

홈플러스(주)의 대주주 변경으로 인한 신용등급의 방향성과 향후 모니터링 요인

지광훈 | 평가 5실 책임연구원 | 02-368-5444 | khji@korearatings.com
김광수 | 평가 5실 평가전문위원 | 02-368-5575 | kimks@korearatings.com



1. Tesco그룹의 홈플러스(주) 지분 매각 계약 체결

영국 Tesco그룹은 2015년 9월 7일자 공시를 통해 회사가 보유한 홈플러스(주)(이하 ‘동사’) 지분에 대해 MBK파트너스와 주식 양수도 계약을 체결하였다고 발표하였다. 매각 대상은 Tesco그룹이 보유한 동사 및 홈플러스테스코(주)의 지분 전량이며, 총 거래금액은 42억 4천만 파운드(원화 약 7조 6,800억원, 기준환율 1,811.30원/파운드)로, Tesco그룹이 보유하고 있는 동사 발행 회사채(2015년 5월말 기준 1조 4,458억원)와 현금 등이 모두 포함된 금액이다.

계약 체결 이후 Tesco 측 주주 동의와 규제당국의 기업결합승인 등을 거쳐 연말까지 거래를 마무리할 계획이나, 거래구조와 향후 일정 등에 대한 구체적인 내용은 확인되지 않았다.

[홈플러스(주) 및 홈플러스테스코(주) 기존 지배구조 현황]

회사	주주명	주식수(주)	지분율(%)
홈플러스(주)	TESCO HOLDINGS B.V	61,670,002	100.0
홈플러스테스코(주)	홈플러스(주)	36,481,889	48.2
	TESCO STORES LTD.	36,481,889	48.2

주) 홈플러스테스코(주)는 우선주를 포함한 수치이며, 그 외에 공동소유 지분 1주와 별도의 자기주식(3.69%)이 존재하고 있음.
자료) 동사 제시.

2. 대주주 변경에 대한 견해

한국기업평가(주)(대표이사 : 윤인섭, www.rating.co.kr)는 지난 8월 28일, 동사의 기업어음 및 전자단기사채 신용평가 과정에서 대주주 변경 건

과 관련하여 진행과정을 모니터링하고 인수 주체와 구조 등이 일정수준 확정되는 시점에서 이에 따른 영향을 검토하여 신용등급에 반영할 예정이라고 밝힌 바 있다.

이러한 판단은 여전히 유효하다. 인수 주체는 공식적으로 확인되었으나, 인수 구조와 매각 과정에서의 사업 및 재무적 변화 등 확인되지 않은 다양한 변수들로 인해 본 매각 건으로 인한 영향을 현 시점에서 판단하고, 이를 동사 신인도에 반영하기는 현실적으로 쉽지 않기 때문이다. 다만, 금번 코멘트를 통해 현재까지 파악된 매각 관련 정보를 기반으로 향후 동사 신용등급의 방향성을 제시하고자 한다.

금번 대주주 변경으로 인한 동사의 신인도 변화는 현재의 신인도 유지 또는 부정적 방향으로의 변화 가능성을 동시에 내포하고 있다. 현재 동사의 단기 신용등급이 최고 수준(A1)이며 인수 주체가 사모펀드로 확인된 바, 계열지원 등으로 인한 긍정적 방향으로의 가능성은 고려하지 않고 있다.

대주주가 사모펀드로 변경되었다는 사실만으로 동사의 신용등급이 직접적으로 하향 압력을 받지는 않을 것으로 판단된다. 동사의 신인도 평가 시 모회사 기반의 계열지원 가능성을 반영하고 있지 않으며, MBK파트너스의 기존 M&A사례들을 감안하면 인수 이후 계열위험의 전이 가능성도 크지 않다고 판단되기 때문이다.

금번 거래의 규모가 크고, 배당과 매각차익을 목적으로 하는 사모펀드의 태생적인 특성 상 피인수 과정에서 인수 주체의 차입 부담을 공유하거나 기타의 사유로 동사의 사업 및 재무구조가 훼손되는 등의 기본적인 불확실성은 여전히 존재하고 있다. 다만, 이러한 영향이 단기적으로 재무구조 등에 반영될 개연성은 크지 않을 것으로 판단되며, 오히려 중장기적 시각에서 사업적 펀더멘털의 변화와 함께 점차 가시화될 것으로 예상된다.

특히, 이러한 지배구조의 특성은 향후 경영활동상 전략적 판단을 저해하여 사업경쟁력 원천에 영향을 미칠 가능성이 있다. 최근 국내 대형마트 시장은 구조적 저성장 기조로 인해 중장기적인 성장동력 확보를 위한 전략적 판단이 필요한 시점이고, 이 과정에서 (주)이마트, 롯데쇼핑(주) 등 기존 대형업체와의 경쟁심화도 불가피한 상황이기 때문이다.

이로 인해, 한국기업평가는 향후 거래의 진행과정과 인수 구조 등을 모니터링하고 이에 따른 단기적인 영향을 검토할 예정이며, 장기적으로는 지배구조의 부정적 영향과 펀더멘털의 변화가 가시화되는 시점에서 이를 신용등급에 반영할 예정이다.

3. 향후 모니터링 계획

금번 Tesco의 지분 매각이 계획대로 진행되는 경우, 동사는 글로벌 소매유통기업인 Tesco그룹에서 탈퇴하게 되고, 2015년말 이후 주요 경영진을 비롯하여 조직 및 인력구조, 영업전략과 주요 재무구조 등 기업 전반의 변화가 불가피할 것으로 예상된다.

이러한 과정에서 최근 TESCO의 저조한 영업실적과 회계분식 등으로 인한 기업 이미지 하락, 로열티 부담으로 인한 수익성 제약 등을 해소할 수 있다. 다만, 다수의 M&A 과정에서 경험적으로 체득된 사례들과 최근 홈플러스 노조의 매각 반발 움직임, 과거 홈플러스테스코(주)가 이랜드그룹에 편입되는 시점에서 겪은 조직 융합의 어려움 등을 감안하면 장/단기적인 불확실성을 배제할 수는 없다.

Market Trend

이를 감안하여 주요한 장/단기 모니터링 요인을 다음과 같이 제시한다. 구체적인 인수 계획에 따라 단기 모니터링 요인 중 피인수 과정에서의 재무안정성 변화 요인(인수부담 공유 및 차입구조 전환 영향) 등에 대해 장기적 시각에서 모니터링해야 할 가능성은 있다.

1) 단기 모니터링 요인

① 피인수 과정에서의 재무안정성 변화

- 매각거래 구조(Leveraged Buy Outs, 특별 배당 등)로 인한 동사의 인수 부담 공유 여부
- 기존 Tesco 인수 회사채의 시장차입금 전환 가능성과 이 과정에서 차입구조의 변화 여부

② 사업 기반의 변화

- 매각 과정 또는 매각 직후 사업부 분할/매각 등으로 인한 본질적인 사업기반의 변화 여부
- 로열티 계약 해제, PB상품의 공급계약 등으로 인한 수익구조의 변화 여부

③ 종업원 반발 등 예상치 못한 요인들의 영향

- 매각차익 등으로 인한 과세당국과의 마찰과 이로 인한 영향 여부
- 노조 반발, 사회적 여론 악화 등으로 인한 거래 장기화 가능성과 이로 인한 영업적 손실 여부

2) 장기 모니터링 요인

① 경영활동 전반의 안정성 변화

- 재무적 투자자로의 피인수 시 경영목표의 단기화, 재매각 시도 등 불안정성의 확대 여부
- 구조적 저성장 기조를 보이는 국내 대형마트 업체내에서의 전략적 판단과 적절한 경영활동 여부

② 본질적인 수익창출력의 변화

- 인수 이후 사업경쟁력과 업체 내 시장지위, 수익창출력 및 고객 기반의 중장기적인 변화 여부

③ 현금흐름 및 재무구조의 변화

- 배당, 이자 등으로 인한 현금흐름의 변화와 이로 인한 중장기적인 재무구조 변화 여부 등

[참고] 홈플러스(주) 신용등급 현황 및 주요 평정요인

한국기업평가(주)(대표이사 : 윤인섭, www.rating.co.kr)는 2015년 8월 28일자로 홈플러스(주)의 기업어음 및 전자단기사채 신용등급을 A1으로 평가하였다.

이는 업태 내 선두권의 시장지위와 이에 기반한 사업경쟁력, 적극적인 차입금 감축 등을 통한 우수한 재무구조 등의 긍정적 요인과 대형마트 업태의 구조적 저성장 기조에 따른 실적 저하 추세 등 부정적 요인을 종합적으로 반영한 결과이다. 주요한 평정요인은 아래와 같다.

[신용등급 현황]

회사명	대상	신용등급	등급전망/등급감시
홈플러스(주)	기업어음 / 전자단기사채	A1	-

우수한 브랜드력과 점포망을 통해 안정적 사업지위를 확보하고 있다. 대규모 매출을 통한 규모의 경제 효과와 전국적인 점포망(마트 140개, SSM직영점 282개 등) 등이 높은 진입장벽을 형성하고 있으며, 전반적인 재무구조도 우수한 수준을 유지하고 있다.

주요 재무지표의 개선 전망도 신인도에 긍정적으로 작용하고 있다. 2012년 이후 두 차례의 자산매각(S&LB)을 통해 적극적으로 차입금을 상환하였고, 향후에도 전반적인 투자기조가 보수적으로 전환되면서 잉여현금흐름을 통해 재무안정성 지표들이 개선 추세를 보일 것으로 예상되기 때문이다.

다만, 수년간의 업황 부진으로 최근 영업실적은 저조한 수준이다. 내수소비의 구조적인 저성장 기조와 대형마트 업태의 성숙기 심화로 기존점 매출이 감소하고 있고, 신규 출점 기조도 둔화되었기 때문이다. 이러한 성장성 둔화와 구조적인 고정비 부담의 증가(S&LB임차료 증가, 주주사 로열티 등)가 수익성을 저해하고 있다.

[홈플러스(주) 계열 주요 재무제표 요약]

(단위 : 억원)

구분	매출액	EBITDA	순이익	자산	부채	총차입금
홈플러스(주) 2014(02)	89,298	7,657	4,842	75,918	44,334	19,027
(연결, 2월법인) 2015(02)	85,682	6,844	-3,002	66,307	37,725	16,178
홈플러스테스코(주) 2013(12)	17,255	1,153	341	15,072	4,865	1,027
(별도) 2014(12)	16,011	572	-488	14,027	4,308	430

주) 홈플러스(주)의 연결대상은 홈플러스테스코(주), 홈플러스베이커리(주)임.
자료) 각사 감사보고서 및 한국기업평가.

[TESCO와의 주요 거래 및 채무잔액 현황]

(단위 : 억원)

구분	홈플러스(주)_2015(02)기준	홈플러스테스코(주)_2014(12)기준	합계
로열티 비용 지급	585	146	731
TESCO 인수 차입금	14,458	-	14,458

자료) 각사 감사보고서 등.