



▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr
RA 윤보미
02. 6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	213,000 원
현재주가 (8.11)	204,000 원
상승여력	4.4%
KOSPI	2,319.71pt
시가총액	20,084억원
발행주식수	985만주
유동주식비율	71.85%
외국인비중	25.36%
52주 최고/최저가	251,500원 / 166,000원
평균거래대금	116.9억원
주요주주(%)	
이명희(외3인)	28.06%
국민연금공단	13.77%
한국투자신탁운용(주)	10.43%
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-13.38 16.57 10.57
상대주가	-10.01 5.29 9.37

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	2,564.0	262.1	402.1	40,843	156.8	279,259	5.6	0.8	11.8	14.3	95.0
2016	2,947.5	251.4	227.1	23,071	-43.5	297,586	7.6	0.6	12.2	7.3	112.1
2017E	3,789.1	289.5	154.7	15,715	-31.9	313,899	13.0	0.6	10.8	4.7	116.7
2018E	3,994.3	299.8	156.0	15,844	0.8	329,972	12.9	0.6	10.3	4.5	110.5
2019E	4,249.5	332.0	181.2	18,402	16.1	348,307	11.1	0.6	9.4	5.0	104.9

신세계 004170

아무리 노력해도 쉽지 않다

- ✓ 2Q 매출액 8,766억원 (+33.5% YoY), 영업이익 413억원 (-2.9% YoY) 기록
- ✓ 1) 별도기준 오프라인 백화점 부진과 2) 연결 자회사 재산세 및 감가비 증가 영향
- ✓ 하반기 백화점 기존점성장률과 온라인몰 둔화 예상
- ✓ 소매유통 시장 내 백화점 비중 축소와 면세점 중국 인바운드 회복 여부 불확실
- ✓ 투자의견 Hold 유지, 적정주가 213,000원으로 하향

2분기 실적 예상치 크게 하회

신세계 2분기 실적은 매출액 8,766억원 (+33.5% YoY), 영업이익 413억원 (-2.9% YoY)를 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 9,215억원, 영업이익 627억원)을 크게 하회했다. 예상치를 하회한 이유는 1) 오프라인 백화점의 기존점성장을 둔화 (1Q 5.1% → 2Q 1.1%)와 저마진 상품 비중 확대로 별도기준 매출과 영업이익이 부진했고 2) 동대구와 센트럴시티 재산세 및 감가상각비 증가 100억원이 반영되었기 때문이다.

하반기 백화점 기존점성장률과 온라인몰 둔화 예상

3분기에는 지난해 신세계DF (면세사업)의 적자폭이 축소되면서 연결기준으로 크게 개선되겠지만 별도기준 실적은 예상보다 저조할 가능성이 높다. 7월 신세계 기존점성장률은 0.6%를 기록하였고 신규 점포들의 성과가 부진하면서 총매출액은 -0.5% 감소했다. 온라인 성장률 (7월 +6% 신장) 또한 하반기에는 지난해 높은 기저 영향으로 크게 둔화될 전망이다. 향후 신세계DF는 명품 브랜드 입점과 이마트 조선호텔 면세사업부의 이전으로 매출액은 확대될 수 있겠지만 손실 부담은 불가피하다.

투자의견 Hold 유지, 적정주가 213,000 원으로 하향

2분기 부진한 실적을 반영하여 신세계에 대해 투자의견 Hold를 유지하고 적정주가를 213,000원으로 하향한다. 신세계 신규 점포들의 성과가 예상보다 저조한 가운데 구조적으로 오프라인 백화점의 이익률이 하락하고 있고 면세점에서의 중국 인바운드 소비 회복 여부가 불확실한 상황이다. 정부의 복합쇼핑몰과 아울렛 규제도 확정될 가능성이 높아 당분간 주가 상승은 제한적일 것으로 판단한다.

표1 2Q17 Earnings Review

(십억원)	2Q17P	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	876.6	656.7	33.5	916.6	-4.4	939.2	-6.7	921.5	-4.9
영업이익	41.3	42.5	-2.9	77.6	-46.8	62.9	-34.3	62.7	-34.1
지배주주순이익	47.9	106.7	-55.1	24.9	92.0	32.8	46.1	34.1	40.4

자료: 신세계, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	3,912.0	4,052.9	3,789.1	3,994.3	-3.1	-1.4
영업이익	340.6	332.1	289.5	299.8	-15.0	-9.7
지배주주순이익	176.3	181.2	154.7	156.0	-12.2	-13.9

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 신세계 SOTP Valuation

(십억원)	비고
별도 NOPLAT	153
멀티플 (X)	11
영업가치	1,697
삼성생명 (지분율 2.2%)	363
신세계인터내셔날 (지분율 45.8%)	149
센트럴시티	1,572
신세계동대구복합환승센터	409
신세계디에프	26
관계기업 합 (신세계사이먼 등)	290
순차입금	2,427
자산가치	383
기업가치	2,080
주식수 (천주)	9,845
적정주가 (원)	211,242
메리츠종금증권 적정주가 (원)	213,000

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표4 신세계 연간 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,564.0	2,947.5	3,789.1	3,994.3	4,249.5
증감률 (% YoY)	2.9	14.9	28.6	5.4	6.4
신세계 (별도)	1,486.1	1,644.0	1,681.5	1,629.6	1,664.3
신세계인터넷내셔널	884.5	989.9	1,104.1	1,214.5	1,311.6
센트럴시티	124.7	212.6	282.0	324.3	356.7
신세계디에프		308.0	774.0	851.4	936.5
신세계동대구			156.0	170.0	180.0
기타 및 연결조정	68.7	-207.4	-208.4	-195.6	-199.7
성장률 (% YoY)					
신세계 (별도)	-1.1	10.6	2.3	-3.1	2.1
신세계인터넷내셔널	4.5	11.9	11.5	10.0	8.0
센트럴시티	0.4	70.5	32.7	15.0	10.0
신세계디에프			151.3	10.0	10.0
매출액대비 (%)					
신세계 (별도)	58.0	55.8	44.4	40.8	39.2
신세계인터넷내셔널	34.5	33.6	29.1	30.4	30.9
센트럴시티	4.9	7.2	7.4	8.1	8.4
신세계디에프		10.5	20.4	21.3	22.0
신세계동대구			4.1	4.3	4.2
매출총이익	1,634.6	1,890.1	2,293.6	2,230.6	2,299.9
증감률 (% YoY)	2.3	15.6	21.4	-2.7	3.1
매출총이익률 (%)	63.8	64.1	60.5	55.8	54.1
영업이익	262.1	251.4	289.5	299.8	332.0
증감률 (% YoY)	-4.1	-4.2	15.3	3.6	10.7
영업이익률 (%)	10.2	8.5	7.6	7.5	7.8
신세계 (별도)	184.6	198.0	207.4	184.4	197.4
신세계인터넷내셔널	17.1	26.4	27.4	30.1	32.5
센트럴시티	61.2	89.8	85.8	97.3	107.0
신세계디에프		-50.0	-12.0	0.0	5.0
신세계동대구			-18.0	-2.0	0.0
기타 및 연결조정	-0.8	-13.2	-11.0	-10.0	-10.0
성장률 (% YoY)					
신세계 (별도)	-2.9	7.2	4.7	-11.1	7.1
신세계인터넷내셔널	-17.6	54.9	3.6	10.0	8.0
센트럴시티	-3.3	46.7	-4.5	13.4	10.0
수익성 (%)					
신세계 (별도)	12.4	12.0	12.3	11.3	11.9
신세계인터넷내셔널	1.9	2.7	2.5	2.5	2.5
센트럴시티	49.1	42.3	30.4	30.0	30.0

자료: 신세계, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 신세계 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E
매출액	643.3	656.7	771.5	875.6	916.6	876.6	928.0	1,067.6
증감률 (% YoY)	2.0	9.2	28.4	19.7	42.5	33.5	20.3	21.9
신세계 (별도)	377.9	386.5	407.6	472.0	415.0	400.0	415.1	451.4
신세계인터내셔널	216.9	236.0	245.0	292.0	272.0	239.0	257.3	335.8
센트럴시티	31.6	51.0	63.0	67.0	63.0	63.0	75.6	80.4
신세계디에프		20.0	99.0	189.0	183.0	191.0	200.0	200.0
신세계동대구					40.0	36.0	30.0	50.0
기타 및 연결조정	16.9	-36.8	-43.2	-144.4	-56.4	-52.0	-50.0	-50.0
성장률 (% YoY)								
신세계 (별도)	1.5	8.8	15.2	16.6	9.8	3.5	1.8	-4.4
신세계인터내셔널	2.4	16.4	18.1	11.2	25.4	1.3	5.0	15.0
센트럴시티	0.8	73.7	106.1	100.4	99.6	23.5	20.0	20.0
신세계디에프						855.0	102.0	5.8
매출액대비 (%)								
신세계 (별도)	58.7	58.8	52.8	53.9	45.3	45.6	44.7	42.3
신세계인터내셔널	33.7	35.9	31.8	33.3	29.7	27.3	27.7	31.5
센트럴시티	4.9	7.8	8.2	7.7	6.9	7.2	8.1	7.5
신세계디에프		3.0	12.8	21.6	20.0	21.8	21.6	18.7
신세계동대구					4.4	4.1	3.2	4.7
매출총이익	410.6	429.5	457.2	592.7	562.0	538.0	549.5	644.0
증감률 (% YoY)	2.2	9.7	23.5	25.9	36.9	25.3	20.2	8.7
매출총이익률 (%)	63.8	65.4	59.3	67.7	61.3	61.4	59.2	60.3
영업이익	62.1	42.5	41.2	105.2	77.6	41.3	58.4	112.1
증감률 (% YoY)	-12.9	-14.1	8.1	1.9	25.0	-2.9	41.8	6.6
영업이익률 (%)	9.7	6.5	5.3	12.0	8.5	4.7	6.3	10.5
신세계 (별도)	44.3	36.8	36.8	80.0	52.0	36.0	40.1	79.2
신세계인터내셔널	2.9	7.5	1.0	15.0	4.0	4.0	2.6	16.8
센트럴시티	16.5	17.3	25.0	31.0	25.0	14.0	22.7	24.1
신세계디에프		-15.0	-20.0	-15.0	-2.0	-4.0	-3.0	-3.0
신세계동대구					-2.0	-9.0	-4.0	-3.0
기타 및 연결조정	-1.6	-4.1	-1.7	-5.8	0.6	0.3	0.0	-2.0
성장률 (% YoY)								
신세계 (별도)	-3.9	-2.4	42.4	6.8	17.3	-2.3	9.0	-1.0
신세계인터내셔널	-58.0	108.9	특전	120.8	38.0	-46.8	157.3	11.9
센트럴시티	-3.3	73.3	61.8	65.4	51.8	-19.3	-9.3	-22.2
수익성 (%)								
신세계 (별도)	11.7	9.5	9.0	16.9	12.5	9.0	9.7	17.6
신세계인터내셔널	1.3	3.2	0.4	5.1	1.5	1.7	1.0	5.0
센트럴시티	52.2	34.0	39.7	46.3	39.7	22.2	30.0	30.0

자료: 신세계, 메리츠증권리서치센터

표6 신세계 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	1,486.1	377.9	386.5	407.6	472.0	1,644.0	415.0	400.0	415.1	451.4	1,681.5
증감률 (% YoY)	-1.1	1.5	8.8	15.2	16.6	10.6	9.8	3.5	1.8	-4.4	2.3
총매출액	5,052.7	1,274.7	1,316.6	1,451.9	1,793.3	5,836.5	1,770.6	1,700.0	1,766.5	1,920.8	7,157.9
순매출액/총매출액 (%)	29.4	29.6	29.4	28.1	26.3	28.2	23.4	23.5	23.5	23.5	23.5
백화점 (오프라인)	3,353.0	819.0	834.0	879.0	1,042.0	3,574.0	890.0	859.0	896.6	1,052.4	3,698.0
신세계몰 (온라인)	621.0	191.0	212.0	209.0	244.0	856.0	243.0	252.0	229.9	268.4	993.3
성장률 (% YoY)											
총매출액	0.0	2.6	9.8	23.7	24.7	15.5	38.9	29.1	21.7	7.1	22.6
백화점 (오프라인)	-15.2	-1.9	4.4	12.7	11.0	6.6	8.7	3.0	2.0	1.0	3.5
신세계몰 (온라인)	53.9	28.2	37.7	43.2	41.9	37.8	27.2	18.9	10.0	10.0	16.0
총매출액대비 (%)											
백화점 (오프라인)	66.4	64.2	63.3	60.5	58.1	61.2	50.3	50.5	50.8	54.8	51.7
신세계몰 (온라인)	12.3	15.0	16.1	14.4	13.6	14.7	13.7	14.8	13.0	14.0	13.9
영업이익	184.6	44.3	36.8	36.8	80.0	198.0	52.0	36.2	40.1	79.2	207.6
증감률 (% YoY)	-2.9	-3.9	-2.4	42.4	6.8	7.2	17.3	-1.7	9.0	-1.0	4.8
영업이익률 (%)	3.7	3.5	2.8	2.5	4.5	3.4	2.9	2.1	2.3	4.1	2.9
백화점 (오프라인)	196.0	48.0	39.0	40.0	79.0	206.0	51.0	37.0	39.4	77.9	205.3
신세계몰 (온라인)	-13.0	-3.0	-3.0	-3.0	1.0	-8.0	1.0	0.0	0.7	1.3	3.0
성장률 (% YoY)											
백화점 (오프라인)	-6.7	-2.0	-4.9	33.3	3.9	5.1	6.3	-5.1	-1.4	-1.4	-0.3
신세계몰 (온라인)	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	n/a	흑전	0.3	흑전
수익성 (%)											
백화점 (오프라인)	5.8	5.9	4.7	4.6	7.6	5.8	5.7	4.3	4.4	7.4	5.6
신세계몰 (온라인)	-2.1	-1.6	-1.4	-1.4	0.4	-0.9	0.4	0.0	0.3	0.5	0.3

자료: 신세계, 메리츠종금증권 리서치센터

신세계(004170)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,564.0	2,947.5	3,789.1	3,994.3	4,249.5
매출액증가율 (%)	2.9	15.0	28.6	5.4	6.4
매출원가	929.4	1,057.4	1,495.6	1,763.7	1,949.6
매출총이익	1,634.6	1,890.1	2,293.6	2,230.6	2,299.9
판매비와관리비	1,372.5	1,638.7	2,004.1	1,930.8	1,967.9
영업이익	262.1	251.4	289.5	299.8	332.0
영업이익률 (%)	10.2	8.5	7.6	7.5	7.8
금융수익	-27.1	-26.0	-33.6	-24.0	-10.2
증속/관계기업관련손익	28.9	186.9	21.8	18.0	17.0
기타영업외손익	319.4	3.2	15.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	583.4	415.4	292.7	293.7	338.7
법인세비용	150.2	92.1	71.7	70.9	79.9
당기순이익	433.2	323.4	221.0	222.8	258.8
지배주주지분 순이익	402.1	227.1	154.7	156.0	181.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	278.6	338.7	757.3	562.5	622.9
당기순이익(손실)	433.2	323.4	221.0	222.8	258.8
유형자산감가상각비	161.6	193.3	218.2	217.0	215.9
무형자산상각비	13.9	15.4	18.2	14.6	11.6
운전자본의 증감	-48.9	32.8	308.4	116.7	145.2
투자활동 현금흐름	-150.8	-895.6	-504.9	-281.0	-300.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-619.9	-792.6	-200.0	-200.0	-200.0
투자자산의 감소(증가)	247.9	448.9	-297.3	-72.5	-90.2
재무활동 현금흐름	-152.0	590.9	-251.4	-253.1	-253.0
차입금증감	-516.5	734.9	-247.6	-249.4	-249.3
자본의증가	-0.7	-0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-24.2	34.0	1.1	28.3	69.1
기초현금	68.5	44.3	78.3	79.4	107.7
기말현금	44.3	78.3	79.4	107.7	176.8

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	588.7	987.5	1,392.8	1,492.2	1,649.7
현금및현금성자산	44.3	78.3	79.4	107.7	176.8
매출채권	138.2	205.6	221.0	232.9	247.8
재고자산	287.9	392.6	757.8	798.9	849.9
비유동자산	7,329.4	8,967.0	9,227.9	9,268.9	9,331.5
유형자산	5,194.3	6,625.6	6,607.3	6,590.3	6,574.5
무형자산	273.9	304.3	286.2	271.6	260.0
투자자산	1,327.0	1,041.3	1,338.6	1,411.0	1,501.2
자산총계	7,918.2	9,954.5	10,620.7	10,761.0	10,981.3
유동부채	1,906.8	2,435.0	2,845.0	2,911.2	3,005.8
매입채무	71.5	104.9	113.4	119.6	127.2
단기차입금	341.0	283.9	233.9	183.9	133.9
유동성장기부채	180.0	464.8	464.8	464.8	464.8
비유동부채	1,950.5	2,826.6	2,874.0	2,737.6	2,616.7
사채	863.9	1,145.4	1,045.4	945.4	845.4
장기차입금	533.4	645.2	545.2	445.2	345.2
부채총계	3,857.3	5,261.6	5,719.1	5,648.8	5,622.5
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	400.0	399.9	399.9	399.9	399.9
기타포괄이익누계액	361.5	371.3	371.3	371.3	371.3
이익잉여금	1,898.9	2,100.0	2,242.4	2,386.1	2,555.0
비지배주주지분	1,037.6	1,458.8	1,525.1	1,592.0	1,669.6
자본총계	4,060.9	4,692.9	4,901.7	5,112.2	5,358.7

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	260,430	299,384	384,873	405,708	431,631
EPS(지배주주)	40,843	23,071	15,715	15,844	18,402
CFPS	46,565	50,225	57,159	55,795	58,553
EBITDAPS	44,445	46,735	53,417	53,967	56,826
BPS	279,259	297,586	313,899	329,972	348,307
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	7.6	13.0	12.9	11.1
PCR	4.9	3.5	3.6	3.7	3.5
PSR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
EBITDA	437.6	460.1	525.9	531.3	559.5
EV/EBITDA	11.8	12.2	10.8	10.3	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.3	7.3	4.7	4.5	5.0
EBITDA 이익률	17.1	15.6	13.9	13.3	13.2
부채비율	95.0	112.1	116.7	110.5	104.9
금융비용부담률	2.7	2.1	1.8	1.6	1.3
이자보상배율(X)	3.9	4.0	4.1	4.8	5.9
매출채권회전율(X)	19.4	17.1	17.8	17.6	17.7
재고자산회전율(X)	8.8	8.7	6.6	5.1	5.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 8월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 14일 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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

신세계(004170) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
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	기업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	
2017.01.04	기업브리프	Trading Buy	190,000	양지혜	
2017.02.27	기업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	
2017.07.14	기업브리프	Hold	250,000	양지혜	
2017.08.14	기업브리프	Hold	213,000	양지혜	