

인터넷

(NAVER, 카카오, 넷마블, NHNE)

증권/보험

(삼성생명, 미래에셋)

유통

(롯데, 쿠팡)

음식료

(오리온, 매일유업)



MERITZ Collaboration Report

기업 지배구조 시리즈 3편



인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6098-6678

donghee.kim@meritz.co.kr



증권/보험

Analyst 김고은

02. 6098-6670

goenkim@meritz.co.kr



유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

Jihye.yang@meritz.co.kr



음식료/섬유 · 의복

Analyst 김정욱

02. 6098-6414

6414@meritz.co.kr

Contents

Summary		6
The Consumption		11
Part I	[인터넷/게임] 인터넷 기업의 ‘숨겨진 보물찾기’	15
Part II	[증권/보험] 금융그룹 통합 감독 도입과 지배구조	41
Part III	[유통] 지주사 전환 과정에서 부각될 신유통의 성장 잠재력	61
Part IV	[음식료] 지주사 분할 후 턴어라운드 사업회사 주목	87

I 인터넷기업에게 지배구조란?

- **Future Way** : 과거의 인터넷 기업이 미래 기업으로 변모하는 시그널. 2015년 구글은 지주사 '알파벳' 설립 발표. 구글의 여러 자회사들이 독립적으로 성장하는 발판. 카카오 역시 게임즈, 페이, 뱅크, 모빌리티, 브레인 등으로 자회사의 성장 독려
- **Ownership** : 형식적인 지분구조보다는 '오너쉽'으로 해석. 외부의 변화에 적극 대응하고 신속한 의사결정을 내릴 수 있다는 의미
- **Value-up** : 자회사 성장 - 기업공개를 통해 전체 회사의 가치 증대되는 이벤트. 카카오의 지배구조 재편은 2018년 카카오게임즈 상장을 통해 본격화. 2015년 알파벳 역시 지주사로 전환한 이후 기업가치 총 63.2% 상승하였음

II 지배구조 변화에 대처하는 자세

지배구조 변화, 대항하는 자

NAVER 단선적 형태, 소유와 경영 분리된 이상적 지배구조

- 외국인 지분을 59%에 달해, 경영권 방어 위험
- 2017년 9월 공정위는 이해진 의장을 총수, '동일인'으로 규정
- 총수없는 대기업 지정 요구하며 지분을 낮추고 사내이사직 물러남

지배구조 변화, 순응하는 자 (숨은 보물 찾기)

kakao 오너쉽 강조한 자회사 성장

- 2018년 카카오게임즈 IPO를 시작으로 지배구조 재편 본격화
- 추후 포도트리, 카카오뱅크, 카카오페이, 카카오모빌리티 등 핵심자회사의 기업공개
- 이미 주요 자회사들의 가치는 5.4조원, 시가총액 대비 60% 비중

 netmarble 자회사 상장 가능성 + 사업 다각화

- 2017년 말 기준 43개의 계열회사 보유, 상장 당시 자회사들의 추가 IPO 가능성 언급
- '리니지2레볼루션'의 개발사인 넷마블네오가 첫번째 상장 자회사가 될 가능성

I 금융그룹 통합감독 제도 도입

- 새정부 100대 국정과제 중 하나인 '금융그룹 통합 감독제도' 도입, 금융지주회사가 아니더라도 유사한 수준의 규제가 가능해짐
- 현행의 주요 문제점은 1) 자본 중복 계상 위험 2) 내부 거래 규제 미비 3) 그룹 리스크 전이 가능성을 규제하지 못했다는 점
- 모범규준 초안에 따르면 필요 자본 계산 시 위험 집중에 대한 가산, 그룹 내 전이 위험 가산이 적용됨. 6월 중 최종안 확정할 계획
- 금융그룹 통합 감독 대상은 삼성, 미래에셋, 한화, 교보생명 현대차, DB, 롯데 (최종 대상 미확정)
- 이 중 요구자본 계산 방식 최종안 결정에 따라 감독 비율 변동 가능성이 있는 삼성 금융그룹과 미래에셋 금융그룹에 대해 검토

II 삼성금융그룹: 금산 분리가 주요이슈

- 삼성 금융그룹의 경우 금융회사가 지분관계는 단순화되어 있어 적격자본 이슈는 제한적이나
- 보유하고 있는 비금융 계열사 보유분에 대한 위험액이 주요 이슈가 될 전망
- 극단적으로 위험계수 100%를 가정하는 경우에도 통합감독 비율은 100% 상회해 직접적인 계기는 되기 어렵지만 전자 매각의 압박 요인
- 전자의 전량 매각을 가정하는 경우 삼성생명 약 15조원, 삼성화재 약 3조원의 매각 이익이 발생해 추가 급등 요인으로 작용

III 미래에셋금융그룹: 비상장 3사 변화 추정

- 대주주 지분이 많은 미래에셋컨설팅, 미래에셋캐피탈, 미래에셋자산운용이 금융그룹을 지배하는 구조
- 지주회사로 전환 시 상당한 자금 소요되어 다른 방식의 지배구조 개편 추구할 가능성 큼. 미래에셋캐피탈을 대형화할 계획
- 향후 내부거래 의존도 및 그룹 위험전이에 따른 요구자본 가산 구체안에 따라 감독 비율 변동 가능
- 관련 규제는 비상장사에 영향이 크고 상장사 영향은 제한적이라고 판단됨

I 국내 유통업체들의 지배구조 변화의 특징

- 기존 사업의 양호한 현금 흐름 바탕으로 투명한 지배구조 하에 신채널에 대한 투자 강화 예상
- 비상장 회사들이 많고 지분단위가 크지 않아 지배구조 개편에 따른 주가 변동성이 상대적으로 크지 않음
- 지분 단위가 크지 않기 때문에 총수의 개인자금을 활용한 순환출자 해소도 충분히 가능함

II 롯데쇼핑, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

- 롯데쇼핑 핵심 사업부인 국내 백화점과 할인점의 적극적인 구조조정 진행 가능성 높아짐
- 중국 할인점 성공적 매각 이후 해외 사업에서 동남아의 기여도 확대 전망
- 롯데쇼핑의 신유통 영역인 온라인과 H&B스토어 투자 강화와 중장기 롯데컬처웍스 (롯데시네마)의 상장 가능성
- 롯데지주에 속한 코리아세븐 또한 그룹 지배구조 개편 과정에서 상장 기대감 유효
- 호텔롯데의 경우 그룹 총수의 부재로 지배구조 불확실성 여전한 상황. 면세사업 정상화 여부 관건

III 쿠팡홀딩스, 지주사 전환을 통해 사업회사의 성장성 부각

- 쿠팡홀딩스 5월 지주사 전환 완료 예정
- 쿠팡홀딩스 내 쿠팡전자 가전사업부 한중관계 개선으로 실적 턴어라운드 기대, 자산가치 대비 크게 저평가
- 사업회사 쿠팡홈시스, 신규 렌탈 카테고리의 확대와 적극적인 해외 진출로 호실적 지속될 전망

I 오리온 / 오리온홀딩스: 중국제과부문 중심으로 사업회사 매출액/영업이익 턴어라운드

- 중국 17년 사드여파에 따른 부진, 매출액 35.9% 감소. 18년 상반기 채널 + 제품전략, 하반기 매대회복에 따른 매출액 30% 성장 전망
- 국내는 신제품 호조, 베트남은 시장 고성장 지속으로 기대치를 상회. 러시아는 악성 달러 교체로 단기간 부진
- 오리온홀딩스의 수익은 배당금 및 로열티 연간 영업이익 250억원, 순이익 200억원 예상 생수사업은 19년 이후 사업가치 부각될 전망

II 매일유업 / 매일홀딩스: 분유 수출 회복 기대, 상하목장의 고성장이 사업회사 모멘텀

- 17년 분유 부진을 백색시유 수익성 개선, 상하목장 고성장으로 방어. 18년 분유 부문의 회복 및 상하목장 고성장 지속될 전망
- 상하목장 - M/S 95% 수준으로 절대적. 시장 자체 성장률이 20%를 상회하지만 후발주자 진입이 쉽지 않은 상황
- 수출분유 - 1월 부재에도 1분기 80억원 달성 예상. 1분기 이후 점진적인 증가 연간 400억원 상회 예상
- 엠즈씨드 - OPM 3.0% 달성하며 15~16년 부진에서 회복. 비용 효율화, 원가 개선, 부진 점포 효율성 검토 등 수익성 개선 지속

III 롯데푸드, 롯데칠성, 롯데제과 / 롯데지주: 상반기 실적 턴어라운드 선두는 롯데푸드

- 롯데푸드 - 일회성 외부 요인 해소되면 본연의 실적 체력 회복 예상
- 롯데칠성 - 음료/소주의 양호한 성장과 맥주 마케팅비 부담이 혼재
- 롯데제과 - 빙과 성수기 매출 성장이 포인트 실적 모멘텀은 하반기 부각



양호한 지배구조의 중요성

- 소비재 산업은 경기 민감도가 낮고, 매크로 변화에도 안정적 실적을 달성하는 경향
- 인터넷/게임, 유통/화장품, 음식료, 증권/보험 등의 지배구조는 이미 재편되었거나 변화 가능성 적어 지배구조 변화기에 주도적 역할 하기는 어려움
- 좋은 지배구조는 기업이 수익을 창출하고 사회적 책임을 다하는 원동력이 되며 향상된 성과는 다시 지배구조의 개선을 위하여 노력할 수 있는 역량으로 연결돼 지배구조와 기업의 성과 동시 향상 선순환
- 양호한 지배구조를 갖고 있거나, 비상장 자회사의 숨겨진 가치를 찾아볼 필요
- 참고로 내수 기업은 대부분 지주사 전환을 완료하거나 단순한 지분구조 형태. 지배구조 변화 속에 숨겨진 보물을 찾는 투자전략 필요

각 산업별 시가총액 비중 추이 (인터넷/게임, 유통/화장품, 음식료, 증권/보험)

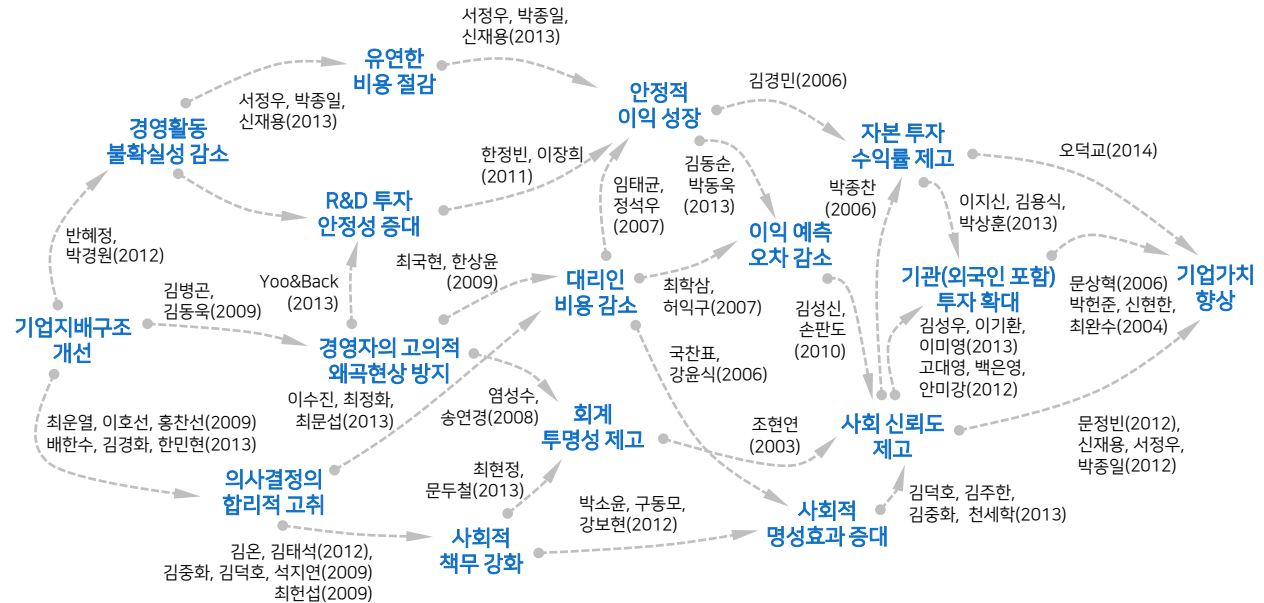


주: Wisesn 세부 산업 시가총액 합산. 인터넷/게임(소프트웨어+게임소프트웨어), 유통/화장품(유통+화장품), 음식료(식음료+담배), 증권/보험(증권+보험)
자료: Wisesn, 메리츠증권증권 리서치센터

양호한 지배구조의 중요성

- 첫째, 건전한 지배구조는 대리인 문제로 인해 발생하는 불필요한 비용과 왜곡된 경영판단 방지
- 둘째, 기업지배구조 건전성은 사회적 책임활동과 (+)정의 상관관계 시현
- 셋째, '지배구조 건전성 → CSR강화 → 기업가치 향상'으로 연결되는 고리는 외국인 지분율 상승으로 이어지면서 자본시장의 원활한 자금 조달 밑거름
- 넷째, 경영진의 독단을 막는 지배구조 체계는 경영활동의 안전성을 높임

기업 지배구조와 기업 성과의 관계



자료: 「네이버 지배구조에 대한 사례연구(김대원, 김도경, 이홍규, 김성철, 2014)」, 메리츠증권증권 리서치센터

Part I

[인터넷/게임]
인터넷 기업의
‘숨겨진 보물찾기’



인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6098-6678

donghee.kim@meritz.co.kr



I 인터넷기업에게 지배구조란?

- **Future Way** : 과거의 인터넷 기업이 미래 기업으로 변모하는 시그널. 2015년 구글은 지주사 '알파벳' 설립 발표. 구글의 여러 자회사들이 독립적으로 성장하는 발판. 카카오 역시 게임즈, 페이, 뱅크, 모빌리티, 브레인 등으로 자회사의 성장 독려
- **Ownership** : 형식적인 지분구조보다는 '오너쉽'으로 해석. 외부의 변화에 적극 대응하고 신속한 의사결정을 내릴 수 있다는 의미
- **Value-up** : 자회사 성장 - 기업공개를 통해 전체 회사의 가치 증대되는 이벤트. 카카오의 지배구조 재편은 2018년 카카오텔 게임즈 상장을 통해 본격화. 2015년 알파벳 역시 지주사로 전환한 이후 기업가치 총 63.2% 상승하였음

II 지배구조 변화에 대처하는 자세

지배구조 변화, 대항하는 자

NAVER 단선적 형태, 소유와 경영 분리된 이상적 지배구조

- 외국인 지분을 59%에 달해, 경영권 방어 위험
- 2017년 9월 공정위는 이해진 의장을 총수, '동일인'으로 규정
- 총수없는 대기업 지정 요구하며 지분을 낮추고 사내이사직 물러남

지배구조 변화, 순응하는 자 (숨은 보물 찾기)

kakao 오너쉽 강조한 자회사 성장

- 2018년 카카오텔 게임즈 IPO를 시작으로 지배구조 재편 본격화
- 추후 포도트리, 카카오펀크, 카카오펀디, 카카오펀리 등 핵심자회사의 기업공개
- 이미 주요 자회사들의 가치는 5.4조원, 시가총액 대비 60% 비중

 netmarble 자회사 상장 가능성 + 사업 다각화

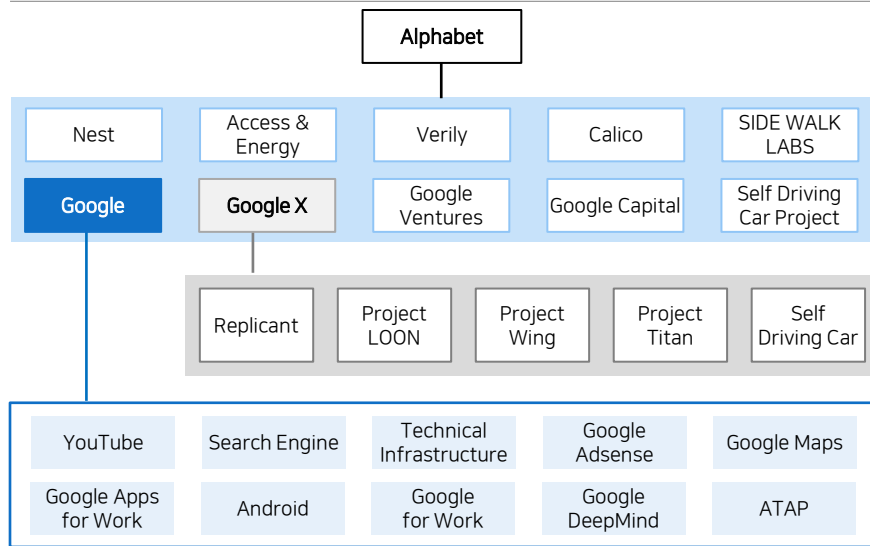
- 2017년 말 기준 43개의 계열회사 보유, 상장 당시 자회사들의 추가 IPO 가능성 언급
- '리니지2레볼루션'의 개발사인 넷마블네오가 첫번째 상장 자회사가 될 가능성

1) Future Way

인터넷기업에게 지배구조란?

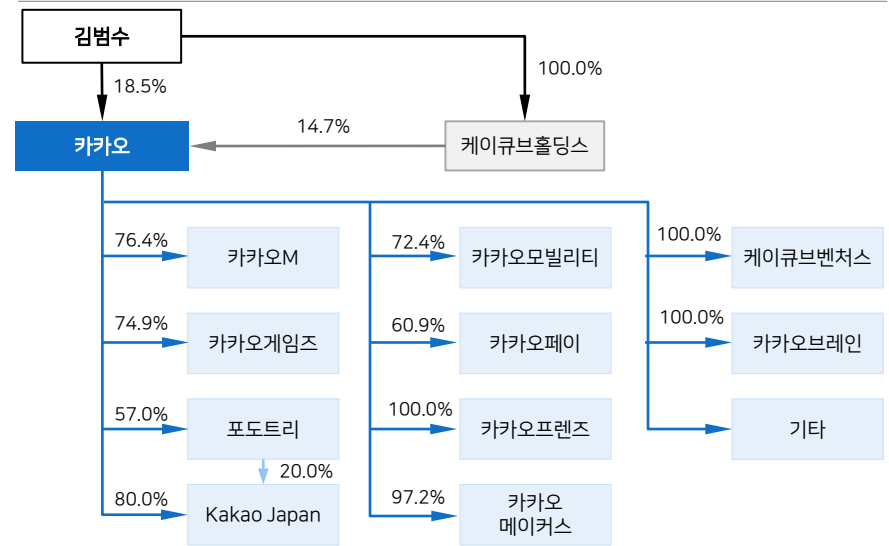
- 인터넷기업에게 있어 지배구조 변화란 과거의 인터넷 기업이 미래기업으로 변모하는 시그널
- 2015년 8월 구글은 새로운 지주사 '알파벳' 설립 발표. 구글의 여러 자회사들이 모여서 설립된 기업집단
- 래리 페이지와 세르게이 브린은 "알파벳은 강력한 리더쉽과 독립성을 통해 번창하는 사업들 의미"
- 카카오 역시 김범수 의장이 최대주주로서의 압도적인 영향력 보유. 개인지분과 케이큐브홀딩스 합산 33.2% 보유. 이사회 의장으로 주요 의사결정에 직접 참여. 게임즈, 페이, بانک, 모빌리티, 브레인 등으로 자회사의 성장 독려

구글, 2015년 알파벳 지주사 체제로 변화



자료: 알파벳, 메리츠증권증권 리서치센터

카카오, 김범수 의장의 지배력



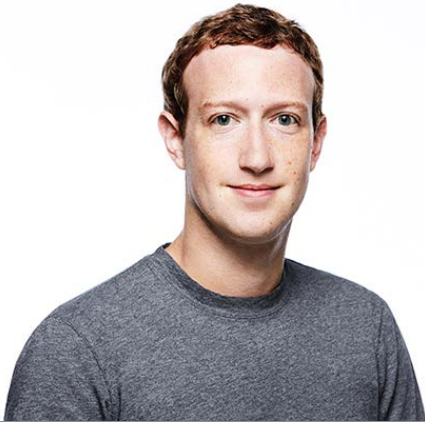
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

2) Ownership

인터넷기업에게 지배구조란?

- "I Started Facebook, I Run it. I'm responsible for what happens here" – Mark Zuckerberg 2018/4/11
- 인터넷 기업의 지배구조란 형식적인 의미의 지분구조보다는 '오너쉽'으로 해석
- 외부 변화에 적극 대응하고 신속한 의사결정을 내릴 수 있다는 의미
- 인터넷 산업은 인공지능/AR/VR 등으로 급속한 변화 이루어지고 있어 공격적 투자 및 인수합병(M&A), 당장 수익이 창출되지 않더라도 오랜기간 상당한 규모의 투자가 필요해 오너쉽 발휘는 긍정적 효과

페이스북 – 마크 주커버그 CEO



자료: 페이스북, 메리츠증권증권 리서치센터

아마존 – 제프 베조스 CEO



자료: 아마존, 메리츠증권증권 리서치센터

알리바바 – 마윈 회장



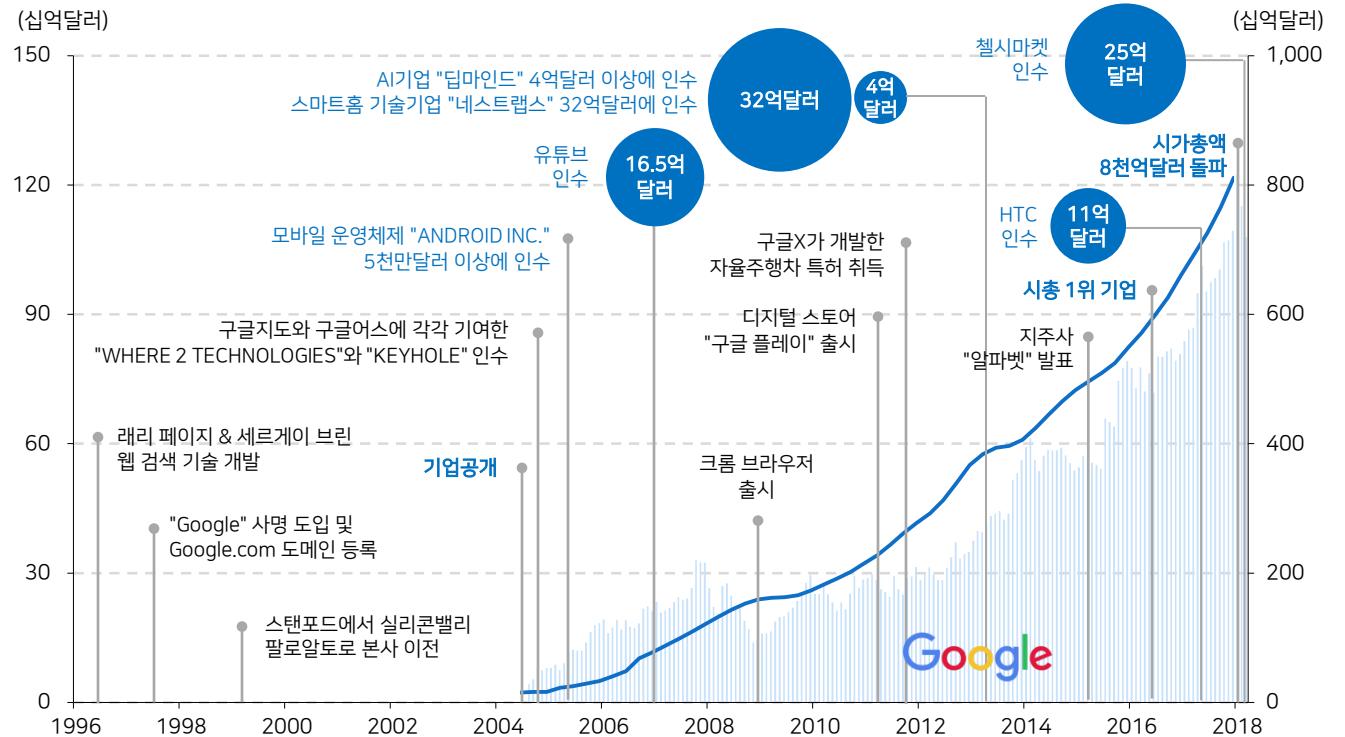
자료: 알리바바, 메리츠증권증권 리서치센터

3) Value Up - 구글이 알파벳이 되기까지

인터넷기업에게 지배구조란?

- 2015년 8월 구글은 전통 웹서비스 사업과 혁신기술 부문을 분리, 지주회사 알파벳 체제로 재편
- 기존 구글은 검색광고/동영상/안드로이드 사업을 지속. 구글 파이버(초고속 인터넷망 프로젝트), 칼리코(암/노화 치료제 개발), 네스트(스마트홈 기기제작), 버릴리(헬스케어), GV(벤처투자), X(무인자동차/드론/로봇공학), 사이드워크랩스(스마트도시) 등으로 분리

구글, 알파벳이 되기까지



주: 월매출액은 12개월 이동평균 수치 사용

자료: Company reports, Bloomberg, Thomson Reuters, 메리츠증권증권 리서치센터

[NAVER] 한국 대표 인터넷 기업

단선적 형태, 소유와 경영 분리

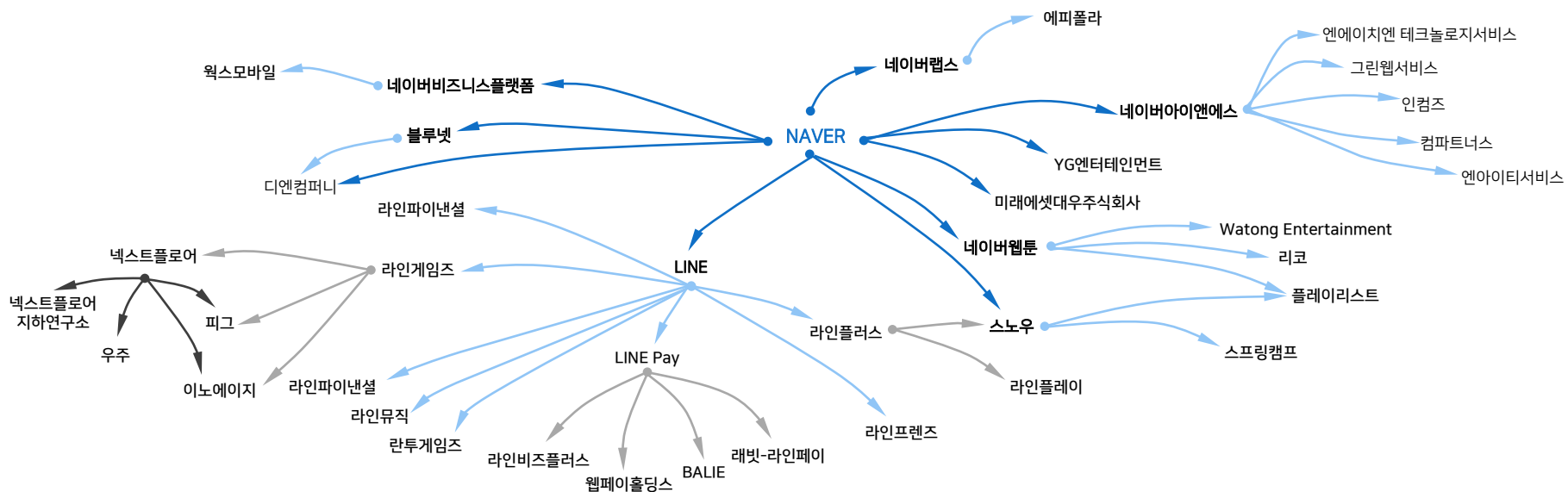
- NAVER는 1998년 정식 서비스를 시작한 이래 지난 20년 동안 한국 대표 인터넷 기업으로 성장
- 2013년에는 게임 서비스 '한게임'을 인적분할 하였으며 2016년에는 메신저 자회사 '라인'의 도쿄와 뉴욕 동시 상장 성공
- NAVER는 검색 포털 서비스로 시작하였지만 2011년 NHN비즈니스플랫폼 자체 광고 시행, 2011년 '라인' 출시, 2012년 TV캐스트, 2013년 캠프모바일 설립, 2015년 네이버페이, 2016년 '라인' 상장, 스노우 주식회사 설립 등 꾸준히 새로운 영역에 도전하며 성장

NAVER의 히스토리 - 국내 인터넷의 역사



자료: NAVER, 메리츠증권리서치센터

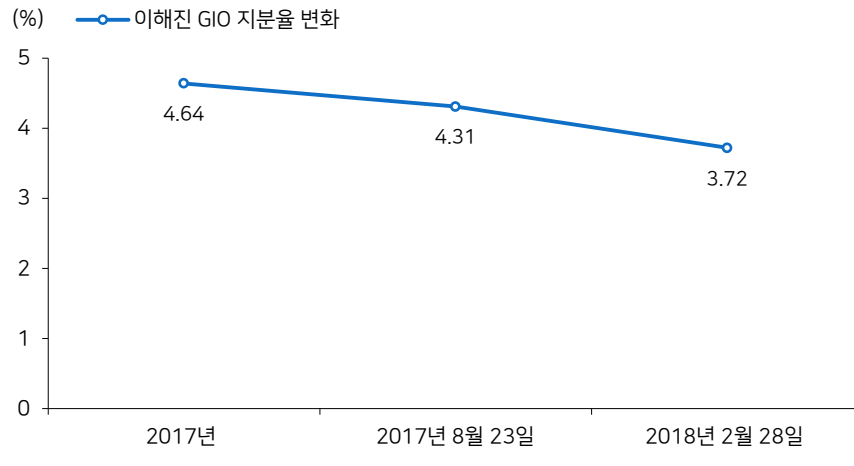
- 복잡한 순환출자로 인해 지배구조의 건전성 측면에서 낮은 평가를 받는 국내 대기업과 달리 NAVER는 모기업 → 자회사 → 손자회사로 연결되는 단선적인 형태의 지배구조
- 2017년말 기준 네이버 기업집단에 속한 계열회사는 총 42개
- NAVER가 가장 정점, 클라우드 서비스 기업 네이버비즈니스플랫폼, 기술 개발 기업 네이버랩스, 모바일 메신저 라인, 웹툰/웹소설 담당하는 네이버웹툰, 모바일 카메라 서비스 기업 스노우, 그리고 네이버에 대한 전반적인 지원업무(경영지원, 사내정보, 서비스 운영관리) 담당하는 네이버아이앤에스 등



[NAVER] 소유와 경영 분리

- 소유와 경영이 분리된 이상적 지배구조이나 낮은 오너의 지분율은 경영권이 위협받을 수 있는 리스크. 외국인 지분율 59%에 달해 공격적 인수합병 시도가 있을 경우 경영권 방어하기 쉽지 않을 수 있음
- 2017년 9월 공정거래위원회는 NAVER를 '준대기업집단'으로 지정
이해진 GIO가 사실상의 총수, '동일인'으로 지정
- 이해진 의장은 NAVER를 '총수 없는 대기업'으로 지정해줄 것을 요구
순환출자, 일감 몰아주기 등의 가족경영 체제 아니며 일가친척 지분 전혀 없음
- 이해진 의장은 2018년 5월 동일인 재지정을 앞두고 지분율 축소. 4.31%에서 3.72%로 낮추며 사내이사직에서도 물러나고 GIO(글로벌투자책임자) 역할 충실

이해진 GIO의 지분율 변화



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

2017년 공시대상기업집단 지정 현황

순위		기업집단명	동일인	소속회사수(개)		자산총액(조원)	
'17	'16			'17	'16	'17	'16
32	32	코오롱	이웅열	40	43	9.6	9.1
33	31	한국타이어	조양래	17	14	8.9	9.4
34	33	교보생명보험	신창재	14	13	8.9	8.5
35	40	중흥건설	정창신	62	49	8.5	7.6
36	35	동부	김준기	23	25	8.3	8.2
37	신규	동원	김재철	30	-	8.2	-
38	36	한라	정몽원	19	22	8.2	8.1
39	39	세아	이순형	21	22	8.1	7.8
40	44	태영	윤세영	47	43	7.7	6.8
41	42	한국지엠	한국지엠(주)	2	2	7.5	7.5
42	41	이랜드	박성수	29	29	7.5	7.5
43	45	아모레퍼시픽	서경배	12	12	7.5	6.6
44	43	태광	이호진	26	26	7.4	7.1
45	37	동국제강	장세주	9	15	7.1	7.9
46	신규	SM	우오현	61	-	7.0	-
47	신규	호반건설	김상열	48	-	7.0	-
48	46	현대산업개발	정몽규	19	17	6.9	6.4
49	47	셀트리온	서정진	11	8	6.8	5.9
50	52	카카오	김범수	63	45	6.8	5.1
51	신규	네이버	이해진	71	-	6.6	-
52	38	한진중공업	조남호	8	9	6.6	7.8
53	49	삼천리	이만득	17	16	6.0	5.7
54	51	금호석유화학	박찬구	11	10	5.7	5.1
55	48	하이트진로	박문덕	12	13	5.5	5.8
56	신규	넥슨	김정주	22	-	5.5	-
57	50	한솔	이연희	20	20	5.3	5.4
-	제외	현대	현정은	-	21	-	12.3
합계		57개 기업집단		1,980	1,670	1,842.1	1,753.3

주: 자산총액 (공정자산) 5~10조원인 26개 공시대상기업집단, 2017.9.1 기준
자료: 공정거래위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

[NAVER] 낮은 창업자 지분율

단선적 형태, 소유와 경영 분리

- 이해진 창업자는 CEO나 이사회 의장도 아니고 2018년 4월 현재 지분 3%대의 3대 주주. 1,2대 주주나 소액주주들이 언제든지 재선임하지 않을 수 있음. 경영을 잘하고 부당내부거래를 하지 않게 되어 있음
- 다음 창업자, 이재웅 대표는 "정부가 NAVER를 대기업 또는 총수지정을 하지 않는 선택을 해야 다른 기업들도 NAVER와 같은 지배구조 만들기 위해 노력할 것"
- 네이버 이사회 운영을 살펴보면 4개의 위원회 존재. 그동안 이해진 GIO는 사외이사 추천위원회에 참여하며 네이버 기업 집단 전체에 대한 컨트롤타워 역할을 하였는데 올해부터 위원회에서 물러남

다음 창업자 이재웅, NAVER, 이상적 지배구조.. 모범사례 삼아야



Jaewoong Lee

August 20 at 4:47pm · 🌐

네이버의 대기업지정과 이해진이사의 총수지정문제에 대해서 갑론을박이 한창 이군요. 자산 5조이상 기업은 대기업으로 지정해 여신한도나 기업집단의 내외 부거래를 좀 더 감시하자는 의미이니 지정당하는 기업으로서는 괴롭겠지만 어찌보면 그만큼 성장했다는 의미이니 축하할만한 일이겠조.

그런데 기업지배구조관점에서 보면 씁쓸하기 그지 없습니다. 대기업집단 지정도 그렇지만 총수 지정은 불투명한 기업지배구조를 가진 재벌들이 특수관계인들과의 부당한 내부거래를 통해서 사익을 편취하는 것을 방지하려고 정부가 관리하겠다는 취지로 만든 제도에 가깝거든요. 말하자면 모든 기업이 좋은 기업 지배구조를 가지고 자체적으로 사익 편취를 할 수 없도록 만든다면 필요가 없는 제도입니다. 그런데 안타깝게도 대부분의 대기업/재벌기업들이 그렇게 하지 않고 정부가 지정한 최소한의 요건만 따라서 가면서 여전히 많은 내부거래와 사익편취가 일어나고 있으니 아직도 존재할 이유가 있는 제도인거조.

자료: 이재웅씨 페이스북, 메리츠증권증권 리서치센터

NAVER 이사회 구성

위원회명	구성	성명	설치목적및 권한
감사위원회	사외이사 4명	김수옥(위원장), 이종우, 정의중, 홍준표	재무제표 감사, 감사활동점검 및 승인, 외부감사인선임
보상위원회	사외이사 2명	홍준표(위원장), 이종우	공평하고 외부적으로 경쟁력 있는 보상수단에 대해 투명하게 보상되고 있는지 확인
투명성위원회	기타비상무이사 1명 사외이사 2명	변대규(위원장), 김수옥, 이종우, 정의중	지속가능성, 독립성, 투명성을 경영의 핵심 기반으로 전문성과 적시의 신속한 의사결정을 강화하면서 통합적 리스크 케어
사외이사 추천위원회	사외이사 4명 사내이사 1명	김수옥, 이종우, 정의중, 홍준표	이사 선임 및 연임 여부 심의

주: 2017년 말 기준

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

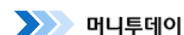
단선적 형태, 소유와 경영 분리

- NAVER는 취약한 경영권 문제에 대응하기 위해 지주회사 체제로의 개편 전망 있었으나 내부 의견 수렴과 세금 문제 등으로 시행되지 못함
- NAVER는 지속적으로 성과 창출하고 기업 가치 높여서 투자자들의 신뢰를 유지하는 정공법 선택
- 이해진 의장은 2004년 1월 대표이사에서 물러난 후 네이버 이사회 의장에 취임
2013년 7월까지 CSO의 역할 수행. 2017년 3월부터 이사회 의장직 내려놓고 GIO의 역할 수행
2018년 3월부터 사내이사직도 내려놓기로 결정

NAVER 지주사 전환 가능성을 추측하는 언론보도들



네이버 지주사 전환 관심 없는 이해진 창업자



구글 지주회사...네이버 "잔걸음"·다음카카오 "글썸"



[단독]공정위 간 이해진, 네이버 지주사 타진?



[이슈분석]네이버 카카오 지주사 전환설 나오는 이유는



[마켓인사이트] 인터넷·게임주 '한국판 알파벳' 나오나...네이버·카카오·엔씨, 지주사 전환설 '술술'

자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

지배구조 재편 본격화

- 2017년 비효율 계열사 정리와 복잡한 지배구조의 재편작업을 실시하였음
- 2018년 카카오게임즈 IPO를 시작으로 자회사 가치 평가 본격화를 앞두고 있음
- 카카오 주요 자회사들의 가치는 카카오모빌리티 1.6조원, 카카오뱅크 1.3조원, 카카오게임즈 1.1조원, 포도트리(카카오페이지) 8,000억원, 카카오페이 6,000억원 등 총 5.4조원. 카카오의 시가총액 9.1조원 대비 60% 비중에 해당
- 2018년 카카오 자회사의 성장과 지배구조 재편을 통한 리레이팅을 대비한 투자전략 필요

카카오 플랫폼 빅뱅



자료: 메리츠증권리서치센터

지배구조 재편 본격화

- 카카오는 주요 사업부문을 잇달아 자회사로 떼어내는 지배구조 개편에 속도를 내고 있음
- 2017년 카카오에는 11개의 종속기업이 새롭게 연결대상 기업에 포함되었는데 대부분 기존 사업부문을 분할해 신규 설립한 자회사
- 카카오 본사는 모바일 메신저(광고, 이모티콘) 만 남기고, 게임, 웹툰, 페이 등은 분사
- 지배구조 재편 이유
 - 1) 사업부별 신속한 의사결정, 전문성과 경쟁력 키우기 위함
 - 2) 외부투자 유치를 통한 여유자금 확보와 재무건전성 개선
 - 3) 자회사의 가치 부각이 궁극적으로 카카오 재평가로 이어질 수 있음

카카오의 자회사 기업공개 Timeline



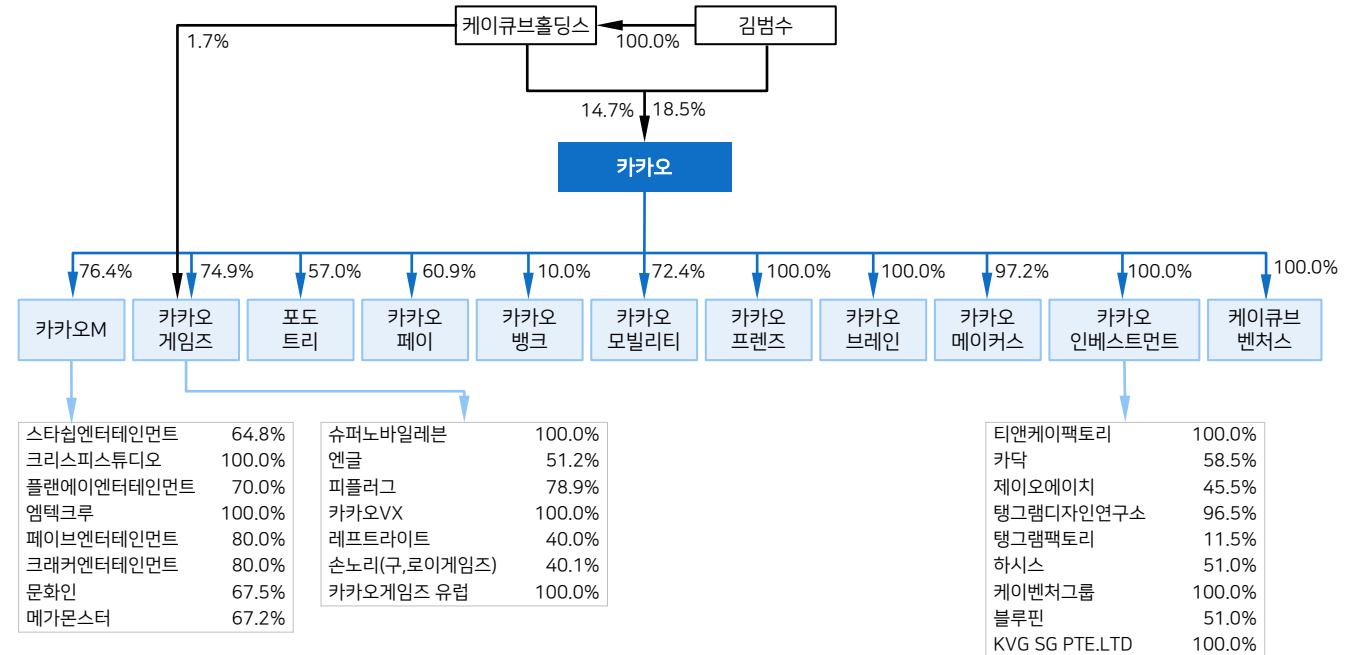
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[카카오] 불편함이 세상을 바꾼다

지배구조 재편 본격화

- “편안하고 안락한 삶에서는 아무것도 바뀌지 않고 바뀔 이유를 찾지 못하기에 언제나 그랬듯이 세상을 바꾸는 힘은 편리함에서 나오는 것이 아니라 불편함에서 나온다.”
- 계속되는 지분구조의 변화 : 2017년 10월 카카오게임즈홀딩스는 카카오에 흡수합병, 2018년 2월 슈퍼노바일레븐은 프렌즈게임즈로 사명 변경. 2018년 3월 케이큐브벤처스는 카카오벤처스로 사명 변경. 2018년 3월 로엔 엔터테인먼트는 카카오M으로 사명 변경

카카오 지배구조



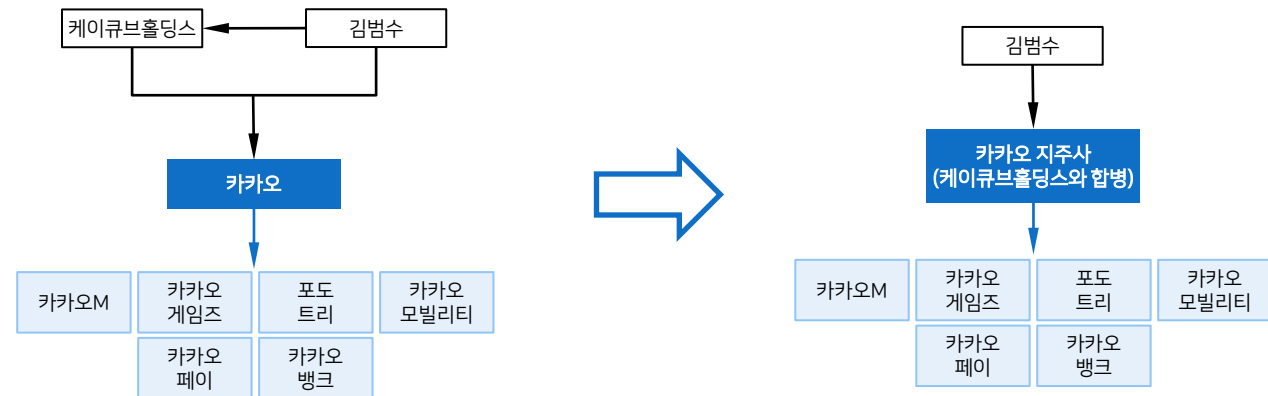
주: 2017년 말 기준
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

[카카오] 지주사 전환 가능성

지배구조 재편 본격화

- 2017년 12월말 기준 카카오 계열회사는 총 81개사. 2017년 9월 1일자로 공시대상기업집단 (준대기업집단)으로 지정, '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률(공정거래법)' 준수
- 김범수 의장이 동일인 총수로 지정, 계열사와의 대규모 거래, 주식소유 현황 공시 의무 생김
- 케이큐브홀딩스를 통해 카카오를 간접 지배할 경우 불필요한 비용 증가. 공정거래위원회도 한 개의 지주사 통한 간결한 수직계열 지배구조를 권장하는 상황이라 지주사 전환 가능성 존재
- 카카오지주사 - 케이큐브 홀딩스(김범수 의장 지분율 100%) 합병 통해 80개 이상의 계열사 수직 보유

카카오 지배구조 - 지주사 전환 가능성



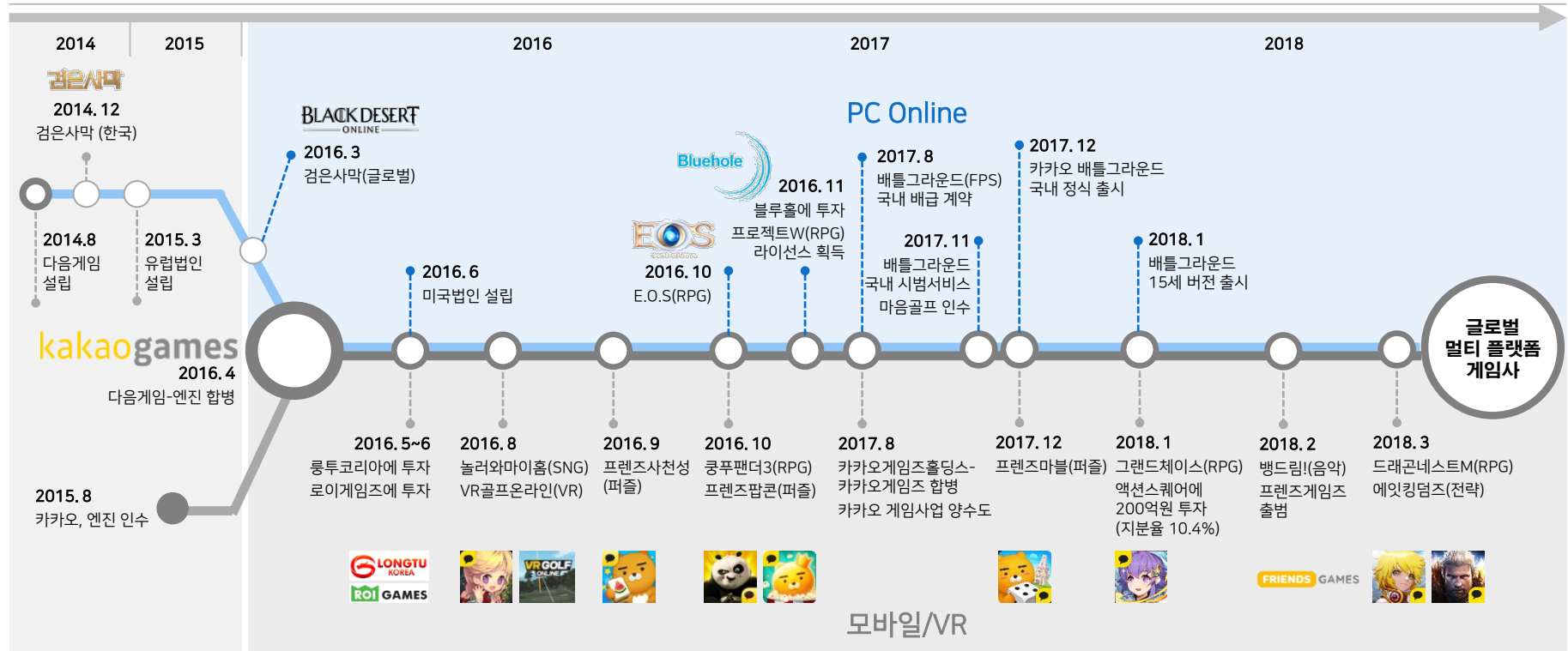
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

[카카오게임즈] 국내 대표 캐주얼게임사

카카오 계열사 첫 IPO

- 2014년 8월 다음게임이 모태. 2014년 12월 '검은사막'의 국내 서비스 통해 한단계 도약
- 2015년 7월 남궁훈 대표 취임, 2016년 4월 (주)엔진과의 합병, 2017년 블루홀의 배틀그라운드 서비스
- 카카오게임즈를 주목해야 하는 이유는 1) 카카오 자회사 중에서 첫 IPO, 2) 카카오게임즈는 플랫폼(카카오톡)에서 퍼블리싱, 개발까지 아우르는 독특한 비즈니스 구조, 3) 게임소싱, 투자, 네트워크의 가치. 그동안 투자해온 투자유가증권 가치만 약 3천억원에 달할 것으로 추정

카카오게임즈가 걸어온 길



[카카오게임즈] 국내 대표 캐주얼게임사

카카오 계열사 첫 IPO

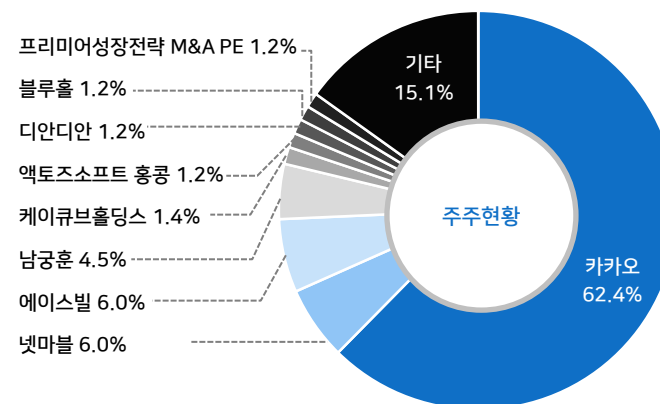
- 카카오게임즈는 2016년 4월 다음게임과 합병. 2016년 6월 카카오게임즈로 사명 변경
- 2017년 11월 카카오는 모바일 퍼블리싱게임 사업부문을 분할하여 현물출자, 보통주 30,005주 신규발행
- 2018년 2월 3자배정 유상증자로 텐센트(500억원), 넷마블(500억원), 액토즈소프트(200억원), 블루홀(100억원), 프리미어 M&A PEF(100억원)로부터 1,400억원의 투자 유치. 카카오게임즈의 가치는 총 8,400억원으로 평가. 올해 상장을 앞둔 시점에 적절한 Pre-IPO라는 점에서 긍정적
- 2017년 매출액은 2,013억원, 영업이익은 386억원 기록. 순이익 대비 PER 20배 부여, 1.1조원의 기업가치

카카오게임즈 손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017
영업수익	0.8	101.3	201.3
YoY 성장률(%)	-	13,226.2%	98.8%
영업비용	6.3	91.2	162.6
영업이익	-5.5	10.1	38.6
YoY 성장률(%)	-	흑전	281.3%
OPM(%)	687.5%	10.0%	19.2%
기타수익	-	4.1	55.4
기타비용	-	-4.7	-17.6
금융수익	-	4.1	55.4
금융비용	-	-4.7	-17.6
지분법손익	-	-0.4	-2.1
세전이익	-11.2	8.2	72.3
순이익	-9.9	5.7	56.7
YoY 성장률(%)	-	흑전	887.7%
NPM(%)	1,237.5%	5.7%	28.2%
적정 PER(배)			20.0
기업가치			1,134.7

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

주주현황



주: 2018년 3월 기준
자료: 카카오게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

[포도트리(카카오페이지)] 웹툰, 드라마, 영화까지

‘이야기로 천만을 움직이다’

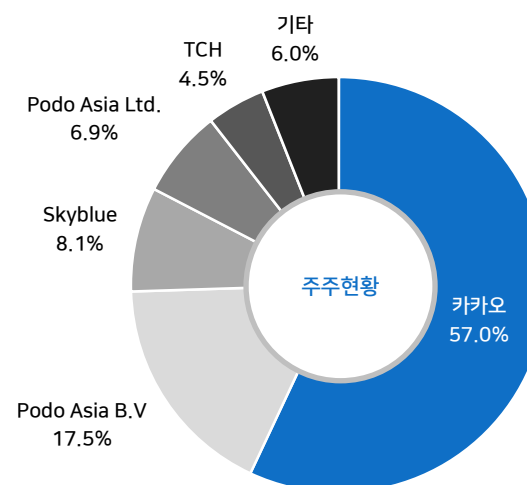
- 2010년 7월 설립. 국내 대표 웹툰 플랫폼 ‘카카오페이지’ 운영하며 카카오가 지분을 57% 보유
- 연간 거래액은 2015년 500억원 → 16년 930억원 → 17년 1,469억원으로 폭발적인 성장세 시현중
- 서비스 초기에는 작가와 수익배분비율 70% : 30% 수준인데 반해 향후 서비스할 콘텐츠 확보, 마케팅, 무료 쿠폰 등 프로모션으로 낮은 수익성 시현했으나, 2017년 영업이익률 2.5%로 크게 개선
- 참고로 2016년말 앵커에쿼티로부터 1,250억원의 투자받으며 5,000억원의 기업가치 평가받았음
- 2018년 현재 기업가치는 8,000억원(2018E 거래액 2천억원 x PSR 4배)평가. 포트폴리오가 웹툰에서 드라마/영화로 확대, 일본 픽코마의 성장 감안시 보수적인 수준

포도트리(카카오페이지) 손익계산서

(백만원)	2015	2016	2017
거래액 (억원)	500	930	1,469
영업수익	30,104.3	64,037.0	131,801.1
YoY 성장률(%)	-	112.7%	105.8%
영업비용	30,657.7	63,534.9	12,483.8
영업이익(손실)	-553.4	502.2	3,317.2
YoY 성장률(%)	-	-190.7%	560.5%
OPM(%)	-1.8%	0.8%	2.5%
기타수익	3.1	110.7	710.3
기타비용	84.8	1,828.9	751.4
금융수익	121.5	39.4	1,795.2
금융비용	2,035.6	2,190.2	61.2
법인세비용차감전순손실	-2,549.2	-3,366.8	1,914.1
법인세비용	-	6.4	-3,188.0
당기순이익(손실)	-2,549.2	-3,373.2	5,102.8
YoY 성장률(%)	-	32.3%	-251.3%
NPM(%)	-8.5%	-5.3%	3.9%

자료: 포도트리, 메리츠증권리서치센터

주주현황



주: 2017년 말 기준
자료: 포도트리, 메리츠증권리서치센터

같이만 다른 은행

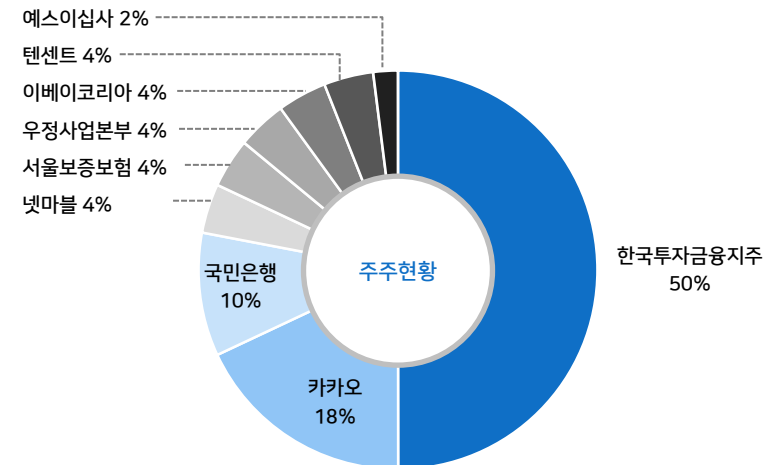
- 2017년 7월 27일 출범. 2017년 영업수익은 689억원, 영업손실은 1,042억원 기록하며 큰 폭의 적자
- 이자수익은 503억원으로 예상 상회. 수수료 수익도 170억원으로 영업수익대비 25% 비중
- 문제는 수익성, 수수료와 마케팅비 등 비용부담 가중. 입금, 출금, 이체 수수료 무료 정책 6월까지 연장
- 단순한 상품구조, 고신용자 중심의 수익구조로 안정적 성장 영위하나 시중은행과의 차별화는 무리
- 참고로, 2018년 3월말 기준 수신 7조 900억원, 여신 5조 8,500억원 기록

한국카카오은행 손익계산서

(백만원)	2016	2017
영업수익	1,340.4	68,910.8
YoY 성장률(%)		5,041.2%
이자수익	1,340.4	50,325.4
수수료수익	-	16,995.0
기타영업수익	-	1,590.4
영업비용	16,669.5	173,119.1
이자비용	10.8	17,823.1
수수료비용	3,607.2	55,254.5
제충당금전입액	-	18,305.8
판매비와관리비	13,051.5	75,374.2
기타영업비용	0.0	6,361.5
영업손실	-15,329.1	-104,208.3
YoY 성장률(%)	-	적지
OPM(%)	-1,143.6%	-151.2%
영업외수익	0.7	9.7
영업외비용	-	35.6
법인세비용차감전순손실	-15,328.4	-104,234.2
당기순손실	-15,301.8	-104,491.0
YoY 성장률(%)	-	적지
NPM(%)	-1,141.6%	-151.6%

자료: 한국카카오은행, 메리츠증권 리서치센터

주주현황



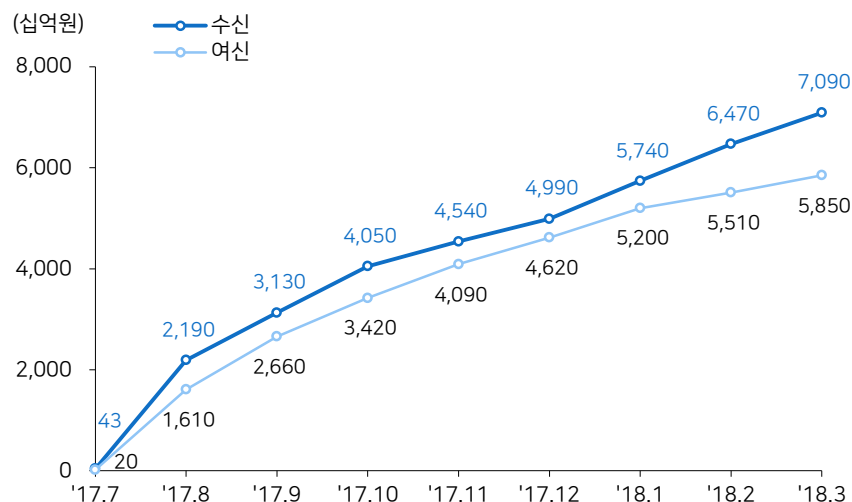
주: 2018년 4월 기준

자료: 한국카카오은행, 메리츠증권 리서치센터

같지만 다른 은행

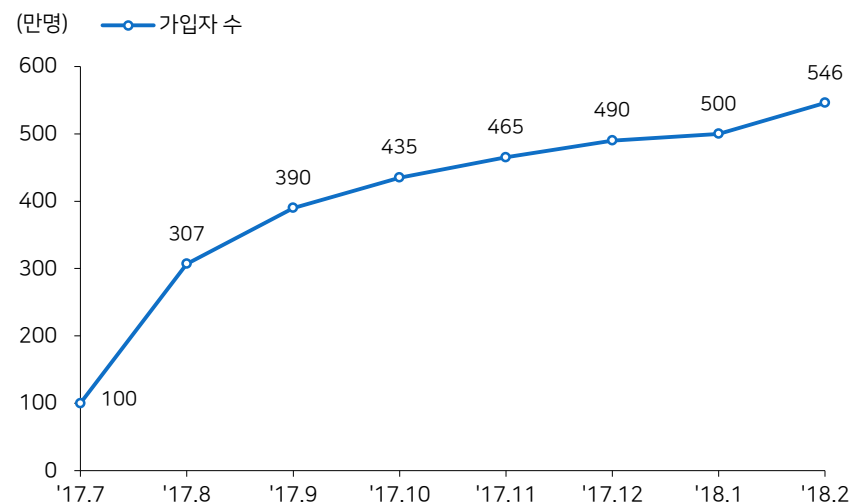
- 카카오뱅크의 대출 포트폴리오는 2017년 신용/마이너스 대출에서 2018년 전월세대출로 확대
- 18년 3월 전월세보증금 대출액은 출시 49일만에 1,000억원 돌파. '비대면, 저금리, 휴일수요'
- 2018년 4월 5,000억원의 유상증자 완료. 이번 증자에서 보통주와 전환우선주 비율은 4:6으로 카카오는 전환우선주 취득을 통해 지분율 18%로 확대. 참고로 한국금융지주 지분율은 58%에서 50%로 낮아짐
- 2018년 카카오뱅크는 고객수 1천만명, 9조원의 여신 목표. BEP 달성 시기는 3~5년 정도 소요될 것

카카오뱅크 여수신 규모



주: 월말 기준
자료: 한국카카오은행, 메리츠증권증권 리서치센터

카카오뱅크 고객수



주: 월말 기준
자료: 한국카카오은행, 메리츠증권증권 리서치센터

대한민국 대표캐릭터

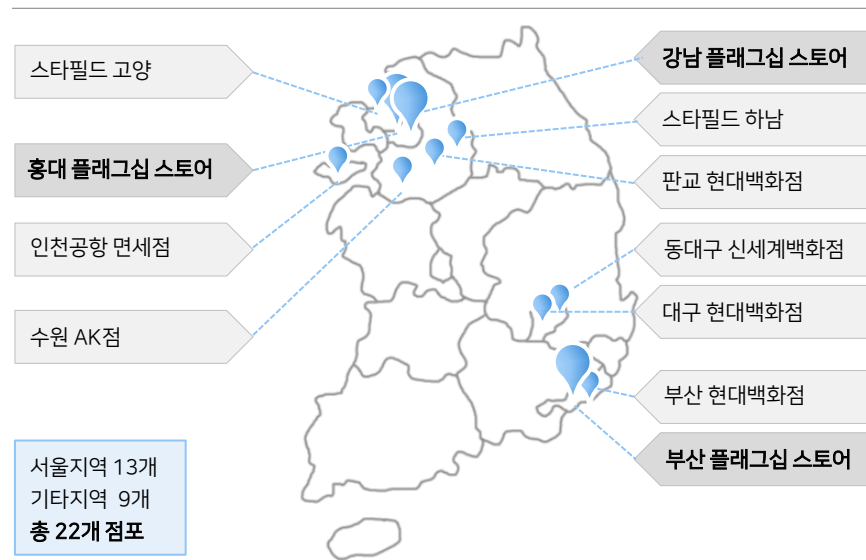
- 2015년 5월 설립, 카카오 캐릭터 상품 제조, 판매, 라이선싱 부여를 목적으로 설립
- 카카오가 지분 100% 보유하고 있으며 2017년말 기준 온/오프라인 포함하여 22개 점포 보유
- 2017년 매출액은 976억원(+38.4% YoY), 영업이익은 253억원(+6.7% YoY) 기록
- 점포는 대형거점 스토어 위주로 확장, 상품 다양화/로열티 비즈니스 확대에 성장

카카오프렌즈 손익계산서

(백만원)	2015	2016	2017
매출액	10,341.8	70,505.5	97,604.1
YoY 성장률(%)	-	581.8%	38.4%
매출원가	-3,047.7	-20,738.5	-28,773.9
매출총이익	7,294.1	49,767.0	68,830.1
판매비와관리비	-5,525.1	-26,040.4	-43,514.5
영업이익	1,769.0	23,726.5	25,315.6
YoY 성장률(%)	-	1241.2%	6.7%
OPM(%)	17.1%	33.7%	25.9%
기타수익	10.1	26.3	82.5
기타비용	-0.3	-133.9	-468.4
금융수익	53.1	223.3	245.9
금융비용	-1.7	-5.4	-11.4
법인세비용차감전순이익	1,830.4	23,836.8	25.2
법인세비용	-385.8	-5,153.7	-5,198.4
당기순이익	1,444.6	18,683.2	19,965.8
YoY 성장률(%)	-	1193.3%	6.9%
NPM(%)	14.0%	26.5%	20.5%

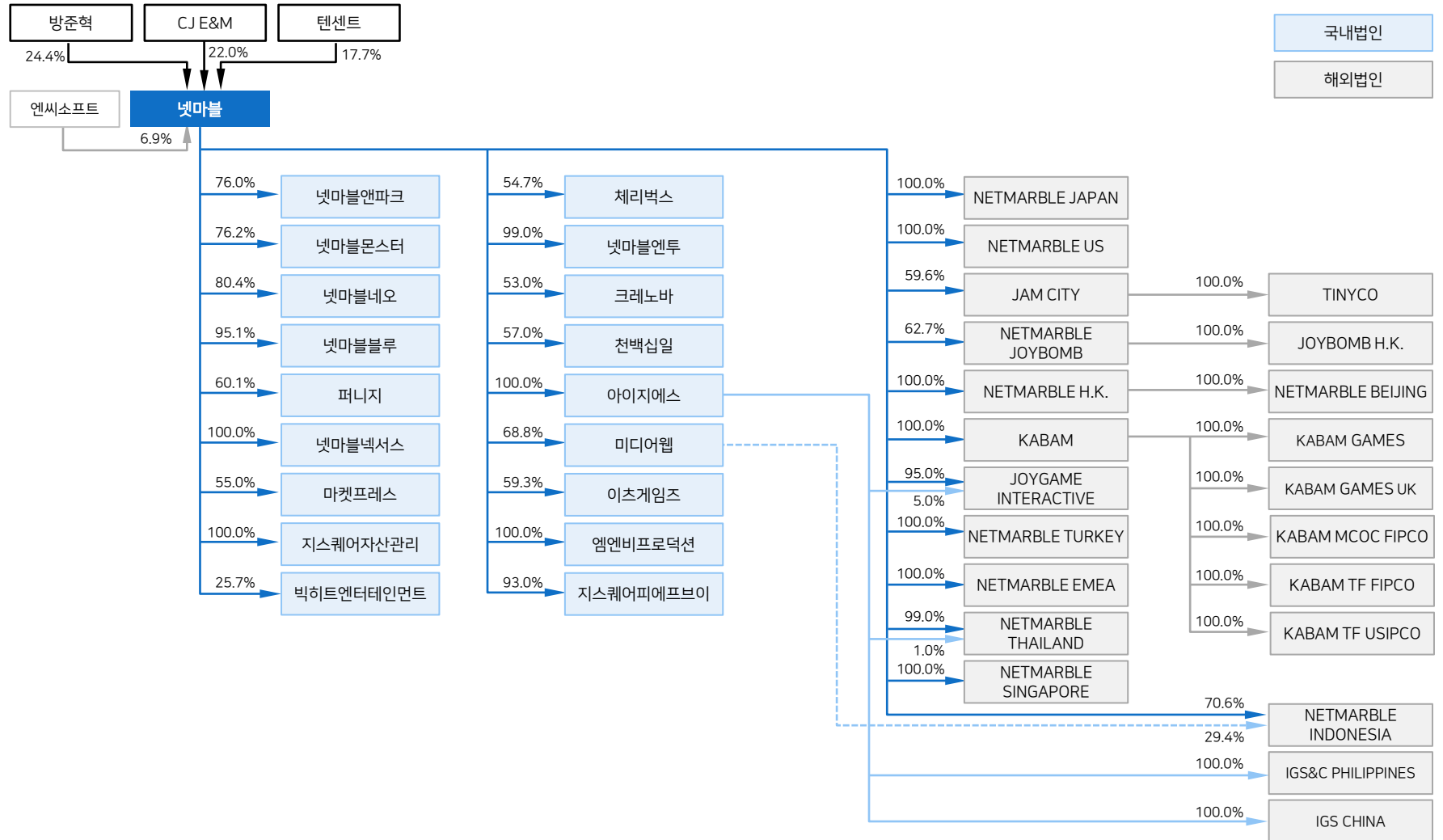
자료: 카카오프렌즈, 메리츠증권리서치센터

국내 카카오프렌즈 스토어 현황



자료: 카카오프렌즈, 메리츠증권리서치센터

[넷마블] 2017년 성공적 IPO 그 이후

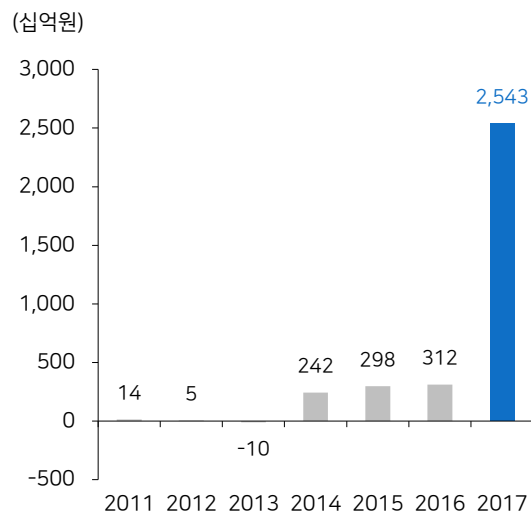


[넷마블] 적극적 투자, 게임 이외에 사업 다각화

자회사 가치 + 사업 다각화

- 넷마블은 3월 주주총회에서 사명을 '넷마블게임즈'에서 '넷마블'로 변경. 사업 목적에 인공지능, 가상현실, 증강현실, 블록체인, 음원 등 문화콘텐츠 사업 추가하였음
- 게임 이외 사업 진출을 위한 포석. 실제 4월 4일 빅히트 엔터테인먼트(방탄소년단 소속)의 지분 25.71%를 2,014억원에 인수 발표. 2Q18 'BTS월드' 출시를 앞둔 전략적 제휴 + 빅히트 IPO 가능성 대두
- 2018년 2월 넷마블에는 박성훈 로엔 대표가 공동대표로 취임. 박성훈 대표는 CJ 미래전략실, 로엔 대표 겸 카카오 CSO를 역임하였고 넷마블에서 전략과 투자를 담당하게 되었음
- 넷마블의 순현금 보유액은 17년말 기준 2.5조원에 달해. 2018년부터 공격적 인수합병에 나설 것 기대

넷마블의 순현금 추이



자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

넷마블의 공동대표



▲ 박성훈 공동대표



▲ 권영식 공동대표

자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

빅히트엔터테인먼트 지분 인수

항목	내용
발행 회사	(주)빅히트 엔터테인먼트
취득 주식 수	44만 5,882주
취득 금액	2,014억원
취득 후 지분율	25.71%
취득 목적	사업적 시너지 증대를 위한 전략적 투자
취득예정일자	2018년 6월 4일

자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

[넷마블] 자회사 가치 현실화될까?

자회사 가치 + 사업 다각화

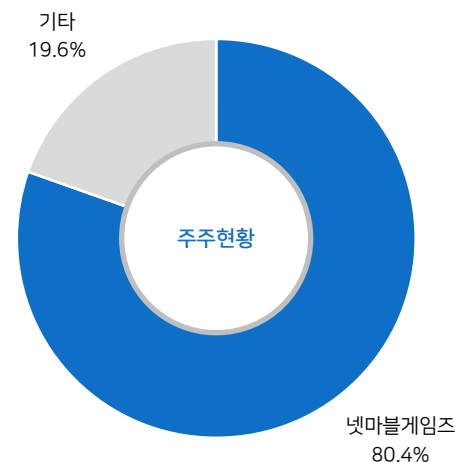
- 넷마블은 2017년말 기준 43개의 계열회사 보유
- 넷마블네오는 2012년 6월 게임개발 사업부문을 물적분할함에 따라 설립. 2015년 턴온게임즈에서 넷마블네오로 상호 변경. **모바일게임 초기 히트게임 '다함께차차차'를 시작으로 2016년 '리니지2레볼루션' 출시. 2018년에는 '더킹오브파이터즈:올스타'를 통해 포트폴리오 다각화 기대**
- 2017년 매출액 3,031억원(+486% YoY), 영업이익 2,454억원(+650% YoY) 기록
- 넷마블은 2017년 5월 상장 당시 자회사들의 추가 기업공개 가능성 언급. 넷마블넥서스, 넷마블엔투, 넷마블몬스터, 넷마블네오 중에서 넷마블네오가 첫번째 상장 자회사가 될 가능성

넷마블네오 손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017
영업수익	6.7	51.7	303.1
YoY 성장률(%)	-	677.4%	486.3%
영업비용	12.3	19.0	57.8
영업이익	2.2	32.7	245.4
YoY 성장률(%)	-	1,407.6%	650.4%
OPM(%)	32.6%	63.2%	81.0%
금융수익	0.1	0.0	2.0
금융비용	156.2	260.6	50.8
영업외수익	0.0	0.6	0.0
영업외비용	233.3	23.6	0.8
법인세차감전순이익	6.0	33.0	247.3
법인세비용	1.2	1.8	56.2
당기순이익	4.8	31.2	191.1
YoY 성장률(%)	-	550.0%	512.5%
NPM(%)	71.6%	60.3%	63.0%

자료: 넷마블네오, 메리츠증권증권 리서치센터

넷마블네오 주주현황



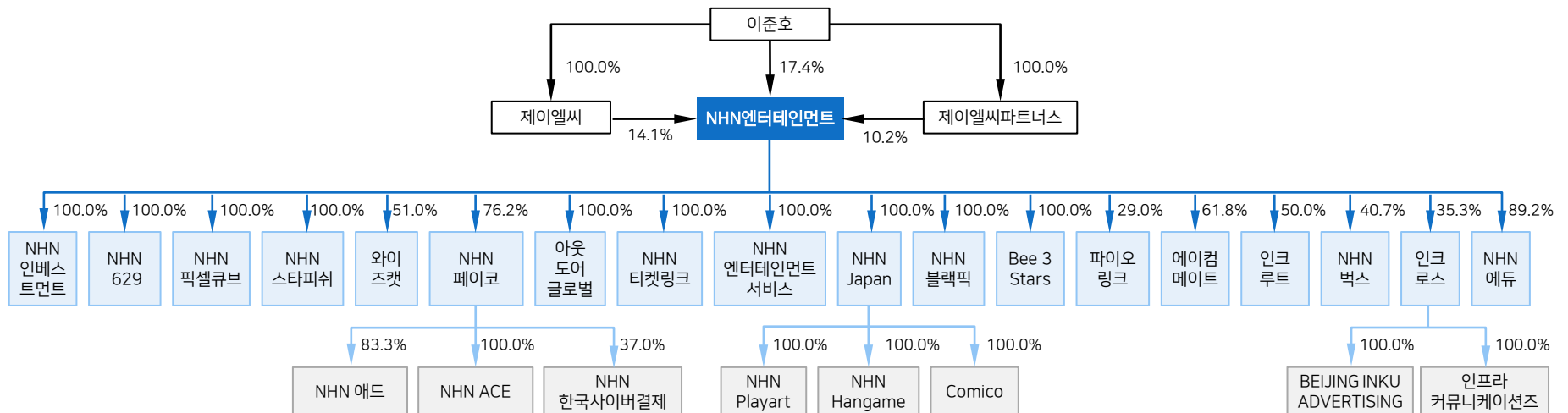
주: 2017년 말 기준
자료: 넷마블네오, 메리츠증권증권 리서치센터

[NHN엔터테인먼트] 자회사 가치 상승

투자 수확기 도래

- 2017년말 기준 NHN엔터테인먼트의 계열회사는 총 82개, 상장사는 NHN벅스, NHN한국사이버결제, 파이오링크, 인크로스 등 4개. 2017년말 기준 타법인출자 장부가치는 1.5조원 수준
- NHN엔터테인먼트의 이준호 의장은 직접 지분 17.4% + 간접 지분 24.3% 보유하며 총 41.7% 지분을
- 이준호 의장의 상당한 지배력 구축, 단순한 지분구조로 인해 지주사 전환 가능성은 낮음
- 자회사의 가치 상승(NHN한국사이버결제, NHN페이코, 인크로스, NHN벅스, 파이오링크, 코미코 등) 긍정적이며 비효율 계열사에 대한 정리 필요, 그동안의 투자자산에 대한 수확기 도래하였다고 판단

NHN엔터테인먼트 지배구조



주: 2017년 말 기준
자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

[NHN엔터테인먼트] 시너지 창출 본격화

투자 수확기 도래

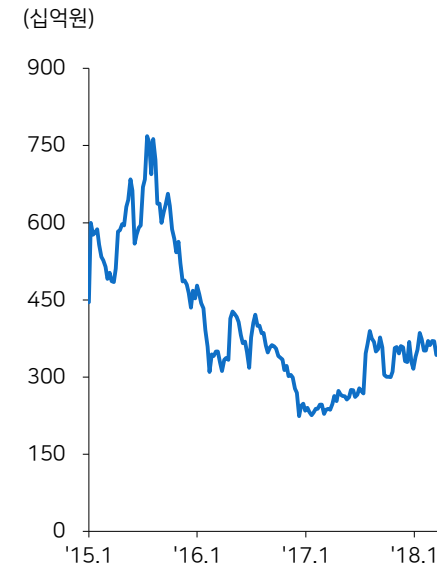
- NHN한국사이버결제는 모바일 전자상거래 성장의 수혜, 인크로스는페이코에 기반한 타겟광고 본격화에 따른 수혜, NHN벅스는 음원 시장 경쟁심화로 지분가치 부각되고 있음
- 또한 NHN페이코 역시 2017년 9월 5,300억원의 가치평가 받으며 투자 유치. 2018년에도 1~2차례의 추가 펀딩 통해 기업가치 우상향할 것으로 기대
- 참고로, 1Q18 인크로스, 2Q18 NHN한국사이버결제 연결 계상으로 회계적 연결이익도 레벨업

주요 지분투자 내역

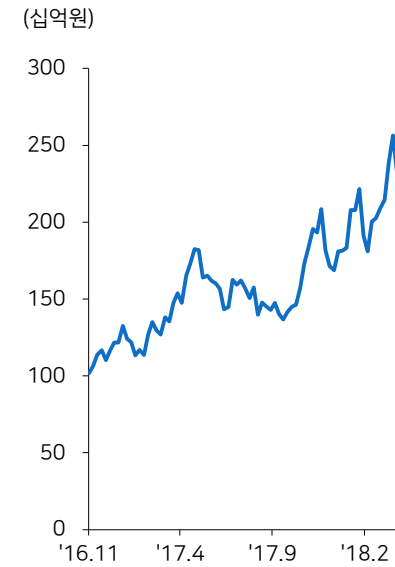
기업명	지분율(%)	장부가치(십억원)
NHN고도	100.0	17.0
피앤피시큐어	70.0	42.0
NHN벅스	41.0	106.0
NHN페이코	86.0	186.6
인크로스	40.0	21.8
티몬	2.0	20.0
야놀자	-	5.0
에코마케팅	1.7	2.4
카페24	2.7	1.4
기타	-	1,088.6
합계	-	1,490.6

주: 2017년 말 기준
자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

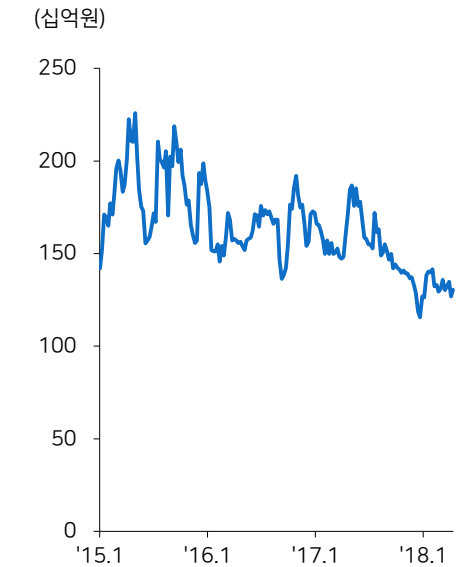
NHN한국사이버결제 시가총액 추이



인크로스 시가총액 추이

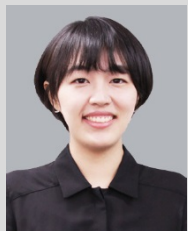


NHN벅스 시가총액 추이



Part II

[증권/보험]
금융그룹 통합
감독 도입과 지배구조



증권보험
Analyst 김고은
02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

I 금융그룹 통합감독 제도 도입

- 새정부 100대 국정과제 중 하나인 '금융그룹 통합 감독제도' 도입, 금융지주회사가 아니더라도 유사한 수준의 규제가 가능해짐
- 현행의 주요 문제점은 1) 자본 중복 계상 위험 2) 내부 거래 규제 미비 3) 그룹 리스크 전이 가능성을 규제하지 못했다는 점
- 모범규준 초안에 따르면 필요 자본 계산 시 위험 집중에 대한 가산, 그룹 내 전이 위험 가산이 적용됨. 6월 중 최종안 확정할 계획
- 금융그룹 통합 감독 대상은 삼성, 미래에셋, 한화, 교보생명 현대차, DB, 롯데 (최종 대상 미확정)
- 이 중 요구자본 계산 방식 최종안 결정에 따라 감독 비율 변동 가능성이 있는 삼성 금융그룹과 미래에셋 금융그룹에 대해 검토

II 삼성금융그룹: 금산 분리가 주요이슈

- 삼성 금융그룹의 경우 금융회사가 지분관계는 단순화되어 있어 적격자본 이슈는 제한적이나
- 보유하고 있는 비금융 계열사 보유분에 대한 위험액이 주요 이슈가 될 전망
- 극단적으로 위험계수 100%를 가정하는 경우에도 통합감독 비율은 100% 상회해 직접적인 계기는 되기 어렵지만 전자 매각의 압박 요인
- 전자의 전량 매각을 가정하는 경우 삼성생명 약 15조원, 삼성화재 약 3조원의 매각 이익이 발생해 주가 급등 요인으로 작용

III 미래에셋금융그룹: 비상장 3사 변화 추정

- 대주주 지분이 많은 미래에셋컨설팅, 미래에셋캐피탈, 미래에셋자산운용이 금융그룹을 지배하는 구조
- 지주회사로 전환 시 상당한 자금 소요되어 다른 방식의 지배구조 개편 추구할 가능성 큼. 미래에셋캐피탈을 대형화할 계획
- 향후 내부거래 의존도 및 그룹 위험전이에 따른 요구자본 가산 구체안에 따라 감독 비율 변동 가능
- 관련 규제는 비상장사에 영향이 크고 상장사 영향은 제한적이라고 판단됨

통합 감독제도 도입으로 금융지주회사 수준의 규제 가능

금융그룹 통합 감독제도 도입

- 새정부 100대 국정과제 중 하나인 '금융그룹 통합 감독제도' 도입 발표(18.01.31, 금융감독원)
- 16년 말 기준 국내 금융그룹은 금융산업 자산 기준의 83%를 차지하고 있으나
- 금융그룹 통합 감독 시스템이 미비해 금융지주 그룹과의 규제 차이가 발생
- 통합 감독 제도의 도입은 금융지주회사 아니더라도 유사한 수준의 규제가 가능해짐을 의미함

금융지주 그룹과 여타 금융그룹 간 규제 차이 발생

구분	그룹 자본규제	그룹 내부 거래 규제	그룹 위험 관리체계	그룹 내부 통제체계
금융지주 그룹	O	O	O	O
여타 금융그룹	△ (일부 연결)	X	X	X

금융위험 측면에서 차이가 없으나, 상이한 규제체계 적용

자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

국내금융그룹 현황(16년 말 기준)

구분	그룹 수	총자산		자기자본		당기순이익	
		(조원)	(%)	(조원)	(%)	(조원)	(%)
금융지주 그룹	9	1,717.4	(38)	143.0	(36)	8.8	(49)
은행모회사그룹	6	991.4	(22)	87.8	(22)	△2.2	(△12)
복합금융그룹	20	979.0	(22)	107.8	(28)	5.1	(28)
동종금융그룹	19	54.7	(1.3)	9.6	(2.5)	0.9	(5)
금융그룹 소계	54	3,742.5	(83)	348.2	(89)	12.6	(70)
금융회사 전체		4,485.8	(100)	392.3	(100)	18.1	(100)

주: 금융그룹 소속 금융회사의 개별 재무제표의 값을 단순 합산(금융지주그룹은 자회사만 합산)
자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

통합 감독제도의 목적은 과도한 레버리지 확대 제한

금융그룹 통합 감독제도 도입

- 금융그룹 통합 자본적정성 제도 도입의 목적은 복잡한 출자구조 이용한 과도한 레버리지 확대 제한
- 이를 위해 금융 부문의 적격자본(실제 손실 흡수능력)을 필요자본(업권별 자본 규제에서 요구하는 최소기준의 합계) 이상으로 유지해야 함

통합 자본적정성 주요 평가 항목

평가항목	관련 문제점
금융계열사간 출자 (순환출자 포함)	외부자금 수혈 없는 가공자본 생산
모회사의 차입금으로 계열사 자본확충 지원	위기시 지급여력 제약, 차입금 상환을 위한 무리한 배당 압박
복잡한 그룹 내 출자구조	그룹 자본의 실제 손실흡수능력 평가 곤란, 그룹 자본여력의 과대평가 가능성

자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

자본적정성 평가 방안

적격자본 (① - ②)	필요자본 (① + ② + ③)
① 금융계열사 자본 합계	① 규제 금융회사: 금융업권별 최소요구자본
② (-) 금융계열사간 출자액	② 비규제 금융회사: 대안지표(proxy)로 산출한 최소요구자본 (예: 총자산의 8%)
	③ 추가위험 가산: 금융부문 외 출자관계로 인한 전이위험 등

*그룹 자본적정성 지표 = 그룹 적격자본/통합 필요자본 (최소 100% 이상)

자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

모범기준 초안 발표, 6월 중 최종안 확정할 계획

금융그룹 통합 감독제도 도입

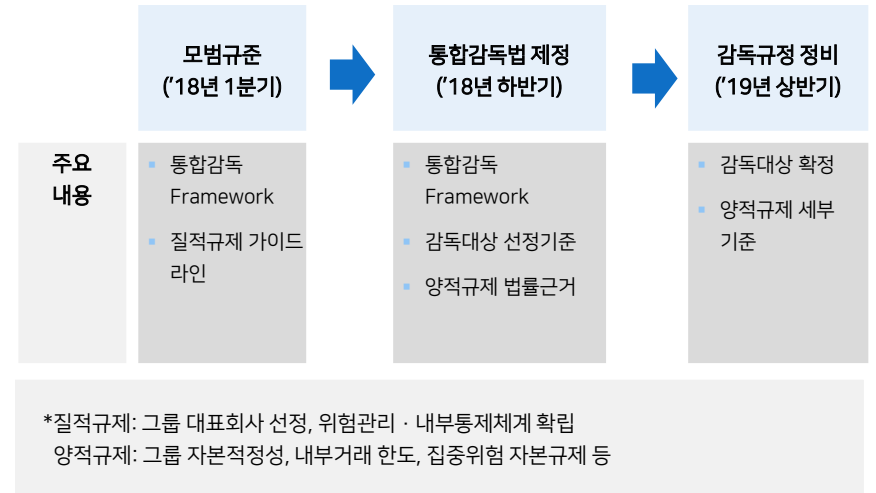
- 18년 말까지 동반부실위험 평가 세부 규제를 확정해 금융회사에 계열사 의존도 축소, 추가 자본적립 등 위험회피 조치 의무 부과할 예정
- 이를 위해 모범기준 초안이 발표 되었으며 의견수렴을 거쳐 6월 중 모범기준 최종안을 확정할 계획
- 해당 모범 기준은 금융그룹 통합감독 법안이 제정되기 전까지 지도기준으로 활용

동반부실위험 평가체계 구축

하위 구성요소	산업 → 금융 위험전이 경로	평가지표	
		구분	지표(예시)
신용공여 · 주식취득 (risk concentration)	자산가치 하락 예) 계열사 부도로 관련 대출 부실화	정량	그룹 익스포저/ 금융부문 연결자본
내부거래 (intra-group transaction)	영업기반 상실 예) 계열사 부도, 계열사 경영위기 등으로 관련 매출 급감	정량	계열사 내부매출/ 금융부문 총매출
지배구조 (governance)	위기사 그룹자금지원 압력 예) 모회사 배당, 그룹계열사 부실자금 지원 등	등급	지배구조 평가등급
평판리스크 (reputation risk)	브랜드가치, 신용등급 하락 예) 차입금 refinancing 곤란, 매출하락	정성	소비자 집단분쟁, 불법행위 제재 사례

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

충분한 준비시간을 가지고 단계적으로 규범화 추진



자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

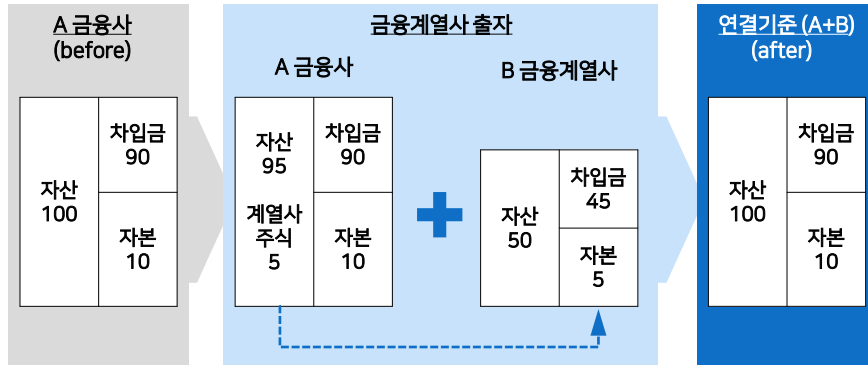
필요자본에서 계열사간 출자액 차감

금융그룹 통합 감독제도 도입

- 현행상 주요 문제점은 1) 자본 중복 계상 위험 2) 내부 거래 규제 미비 3) 그룹 리스크 전이 가능성
- 이를 개선하기 위해 금융 그룹 통합감독 대상을 선정(삼성, 한화, 미래에셋, 교보생명, 현대차, DB, 롯데)
- 대표회사는 금융그룹의 자본적정성, 위험관리 상황 등을 정기적으로 평가해 시장에 공시
- 주요 보고/공시 사항은 1) 통합 자본 적정성(미인정 자본의 주요사유) 2) 그룹의 통합위험요인 및 관리 계획 3) 금융계열사간, 비금융계열사와의 이해상충 가능성 4) 지배구조 현황, 5) 내부거래 비중 및 현황 6) 비금융계열사에 대한 총 신용공여 규모

금융계열사 출자를 통한 자본 중복계상 위험

외부자금 수혈 없이 창출되는 가공자본을 규제할 수단 미비



▶ 자본 10, 자산 100 (레버리지 10배) → 자본 10, 자산 145 (레버리지 14.5배)

자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

내부거래 및 그룹 위험 전이 사례

구분	내용
내부거래로 인한 그룹 위험 사례	■ 은행(자기자본 25%), 금투업(금지) 등의 관계사 자금 지원 규제를 회피하기 위해 규제가 상대적으로 약한 금융업종에 출자해 대주주/계열사 우회지원 ■ A은행의 펀드판매 매출 중 계열사 펀드 취급 비중 50% 상회, ■ B캐피탈은 계열사 제조물품 판매 위한 할부금융 비중이 100% ■ 규제 받는 금융회사(은행, 보험, 금투)의 특정산업 익스포져 규제 한도 이내이 나, 비규제 금융업을 포함한 그룹 내 금융계열사의 총 익스포져 합산 시 특정 산업에 편중
그룹 경영위기로 금융계열사 동반 부실화 사례	■ (대우증권) 대우그룹 유동성 위기('99) → 대우전자 등 12개사 워크아웃 신청('99.08) → 산업은행, 대우증권 인수('00.05) ■ (대한생명) 대한생명, 신동아그룹 부실계열사 불법지원('96~'98) → 대한생명 부실금융기관 지정('99.09) → 대한생명 제3자 매각('02.12) ■ (동양증권) 동양그룹 유동성 위기('13) → 동양시멘트 등 5개사 법정관리 신청('13.09~'10) → 동양증권 제3자 매각('14.06)

자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

요구자본에 위험 집중 및 그룹 내 전이 위험 가산

금융그룹 통합 감독제도 도입

- 모범규준 초안에 따르면 필요자본 계산 시 1) 위험 집중에 대한 가산 2) 그룹 내 전이위험 가산
- 위험 집중 산정을 위해 비금융사 출자분 중 보험 또는 은행의 자기자본 15% 초과분
- 혹은 전체 비금융사 출자분 중 자기자본의 60% 초과분에 대한 가산 방식을 제안

금융그룹위험을 반영한 필요자본 산정방식(초안)

그룹위험의 유형	점검대상 위험	자본규제 방식(안)	참고 사례
① 자본의 손실흡수능력 제약	- 자본의 중복이용 - 금융계열사간 출자 - 상호 · 순환출자 - 그룹간 교차출자 - 차입을 통한 자본확충	- 적격자본에서 차감 - 적격자본 - 중복계상자본	- EU 감독지침(FICOD) Annex I - Commission Delegated Regulation(EU) No.342/2014 §3*, Annex(산식) * 내부거래에 따른 자본 중복이용 제거
② 위험집중(Risk Concentration)	- 대주주 익스포저 - 산업별 위험편중 - 내부거래 의존도	- 필요자본에 가산 - 적정수준 초과분에 대해 비례가산 : (측정위험 - 적정수준) x α	- 정량위험 평가방식 ① 보험 (국내 RBC) : 비금융 종속 · 관계사 출자분 가산방식(15%, 60%)¹⁾ ② 은행 (바젤 III) : 비금융회사 출자분 가산방식 (15%, 60%)¹⁾ ③ 독일 금융그룹감독법 (FKAG) : 위험집중 · 내부거래 한도초과분 자본확충 방식²⁾
③ 그룹내 전이위험(Risk Contagion)	- 그룹 위험관리체계의 적정성 (governance structure) - 비금융부문으로부터의 부실	- 필요자본에 가산 : (총자산 또는 자기자본) x βi * βi : 그룹위험 관리실태 평가등급에 따라 차등 가산 ※ 운영위험 자본규제 방식 등 참고	- 비정량위험 평가모델 ① 경기대응 완충자본 : 위험가중자산의 0~2.5% 가산 ② 운영위험: 영업규모에 따라 평균 이익의 일정비율 부과

1) 아래 ①, ② 중 큰 금액을 전액 필요자본에 가산

- ① 개별 비금융사 출자분 중 은행 또는 보험사 자기자본의 15% 초과분
- ② 전체 비금융사 출자분 중 은행 또는 보험사 자기자본의 60% 초과분

2) 독일 연방청은 금융그룹의 위험집중 · 내부거래 수준이 중요한 것으로 간주되는 기준치를 초과하는 경우 금융그룹의 모회사에 대하여 해당 초과금액을 자기자본으로 충당하도록 요구할 수 있음 (FKAG §23④)

자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

한신평의 통합 감독 제도 도입 영향 분석 결과 발표

금융그룹 통합 감독제도 도입

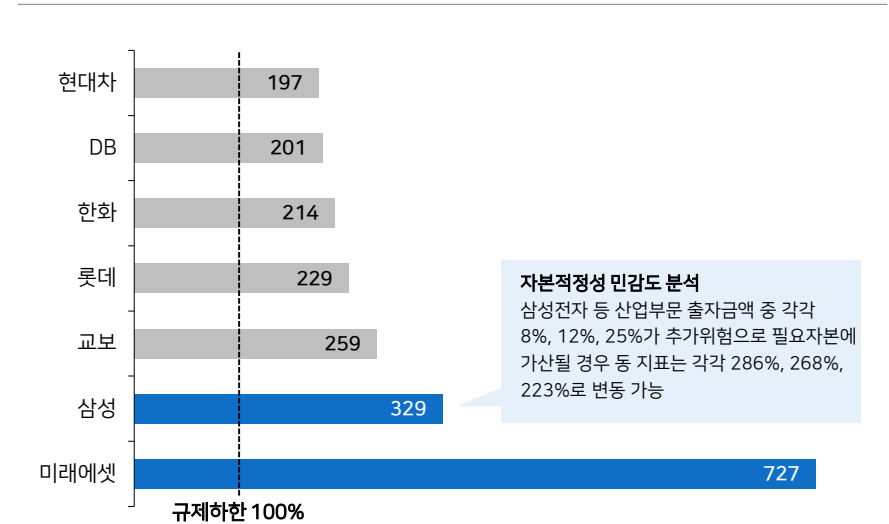
- 최근 한국신용평가의 '금융그룹 통합감독제도 도입, 누가 규제 리스크에 노출되었나?' 자료에서
- 감독대상 금융그룹 적정성 양호하다 분석했으나 구체안 발표에 따라 결과가 달라지 수 있음을 명시
- 1) 삼성은 금융 외 부문 출자관계 세부내역 미반영해 변동 가능성 제시
- 2) 미래에셋캐피탈의 자본 총액 대비 금융계열사 출자액 규모를 언급

금융그룹 통합 자본적정성 분석 기준(한신평 18.02)

적격자본 산출	
금융계열사 자본 합계	규제기준 자본 보험사는 RBC 산출 시 적용하는 지급여력금액을 자기자본으로 사용
(-) 금융계열사간 출자액	재무제표 상 출자금액의 장부가액 PEF 및 출자조합. 해외 계열사 관련 지분은 차감하지 않음
필요자본 산출	
업권별 최소 요구자본	보험: RBC비율 100% 적용 증권: 순자본비율 100% 적용 카드: 조정자기자본비율 8% 적용 캐피탈: 조정자기자본비율 7% 적용 자산운용: 규제 상 최소영업자본액 적용
(+) 추가위험 가산	구체적 반영안을 발표하지 않아 계산하지 않음

자료: 한국신용평가, 메리츠증권증권 리서치센터

금융그룹 자본적정성 지표 분석 결과(한신평 18.02)



자료: 한국신용평가, 메리츠증권증권 리서치센터

금융회사대주주 심사범위/요건 강화로 10% 이상 의결권 제한 가능

금융회사 지배구조 개선방안

- 금융감독원은 통합그룹 감독 이외에 '금융회사 지배구조 개선방안'을 발표(18.03.15)
- 주요 내용은 1) 대주주 적격성 심사 범위 확대 2) 심사요건 및 의결권 제한 범위 강화
- 최다출자자 1인 나을 때 까지 모회사를 타고 올라갈 필요 없이 실제 영향력 행사하는 자를 대상에 포함
- 특경가법(특정경제범죄가중처벌법) 위반 및 배임죄 등을 심사요건에 포함
- 대주주가 의결권 제한 명령(10% 초과 분) 미이행 시 주식 처분 명령 부과 근거를 신설

대주주 적격성 심사 범위 변화 비교

		현행법률	정부개정(안)
최대주주	최다출자자 1인	O	O
	최다출자자가 법인인 경우 그 대표자 및 최다출자자	X	O
	최다출자자 1인의 특수관계인인 주주	X	O
최대주주의 특수관계인인 주주		X	X
주요주주	사실상 영향력을 행사하는 주주	X	O
	단순 10% 초과 소유주주	X	X

자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

금융회사 대주주 적격성 관련 주요 개정 추진 내용

구분	내용
심사요건 강화	대주주 적격성 심사 요건에 "특정경제가중처벌법 위반으로 금고형 이상을 받은 경우"를 추가 - 은행법 및 저축은행법과의 형평성(*)을 감안하여 결격사유를 "벌금형 이상"이 아닌 "금고형 이상"으로 규정 * 저축은행법은 특경가법 위반으로 금고형 이상인 경우만 대주주 결격사유이며, 은행법은 특경가법 위반이 한도초과보유주주 결격사유가 아님
의결권 제한범위 확정	최대주주 중 어느 1인만 결격사유인 경우, 해당 최대주주의 보유의결권 중 10% 초과분을 제한
법인에 대한 의결권 제한명령 부과기준 마련	법인의 경우 "벌금 1억원 이상"을 받은 경우 의결권 제한명령이 가능토록 설정 - 적격성 심사대상이 개인인 경우 의결권 제한명령 부과기준(금고 1년 이상의 실형)와의 형평성을 감안하여 법인이 상대적으로 무거운 벌금형을 받은 경우만 의결권 제한

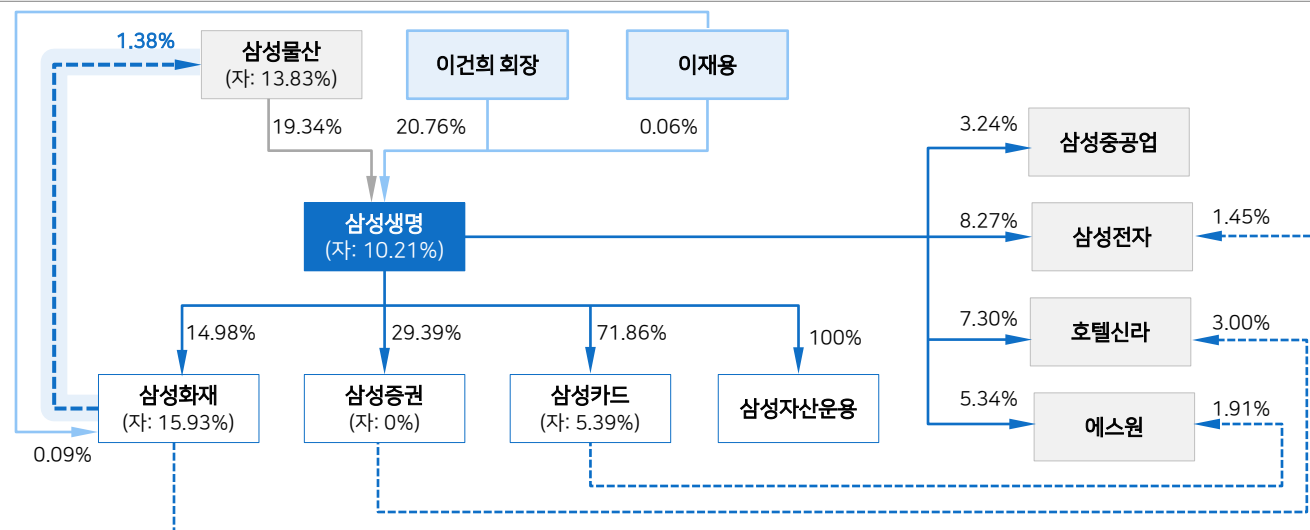
자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

[삼성 금융그룹] 금융사간 지배구조 단순, 금산 분리가 주요 이슈

삼성금융그룹 지배구조

- 삼성 금융그룹의 경우 금융회사간 지분 관계는 단순화 되어 있어 적격자본 이슈는 제한적이며
- 보유하고 있는 비금융 계열사 보유분에 대한 위험액 산출 기준이 주요 이슈
- 대주주 적격성에 따른 이슈 발생할 수 있으나 10% 이상 지분에 대한 의결권 제한

삼성 금융그룹 지배구조



자료: Dart, 메리츠증권리서치센터

[삼성 금융그룹] 통합 감독 비율은 양호할 전망이나 압박 요인으로 대두

MERITZ Collaboration Report

기업 지배구조 시리즈

3편

삼성금융그룹 지배구조

- 한신평 자료에 따르면 삼성금융그룹의 통합감독 비율은 329% 추정
- 비금융사 출자분에 대한 위험계수는 보수적으로 가정해도 25% 내외에서 결정될 가능성이 크나
- 극단적으로 100%를 가정하는 경우에도 통합감독 비율은 100%를 상회
- 직접적인 매각의 계기가 되기는 어렵지만 압박 요인 중 하나로 대두

삼성 금융그룹 통합감독 비율 추정(한신평, 3Q17 기준)

삼성금융그룹 자본적정성 지표(적격자본/필요자본) 분석 결과

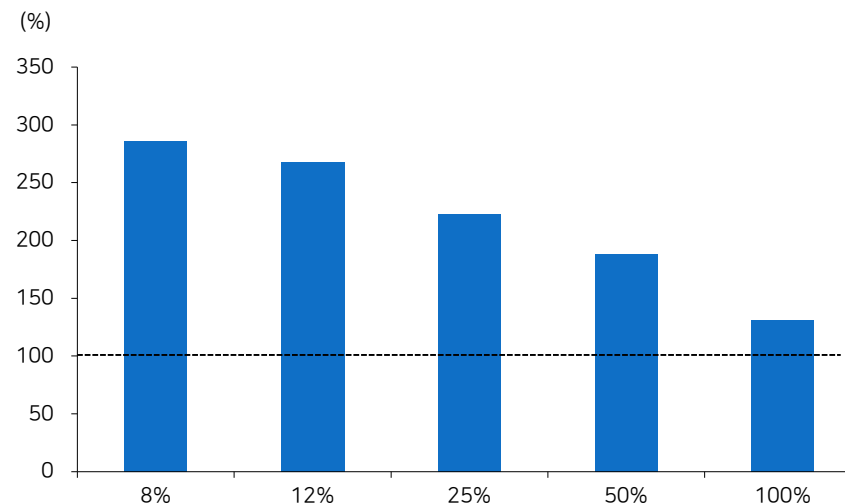
(억원)	삼성생명	삼성화재	삼성증권	삼성카드	기타	그룹합산
자본(A)	393,650	129,531	43,051	66,432	7,071	639,735
금융계열사출자액(B)	62,684	-	1,887	647	400	65,618
적격자본(C=A-B)	330,966	129,531	41,164	65,785	6,671	574,117
최소요구자본(D)	119,307	35,897	1,302	17,450	291	174,246
자본적정성(C/D)	277%	361%	3162%	377%	2296%	329%

산업부문에 대한 신용공여 및 출자 현황

(억원)	삼성생명	삼성화재	삼성증권	삼성카드	기타	그룹합산
신용공여잔액	-	-	-	19,318	-	19,318
출자액	278,275	51,933	698	1,041	-	331,946
신용공여 및 출자합계	278,275	51,933	698	20,359	-	351,265

자료: 한국신용평가, 메리츠종금증권 리서치센터

개별 비금융사 출자 초과분 위험계수에 따른 민감도 분석



주: 8~25%는 한신평, 50~100%는 메리츠종금 추정치

자료: 한국신용평가, 메리츠종금증권 리서치센터

[삼성금융그룹] 물산 지분 및 삼성전자 10% 초과분 매각 시 영향

삼성금융그룹 지배구조

- 단기적으로 가장 가능성이 높은 것은
- 순환출자 해소를 위해 삼성화재가 보유한 물산 지분 매각(매각익 300억원 추정)
- 삼성전자 자사주 소각 시 금융그룹이 보유하고 있는 10% 초과 분에 대한 매각
- 매각 주체나 시기 등이 결정되지 않았지만 각 회사 모두 연간 경상손익 이상의 매각익 시현

삼성화재가 보유한 삼성물산 매각 시

(십억원, 천주)		비고
취득가액	170,000원	
3Q16 손상차손 인식 가액	149,000원	
4Q16 손상차손 인식 가액	125,000원	
현재가(18.04.18)	140,500원	
보유 주식 수	2,617	
세금	10.8	26.75%
매각이익	29.8	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

금융계열사 각자 삼성전자 0.43% 매각 가정

(십억원)	삼성생명	삼성화재
삼성전자 매각익(04.18)	1,283	1,283
유배당 계약자 배당	0	
세금(26.75%)	343	343
주주 지분 매각익	900	900
배당 성향	30%	45%
배당 재원	282	423

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[삼성금융그룹] 삼성전자 지분 전량 매각 시 배당수익률 급등

삼성금융그룹 지배구조

- 다만, 금산분리 및 지배구조 개편에 대한 압박, 보험업법 개정안 통과, 통합 그룹 감독 등 고려 시
- 삼성 금융그룹이 보유한 전자 지분의 중장기적 전량 매각 가능성이 점차 커지는 상황
- 이 경우 삼성생명 약 15조원, 삼성화재는 3조원의 매각 이익이 발생하고
- 17년 배당성향 유지를 가정 시 기대 배당수익률 및 주가 급등 요인이 될 전망

금융계열사 각자 삼성전자 전량 매각 가정

(십억원)	삼성생명	삼성화재
삼성전자 매각익(04.18)	26,710	4,668
유배당 계약자 배당	4,988	
세금(26.75%)	5,811	1,249
주주 지분 매각익	15,911	3,419
배당 성향	30%	45%
배당 자원	4,773	1,539

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 매각익에 대한 배당수익률 추정

(십억원,원,%)	삼성생명	삼성화재
0.43% 매각 시 배당 자원	282	423
DPS	1,570	10,620
배당수익률 (전일 종가 기준)	1.39	4.00
전량 매각 시 배당자원	4,773	1,539
DPS	26,582	38,631
배당수익률 (전일 종가 기준)	23.22	14.55

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[삼성금융그룹]삼성생명 자본 증가 및 RBC비율 개선 요인

삼성금융그룹 지배구조

- 전자의 전량 매각이 삼성생명 및 삼성화재 펀더멘탈에 미칠 영향은
- 삼성생명은 유배당 계약자 결손금 상계 등의 영향으로 자본이 약 3조원 증가
- 매각의 재투자 시 투자이익률 상승 하나 유배당 계약자 배당 및 세금 지출로 운용자산 감소
- 전자 지분에 대한 위험액 차감 효과로 각 사의 RBC 비율 약 50~60%p 상승

삼성전자 지분 전량 매각 시 FS 영향

(십억원, %)	삼성생명	삼성화재
17년 운용자산	228,741	64,419
17년 투자수익	6,976	2,001
17년 전자 배당수익	515	90
17년 운용수익률	3.15	3.26
매각 후 운용자산	217,942	63,170
전자 매각익 3% 재투자 가정	477	103
운용수익률 추정	3.21	3.32
자본 증가 효과	2,838	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 지분 전량 매각 시 RBC 영향

(십억원, %)	삼성생명	삼성화재
4Q17 RBC 비율	314.3	324.8
4Q17 가용자본	37,105	11,649
유배당 계약자 배당	4,988	
차감 시 가용자본	32,117	11,649
4Q17 요구자본	11,804	3,586
위험액(12%)	3,274	572
차감시 요구자본	8,530	3,014
일시 매각 시 RBC 추정	376.5	386.5

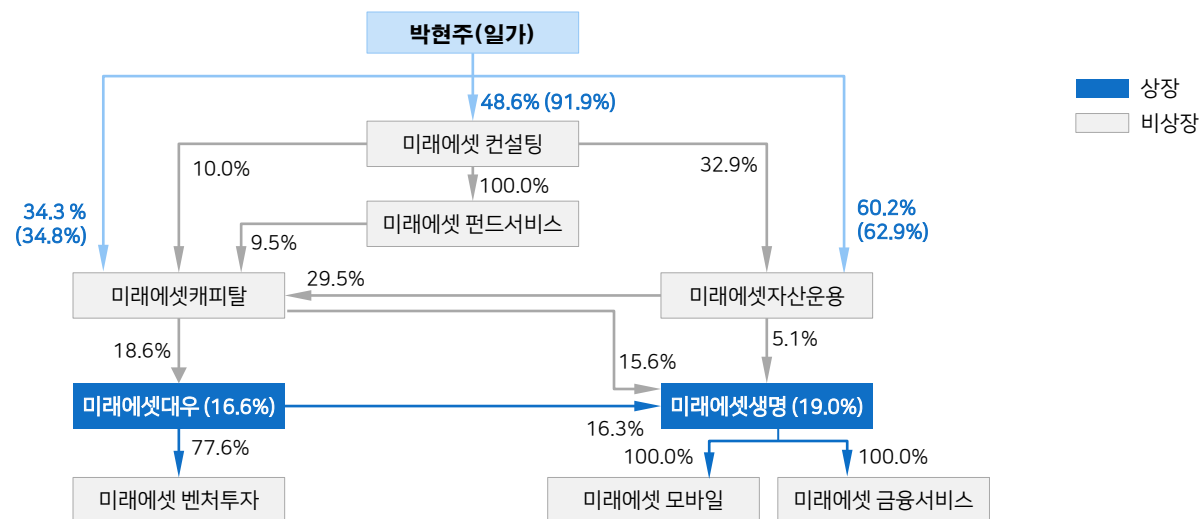
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[미래에셋 금융그룹] 공정위 압박이 거세 불확실성 대두

미래에셋금융그룹 지배구조

- 대주주 지분이 많은 미래에셋컨설팅, 미래에셋캐피탈, 미래에셋자산운용이 금융그룹을 지배하는 구조
- 통합 그룹 감독제도 도입 시 미래에셋대우가 그룹 대표회사로 선정되어 그룹 위험 관리할 계획이나
- 지배구조 개선 및 일감 몰아주기 등으로 공정위 압박이 거세 불확실성 대두
- 다만, 지주회사로의 전환은 상당한 자금이 필요해 다른 방식을 찾을 가능성이 크다고 판단

미래에셋 금융그룹 지배구조



주: 1% 미만 지분관계는 제외
자료: 메리츠증권리서치센터

[미래에셋 금융그룹] 내부거래 의존도, 그룹 위험전이 구체안 중요

미래에셋금융그룹 지배구조

- 한신평 자료에 따르면 미래에셋 금융그룹의 통합감독 비율은 727% 추정
- 다만, 내부거래 의존도, 그룹 위험전이에 따른 요구자본 가산 구체안에 따라 감독 비율 변동 가능
- 높은 수준의 감독 비율 추정에도 계속해서 언급되는 이유는 주요 비상장 3사 때문

미래에셋 금융그룹 통합감독 비율 추정(한신평, 3Q17 기준)

(억원)	미래에셋 대우	미래에셋 생명	미래에셋 자산운용	미래에셋 캐피탈	기타	합계
자본(A)	72,313	20,391	13,881	8,193	1,440	116,219
금융계열사 출자액(B)	3,203	-	6,230	11,795	842	22,070
적격자본 (C=A-B)	69,110	20,391	7,651	-3,603	599	94,149
최소요구자 본(D)	1,344	9,242	857	1,291	224	12,957
자본적정성 (C/D)	5142%	221%	893%	-279%	268%	727%

자료: 한국신용평가, 메리츠종금증권 리서치센터

주요 3사의 금융계열사 출자액

(십억원)	미래에셋자산운용	미래에셋캐피탈	미래에셋컨설팅
자본	1,406	838	626
계열회사 장부가액 (펀드 등 제외)	621	1,180	872
비율(%)	44.2	140.7	139.4

자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

[미래에셋 금융그룹] 여전법 및 지주 비율 준수를 위해

미래에셋금융그룹 지배구조

- 여신전문금융법에 따르면 자기자본 150% 초과한 계열사 주식 보유 금지하고 있어
- 16.09 2,500억원 규모의 유상증자 실시. 미래에셋자산운용이 100% 참여
- 17.12 자회사 '부동산114' 보유지분 현대산업개발에 700억원 매각
- 18.03 500억원 규모의 신종자본증권(30년 만기, 5년 후 조기상환 콜옵션) 발행 추진
- 언론 보도에 따르면 미래에셋캐피탈 향후 2년 내에 자기자본 1조원까지 늘릴 계획

미래에셋캐피탈 주요 재무제표(별도)

(십억원, %)	2013	2014	2015	2016	2017
총자산	2,145	1,404	2,086	2,107	2,371
자기자본	469	587	590	834	838
영업이익	-1	149	6	-10	5
당기순이익	-2	116	5	-9	5
종속기업 및 관계기업 (보유 펀드 장부가 합산)	1,080	883	1,211	1,220	1,243
이중레버리지비율	230.4	150.4	205.3	146.2	148.6

자료: 미래에셋캐피탈, 메리츠증권 리서치센터

미래에셋캐피탈 계열사 주식 보유 현황(17.12)

(십억원, %)	지분율	장부금액
종속기업		38
Mirae Asset Finance(Vietnam)	100.00	38
관계기업		1,205
미래에셋대우	22.23	1,010
미래에셋생명보험	19.01	169

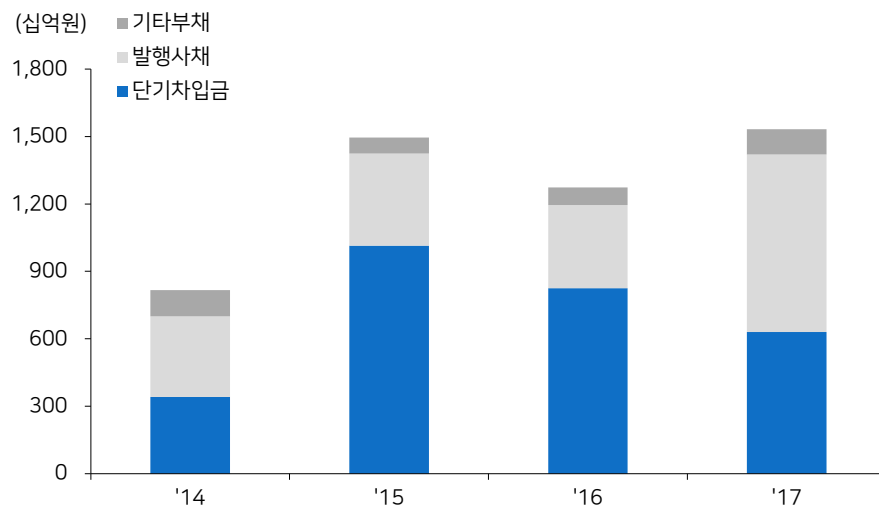
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

[미래에셋 금융그룹] 미래에셋캐피탈을 대형화 할 계획

미래에셋금융그룹 지배구조

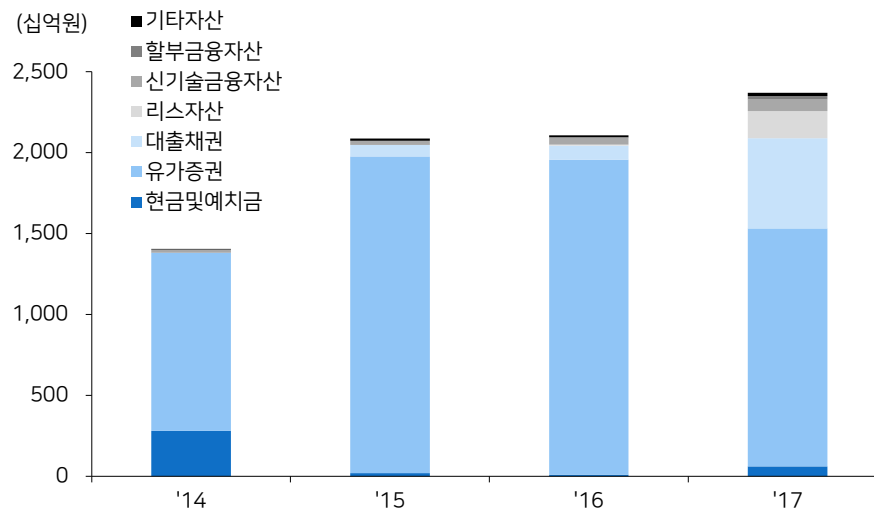
- 자회사의 주식가액의 합계액이 자산 총액의 50% 이상일 경우 지주회사로 지정
- 현행법상 자회사 주식가액 계산시 원가법, 지분법, 공정가치 중 한가지를 선택할 수 있으나
- 최근 발의된 개정안에 따르면 공정가치를 기준으로 계산하는 방식으로 강화
- 회사는 본격적인 캐피탈 영업을 통해 19년 말까지 자산을 5조원으로 늘릴 계획

미래에셋캐피탈 부채 추이



자료: 금융통계정보시스템, 메리츠증권리서치센터

미래에셋캐피탈 자산 추이



자료: 금융통계정보시스템, 메리츠증권리서치센터

[미래에셋 금융그룹] 미래에셋컨설팅 일감 몰아주기 조사 중

미래에셋금융그룹 지배구조

- 미래에셋컨설팅은 자회사의 주가가액의 합계액이 자산 총액의 50% 이상이나
- 금융지주회사법 시행령 제 2조 3항에 따른 예외, 최대출자자여야 하고 회사가 소유하는 주식의 특수관계자가 소유하는 주식보다 적은 경우에 해당
- 최근 미래에셋 그룹 계열사들이 미래에셋컨설팅에 부동산 일감을 몰아준다는 의혹이 제기

미래에셋컨설팅 재무제표

(십억원)	2015	2016	2017
자산 총계	880	966	890
매도가능증권	14	14	7
지분법적용투자주식	818	900	801
부채	232	271	265
단기차입금	110	106	109
자본	648	695	626

자료: Dart, 메리츠증권리서치센터

미래에셋컨설팅 계열사 보유 현황

(십억원, %)	지분율	장부금액
매도가능증권		7
미래에셋생명	0.11	1
미래에셋벤처투자	0.58	0
기타		6
지분법적용 투자주식		801
미래에셋펀드서비스	100.00	126
미래에셋자산운용	32.92	508
미래에셋캐피탈	9.98	148

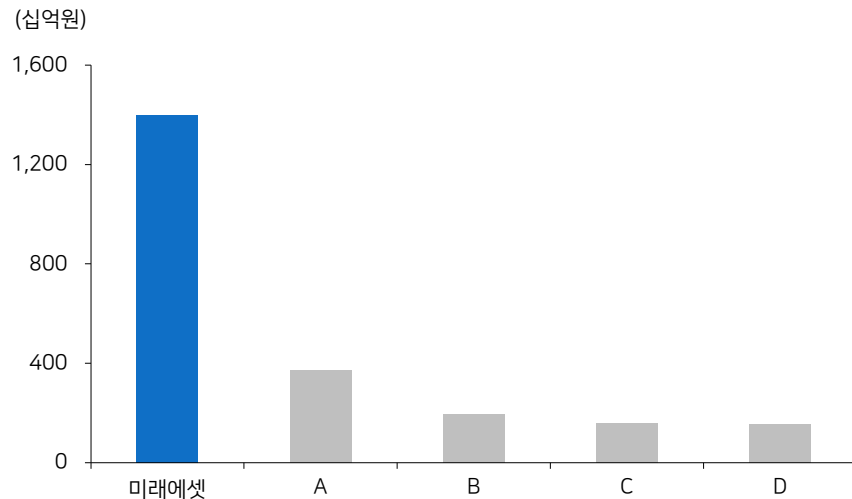
자료: Dart, 메리츠증권리서치센터

[미래에셋 금융그룹] 자산운용의 자본을 활용할 가능성 제시

미래에셋금융그룹 지배구조

- 1) 미래에셋대우를 소유한 주체의 규모를 키워야 하고
- 2) 미래에셋자산운용이 보유한 자산 및 자본을 활용할 가능성 있으며
- 3) 주요 3사 간의 지분 관계 단순화가 필요
- 통합 감독 규제 및 계열사 펀드판매 규제 강화 등은 비상장사에 영향 크고 상장사에는 제한적
- 국내 금융산업은 규제로 인해 상품 차별화가 쉽지 않아 판매 채널의 역할이 가장 중요하기 때문

자기자본 규모 상위 5개 자산운용사



자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

미래에셋자산운용 최소요구자본(십억원)

필요유지자기자본(A)	8.4
고객자산운용필요자본(B)	28.7
고유자산운용필요자본(C)	50.1
최소영업자본액(A+B+C)	87.2

자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

Part III

[유통]
지주사 전환 과정에서 부각될
신유통의 성장 잠재력



유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
Jihye.yang@meritz.co.kr



I 국내 유통업체들의 지배구조 변화의 특징

- 기존 사업의 양호한 현금 흐름 바탕으로 투명한 지배구조 하에 신채널에 대한 투자 강화 예상
- 비상장 회사들이 많고 지분단위가 크지 않아 지배구조 개편에 따른 주가 변동성이 상대적으로 크지 않음
- 지분 단위가 크지 않기 때문에 총수의 개인자금을 활용한 순환출자 해소도 충분히 가능함

II 롯데쇼핑, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

- 롯데쇼핑 핵심 사업부인 국내 백화점과 할인점의 적극적인 구조조정 진행 가능성 높아짐
- 중국 할인점 성공적 매각 이후 해외 사업에서 동남아의 기여도 확대 전망
- 롯데쇼핑의 신유통 영역인 온라인과 H&B스토어 투자 강화와 중장기 롯데컬처웍스 (롯데시네마)의 상장 가능성
- 롯데지주에 속한 코리아세븐 또한 그룹 지배구조 개편 과정에서 상장 기대감 유효
- 호텔롯데의 경우 그룹 총수의 부재로 지배구조 불확실성 여전한 상황. 면세사업 정상화 여부 관건

III 쿠팡홀딩스, 지주사 전환을 통해 사업회사의 성장성 부각

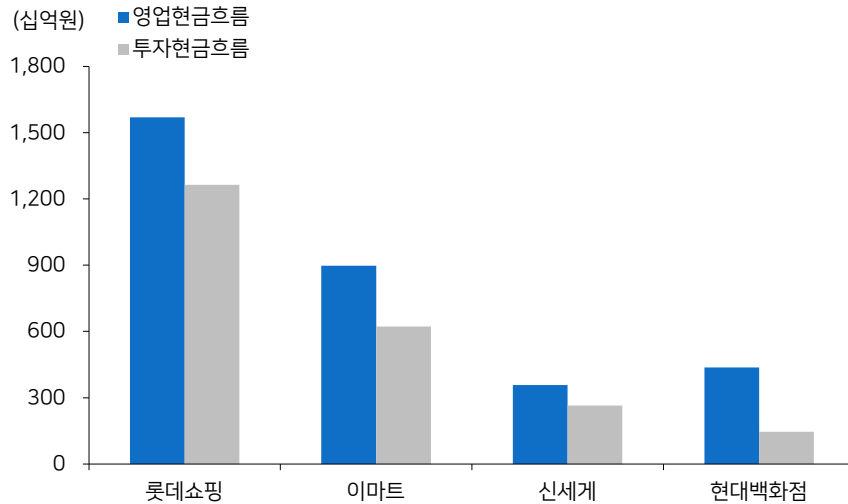
- 쿠팡홀딩스 5월 지주사 전환 완료 예정
- 쿠팡홀딩스 내 쿠팡전자 가전사업부 한중관계 개선으로 실적 턴어라운드 기대, 자산가치 대비 크게 저평가
- 사업회사 쿠팡홈시스, 신규 렌탈 카테고리의 확대와 적극적인 해외 진출로 호실적 지속될 전망

양호한 현금 흐름 바탕으로 투명한 지배구조 하에 신채널 성장성 강화

국내 유통업체들의 지배구조 변화의 특징

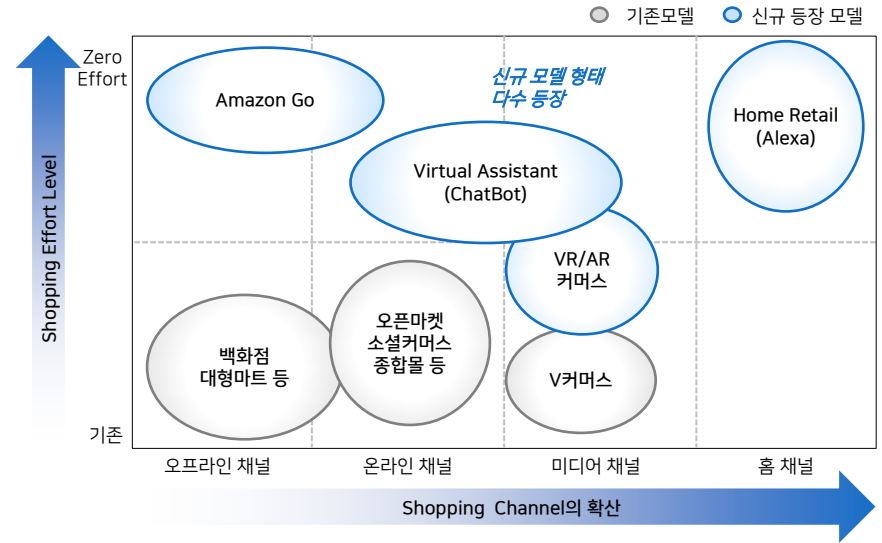
- 유통업체들은 우수한 현금 흐름 창출 능력을 바탕으로 투명한 지배구조 하에 구조적인 소비 트렌드 변화에 따른 신채널 투자를 강화할 것으로 예상됨
- 한편 비상장 회사들이 많고 지분단위가 크지 않아 지배구조 개편에 따른 주가 변동성이 상대적으로 크지 않음
- 지분 단위가 크지 않기 때문에 총수의 개인자금을 활용한 순환출자 해소도 충분히 가능함

2017년 기준 영업현금흐름 vs. 투자현금흐름



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

디지털 기술 적용에 따른 유통 모델 다양화



자료: AT커니, 메리츠증권증권 리서치센터

[롯데쇼핑] 2012년까지 적극적인 M&A로 재무 부담 증가

롯데쇼핑, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

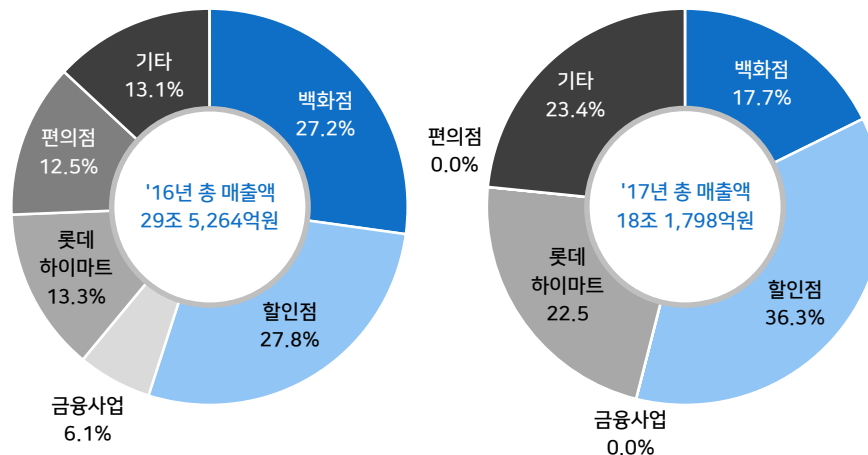
- 롯데쇼핑은 2007년 상장 이후 국내 및 해외에서 적극적인 M&A를 통해 외형을 확장해 왔음. 그러나 2011년 이후 소비 경기가 둔화되면서 영업이익 하향세를 이어왔으며, 이에 따라 주가도 하락. 공격적인 M&A로 롯데쇼핑의 순차입금 규모는 2007년 1조 4,260억원(부채비율 78%)에서 2017년 3조 9,628억원(부채비율 109%)으로 증가함
- 롯데쇼핑 연결기준 매출의 53.8%가 백화점, 할인점 채널에서 창출되고 있으며, 이들 채널의 경우 이미 상당한 규모를 갖추고 있기 때문에 급격한 성장세를 보여주는 것은 어려운 상황. 2012년 하이마트 인수로 가전제품전문점이 매출의 22.5%를 차지하고 있음. 최근 분할과정에서 편의점과 금융사업부 등이 투자부문 (롯데지주)으로 귀속되었음

롯데쇼핑 영업이익 및 주가추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

사업부문별 실적추이 (2017년 이후 투자부문 제외 기준)



자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

[롯데쇼핑] 2017년 투자회사와 사업회사 분할

롯데쇼핑, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

- 롯데쇼핑의 투자회사에는 코리아세븐, 롯데리아, 롯데닷컴, 롯데멤버스, 롯데로지스틱스 등 향후 기업가치의 확장 가능성이 높았던 자회사들과 그외 롯데카드 등 금융 종속, 관계회사들이 귀속되었으며 따라서 롯데쇼핑의 투자부문의 본질가치가 높게 평가됨
- 롯데쇼핑의 사업회사는 주요 사업부인 백화점과 할인점과 함께 가전양판점, 홈쇼핑, 시네마 등의 사업부와 해외 유통 계열사가 귀속되었음

투자회사와 사업회사 귀속 지분 현황

투자회사		사업회사	
▪ 롯데역사	▪ 롯데카드	▪ 롯데하이마트	▪ 엔씨에프
▪ 롯데멤버스	▪ 롯데캐피탈	▪ 우리홈쇼핑	▪ 은평피에프브이
▪ 롯데인천타운	▪ 롯데푸드	▪ 에프알엘코리아	▪ 롯데김해개발
▪ 롯데자이언츠	▪ 롯데상사	▪ 롯데타운동탄	▪ 디시네마오브코리아
▪ 롯데엑셀러레이터	▪ 롯데리아	▪ 롯데수원역쇼핑타운	▪ 한국에스티엘
▪ 롯데닷컴	▪ 코리아세븐	▪ 롯데송도쇼핑타운	▪ 이지스일호
▪ 롯데로지스틱스	▪ 롯데인천개발	▪ 씨에스유통	▪ 해외계열사
▪ 롯데글로벌로지스	▪ 대흥기획	▪ 롯데울산개발	
▪ 롯데자산개발		▪ 롯데백화점마산	

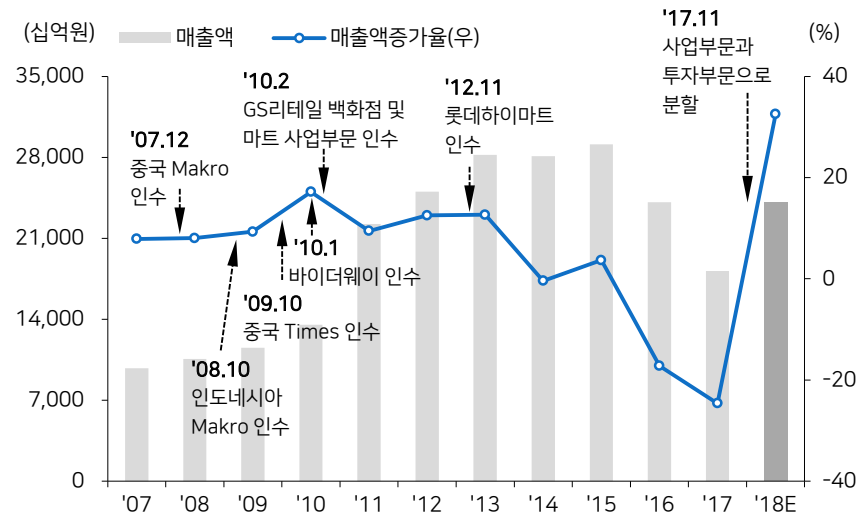
자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

[롯데쇼핑] 2011년 이후 구조적 저성장 진입으로 영업이익 감소

롯데쇼핑, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

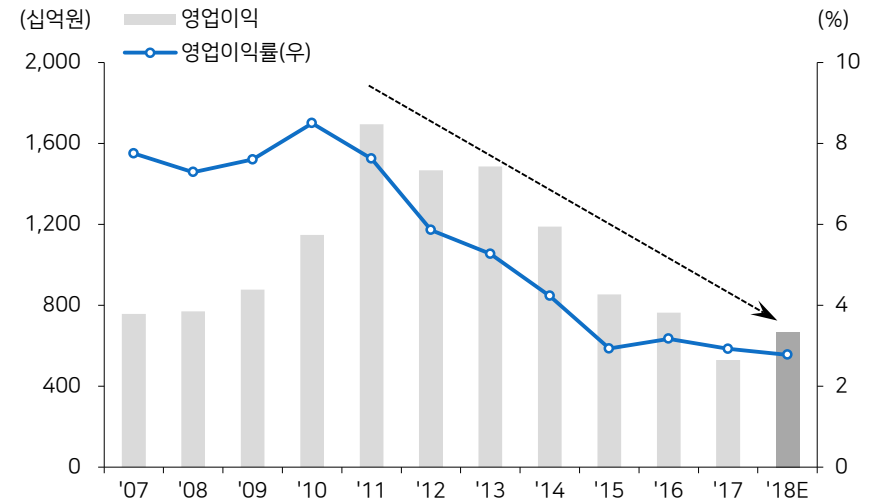
- 2013년까지 롯데쇼핑은 적극적인 M&A를 통해 두 자릿수의 매출 성장세를 이어왔음. 그러나 롯데하이마트 이후 추가적인 M&A가 부재하면서 외형성장도 정체하고 있음. 2014년부터 롯데그룹의 M&A는 호텔롯데를 중심으로 진행되는 경향이 높음
- 2011년 이후 내수 경기가 구조적인 저성장 기조에 접어들면서 롯데쇼핑의 영업이익은 감소세를 이어가고 있음. 기존 채널의 마진을 하락과 더불어 중국의 롯데마트 영업정지 등 이슈가 지속되며 영업이익에 부정적 영향을 미치고 있는 것으로 파악됨
- 국내 백화점과 할인점의 오프라인 점포에서 창출되는 매출 성장과 수익성이 하락하고 있어 향후 점포 매각 등의 구조조정 가능성이 잠재

롯데쇼핑 연결 매출액 및 매출액 성장률 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

롯데쇼핑 영업이익 및 영업이익률 추이 (2017년 이후 투자부문 제외 기준)



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

[롯데쇼핑] 국내 최대 유통망 확보, 최근 정치적 이슈로 시장 지배력 약화

롯데쇼핑, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

- 롯데쇼핑은 국내 내수 시장을 대표하는 대형 유통업체로서 국내 최대 유통 점포망을 확보하고 있음. 특히 다양한 형태의 멀티 채널을 모두 구축하고 있으며, 각 채널별로 3위 내의 과점적 지위를 형성하고 있음. 다만 총수일가 갈등 및 정치적 이슈로 등으로 영업력이 약화되면서 시장 지배력 약화
- 소비자들의 구매 접점이 다변화되면서 롯데쇼핑은 멀티채널을 옴니채널로 확장하며 새로운 성장의 기회를 모색하고 있음. 옴니채널이란 소비자들의 편의를 위해 다수의 멀티 채널을 열어두고, 이들을 통합적으로 관리하는 것임. 각 채널들을 통합적으로 관리하여 궁극적으로 고객들이 일관성 있는 리테일 브랜드를 경험할 수 있게 하는 것이 목표임

롯데쇼핑 유통 사업 포트폴리오 현황 및 해외 경쟁사 현황

	백화점	할인점	슈퍼마켓	온라인	TV홈쇼핑	카테고리 전문점
롯데쇼핑	V	V	V	V	V	V
테스코		V	V	V		
카르푸		V	V	V		
이온		V	V			V
S&I	V	V	V	V		
월마트		V	V	V		
사업 부	롯데백화점	롯데마트	롯데슈퍼	롯데닷컴	롯데홈쇼핑	롯데하이마트
점포 수	65	294	572	-	-	462

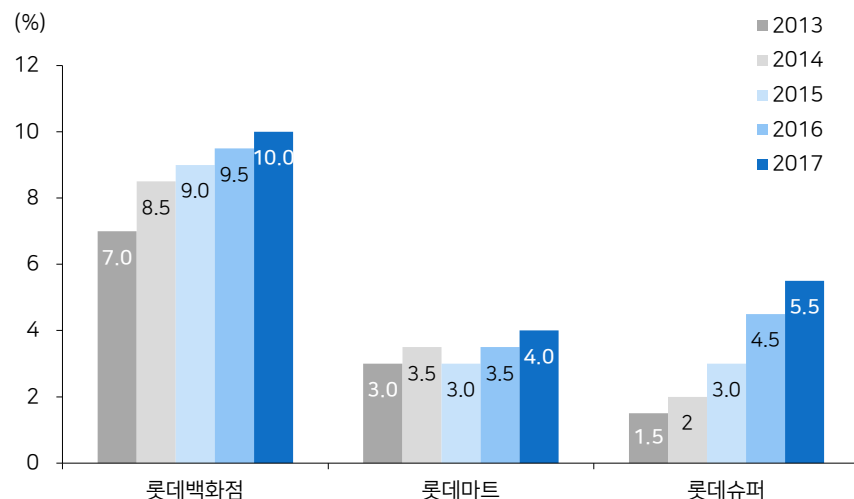
자료: 메리츠증권리서치센터

[롯데쇼핑] 온라인 비중 확대, 경쟁사들의 투자 확대로 시장 지위 하락

롯데쇼핑, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

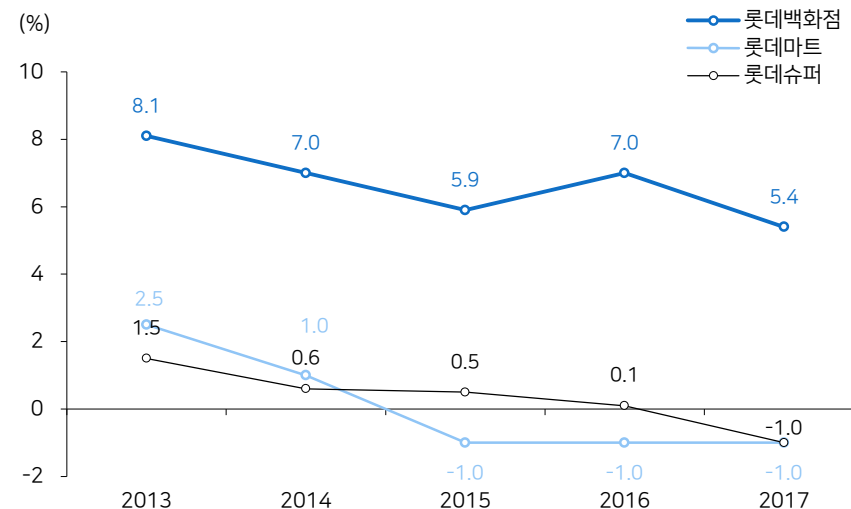
- 2014년 이전까지 롯데온라인몰은 오픈마켓 제외한 백화점 사업자 중 1위, 전체 사업자 중 6위의 상당한 시장 지위를 확보하고 있었으나, 신세계그룹 (SSG닷컴)과 현대백화점그룹 (현대H몰)의 적극적인 투자 확대 이후 닐슨코리아클릭 고객 트래픽 기준 점유율이 3위로 하락함
- 2017년 기준 전체 백화점 내 10%, 할인점 내 4%, 슈퍼 내 5.5%의 비중을 차지했으며 꾸준히 확대되고 있음. 온라인 사업의 영업이익률은 경쟁 심화 및 투자 확대 등으로 지속적인 하락세를 나타냄

온라인 매출 비중 현황



자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

온라인 영업이익률 추이



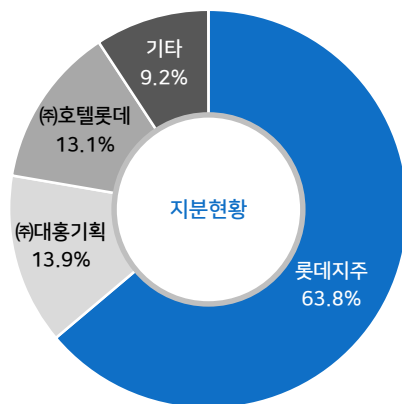
자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

[롯데닷컴] 매출 성장 정체 및 영업손실 지속

롯데쇼핑, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

- 롯데닷컴 매출액은 2015년 2,050억원, 2016년 2,041억원, 지난해 1,945억원으로 지속적으로 감소하였음. 롯데닷컴의 연간 거래액은 약 2조원 안팎으로 추산됨
- 2017년 영업손실 축소는 마케팅 비용 효율화 및 모바일 비중 확대가 기여한 것으로 판단됨. 네이버 등 외부 검색을 통해 유입되는 고객보다 롯데닷컴 자체 사이트를 통해 들어오는 경우가 늘면서 수수료 부담이 감소하였음

롯데닷컴 지분구조



자료: 롯데닷컴, 메리츠증권증권 리서치센터

롯데닷컴 실적 현황

연결 (십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	205.6	205.2	205.0	204.2	194.6
% YoY		-0.2	-0.1	-0.4	-4.7
매출원가	54.1	37.7	29.3	33.5	30.0
% YoY		-30.4	-22.3	14.5	-10.4
% of Sales	26.3	18.4	14.3	16.4	15.4
판관비	149.5	168.3	183.9	180.2	166.6
% YoY		12.5	9.3	-2.0	-7.5
% of Sales	72.7	82.0	89.7	88.3	85.6
영업이익(손실)	2.0	-0.7	-8.2	-9.6	-2.1
% YoY		적전	적지	적지	적지
% of Sales		적전	적지	적지	적지

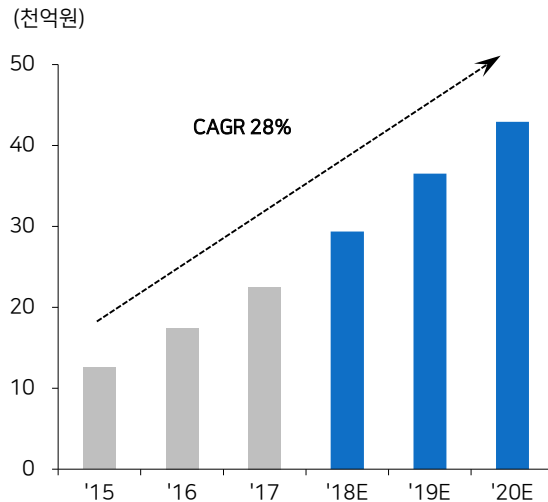
자료: 롯데닷컴, 메리츠증권증권 리서치센터

[롯데쇼핑] 롭스, 랄라블라 (왓슨스)와의 격차가 축소되고 있음

롯데쇼핑, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

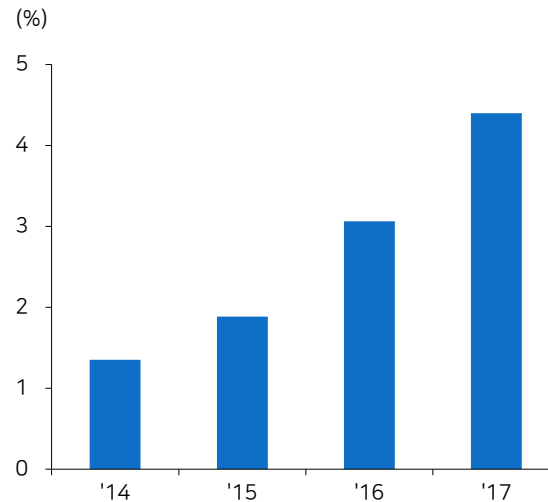
- 국내 H&B스토어 시장은 3년 사이 2배 가까이 성장함. 연평균 28%의 높은 성장세를 지속할 전망. 나아가 향후 H&B스토어는 매스에서 럭셔리까지 흡수하며 꾸준히 성장할 것으로 예상됨
- 롯데쇼핑이 운영하는 H&B스토어인 롭스의 매출액은 2015년 500억원, 2016년 1,000억원, 2017년 1,500억원 수준으로 가파르게 성장하고 있음. 아직 영업손실이 지속되고 있지만 2위 사업자인 GS리테일 랄라블라(왓슨스)와의 격차가 점차 축소되고 있음
- 롯데그룹의 다양한 유통 관계사들을 통한 화장품 카테고리 운영과 소싱 노하우가 롭스의 성과에 긍정적으로 작용하고 있음

H&B 스토어 시장 규모 추정



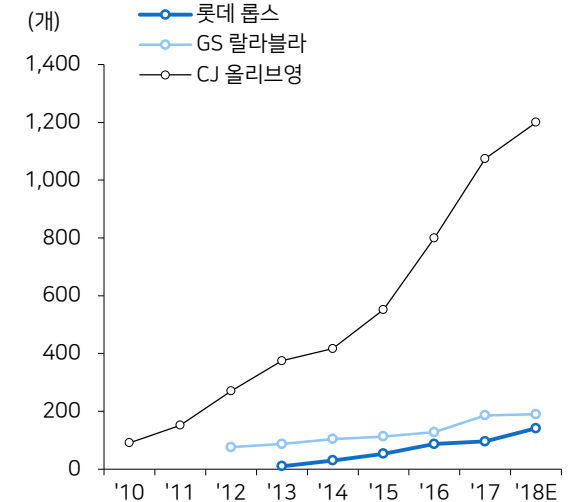
자료: 각 사 합 추정, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 화장품 시장 내 H&B스토어 비중 추이



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

H&B스토어 점포수 현황 상위 3개사



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

[롯데쇼핑] 물적분할을 통해 롯데컬처웍스 (롯데시네마) 분리 예정

롯데쇼핑, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

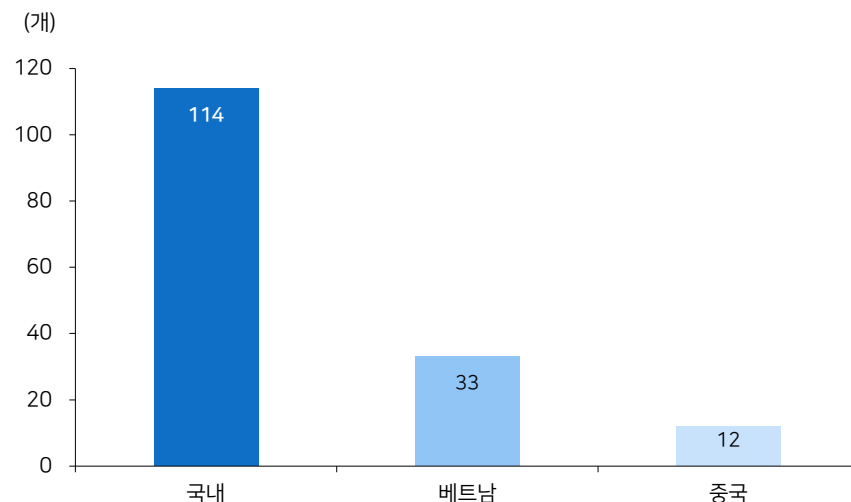
- 롯데쇼핑은 3,516억원의 현물출자 후 사업양도를 통해 시네마 사업을 분리하려고 했으나 시네마 사업의 영업권이 고평가됐다는 법원의 불인가 결정으로 물적분할 방식을 통해 시네마사업을 분리하기로 결정하였음
- 롯데컬처웍스 (롯데시네마)는 국내 114개, 베트남 33개, 중국 12개의 영화관을 운영하고 있으며 2017년 기준 매출액 6,682억원, 영업이익 400억원을 달성한 것으로 추산됨. 롯데컬처웍스 (롯데시네마)는 기존 사업 경쟁력을 강화하고 해외 사업을 확대할 계획임
- 중장기 롯데컬처웍스의 기업공개 (IPO) 예상

롯데컬처웍스 (롯데시네마) 물적분할

롯데컬처웍스 (LOTTE CULTURE WORKS CO.,LTD.)						
분할 설립회사	설립시 재무내용 (십억원)	자산총계	607.6	부채총계	175.2	
		자본총계	432.3	자본금	21.6	
		2017년 12월 31일 현재기준				
	신설사업부문 최근 사업연도 매출액(십억원)					668.1
	주요사업			영화관련사업, 문화컨텐츠사업 등		
	재상장신청 여부					아니오

자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

롯데컬처웍스 (롯데시네마) 점포 현황



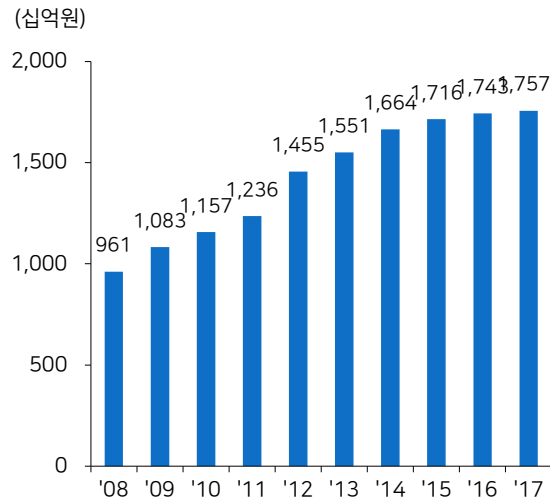
자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

[롯데컬처웍스] 단기 최저임금 인상 이슈, 중장기 해외 성과 관건

롯데쇼핑, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

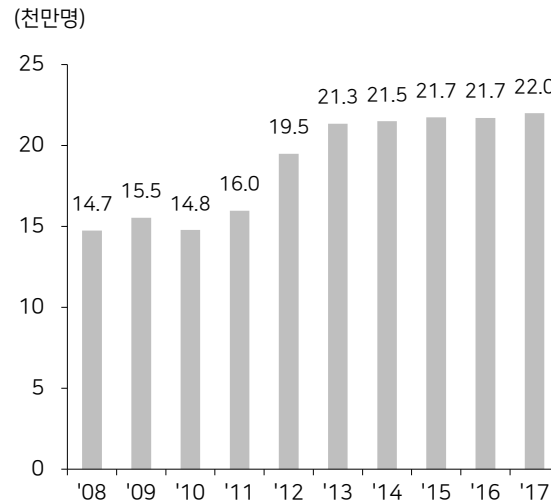
- 2018년 최저임금 인상에 따른 인건비 부담 증가, 티켓가격 인상을 통한 극복 여부 관건
- 중장기적으로 인당 관람횟수 및 추가적인 티켓가격 인상을 통한 성장 여력이 제한적인 가운데 자체적인 수익구조 개선 및 해외 진출 성과가 기업가치 향상에 중요하게 작용할 전망

국내 영화관 매출액 추이



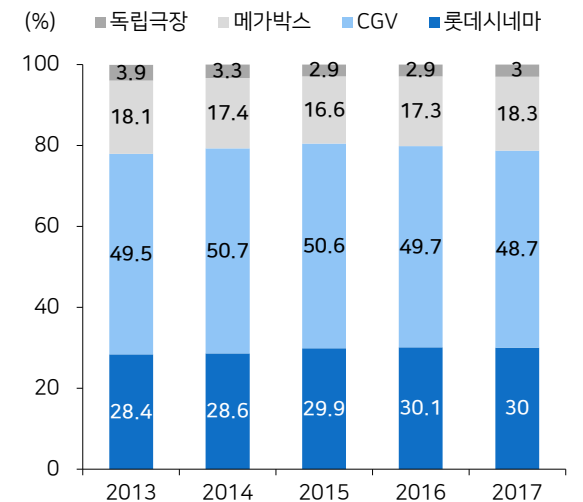
자료: 영화진흥위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 영화 관객수 추이



자료: 영화진흥위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 영화관 시장점유율 추이



자료: 영화진흥위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

[롯데쇼핑] 해외사업 안정화 기대, 중국 구조조정 vs. 동남아 기회

롯데쇼핑, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

- 예상보다 중국 할인점 매각이 지연되고 있어 상반기까지 해외 할인점의 분기당 600억원 이상의 영업손실이 지속될 전망. 롯데쇼핑은 가능한 빠른 시일 내에 매각을 마무리하고자 노력하고 있으며 성공적으로 매각이 마무리될 경우 주가에 호재로 작용할 전망
- 베트남 및 동남아의 경우 중국 대비 선도적으로 진입하여 경쟁 강도가 상대적으로 약하고 매장 효율성이 높은 편이어서 중장기적인 기회로 판단됨

롯데쇼핑 해외사업

(개)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
국내							
백화점	40	43	49	53	55	56	58
% YoY	5.3	7.5	14	8.2	3.8	1.8	3.6
Full-line store	28	29	31	31	30	30	30
Franchise store	3	2	2	3	3	3	3
Young Plaza	2	2	2	2	2	2	2
Outlet mall	7	10	14	17	20	21	23
할인점	103	109	114	117	120	123	126
% YoY	8.4	5.8	4.6	2.6	2.6	2.5	2.4
해외							
백화점	4	6	8	9	9	9	9
% YoY	33.3	50	33.3	12.5	0	0	0
러시아	1	1	1	1	1	1	1
중국	3	4	5	5	5	5	5
인도네시아		1	1	1	1	1	1
베트남			1	2	2	2	2
할인점	137	149	151	152	174	171	193
% YoY	10.5	8.8	1.3	0.7	14.5	-1.7	12.9
중국	102	107	103	100	115	112	112
베트남	4	6	10	11	13	13	26
인도네시아	31	36	38	41	46	46	55

자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권 리서치센터

중국 할인점 점유율 추이

(%)	2011	2012	2013	2014
1 RT Mart + Auchan	13.1	13.4	13.8	14
RT Mart	10.9	11	11.3	11.5
Auchan	2.2	2.5	2.5	2.5
2 Wal Mart (Trust 포함)	10.4	11.3	12.2	13.2
3 Vanguard + Suguo	10.4	11.1	11.7	11.7
Vanguard	6.7	7.2	7.7	7.6
Suguo	3.7	3.8	4.1	4.1
4 Carrefour	7.7	7	6.7	6.4
5 Yonghui	3.1	3.9	4.5	5.3
7 Century Mart	3.2	3.1	3	3.1
8 A Best	3.5	3.2	2.9	2.4
10 Lotus	2.7	2.5	2.4	2.4
16 Lotte Mart	1.8	1.8	1.8	1.4
Others	44.3	43	43.1	43
Total	100	100	100	100

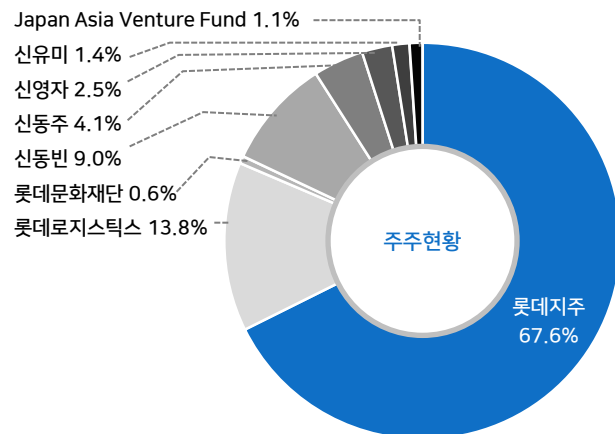
자료: 메리츠증권 리서치센터

[코리아세븐] 가파른 최저임금 인상에 따른 점주지원 확대와 경쟁심화

롯데그룹, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

- 2018년 프랜차이즈 시장은 최저임금의 가파른 상승과 높은 임차료 부담으로 구조조정이 예상되는 가운데 저가형 상품과 프리미엄으로 소비 양극화가 심화될 전망
- 저가형 프랜차이즈에서는 규모의 효과로 갖춘 가격 경쟁력으로 편의점 확대가 지속될 것으로 판단함. 2019년 최저임금 인상폭이 8월 확정될 것으로 예상되는 가운데 2018년 대비 상승폭이 완화될 수 있을지 지켜볼 필요가 있겠음
- 코리아세븐의 주요 주주는 롯데지주 (67.64%), 롯데로지스틱스(13.78%), 신동빈(8.95%) 및 특수관계인으로 구성되어 있음

코리아세븐 주요주주 현황



자료: DART, 메리츠증권증권 리서치센터

코리아세븐 실적 현황

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	2,553	2,685	3,313	3,703	3,843
매출액성장률%	4.3	5.2	23.4	11.8	3.8
영업이익	54	35	43	47	43
영업이익성장률%	-14.4	-34.1	23.1	8.8	(9.2)
영업이익률%	2.1	1.3	1.3	1.3	1.1
순이익	27.7	24.7	10.4	40.7	35.0
순이익성장률%	-46.0	-11.0	-58.0	292.2	-13.8
순이익률%	1.1	0.9	0.3	1.1	0.9

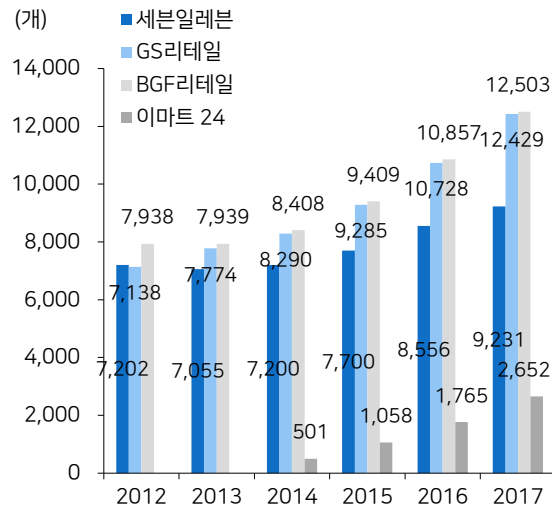
자료: DART, 메리츠증권증권 리서치센터

[코리아세븐] 세븐일레븐, 2014년 이후 상위 2개사와의 격차 확대

롯데그룹, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

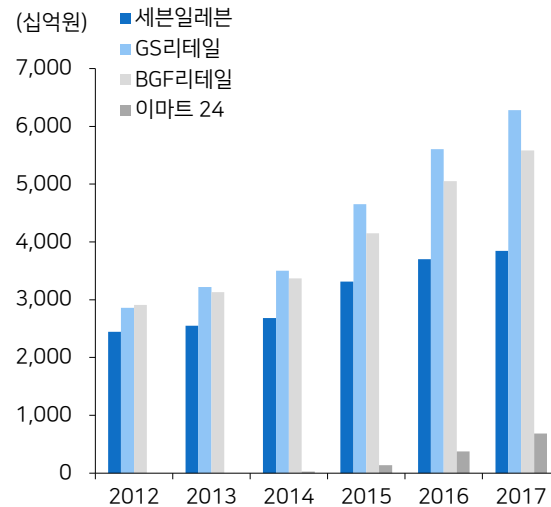
- 코리아세븐은 BGF리테일과 GS리테일의 점포수 차이 대비 매출액과 특히 영업이익 면에서 상위 2개사와의 격차가 큰 상황. 특히 영업이익의 차이가 큰 것은 높은 담배 비중 (50% 이상 추정), 미국 세븐일레븐 본사로의 로열티 지급 때문
- 향후 편의점 업체의 점포별 차별화 전략과 수익성 높은 자체 상품 (PB 및 독점상품) 확대, 점주와의 관계 강화를 통한 질적 성장이 더욱 중요해질 전망. PB상품 개발 강화와 융복합 형태 Concept 점포 개발 (세븐카페, 도시락카페) 등을 포함한 점포 수 증가, 매장 면적 확대로 안정적인 성장 기대

편의점 4사 점포수 추이



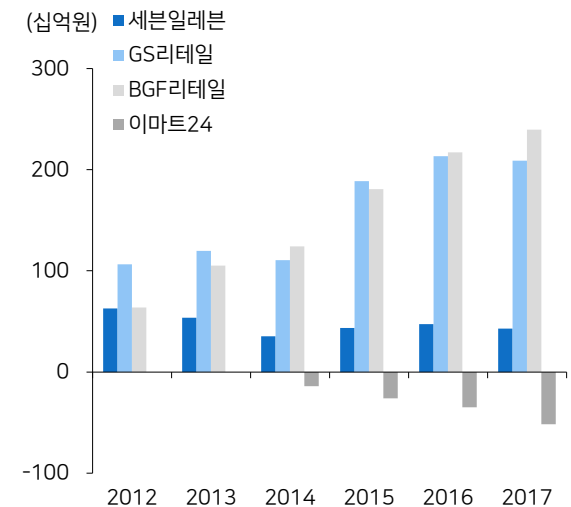
자료: 각 사 취합, 메리츠증권증권 리서치센터

편의점 4사 매출액 추이



자료: 각 사 취합, 메리츠증권증권 리서치센터

편의점 4사 영업이익 추이



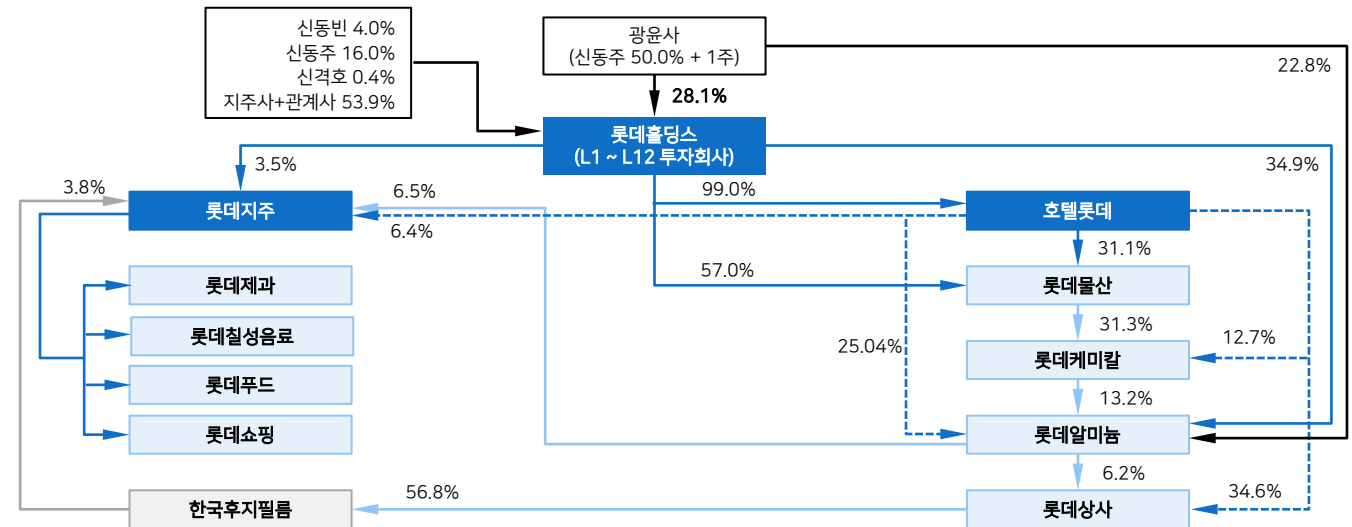
자료: 각 사 취합, 메리츠증권증권 리서치센터

[호텔롯데] 지배구조 불확실성 여전한 상황

롯데그룹, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

- 2017년 롯데지주 출범으로 롯데그룹의 지주사 체계가 확립되었으나 롯데지주 상위사인 호텔롯데 관련한 지배구조의 불확실성은 여전히 남아있다는 판단임
- 신동빈 회장은 지배구조 투명화를 위해 2016년 호텔롯데의 상장계획을 발표했었음. 현재 총수 부재와 중국 사드보복 조치에 따른 영업실적 타격으로 상장 일정은 상당히 늦춰질 전망
- 향후 호텔롯데의 상장을 통해 일본 주주의 지분율을 낮추어 일본롯데홀딩스의 지배력을 약화시킬 것으로 판단됨

호텔롯데와 롯데지주 중심의 지배구조



자료: 호텔롯데, 메리츠증권증권 리서치센터

[호텔롯데] 2017년 중국의 사드보복 조치로 영업실적 급감

롯데그룹, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

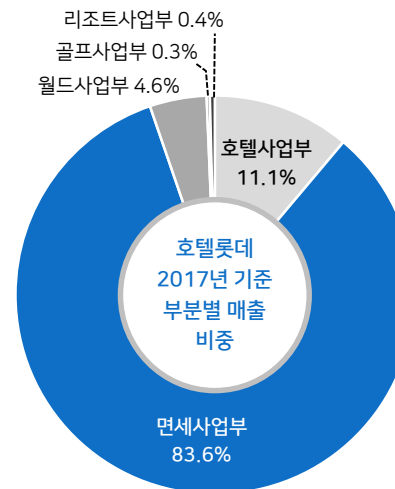
- 2017년 기준 매출액 비중은 면세점 83.6%, 호텔사업부 11.1%, 월드사업부 4.6%이며, 매출총이익 비중은 면세점 86.6%, 호텔사업부 7.3%, 월드사업부 4.8%를 차지함. 결국 면세 사업부가 핵심
- 2017년 중국의 사드보복 조치로 영업실적 급감하였으나 점차 회복될 것으로 예상. 중장기적인 관점에서 중국인들의 구매력 상승에 따른 해외 소비 확대의 흐름 지속될 전망

호텔롯데 최근 5년 실적

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	3827.4	4716.5	5131.9	6494.1	6524.3
매출액성장률%		23.2	8.8	26.5	0.5
영업이익	309.1	407.3	323.2	308.8	-84.4
영업이익성장률%		31.8	-20.7	-4.4	-127.3
영업이익률%	8.1	8.6	6.3	4.8	-1.3
당기순이익	145.6	184.6	297.7	360.6	-299.4
당기순이익성장률%		26.8	61.3	21.2	-183.0
당기순이익률%	3.8	3.9	5.8	5.6	-4.6

자료: 호텔롯데, 메리츠증권증권 리서치센터

2017년 기준 호텔롯데 사업부문별 매출 비중



자료: 호텔롯데, 메리츠증권증권 리서치센터

[호텔롯데] 2018년 점유율 하락에도 수익 중심의 운영 가능성 높아

롯데그룹, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

- 2017년 굳건한 1위였던 롯데면세점의 시장 점유율이 하락하였음. 국내에서는 신세계 등 신규 사업자들이 진입하였고 해외에서는 신라가 홍콩공항 입찰 등에 성공하면서 격차를 줄였음
- 2018년 인천공항 제1터미널 철수와 중국 정부의 롯데에 대한 제재로 점유율 하락은 불가피하겠지만 임차료 부담 완화와 수익 중심의 운영으로 영업이익 회복에 전략이 집중될 것으로 판단됨

롯데면세점 매출액 및 매출총이익 추이

(단위 : 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	3164.0	3949.4	4324.0	5455.0	5453.9
매출액성장률%		24.8	9.5	26.2	0.0
매출총이익	1179.9	1493.0	1623.4	2036.2	1961.1
매출총이익성장률%		26.5	8.7	25.4	-3.7
매출총이익률%	37.3	37.8	37.5	37.3	36.0

자료: 호텔롯데, 메리츠증권증권 리서치센터

롯데면세점 점포 현황

구분	사업장
면세점	명동본점
	월드타워점
	코엑스점
	부산점
	제주점
	인천공항점
	김포공항점
	김해공항점
	미국 광공항점
	일본 간사이공항점
	일본 긴자점
	인도네시아 자카르타시내점
	베트남 다낭공항점
	태국 방콕시내점

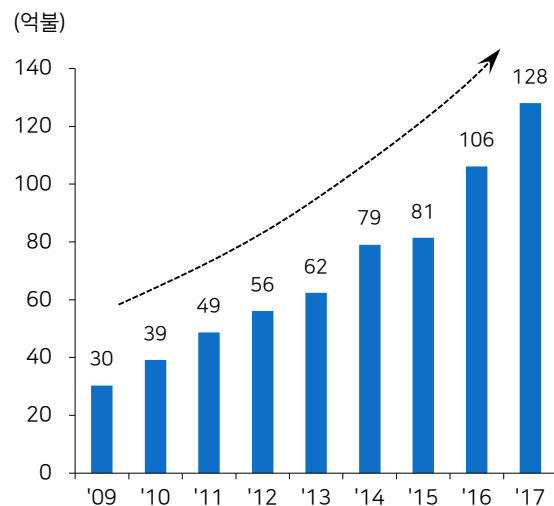
자료: 호텔롯데, 메리츠증권증권 리서치센터

[호텔롯데] 국내 면세점 시장, 웨이상들의 구매 확대로 호실적 두드러져

롯데그룹, 지배구조 개편에 따른 유통 사업구도의 변화

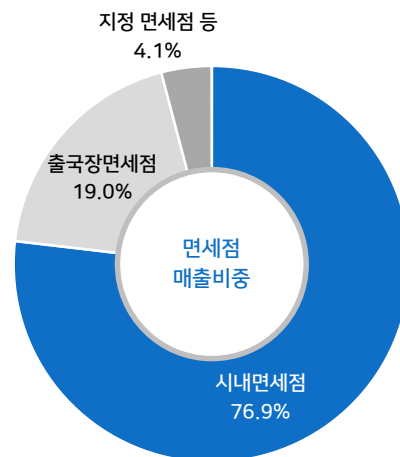
- 지난해 중국인 입국자 수가 여전히 급감하였음에도 월별 면세점 판매금액이 30~40% 이상 증가한 것은 바로 '웨이상' 때문. 기존에는 이들을 '타이공'이라 불렀으나 '웨이상'이라고 표현을 바꾸어 부른 이유는 개인 네트워크 위주의 대리구매 (타이공의 판매방식)보다는 신뢰와 정품을 보장하는 직접판매 채널 (웨이상의 판매방식)로 진화하고 있기 때문
- 2018년에는 인천공항 제2터미널 추가로 쇼핑 환경 개선에 따른 공항면세점의 실적 개선세 또한 뚜렷할 것으로 예상됨. 다만 롯데의 경우 제1터미널 철수에 따른 매출 감소가 예상됨

국내 면세점 시장 규모



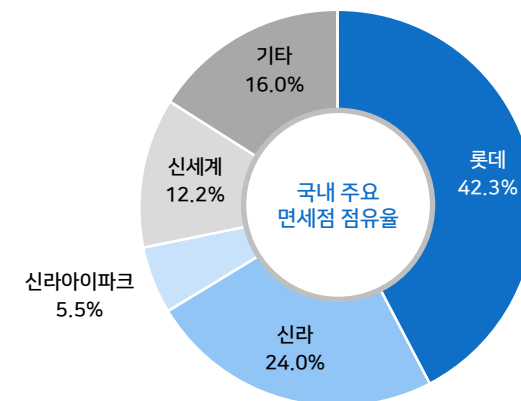
자료: 한국면세점협회, 메리츠증권증권 리서치센터

시내 / 공항 / 기타 비율



자료: 한국면세점협회, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 주요 면세점 점유율 (2017년 1~7월 기준)



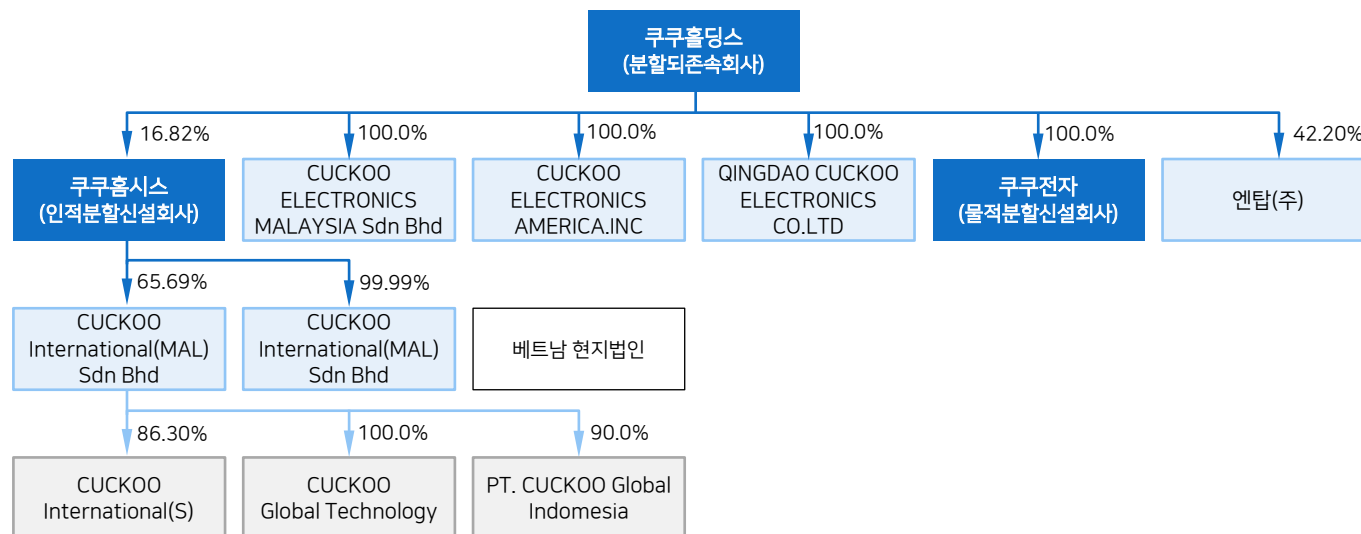
자료: 한국면세점협회, 메리츠증권증권 리서치센터

[쿠쿠홀딩스] 5월 지주사 전환 완료 예정

쿠쿠홀딩스, 지주사 전환을 통해 사업회사의 성장성 부각

- 쿠쿠전자는 렌탈사업을 인적분할하여 신설법인인 "쿠쿠홈시스"로 재상장하였고, 존속회사는 가전사업을 별도법인 (쿠쿠전자)으로 물적분할한 후 이를 포함한 "쿠쿠홀딩스"로 변경 상장하였음. 향후 쿠쿠홀딩스는 쿠쿠홈시스 보통주식의 공개매수 등을 통하여 법률상 지주회사의 성립요건을 충족하고 쿠쿠홈시스를 자회사로 편입시킬 예정
- 렌탈 부문이 직수형 정수기, 공기청정기 등의 꾸준한 계정 수 증가와 함께 말레이시아, 인도네시아, 베트남 등 적극적인 해외 진출로 호실적을 이어가고 있음. 가전 부문 또한 중국 현지 마케팅 활동을 정상화하면서 4분기부터 중국 현지에서 20%대 성장률을 회복하였음

쿠쿠홀딩스 지분구조



자료: 쿠쿠홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

[쿠쿠홀딩스] 지주회사 전환을 위한 현물출자 공개매수 진행

쿠쿠홀딩스, 지주사 전환을 통해 사업회사의 성장성 부각

- 쿠쿠홀딩스는 쿠쿠홈시스의 보통주식에 대한 공개매수방식에 의해 일정기간 (2018년 4월 20일 ~ 2018년 5월 9일) 동안 쿠쿠홈시스의 보통주식을 보유하고 있는 주주 중 공개매수에 응한 주주로부터 해당주식을 현물 출자받고 그 대가로 유상증자를 통해 쿠쿠홀딩스의 보통주식 신주를 발행하여 교부할 계획
- 쿠쿠홈시스의 공개매수가격이 현 주가 (206,500원)보다 낮은 178,500원에 불과하여 최대주주 및 특수관계인 중심으로 청약이 진행될 가능성이 높음. 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 58.62%에 달하여 지주회사 전환은 무리없이 진행될 수 있을 것으로 판단됨

쿠쿠홀딩스 현물출자 공개매수 개요

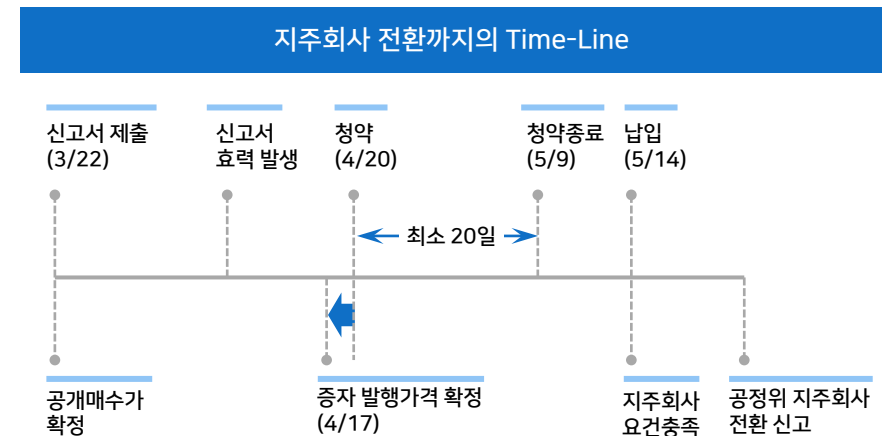
지주회사 전환을 위해 현물출자 공개매수 및 유상증자 계획

목적	기업지배구조의 투명성과 경영안정성 증대 사업특성에 맞는 신속하고 전문적인 의사결정을 위한 지배구조 확립하고, 경영위험의 분산을 추구
----	--

- 공개매수자(신주발행인): 쿠쿠홀딩스(주)
- 공개매수대상주식: 쿠쿠홈시스(주) 기명식 보통주식
- 공개매수(청약)기간: 2018년 4월 20일 ~ 2018년 5월 9일 (20일간)
- 쿠쿠홀딩스(주) 기명식 보통주식의 1주당 예정발행가액은 98,275원
- 최종발행가액은 2018년 4월 17일 정규시장 종료 이후에 확정될 예정.
- 공개매수가격: 1주당 178,500원
- 공개매수 예정주식수: 1,424,000주

자료: 쿠쿠홀딩스, 메리츠증권증권 리서치센터

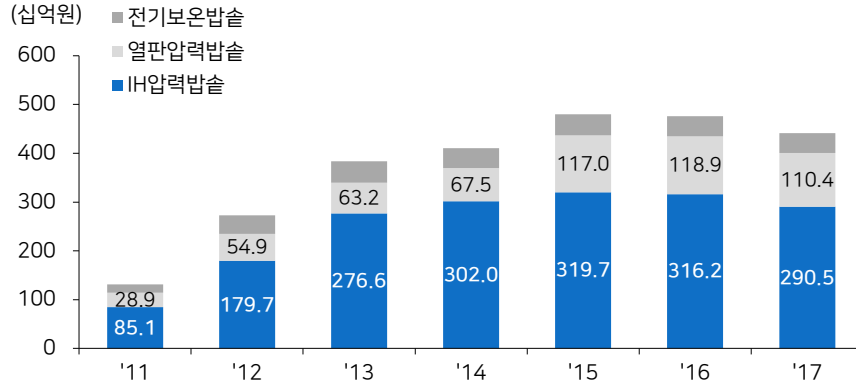
쿠쿠홀딩스 지주회사 전환까지의 Time-Line



자료: 쿠쿠홀딩스, 메리츠증권증권 리서치센터

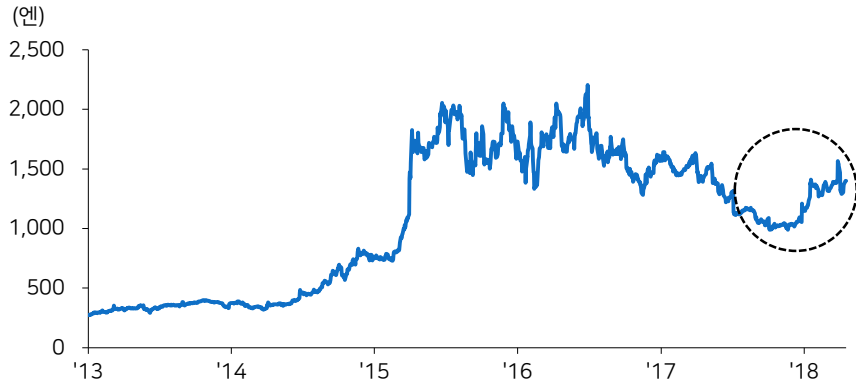
2018년 쿠쿠홀딩스 (쿠쿠전자) 실적 턴어라운드 전망

전기밥솥 부문별 매출액 추이



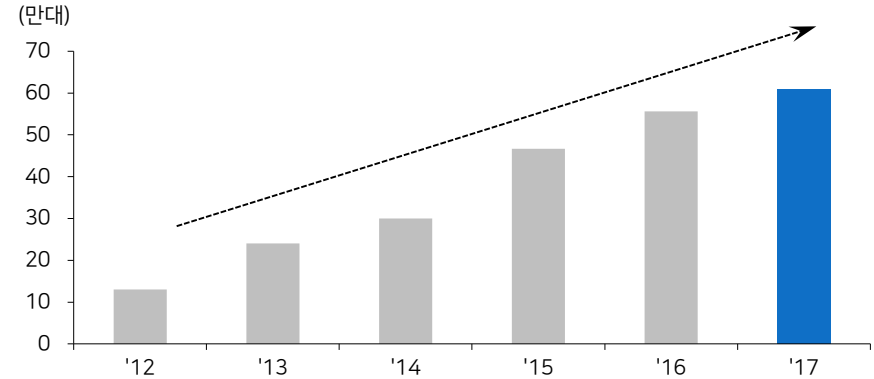
자료: 쿠쿠홀딩스, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 조지루시 (7965 JP) 최근 주가 반등



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 전기레인지 시장규모



자료: 업계 취합, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 디몰글로벌 전기밥솥 판매순위

순위	브랜드	제품	월판매(대)	가격(위안)	가격(원)
1	Panasonic	SR-ZE185	382	559	94,762
2	CUCKOO	CRP-G1030MP	154	999	169,350
3	TIGER	JAJ-A55S	101	899	152,398
4	Panasonic	SR-ZE185	53	599	101,542
5	CUCKOO	CR-0352FR	46	498	84,421
6	CUCKOO	CR-0632FV	19	745	126,292
7	CUCKOO	CRP-HUB1080SR	15	1,999	338,870
8	Rosentein&Sohne	NC3623	14	599	101,542
9	CUCKOO	CRP-Q1010FR	13	1,480	250,890
10	CUCKOO	CRP-HVB0680SR	8	1,899	321,918
평균가격				1,028	170,427

자료: Tmall Global, 메리츠증권증권 리서치센터

쿠쿠홀딩스, 자산가치 대비 크게 저평가

쿠쿠홀딩스, 지주사 전환을 통해 사업회사의 성장성 부각

- 현재 진행 중인 쿠쿠홈시스 스왑으로 확보될 지분율을 보수적으로 가정하더라도 현 시가총액은 NAV 대비 50% 수준에 불과함
- 공개매수 예정 주식수 (1,424,000주)를 모두 진행하게 될 경우 이론상 쿠쿠홀딩스는 쿠쿠홈시스를 48%까지 확보하게 됨. 현 쿠쿠홈시스 주가 수준에서 모두 진행될 가능성은 크지 않을 것으로 판단됨

쿠쿠홀딩스 Valuation

(십억원)	예상 NOPLAT		적용배수	기업가치		
영업가치	브랜드로열티, 서비스수수료 4.5		10	45.0		
투자자산가치		예상 순이익	적용배수	지분율	기업가치	
	쿠쿠홈시스 (지분율 잠정적으로 가정)		48.4	24	30.0%	348.2
	쿠쿠전자 (물적분할신설)		48.8	15	100.0%	732.4
	17년 장부가			지분율	기업가치	
	관계기업 등 투자자산 합		129.1		100.0%	129.1
	청도복고전자유한회사		11.8		100.0%	11.8
	Cuckoo Electronics Malaysia Sdn Bhd		4.4		100.0%	4.4
	CUCKOO ELECTRONICS AMERICA INC		0.2		100.0%	0.2
	투자부동산					20.5
	순현금					59.2
NAV					1,350.8	
적정가치 (30% 할인)					945.6	

자료: 쿠쿠홀딩스, 메리츠증권리서치센터

쿠쿠전자 분할전 기준 실적 추이

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P
매출액	667.6	194.6	163.6	176.0	182.6	716.8	190.0	166.6	195.4	205.7	757.7
증가율 (% YoY)	17.8	12.6	6.2	7.4	3.2	7.4	-2.4	1.9	11.0	12.7	5.7
가전사업	489.9	143.2	109.1	117.1	123.7	493.0	127.2	98.4	126.4	120.3	472.3
국내 및 기타 수출	431.5	125.7	93.8	105.4	111.3	436.1	116.5	91.9	116.5	106.8	431.6
중국소비	58.4	17.5	15.3	11.7	12.4	56.9	10.7	6.5	9.9	13.5	40.6
면세	23.4	5.2	5.6	4.3	2.6	17.7	2.6	1.3	1.8	1.5	7.2
현지 (수출포함)	35.0	12.3	9.7	7.4	9.8	39.2	8.2	5.2	8.0	12.0	33.4
렌탈사업	177.7	51.4	54.5	59.0	58.9	223.8	62.8	68.2	69.1	85.4	285.5
증감률 (YoY %)											
가전사업	9.6	7.9	-1.2	-0.8	-3.9	0.6	-11.2	-9.8	8.0	-2.7	-4.2
국내 및 기타 수출	9.7	7.3	-2.2	-1.1	-0.6	1.1	-7.3	-2.0	10.6	-4.1	-1.0
중국소비	8.4	12.2	5.7	1.7	-26.2	-2.5	-38.9	-57.4	-15.6	9.2	-28.6
면세	-9.0	-20.7	-21.5	45.4	-60.8	-24.1	-50.7	-76.4	-57.2	-43.1	-59.3
현지 (수출포함)	24.3	36.1	32.1	-13.4	-3.2	11.9	-33.6	-46.4	8.5	23.5	-14.6
렌탈사업	48.5	28.5	25.0	28.5	22.3	26.0	22.1	25.2	17.1	45.0	27.6
매출액대비 (%)											
가전사업	73.4	73.6	66.7	66.5	67.7	68.8	67.0	59.1	64.7	58.5	62.3
국내 및 기타 수출	64.6	64.6	57.3	59.9	61.0	60.8	61.3	55.1	59.6	51.9	57.0
중국소비	8.7	9.0	9.4	6.6	6.8	7.9	5.6	3.9	5.0	6.6	5.4
렌탈사업	26.6	26.4	33.3	33.5	32.3	31.2	33.0	40.9	35.3	41.5	37.7
매출원가	376.4	104.8	90.0	96.0	97.0	387.8	99.8	90.7	104.9	102.9	398.3
증가율 (% YoY)	15.2	12.1	6.3	6.0	-9.9	3.0	-4.7	0.7	9.2	6.1	2.7
매출원가율 (%)	56.4	53.8	55.1	54.6	53.1	54.1	52.6	54.5	53.7	50.0	52.6
판관비	199.5	62.3	51.2	56.2	63.8	233.5	62.9	60.6	67.1	63.2	253.9
증가율 (% YoY)	23.5	34.4	7.7	3.1	24.9	17.0	0.9	18.4	19.5	-1.0	8.7
판관비율 (%)	29.9	32.0	31.3	31.9	35.0	32.6	33.1	36.4	34.4	30.7	33.5
영업이익	91.7	27.5	22.3	23.8	21.8	95.4	27.2	15.3	23.4	39.7	105.5
증가율 (% YoY)	16.6	-16.5	2.8	26.3	19.8	4.1	-0.8	-31.6	-1.8	82.0	10.6
영업이익률 (%)	13.7	14.1	13.6	13.5	11.9	13.3	14.3	9.2	12.0	19.3	13.9
가전사업	78.9	18.7	12.9	13.6	13.0	58.3	16.9	3.6	11.0	17.3	48.8
증가율 (% YoY)	22.2	-30.8	-37.6	-19.7	-8.0	-26.2	-9.8	-71.8	-19.1	32.9	-16.2
영업이익률 (%)	16.1	13.1	11.8	11.6	10.5	11.8	13.3	3.7	8.7	14.4	10.3
렌탈사업	12.7	8.7	9.4	10.2	8.8	37.1	10.3	11.6	12.4	22.4	56.7
증가율 (% YoY)	-9.0	49.8	826.0	434.9	117.5	192.4	18.5	23.8	21.2	154.2	52.8
영업이익률 (%)	7.1	17.0	17.2	17.3	14.9	16.6	16.5	17.1	17.9	26.2	19.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

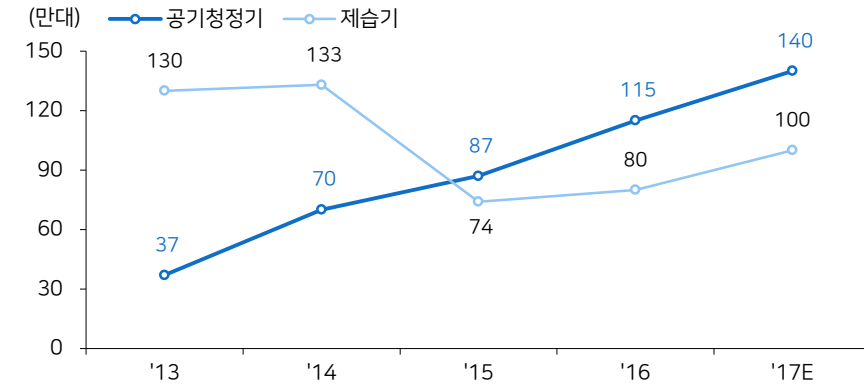
쿠쿠홈시스, 신규 카테고리 확대에 따른 렌탈 시장 성장 긍정적

렌탈 시장의 분류

임대물건	렌탈기간	렌탈유형	내용	비고
장비렌탈	장기렌탈	B2B	건설용 장비, 산업용 장비 등	금융리스
차량렌탈	장기렌탈	B2B	기업용 차량 리스 등	운용리스
	단기렌탈	B2C	개인용 및 레저용 차량 렌트	운용리스
생활가전렌탈	장기렌탈	B2C	정수기, 비데, 공기청정기, 연수기 등	운용리스
의료기기렌탈	장기렌탈	B2B	CT, MRI 등 의료용 장비	금융리스
사무용품렌탈	장기렌탈	B2B	사무용 기기(OA) 복사지, 프린터 등	운용리스

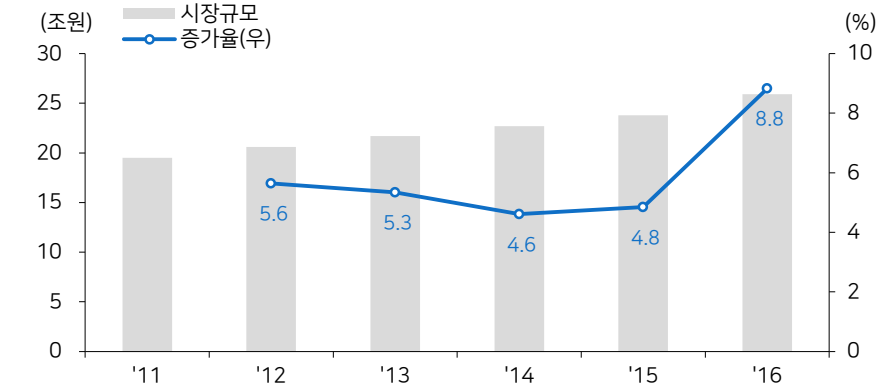
자료: 쿠쿠홈시스, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 공기청정기 시장 규모



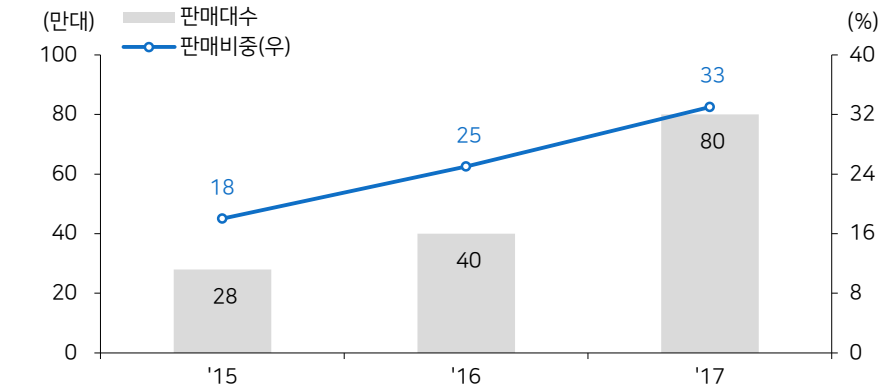
자료: 업계 추정치, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 렌탈시장 규모



자료: KT경제경영연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 직수형 정수기 판매추이



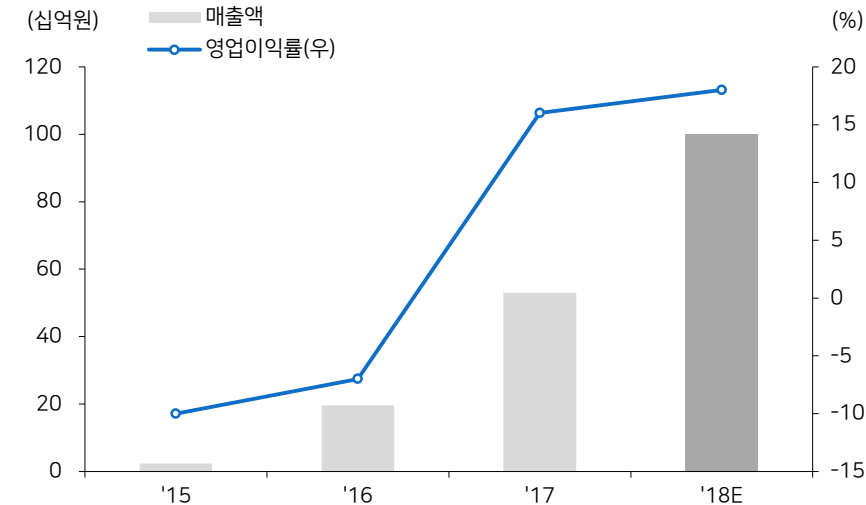
자료: 업계 추정치, 메리츠증권증권 리서치센터

쿠쿠홈시스, 동남아 소비 성장의 수혜주로 거듭날 전망

쿠쿠홈시스, 지주사 전환을 통해 사업회사의 성장성 부각

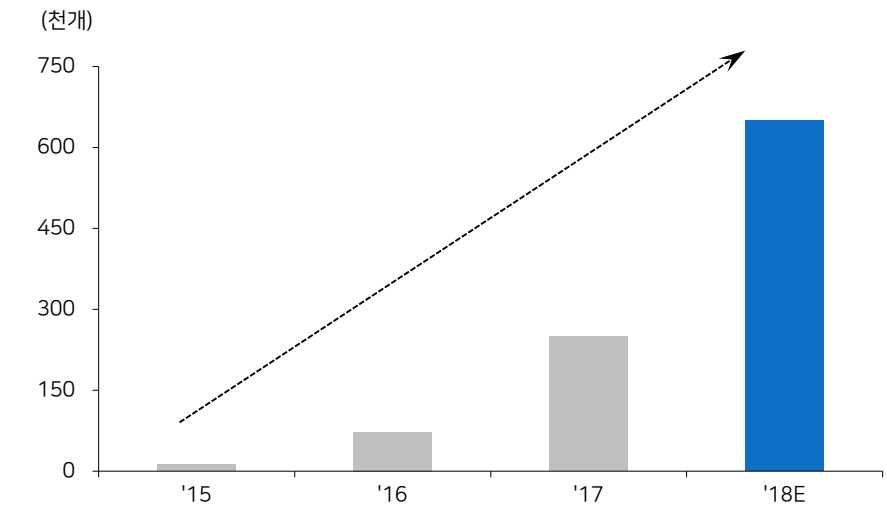
- 2017년 별도기준 매출액 2,520억원, 영업이익 403억원 달성. 말레이시아 자회사를 합산한 연결기준은 매출액 3,070억원, 영업이익 487억원 수준을 기록함
- 2018년 연결기준 매출액 4,024억원 (+31% YoY), 영업이익 634억원 (+30% YoY) 전망
- 말레이시아 현지법인의 가파른 매출 성장과 수익성 개선 주목. 매출액이 2016년 196억원에서 2017년 530억원으로 크게 성장하였으며 2017년 영업이익률 또한 16% 수준을 기록함. 말레이시아에서는 프리미엄 이미지로 자리잡으면서 렌탈료가 한국 대비 높은 수준으로 안착함 (평균가격 한국 21,000원, 말레이시아 26,000원)
- 2018년 상반기 인도네시아 진출, 향후 베트남, 인도도 확대할 계획

쿠쿠홈시스 말레이시아 실적 추이



자료: 쿠쿠홈시스, 메리츠증권증권 리서치센터

말레이시아 계정 수 추이



자료: 쿠쿠홈시스, 메리츠증권증권 리서치센터

Part IV

[음식료]
지주사 분할 후
턴어라운드 사업회사 주목



음식료/섬유 · 의복
Analyst 김정욱
02. 6098-6414
6414@meritz.co.kr



I 오리온 / 오리온홀딩스: 중국제과부문 중심으로 사업회사 매출액/영업이익 턴어라운드

- 중국 17년 사드여파에 따른 부진, 매출액 35.9% 감소. 18년 상반기 채널 + 제품전략, 하반기 매대회복에 따른 매출액 30% 성장 전망
- 국내는 신제품 호조, 베트남은 시장 고성장 지속으로 기대치를 상회. 러시아는 악성 달러 교체로 단기간 부진
- 오리온홀딩스의 수익은 배당금 및 로열티 연간 영업이익 250억원, 순이익 200억원 예상. 생수사업은 19년 이후 사업가치 부각될 전망

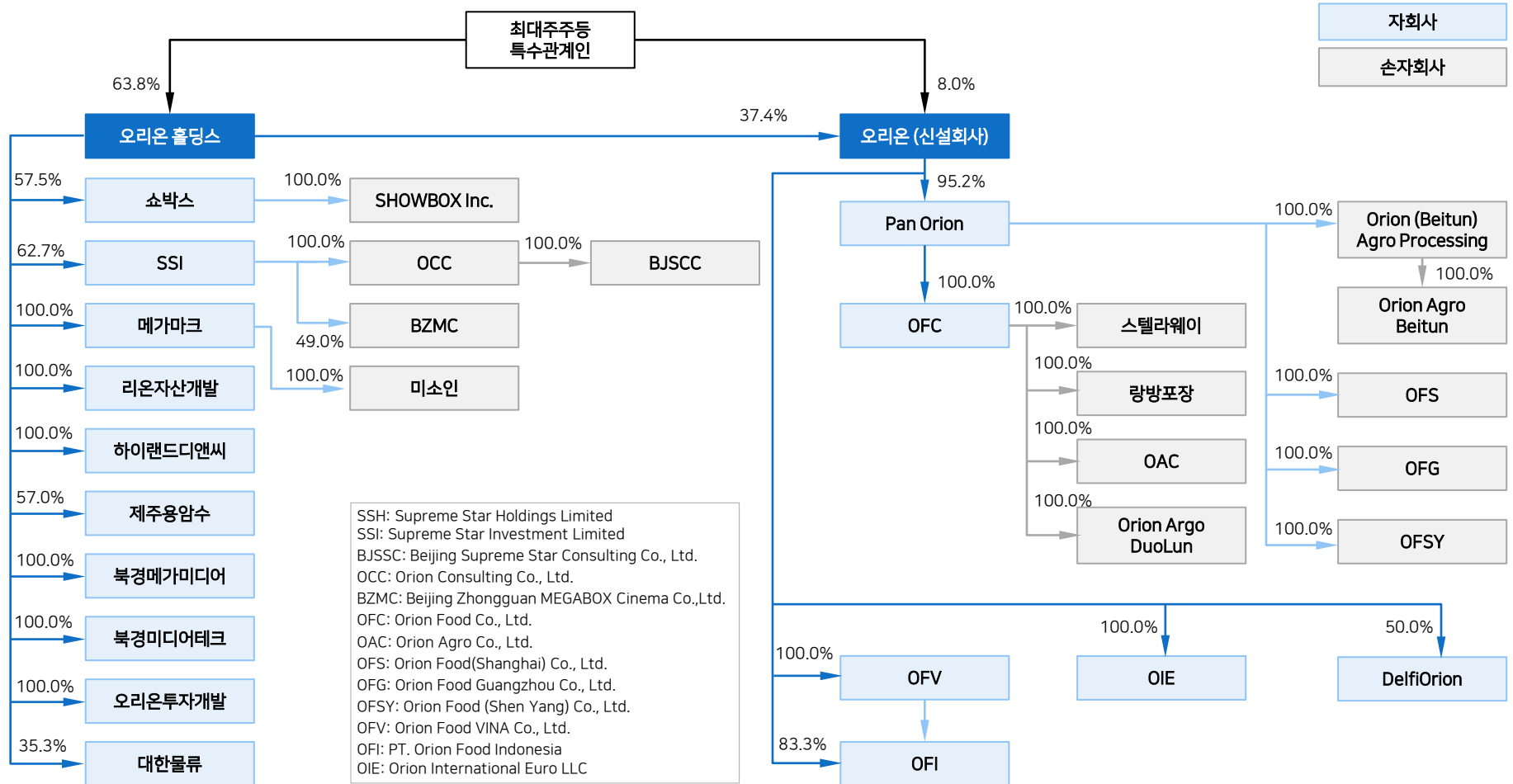
II 매일유업 / 매일홀딩스: 분유 수출 회복 기대, 상하목장의 고성장이 사업회사 모멘텀

- 17년 분유 부진을 백색시유 수익성 개선, 상하목장 고성장으로 방어. 18년 분유 부문의 회복 및 상하목장 고성장 지속될 전망
- 상하목장 - M/S 95% 수준으로 절대적. 시장 자체 성장률이 20%를 상회하지만 후발주자 진입이 쉽지 않은 상황
- 수출분유 - 1월 부재에도 1분기 80억원 달성 예상. 1분기 이후 점진적인 증가. 연간 400억원 상회 예상
- 엠즈씨드 - OPM 3.0% 달성하며 15~16년 부진에서 회복. 비용 효율화, 원가 개선, 부진 점포 효율성 검토 등 수익성 개선 지속

III 롯데푸드, 롯데칠성, 롯데제과 / 롯데지주: 상반기 실적 턴어라운드 선두는 롯데푸드

- 롯데푸드 - 일회성 외부 요인 해소되면 본연의 실적 체력 회복 예상
- 롯데칠성 - 음료/소주의 양호한 성장과 맥주 마케팅비 부담이 혼재
- 롯데제과 - 빙과 성수기 매출 성장이 포인트 실적 모멘텀은 하반기 부각

[오리온홀딩스] 지배구조



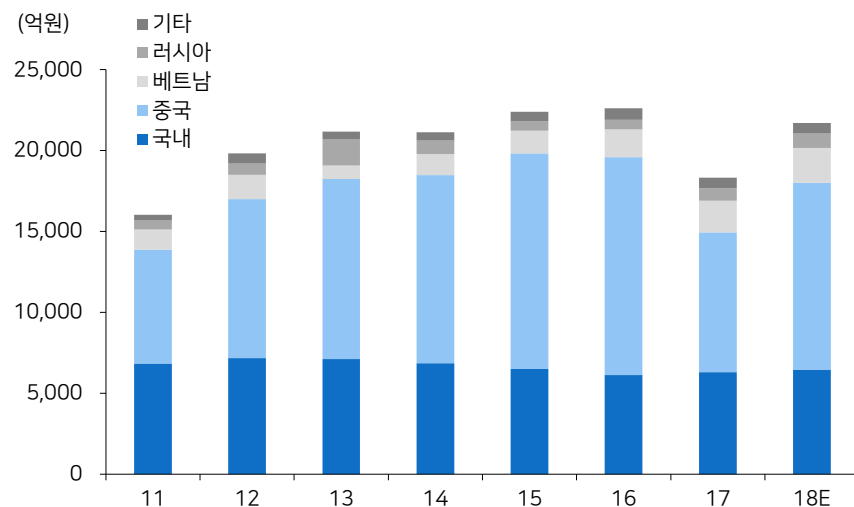
주: 2017.12.31 공시 기준
자료: 메리츠증권리서치센터

[오리온] 중국제과부문 중심으로 매출액/영업이익 턴어라운드

중국제과부문 중심으로 사업회사 매출액/영업이익 턴어라운드

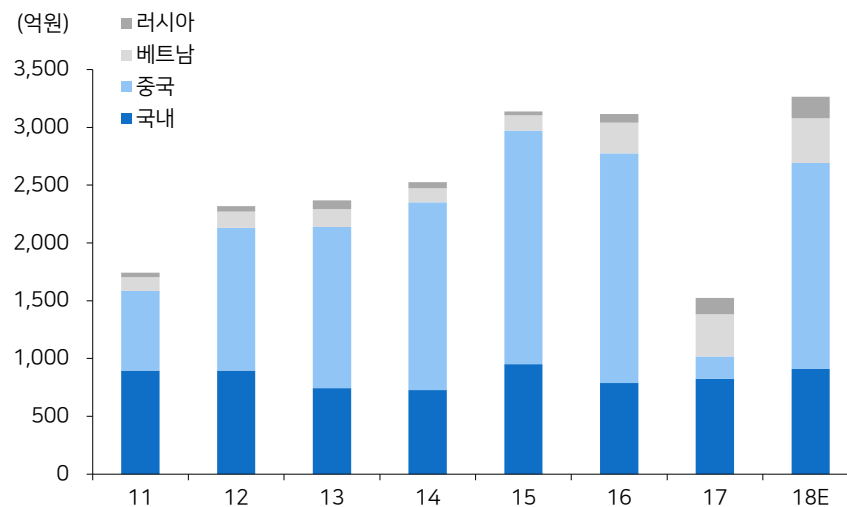
- 중국 제과 부문 17년 사드여파에 따른 부진으로 매출액 35.9% 감소. 18년은 상반기 채널전략 + 제품전략, 하반기 매대회복에 따른 매출액 성장 30% 전망. 1Q18 영업상황은 긍정적, 준절 매출액 600~700억원 인식 효과에 힘입어 중국 매출액 2,900~3,000억원 달성 예상. 매출 성장 및 비용 절감 노력 결과로 영업이익률은 16~17% 예상
- 한국/베트남 제과는 기대치를 상회하는 성장 흐름. 한국은 꼬북칩 라인 증설 월 Capa 28억원→55억원으로 확대. 스낵부문이 20% 성장하며 매출액 7~8% 성장 견인. 베트남은 시장성장 7~8% 유지되는 가운데 파이류 신제품 호조, 감자 스낵 호조로 17~18% 성장 중. 러시아는 악성 딜러 교체로 단기간 부진하나 영업이익 감소 규모 20~30억원 으로 전사 영향 제한적

17년 중국제과 매출 35.9% 감소 이후 18E 33.7% 회복 전망



자료: 오리온, 메리츠증권리서치센터

중국법인 광고비/인건비 절감 효과로 18년 15.4% 영업이익률 달성 예상



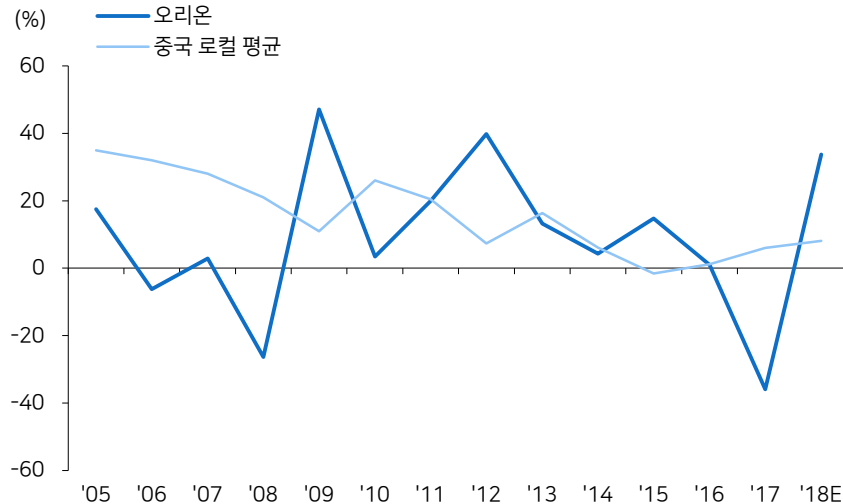
자료: 오리온, 메리츠증권리서치센터

[오리온] 중국제과부문 중심으로 매출액/영업이익 턴어라운드

중국제과부문 중심으로 사업회사 매출액/영업이익 턴어라운드

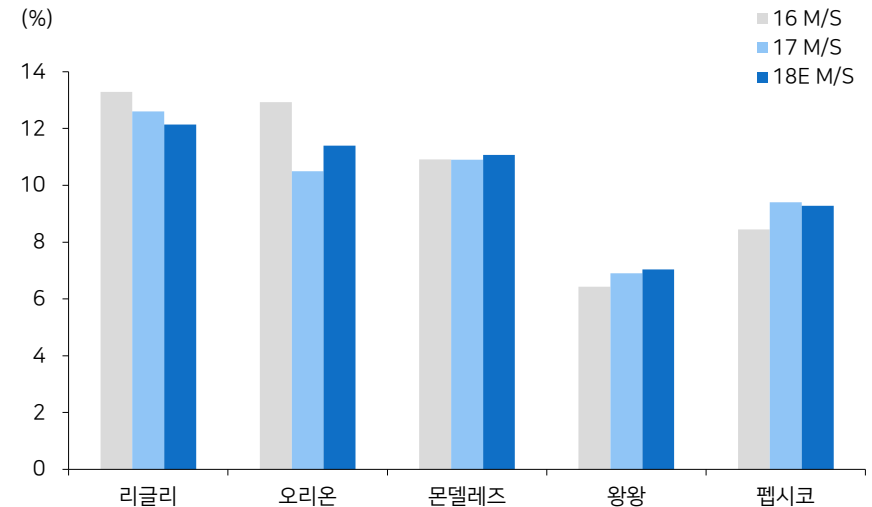
- 중국 TT 채널은 직접 영업에서 대리점 체제로 전환. 기존 42~43만개 맘애팍 스토어에 공급하며 경쟁사(달리, 왕왕은 150만개점 공급) 대비 부진했음. 효율적인 영업으로 점점을 확대할 계획. MT, TT모두 경소상 대형화 진행 1,840개 경소상에서 중대형 경소상으로 통합하고 MT 400개, TT 400개 경소상 줄일 계획. TT쪽 대리점 일원화 작업 지속되며 영업인력 700명 18년 3분기 까지 축소
- 중국 신제품 계획 3월 파이류, 캔디류 신제품, 4월 스낵(꼬북칩) 신제품, 6월 견과류(6종) 신제품 출시. 사업계획 3,000억원 매출 성장은 기존제품 1,000억원, 신제품 1,000억원, 춘절효과 1,000억원으로 세분화. 18년 상반기 매대 20% 감소. 18년 하반기 매대 회복을 위해서 무리한 비용 지출보다는 신제품을 활용한 풀 마케팅 전략 예상

중국 로컬식품(왕왕, 달리, 텡이, 명유)과 오리온 매출 성장을 비교



자료: 오리온, 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

오리온 중국 제과시장 점유율 17년 10.5% → 18E 11.4%로 회복 예상



자료: 오리온, 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

[오리온홀딩스] 히든밸류로 부각 될 수 있는 생수사업 19년 이후 성장 예상

MERITZ Collaboration Report

기업 지배구조 시리즈 3편

중국제과부문 중심으로 사업회사 매출액/영업이익 턴어라운드

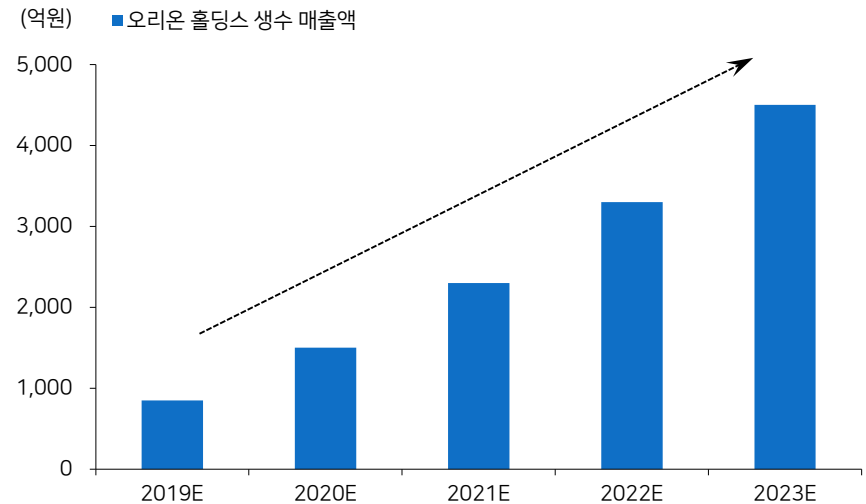
- 오리온홀딩스의 수익은 배당금 및 로열티(해외매출의 0.5%, 국내매출의 0.3%). 연간 영업이익 250억원, 순이익 200억원 예상. 지분율은 오리온 37.4%, 쇼박스 57.5%, 제주용암수 60%
- 생수 사업 2018년까지 1,200억원 투자, 홀딩스+대주주 600억원, 제주용암수법인 차입 600억원으로 조달 예상. 2019년 매출액 850억원, 2020년 매출액 1,500억원, 2023년 매출액 4,500억원 목표. 매출 비중 80%는 중국매출로 예상. 19년 1개 라인 증설 후 추가 라인 증설 판단(3개 라인 예상). ASP 6~7위안 이상의 프리미엄 생수로 진출할 계획이며 본격적인 매출이 발생하는 19년 이후 사업가치 부각될 전망

오리온홀딩스 NAV 평가 테이블

투자자산가치	(억원, 배, %)	
오리온	18,910	2018.04.17 시가총액 지분율 37.37% 반영
쇼박스	2,077	2018.04.17 시가총액 지분율 57.5% 반영
(주)메가마크	188	장부가치*70%
(주)제주용암수	64	장부가치*70%
(주)리온자산개발	-256	장부가치*70%
(주)하이랜드디앤씨	-189	장부가치*70%
북경메가미디어유한공사	0	장부가치*70%
북경미디어테크유한공사	3	장부가치*70%
Supreme Star Investment Limited.	177	장부가치*70%
부동산가치(본사 사옥 등)	1,570	IR자료 참고
홀딩스순이익(배당, 로열티, 임대료, 경영수수료 등)	1,000	연간 순이익 200억원, 식품 홀딩스 평균 PER 5배 적용
순차입금	-330	홀딩스 별도 순현금 330억원
지주회사 NAV	23,675	
지주회사 현재 시가총액	16,726	4월 17일 시가총액
주식수(만 주)	6,264	기발행주식수 20,551천주 + 신규발행 42,093천주
현재주가(원)	27,750	
NAV대비 할인율	55.2%	

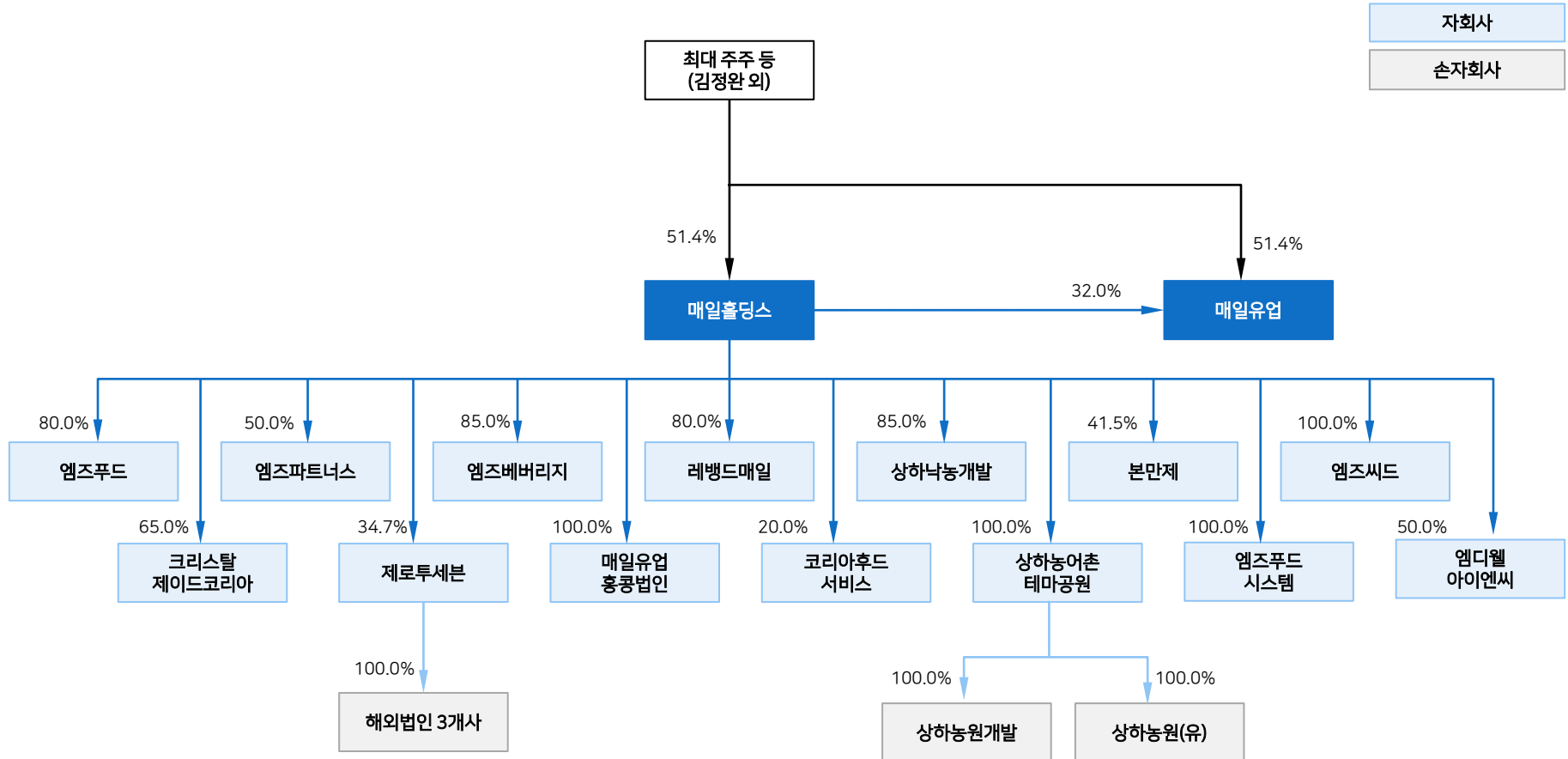
자료: 오리온, 메리츠증권증권 리서치센터

오리온 홀딩스 생수사업 매출액 전망, 중국 비중 80% 예상



자료: 오리온, 메리츠증권증권 리서치센터

[매일홀딩스] 지배구조



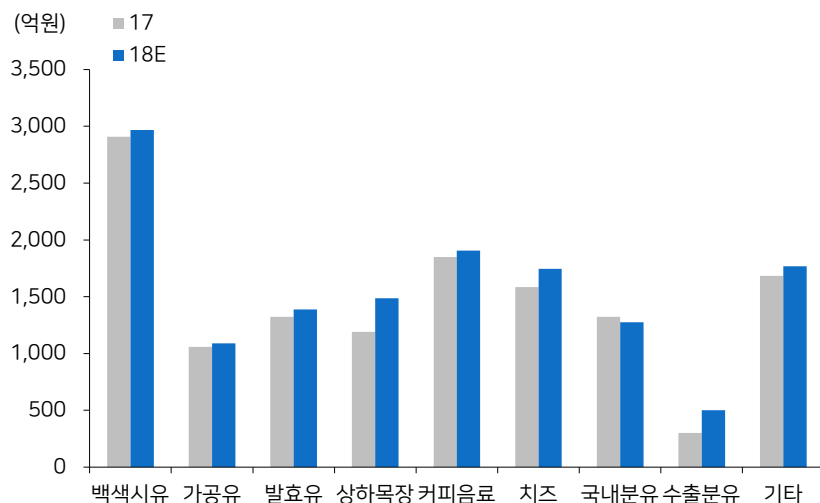
주: 2017.12. 31 공시 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[매일유업] 분유 수출 회복 기대, 상하목장의 고성장이 사업회사 모멘텀

분유 수출 회복 기대, 상하목장의 고성장이 사업회사 모멘텀

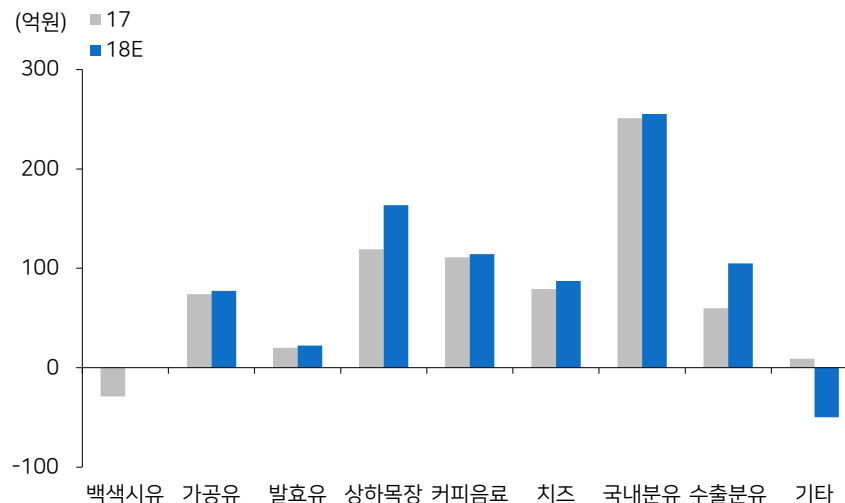
- 17년 실적은 국내분유/수출분유 부진을 백색시유 수익성 개선, 상하목장 고성장, 기타 제품군의 매출/영업이익 호조로 방어. 18년 분유 부문의 회복 및 상하목장 고성장 지속될 전망
- 상하목장 - 매출비중 7~8%, 매출 성장률 20~25% 유지 중. 영업이익률은 높은 한 자리 수. 17년 1,000억원 매출 달성했고 여전히 고성장 중. 캐파에 대한 이슈는 없으며 캐파 부족한 상황 도래할 경우 증설로 대응할 전망. 동사의 M/S 95% 수준으로 절대적. 시장 성장률이 20%를 상회하는 상황이지만 초기 투자비, 브랜드 형성을 위한 기간 부담으로 후발주자 진입이 쉽지 않은 상황

부문별 매출액 18년 상하목장, 수출분유, 백색시유 등 성장 견인



자료: 매일유업, 메리츠증권증권 리서치센터

부문별 영업이익 18년 수출분유, 상하목장, 백색시유 등 성장 견인



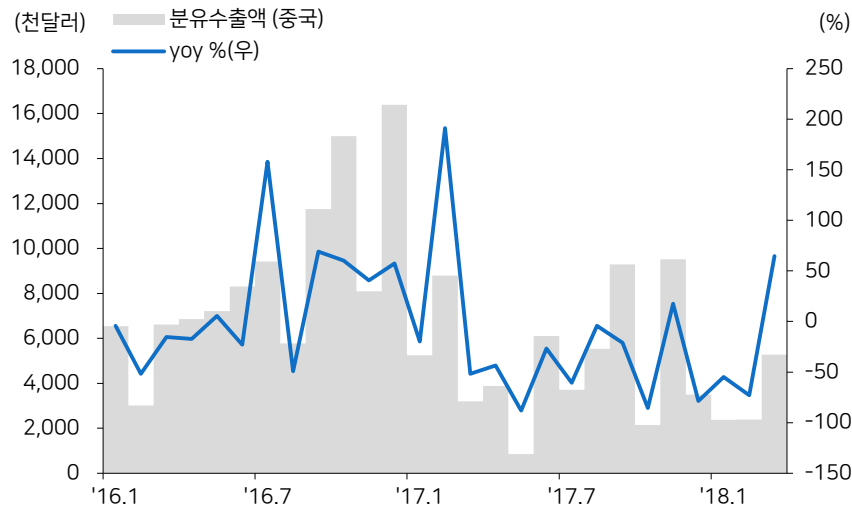
자료: 매일유업, 메리츠증권증권 리서치센터

[매일유업] 분유 수출 3월 급증, 원유생산 재고 하향 안정 흐름 긍정적

분유 수출 회복 기대, 상하목장의 고성장이 사업회사 모멘텀

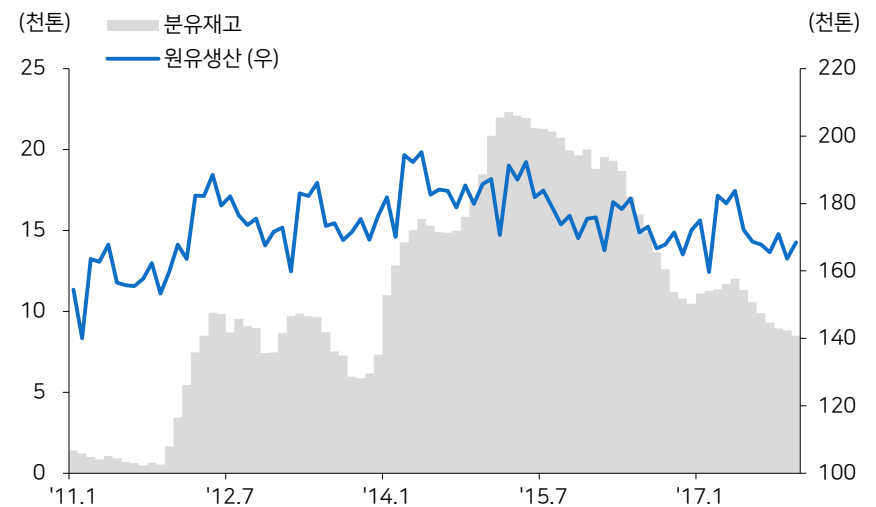
- 국내분유 - 매출비중 8~9%, 18년 1분기는 매출액 감소는 이어지고 있으나 17년대비 감소폭은 완화세(약1~2%p). 수입분유 시장은 17년보다는 약세. 17년 연간 점유율 15%에서 18년 1~2월은 12%로 하락. 17년 과도한 프로모션 지속되기 어려운 환경이 수입분유 성장세가 둔화된 배경으로 판단
- 수출분유 - 매출비중 2~3%, 17년 매출액 270억원으로 부진(16년 매출액 450억원). 18. 2월 30억원, 3월 50억원 달성. 1월 부재에도 1분기 80억원 달성 예상. 1분기 이후 점진적인 성장으로 회사 목표는 연간 400억원. 관세청 데이터와 비교할 때 비슷한 수준으로 고성장하고 있음
- 백색시유 - 매출비중 20~21%, 18년 수익성 전망은 소폭적자~BEP. 원유재고는 15년 3월 이후 감소흐름 지속, 과잉 재고 부담은 없음. 1분기는 계절적 비수기로 소폭적자 상황 예상. 18.6월 원유가격 협상 예정

관세청 월별 중국 분유 수출 데이터 3월 64.7% 성장



자료: 관세청, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 분유 재고는 15년 3월 최고점 기록한 이후 점진적인 감소세



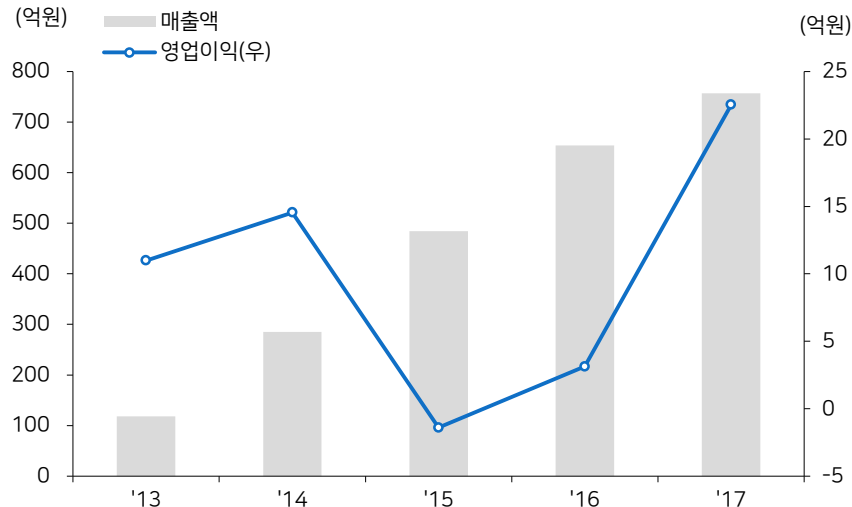
자료: 낙농진흥회, 메리츠증권증권 리서치센터

[매일홀딩스] 히든밸류 부각될 수 있는 엠즈씨드 17년 이후 흑자 전환

분유 수출 회복 기대, 상하목장의 고성장이 사업회사 모멘텀

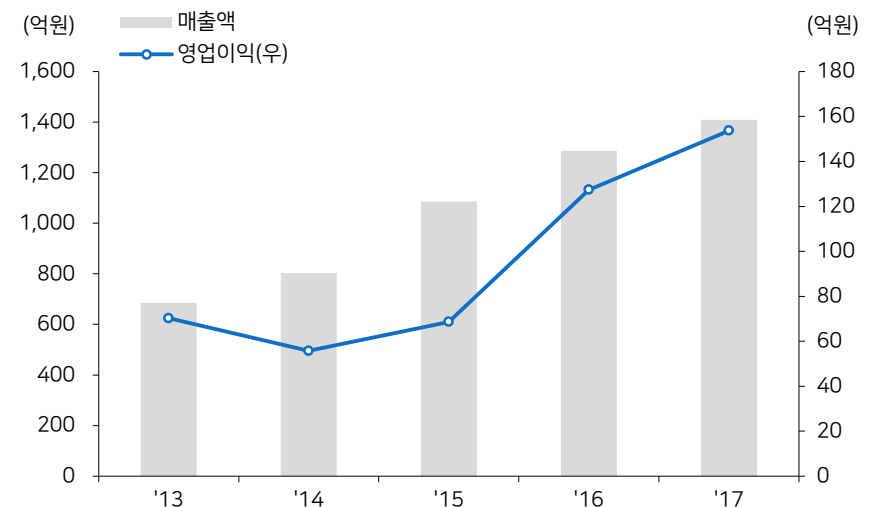
- 매일홀딩스 주요 자회사 매일유업, 제로투세븐, 엠즈씨드 등. 주요 수익원 로열티/배당/자문 수익 등 제로투세븐은 정상가 판매율 높이는 방향으로 수익성 개선 노력 중이며 엠즈씨드는 부진점포 구조 조정, 점진적인 직영점 확대로 수익성 개선 중
- 엠즈씨드 17년 매출액 757억원 영업이익 23억원 기록. 영업이익률 3.0% 달성하며 15~16년 부진에서 회복. 브랜드 가치 유지하며 연간 8~10개 점포 오픈 계획. 수익성이 높은 원두 유통 확대. 비용 효율화, 원가 개선, 부진 점포 효율성 검토 등 수익성 개선 노력 지속될 전망. 장부가치 70% 감안 시 115억원으로 산정. 흑자기조가 지속될 경우 매각이슈가 있었던 할리스에프앤비 매각가치와 비교 500억원~600억원으로 재평가 가능하다고 판단(할리스커피 EBITDA 240억원, 기업가치 2,000억원 평가)

엠즈씨드(풀바셋) 매출액/영업이익 추이



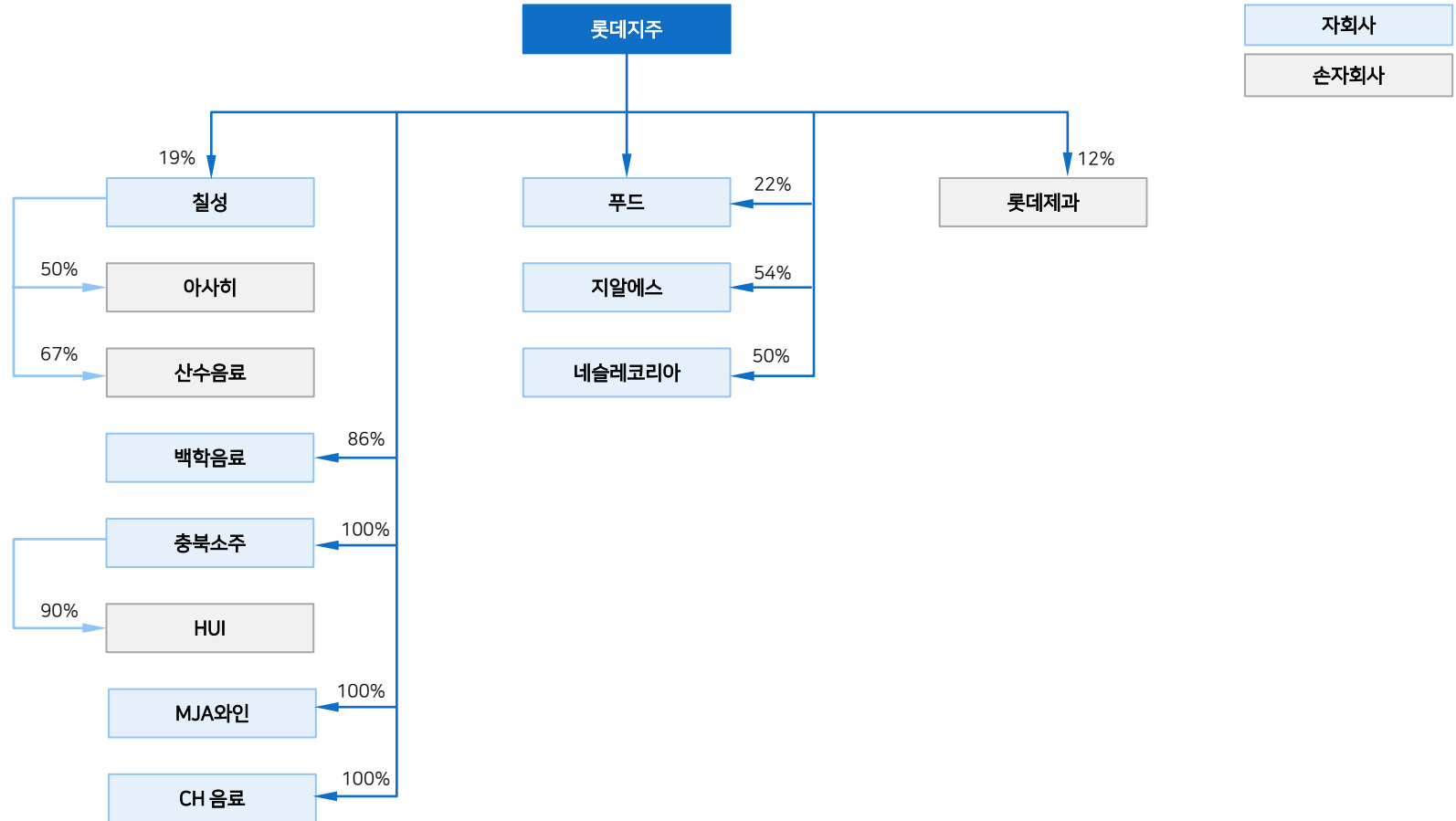
자료: 매일유업, 메리츠증권증권 리서치센터

할리스에프앤비(할리스커피) 매출액/영업이익 추이



자료: 할리스에프앤비, 메리츠증권증권 리서치센터

[롯데그룹-식품계열] 지배구조



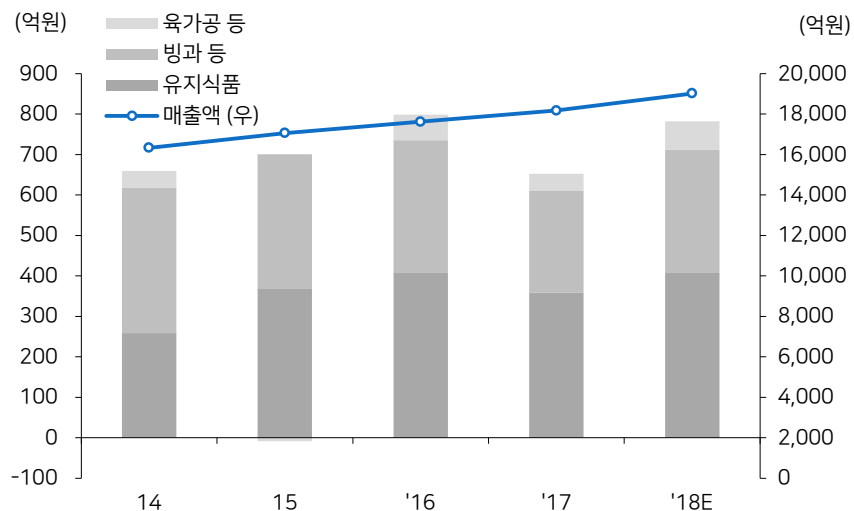
주: 당사가 제시하는 지배구조 개편 후 예상 지분 기준
자료: 메리츠증권리서치센터

[롯데푸드] 일회성 외부 요인 해소되면 본연의 실적 체력 회복 예상

상반기 실적 턴어라운드 선두는 롯데푸드

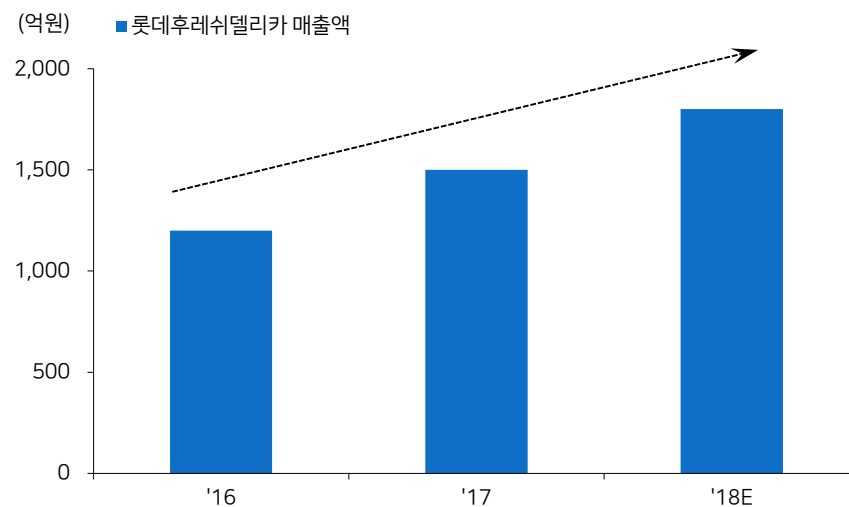
- 17년 전부문 일회성 악재로 실적 부진했지만 1Q18부터 일회성 요인 제거로 실적 회복 3Q18까지 지속될 전망. 후레쉬델리카 매출액은 17년 1,500억원 기록. 18년 1~2월 20% 성장 흐름 지속. 상반기 BEP수준 수익성 예상되며 매출액 고성장 하반기까지 지속될 경우 소폭의 수익성 달성도 기대
- 수출분류 - 상반기 보다는 하반기 매출 회복이 가속화 될 전망. 연간 수출 250억원 상회 예상 (16년 400억원, 17년 200억원). 국내 분류는 17년 초저가 경쟁에 따른 기저효과로 소폭 성장세
- 육가공 - 17년 호주산 우육 원가 상승분을 판가 인상으로 전가 시키지 못하면서 부진했음. 18년은 롯데리아와 협의를 통해 미 반영분 판가에 반영 중. 국내 및 해외 원료육 가격은 전년 수준에서 크게 벗어 나지 않는 가운데 환율이 우호적인 상황

부문별 영업이익의 추이와 전사매출액, 17년 일회성 외부요인으로 부진



자료: 롯데푸드, 메리츠증권증권 리서치센터

롯데후레쉬델리카 매출액 20% 이상 고성장세 지속



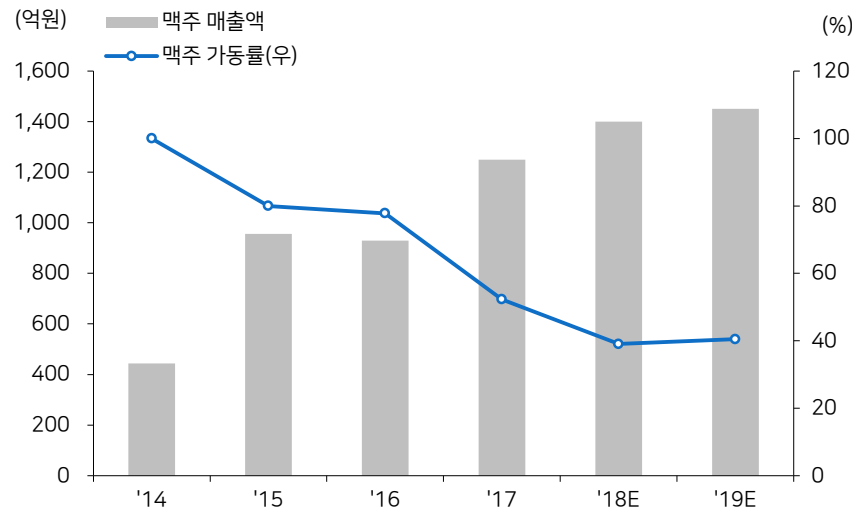
자료: 롯데푸드, 메리츠증권증권 리서치센터

[롯데칠성] 음료/소주의 양호한 성장과 맥주 마케팅비 부담이 혼재

맥주 가동률 40% 상회 가능성 낮음

- 17년 맥주부문 감가상각비, 마케팅비 반영으로 음료/소주의 양호한 영업성과에도 불구하고 큰 폭 감익. 신제품 피츠의 월 매출액 50억원 유지하며 연간 600억원 규모의 기여 가능하지만 클라우드의 매출액 감소로 맥주 가동률 40% 상회 가능성 낮음. 맥주 마케팅비는 연간 900억원 예상
- 음료는 2~3% 성장 이어지고 있으며 주류는 소주의 5~6% 성장에 힘입어 6~7% 성장 중. 원가 측면에서 원당 가격 부담은 해소됐지만 캔, PET 등 부자재 가격 상승 부담으로 전체 원가율 개선은 어려움
- 롯데지주로 편입된 기존 음료 종속법인의 자본총계 3,900억원(Pepsi 필리핀 시가총액 적용). 분할 후 롯데칠성의 현금성 자산 1,985억원, 총부채 1조3,942억원, 부채비율 166%

맥주 매출액, 맥주 가동률 추이 및 전망



자료: 롯데칠성, 메리츠증권증권 리서치센터

지주사 분할 이후 롯데지주로 편입된 음료 종속법인

기업명 (단위: 억 원, %)	자 산	부 채	자 본	매 출	지분율
씨에이치음료(주)	247	50	196	225	100.0
롯데오더리음료유한공사	554	267	287	438	100.0
LOTTE LIQUOR JAPAN	423	250	173	829	100.0
LOTTE BG AMERICA	37	21	16	121	100.0
엠제이에이와인(주)	97	82	15	190	100.0
(주)충북소주	261	189	72	205	100.0
롯데장백음료유한공사	178	7	171	73	100.0
롯데주업(북경)유한공사	23	25	-2	64	100.0
LOTTE BEVERAGE HOLDINGS	963		963	-	100.0
LOTTE-MGS BEVERAGE	998	147	851	207	76.6
(주)백학음료	731	288	443	283	86.1
Pepsi-Cola Products 필리핀	5,155	3,138	2,017	6,800	38.9

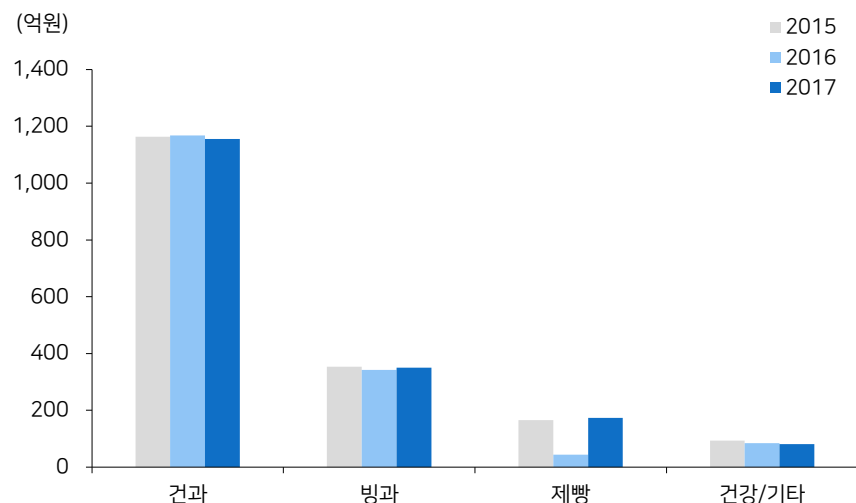
자료: 롯데칠성, 롯데지주, 메리츠증권증권 리서치센터

[롯데제과] 빙과 성수기 매출 성장이 포인트 실적 모멘텀은 하반기 부각

실적 모멘텀은 상반기보다는 하반기 부각으로 판단

- 회계정책 변경으로 명목금액은 매출액 감소 기록할 수 있지만 회계정책 변경 영향 제거 시 건과는 전년 수준 유지. 빙과는 소폭 성장 가능. 유통채널의 적정재고 유지 노력으로 상반기는 실적 성장 모멘텀은 부재. 18년은 7~9월 빙과 성수기 매출 성장 여부가 중요할 전망. 사업회사 실적 모멘텀은 상반기보다는 하반기 부각으로 판단
- 롯데지주로 편입된 기존 제과 종속법인의 자본총계 5,584억원. 분할 후 롯데제과의 현금성 자산 968억원, 총부채 7,218억원, 부채비율 131%

롯데제과 건과/빙과/제빵/건강기타 부문별 매출액 추이



자료: 롯데제과, 메리츠증권증권 리서치센터

지주사 분할 이후 롯데지주로 편입된 제과 종속법인

기업명 (단위: 억원, %)	자산	부채	자본	매출	지분율
Lotte India Co., Ltd.	1,579	738	841	624	98.6
Lotte Confectionery Holdings B.V.	1,820	339	1,481	1,118	51.0
Lotte Food Holding Co., Ltd.	1,042	-	1,042	-	100.0
Lotte Kolson(Private) Limited	744	325	419	1,016	96.5
Lotte China Foods Co., Ltd.	1,057	265	791	252	47.2
Rakhat JSC	1,196	186	1,010	1,692	92.4

자료: 롯데제과, 롯데지주, 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.
당사는 2018년 4월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자: 김동희, 김고은, 양지혜, 김정옥)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율