

2017. 2. 27



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 220,000 원

현재주가 (2.24) 203,000 원

상승여력 8.4%

KOSPI 2,094.12pt

시가총액 19,986억원

발행주식수 985만주

유동주식비율 71.84%

외국인비중 25.35%

52주 최고/최저가 230,500원 / 166,000원

평균거래대금 81.2억원

주요주주(%)

이명희 외 3인 28.1

국민연금 12.9

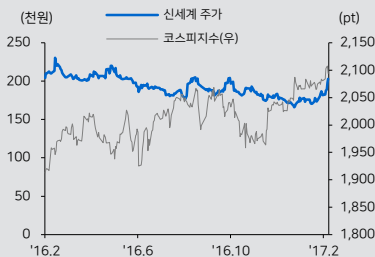
한국투자신탁운용 12.2

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 14.04 13.41 -0.73

상대주가 13.00 13.57 -8.30

주가그래프



신세계 004170

면세 적자폭 개선 vs. 백화점 실적 둔화

- ✓ 면세점 적자폭 개선으로 2,3분기 단기 실적 모멘텀 회복될 전망
- ✓ 하반기부터 백화점 출점 효과 둔화, 별도기준 실적 모멘텀은 점차 약화될 전망
- ✓ 경쟁강도 완화와 럭셔리 브랜드 라인업 추가로 면세점에서의 이익 기여 여부 관건
- ✓ 2018년 백화점 및 면세점 업황 불확실, 수익성 회복 속도 관건
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 22만원으로 상향 조정

면세점 적자폭 개선으로 2,3 분기 단기 실적 모멘텀 회복될 전망

중국인 입국자 수 둔화에도 연결 자회사 신세계DF (면세점)는 일매출이 빠르게 상승하면서 높은 외형 성장 (1분기 2,400억원 추정)과 함께 손실 규모가 4분기 150억원 대비 축소된 1분기 100억원의 손실이 예상된다. 언론자료에 따르면 신세계DF는 1월 매출액 750억원, 영업이익 12억원을 기록한 것으로 전해지며 이는 본사 공통비 (광고판촉비, 인건비 등)가 반영되지 않은 수치이지만 4분기 대비 적자폭 축소 가능성이 높다. 이러한 추세가 이어진다면 2분기와 3분기에는 지난해 낮은 기저를 바탕으로 전년동기대비 연결 영업이익의 높은 증가가 예상된다.

하반기부터 백화점 출점 효과 둔화, 면세점에서의 이익 기여 여부 관건

지난해 4분기부터 소비 위축과 함께 백화점 업황이 크게 둔화되고 있지만 신세계는 증축 및 출점 효과로 인해 전체 시장 (기준점성장률 -1% 추정) 대비 상대적으로 높은 2~3% 수준의 기준점성장률을 기록한 것으로 추산된다. 하지만 2분기부터 증축 및 출점 효과가 둔화되면서 별도기준 실적 모멘텀은 점차 약화될 전망이다. 따라서 전반적인 백화점 소비 회복과 함께 면세점에서의 경쟁강도 완화와 럭셔리 브랜드 라인업 추가로 의미있는 이익 기여가 뒷받침될 필요가 있겠다.

2018년 백화점 및 면세점 업황 불확실, 수익성 회복 속도 관건

면세점 적자폭 축소에 따른 단기적인 실적 모멘텀 회복이 예상되어 투자의견 Trading Buy를 유지하고 적정주가를 19만원에서 22만원으로 상향한다. 2018년부터 인천점 철수와 신규 강남 면세점 오픈에 따른 실적 불확실성은 여전히 높은 상황이기 때문에 수익성 회복 속도에 따른 제한적인 주가 상승이 예상된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	2,492.3	273.4	156.6	15,908	-0.6	237,635	11.4	0.8	11.5	6.2	122.2
2015	2,564.0	262.1	402.1	40,843	156.8	279,259	5.6	0.8	11.8	14.3	95.0
2016P	3,050.7	251.8	241.3	24,512	-40.0	302,980	7.2	0.6	10.6	7.7	102.5
2017E	4,293.8	276.4	179.3	18,210	-25.7	320,376	11.1	0.6	10.2	5.4	102.7
2018E	4,566.5	296.0	188.4	19,133	5.1	338,673	10.6	0.6	9.5	5.4	97.4

표1 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2016E	2017E	2016P	2017E	2016P	2017E
매출액	3,058.3	3,982.5	3,050.7	4,293.8	-0.2	7.8
영업이익	242.5	267.2	251.8	276.4	3.8	3.4
지배주주순이익	297.8	182.5	241.3	179.3	-19.0	-1.8

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 신세계 적정주가 산출

(십억원)		비고
별도 NOPLAT	165	별도기준
멀티플 (X)	13	백화점 역사적 평균
영업가치	2,144	
삼성생명 (지분율 2.2%)	326	시가 대비 30% 할인
신세계인터내셔널 (지분율 45.8%)	154	시가 대비 30% 할인
센트럴시티	1,053	장부가액
신세계동대구복합환승센터	236	장부가액
신세계디에프	90	장부가액
자산가치	1,860	
순차입금	1,889	연결기준
기업가치	2,114	
주식수 (천주)	9,845	
적정주가 (원)	214,749	
메리츠종금증권 적정주가 (원)	220,000	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 신세계 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	2016P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	2,564.0	643.3	656.7	771.5	979.0	3,050.7	989.6	1,034.7	1,069.6	1,199.9	4,293.8
증감률 (% YoY)	2.9	2.0	9.2	28.4	33.8	19.0	53.8	57.6	38.6	22.6	40.7
신세계 (별도)	1,486.1	377.9	386.5	407.6	472.0	1,644.0	419.2	424.7	437.1	495.5	1,776.4
신세계인터내셔널	884.5	216.9	236.0	245.0	292.0	989.9	241.2	271.4	269.5	321.2	1,103.3
센트럴시티	124.7	31.6	51.0	63.0	67.0	212.6	47.3	56.1	69.3	73.7	246.4
신세계디에프			20.0	99.0	189.0	308.0	240.0	240.0	250.0	260.0	990.0
기타 및 연결조정	68.7	16.9	-16.8	55.8	148.0	204.0	41.9	42.5	43.7	49.5	177.6
성장률 (% YoY)											
신세계 (별도)	-1.1	1.5	8.8	15.2	16.6	10.6	10.9	9.9	7.2	5.0	8.1
신세계인터내셔널	4.5	2.4	16.4	18.1	11.2	11.9	11.2	15.0	10.0	10.0	11.5
센트럴시티	0.4	0.8	73.7	106.1	100.4	70.5	50.0	10.0	10.0	10.0	15.9
신세계디에프								1,100.0	152.5	37.6	221.4
매출액대비 (%)											
신세계 (별도)	58.0	58.7	58.8	52.8	48.2	53.9	42.4	41.0	40.9	41.3	41.4
신세계인터내셔널	34.5	33.7	35.9	31.8	29.8	32.4	24.4	26.2	25.2	26.8	25.7
센트럴시티	4.9	4.9	7.8	8.2	6.8	7.0	4.8	5.4	6.5	6.1	5.7
신세계디에프			3.0	12.8	19.3	10.1	24.3	23.2	23.4	21.7	23.1
매출총이익	1,634.6	410.6	429.5	457.2	655.0	1,952.3	476.3	494.3	501.6	582.6	2,054.8
증감률 (% YoY)	2.3	2.2	9.7	23.5	39.1	19.4	16.0	15.1	9.7	-11.0	5.3
매출총이익률 (%)	63.8	63.8	65.4	59.3	66.9	64.0	48.1	47.8	46.9	48.6	47.9
영업이익	262.1	62.1	42.6	41.2	106.0	251.8	53.3	53.0	55.5	114.6	276.4
증감률 (% YoY)	-4.1	-12.9	-14.1	8.1	2.7	-3.9	-14.1	24.5	34.8	8.1	9.8
영업이익률 (%)	10.2	9.7	6.5	5.3	10.8	8.3	5.4	5.1	5.2	9.6	6.4
신세계 (별도)	184.6	44.3	36.8	36.8	80.0	198.0	47.8	39.4	40.1	84.1	211.4
신세계인터내셔널	17.1	2.9	7.5	1.0	15.0	26.4	3.6	8.1	2.7	16.1	30.5
센트럴시티	61.2	16.5	17.3	25.0	31.0	89.8	18.9	22.4	27.7	29.5	98.6
신세계디에프			-15.0	-20.0	-15.0	-50.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-40.0
기타 및 연결조정	-0.8	-1.6	-4.1	-1.7	-5.0	-12.4	-7.0	-7.0	-5.0	-5.0	-17.8
성장률 (% YoY)											
신세계 (별도)	-2.9	-3.9	-2.4	42.4	6.8	7.2	7.8	7.0	8.8	5.1	6.8
신세계인터내셔널	-17.6	-58.0	108.9	흑전	120.8	54.9	24.8	8.2	169.5	7.1	15.5
센트럴시티	-3.3	-3.3	73.3	61.8	65.4	46.7	14.9	29.4	10.9	-4.9	9.8
수익성 (%)											
신세계 (별도)	12.4	11.7	9.5	9.0	16.9	12.0	11.4	9.3	9.2	17.0	11.9
신세계인터내셔널	1.9	1.3	3.2	0.4	5.1	2.7	1.5	3.0	1.0	5.0	2.8
센트럴시티	49.1	52.2	34.0	39.7	46.3	42.3	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0

자료: 신세계, 메리츠증권 리서치센터

표4 신세계 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)											
(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	2016P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	1,486.1	377.9	386.5	407.6	472.0	1,644.0	419.2	424.7	437.1	495.5	1,776.4
증감률 (% YoY)	-1.1	1.5	8.8	15.2	16.6	10.6	10.9	9.9	7.2	5.0	8.1
총매출액	5,052.7	1,274.7	1,316.6	1,451.9	2,030.8	6,074.0	1,413.9	1,446.9	1,556.9	2,131.7	6,549.4
순매출액/총매출액 (%)	29.4	29.6	29.4	28.1	23.2	27.1	29.6	29.4	28.1	23.2	27.1
백화점 (오프라인)	3,353.0	819.0	834.0	879.0	1,042.0	3,574.0	900.9	900.7	931.7	1,094.1	3,827.5
신세계몰 (온라인)	621.0	191.0	212.0	209.0	244.0	856.0	248.3	275.6	261.3	292.8	1,078.0
성장률 (% YoY)											
총매출액	0.0	2.6	9.8	23.7	41.2	20.2	10.9	9.9	7.2	5.0	7.8
백화점 (오프라인)	-15.2	-1.9	4.4	12.7	11.0	6.6	10.0	8.0	6.0	5.0	7.1
신세계몰 (온라인)	53.9	28.2	37.7	43.2	41.9	37.8	30.0	30.0	25.0	20.0	25.9
총매출액대비 (%)											
백화점 (오프라인)	66.4	64.2	63.3	60.5	51.3	58.8	63.7	62.3	59.8	51.3	58.4
신세계몰 (온라인)	12.3	15.0	16.1	14.4	12.0	14.1	17.6	19.0	16.8	13.7	16.5
매출총이익	1,128.8	285.1	298.1	309.6	367.0	1,259.8	318.1	321.3	329.5	385.2	1,354.1
백화점 (오프라인)	1,060.0	263.0	274.0	286.0	336.0	1,159.0	288.3	288.2	298.2	350.1	1,241.2
신세계몰 (온라인)	69.0	22.0	24.0	24.0	31.0	101.0	29.8	33.1	31.4	35.1	132.6
성장률 (% YoY)											
백화점 (오프라인)	-2.0	0.4	7.0	16.7	13.1	9.3	9.6	5.2	4.3	4.2	7.1
신세계몰 (온라인)	16.9	29.4	41.2	60.0	55.0	46.4	35.4	37.8	30.6	13.3	31.3
수익성 (%)											
백화점 (오프라인)	31.6	32.1	32.9	32.5	32.2	32.4	32.0	32.0	32.0	32.0	32.4
신세계몰 (온라인)	11.1	11.5	11.3	11.5	12.7	11.8	12.0	12.0	12.0	12.0	12.3
영업이익	184.6	44.3	36.8	36.8	80.0	198.0	47.8	39.4	40.1	84.1	211.4
증감률 (% YoY)	-2.9	-3.9	-2.4	42.4	6.8	7.2	7.8	7.0	8.8	5.1	6.8
영업이익률 (%)	3.7	3.5	2.8	2.5	3.9	3.3	3.4	2.7	2.6	3.9	3.2
백화점 (오프라인)	196.0	48.0	39.0	40.0	79.0	206.0	50.5	42.3	42.9	84.2	219.9
신세계몰 (온라인)	-13.0	-3.0	-3.0	-3.0	1.0	-8.0	-2.5	-2.8	-2.6	0.0	-7.9
성장률 (% YoY)											
백화점 (오프라인)	-6.7	-2.0	-4.9	33.3	3.9	5.1	5.1	8.5	7.2	6.6	6.7
신세계몰 (온라인)	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	N/A	적지
수익성 (%)											
백화점 (오프라인)	5.8	5.9	4.7	4.6	7.6	5.8	5.6	4.7	4.6	7.7	5.7
신세계몰 (온라인)	-2.1	-1.6	-1.4	-1.4	0.4	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	0.0	-0.7

자료: 신세계, 메리츠증권증권 리서치센터

신세계(004170)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	2,492.3	2,564.0	3,050.7	4,293.8	4,566.5
매출액증가율 (%)	2.1	2.9	19.0	40.7	6.4
매출원가	894.3	929.4	1,098.4	2,239.0	2,454.2
매출총이익	1,598.0	1,634.6	1,952.3	2,054.8	2,112.3
판매비와관리비	1,324.6	1,372.5	1,700.4	1,778.3	1,816.4
영업이익	273.4	262.1	251.8	276.4	296.0
영업이익률 (%)	11.0	10.2	8.3	6.4	6.5
금융수익	-62.1	-27.1	-18.9	-14.3	-21.5
종속/관계기업관련손익	25.7	28.9	180.4	31.0	32.0
기타영업외손익	13.0	319.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	250.0	583.4	413.3	293.1	306.5
법인세비용	63.9	150.2	91.5	71.8	74.0
당기순이익	186.1	433.2	321.8	221.3	232.5
지배주주지분 순이익	156.6	402.1	241.3	179.3	188.4

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	802.3	588.7	910.2	1,262.5	1,339.8
현금및현금성자산	68.5	44.3	242.4	96.9	100.2
매출채권	126.8	138.2	157.6	221.9	236.0
재고자산	292.0	287.9	435.8	858.8	913.3
비유동자산	7,129.1	7,329.4	7,938.7	8,020.9	8,134.3
유형자산	4,578.8	5,194.3	5,808.1	5,894.6	5,927.7
무형자산	276.2	273.9	269.4	265.1	261.1
투자자산	1,574.9	1,327.0	1,327.0	1,327.0	1,411.3
자산총계	7,931.4	7,918.2	8,848.8	9,283.4	9,474.1
유동부채	1,616.4	1,906.8	2,223.4	2,281.6	2,393.5
매입채무	60.1	71.5	138.7	195.2	207.6
단기차입금	328.3	341.0	341.0	341.0	341.0
유동성장기부채	169.9	180.0	180.0	180.0	180.0
비유동부채	2,746.0	1,950.5	2,255.1	2,422.3	2,281.0
사채	898.6	863.9	1,063.9	1,063.9	963.9
장기차입금	1,040.0	533.4	533.4	433.4	333.4
부채총계	4,362.4	3,857.3	4,478.5	4,704.0	4,674.4
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	400.6	400.0	400.0	400.0	400.0
기타포괄이익누계액	651.8	361.5	361.5	361.5	361.5
이익잉여금	1,517.7	1,898.9	2,127.9	2,294.9	2,471.0
비지배주주지분	953.3	1,037.6	1,118.0	1,160.1	1,204.3
자본총계	3,569.1	4,060.9	4,370.4	4,579.4	4,799.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동현금흐름	378.7	278.6	624.0	235.9	510.1
당기순이익(손실)	186.1	433.2	321.8	221.3	232.5
유형자산감가상각비	155.7	161.6	186.2	213.5	216.8
무형자산상각비	12.5	13.9	4.5	4.3	4.1
운전자본의 증감	76.7	-48.9	301.9	-162.2	98.6
투자활동 현금흐름	-513.9	-150.8	-623.8	-279.6	-304.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-416.4	-619.9	-800.0	-300.0	-250.0
투자자산의 감소(증가)	-150.6	247.9	180.4	31.0	-52.3
재무활동 현금흐름	185.5	-152.0	197.9	-101.8	-202.2
차입금증감	46.4	-516.5	200.2	-99.5	-199.9
자본의증가	13.1	-0.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가	50.3	-24.2	198.1	-145.5	3.3
기초현금	18.2	68.5	44.3	242.4	96.9
기말현금	68.5	44.3	242.4	96.9	100.2

Key Financial Data

	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	253,150	260,430	309,864	436,132	463,832
EPS(지배주주)	15,908	40,843	24,512	18,210	19,133
CFPS	47,013	46,565	44,953	50,200	52,499
EBITDAPS	44,857	44,445	44,953	50,200	52,499
BPS	237,635	279,259	302,980	320,376	338,673
DPS	1,150	1,250	1,250	1,250	1,250
배당수익률(%)	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	11.4	5.6	7.2	11.1	10.6
PCR	3.8	4.9	3.9	4.0	3.9
PSR	0.7	0.9	0.6	0.5	0.4
PBR	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
EBITDA	441.6	437.6	442.6	494.2	516.9
EV/EBITDA	11.5	11.8	10.6	10.2	9.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	14.3	7.7	5.4	5.4
EBITDA 이익률	17.7	17.1	14.5	11.5	11.3
부채비율	122.2	95.0	102.5	102.7	97.4
금융비용부담률	3.3	2.7	2.1	1.5	1.3
이자보상배율(x)	3.4	3.9	4.0	4.3	4.9
매출채권회전율(x)	21.0	19.4	20.6	22.6	19.9
재고자산회전율(x)	9.3	8.8	8.4	6.6	5.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 27일 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: 양지혜)

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	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

신세계(004170) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.03.27	기업브리프	Hold	200,000	유주연	
2015.04.10	산업분석	Hold	200,000	유주연	
2015.07.09	산업분석	Hold	200,000	유주연	
2015.10.13	산업분석	Buy	280,000	유주연	
				담당자 변경	
2016.05.31	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	
2016.08.11	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	
2016.10.07	산업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	
2017.01.04	산업브리프	Trading Buy	190,000	양지혜	
2017.02.27	산업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	