



BUY(Maintain)

목표주가: 250,000원

주가(7/12): 192,000원

시가총액: 18,903억원

유통

Analyst 남성현

02) 3787-4705

gone267@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/12)		1,991.23pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	264,500원	186,000원
등락률	-27.22%	3.49%
수익률	절대	상대
1W	-5.2%	-3.8%
6M	-14.4%	-18.5%
1Y	-17.6%	-15.8%

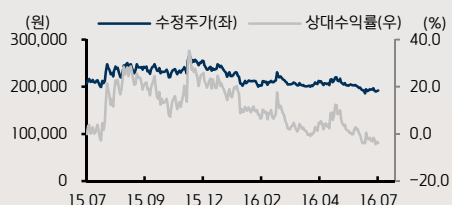
Company Data

발행주식수		9,845천주
일평균 거래량(3M)		61천주
외국인 지분율		28.34%
배당수익률(16E)		0.54%
BPS(16E)		290,598원
주요 주주	이명희 외 4인	28.06%
	국민연금공단	13.50%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	25,640	28,100	32,815	35,830
보고영업이익	2,621	2,705	3,137	3,137
핵심영업이익	2,621	2,705	3,137	3,555
EBITDA	4,376	4,392	4,966	5,428
세전이익	5,834	2,361	2,676	3,121
순이익	4,332	1,768	2,004	2,338
지배주주지분순이익	4,021	1,642	1,860	2,170
EPS(원)	40,843	16,674	18,895	22,042
증감률(%YoY)	156.8	-59.2	13.3	16.7
PER(배)	5.6	13.8	12.2	10.4
PBR(배)	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	9.8	10.8	10.1	8.6
보고영업이익률(%)	10.2	9.6	9.6	8.8
핵심영업이익률(%)	10.2	9.6	9.6	9.9
ROE(%)	11.4	4.4	5.0	5.6
순부채비율(%)	45.6	58.6	62.5	51.5

Price Trend



신세계 (004170)

영업면적 확장 효과로 호 실적 지속



1분기 기존점 성장률 차별화가 예상된다. 우호적인 영업환경과 리뉴얼 확장이 맞물리면서 경쟁업체 대비 높은 성장률을 기록할 것으로 추정된다. 높은 성장률에도 이익 성장은 제한될 전망이다. 1) 본점 영업면적 축소, 2) 면세점 사업에 따른 고정비 비중 증가가 원인으로 분석된다.

>>> 영업면적 확장에 따라 기존점 성장률 차별화 진행

2분기 백화점 업체 중 동사의 실적은 차별적으로 진행되는 중이다. 공시된 자료를 바탕으로 보면 4월 기존점 성장률 +6.3%, 5월 +4.8%로 주요 경쟁업체 대비 약 3~4% 이상 높은 실적을 기록하고 있다.

6월 영업환경도 지난해 메르스에 따른 기저효과로 인해 +10% 초반(총 매출액 성장률 +20.3%, 영업면적 확장 및 온라인 판매 호조)긍정적인 실적을 달성한 것으로 예상됨에 따라, 2분기 기존점 성장률은 경쟁업체 대비 높은 5~6% 수준을 기록할 것으로 추정된다. 이는 본점 영업면적 감소에도 불구하고 3월에 오픈한 센트럴시티 및 센텀시티 확장 효과로 해석된다.

>>> 면세점 사업에 따라 2분기 영업실적 개선 쉽지 않을 전망

긍정적인 기존점 성장률에도 불구하고 2분기 이익 성장은 높지 않을 것으로 추정된다. 그러한 이유는 1) 본점 영업면적 축소에 따른 영향과, 2) 면세점 사업에 따른 고정비 비중이 증가하였기 때문이다. 현재 동사의 면세점 실적은 일 5~6억 원 수준으로 알려져 있다. 계절적 성수기가 아닌 점을 감안해도 당초 목표대비 낮은 수치를 기록하고 있는 것으로 판단된다.

현 속도로 이어질 경우 연간으로 환산한 면세점 매출 실적은 1,500억 원 내외로 추정된다. 그러할 경우 1) 면세점 인력 충원 및 투자에 따른 비용, 2) 기존 점포 전환으로 인한 이익감소를 반영하면 영업실적 개선은 쉽지 않을 것으로 추정된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 25만원 제시

신세계에 대한 종전 투자의견 BUY와 목표주가 25만원을 유지한다. 1) 올해부터 영업면적 확장 구간에 본격적으로 진입하였고, 2) 추가적인 줄점 가능성이 높으며, 3) 장기적으로 면세점 사업 안정화에 따른 성장도 기대된다.

신세계 실적 추정 Table(단위: 십억원)

Shinsegae department store(K-IFRS 연결기준)	1q15	2q15	3q15	4q15	2015	1q16	2q16E	3q16E	4q16E	2016E
Combination Shinsegae Department Sales	630.7	601.3	601.0	731.0	2,564.0	643.3	660.8	675.1	830.8	2,810.0
	3.6	5.8	0.9	1.6	2.9	2.0	9.9	12.3	13.7	9.6
Shinsegae Department COGS(매출원가)	228.8	209.5	230.4	260.7	929.4	232.7	244.5	270.1	315.7	1,063.0
Yoy, %	3.5	7.5	3.1	2.3	3.9	1.7	16.7	17.2	21.1	14.4
매출총이익	401.9	391.6	370.3	470.8	1,634.6	410.6	416.3	405.1	515.1	1,747.0
Gross Profit Margin(GPM, %)	63.7%	65.1%	61.6%	64.4%	110.0%	63.8%	63.0%	60.0%	62.0%	110.9%
판매 및 일반관리비(SG&A)	330.6	342.1	332.2	367.6	1,372.5	348.5	366.5	359.9	401.7	1,476.5
- 인건비	70.2	72.6	76.4	76.7	295.9	75.8	76.9	80.7	81.2	314.7
- 감가상각비	38.9	39.4	39.4	39.3	157.0	40.6	40.6	40.6	40.6	160.9
- 무형자산상각비	3.4	3.4	3.4	3.5	13.7	3.6	3.6	3.6	3.6	9.6
- 광고선전비	12.7	12.9	12.6	14.8	53.0	15.4	13.4	13.1	15.5	57.5
- 기타 판관비	205.4	213.8	200.5	233.2	852.9	213.0	232.0	221.8	260.7	927.5
▪ 기타영업수익	5.4	329.1	4.7	3.7	343.1	6.1	6.1	6.1	6.1	24.4
▪ 기타영업비용	(4.4)	(4.4)	(5.2)	(9.6)	(23.6)	(16.8)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(34.5)
영업이익	71.3	49.5	38.1	103.2	262.1	62.1	49.8	45.2	113.4	270.5
조정영업이익	72.3	374.3	37.6	97.3	581.6	51.4	50.0	45.4	113.6	260.3

자료: 신세계, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	24,923	25,640	28,100	32,815	35,830
매출원가	8,943	9,294	10,630	12,994	14,421
매출총이익	15,980	16,346	17,470	19,821	21,409
판매비및일반관리비	13,246	13,725	14,765	16,684	17,854
영업이익(보고)	2,734	2,621	2,705	3,137	3,137
영업이익(핵심)	2,734	2,621	2,705	3,137	3,555
영업외손익	-235	3,212	-344	-461	-434
이자수익	105	143	103	109	99
배당금수익	65	136	88	89	83
외환이익	80	81	79	80	80
이자비용	811	681	817	973	953
외환손실	67	106	74	83	88
관계기업지분법손익	439	289	276	305	327
투자및기타자산처분손익	77	3,172	-44	-44	-44
금융상품평가및기타금융이익	6	155	-2	0	0
기타	-128	22	48	56	61
법인세차감전이익	2,500	5,834	2,361	2,676	3,121
법인세비용	639	1,502	593	672	783
유효법인세율 (%)	25.6%	25.7%	25.1%	25.1%	25.1%
당기순이익	1,861	4,332	1,768	2,004	2,338
지배주주지분순이익(억원)	1,566	4,021	1,642	1,860	2,170
EBITDA	4,416	4,376	4,392	4,966	5,428
현금순이익(Cash Earnings)	3,542	6,086	3,455	3,834	4,211
수정당기순이익	1,799	1,861	1,803	2,037	2,371
증감률(% YoY)					
매출액	2.1	2.9	9.6	16.8	9.2
영업이익(보고)	-10.8	-4.1	3.2	16.0	0.0
영업이익(핵심)	-10.8	-4.1	3.2	16.0	13.3
EBITDA	-8.0	-0.9	0.4	13.1	9.3
지배주주지분 당기순이익	-0.6	156.8	-59.2	13.3	16.7
EPS	-0.6	156.8	-59.2	13.3	16.7
수정순이익	-12.8	3.4	-3.1	13.0	16.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,787	2,786	1,477	4,323	4,424
당기순이익	1,861	4,332	1,768	2,004	2,338
감가상각비	1,557	1,616	1,567	1,712	1,751
무형자산상각비	125	139	120	117	122
외환손익	8	38	-4	2	8
자산처분손익	105	97	44	44	44
지분법손익	-257	-289	-276	-305	-327
영업활동자산부채 증감	780	-488	1,446	724	463
기타	-390	-2,657	-3,189	24	26
투자활동현금흐름	-5,139	-1,508	-6,280	-3,510	-1,172
투자자산의 처분	-1,091	2,704	243	-327	506
유형자산의 처분	8	34	0	0	0
유형자산의 취득	-4,164	-6,199	-6,385	-3,000	-1,500
무형자산의 처분	-78	-94	-100	-150	-150
기타	186	2,047	-38	-33	-28
재무활동현금흐름	1,855	-1,521	6,182	-562	86
단기차입금의 증가	955	132	800	1,000	0
장기차입금의 증가	-817	-5,438	5,000	2,000	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-45	-123	-123	-123
기타	1,717	3,830	505	-3,439	209
현금및현금성자산의순증가	503	-242	1,379	251	3,338
기초현금및현금성자산	182	685	443	1,822	2,073
기말현금및현금성자산	685	443	1,822	2,073	5,411
Gross Cash Flow	3,008	3,275	30	3,600	3,961
Op Free Cash Flow	255	-3,081	-1,325	1,753	3,348

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	8,023	5,887	7,455	8,656	12,608
현금및현금성자산	685	443	1,833	2,090	5,439
유동금융자산	213	219	240	280	306
매출채권및유동채권	2,144	2,296	2,516	2,938	3,208
재고자산	2,920	2,879	2,810	3,281	3,583
기타유동비금융자산	2,061	51	56	66	72
비유동자산	71,291	73,294	77,879	80,743	80,897
장기매출채권및기타비유동채권	6,036	6,139	5,901	6,891	7,524
투자자산	16,463	12,266	12,286	12,835	12,575
유형자산	45,788	51,943	56,761	58,049	57,798
무형자산	2,762	2,739	2,719	2,752	2,780
기타비유동자산	241	208	212	216	221
자산총계	79,314	79,182	85,335	89,398	93,505
유동부채	16,164	19,068	21,195	24,739	26,365
매입채무및기타유동채무	10,726	12,623	13,834	16,155	17,640
단기차입금	3,283	3,410	4,210	5,210	5,210
유동성장기차입금	1,699	1,800	1,800	1,800	1,800
기타유동부채	455	1,235	1,351	1,573	1,716
비유동부채	27,460	19,505	25,048	23,683	23,939
장기매입채무및비유동채무	2,131	398	437	510	557
사채및장기차입금	19,386	13,974	18,974	20,974	20,974
기타비유동부채	5,943	5,133	5,638	2,199	2,408
부채총계	43,624	38,573	46,243	48,422	50,304
자본금	492	492	492	492	492
주식발행초과금	724	724	724	724	724
이익잉여금	15,177	18,989	20,539	22,309	24,388
기타자본	9,764	6,854	6,854	6,854	6,854
지배주주지분자본총계	26,157	30,233	28,610	30,380	32,459
비지배주주지분자본총계	9,533	10,376	10,471	10,582	10,718
자본총계	35,691	40,609	39,081	40,962	43,177
순차입금	23,470	18,522	22,910	25,613	22,238
총차입금	24,369	19,184	24,984	27,984	27,984

투자지표

(단위: 원, 배, %)

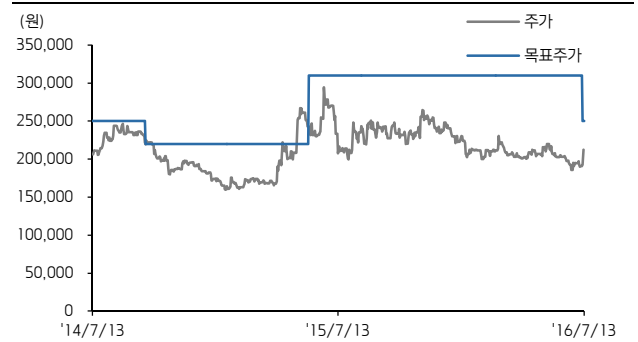
12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	15,908	40,843	16,674	18,895	22,042
BPS	265,687	307,084	290,598	308,579	329,695
주당EBITDA	44,857	44,445	44,612	50,445	55,130
CFPS	35,981	61,818	35,098	38,940	42,768
DPS	1,150	1,250	1,250	1,250	1,250
주가배수(배)					
PER	11.4	5.6	13.8	12.2	10.4
PBR	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.1	9.8	10.8	10.1	8.6
PCFR	5.0	3.7	6.6	5.9	5.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	11.0	10.2	9.6	9.6	8.8
영업이익률(핵심)	11.0	10.2	9.6	9.6	9.9
EBITDA margin	17.7	17.1	15.6	15.1	15.1
순이익률	7.5	16.9	6.3	6.1	6.5
자기자본이익률(ROE)	5.4	11.4	4.4	5.0	5.6
투자자본이익률(ROIC)	4.5	4.0	3.9	4.4	5.0
안정성(%)					
부채비율	122.2	95.0	118.3	118.2	116.5
순차입금비율	65.8	45.6	58.6	62.5	51.5
이자보상배율(배)	3.4	3.9	3.3	3.2	3.7
활동성(배)					
매출채권회전율	11.9	11.5	11.7	12.0	11.7
재고자산회전율	9.3	8.8	9.9	10.8	10.4
매입채무회전율	2.4	2.2	2.1	2.2	2.1

- 당사는 7월 12일 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	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
	담당자변경 2015/05/31	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
	2016/01/29	Buy(Maintain)	310,000원
	2016/03/04	Buy(Maintain)	310,000원
	2016/04/14	Buy(Maintain)	310,000원
	2016/07/11	Buy(Maintain)	250,000원
	2016/07/13	Buy(Maintain)	250,000원

목표주가 추이



투자 의견 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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%