



BUY(Maintain)

목표주가: 310,000원

주가(1/19): 207,000원

시가총액: 20,380억원



유통
Analyst 남성현
02) 3787-4705
gone267@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/19)		1,889.64pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	294,500원	160,000원
등락률	-24.79%	38.44%
수익률	절대	상대
1W	-10.7%	-6.1%
6M	5.0%	16.1%
1Y	29.2%	29.8%

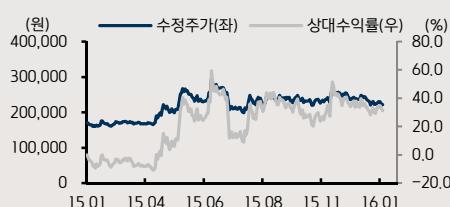
Company Data

발행주식수	9,845천주
일평균 거래량(3M)	78천주
외국인 지분율	33.53%
배당수익률(15E)	0.50%
BPS(15E)	305,847원
주요 주주	이명희 외 3인 국민연금공단
	28.06% 12.63%

투자지표

(억원, IFRS **)	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	24,923	25,805	28,079	35,117
보고영업이익	2,734	2,531	2,946	3,709
핵심영업이익	2,734	2,531	2,946	3,709
EBITDA	4,416	4,146	4,671	5,589
세전이익	2,500	5,741	2,784	3,712
순이익	1,861	4,274	2,065	2,753
지배주주지분순이익	1,566	4,037	1,865	2,486
EPS(원)	15,908	41,003	18,940	25,250
증감률(%YoY)	-0.6	157.8	-53.8	33.3
PER(배)	11.4	5.6	12.1	9.1
PBR(배)	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	10.1	11.5	10.5	8.3
보고영업이익률(%)	11.0	9.8	10.5	10.6
핵심영업이익률(%)	11.0	9.8	10.5	10.6
ROE(%)	5.4	11.3	5.1	6.4
순부채비율(%)	65.8	59.6	57.2	48.4

Price Trend


 이슈분석

신세계 (004170)

신용등급 하락 영향이 과도하게 반영



단기 주가하락을 기회로 삼아야 할 것이다. 면세점 디레이팅 과정에서 기업가치 상승 제한과 신용등급 이슈에 따라 주가는 과도하게 하락하였다. 하지만, 면세점 산업 성장 가능성이 여전히 높고, 2017년 이후 투자집행이 제한된다는 점에서 동 우려는 기우라 판단된다. 상반기 유통산업 환경이 나쁘지 않은 만큼 긍정적인 시각을 가져야 할 것이다.

>>> 신세계 등급전망 Negative로 하향 조정

나이스신용평가가는 지난 1월18일(언론보도 19일)로 신세계의 등급전망을 Stable에서 Negative로 하향 조정하였다. 투자하향의 주요 이유는 1) 회사 투자부담 확대에 따른 유동성 확충안 필요 가능성, 2) 주요 핵심사업의 사업 환경이 부진한 가운데 최근 공격적인 투자에 대한 효율성의 문제를 지적한 것으로 판단된다. 또한, 향후 이마트/신세계그룹이 진행할 예정인 광주신세계 대규모복합몰, 프로퍼티가 진행하는 주요 사업부들에 대한 투자 주체가 당초 이마트에서 신세계로 전환될 가능성도 염두 해 둔 것으로 해석된다.

>>> 유동성에 대한 부분은 과도한 해석

당사에서는 나이스신용평가가 지적하고 있는 부분에 대해서 일정부분은 동의하고 있지만, 단기적으로 유동성 문제가 부각될 것이라는 우려는 과한 것으로 해석하고 있다. 그렇게 판단하는 근거는 1) 신세계는 올해 예정된 리뉴얼 및 대구역사점, 그리고 송도 복합쇼핑몰(총 Capex 5천억, 지분율 90%, 2017년 까지 투자 진행 예상) 이외 뚜렷한 투자계획이 없고, 2) 신평사에서 우려하는 거와 달리 복합쇼핑몰 투자는 이마트를 중심으로 한 프로퍼티가 진행할 가능성성이 높으며, 3) 삼성생명주식 매각을 통해 단기자금 확보가 가능하고, 4) 신규면세점 투자금액이 시장에서 예상했던 수준보다 낮은 것으로 판단되기 때문이다.

동사는 2017년 인천점 철수에 따라 직접 점포망 확대가 절실한 상황 이였다. 이에 영업실적에 대한 감익을 대체할 점포망 확대를 모색하고 있었으며, 동부분이 송도복합몰 출점으로 진행된 것이다. 즉, 우려하고 있는 복합몰 투자 주체라는 부분은 오해의 소지가 크다. 또한, 언론에 알려진 신규면세점 투자금액이 상품매입(유형자산이 아닌 재고자산으로 보아야 함) 및 기부금(비용처리)을 포함한 수치라는 점에서 투자금액은 예상보다 낮은 것으로 판단된다. 동사의 2017년(면세점 미반영) EBITDA 수준이 5,500억원임을 감안할 때 유동성에 대한 우려는 과하다 생각된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 31만원 유지

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	24,416	24,923	25,805	28,079	35,117
매출원가	8,734	8,943	9,411	10,260	13,885
매출총이익	15,683	15,980	16,394	17,818	21,232
판매비및일반관리비	12,619	13,246	13,864	14,873	17,523
영업이익(보고)	3,064	2,734	2,531	2,946	3,709
영업이익(핵심)	3,064	2,734	2,531	2,946	3,709
영업외손익	-397	-235	3,211	-162	2
이자수익	160	105	140	169	127
배당금수익	114	65	136	97	115
외환이익	74	80	77	86	82
이자비용	900	811	773	736	722
외환손실	49	67	157	112	134
관계기업지분법손익	216	439	463	486	526
투자및기타자산처분손익	-161	77	3,162	28	201
금융상물평가및기타금융이익	0	6	267	8	8
기타	149	-128	-105	-187	-200
법인세차감전이익	2,667	2,500	5,741	2,784	3,712
법인세비용	721	639	1,468	719	959
유효법인세율 (%)	27.0%	25.6%	25.6%	25.8%	25.8%
당기순이익	1,947	1,861	4,274	2,065	2,753
지배주주지분순이익(억원)	1,576	1,566	4,037	1,865	2,486
EBITDA	4,800	4,416	4,146	4,671	5,589
현금순이익(Cash Earnings)	3,683	3,542	5,889	3,790	4,632
수정당기순이익	2,064	1,799	1,839	2,039	2,604
증감율(% YoY)					
매출액	6.4	2.1	3.5	8.8	25.1
영업이익(보고)	22.7	-10.8	-7.5	16.4	25.9
영업이익(핵심)	22.7	-10.8	-7.5	16.4	25.9
EBITDA	20.5	-8.0	-6.1	12.6	19.7
지배주주지분 당기순이익	-2.5	-0.6	157.8	-53.8	33.3
EPS	-2.5	-0.6	157.8	-53.8	33.3
수정순이익	4.9	-12.8	2.2	10.9	27.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	2,740	3,787	530	5,185	3,313
당기순이익	1,947	1,861	4,274	2,065	2,753
감가상각비	1,651	1,557	1,506	1,604	1,750
무형자산상각비	85	125	110	121	130
외환손익	-28	8	80	26	53
자산처분손익	168	105	-3,162	-28	-201
지분법손익	-216	-257	-463	-486	-526
영업활동자산부채 증감	-907	780	-1,583	2,132	-389
기타	41	-390	-231	-248	-256
투자활동현금흐름	-5,758	-5,139	-990	-6,277	-3,037
투자자산의 처분	-1,727	-1,091	368	-260	-208
유형자산의 처분	22	8	0	0	0
유형자산의 취득	-3,938	-4,164	-4,500	-6,024	-3,030
무형자산의 처분	-114	-78	-200	-200	-200
기타	-1	186	3,342	208	401
재무활동현금흐름	2,802	1,855	148	1,219	1,044
단기차입금의 증가	126	955	0	300	0
장기차입금의 증가	2,545	-817	0	0	-1,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-113	-113	-113
기타	131	1,717	261	1,033	2,158
현금및현금성자산의순증가	-217	503	-312	128	1,320
기초현금및현금성자산	398	182	685	373	501
기말현금및현금성자산	182	685	373	501	1,821
Gross Cash Flow	3,647	3,008	2,113	3,054	3,702
Op Free Cash Flow	-986	255	-2,870	-276	894

재무상태표

(단위: 억원)

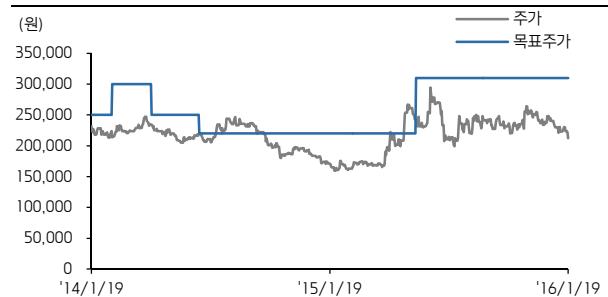
12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	4,889	8,023	8,195	8,439	11,260
현금및현금성자산	182	685	373	501	1,821
유동금융자산	203	213	232	253	316
매출채권및유동채권	2,044	2,144	2,230	2,319	2,412
재고자산	2,440	2,920	3,226	3,120	3,902
기타유동금융자산	21	2,061	2,134	2,246	2,809
비유동자산	70,111	71,291	76,128	80,673	85,511
장기매출채권및기타비유동채권	6,428	6,036	7,741	7,020	9,833
투자자산	15,798	16,463	16,511	17,278	17,952
유형자산	45,420	45,788	48,783	53,202	54,483
무형자산	2,465	2,762	2,852	2,931	3,001
기타비유동자산	0	241	242	242	242
자산총계	75,000	79,314	84,323	89,112	96,771
유동부채	13,460	16,164	16,559	17,880	21,037
매입채무및기타유동채무	9,646	10,726	11,106	12,084	15,113
단기차입금	2,315	3,283	3,283	3,583	3,583
유동성장기차입금	1,003	1,699	1,699	1,699	1,699
기타유동부채	497	455	472	513	642
비유동부채	28,101	27,460	27,912	29,430	31,291
장기매입채무및비유동채무	2,075	2,131	2,322	2,808	3,512
사채및장기차입금	20,597	19,386	19,386	19,386	18,386
기타비유동부채	5,429	5,943	6,203	7,236	9,393
부채총계	41,561	43,624	44,471	47,309	52,328
자본금	492	492	492	492	492
주식발행초과금	724	724	724	724	724
이익잉여금	13,740	15,177	19,130	20,910	23,309
기타자본	9,146	9,764	9,764	9,764	9,764
지배주주지분자본총계	24,103	26,157	30,111	31,890	34,290
비지배주주지분자본총계	9,336	9,533	9,740	9,912	10,152
자본총계	33,439	35,691	39,851	41,803	44,442
순차입금	23,530	23,470	23,764	23,915	21,532
총차입금	23,915	24,369	24,369	24,669	23,669

- 당사는 1월 19일 현재 '신세계 (004170)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
신세계 (004170)	2014/02/20	Buy(Maintain)	300,000원
	2014/04/21	Marketperform(Downgrade)	250,000원
	2014/07/03	Marketperform(Maintain)	220,000원
	2014/09/30	Marketperform(Maintain)	220,000원
	2014/11/26	Marketperform(Maintain)	220,000원
	담당자변경2015/05/31	BUY(Reinitiate)	310,000원
	2015/07/17	Buy(Maintain)	310,000원
	2015/08/04	Buy(Maintain)	310,000원
	2015/08/10	Buy(Maintain)	310,000원
	2015/10/13	Buy(Maintain)	310,000원
	2016/01/20	Buy(Maintain)	310,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상

투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%