

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

## Company Data

자본금	492 억원
발행주식수	985 만주
자사주	1 만주
액면가	5,000 원
시가총액	31,800 억원
주요주주	
이명희(외3)	28.06%
국민연금공단	13.40%
외국인지분률	23.90%
배당수익률	0.40%

## Stock Data

주가(18/01/19)	323,000 원
KOSPI	2520.26 pt
52주 Beta	0.66
52주 최고가	323,000 원
52주 최저가	170,500 원
60일 평균 거래대금	193 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.6%	8.8%
6개월	39.8%	34.8%
12개월	85.6%	52.7%

## 신세계 (004170/KS | 매수(유지) | T.P 400,000 원(상향))

### 아직은 저렴

신세계의 목표주가를 400,000 원으로 상향하고 투자의견 매수를 유지. 당사는 신세계가 호텔신라, 롯데호텔과 함께 경쟁력 있는 면세점 사업자로 자리잡는 것으로 평가. 면세사업의 가파른 회복 및 높은 성장성을 고려할 때, 2018 년 예상 이익 대비 P/E Multiple 11.3x 인 valuation 은 절대적으로 낮음. 최근 가파른 주가 상승에도 추가 상승 여력은 충분.

### 인천공항 제2 터미널 개장, 목표주가 400,000 원으로 상향

인천공항 제2 터미널 오픈이 동사 면세사업의 회복 및 성장성을 강화할 수 있다는 점을 반영하여 목표주가를 기존 300,000 원에서 400,000 원으로 상향함. 동사 역시 제2 터미널에서 신규 면세점을 운영하게 되나, 동사가 인천공항에서 운영하는 매장은 패션 매장으로 향수/화장품(호텔신라)이나 주류/담배(롯데호텔)에 비해 매력도는 낮음. 그러나 인천공항 제2 터미널 오픈으로 공항 이용 편의성이 증가하여 면세점을 이용하는 시간의 증가가 기대되고, 2018 년에 예정되어 있는 항공사의 적극적인 항공기 공급이 출국 수요를 자극하여 면세점 전반의 잠재수요를 확대한다는 점에서 동사도 수혜.

무엇보다 동사의 투자매력은 낮은 valuation 수준. 최근 주가 상승에도 동사의 valuation 은 2018 년 예상 이익 대비 P/E Multiple 11.3x 에 불과. 면세 사업의 업황이 지속적으로 개선되고 있는 점을 고려할 때, 적극적인 매수 관점의 접근이 여전히 가능.

### 국내 신규 면세점 사업자간 경쟁력 확인은 완료

2015 년 다수의 시내면세점 사업자를 선정한 이후, 한국 면세점 시장은 극심한 경쟁 환경에 돌입. 과도한 앞선수수료 지급으로 2016 년 면세점 업계는 매출 성장에도 불구하고, 대부분의 면세점 사업자들의 수익성이 크게 악화되었음. 이후 사드 배치와 관련해 중국과의 정치적 갈등이 발생하여 한국 면세점의 주요 고객인 중국인 관광객이 급감하며 수수료 경쟁은 완화됨. 수수료 경쟁이 완화된 이후 MD 경쟁력이 부각됨.

동사는 신규 사업자로 수수료 부진을 견디는 것이 쉽지 않았음에도 불구하고 적극적인 브랜드 유치를 통해 MD 경쟁력을 확보, 경쟁력을 강화했음. 당사는 국내 신규 면세점 사업자간 경쟁력 확인은 완료되었다고 판단. 동사는 호텔신라, 롯데호텔과 함께 면세 사업을 통해 장기 성장을 추구할 수 있을 것으로 기대.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	24,923	25,640	29,475	38,058	43,663	46,474
yoy	%	2.1	2.9	15.0	29.1	14.7	6.4
영업이익	억원	2,734	2,621	2,514	3,204	3,785	4,058
yoy	%	-10.8	-4.1	-4.1	27.4	18.1	7.2
EBITDA	억원	4,416	4,376	4,601	6,010	6,699	7,052
세전이익	억원	2,500	5,834	4,154	3,411	4,138	4,403
순이익(지배주주)	억원	1,566	4,021	2,271	2,211	2,793	3,004
영업이익률%	%	11.0	10.2	8.5	8.4	8.7	8.7
EBITDA%	%	17.7	17.1	15.6	15.8	15.3	15.2
순이익률	%	7.5	16.9	11.0	6.5	7.1	7.2
EPS	원	15,908	40,843	23,071	22,458	28,368	30,510
PER	배	11.4	5.6	7.6	13.4	11.4	10.6
PBR	배	0.7	0.8	0.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	11.5	11.8	12.6	11.3	10.3	9.6
ROE	%	6.2	14.3	7.3	6.6	7.8	7.7
순차입금	억원	23,482	18,553	25,500	22,842	20,922	19,081
부채비율	%	122.2	95.0	112.1	116.3	117.0	120.4

## 신세계 목표주가 산정

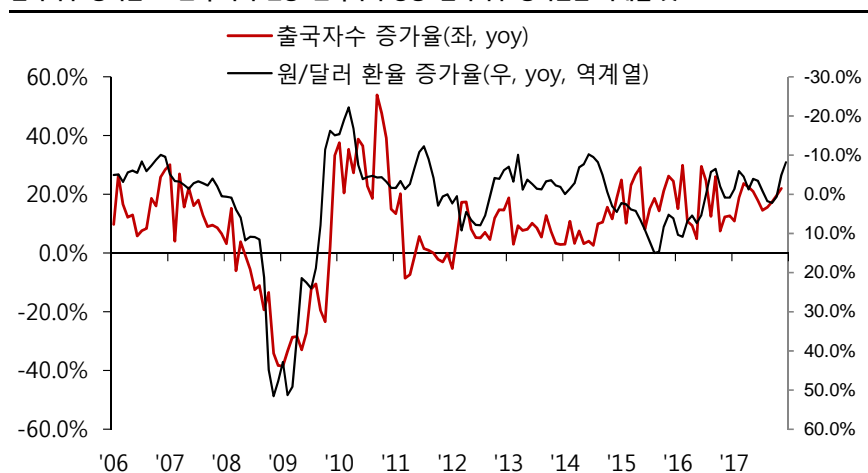
	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	1,566	4,021	2,271	2,211	2,793	3,004	2,874
Target P/E Multiple(X)					14.4	13.0	11.7
적정 시가총액(억원)					40,218	38,929	33,523
주식 수(천주)					9,845	9,845	9,845
적정주가(원)					408,504	395,413	340,506
<b>목표주가(원)</b>					<b>400,000</b>		
<b>목표 시가총액(억원)</b>					<b>39,381</b>		

자료: wisefn, SK 증권 리서치센터

주 1. 신세계 2015년 삼성생명 주식매각으로 3,300억원의 영업외수익 발생

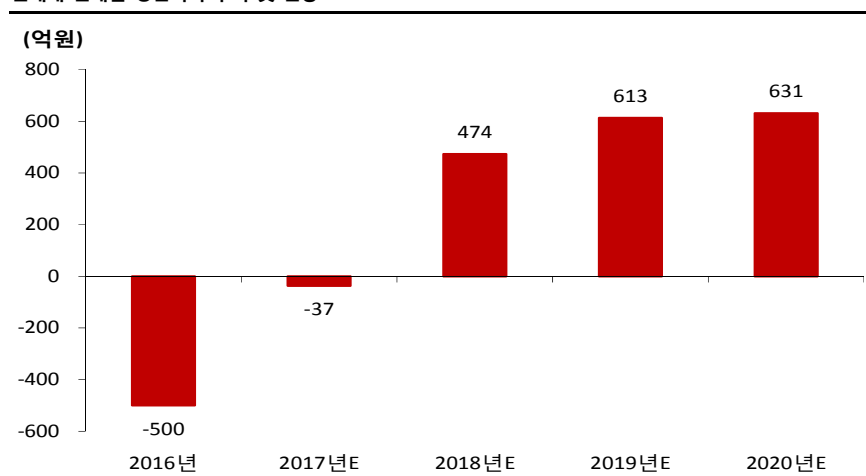
2. 신세계 2016년 세전이익에는 센트럴시티가 서울고속터미널 지분을 48%→60%로 확대하며 지분법에서 연결대상으로 변경되는 과정에서 발생한 지분법처분이익 2777억원이 포함됨

## 출국자수 증가율 vs 원화 가치 변동: 원화가치 상승, 출국자수 증가율을 확대할 것



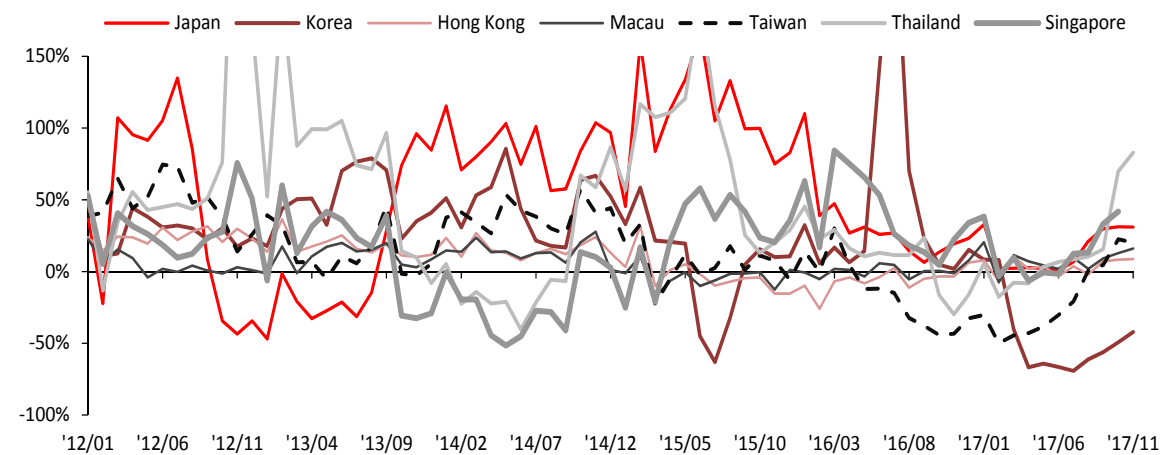
자료: SK 증권, 한국관광공사

## 신세계 면세점 영업이익 추이 및 전망



자료: SK 증권

주요 아시아 국가 월별 중국인 입국자 yoy 증가율 추이  
 : 주요 아시아 국가에서 중국인 관광객 증가율 개선세  
 : 2017년부터 진행된 위안화 강세 영향으로 판단



자료: 각 국, SK 증권

#### 신세계 분기 및 연간 실적 전망

단위: 억원, %

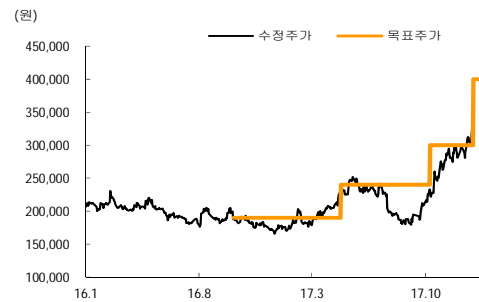
신세계(IFRS 연결)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016년	2017년E	2018년E	2019년E
총매출	12,747	13,167	14,519	17,933	17,706	17,000	18,140	20,737	19,361	18,575	19,996	22,688	58,366	73,583	80,620	83,340
백화점	10,094	10,464	10,881	12,870	11,331	11,109	11,030	12,871	11,489	11,248	11,155	13,050	44,309	46,341	46,942	47,369
신세계인터내셔널 통보이	2,493	2,363	2,450	2,920	2,720	2,390	2,690	2,978	2,774	2,438	2,744	3,038	10,226	10,778	10,994	11,214
센트럴시티	316	339	473	456	470	444	483	501	517	489	488	526	1,583	1,898	2,020	2,086
센트럴관광개발	159	186	157	214	160	186	157	225	163	189	160	230	716	728	743	758
면세점	0	130	990	1,890	1,830	1,910	2,710	2,835	2,745	2,865	4,065	4,253	3,010	9,285	13,928	15,320
기타(1Q17 동대구점 포함)	-314	-314	-432	-417	1,195	961	1,153	1,326	1,673	1,345	1,384	1,592	-1,477	4,636	5,994	6,593
영업이익	621	425	412	1,056	776	413	743	1,271	905	717	790	1,373	2,514	3,204	3,785	4,058
영업이익률	4.9%	3.2%	2.8%	5.9%	4.4%	2.4%	4.1%	6.1%	4.7%	3.9%	3.9%	6.1%	4.3%	4.4%	4.7%	4.9%
백화점	441	345	370	800	521	362	396	761	528	367	400	772	1,956	2,040	2,067	2,134
신세계인터내셔널 통보이	39	79	10	150	40	48	10	150	38	46	7	150	278	248	242	269
센트럴시티	165	127	229	262	232	104	237	289	255	114	240	303	783	861	912	939
센트럴관광개발	10	29	21	48	18	37	23	52	20	33	23	53	108	130	130	143
면세점	0	-150	-200	-150	-16	-194	100	73	82	100	142	149	-500	-37	474	613
기타(1Q17 동대구점 포함)	-34	-4	-18	-54	-18	56	-23	-54	-18	56	-23	-54	-111	-39	-39	-39
세전이익	545	3,186	171	249	476	681	640	1,614	855	822	740	1,721	4,151	3,411	4,138	4,403
세전이익률	4.3%	24.2%	12%	1.4%	2.7%	4.0%	3.5%	7.8%	4.4%	4.4%	3.7%	7.6%	7.1%	4.6%	5.1%	5.3%
당기순이익	408	2,824	61	-60	338	470	440	1,210	641	616	555	1,291	3,234	2,458	3,103	3,338
지배주주순이익	365	1,672	-21	256	249	479	394	1,089	577	555	499	1,162	2,271	2,211	2,793	3,004

자료: 신세계, SK 증권 리서치센터

주 1. 신세계 2015년 2분기에는 삼성생명 주식매각으로 3,300억원의 영업외수익 발생

2. 신세계 2016년 2분기 세전이익에는 센트럴시티가 서울고속터미널 지분을 48% -> 60%로 확대하며 지분법에서 연결대상으로 변경되는 과정에서 발생한 지분법처분이익 2,777억원이 포함됨

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.22	매수	400,000원	6개월		
2017.12.01	매수	300,000원	6개월	-7.17%	7.67%
2017.10.31	매수	300,000원	6개월	-15.09%	-4.33%
2017.05.16	매수	240,000원	6개월	-9.59%	4.79%
2016.10.26	중립	190,000원	6개월	-2.16%	20.53%
2016.08.05	담당자 변경				



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 22일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	5,887	9,875	15,830	19,579	26,152
현금및현금성자산	443	783	5,614	7,534	13,374
매출채권및기타채권	1,986	2,945	3,310	3,921	4,166
재고자산	2,879	3,926	4,412	5,227	5,553
<b>비유동자산</b>	73,294	89,670	90,874	94,305	96,937
장기금융자산	5,884	6,184	5,132	5,132	5,132
유형자산	51,943	66,256	66,721	67,950	69,077
무형자산	2,739	3,043	2,945	2,831	2,737
<b>자산총계</b>	79,182	99,545	106,704	113,884	123,089
<b>유동부채</b>	19,068	24,350	32,407	35,891	37,284
단기금융부채	5,221	7,570	13,547	13,547	13,547
매입채무 및 기타채무	3,499	4,812	5,408	6,407	6,806
단기충당부채	25	25	28	33	35
<b>비유동부채</b>	19,505	28,266	24,955	25,513	29,952
장기금융부채	13,994	18,994	15,221	15,221	19,221
장기매입채무 및 기타채무	56	42	25	25	25
장기충당부채	56	73	89	111	125
<b>부채총계</b>	38,573	52,616	57,362	61,404	67,236
<b>지배주주지분</b>	30,233	32,341	34,436	37,286	40,347
자본금	492	492	492	492	492
자본잉여금	4,000	3,999	3,995	3,995	3,995
기타자본구성요소	-36	-36	-36	-36	-36
자기주식	-36	-36	-36	-36	-36
이익잉여금	18,989	21,000	22,891	25,684	28,688
비지배주주지분	10,376	14,588	14,907	15,194	15,505
<b>자본총계</b>	40,609	46,929	49,343	52,480	55,852
<b>부채외자본총계</b>	79,182	99,545	106,704	113,884	123,089

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	3,505	4,024	6,902	6,770	6,610
당기순이익(손실)	4,332	3,234	2,458	3,103	3,338
비현금성항목등	253	1,711	3,871	3,595	3,714
유형자산감가상각비	1,616	1,933	2,643	2,772	2,872
무형자산감가상각비	139	154	164	142	121
기타	-3,155	161	-199	-654	-566
운전자본감소(증가)	-488	270	1,846	1,183	702
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-115	-879	-332	-611	-245
재고자산감소(증가)	54	-1,080	-530	-815	-326
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	54	505	1,627	999	400
기타	-482	1,724	1,082	1,611	873
법인세납부	-591	-1,190	-1,273	-1,112	-1,143
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,308	-8,801	-3,435	-4,051	-3,929
금융자산감소(증가)	2,714	71	942	0	0
유형자산감소(증가)	-6,165	-6,650	-3,972	-4,000	-4,000
무형자산감소(증가)	-94	-73	-27	-27	-27
기타	2,237	-2,149	-376	-24	98
<b>재무활동현금흐름</b>	-2,429	5,117	1,382	-799	3,159
단기금융부채증가(감소)	132	-2,902	267	0	0
장기금융부채증가(감소)	-5,438	8,883	1,838	0	4,000
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-240	-296	-123	0	0
기타	3,117	-568	-411	-799	-841
<b>현금의 증가(감소)</b>	-242	340	4,831	1,920	5,841
기초현금	685	443	783	5,614	7,534
기말현금	443	783	5,614	7,534	13,374
FCF	-1,930	-1,695	1,585	2,527	2,363

자료 : 신세계, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	25,640	29,475	38,058	43,663	46,474
<b>매출원가</b>	9,294	10,574	15,307	20,330	22,869
<b>매출총이익</b>	16,346	18,901	22,751	23,332	23,605
매출총이익률 (%)	63.8	64.1	59.8	53.4	50.8
<b>판매비와관리비</b>	13,725	16,387	19,547	19,547	19,547
영업이익	2,621	2,514	3,204	3,785	4,058
영업이익률 (%)	10.2	8.5	8.4	8.7	8.7
비영업손익	3,212	1,640	207	353	345
<b>순금융비용</b>	538	455	648	623	543
외환관련손익	-25	-12	29	29	29
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	289	1,869	299	238	238
세전계속사업이익	5,834	4,154	3,411	4,138	4,403
세전계속사업이익률 (%)	22.8	14.1	9.0	9.5	9.5
계속사업법인세	1,502	921	953	1,034	1,066
<b>계속사업이익</b>	4,332	3,234	2,458	3,103	3,338
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4,332	3,234	2,458	3,103	3,338
<b>순이익률 (%)</b>	16.9	11.0	6.5	7.1	7.2
지배주주	4,021	2,271	2,211	2,793	3,004
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	15.68	7.71	5.81	6.4	6.46
<b>비지배주주</b>	311	962	247	310	334
<b>총포괄이익</b>	1,375	3,277	2,492	3,137	3,372
<b>지배주주</b>	1,069	2,321	2,268	2,850	3,061
<b>비지배주주</b>	306	957	224	288	311
EBITDA	4,376	4,601	6,010	6,699	7,052

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	29	15.0	29.1	14.7	6.4
영업이익	-4.1	-4.1	27.4	18.1	7.2
세전계속사업이익	133.4	-28.8	-17.9	21.3	6.4
EBITDA	-0.9	5.2	30.6	11.5	5.3
EPS(계속사업)	156.8	-43.5	-2.7	26.3	7.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	14.3	7.3	6.6	7.8	7.7
ROA	5.5	3.6	2.4	2.8	2.8
EBITDA마진	17.1	15.6	15.8	15.3	15.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	30.9	40.6	48.9	54.6	70.1
부채비율	95.0	112.1	116.3	117.0	120.4
순차입금/자기자본	45.7	54.3	46.3	39.9	34.2
EBITDA/이자비용(배)	6.4	7.3	7.8	8.4	8.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	40,843	23,071	22,458	28,368	30,510
BPS	307,084	328,499	349,776	378,723	409,812
CFPS	58,662	44,270	50,962	57,963	60,920
주당 현금배당금	1,250	1,250	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	7.2	10.0	13.4	11.4	10.6
PER(최저)	3.9	7.6	7.4	9.9	9.2
PBR(최고)	1.0	0.7	0.9	0.9	0.8
PBR(최저)	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7
PCR	3.9	4.0	5.9	5.6	5.3
EV/EBITDA(최고)	13.3	13.7	11.3	10.3	9.6
EV/EBITDA(최저)	10.3	12.5	9.1	9.7	9.0