EBITDA 4배 이하, EBITDA 마진 5.5% 이상 유지
하향	산업내 경쟁이 심화되고 시너지 발현이 미진한 가운데, Capex 부담 확대 등으로 1) 순차입금/EBITDA 7.5배 초과 , 2) EBITDA 마진 4% 하회 상태 지속

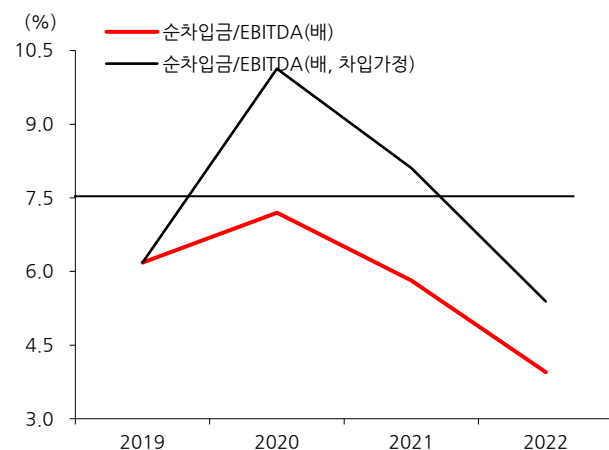
자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] 롯데글로벌로지스 순차입금 의존도 추이 및 전망



자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림99] 롯데글로벌로지스 순차입금/EBITDA 추이 및 전망



자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터 추정

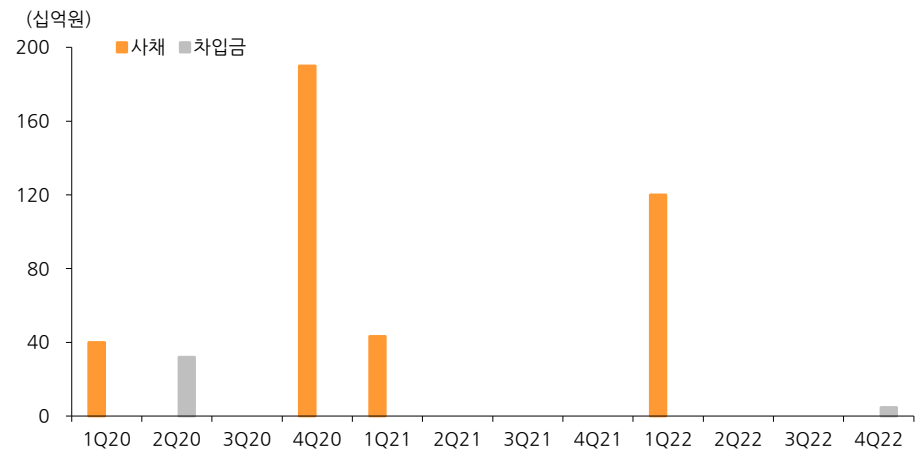
[표12] 롯데글로벌로지스의 주요 재무항목 추이 및 전망

구분	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
현금 및 현금성자산(십억원)	196	71	264	129	96	14
총 차입금(십억원)	233	208	1,110	1,110	1,110	1,110
순차입금(십억원)	37	136	846	981	1,015	1,097
총 자산(십억원)	818	794	1,995	2,000	2,024	2,123
총 부채(십억원)	454	452	1,473	1,474	1,490	1,548
자기자본(십억원)	365	342	522	526	534	575
부채비율(%)	124.3	132.2	282.1	280.1	279.0	269.4
EBITDA(십억원)	-5	3	137	136	175	278
EBITDA margin(%)	-0.3	0.2	5.1	4.7	5.7	8.0
순차입금/EBITDA(배)	-8.1	47.9	6.2	7.2	5.8	3.9
순차입금/EBITDA(배)_차입 가정	-8.1	47.9	6.2	10.1	8.1	5.4
순차입금 의존도(%)	4.5	17.2	42.4	49.1	50.1	51.7
순차입금 의존도(%)_차입 가정	4.5	17.2	42.4	69.1	69.9	70.5

주: 차입 가정항목은 4,000억원을 부채로 조달 가정

자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림100] 롯데글로벌로지스 차입금 상환 일정



자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터

>> 기업공개(IPO) Case

그룹차원에서도
글로벌로지스의
상장을 공식화

롯데그룹도 공식적으로 롯데글로벌로지스의 상장을 준비하고 있다. 롯데그룹은 지난 3월 언론보도를 통해 호텔롯데를 포함한 6개 계열사(코리아세븐, 롯데GRS, 롯데컬처웍스, 롯데홈쇼핑, 롯데글로벌로지스)의 동시 기업공개(IPO)를 위한 준비 작업을 추진중이라고 밝혔다.

자회사 상장은 롯데지주의
가치를 높인 후
지배구조 개편작업을
마무리하기 위한 일환

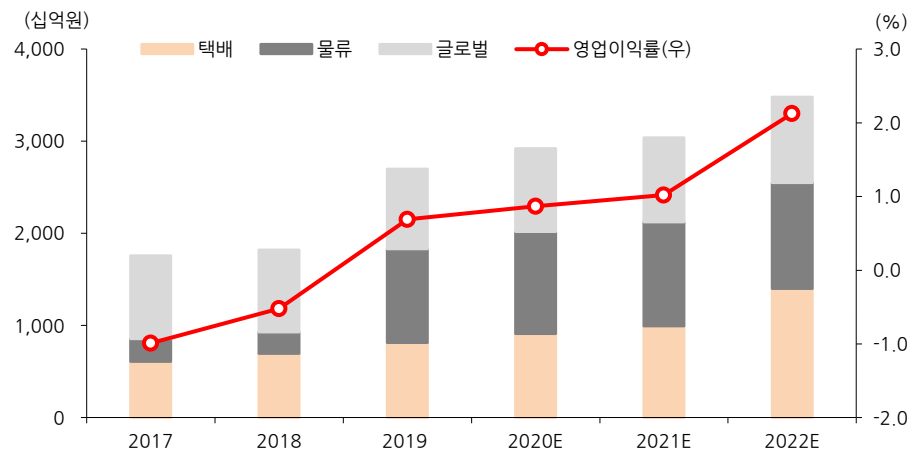
이러한 행보는 그룹 내 주요 계열사들의 기업가치를 확장해 롯데지주의 가치를 높인 후 지배구조 개편작업을 마무리하기 위한 차원으로 해석된다. 당초 언론에서는 6개 계열사 중 호텔롯데 상장을 최우선적으로 할 것으로 예상을 했으나, 현재 코로나19로 인한 업계상황을 고려할 때 호텔은 시기가 늦춰질 가능성이 높아보인다.

6개 계열사 중 가장 빠른
상장 가능성

오히려 6개 계열사 중 롯데글로벌로지스의 상장이 예상보다 빠를 수 있다는 판단이다. 1) 2022년부터 진천 Mega-hub 터미널이 가동되면 큰 폭의 실적개선이 기대되고 1) 최근 언택트 소비 트렌드의 수혜를 받으면서 올해와 내년이 동사의 기업가치를 높게 받을 수 있는 시기로 보이기 때문이다.

2022년부터 진천 메가허브터미널 가동으로 일 65만박스의 처리능력이 확대되면 택배부문의 실적이 큰 폭으로 개선될 것으로 예상된다. 이를 토대로 추정한 롯데글로벌로지스의 2022년 실적은 매출액 3조 4,870억원(+14.6% YoY), 영업이익 743억원(+138.8%, OPM 2.1%), 순이익 406억원(+406.3% YoY) 규모로 전망된다.

[그림101] 롯데글로벌로지스 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터 추정

롯데글로벌로지스의
상장가치는 얼마정도 될까?

롯데글로벌로지스가 상장한다면 예상되는 기업가치와 유입현금 규모는 어느정도 될까?

우리는 롯데글로벌로지스의 기업가치평가를 위해 P/E, P/B, EV/EBITDA 등 상대가치평가방법을 사용했으며, 앞서 추정한 2022년 재무실적을 중심으로 동종업계 7개사(CJ대한통운, 한진, Yamato Holdings, SG Holdings, UPS, FedEx, DHL)의 평균 Valuation을 고려했다.

P/E Valuation
5,930억원 수준 추정

롯데글로벌로지스는 진천 메가허브터미널이 가동되는 2022년부터 큰 폭으로 외형과 이익성장이 예상되고, 이를 반영한 2022년 순이익은 406억원으로 전망한다. 2021년 글로벌 경쟁업체 평균 P/E는 16.3배이다. 동사가 국내 3위 택배사라는 점을 고려해 멀티플을 10% 할인했으며 이를 반영한 적정 시가총액은 5,930억원 수준으로 추정된다.

P/B Valuation
5,240억원 수준 추정

앞서 추정한 순이익 기준 2022년 동사의 ROE는 7.3% 수준으로 전망된다. 글로벌 동종업체 평균 P/B와 ROE는 각각 1.0배, 4.8% 수준이다. 미국업체들은 적극적인 자사주 매입과 배당정책 등으로 ROE가 높다는 점을 고려할 때 모집군에서 제외하고 한국과 일본업체들만 포함했다. 이를 10% 할인한 P/B 0.9배를 2022년 예상자기자본 5,750억원에 적용해보면 적정 시가총액은 5,240억원으로 추정된다.

EV/EBITDA Valuation
8,040억원 수준 추정

2022년 동사의 영업이익은 740억원, EBITDA는 2,780억원으로 전망한다. 동종업체 평균 EV/EBITDA 7.5배 수준이다. 이를 10% 할인한 6.9배를 EBITDA에 적용한 동사의 영업가치는 1.87조원 수준으로 추정된다. 영업가치에서 순차입금을 차감한 적정가치는 약 8,040억원 수준으로 판단된다.

상장으로 평균
1,500~1,800억원의
신규자금 조달 전망

상대가치평가법으로 산출한 롯데글로벌로지스의 적정가치는 5,000~6,000억원 수준으로 추정한다. 동사의 신주발행규모를 30%로 가정했을 때 기업공개(IPO)를 통해 약 1,500억원~1,800억원의 신규자금 조달이 가능할 전망이다.

[표13] 롯데글로벌로지스 Valuation Table

	2022 Valuation factor	Target Multiple	Equity Value	비고
P/E	40	14.7	593	2022 년 순이익 x Target P/E
P/B	575	0.9	524	2022 년 자기자본 x Target P/B
EV/EBITDA	278	6.8	804	2022 년 EBITDA x Target EV/EBITDA - 순차입금
Avg			640	

자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표14] 롯데글로벌로지스 적정 시가총액 vs 신주발행주식 비율에 따른 자금유입금액 추정

시가총액 신주비중	400	500	600	700	800	900
15%	59	73	88	102	117	132
20%	80	100	120	140	160	180
30%	120	150	180	210	240	270
40%	160	200	240	280	320	360
50%	200	250	300	350	400	450

자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표15] 롯데글로벌로지스 P/E Valuation

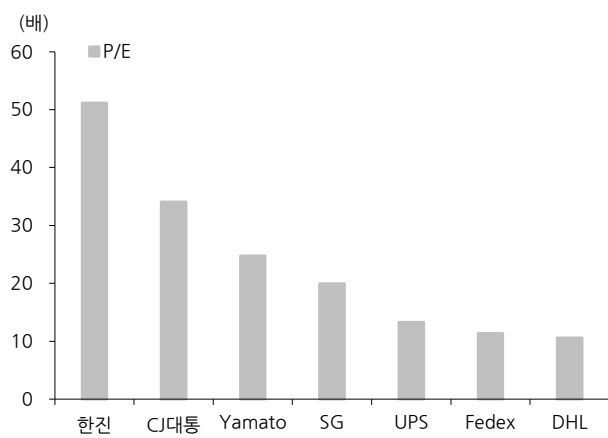
	2019	2020E	2021E	2022E
당기순이익(십억원)	-4	4	8	40
Target P/E(배)				
Peer P/E(배)		21.7	16.3	
CJ대한통운		38.0	24.1	
한진		33.8	19.9	
Yamato Holdings		24.8	19.9	
SG Holdings		20.0	18.9	
UPS		13.3	11.8	
Fedex		11.4	9.5	
DHL		10.6	9.9	
Discount Rate(%)			10.0	
Target P/E(배)			14.7	14.7
적정 시가총액(십억원)			116	593

자료: 롯데글로벌로지스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표16] 롯데글로벌로지스 P/B Valuation

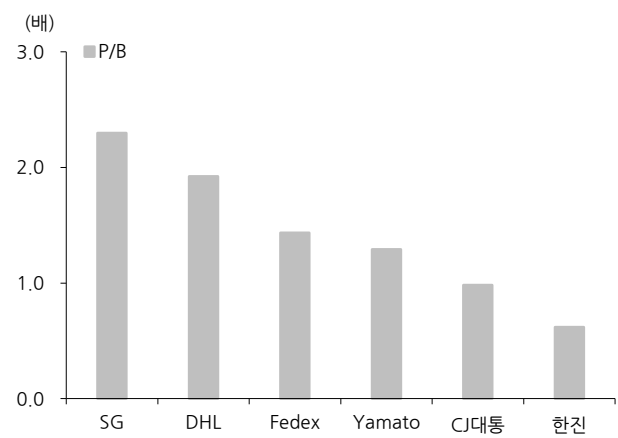
	2019	2020E	2021E	2022E
자기자본(십억원)	515	526	534	575
ROE(%)		0.7	1.5	7.3
Target P/B(배)				
Peer ROE(%)		3.5	4.8	
CJ대한통운		3.1	4.6	
한진		2.0	3.4	
Yamato Holdings		5.3	6.5	
SG Holdings		12.0	11.7	
UPS		107.1	53.0	
Fedex		12.5	13.4	
DHL		19.2	18.5	
Peer P/B(배)		1.0	1.0	
CJ대한통운		1.1	1.1	
한진		0.7	0.7	
Yamato Holdings		1.3	1.2	
SG Holdings		2.3	2.1	
UPS		11.3	7.4	
Fedex		1.4	1.3	
DHL		1.9	1.8	
Discount Rate(%)			10.0	
Target P/B(배)			0.9	0.9
적정 시가총액(십억원)			487	524

[그림102] 주요 육상물류업체 P/E Valuation



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림103] 주요 육상물류업체 P/B Valuation



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

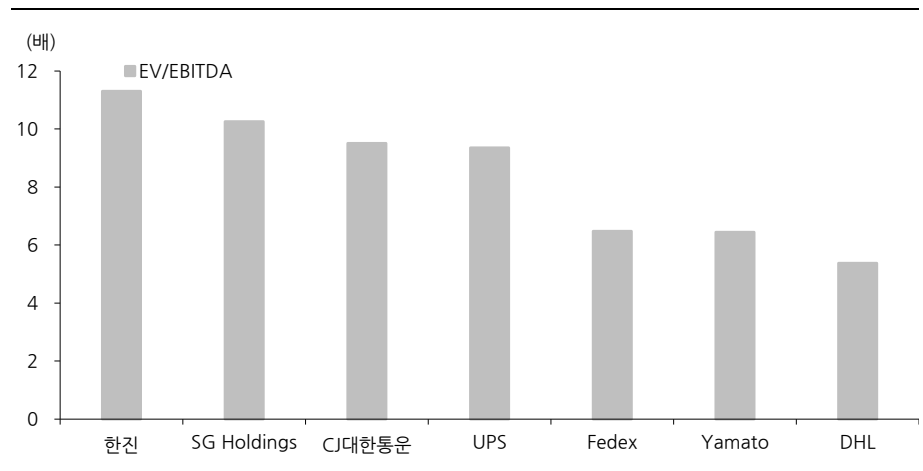
[표17] 롯데글로벌로지스 EV/EBITDA Valuation

	2019	2020E	2021E	2022E
영업이익(십억원)	19	26	31	74
감가상각비(십억원)	118	111	144	204
EBITDA(십억원)	137	137	175	278
Target EV/EBITDA(배)				
Peer EV/EBITDA(배)		8.2	7.5	
CJ대한통운		8.9	7.8	
한진		10.6	10.1	
Yamato Holdings		6.4	5.6	
SG Holdings		10.3	9.6	
UPS		9.4	8.5	
Fedex		6.5	5.8	
DHL		5.4	5.1	
Discount Rate(%)			10.0	
Target EV/EBITDA(배)			6.8	6.7
Enterprise Value			1,179	1,876
Non Operating Value			120	38
Cash & equivalent			96	14
Financial Goods			4	4
Marketable securities			0	0
Investment securities			21	21
Debt			1,110	1,110
적정 시가총액(십억원)			189	804

주: 현재 투자계획 외에 추가투자는 없다는 가정으로 추정한 B/S 기준

자료: 롯데글로벌로지스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림104] 주요 육상물류업체 EV/EBITDA Valuation



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표18] 유가증권시장 상장요건 정리

상장요건		일반회사	지주회사
규모요건	기업규모	자기자본 300 억원 이상	좌동
	상장주식수	100 만주 이상	좌동
분산요건	주식수	다음 중 하나만 충족하면 됨 1. 일반주소유비율 25% 이상 또는 500 만주 이상 (다만, 상장예정주식수 5 천만주 이상 기업은 상장예정주식수의 10% 해당 수량) 2. 공모주식수 25% 이상 또는 500 만주 이상 (다만, 상장예정주식수 5 천만주 이상 기업은 상장예정주식수의 10% 해당 수량) 3. 자기자본 500 억이상 법인은 10% 이상 공모하고 자기자본에 따라 일정규모이상 주식 발행 · 자기자본 500 억~1,000 억원 또는 기준시가총액 1,000 억~2,000 억: 100 만주 이상 · 자기자본 1,000 억~2,500 억원 또는 기준시가총액 2,000 억~5,000 억: 200 만주 이상 · 자기자본 2,500 억원 이상 또는 기준시가총액 5,000 억 이상: 500 만주 이상 4. 국내외동시공모법인은 공모주식수 10% 이상 & 국내공모주식수 100 만주 이상	좌동
	주주수	일반주주 700 명 이상	좌동
	양도제한	발행주권에 대한 양도제한이 없을 것	좌동
경영성과요건 (택 1)	매출액 및 수익성	매출액: 최근 1,000 억원 이상 및 3 년 평균 700 억원 이상 & 최근 사업연도에 영업이익, 법인세차감전계속사업이익 및 당기순이익 각각 실현 & 다음중 하나 충족 1. ROE: 최근 5% & 3 년합계 10% 이상 2. 이익액: 최근 30 억원 & 3 년합계 60 억원 이상 3. 자기자본 1 천억원 이상 법인: 최근 ROE 3% 또는 이익액 50 억원 이상이고 영업현금흐름이 양(+)일 것	좌동
	매출액 및 기준시가총액	최근 매출액 1,000 억원 이상 & 기준시가총액 2,000 억원 이상 *기준시가총액 = 공모가격 x 상장예정주식수	좌동
	기준시가총액 및 이익액	기준시가총액 2,000 억원 이상 & 최근 이익액 50 억원 이상	좌동
	기준시가총액 및 자기자본	기준시가총액 6,000 억원 이상 & 자기자본 2,000 억원 이상	좌동
안정성 및 건전성 요건	영업활동기간	설립후 3 년 이상 경과 & 계속적인 영업활동 (합병 등이 있는 경우 실질적인 영업활동기간 고려)	좌동(주요자회사의 실질적인 영업활동기간 고려)
	감사의견	최근 적정, 직전 2 년 적정 또는 한정(감사범위 제한에 따른 한정 의견 제외)	좌동(개별 및 연결재무제표)
	매각제한 (보호예수)	최대주주 등 소유주식 & 상장예비심사신청 전 1 년 이내 최대주주로부터 양수한 주식: 상장 후 6 개월간 상장예비심사신청 전 1 년이내 제 3 자배정 신주: 발행일로부터 1 년간. 단, 그날이 상장일로부터 6 월 이내인 경우는 상장 후 6 월간	좌동(금융지주회사의 경우 최대주주 등 소유주식 매각제한 제외)

자료: 한국거래소, 한화투자증권 리서치센터

[표19] 코스닥시장 상장요건 정리

구분	일반회사		기술성장기업	
	수익성/매출성 기준	시장평가/성장성 기준	기술평가 특례	성장성 추천
주식분산	1. 소액주주 500명 & 25% 이상, 청구 후 공모 5% 이상(소액주주 25% 미만시 공모 10% 이상) 2. 자기자본 500억 이상, 소액주주 500명 이상, 청구 후 공모 10% 이상 & 규모별 일정주식수 이상 3. 공모 25% 이상 & 소액주주 500명			
경영성과 및 시장평가 등 (택 1)	1. 법인세차감전계속사업이익 20억원(벤처 10억원) & 시총 90억원 2. 법인세차감전계속사업이익 20억원(벤처 10억원) & 자기자본 30억원(벤처 15억원) 3. 법인세차감전계속사업이익 있을 것 7 시총 200억원 & 매출액 100억원(벤처 50억원) 4. 법인세차감전계속사업이익 50억원	1. 시총 500억 & 매출 30억 & 최근 2 사업연도 평균 매출증가율 20% 이상 2. 시총 300억 & 매출액 100억원 이상(벤처 50억원) 3. 시총 500억원 & PBR 200% 4. 시총 1,000억원 5. 자기자본 250억원	1. 자기자본 10억원 2. 시가총액 90억원 전문평가기관의 기술등에 대한 평가를 받고 평가결과가 A등급 이상일 것	1. 자기자본 10억원 2. 시가총액 90억원 상장주선인이 성장성을 평가하여 추천한 중소기업일 것
감사의견	최근사업연도 적정			
경영투명성 (지배구조)	사외이사, 상근감사 충족			
기타 요건	주식양도 제한이 없을 것 등			
질적 요건	기업의 성장성, 계속성, 경영의 투명성 및 안정성, 기타 투자자 보호, 코스닥시장의 건전한 발전, 업종별 특성, 고용창출효과 및 국민경제적 기여도 등을 종합 고려			

자료: 한국거래소, 한화투자증권 리서치센터

4. 롯데리츠를 활용한 투자재원 확보

>> 리츠(REITs) Case

두번째는 리츠를 활용한
자금조달

두번째 가능성은 리츠(REITs)를 활용한 자금조달 방법이다. 롯데그룹은 2019년 10월 30일 롯데리츠를 상장시켰다. 롯데리츠는 롯데쇼핑 8개 자산(총 10개 점포 - 백화점 4개, 마트4개, 아울렛 2개)에서 나오는 임대료로 수익을 내는 구조로 롯데쇼핑이 앵커로 참여해있다. 롯데그룹이 롯데리츠를 설립한 주요 목적은 그룹 전반적인 투자재원 확보와 자산유동화를 원활하기 위한 것으로 판단한다.

보유중인 물류센터를
리츠에 편입해 약 2천억원
자금조달 가능할 전망

따라서 우리는 롯데리츠에 롯데글로벌로지스가 보유중인 물류센터를 편입시켜 투자재원을 마련할 가능성이 있다고 판단한다. 2019년말 기준 롯데글로벌로지스가 보유한 유형자산 중 건물은 약 1,720억원 규모로 대부분 임대료 창출이 가능한 물류센터일 것으로 판단한다. 현재 건설중인 자산으로 인식되어 있는 진천메가허브터미널도 포함하면 리츠를 통해 최소 2,000억원 이상의 자금이 조달 가능할 것으로 판단한다.

롯데리츠가 초대형 리츠로서의 성장 기반이라고 밝힌 추가 자산 편입 등 장기 성장 로드맵에도, 1) 롯데쇼핑의 84개 점포(총 자산가치 8.6조원)의 우선매수협상권(ROFO) 외에, 2) 레저/관광, 물류 등 그룹내 계열사 자산도 편입 대상에 포함되어 있다. 롯데글로벌로지스는 상장(IPO)과 리츠(REITs)를 활용해 추가투자를 위해 필요한 약 4,000억원의 투자금을 조달할 수 있을 것으로 판단한다.

[표20] 롯데글로벌로지스 유형자산 추이

(단위: 억 원)

구분	2015	2016	2017	2018	2019
토지	93	96	96	96	181
건물	57	57	56	62	172
구축물	5	5	5	4	5
기계장치	68	75	75	75	98
기타의유형자산	22	21	19	19	30
건설중인자산	2	1	11	7	67
합계	249	254	262	264	553

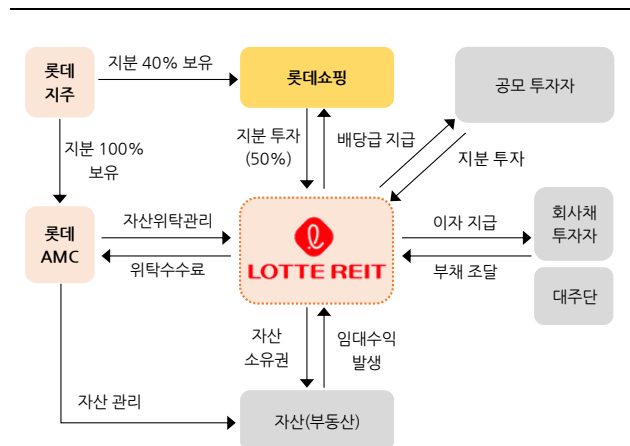
자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터

[표21] 롯데리츠 개요

구분	내용
집합투자기구명	(주) 롯데위탁관리부동산투자회사
집합투자기구유형	집합투자기구유형부동산집합투자기구(회사형), 위탁관리 부동산 투자회사, 폐쇄형
자산관리회사	롯데에이엠씨(주)
책임 임차인	롯데쇼핑 (지분 50% 보유)
투자대상	롯데쇼핑 8개 자산 (점포기준 백화점 4개, 마트 4개, 아울렛2개) • 전체 연면적: 638,779m ² • 매입금액: 1.49조 원 • 트랜치A: 롯데백화점 창원점, 롯데마트 의왕점/장유점 • 트랜치B: 롯데마트 서청주점/대구율하점, 롯데백화점 구리점, 롯데아울렛 대구율하점/청주점, • 트랜치C: 롯데백화점 강남점/광주점
존속기간	존속기간을 정하지 않은 영속형 부동산투자회사
결산/배당 주기	매 6개월 (매년 6월 30일, 12월 31일)

자료: 롯데AMC, 한화투자증권 리서치센터

[그림105] 롯데리츠 사업 구조



자료: 롯데AMC, 한화투자증권 리서치센터

추가적으로 고려할 수 있는
편입자산은 호텔

추가적으로 고려할 수 있는 편입자산은 호텔이다. 호텔롯데는 2019년 3분기 기준 총 27개 호텔을 보유중이며, 대부분 직접보유 자산이다. 호텔은 일반적으로 자산 편입을 통해 사업영역을 확장한 이후 프랜차이즈로 사업구조를 재편시키면서 주요 자산을 매각시키는 Asset Light 전략을 취한다. 이를 통해 신규자산 혹은 투자재원을 확보하고 매각 자산을 마스터리스 방식으로 재운영하는 것이 일반적이다.

롯데리츠가 자산을 편입하는 과정에서 가장 중요한 부분은 ▶ 안전성이 높은 자산을 편입하고, ▶ 마스터리스 형태로 운영이 되어야하는 부분이다. 앞서 언급한 것처럼 롯데리츠는 이미 상장하는 과정에서 롯데쇼핑에 대한 우선매수협상권(ROFO)과 레저/관광, 물류 등 롯데그룹 타 계열사 자산을 추가적으로 편입한다고 밝힌바 있다.

» 롯데리츠에 대한 오해와 편견

롯데리츠 상장을 통해
투자자에게 안정적인
자산 편입 및
높은 배당수익 약속

롯데그룹은 지난해 롯데리츠를 상장하였다. 롯데리츠는 롯데쇼핑이 보유한 백화점, 할인점, 아울렛 등을 편입한 자산으로 구성되어 있으며, 롯데쇼핑이 50% 지분을 보유하고 있다. 롯데리츠의 투자자산은 백화점 4개(강남점, 구리점, 광주점, 창원점), 아울렛 2개(서청주점, 율하점), 할인점 2개(의왕점, 서청주점, 율하점, 장유점) 등이다. 아울렛과 할인점 점포를 동시에 가지고 있는 상황을 고려할 경우 실질 보유 부동산은 총 6개로 볼 수 있다. 롯데그룹은 롯데리츠 상장을 통해서 그룹의 안정적인 자산을 편입하고, 이를 마스터리스 방식으로 재차 운영하여 높은 배당수익률을 지급하겠다는 계획이다.

동시에 그룹 내
투자재원 확보와
원활한 자산 유동화를
목적으로 함

롯데리츠를 설립한 주요 목적은 투자재원 확보와 자산유동화를 원활하기 위한 것으로 판단한다. 이에 신규 상장하는 시점에 롯데쇼핑이 보유한 자산을 편입하고 이를 통해 배당을 지급할 수 있는 구조를 설계한 것이다. 롯데리츠 초기 자산을 롯데쇼핑의 주요 사업부로 편입한 이유중의 하나는 안정적인 배당금 지급을 위해서이다. 상대적으로 업황에 대한 이해도가 높고, 경쟁력이 높은 자산을 편입함으로써 부동산리츠로서 원활한 기능을 수행하려는 목적이다.

일부에서는 이러한 구조를 부정적으로 해석하고 있다. 그러한 이유는 1) 유통산업 업황이 우호적이지 않고, 2) 온라인 경쟁심화에 따라 오프라인 채널 경쟁력이 악화되고 있으며, 3) 롯데그룹 유통부문 구조조정 가능성 때문이다. 하지만 ▶ 롯데쇼핑에 편입한 자산의 경우 상대적으로 영업실적이 우수한 사이트이고, ▶ 향후 편입 가능한 자산이 유통부문에 한정되어 있지 않으며, ▶ 롯데그룹 유통부문 구조조정의 핵심은 자산의 매각이 아닌 사업장 철수라는 점에서 부정적인 해석은 옳지 않다.

[표22] 롯데리츠 투자자산 부동산 개요

구분	트렌치 A			트렌치 B			트렌치 C	
임대차 목적물	롯데백화점 창원점	롯데마트 의왕점	롯데마트 장유점	롯데백화점 구리점	롯데마트 서청주점 & 롯데아울렛 청주점	롯데마트 & 롯데아울렛 울하점	롯데백화점 강남점	롯데백화점 광주점
자산가치 비중	29.7%			32.7%			37.6%	
임대차 기간	9년			10년			11년	
임대료	218억 원			250억 원			278억 원	
임대료/EBITDA	34.49%			37.19%			50.23%	
책임임대차계약 주요조건	- 임대차 보증금: 1년치 임대료 - 임대료 상승: 연간 고정 임대료 상승률 1.5% 적용 - 관리비: Triple Net 구조에 따라 임차인이 부담(관리비용, 제세공과금, 보험료) - 임대차 연장: 임차인이 계약만료일 기준 동등 이상의 조건으로 연장의사 서면통지 시, 자동연장							
규모(GFA)	140,977m ²	36,879m ²	38,838m ²	79,271m ²	81,561m ²	100,773m ²	67,462m ²	93,019m ²
준공연도	2002년 2월	2002년 7월	2004년 7월	1998년 3월	2014년 2월	2010년 12월	1986년 4월	1998년 9월
2018년 매출액	2,270억 원	879억 원	691억 원	1,751억 원	846억 원	749억 원	1,995억 원	2,263억 원
2018년 EBITDA	390억 원	134억 원	108억 원	232억 원	259억 원	181억 원	229억 원	323억 원

자료: 롯데AMC, 한화투자증권 리서치센터

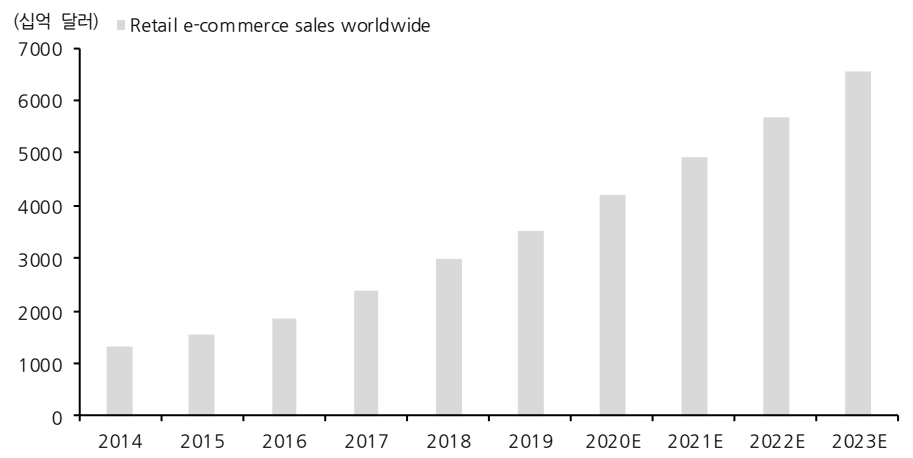
[표23] 롯데리츠 예상배당가능액

(단위: 억 원)

구분	2020.01.01 ~2020.06.30	2020.07.01 ~2020.12.31	2021.01.01 ~2021.06.30	2021.07.01 ~2021.12.31
보통주 예상 배당총액	27.3	27.5	27.9	28.2
보통주 예상 주당 배당금(원)	159	160	162	164
주가 5,000 원 기준 배당률	6.4%		6.5%	
최근 종가 기준	6.1%		6.2%	

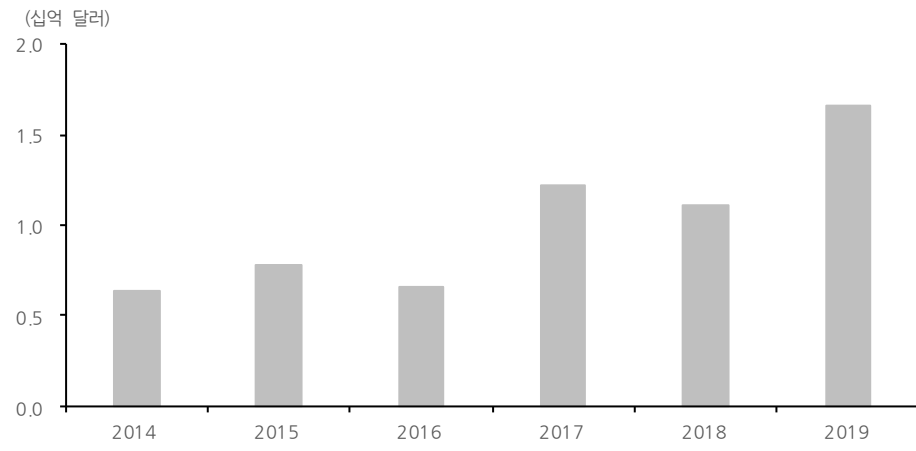
자료: 롯데AMC, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림106] 전세계 리테일 이커머스 매출 추이 및 전망



자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

[그림107] 미국 뉴욕시의 물류창고 매출액 추이



자료: WSJ, 한화투자증권 리서치센터

[표24] 물류 리츠의 주요 종목

(단위: bUSD, bSGD, mJPY, %)

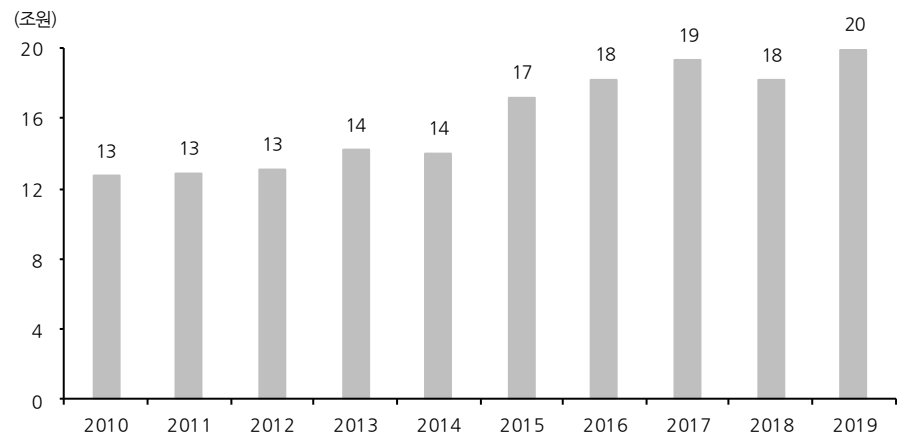
국가	종목	시가총액	'17년 배당수익률	'18년 배당수익률	'19년 배당수익률
미국	Prologis	62.54	2.73	3.27	2.38
	Duke Realty	11.74	5.95	3.15	2.54
	Americold Realty Trust	6.81		2.90	2.34
	Rexford Industrial Realty	4.75	1.99	2.17	1.62
	First Industrial Realty Trust	4.51	2.67	3.01	2.22
	EastGroup Properties	4.00	2.85	2.97	2.26
	STAG Industrial	3.72	5.14	5.71	4.53
	PS Business Parks	3.27	2.72	2.90	2.55
	Terreno Realty	3.23	2.40	2.62	1.88
싱가포르	Mapletree Logistics Trust	6.92	5.77	6.30	4.68
	Frasers Logistics & Industrial Trust	2.51	6.03	6.74	5.86
일본	GLP J-REIT	528,245	4.17	4.73	4.01
	Japan Logistics	256,679	4.12	4.14	3.51
	Comforia Residential REIT	210,554	3.83	3.50	3.01

주1: 각 국가별 시가총액 상위 종목

주2: 각 회계연도(FY) 주당 배당금 / 각 연도(CY) 종가 기준 배당수익률

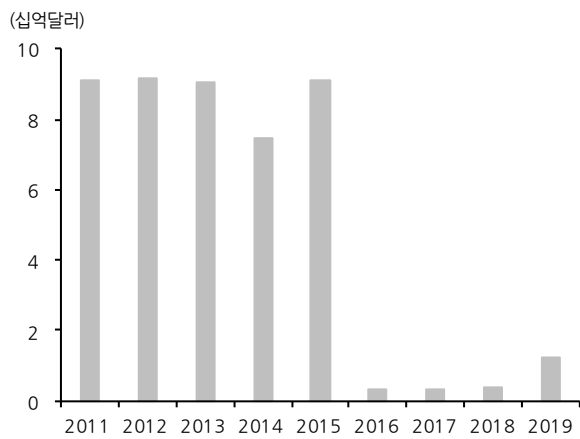
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림108] 호텔롯데 자산 현황



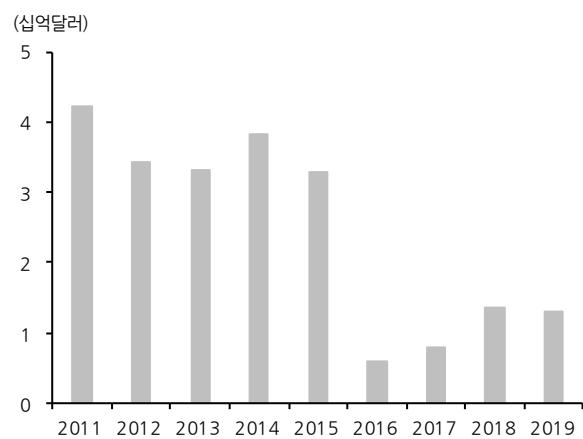
자료: 호텔롯데, 한화투자증권 리서치센터

[그림109] Hilton Worldwide 유형 고정자산 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림110] Accor Group 유형 고정자산 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 롯데리츠 지배구조 변화 가능성

롯데리츠는 장기적으로 주요 계열사 출자 구조로 재편될 가능성

장기적으로 롯데리츠는 롯데그룹의 주요 계열사들이 출자한 구조로 재편될 가능성이 높다. 현재는 유통과 관련된 자산만을 편입하였기에 롯데쇼핑이 지분 50%를 보유하고 있지만, 장기적으로 자산 편입대상이 되는 계열사 지분 증가가 이루어질 가능성이 높다.

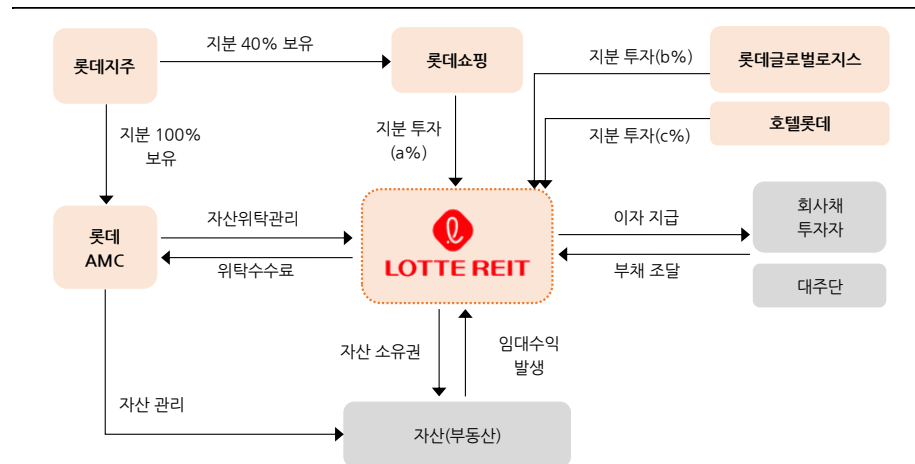
리츠는 자산을 편입하는 과정에서 자금을 조달하기 위해 유상증자를 단행할 수 밖에 없는데, 그러한 이유는 1) 리츠는 '부동산투자회사법'에 따라 설립된 회사이기에 다수의 투자자로부터 자본을 유치하여 총 자산의 70% 이상을 부동산에 투자/운영하여야 하며, 2) 배당가능이익의 90% 이상을 배당해야하기 때문이다. 향후 신규자산을 편입하게 되면 이러한 과정에서 지배구조 변화 가능성은 높은 것으로 판단한다.

[표25] 부동산투자회사법 개요

구분	조항	비고
등록 관련조항	제 9 조	위탁관리 부동산투자회사의 경우 「국민연금법」 제 24 조에 따라 설립된 국민연금공단(이하 "국민연금공단"이라 한다)이나 제 14 조의 8 제 3 항 제 1 호에 따른 주주가 단독이나 공동으로 발행주식의 100 분의 30 이상을 취득할 것
운용 관련조항	제 25 조	부동산투자회사는 최저자본금준비기간이 끝난 후에는 매 분기 말 현재 총자산의 100 분의 80 이상을 부동산, 부동산 관련 증권 및 현금으로 구성하여야 한다. 이 경우 총자산의 100 분의 70 이상은 부동산(건축 중인 건축물을 포함한다)이어야 한다.
배당 관련조항	제 28 조	부동산투자회사는 「상법」 제 462 조제 1 항에 따른 해당 연도 이익배당한도의 100 분의 90 이상을 주주에게 배당하여야 한다

자료: 법령정보, 한화투자증권 리서치센터

[그림111] 향후 지배구조 변화 가능성



주: a+b+c≤50%

자료: 한화투자증권 리서치센터

5. 호텔/레저 사업부 역할 확대 전망

>> 호텔롯데 구조적 성장 가능할 전망

호텔롯데의
구조적 성장 가능성 역시
주목할 부분

장기적으로 호텔롯데의 실적 성장 가능성은 높은 것으로 판단한다. 사업구조상 국내 경기와 무관하다는 점에서 상대적으로 안정적인 전망이다. 롯데그룹 주요 사업부 실적 성장이 제한되는 가운데, 차별적 성장이 가능하다는 점에서 단기적으로 그룹을 이끌 것으로 예상한다.

구조적인
면세점 성장 가능성

첫째, 면세점이다. 2019년 롯데면세점 매출액은 약 6조원으로 국내에서 차지하는 시장 점유율은 약 24%에 달한다. 면세점 사업부 성장 가능성은 높은 것으로 판단하는데, 그러한 이유는 1) 중국 화장품 시장 확대에 따라 B2B 파이공 매출액 증가가 이어질 개연성이 높고, 2) 해외공항면세점 입점에 따른 신규사이트 추가와, 3) 중국인을 중심으로 한 해외여행객 증가가 이어질 것으로 예상되기 때문이다.

해외 여행객의
폭발적 확대 전망

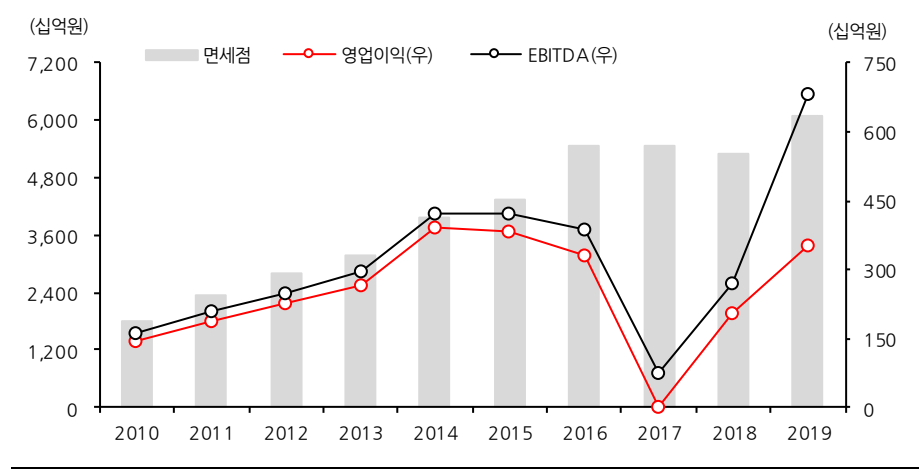
특히, 해외여행객 확대 가능성에 주목할 필요가 있다. 2019년 국내 외국인 입국자수는 약 1,750 만명으로 2018년대비 +15.2% 성장하였다. 2005년 600만명을 기록한 이후 지속적인 증가세가 이루어지고 있는 것이다. 이는 중국인을 중심으로 한 해외여행객 증가가 영향을 미치고 있는 것으로 판단한다.

전세계 해외여행객수 추세는 구조적으로 이어져 2030년 약 20억 명에 달할 것으로 전망한다. 2018년 중국인 해외여행객수는 1.6억명으로 전년대비 +13.5% 성장하였으며, 이는 중국 전체 인구수에 약 11.6%에 해당되는 수치이다.

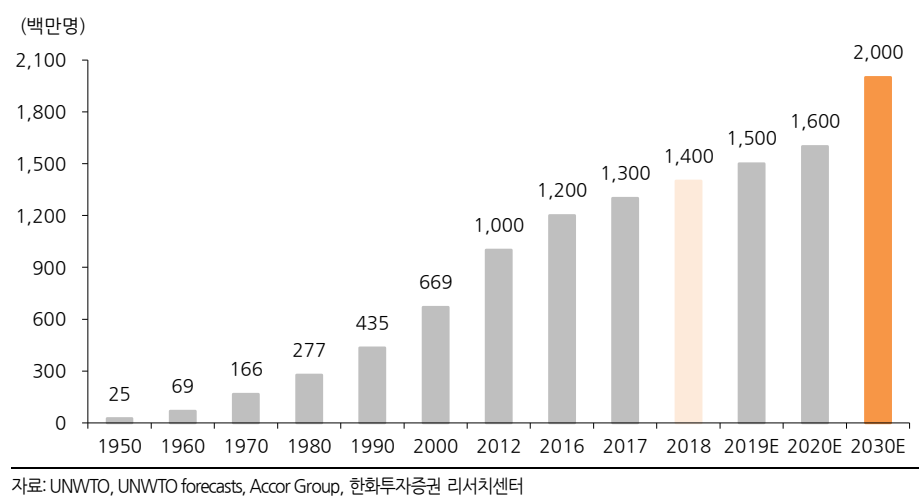
이러한 추세는 이어질 가능성이 높다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 중국의 인구수 대비 해외여행객수 비중은 여전히 낮아 잠재수요가 높고, 2) 소득 수준 상승에 따라 본격적으로 해외여행객 증가가 기대되며, 3) 중국내 인바운드 수요를 감안할 경우 아웃바운드 여력은 충분하다고 판단되기 때문이다.

참고로, 2018년 기준 중국내 인바운드 수요는 약 50억명을 상회한 것으로 파악된다. 2019년 기준 국내 면세점 매출액은 외국인이 약 84%, 내국인 16%를 차지하고 있다. 2010년 내국인 비중이 55%라는 점에서 외국인 의존도가 지속적으로 증가하고 있는 것이다. 외국인 중 중국인이 차지하는 비중은 약 80% 수준이라는 점에서 구조적 성장 가능성은 높다.

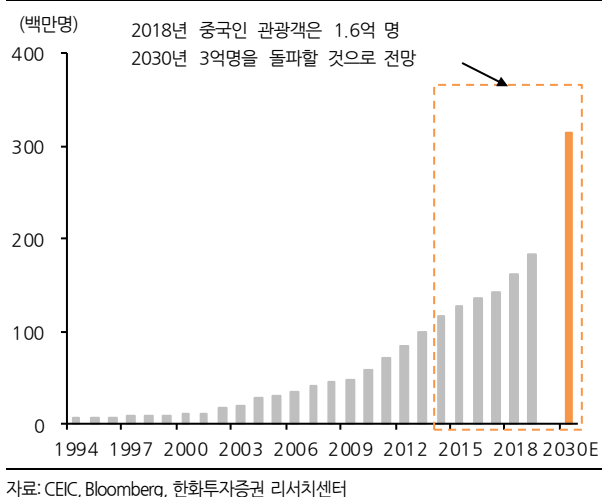
[그림112] 호텔롯데 면세사업부 영업실적 추이



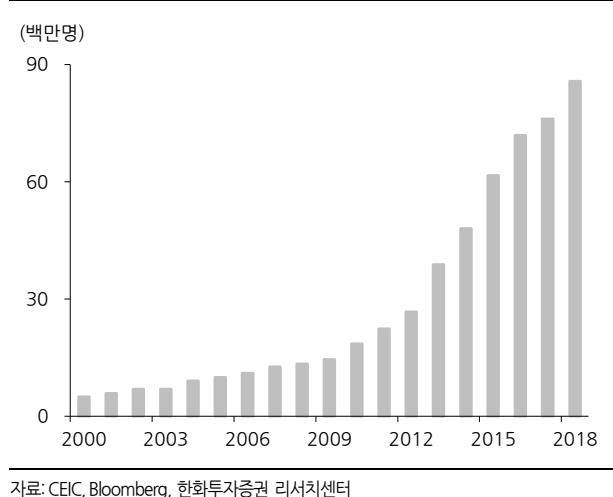
[그림113] 전세계 해외여행객수 추이 및 전망



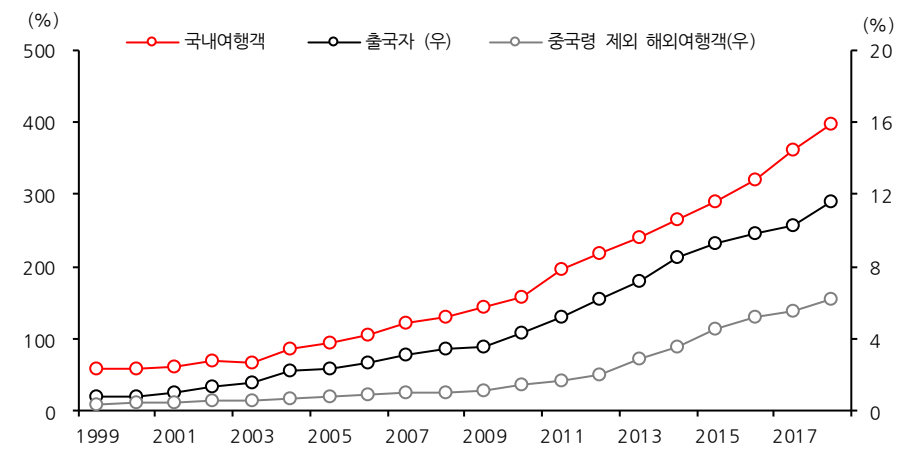
[그림114] 중국인 해외 아웃바운드 추이 및 전망



[그림115] 자국령을 제외한 중국인 해외아웃바운드 추이

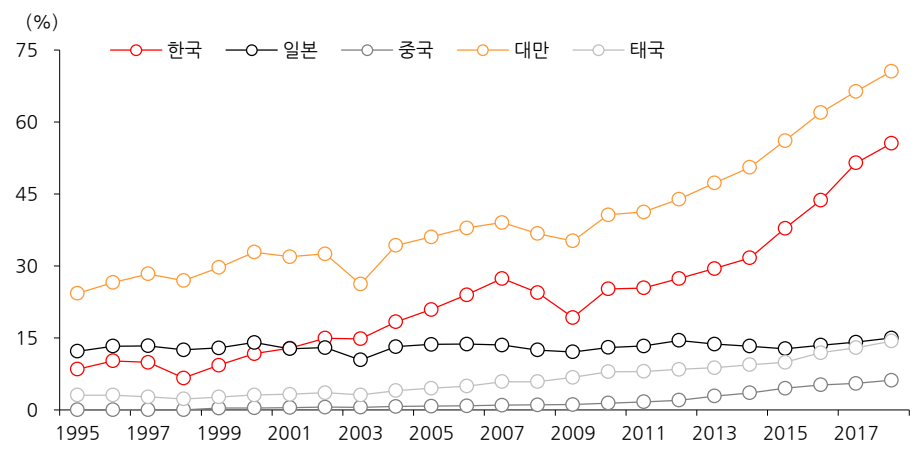


[그림116] 중국 인구 대비 국내여행객 / 출국자 / 해외여행객(홍콩, 마카오 제외)



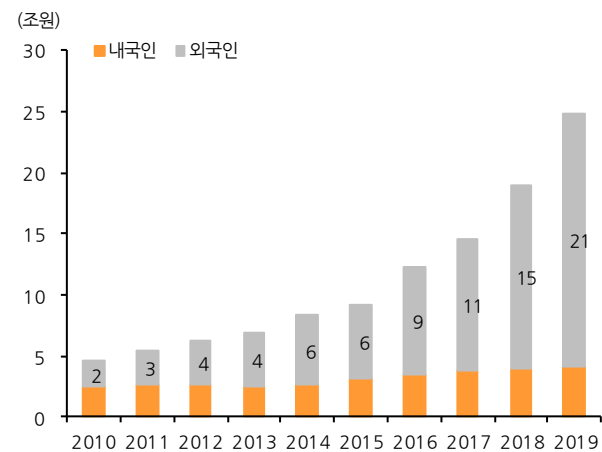
자료: CEIC, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림117] 중국 주변국가 인구수대비 출국률



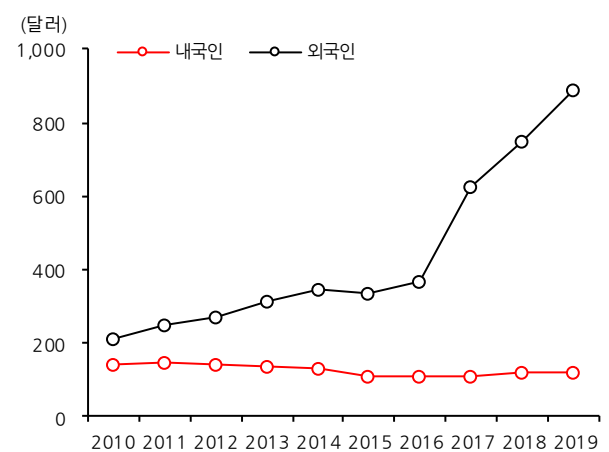
자료: CEIC, Bloomberg, 각국통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림118] 연간 면세점 내외국인 매출 추이



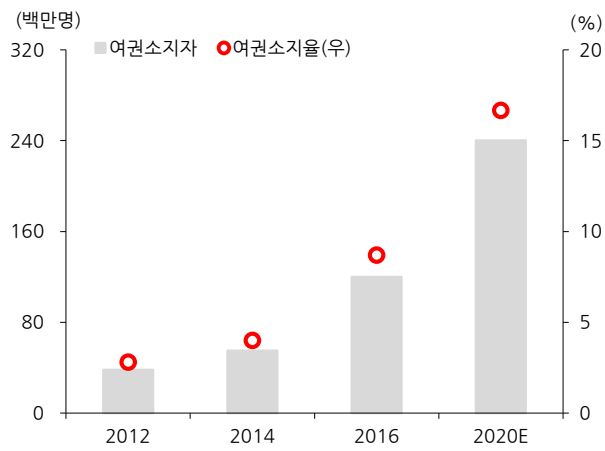
자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림119] 연간 면세점 내외국인 1인당 매출 추이



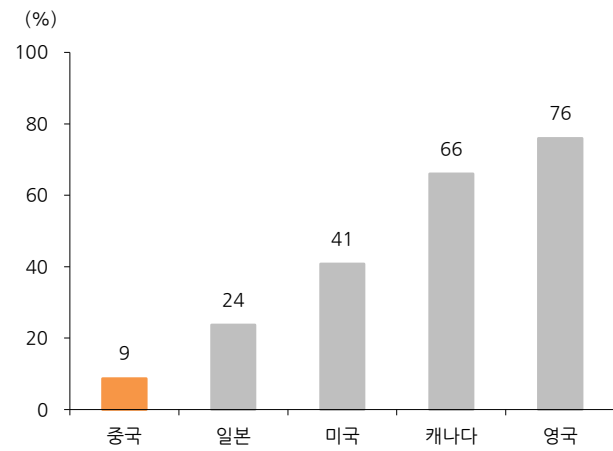
자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림120] 중국 여권 소지율



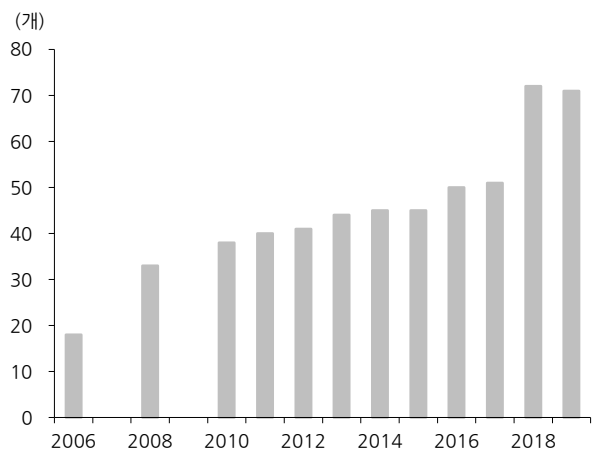
주: 2020년은 Ctrip의 추정치 / 자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림121] 해외주요국 여권 소지율



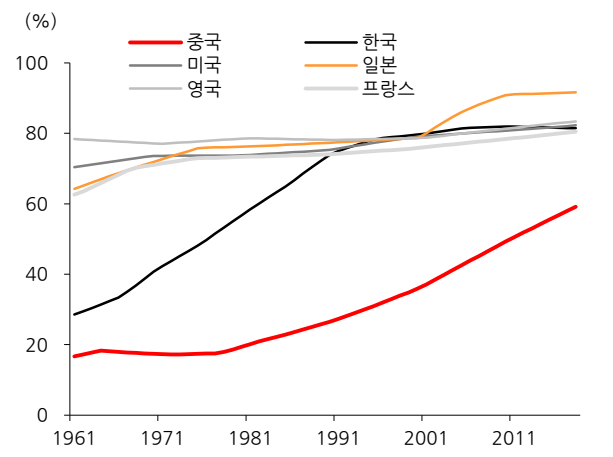
주: 2016년 기준 / 자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림122] 중국 여권 이용 무비자 방문 가능 국가(HPI): 증가 추세



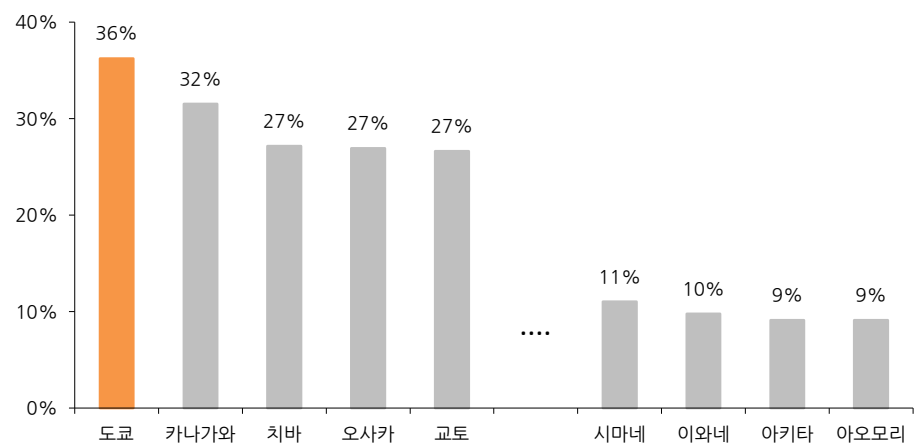
자료: Henley Passport Index, 한화투자증권 리서치센터

[그림123] 주요 국가별 도시화율: 중국 도시화 여력이 존재



자료: World Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림124] 일본 지역별 여권소지율: 인프라가 구축된 도시 지역이 상대적으로 높은 여권소지율



자료: 일본 법무부, 일본 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[표26] 호텔롯데 주요 면세 사업장 정리

사업장	소재지	m ²	평
명동본점	서울시 중구 을지로 30	13,172	3,992
월드타워점	서울시 송파구 올림픽로 300	12,324	3,735
인천공항점	인천시 중구 공항로 272	8,849	2,682
제주점	제주특별자치도 제주시 도령로 83	6,612	2,000
코엑스점	서울시 강남구 봉은사로 524	5,828	1,763
부산점	부산시 부산진구 가야대로 772	5,600	1,700
인천공항 제 2 여객터미널점	인천시 중구 공항로 272	1,407	426
김해공항점	부산시 강서구 대저 2동 2350	980	297
김포공항점	서울시 강서구 하늘길 38	400	121

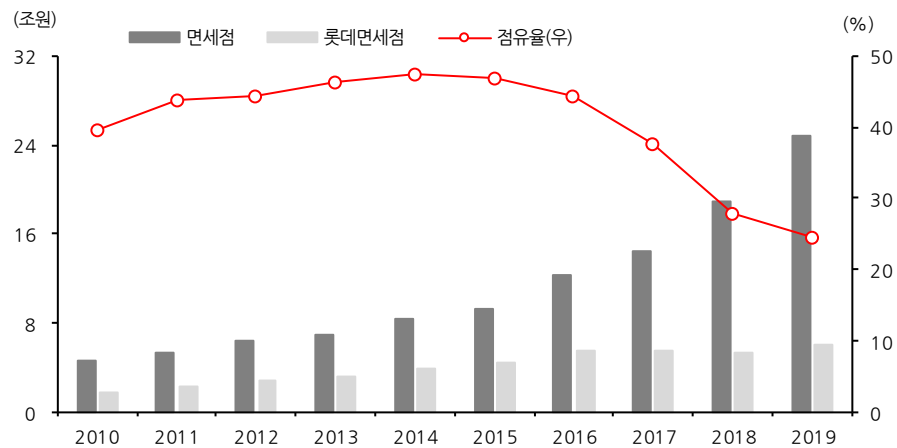
자료: 호텔롯데, 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[표27] 호텔롯데 해외 면세 사업장 정리

사업장	소재지	진출연도	m ²
자카르타 시내점	인도네시아, 자카르타	2013.06	2,090
광공항점	미국, 광	2013.07	2,393
간사이공항점	일본, 오사카	2014.09	325
긴자점	일본, 동경	2016.03	4,420
다낭공항점	베트남, 다낭	2017.05	1,091
방콕 시내점	태국, 방콕	2017.06	2,060
나트랑공항점	베트남, 나트랑	2018.06	1,680
브리즈번공항점	호주, 브리즈번	2019.01	2,795
다윈공항점	호주, 다윈	2019.01	693
멜버른 시내점	호주, 멜번	2019.01	328
캔버라공항점	호주, 캔버라	2019.01	106
웰링턴공항점	뉴질랜드, 웰링턴	2019.01	1,402
하노이공항점	베트남, 하노이	2019.07	505

자료: 호텔롯데, 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림125] 롯데면세점 면세점 산업 점유율 추이



자료: 호텔롯데, 한화투자증권 리서치센터

호텔 사업부는 지속적인 투자로 실적 개선이 쉽지 않겠지만

둘째, 호텔사업부이다. 호텔롯데는 리조트를 포함해 총 5개 브랜드, 27개 호텔, 1.06만객실을 보유하고 있다. 국내 호텔객실수가 2018년 기준 약 15.3만 개라는 점에서 국내 기준 객실수 점유율은 약 4.5%를 차지하고 있다. 호텔업은 대표적인 장치산업이다. 객실수를 증가시키는 과정에서 막대한 자금이 소요되고, 원가에서 차지하는 고정비(인건비 + 관리비) 비중이 높다는 점에서 투자가 지속되는 구간에서 실적 개선은 쉽지 않은 특장을 가진다.

호텔사업부 실적을 보면 2019년 누적 매출액은 9,060억 원, 영업손실액 392억 원을 기록하고 있다. 하지만, 이는 지속적인 투자에 따른 상각비용 부담에 따른 영향이 크다. 동시기 감가상각비 및 무형자산상각비는 1,960억 원으로 EBITDA는 1,570억 원이다. 2018년 연간 EBITDA가 529억 원이다. 동 수치가 개선되고 있는 것은 사용권 자산에 따른 회계처리 변경도 일부 반영되었을 것이다. 하지만, 중요한 부분은 실질적인 현금흐름은 플러스를 기록하고 있다는 점이다.

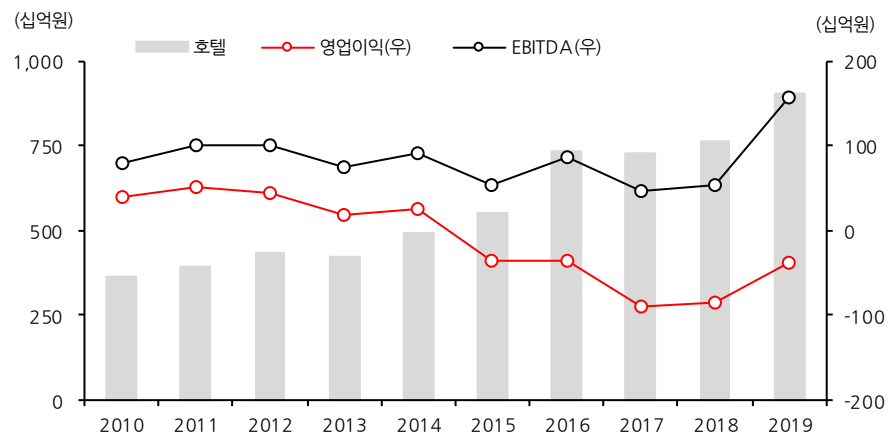
중장기적으로 해외 시장 입지 구축 목표에는 호재

호텔롯데가 지속적인 투자를 진행하는 이유는 중장기적으로 체인호텔 사업으로 전환하기 위해서이다. 국내뿐만 아니라 글로벌 시장에 진출하기 위해서는 반드시 필요한 작업이고, 그러기 위해서는 호텔 및 브랜드 포트폴리오를 확대하는 것이 선행되어야 한다. 2009년 롯데시티호텔을 시작으로 L7, 시그니엘 등 다양한 브랜드 런칭에 집중하고 있다. 또한, 2010년 러시아 롯데호텔모스크바, 베트남 롯데제전드호텔사이공, 롯데호텔광등 해외 진출도 동시에 진행하고 있다. 호텔롯데는 추후 점진적인 지역 비중 변화를 계획하고 있어 당분간 해외사이트 확대에 집중할 가능성이 높다.

현금흐름을 가지고 판단할 때 유의미한 환경 개선이 이루어지고 있다고 평가

투자가 진행되는 시기에는 영업실적 개선을 크게 이루어질 가능성은 제한적이지만, ▶ 현금흐름을 가지고 판단할 때 실적 성장이 이어지고 있고, ▶ 체인호텔로 사업 변화를 모색하고 있다는 점과, ▶ 국내외 산업환경이 개선되고 있다는 점을 감안할 때 긍정적인 이라 판단한다.

[그림126] 호텔롯데 호텔사업부 영업실적 추이



자료: 호텔롯데, 한화투자증권 리서치센터

[표28] 호텔롯데 주요 국내 사업장 정리

(단위: 객실)

사업장	소재지	객실
시그니엘서울	서울특별시 송파구 올림픽로 300	235
롯데호텔서울	서울특별시 중구 을지로 30	1,015
롯데호텔월드	서울특별시 송파구 올림픽로 240	469
롯데호텔부산	부산광역시 부산진구 가야대로 772	650
롯데호텔제주	제주특별자치도 서귀포시 중문관광로 72 번길 35	500
롯데호텔울산	울산광역시 남구 삼산로 282	200
롯데시티호텔마포	서울특별시 마포구 마포대로 109	282
롯데시티호텔김포공항	서울특별시 강서구 하늘길 38	190
롯데시티호텔제주	제주특별자치도 제주시 도령로 81	255
롯데시티호텔대전	대전광역시 유성구 엑스포로 123 번길 33	304
롯데시티호텔구로	서울특별시 구로구 디지털로 300	283
롯데시티호텔울산	울산광역시 남구 삼산로 204	354
롯데시티호텔명동	서울특별시 중구 삼일대로 362	430
L7 명동	서울특별시 중구 퇴계로 137	245
L7 강남	서울특별시 강남구 테헤란로 415	330
L7 홍대	서울특별시 마포구 양화로 141	336

주: 2019년 사업보고서 기준

자료: 호텔롯데, 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[표29] 호텔롯데 주요 해외 사업장 정리

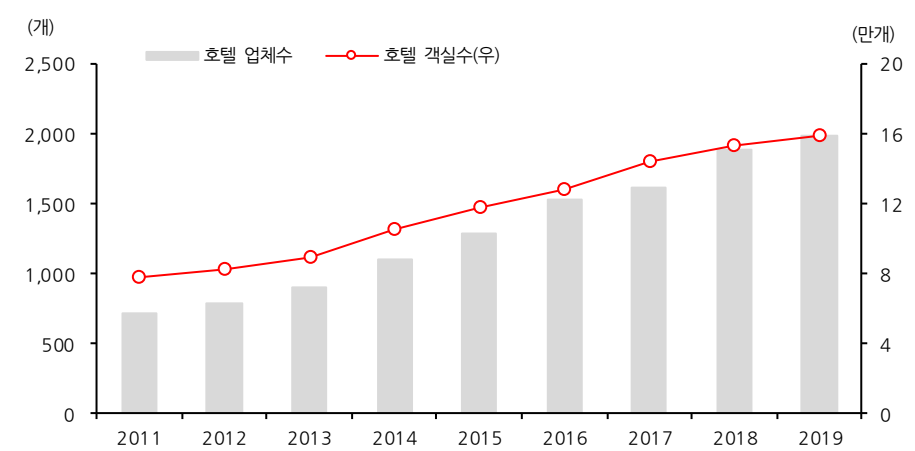
(단위: 객실)

사업장	소재지	객실
롯데호텔모스크바	러시아, 모스크바	300
롯데호텔상트페테르부르크	러시아, 상트페테르부르크	150
롯데호텔블라디보스토크	러시아, 블라디보스토크	153
롯데호텔사마라	러시아, 사마라	193
롯데호텔하노이	베트남, 하노이	318
롯데레전드호텔사이공	베트남, 호치민	283
롯데호텔괌	미국, 괌	222
롯데뉴욕팰리스	미국, 뉴욕	909
롯데호텔시애틀	미국, 시애틀	(‘20.06개장)
롯데호텔양곤	미얀마, 양곤	343
롯데시티호텔타슈켄트	우즈베키스탄, 타슈켄트	232
롯데시티호텔긴사초	일본, 도쿄	213
롯데아라이리조트	일본, 아라이	257

주: 2019년 사업보고서 기준

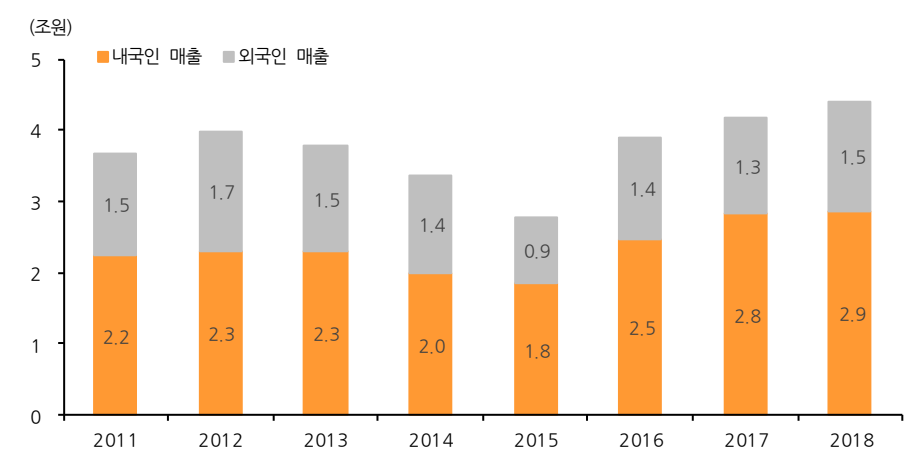
자료: 호텔롯데, 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림127] 연도별 호텔업 등록 현황



자료: 한국관광호텔업협회, 호텔롯데, 한화투자증권 리서치센터

[그림128] 연도별 호텔 내외국인 매출 추이



자료: 문화체육관광부, 한국관광호텔업협회, 호텔롯데, 한화투자증권 리서치센터

[표30] 호텔 관리손익 및 객실원가 추정의 예시

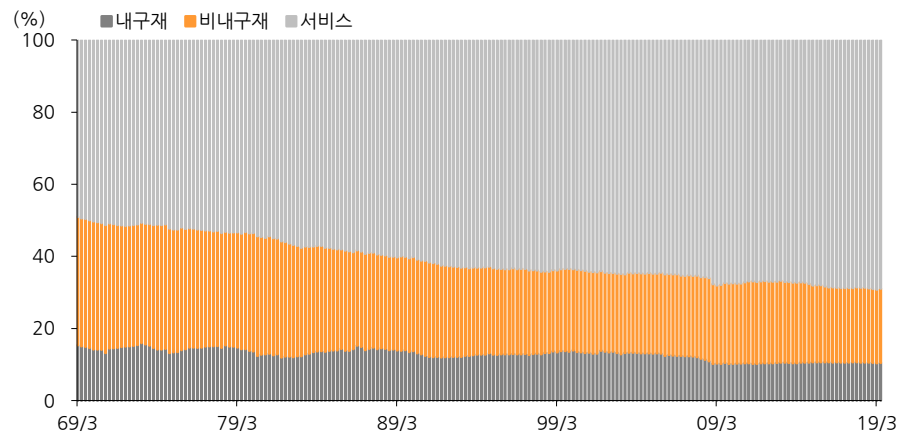
(단위: 백만원, %)

관리 손익 지표	금액 (백만원)	매출대비 (%)	원가비중 (%)
객실매출	8,000	100.0	
운영비(판매+인건+관리비)	3,700	46.3	
판매비	500	6.3	14
인건비	1,900	23.8	51
관리비	1,300	16.3	35
운영이익	4,300	53.8	
기타비(이자+감가상각비)	3,800	47.5	
이자비	300	3.8	
감가상각비	3,500	43.8	
손익	500	6.3	

주: 연 객실매출 80억원(8만실 판매) / 연 객실비용 75억원 / 세전 손익 5억원 가정

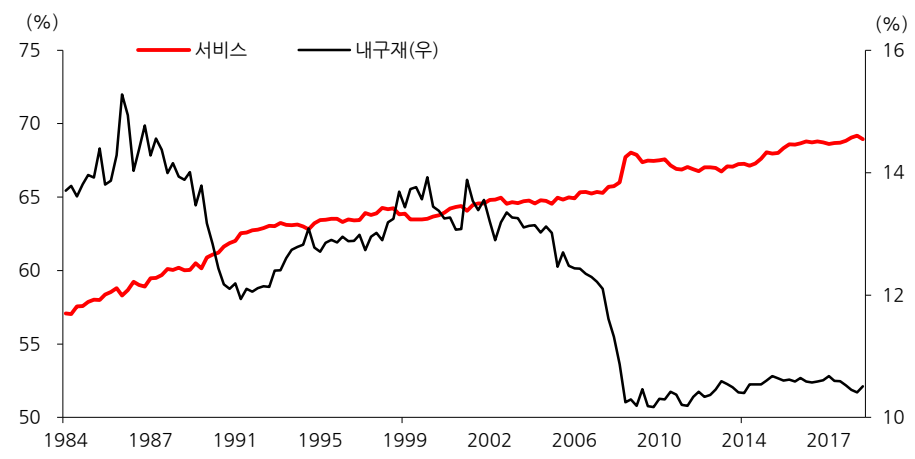
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림129] 미국 내구재/비내구재/서비스 지출 추이



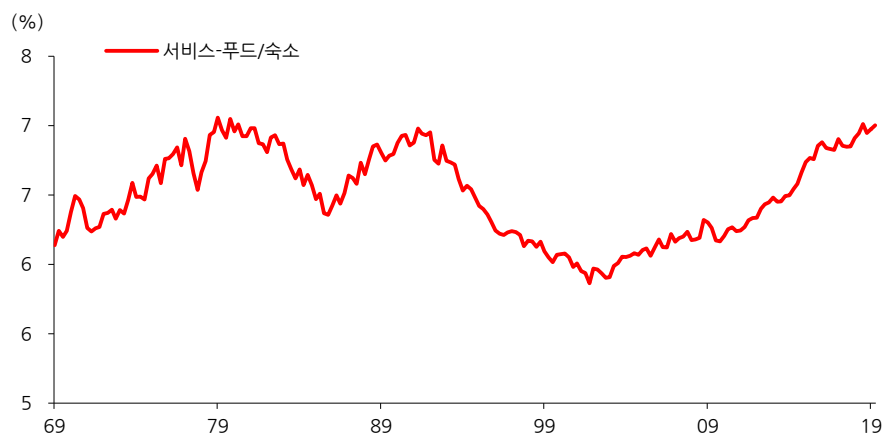
자료: BEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림130] 미국 소비의 변화: 서비스 vs. 내구재



자료: 미국 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림131] 미국의 소비 지출 내에서의 푸드/숙소 서비스 지출 추이



자료: BEA, 한화투자증권 리서치센터

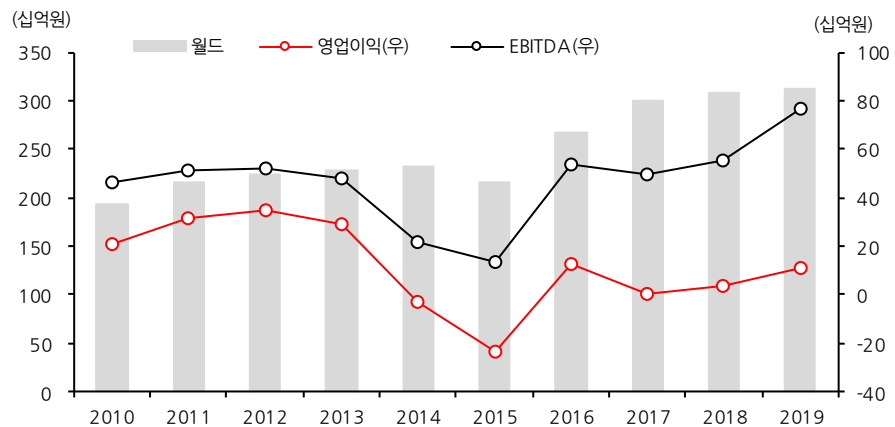
경험적 가치를 소비하는
형태로 인해 신규
테마파크의 성장성을 높일
기회로 판단

셋째, 월드사업부 즉 테마파크이다. 월드사업부는 ‘잠실 롯데월드 어드벤처’, ‘롯데월드몰 아쿠아리움’, ‘은평롯데몰 언더씨킹덤’, ‘롯데월드타워 서울스카이 전망대’를 운영하고 있다. 테마파크 시장은 상위 3개 업체가 과점하고 있으며, 지방권을 중심으로 ‘대구 이월드’, ‘경주월드’ 등 중소형 업체가 있다. 테마파크 시장의 영업환경은 긍정적으로 평가하기는 어렵다. 그러한 이유는 1) 주요 고객군(25~54세) 수요가 감소하고 있고, 2) 소비경기 침체에 따른 가처분소득 감소가 나타나고 있기 때문이다.

하지만, ▶ 소비시장이 상품중심에서 경험적 가치를 소비하는 형태로 변화하고 있고, ▶ 상대적으로 진입장벽이 높다는 점과, ▶ 신규 테마파크 프로젝트를 진행하고 있다는 점에서 동사의 테마파크 성장 가능성은 높다고 판단한다.

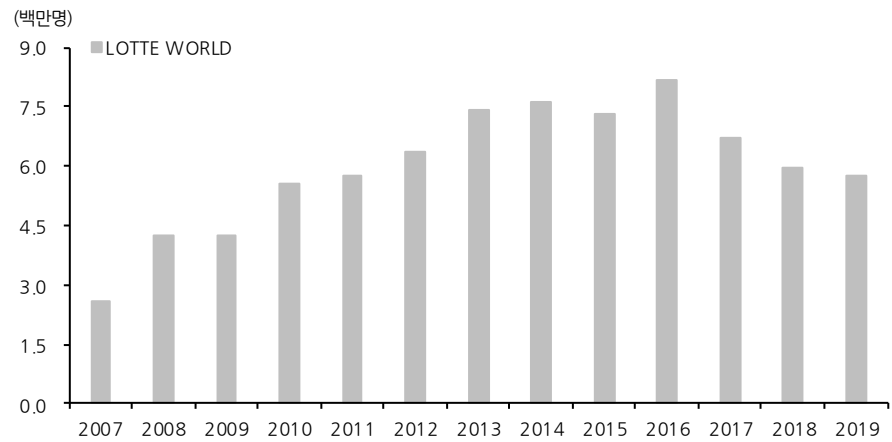
테마파크의 성장은 내년부터 본격화될 가능성이 높다. 그러한 이유는 오시리아테마파크 준공이 2021년 5월에 이루어질 것으로 보이기 때문이다. 오시리아테마파크는 총 6개 테마, 28개 어트랙션과 2개의 대형 라이드를 구축할 계획을 가지고 있고, 연간 관광객은 약 350만 명을 예상하고 있다. ‘잠실 롯데월드 어드벤처’ 연간 방문객수는 약 600만 명, 매출액은 약 3,000억 원 수준이다. 오시리아테마파크가 연간 350만 명 방문객을 목표로 하고 있어, 연간 매출액은 1,500~1,800억 원에 달할 전망이다.

[그림132] 호텔롯데 월드사업부 영업실적 추이



자료: 호텔롯데, 한화투자증권 리서치센터

[그림133] 롯데월드 연간 방문객 수 추이



자료: TEA/AECOM <Global Attractions Attendance Report>, 한화투자증권 리서치센터

[그림134] 오시리아테마파크 위치(동부산 관광단지)



자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림135] 오시리아테마파크 조감도



자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[표31] 오시리아 테마파크 개요

항목	세부사항
주소	부산광역시 기장군 기장읍 시랑리 산50-1(오시리아관광단지)
개장	2021년 5월예정
규모	대지면적 약 100,000m ²
구성	총 6개 테마로 구성
아트랙션	28개 아트랙션, 2개 대형 라이드
연 방문객	350만 명
예상 매출	1,300~1,500억 원
소유주	호텔롯데 월드사업부
설계	LEGACY Entertainment
건축	동부건설

자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

V. 호텔롯데의 적정가치는 얼마일까?

영업가치와 자산가치를 고려한 호텔롯데 가치 산정

>> 호텔롯데 영업가치는 약 6.5 조원

호텔롯데 상장은
롯데그룹 지배구조 완성을
의미

호텔롯데의 적정가치는 얼마로 판단해야할까? 호텔롯데의 적정가치는 시장에서 항상 논란이 되는 부분이다. 그러한 이유는 롯데그룹의 지배구조 완성을 위해서는 호텔롯데 상장을 통해 롯데홀딩스(일본)와의 관계를 끊어야 하고, 향후 롯데지주 계열사로 편입되는 작업이 진행되어야 하기 때문이다.

글로벌 호텔 업체들의
평균 PER은 20~40배
사이에 거래

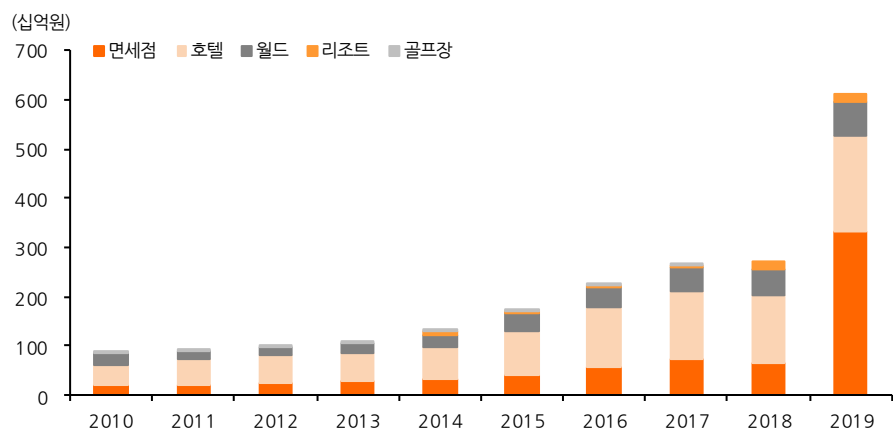
호텔롯데의 적정가치를 산정하는 방법론에 대해서 고민해 볼 필요가 있다. 우선 내수기업이라는 특성을 감안해 PER 밸류에이션을 적용해보자. 호텔롯데의 대부분의 이익이 면세점 사업에서 창출된다는 점과 글로벌 호텔 업체들의 PER 수준이 20~40배 사이에서 거래된다는 점을 감안하여 Target PER 30배를 부여하는 것은 크게 공격적으로 보기는 어렵다. 하지만, 2019년 당기순손실이 약 211억 원 발생하였다는 점에서 PER 밸류에이션을 통한 적정가치 산정은 합리적이지 못하다는 의견이다.

현금흐름이 이익을 앞서는
사업특성을 고려하여
EV/EBITDA 기준 6.5조 원

다음으로 EV/EBITDA를 적용하는 방식이다. 호텔롯데는 사업구조별 상이한 부분이 있지만, 호텔과 월드사업부 그리고 리조트사업부의 경우 장치산업적 특성을 가지고 있다. 이에 현금흐름이 영업이익을 크게 앞서가고 지속적인 투자(호텔)로 인해 감가상각비 절대금액이 증가한다. 이에 영업이익보다는 EBITDA 밸류에이션 모델을 적용하는 것도 합리적이라 판단한다.

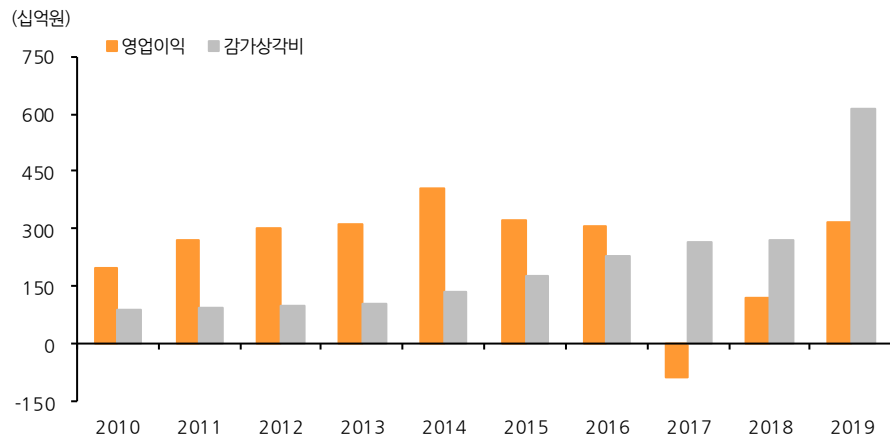
2019년 기준 호텔롯데 EBITDA는 약 9,300억 원에(사용권자산 약 2,775억 원) 달한다. 글로벌 Peer들의 EV/EBITDA 수준은 10배(Hyatt Hotels)에서 20배(Marriott International) 사이에서 거래되고 있다. 글로벌 Peer 하단 수준을 고려해 적용할 경우 보수적으로 영업가치 적정 수준은 6.5조원으로 산정할 수 있다.

[그림136] 호텔롯데 사업부문별 감가상각비



자료: 호텔롯데, 한화투자증권 리서치센터

[그림137] 호텔롯데 영업이익 및 감가상각비 비교



자료: 호텔롯데, 한화투자증권 리서치센터

» 호텔롯데 자산가치를 반드시 고려

앞서 언급한 수치를 가지고 영업가치를 산정하면 약 6.5조원을 적정가치로 판단할 수 있다. 다만 현재 실적이 아닌 2019년 실적을 기준으로 산정한 만큼 실제 가치는 변동될 가능성이 있다. 여기서 추가적으로 고려해야 할 부분이 있다.

바로 호텔롯데가 보유하고 있는 자산이다. 호텔롯데 가치평가에 있어서 가장 중요하게 판단해야 하는 부분 중 하나이다. 일반적으로 영업가치를 산정하는 경우 보유자산 가치는 고려하지 않는다. 그러한 이유는 보유자산을 활용해 영업가치가 창출되기 때문이다. 하지만, 호텔업의 경우 이를 고려해야 하는 것이 합당하다고 판단한다.

호텔업은 앞서 언급했듯이, 호텔의 사업구조는 다양하다. 호텔을 운영하는 방식에 따라 직접운영과 위탁운영으로 나누어볼 수 있으며, 직접운영은 다시 오너운영과 프랜차이즈, 위탁운영은 Third Party Management로 브랜드를 재위탁하는 경우와 브랜드 업체에게 위탁하는 형태로 나뉘어진다.

호텔롯데는 현재 직접운영 중 자체브랜드를 확장하는 형태의 오너운영을 하고 있어, 호텔수와 객실수를 확장시키는 단계로 볼 수 있다. 국내의 경쟁업체인 호텔신라와 조선호텔의 경우 일부 호텔을 마스터리스 방식으로 운영을 하고 있어 자산을 편입하지 않는 구조이지만(Third Party Management와 브랜드 사업 결합한 형태) 호텔롯데는 호텔체인 사업을 염두에 두고 있어 자산을 보유하고 운영하는 방식을 택하고 있다. 이에 2019년 기준 호텔부문 보유자산 규모는 약 15.9조원 관련 부채는 약 8.8조원으로 순자산 규모는 약 7.2조원 수준에 이른다.

물론, 자산규모가 쌓이는 구조라는 이유로 밸류에이션에 반영할 수는 없다. 하지만, 일반적으로 호텔업체들이 체인호텔로 전환되는 시점에 기존 자산을 매각해 투자자금 및 주주환원정책에 힘을 쏟아붓는 Asset Light 전략을 실행한다는 점에서 이를 반영하는 것이 합리적이라 생각한다.

[표32] 호텔 운영 방식의 비교

	직접운영		위탁운영	
운영형태	오너가 직접운영	브랜드 도입 (프랜차이즈)	국내호텔 운영사 고용	글로벌 호텔체인 운영사 고용
장점	- 운영수수료 절감 - 자율적 경영	- 국내의 안정적 영업수익 확보 - 멤버십 프로그램 이용에 따른 혜택 - 전문적인 경영 노하우 일부 전수 - 광고비 절약 - 부동산 자산가치 증대 (브랜드 프리미엄) - 자율적 경영	- 국내 호텔 운영의 노하우 - 국내 시장 맞춤형 운영	- 글로벌 호텔 운영/자산관리 노하우 - 국내 온라인 여행사 의존도 낮음 (여행사 수수료 절감) - 멤버십 고객 유치를 안정적 매출 - 강력한 브랜드 인지도 (마케팅, 광고비용 절감) - 구매의 투명성 / 불필요한 시간 절약 - 부동산 자산가치 증대 (글로벌 브랜드 프리미엄) - 책임 경영
단점	- 시간 소비 - 구매과정에서 불필요한 경비 지출 (구매력 측면의 한계) - 영업력의 한계 - OTA로 인한 수익률 감소	- 브랜드 수수료 지급 (투자대비 수익 vs. 경비 고려 필요)	- 국내에 한정된 영업력의 한계 - 주중 객실판매 저조할 가능성 - 국내 온라인 대행사에 의존 - 운영수익 일부 및 수수료 지급	- 운영수익 일부 및 경영 수수료 지급

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표33] 주요 호텔 업체 밸류에이션

구분		MARRIOTT	HILTON	HYATT	WYNDHAM	CHOICE	IHG	ACCOR	HUAZHU
통화		USD	USD	USD	USD	USD	GBP	EUR	USD
주가 (Ld)		90.7	75.3	53.8	28.2	77.9	44.9	21.6	244.6
시가총액(Ld Bn)		29.4	20.9	5.4	2.4	4.3	6.7	5.9	10.2
주가수익률	1M	13.7	4.2	-1.7	26.6	11.1	3.0	-17.1	12.8
	3M	-38.3	-32.8	-42.1	-42.6	-27.0	-28.5	-44.5	-7.0
	6M	-31.7	-24.1	-31.2	-40.8	-15.7	-21.7	-44.5	-1.5
EPS (Ld)	2019A	3.8	3.1	7.3	5.5	4.0	2.1	1.6	6.2
	2020E	1.1	1.1	-2.5	-0.2	2.5	1.3	-0.3	1.0
	2021E	3.9	2.7	-0.2	3.9	3.9	2.5	0.9	7.5
BPS (Ld)	2019A	2.2	-1.7	39.0	-6.0	-0.4	-7.9	23.5	24.9
	2020E	1.1	-2.5	35.1	11.2	1.4	-6.6	23.1	29.0
	2021E	2.1	-2.9	33.9	9.9	4.7	-4.7	22.9	31.9
DPS(Ld)	2019A	1.9	0.6	0.8	1.8	0.9	1.3	1.1	0.3
	2020E	0.6	0.2	0.2	1.8	0.2	0.6	0.3	1.7
	2021E	1.4	0.3	0.5	1.8	0.6	1.0	0.7	2.6
PER (x)	2019A	38.3	35.3	47.1	9.6	22.9	32.8	28.2	54.3
	2020E	83.8	69.8	-	-	31.6	34.4	-	242.9
	2021E	23.2	27.6	-	7.2	19.9	18.1	24.3	32.6
PBR (x)	2019A	69.8	-	2.3	-	-	-	1.8	11.2
	2020E	82.9	-	1.5	2.5	56.6	-	0.9	8.4
	2021E	43.1	-	1.6	2.9	16.5	-	0.9	7.7
ROE (%)	2019A	87.0	-	20.1	-	-	-	8.1	26.1
	2020E	33.0	12.2	-8.6	-28.9	443.6	-18.0	-0.3	4.9
	2021E	177.1	491.1	-0.2	16.6	158.5	-39.7	3.1	22.5
EV/EBITDA (x)	2019A	25.5	18.5	14.0	7.8	17.7	20.8	-	37.1
	2020E	25.3	24.6	35.5	18.8	21.2	21.6	25.8	39.7
	2021E	14.6	15.4	12.1	7.1	15.5	13.3	11.0	18.7

주: 5월 19일 종가 기준

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, 한화투자증권 리서치센터

>> 호텔롯데 적정가치는 약 12.9 조원

호텔롯데의 영업가치와
자산가치를 고려한
적정가치는 12.9조 원

이에 호텔롯데의 기업가치는 영업가치와 자산가치를 동시에 고려한 Sum of Part Valuation을 적용해야 할 것이다. 여기서 자산가치는 호텔사업부만을 합산하고, 보수적으로 산정하기 위해 부채는 총 부채를 사용하였다.

2019년 영업가치는 약 6.5조원 자산가치는 16조원에서 금융부채(사채+차입금+유동금융부채) 6.3조원을 차감하면 순자산은 9.5조원이다. 다만, 자산가치를 20% 할인한 후 순자산가치를 산정하면 약 6.4조원으로 추정한다. 호텔롯데 영업가치 약 6.5조원과 자산가치를 합산할 경우 2019년 적정가치는 12.9조원으로 판단할 수 있다.

종합적으로 향후 롯데그룹에서 주목할 회사로 1) 롯데지주, 2) 롯데리츠, 3) 롯데글로벌로지스, 4) 롯데쇼핑을 제시한다.

[표34] 호텔롯데 적정 가치 밸류에이션

(단위: 십억원, 배)

항목	금액	비고
1) 자산가치		
호텔부문 자산가치	159,280	(a) 호텔 부문의 자산가치 합산
할인율	20%	
순자산가치	127,424	(b) =(a)*0.2 할인율은 감안한 순자산 가치
차입금성 부채	63,148	(c) 보수적으로 호텔롯데 전 부문의 총 부채 적용
순자산가치	64,276 ≒ 64,000	(d) = (b) - (c)
2) 영업가치		
2019년 EBITDA	9,313	(e)
사용권자산	2,775	(f)
REBITDA	6,538	(g) = (e) - (f)
Target Multiple	10	
영업가치	65,380 ≒ 65,000	(h) = (g) * 10
적정가치	129,000	(d) + (e)

자료: 호텔롯데, 한화투자증권 리서치센터

VIII. 분석대상 종목

1. 롯데지주 (004990)
2. 롯데리츠 (330590)
3. 롯데글로벌로지스 (비상장)
4. 롯데쇼핑 (023530)

롯데지주 (004990)

롯데지주: 그룹의 전략적 변화에 따라 펀더멘탈 강화



▶ Analyst 남성현 gone267@hanwha.com 3772-7651 / RA 박준기 jungi.park@hanwha.com

Buy (신규)

목표주가(신규): 43,000원

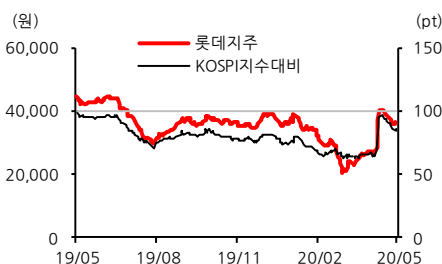
현재 주가(5/20)	37,200원
상승여력	▲ 15.6%
시가총액	39,026억원
발행주식수	104,909천주
52 주 최고가 / 최저가	45,200 / 20,350원
90 일 일평균 거래대금	386.37억원
외국인 지분율	10.9%
주주 구성	
신동빈 (외 66 인)	42.6%
자사주 (외 1 인)	32.5%
류제돈 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	30.8	7.8	-2.4	-20.6
상대수익률(KOSPI)	29.6	20.1	7.9	-14.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	8,856	9,428	10,128	10,795
영업이익	175	173	193	217
EBITDA	785	754	725	711
지배주주순이익	-360	57	121	141
EPS	-3,415	546	1,147	1,337
순차입금	3,292	3,270	3,273	3,421
PER	-11.4	68.1	32.4	27.8
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.4	9.6	10.0	10.4
배당수익률	n/a	n/a	2.7	3.2
ROE	-5.2	0.9	1.8	2.1

주가 추이



투자의견 BUY, 목표주가 43,000원으로 종목분석 개시

롯데지주에 대한 투자의견 BUY 및 목표주가 43,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 자산가치와 지주사 영업가치를 합산한 Sum of the Parts Valuation을 적용하였다.

당사에서는 롯데지주에 주목해야 한다는 의견을 제시한다. 그러한 이유는 1) 주요 관계사 실적이 둔화되고 있지만 롯데글로벌로지스, 롯데리츠, 롯데정보통신 등 주요 자회사 성장이 이루어질 것으로 기대되고, 2) 유통사업부 구조조정에 따른 효과와, 3) 자산가치를 고려할 경우 저평가 상태로 판단하며, 4) 향후 호텔롯데 상장을 통한 지배구조 완성을 기대할 수 있기 때문이다.

롯데글로벌로지스, 롯데리츠 역할 증가 기대

당사에서는 장기적으로 특히 롯데글로벌로지스, 롯데리츠 역할이 증가할 것으로 예상된다. 그렇게 판단하는 이유는 1) 롯데그룹이 유통부문을 오프라인에서 온라인 중심으로 사업구조를 재편하는 과정에 있고, 2) 롯데리츠의 경우 자산 편입에 따른 배당가능이익의 증가가 기대되기 때문이다.

중장기적으로 롯데지주 영업가치는 ▶ 오프라인 사업부 구조조정을 통한 수익성 개선, ▶ 온라인 사업부 성장과, ▶ 호텔롯데 상장 이후 지주사 편입을 통한 성장 가능성이 높다고 판단한다.

또한, 장기적으로 롯데케미칼도 주목되는 부분이다. 대산 HPC Project(투자비용 2.7조원) 2021년 하반기, GS에너지 JV(투자비용 0.8조원) 2022년 상반기에서 2023년 하반기, Line Project(투자금액 약 4조원) 2023년 하반기 준공이 완료되면 2022년부터 생산 Capa는 점진적으로 증가해 2024년 정점을 찍을 것으로 전망한다. 관련 제품분야의 업황에 따른 가격 요인이 중요한 부분이지만, 구조적으로 생산량 확대 및 이익창출능력이 증가할 가능성이 높아 롯데지주에 미치는 영향은 더욱 높아질 것으로 판단한다.

[표35] 롯데지주 연간 실적추이

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
연결매출액	72,712	88,562	94,284	101,280	107,948
YoY, %		21.8	6.5	7.4	6.6
롯데지주 매출	2,629	3,897	3,232	3,574	3,989
_ 배당수익	948	2,251	1,460	1,715	1,923
_ 상표권수익	1,040	1,039	1,157	1,197	1,338
_ 경영지원수익	486	418	426	461	504
_ 기타	155	189	188	201	223
연결자회사	71,876	87,499	92,663	99,545	106,025
매출원가	52,954	62,637	67,262	72,761	77,933
YoY, %		18.3	7.4	8.2	7.1
매출총이익	19,758	25,925	27,022	28,518	30,016
YoY, %		31.2	4.2	5.5	5.3
매출총이익률, %	27.2	29.3	28.7	28.2	27.8
판매 및 일반관리비	18,773	24,176	25,295	26,593	27,848
YoY, %		28.8	4.6	5.1	4.7
_ 인건비	5,150	6,925	7,073	7,224	7,376
_ 판매촉진비	344	373	385	397	408
_ 감가상각비	1,223	4,063	4,185	4,311	4,440
_ 무형자산상각비	563	615	633	652	672
_ 기타	18,773	24,176	13,018	14,010	14,951
영업이익	983	1,748	1,727	1,925	2,168
YoY, %	77.8	-1.2	11.4	12.6	77.8
영업이익률, %	1.4	2.0	1.8	1.9	2.0

자료: 롯데지주, 한화투자증권 리서치센터

[표36] 롯데지주 밸류에이션 Table

(단위: 억원, 배, 십만주)

구분	회사별	지분율	시가/장부가	기업가치
_ 상장사 자산가치				
	롯데제과	48.4%	7,957	3,853
	롯데칠성	24.9%	8,953	2,233
	롯데푸드	23.1%	4,194	968
	롯데쇼핑	40.0%	27,229	10,892
	롯데케미칼	23.8%	67,180	15,962
	롯데정보통신	65.0%	5,543	3,600
	- 할인률 20% 적용			30,006
_ 비상장사 자산가치				
	롯데 GRS	54.4%	341	
	대흥기획	68.7%	1,059	
	롯데글로벌로지스	44.6%	2,778	
	롯데상사	41.4%	225	
	롯데역사	44.5%	1,400	
	코리아세븐	79.7%	2,685	
	롯데자산개발	60.5%	1,472	
	기타국내		2,815	
	기타해외		1,279	
	- 할인률 30% 적용			9,837
롯데지주 영업가치				
	_ 영업이익		153	
	_ Target Multiple		10	
				1,532
순차입금				-10,504
금융자산				23,430
금융부채				33,934
적정기업가치 : 자산가치+영업가치-순차입금				30,871
	발행주식수 (단위: 십만주)	1,049		
	자기주식수 (단위: 십만주)	341		
	유통주식수 (단위: 십만주)	708		
적정주가 : 적정가치/유통주식 수			43,599	≒ 43,000

자료: 롯데지주, 각사자료, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	7,271	8,856	9,428	10,128	10,795
매출총이익	1,976	2,592	2,702	2,852	3,002
영업이익	98	175	173	193	217
EBITDA	411	785	754	725	711
순이자손익	-40	-125	-35	-34	-36
외화관련손익	-8	-11	-43	-42	-76
지분법손익	866	-488	134	185	219
세전계속사업손익	339	-546	62	131	153
당기순이익	111	-412	57	121	141
지배주주순이익	185	-360	57	121	141
증가율(%)					
매출액	289.0	21.8	6.5	7.4	6.6
영업이익	흑전	77.7	-1.2	11.4	12.6
EBITDA	478.6	90.8	-3.9	-3.9	-1.9
순이익	-77.6	적전	흑전	111.8	16.6
이익률(%)					
매출총이익률	27.2	29.3	28.7	28.2	27.8
영업이익률	1.4	2.0	1.8	1.9	2.0
EBITDA 이익률	5.7	8.9	8.0	7.2	6.6
세전이익률	4.7	-6.2	0.7	1.3	1.4
순이익률	1.5	-4.6	0.6	1.2	1.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금흐름	-827	654	655	525	478
당기순이익	111	-412	57	121	141
자산상각비	313	610	582	532	494
운전자본증감	-1,637	-579	116	21	24
매출채권 감소(증가)	125	-9	-9	-75	-68
재고자산 감소(증가)	-88	-89	-55	-42	-38
매입채무 증가(감소)	-169	-36	137	105	95
투자현금흐름	-2,248	848	-586	-561	-554
유형자산처분(취득)	-229	-257	-271	-279	-288
무형자산 감소(증가)	-30	-39	-42	-43	-45
투자자산 감소(증가)	-592	-525	-32	-33	-34
재무현금흐름	3,414	-2,164	-79	200	94
차입금의 증가(감소)	3,682	-2,091	0	200	200
자본의 증가(감소)	-7	-93	-79	0	-106
배당금의 지급	7	93	79	0	106
총현금흐름	275	631	539	504	454
(-)운전자본증감(감소)	2,995	-2,293	-116	-21	-24
(-)설비투자	240	263	271	279	288
(+)자산매각	-19	-32	-42	-43	-45
Free Cash Flow	-2,979	2,628	341	203	145
(-)기타투자	39	1,204	241	206	188
잉여현금	-3,019	1,425	100	-3	-42
NOPLAT	71	127	160	178	201
(+) Dep	313	610	582	532	494
(-)운전자본투자	2,995	-2,293	-116	-21	-24
(-)Capex	240	263	271	279	288
OpFCF	-2,850	2,767	586	452	431

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	15,477	3,127	3,221	3,544	3,712
현금성자산	1,250	1,501	1,523	1,720	1,772
매출채권	926	934	943	1,018	1,086
재고자산	424	478	533	575	613
비유동자산	12,141	12,479	12,586	12,767	13,011
투자자산	8,944	9,238	9,614	10,004	10,410
유형자산	2,589	2,390	2,148	1,962	1,821
무형자산	921	851	824	801	780
자산총계	27,618	15,606	15,806	16,311	16,723
유동부채	16,340	3,787	3,975	4,322	4,662
매입채무	1,172	1,183	1,320	1,425	1,520
유동성이자부채	3,853	1,609	1,609	1,809	2,009
비유동부채	2,845	4,026	4,061	4,096	4,133
비유동이자부채	1,332	3,184	3,184	3,184	3,184
부채총계	19,185	7,813	8,035	8,418	8,795
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	4,249	4,246	4,246	4,246	4,246
이익잉여금	6,029	4,907	4,886	5,007	5,043
자본조정	-3,186	-2,475	-2,475	-2,475	-2,475
자기주식	-1,947	-1,947	-1,947	-1,947	-1,947
자본총계	8,433	7,793	7,771	7,892	7,928

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표					
EPS	1,786	-3,415	546	1,147	1,337
BPS	60,508	63,267	63,065	64,211	64,546
DPS	800	0	0	1,000	1,200
CFPS	2,650	5,993	5,089	4,763	4,287
ROA(%)	0.7	-1.7	0.4	0.8	0.9
ROE(%)	2.8	-5.2	0.9	1.8	2.1
ROIC(%)	2.1	2.7	3.9	4.6	5.4
Multiples(x, %)					
PER	29.5	-11.4	68.1	32.4	27.8
PBR	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
PSR	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	19.9	6.5	7.3	7.8	8.7
EV/EBITDA	24.5	9.4	9.6	10.0	10.4
배당수익률	1.5	n/a	n/a	2.7	3.2
안정성(%)					
부채비율	227.5	100.3	103.4	106.7	110.9
Net debt/Equity	46.7	42.2	42.1	41.5	43.2
Net debt/EBITDA	956.5	419.4	433.5	451.6	481.1
유동비율	94.7	82.6	81.0	82.0	79.6
이자보상배율(배)	1.3	1.0	1.7	1.9	2.1
자산구조(%)					
투하자본	34.0	28.5	26.2	24.5	23.2
현금+투자자산	66.0	71.5	73.8	75.5	76.8
자본구조(%)					
차입금	38.1	38.1	38.1	38.7	39.6
자기자본	61.9	61.9	61.9	61.3	60.4

롯데리츠 (330590)

배당주를 넘어 성장주로



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152

Not Rated

현재 주가(5/20)	5,400원
상승여력	-
시가총액	9,286억원
발행주식수	171,969천주
52 주 최고가 / 최저가	6,690 / 4,475원
90 일 일평균 거래대금	30.72억원
외국인 지분율	6.7%

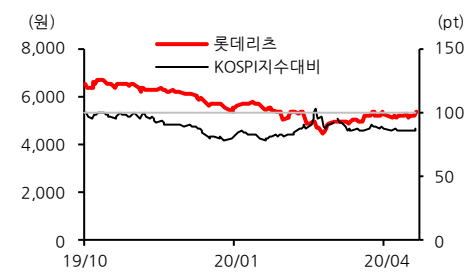
주주 구성	
롯데쇼핑 (외 1인)	50.0%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.0	-3.1	-17.4	n/a
상대수익률(KOSPI)	0.6	7.3	-9.4	n/a

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019
영업수익	22
영업이익	15
세전계속사업손익	11
당기순이익	11
EPS	86
BPS	5,014
PER	71.3
PBR	1.2
EV/EBITDA	82.1
배당수익률	2.2
자기자본비율	54.4

주가 추이



롯데그룹의 변화 속 롯데리츠의 본격적인 성장이 기대됩니다. 높고 안정적인 배당수익률을 바탕으로 국내 대표리츠로서 자리매김한 가운데 향후 다양한 자산의 편입으로 성장주로서의 매력이 부각될 전망입니다.

공들여 빚어 낸 롯데리츠

롯데리츠는 국내 상장리츠 중 가장 큰 시가총액 규모를 자랑하는 대표리츠다. 롯데쇼핑 8개 자산(백화점 4개/마트 4개/아울렛 2개)에서 나오는 임대료로 투자자들에게 배당을 지급하는 구조로, 롯데쇼핑이 앵커로 참여(지분 50%)하고 있다. 가장 큰 매력은 안정적이면서도 높은 배당수익률이다. 장기책임임대차 계약(평균 10년, 고정임대료 매년 1.5% 상승)을 체결해 공실 위험이 적고, 임차인이 관리비용을 비롯해 제세공과금, 보험료 등을 모두 부담하는 Triple Net 구조로 비용 변수도 최소화했다. 여기에 업계 내 최초 신용등급 획득 및 회사채 발행을 통해 차입 금리를 2.09%까지 낮추면서 배당수익률도 6%대까지 끌어올렸다.

배당주를 넘어 성장주로

코로나 19 여파에 따른 오프라인 유통시장 축소, 롯데쇼핑의 구조조정 등은 롯데리츠의 자산편입을 가속화시키는 요인으로 작용할 전망이다. 롯데그룹의 변화로 미루어봤을 때 리테일뿐만 아니라 물류센터, 호텔 등 타 계열사 자산의 편입 가능성도 배제할 수 없는 상황이다. 이로써 롯데리츠는 배당주뿐만 아니라 성장주로서의 매력을 더할 전망이다. 이렇게 되면 배당금 증가뿐만 아니라 멀티플 상향까지도 더해질 수 있어 의미가 크다. 해외 리츠의 사례를 살펴보더라도 소위 '핫한 섹터'로의 시장 재편성이 가속화되면서 낮은 배당수익률에도 불구하고 지속적인 주가 상승이 나타나는 종목군들이 생겨나고 있다.

매수 적기는? 지금!

중장기적인 관점에서 리츠 투자를 고려한다면 올해 예상 배당수익률이 6%대를 넘어서는 지금도 롯데리츠의 매수 적기다. 안정적인 배당 지급이 이루어지는 가운데 향후에 있을 자산 매입까지 고려한다면 그 이상의 배당수익률도 충분히 기대할 수 있기 때문이다. 롯데그룹의 변화와 그 가운데 롯데리츠의 성장 가능성에 동의한다면 굳이 매수를 미룰 필요가 없다는 판단이다.

누가봐도 공들여 빚어 낸 롯데리츠

롯데리츠 개요 롯데리츠는 롯데쇼핑 8개 자산(총 10개 점포 - 백화점 4개, 마트 4개, 아울렛 2개)에서 나오는 임대료로 투자자들에게 배당을 지급하는 구조로, 롯데쇼핑이 앵커로 참여(지분 50%)하고 있다. 자산은 총 세 개 트렌치(A~C)로 만기는 9~11년 사이이며, 2020년 목표 배당수익률은 공모가 5000원 기준 6.4%로 높다.

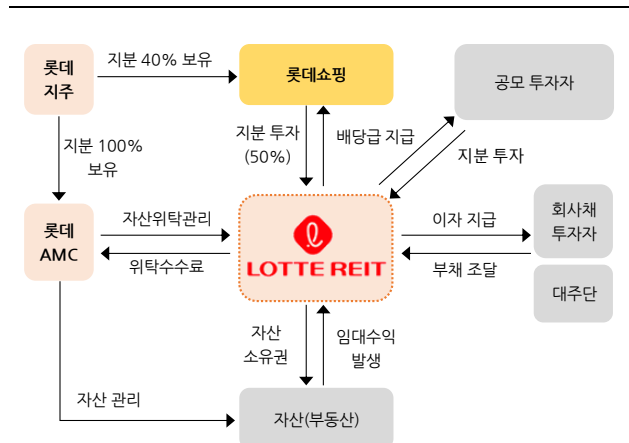
2019년 11월, 롯데리츠의 상장은 이리츠코크렙과 신한알파리츠가 앞서 보여준 높은 배당수익률과 주가 성과를 발판으로 성공리에 마무리지었다. 롯데리츠와 같은해 12월에 상장한 NH프라임리츠의 공모주 청약 경쟁률은 63.27대 1과 317.62대 1로 반응이 뜨거웠다. 이리츠코크렙과 신한알파리츠의 공모주 일반 청약경쟁률이 0.45대 1, 4.32대 1을 기록했던 것과는 대조적인 분위기였다. 이로써 롯데리츠는 국내 상장리츠 중 가장 큰 시가총액 규모를 자랑하는 대표 리츠로 자리잡았다.

[표37] 롯데리츠 개요

구분	내용
집합투자자구명	(주) 롯데위탁관리부동산투자회사
집합투자자구유형	집합투자자구유형부동산집합투자자구(회사형), 위탁관리 부동산 투자회사, 폐쇄형
자산관리회사	롯데에이엠씨(주)
책임 임차인	롯데쇼핑 (지분 50% 보유)
투자대상	롯데쇼핑 8개 자산 (점포기준 백화점 4개, 마트 4개, 아울렛2개) • 전체 연면적: 638,779m² • 매입금액: 1.49조 원 • 트렌치A: 롯데백화점 창원점, 롯데마트 의왕점/장유점 • 트렌치B: 롯데마트 서청주점/대구율하점, 롯데백화점 구리점, 롯데아울렛 대구율하점/청주점, • 트렌치C: 롯데백화점 강남점/광주점
존속기간	존속기간을 정하지 않은 영속형 부동산투자회사
결산/배당 주기	매 6개월 (매년 6월 30일, 12월 31일)

자료: 롯데AMC, 한화투자증권 리서치센터

[그림138] 롯데리츠 사업 구조



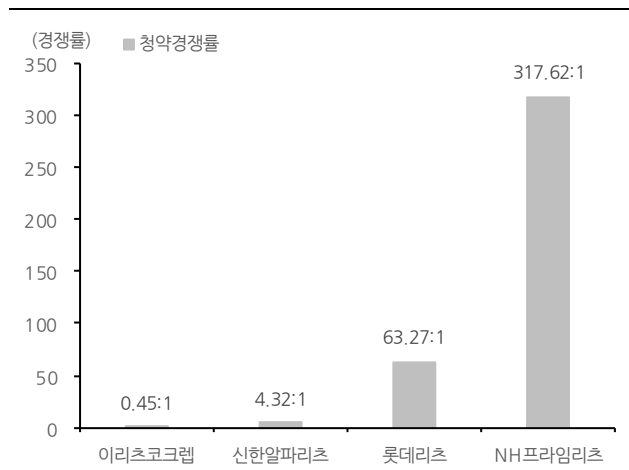
자료: 롯데AMC, 한화투자증권 리서치센터

[표38] 롯데리츠 공모 개요

구분	내용
발행회사 / 자산관리회사	롯데위탁관리부동산투자회사 주식회사 / 롯데에이엠씨 주식회사
수요 예측일	2019년 9월 23일~10월 2일
청약일	2019년 10월 8일~11일
상장일	2019년 10월 30일
투자자산	롯데쇼핑 8개 자산(백화점 4개, 마트 4개, 아울렛 2개) • 전체 연면적: 638,779m² • 매입금액: 1.49조 원 • '20 예상 임대료: 746억원 • '20년 목표 배당률: 6.64%
공모금액	4299억 원(주당 5000원 기준)
스폰서 및 임차인	롯데쇼핑 주식회사
상장주관	한국투자증권주식회사, 노무라금융투자 주식회사, 홍콩상하이증권 서울지점

자료: 롯데AMC, 한화투자증권 리서치센터

[그림139] 최근 상장리츠의 공모 청약경쟁률



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[표39] 롯데리츠 투자자산 부동산 개요

구분	트렌치 A			트렌치 B			트렌치 C	
임대차 목적물	롯데백화점 창원점	롯데마트 의왕점	롯데마트 장유점	롯데백화점 구리점	롯데마트 서청주점 & 롯데아울렛 청주점	롯데마트 & 롯데아울렛 울하점	롯데백화점 강남점	롯데백화점 광주점
자산가치 비중	29.7%			32.7%			37.6%	
임대차 기간	9년			10년			11년	
임대료	218억 원			250억 원			278억 원	
임대료/EBITDA	34.49%			37.19%			50.23%	
책임임대차계약 주요조건	- 임대차 보증금: 1년치 임대료 - 임대료 상승: 연간 고정 임대료 상승률 1.5% 적용 - 관리비: Triple Net 구조에 따라 임차인이 부담(관리비용, 제세공과금, 보험료) - 임대차 연장: 임차인이 계약만료일 기준 동등 이상의 조건으로 연장의사 서면통지 시, 자동연장							
규모(GFA)	140,977㎡	36,879㎡	38,838㎡	79,271㎡	81,561㎡	100,773㎡	67,462㎡	93,019㎡
준공연도	2002년 2월	2002년 7월	2004년 7월	1998년 3월	2014년 2월	2010년 12월	1986년 4월	1998년 9월
2018년 매출액	2,270억 원	879억 원	691억 원	1,751억 원	846억 원	749억 원	1,995억 원	2,263억 원
2018년 EBITDA	390억 원	134억 원	108억 원	232억 원	259억 원	181억 원	229억 원	323억 원

자료: 롯데AMC, 한화투자증권 리서치센터

롯데리츠의 가장 큰 매력은 안정적이면서도 높은 배당수익률이다. 우선, 장기 책임임대차 계약을 체결해 공실 및 관리 운영과 관련한 위험이 적다. 임대차 기간은 평균 10년으로 길고, 트렌치의 구분으로 계약 만기가 일시에 도래하는 리스크를 완화했다. 임대료 또한 고정 임대료로 매년 1.5%씩 상승하는 구조이다. 타 리츠의 경우 공실 위험에 노출되어 있거나 고정임대료라 하더라도 임대료 상승이 물가상승률에 연동하는 등 확정적인 임대수익을 기대하기는 어렵다.

비용 측면에서도 변수를 최소화했다. Triple Net 구조에 따라 임차인이 관리비용을 비롯해 제세공과금, 보험료 등을 모두 부담하게 된다. 이에 롯데리츠가 부담해야 하는 비용은 이자와 운용수수료 정도인데, 동사는 리츠업계 내 최초로 신용등급(AA-, 안정적)을 획득, 회사채 발행(1700억 원, 발행 금리 1.55%)을 통해 차입 금리를 2.09%까지 낮추는데 성공했다. 참고로 경쟁사의 차입 금리는 3~4% 수준이다. 운용 수수료 또한 순자산가액의 0.2%로 타 리츠대비 높지 않다.

[표40] 롯데리츠 예상배당가능액

(단위: 억 원)

구분	2020.01.01 ~2020.06.30	2020.07.01 ~2020.12.31	2021.01.01 ~2021.06.30	2021.07.01 ~2021.12.31
보통주 예상 배당총액	27.3	27.5	27.9	28.2
보통주 예상 주당 배당금(원)	159	160	162	164
주가 5,000 원 기준 배당률		6.4%		6.5%
최근 증가 기준		6.1%		6.2%

자료: 롯데AMC, 한화투자증권 리서치센터 추정

그럼에도 불구하고 불거지는 우려

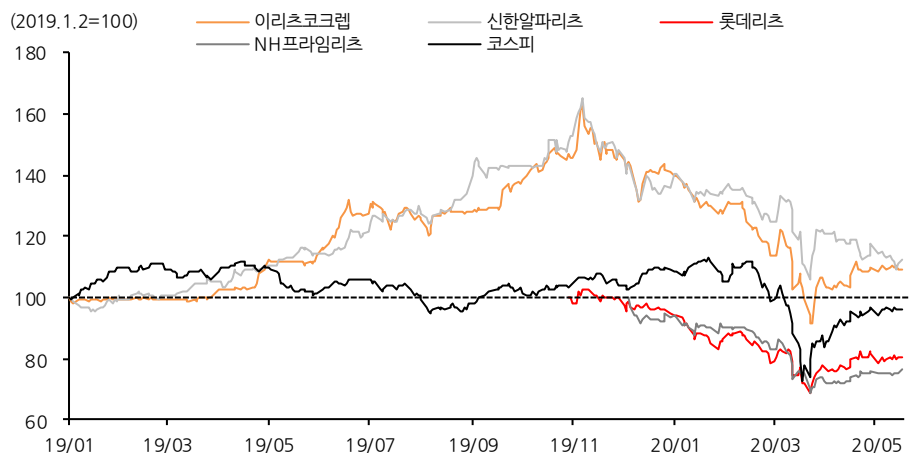
롯데쇼핑의 구조조정

그럼에도 불구하고 롯데리츠에 대한 의구심이 불거졌는데, 지난 2월에 발표된 롯데쇼핑의 구조조정 계획 발표가 그 시작이었다. 롯데쇼핑은 운영 중인 점포 700개 중 실적 하위 30%인 200개를 구조조정할 계획임을 밝혔다. 그러나 구조조정 대상의 80%는 임차 점포라 롯데리츠의 편입예정 자산과는 관계가 없고, 현재 편입한 자산 10곳도 물론 모두 매출 기준 상위 점포인 만큼 구조조정 대상에서 벗어난다. 오히려 구조조정 이후 롯데쇼핑의 재무 건전성 개선과 양질의 자산 편입 가능성 등은 롯데리츠에 긍정적으로 작용할 수 있는 부분이다.

리츠 주가의 하락

롯데리츠뿐만 아니라 국내 상장리츠의 주가가 롯데리츠의 상장을 기점으로 하락을 지속한 점도 불안 요인이었다. 리츠에 특별한 악재가 발생한 것은 아니었지만, 2019년의 과도한 주가 상승이 부담으로 작용했다. 앞서 상장한 이리츠코크렙과 신한알파리츠가 안정적인 배당 지급, 유상증자를 통한 성공적인 자산편입 등 투자자들의 신뢰를 높인 가운데 전격적인 금리 인하와 지속적인 정부의 리츠 활성화 방안 등으로 리츠의 대한 관심이 최고조에 달했던 시기였다. 이에 따라 주요 리츠의 예상 배당수익률이 3~4% 수준까지 낮아지기도 했다.

[그림140] 주요 리츠 주가 동향



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표41] 과거 주가 상승 시 배당수익률

(단위: 원, %)

	2019년 최고 주가	당시 예상 배당수익률	2020년 현재 주가	현재 예상 배당수익률
이리츠코크렙	7,900	4.4%	5,270	6.6%
신한알파리츠	9,384	3.2%	6,300	5.0%
롯데리츠	7,100	4.5%	5,250	6.1%

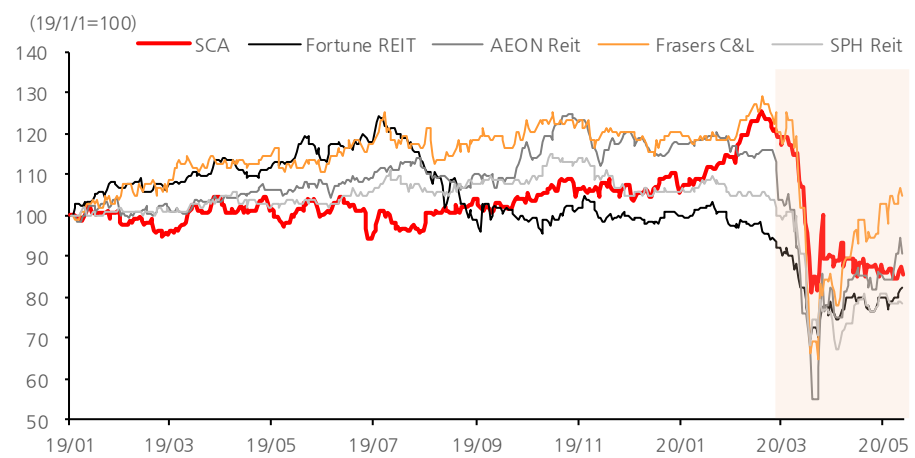
주: 현재 주가 및 '20년 예상 배당수익률은 5월 18일 종가 기준

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터 추정

코로나 19의 여파

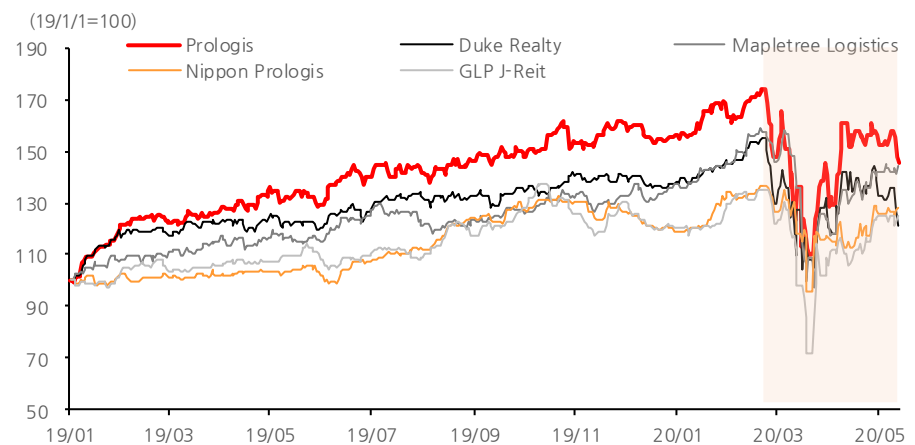
여기에 올해 초에는 코로나 19까지 덮쳤다. 코로나 19의 영향은 국가와 산업의 경계를 넘어 일파만파 퍼졌는데, 특히 오프라인 유통업체에는 직격타였다. 이미 진행되고 있었던 산업의 쇠퇴와 구조조정, 온라인 시장으로의 재편 등이 보다 빠르게 현실로 다가왔고, 이러한 분위기는 리츠 주가에도 고스란히 반영됐다. 자산군이 다양한 미국 리츠의 사례를 살펴보면 더욱 여실히 드러난다. 연초 이후 대부분 리츠의 주가가 증시의 폭락과 함께 하락세는 면치 못했지만 물류센터 리츠는 이후 가파른 회복세를 보인 반면, 주요 리테일 리츠는 이와 대조적인 주가 흐름을 나타냈다.

[그림141] 해외 리츠 주가 추이: 리테일



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림142] 해외 리츠 주가 추이: 물류



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

배당주를 넘어 성장주로서의 가능성

위기는 언제나
기회로 작용했다

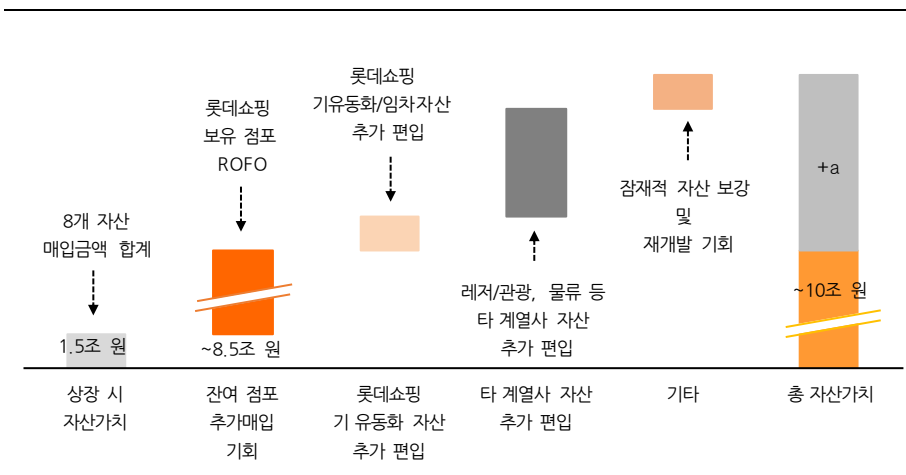
위기는 언제나 기회로 작용한다. 코로나 19 여파에 따른 오프라인 유통시장 축소, 롯데쇼핑의 구조조정 등은 롯데리츠로의 자산편입을 가속화시키는 요인으로 작용할 전망이다. 롯데리츠는 이미 롯데쇼핑의 84개 점포(총 자산가치 8.6조 원)에 대해 우선매수협상권(ROFO)을 보유하고 있는데, 우선 이들을 중심으로 추가 자산매입이 이루어질 계획이다. 현물출자 과세특례 적용기간이 2022년까지 연장된 점을 고려하면 이 기간 내에 자산편입이 활발히 일어날 가능성이 높다고 판단한다. 참고로 이 특례는 공모리츠에 현물출자로 발생한 양도 차익에 대한 법인세를 당장 과세하지 않고 출자 대가로 받은 리츠 주식을 처분할 때까지 미뤄주는 것이다.

[표42] 우선매수협상권(ROFO) 보유 현황

구분		백화점	아울렛	마트
ROFO 대상 점포		12개	5개	67개
자산가치		4조 2582억 원	1조 658억 원	3조 2308억 원
지역별 분포	서울/경기	58.3%	20.0%	47.8%
	경상	33.3%	60.0%	25.4%
	전라	8.3%	20.0%	14.9%
	기타	-	-	11.9%

자료: 롯데AMC, 한화투자증권 리서치센터

[그림143] 롯데리츠 중/장기 성장 로드맵



자료: 롯데AMC, 한화투자증권 리서치센터

덧붙여 롯데그룹의 변화를 미루어봤을 때 리테일뿐만 아니라 물류센터, 호텔 등 타 계열사 자산의 편입 가능성도 배제할 수 없는 상황이다. 그룹 전반적으로 효율화 작업을 진행하고 있는 가운데 경쟁력 강화를 위한 사업전략의 변화, 투자 확대 등은 자산 매각의 필요성을 더욱 높이는 부분이기 때문이다. 동사는 IPO당시 기 유동화 자산과 레저/관광, 물류 등 그룹 내 계열사 자산도 편입 대상에 포함되어 있다고 밝히며 이미 그 가능성에 대해 언급한 바 있다.

자산 편입을 통해
성장주로 재탄생

계열사를 포함한 적극적인 자산 편입은 롯데리츠를 성장주로서 돋보이게 할 전망이다. 해외에서는 지속적인 자산 매입을 통해 리츠의 배당수익률을 제고시켜 나가는 것이 일반적이는데, 국내 리츠의 경우 그러한 사례가 극히 적었던 만큼 독보적인 행보에 대한 기대도 크다. 무엇보다 시가총액 규모의 확대는 일차적으로 지수 편입에 따른 수급 효과도 가져올 수 있다. 2018년 6월에 상장한 신한알파리츠의 경우 지난해 스탠다드앳앤푸어스(S&P)가 설정한 'S&P Global REIT' 등 글로벌 리츠 지수에 편입되면서 주가 상승에 탄력을 받기도 했다.

멀티플 상향이
더해질 가능성도

이보다 더 긍정적인 부분은 리테일 리츠의 굴레를 벗을 수 있는 가능성이다. 오프라인 유통시장에 대한 전망이 개선되지 않는 한 리테일 산업에 대한 우려는 롯데리츠의 주가 상승에 지속적인 저해 요인으로 작용할 수 있다. 또한 이랜드 그룹이 이리츠코크렙(이랜드리테일 보유 리츠)을 상장시키고, 이마트가 자산유동화를 준비하고 있는 것의 연장선 상에서 유통업체들의 가장 빠른 움직임이 투자자들로 하여금 오히려 리츠 활용에 대한 오해를 불러일으키기도 한다.

그러나 만약 리테일 외에 물류센터나 호텔 등의 자산 편입이 이루어진다면, 그래서 전방 산업에 대한 우려가 완화되고 롯데그룹 내 롯데리츠의 역할을 확실히 각인시켜 준다면 이야기는 완전히 달라지게 된다. 그렇게 되면 배당금 증가뿐만 아니라 멀티플 상향까지도 더해질 수 있기 때문이다.

해외 리츠의 사례를 살펴보다라도 소위 '핫한 섹터'로의 시장 재편성이 가속화되면서 낮은 배당수익률에도 불구하고 지속적인 주가 상승이 나타나는 종목군들이 생겨나고 있다. 데이터센터, 물류센터, 셀타워 등이 그 예다. 이들의 경우 코로나 19 이후의 주가 회복도 굉장히 가팔랐는데 이는 추가 자산편입에 따른 성장에 대한 기대감뿐만 아니라 전방산업에 대한 밝은 전망이 녹아있기 때문으로 해석된다.

[표43] 글로벌 리츠 섹터별 배당 및 주가 수익률

(단위: %, 배)

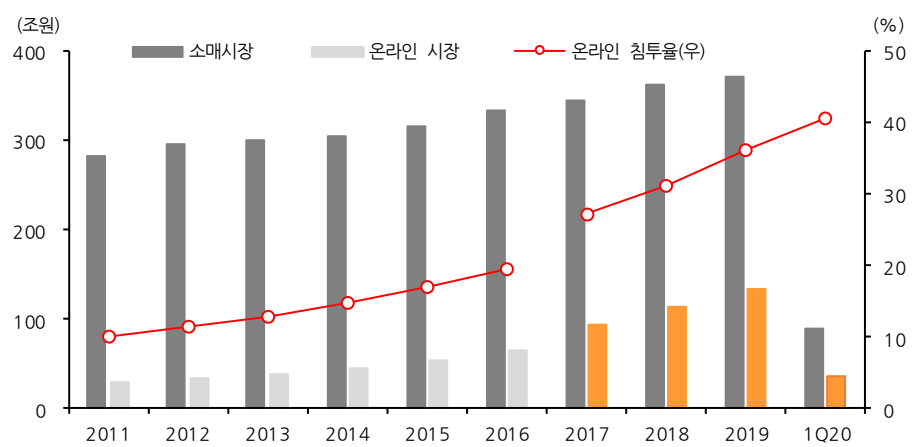
국가	섹터	시가총액(십억Local)	배당수익률	예상 배당수익률	YTD 수익률	1년 수익률	P/B
미국	Cell Tower(3개 평균)	65.4	1.9	2.0	8.3	22.2	17.7
	Industrial(12개 평균)	8.7	4.7	4.3	-19.3	-10.2	2.3
	Data Center(5개 평균)	22.4	3.0	3.0	11.4	19.0	10.8
	Retail(32개 평균)	2.6	10.1	11.7	-52.3	-54.0	1.2
싱가포르	Data Center(Keppel DC)	3.9	3.0	3.7	15.9	56.9	2.1
	Industrial(7개 평균)	3.9	6.2	7.1	-8.9	-3.5	1.1
	Retail(9개 평균)	1.8	5.8	7.5	-25.3	-21.7	0.8
일본	Industrial(9개 평균)	243.8	3.3	3.4	3.0	23.3	1.5
	Retail (3개 평균)	236.1	6.5	5.3	-33.2	-30.2	0.9
호주	Industrial(3개 평균)	9.2	5.8	5.8	-13.0	-11.9	1.4
	Retail (10개 평균)	2.5	7.8	7.2	-30.5	-27.8	0.9

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

가장 기대되는
물류센터 편입

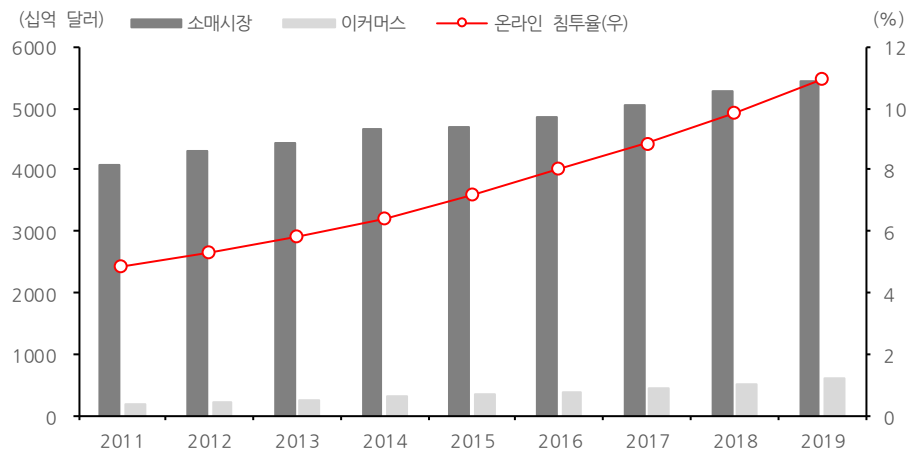
그러한 측면에서 롯데리츠가 롯데로지스틱스의 물류센터를 자산으로 편입할 가능성은 주가에 가장 긍정적으로 작용할 전망이다. 오프라인 리테일 매장과는 대조적으로 물류 센터는 이커머스 시장의 가파른 성장에 힘입어 수요가 날로 증가하고 있기 때문이다. 미국의 경우에도 이커머스 시장은 2010년 이후 매년 두 자릿수 성장을 거듭해 2019년 온라인 침투율이 10%를 넘어섰다. 국내 온라인 쇼핑 시장은 그 속도가 더 가파르다. 2019년 말 기준 국내 온라인 침투율은 이미 36.3%를 기록했는데, 2020년 1분기에는 코로나 19의 영향이 더해지며 그 수치가 40%대로 더욱 높아졌다.

[그림144] 국내 온라인 쇼핑 시장 규모 및 침투율 추이



주: 2017년부터 통계 기준 변경 효과 반영 / 소매시장은 연료 판매점 제외한 수치
자료: 통계청, 온라인 쇼핑 동향조사, 한화투자증권 리서치센터

[그림145] 미국 온라인 쇼핑 시장 규모 및 침투율 추이



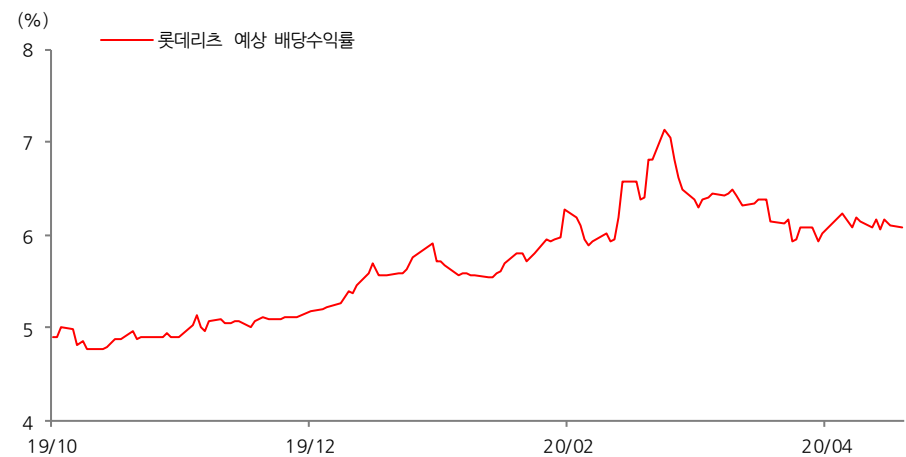
자료: US Department of Commerce, US Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

매수 적기는 언제일까?

그렇다면 롯데리츠의 매수 적기는 언제일까? 리츠는 기본적으로 중위험 중수익의 상품이다. 안정적인 임대수익을 기반으로 아무리 높은 배당을 지급하더라도 결국은 주식이기 때문에 가격 변동 리스크에는 언제나 노출되어 있다. 다만, 증시가 폭락하는 시기를 제외하고는 리츠 지수는 일반 지수보다 상대적으로 수익률이 양호했다. 증시가 바닥을 찍고 반등하는 시기에는 리츠 지수가 더 탄력적으로 움직였고, 증시가 안정적으로 상승하는 구간에도 리츠 지수가 장기간 아웃퍼폼을 기록해왔다. 그렇기 때문에 단기 매매가 아닌 중장기적 관점에서의 접근만 이루어진다면 리츠는 단연 매력적인 투자대상이다.

그렇게 본다면 올해 예상 배당수익률이 6%대를 넘어서는 지금도 롯데리츠의 매수 적기라 할 수 있다. 안정적인 배당 지급이 이루어지는 가운데 향후에 있을 자산 매입까지 고려한다면 그 이상의 배당수익률도 충분히 기대할 수 있다. 롯데그룹의 변화와 그 가운데 롯데리츠의 성장 가능성에 동의한다면 굳이 매수를 미룰 필요가 없다는 판단이다.

[그림 146] 롯데리츠 배당수익률 추이



주: 2020년 예상 DPS 기준 / 자료: Wisesn, 한화투자증권 리서치센터

[표 44] 글로벌 PEER 밸류에이션 현황

구분	롯데리츠	SPH REIT	FRASERS	FORTUNE REIT	AEON	SCA
국가	한국	싱가포르	싱가포르	홍콩	일본	호주
운용자산 규모	1212.3	2527.6	2262.1	5521.2	3931.0	2089.7
시가총액	730.0	1521.4	1715.6	1837.4	1966.5	1469.0
자산 수	8.0	5.0	6.0	16.0	42.0	91
마스터 리스 여부	O	X	X	X	O	X
캡레이트	5.2	4.7	5.0	3.4	4.9	4.5
2020E 배당수익률	6.1	5.5	6.6	7.0	N/A	6.6
국고채 대비 배당 수익률 스프레드	4.7	4.8	5.8	6.6	N/A	5.7

주: 캡레이트는 2019년 3분기 기준, 시가총액은 5월 14일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서		(단위: 십억 원)	재무상태표		(단위: 십억 원)
12 월 결산	2019		12 월 결산	2019	
영업수익	22		유동자산	24	
영업비용	8		현금성자산	17	
영업이익	15		매출채권	7	
영업외수익	1		재고자산	0	
영업외비용	5		비유동자산	1,560	
세전계속사업손익	11		투자자산	1,560	
당기순이익	11		유형자산	0	
이익률(%)			무형자산	0	
영업이익률	64.5		자산총계	1,584	
세전이익률	47.0		유동부채	7	
순이익률	47.0		매입채무	5	
ROA(%)	1.1		유동성차입금	0	
ROE(%)	1.6		비유동부채	714	
			사채 · 장기차입금	642	
			부채총계	722	
			자본금	86	
			자본잉여금	766	
			이익잉여금	10	
			자본총계	862	

현금흐름표		(단위: 십억 원)	주요지표		(단위: 원, 배)
12 월 결산	2019		12 월 결산	2019	
영업현금흐름	74		주당지표		
당기순이익	11		EPS	86	
감가상각비	6		BPS	5,014	
영업활동 자산부채변동	54		DPS	96	
매출채권감소(증가)	-5		Multiples(x, %)		
미수금감소(증가)	1		PER	71.3	
미지급금감소(증가)	2		PBR	1.2	
기타자산 · 부채변동	59		PSR	33.5	
투자현금흐름	-1,117		P/NAV	1.4	
투자부동산처분(취득)	-1,118		P/FFO	64.6	
기타투자활동	1		EV/EBITDA	82.1	
재무현금흐름	1,061		배당수익율	2.2	
사채 · 차입금증가(감소)	641		안정성(%)		
자본증가	430		자기자본비율	54.4	
배당금지급	-2		부채비율	83.7	
기타재무활동	-9		유동부채비율	0.8	
현금의 증가	17		유동비율	328.6	
기초 현금	0		이자보상배율	3.3	
기말 현금	17				

주: IFRS 별도, 2019년 6월~2019년 12월 기준

롯데글로벌로지스 (비상장)

‘롯데온’의 물류는 내가 담당한다



▶ Analyst 김유혁 yuhyuk.kim@hanwha.com 3772-7638

Not Rated

롯데글로벌로지는 롯데그룹의 종합물류회사입니다. 그룹차원에서 ‘롯데온’을 통해 유통계열사들의 역량을 하나로 통합하고 있는만큼, 물류를 담당하는 동사의 역할이 더욱 부각될 전망입니다. 지속적인 투자를 통해 2022년부터 큰 폭의 실적성장이 기대되고, 기업공개(IPO)도 추진할 예정인 만큼 롯데그룹에서 반드시 주목해야할 회사라고 판단합니다.

‘롯데온’의 성공을 위해 꼭 필요한 핵심 물류회사

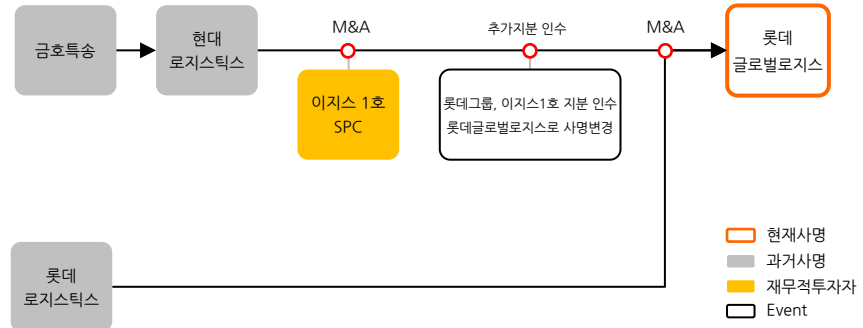
롯데글로벌로지는 롯데그룹의 종합 물류회사로 1) 택배사업, 2) SCM 사업 3) 글로벌사업부를 통해 국내외 육상, 해운, 항공특송 물류업을 영위하고 있다. 2019년 기준 통합법인 매출액은 2.7조원, 영업이익은 187조원 규모이다. 롯데그룹은 유통계열사들의 역량을 통합해 온라인 시장을 공략하기위해 ‘롯데온’을 출범했다. ‘롯데온’을 중심으로 성장하는 과정에서 물류회사인 동사의 역할이 크게 부각될 것으로 판단하며, 동사의 외형 및 실적 또한 큰 폭의 성장이 기대된다.

롯데온 출범으로 계열사 물동량 연평균 30% 성장 전망

롯데그룹은 2023년까지 롯데온 취급매출액 20조원을 달성하겠다고 밝혔다. 플랫폼과 물류서비스를 수직계열화한 쿠팡의 사례를 참고해보면 취급매출액 10억원당 5.9만박스의 물동량이 발생하는 것으로 추정된다. 이를 고려한 2023년 그룹 내 물동량은 11.8억박스까지 늘어날 전망이다. 2019년 4.1억박스의 3배에 달하는 규모이며, 일물량 기준 378만박스에 달한다. 다만 롯데글로벌로지의 물량처리능력은 2022년 진천 Mega-hub 물류센터(+65만박스/일)가 완공되더라도 일 185만박스에 그칠 전망이다. 동사는 부족한 일 193만박스 처리능력을 확보하기 위해 약 4~5,000억원 규모의 추가투자를 집행할 것으로 예상된다.

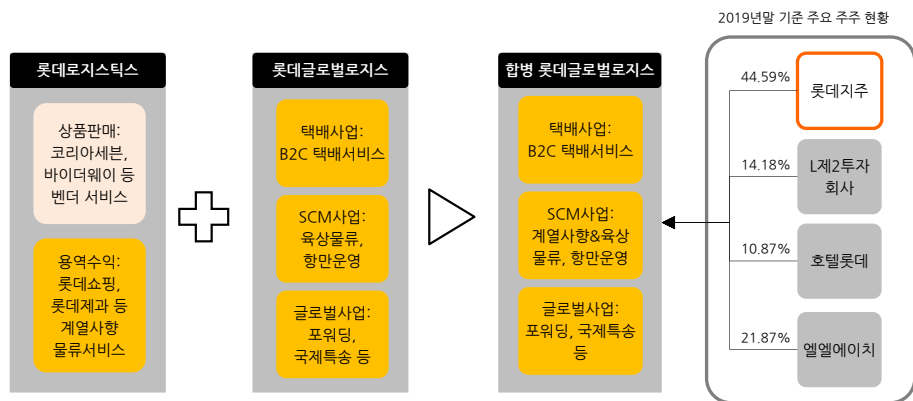
캡티브 물량 소화를 위한 추가 투자재원을 IPO & REITs를 통해 동사가 추가투자를 집행하기 위해 필요한 재원은 기업공개(IPO)와 리츠(REITs)를 통해 조달할 가능성이 높다고 판단한다. 현재 재무구조상 차입을 통한 자금조달은 신용등급에 부담요인이기 때문이다. 2022년 재무실적 기준 동사의 기업가치는 약 5~6,000억원으로 추정되며, 신주발행을 통해 약 1,500~1,800억원의 자금조달이 가능할 전망이다. 또한 보유중인 물류센터를 리츠를 통해 유동화 시키는 방법으로도 2,000억원 이상의 추가적인 자금조달이 가능할 것으로 예상된다.

[그림147] 롯데글로벌로지스의 전신은 현대로지스틱스와 롯데로지스틱스



자료: 한화투자증권 리서치센터

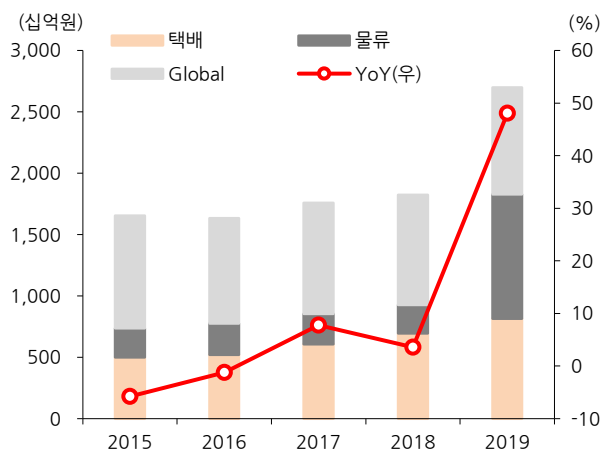
[그림148] 롯데글로벌로지스와 롯데로지스틱스의 합병



주: 롯데로지스틱스의 상품판매사업은 글로벌로지스와 합병하면서 중단

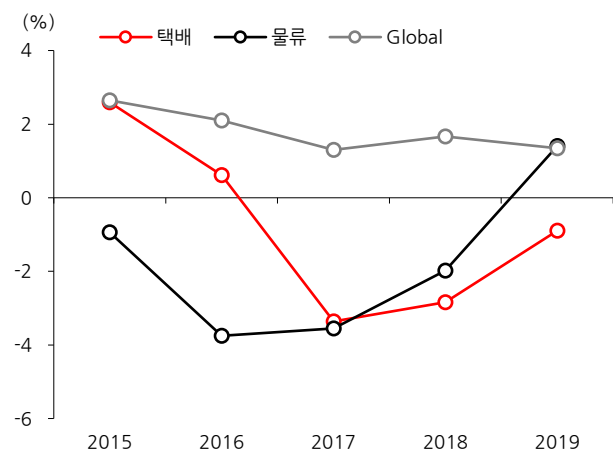
자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터

[그림149] 롯데글로벌로지스 매출액 추이



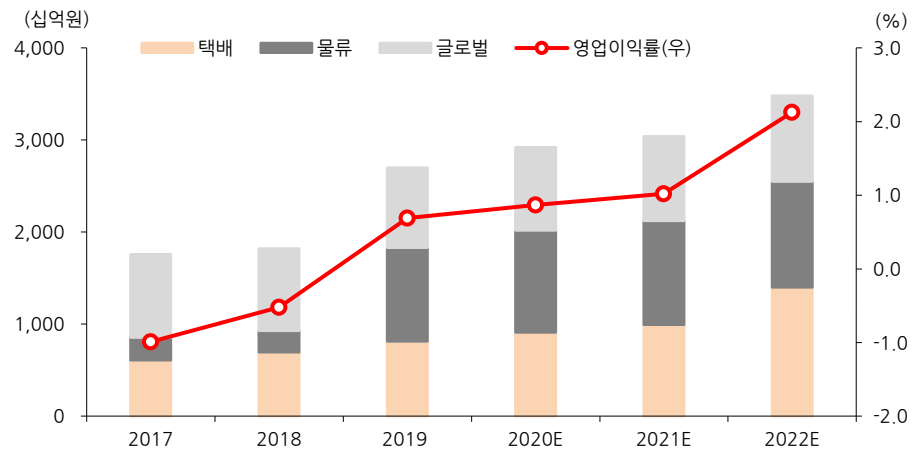
자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터

[그림150] 롯데글로벌로지스 영업이익률 추이



자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터

[그림151] 롯데글로벌로지스 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



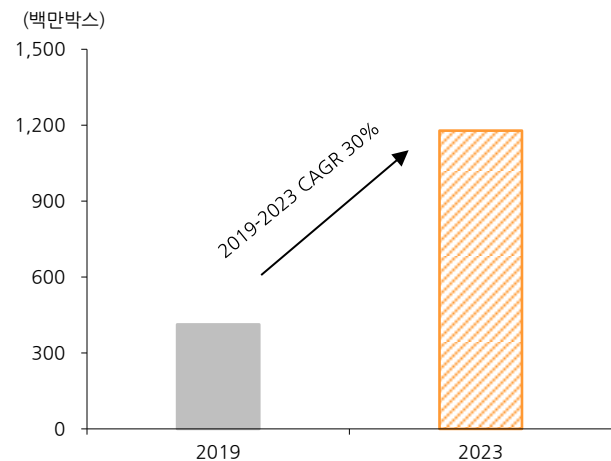
자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표45] 롯데그룹 물동량 추정

구분	쿠팡	'19년 롯데	'23년 롯데
매출액(십억원)	14,300	7,000	20,000
연간물량(만박스)	84,240	41,236	117,818
영업일수	312	312	312
일물량(만박스/일)	261	128	365
매출당 박스(만박스/십억원)	5.9	5.9	5.9

자료: 언론보도 참고, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림152] 19년 vs 23년 롯데그룹 처리물동량 비교 및 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[표46] 롯데글로벌로지스 Valuation Table

	2022 Valuation factor	Target Multiple	Equity Value	비고
P/E	40	14.7	593	2022년 순이익 x Target P/E
P/B	575	0.9	524	2022년 자기자본 x Target P/B
EV/EBITDA	278	6.8	804	2022년 EBITDA x Target EV/EBITDA - 순차입금
Avg			640	

자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표47] 롯데글로벌로지스 적정 시가총액 vs 신주발행주식 비율에 따른 자금유입금액 추정

시가총액 신주비중	400	500	600	700	800	900
15%	59	73	88	102	117	132
20%	80	100	120	140	160	180
30%	120	150	180	210	240	270
40%	160	200	240	280	320	360
50%	200	250	300	350	400	450

자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터 추정

롯데쇼핑 (023530)

효율화를 통한 이익 창출 전략



▶ Analyst 남성현 gone267@hanwha.com 3772-7651 / RA 박준기 jungi.park@hanwha.com

Not Rated

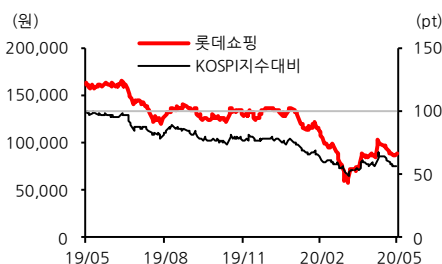
현재 주가(5/20)	88,500원
상승여력	-
시가총액	25,036억원
발행주식수	28,289천주
52 주 최고가 / 최저가	165,500 / 58,300원
90 일 일평균 거래대금	174.0억원
외국인 지분율	12.3%
주주 구성	
롯데지주 (외 41 인)	61.9%
국민연금공단 (외 1 인)	6.1%
롯데쇼핑우리사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.0	-17.3	-31.9	-45.5
상대수익률(KOSPI)	-4.8	-7.9	-25.5	-42.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	24,114	17,926	17,821	17,622
영업이익	763	801	597	428
EBITDA	1,736	1,706	1,357	1,947
지배주주순이익	168	-136	-545	-910
EPS	4,897	-4,103	-19,333	-32,153
순차입금	2,465	4,088	5,129	13,052
PER	41.5	-48.5	-10.9	-4.2
PBR	0.4	0.4	0.5	0.4
EV/EBITDA	5.4	5.7	8.2	8.7
배당수익률	1.0	2.6	2.5	n/a
ROE	1.0	-0.9	-4.5	-8.1

주가 추이



롯데쇼핑 1분기 실적은 코로나 19에 따른 영향과 부진한 소비심리로 부정적인 실적을 기록하였습니다. 하지만, 중장기적으로 점포망 효율화와 온라인 채널을 통한 경쟁력 강화를 모색하고 있는 만큼 주목할 것을 추천합니다.

롯데쇼핑 온라인 채널 강화로 변모 중

당사에서는 장기적으로 롯데쇼핑에 주목할 것을 권고한다. 그러한 이유는 2가지이다.

첫째, 오프라인 점포망 축소를 통한 수익성 개선이다. 앞서 언급했듯이 롯데그룹은 5년안에 약 30%에 달하는 오프라인 점포망 축소를 계획하고 있다. 적자점포를 우선적으로 정리할 가능성이 높고, 고정비 비중이 높은 점포 축소도 점진적으로 이루어질 계획이다. 점포망 축소에 따라 외형매출 감소는 불가피하지만, ▶ 구조적으로 오프라인 트래픽이 감소하고 있고, ▶ 이로 인한 고정비 부담으로 영업실적 악화가 지속되고 있는 만큼 영업이익 개선 효과는 더욱 높아질 전망이다. 또한, 점포망 축소 과정에서 일반 혹은 롯데리츠를 통한 매각이 이루어질 가능성이 높아 자금여력 개선도 기대된다.

둘째, 온라인 성장 가능성이다. 4월 롯데그룹은 통합 온라인 쇼핑 플랫폼인 '롯데온'을 런칭하였다. 본격적으로 온라인 매출액 확대를 위한 작업에 돌입하는 것이다. 2018년 롯데닷컴은 롯데쇼핑에 흡수합병 되었는데, 전반적인 운영이 (구) 롯데닷컴을 통해 이루어진다는 점을 감안할 때 통합플랫폼의 성과는 롯데쇼핑에 귀결될 것으로 전망한다. 중장기적으로 롯데글로벌로지스와 연계한 사업전략을 구상하고 있는 만큼 물류 관련 경쟁력을 구축한 것으로 온라인 시장에서 의미있는 실적을 기록할 가능성이 높다.

롯데그룹 유통부문의 구조조정 계획과 '롯데온' 영향을 현 시점에서 정확히 분석하기 어려워 투자 의견 및 목표주가는 제시하지 않지만, 효율성 제고 및 온라인 채널 경쟁력이 변화되고 있다고 판단되어 주목할 것을 추천한다.

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	29,128	24,114	17,926	17,821	17,622
매출총이익	8,911	7,872	7,627	7,508	7,437
영업이익	854	763	801	597	428
EBITDA	1,840	1,736	1,706	1,357	1,947
순이자손익	-153	-145	-131	-135	-370
외화관련손익	-136	-50	175	-54	-29
지분법손익	19	66	67	89	16
세전계속사업손익	-80	320	254	-94	-1,157
당기순이익	-346	247	-21	-465	-840
지배주주순이익	-383	168	-136	-545	-910
증가율(%)					
매출액	3.7	-17.2	-25.7	-0.6	-1.1
영업이익	-28.2	-10.6	4.9	-25.5	-28.3
EBITDA	-11.9	-5.6	-1.8	-20.5	43.5
순이익	적전	흑전	적전	적지	적지
이익률(%)					
매출총이익률	30.6	32.6	42.5	42.1	42.2
영업이익률	2.9	3.2	4.5	3.4	2.4
EBITDA 이익률	6.3	7.2	9.5	7.6	11.0
세전이익률	-0.3	1.3	1.4	-0.5	-6.6
순이익률	-1.2	1.0	-0.1	-2.6	-4.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	641	1,507	1,569	173	1,637
당기순이익	-346	247	-21	-465	-840
자산상각비	986	973	905	760	1,519
운전자본증감	-1,255	-619	-78	-880	-293
매출채권 감소(증가)	22	-117	-131	-4	38
재고자산 감소(증가)	-86	-47	295	89	-5
매입채무 증가(감소)	-49	39	358	-616	-13
투자현금흐름	-1,558	-968	-1,263	-287	-1,041
유형자산처분(취득)	-954	-1,150	-848	-571	-526
무형자산 감소(증가)	-99	-102	-69	-63	-84
투자자산 감소(증가)	-1,127	-385	-1,027	59	-610
재무현금흐름	731	-21	75	-693	-846
차입금의 증가(감소)	1,030	315	1,725	91	-431
자본의 증가(감소)	-74	-78	-81	-186	-184
배당금의 지급	74	78	81	186	184
총현금흐름	1,700	1,835	1,508	1,230	2,035
(-)운전자본증감(감소)	317	-547	614	1,247	-197
(-)설비투자	1,095	1,207	884	597	551
(+)자산매각	41	-45	-33	-37	-59
Free Cash Flow	330	1,130	-23	-650	1,623
(-)기타투자	316	497	-1,217	-656	311
잉여현금	14	633	1,194	6	1,312
NOPLAT	619	298	-61	433	310
(+) Dep	986	973	905	760	1,519
(-)운전자본투자	317	-547	614	1,247	-197
(-)Capex	1,095	1,207	884	597	551
OpFCF	193	610	-654	-652	1,476

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	15,997	16,932	6,295	5,708	6,107
현금성자산	11,278	12,123	3,735	2,714	3,266
매출채권	919	1,031	870	1,119	863
재고자산	3,266	3,324	1,354	1,267	1,459
비유동자산	24,696	24,984	21,653	20,551	27,865
투자자산	5,359	5,695	4,309	4,092	11,522
유형자산	15,759	15,932	14,918	14,405	14,496
무형자산	3,578	3,357	2,426	2,053	1,848
자산총계	40,693	41,916	27,948	26,259	33,973
유동부채	11,919	13,386	8,545	6,604	8,202
매입채무	5,466	5,785	3,494	2,910	2,644
유동성이자부채	4,280	5,110	3,131	2,004	3,558
비유동부채	11,687	11,266	6,053	7,228	13,869
비유동이자부채	9,895	9,478	4,691	5,840	12,761
부채총계	23,606	24,652	14,597	13,832	22,071
자본금	157	157	141	141	141
자본잉여금	3,911	3,911	3,506	3,574	3,574
이익잉여금	11,894	11,996	11,730	10,992	9,897
자본조정	16	-28	-2,987	-3,002	-2,966
자기주식	0	-2	-4	-4	-4
자본총계	17,088	17,264	13,351	12,427	11,902

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	-11,153	4,897	-4,103	-19,333	-32,153
BPS	473,033	474,695	450,130	413,783	376,333
DPS	2,000	2,000	5,200	5,200	0
CFPS	49,496	53,435	45,358	43,658	71,947
ROA(%)	-0.9	0.4	-0.4	-2.0	-3.0
ROE(%)	-2.3	1.0	-0.9	-4.5	-8.1
ROIC(%)	3.4	1.7	-0.4	2.6	1.5
Multiples(x, %)					
PER	-19.1	41.5	-48.5	-10.9	-4.2
PBR	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4
PSR	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2
PCR	4.3	3.8	4.4	4.8	1.9
EV/EBITDA	5.6	5.4	5.7	8.2	8.7
배당수익률	0.9	1.0	2.6	2.5	n/a
안정성(%)					
부채비율	138.1	142.8	109.3	111.3	185.4
Net debt/Equity	16.9	14.3	30.6	41.3	109.7
Net debt/EBITDA	157.4	142.0	239.6	378.1	670.4
유동비율	134.2	126.5	73.7	86.4	74.5
이자보상배율(배)	3.4	3.4	3.5	2.6	0.9
자산구조(%)					
투하자본	52.2	49.9	67.2	70.9	61.4
현금+투자자산	47.8	50.1	32.8	29.1	38.6
자본구조(%)					
차입금	45.3	45.8	36.9	38.7	57.8
자기자본	54.7	54.2	63.1	61.3	42.2

[Compliance Notice]

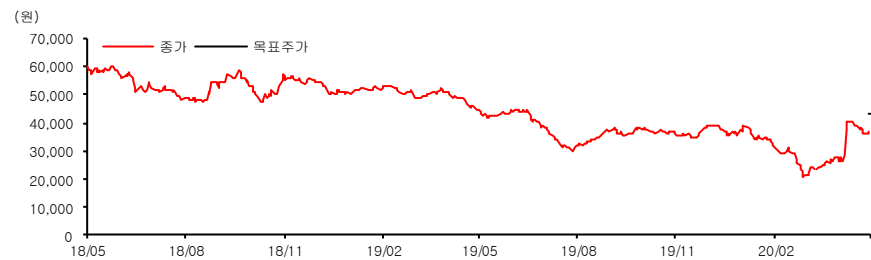
(공표일: 2020년 05월 20일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (남성현, 송유림, 김유혁)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[롯데지주 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.05.20	2020.05.20				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	남성현	43,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.05.20	Buy	43,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%