

SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

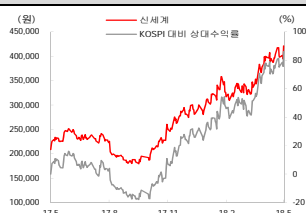
Company Data

자본금	492 억원
발행주식수	985 만주
자사주	1 만주
액면가	5,000 원
시가총액	41,448 억원
주요주주	
이명희(외3)	28.06%
국민연금공단	13.47%
외국인지분률	29.50%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(18/05/10)	421,000 원
KOSPI	2464.16 pt
52주 Beta	0.89
52주 최고가	421,000 원
52주 최저가	179,500 원
60일 평균 거래대금	209 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.5%	4.9%
6개월	68.7%	74.1%
12개월	101.9%	86.0%

신세계 (004170/KS | 매수(유지) | T.P 500,000 원(상향))

중국인이 연결회사 전반의 실적을 개선시키는 중

동사 연결 총매출액과 영업이익은 2 조 66 억원과 1,133 억원으로 전년 동기 대비 각각 13.3%, 45.9% 성장. 투자자들의 예상과 같이 면세점 영업이익이 240 억원으로 전년도 적자에서 크게 개선. 본업인 백화점도 기대 이상의 실적을 기록. 더 눈에 띄는 것은 신세계인터내셔널의 실적 개선. 2012 년 인수한 화장품 '비디비치가' 면세점에서 매출이 급증하는 중. 신세계 주가의 추가 상승 포인트

1Q18 실적, 연결회사 전반의 호조

동사 연결 총매출액과 영업이익은 2 조 66 억원과 1,133 억원으로 전년 동기 대비 각각 13.3%, 45.9% 성장. 투자자들의 예상과 같이 면세점 영업이익이 240 억원으로 전년도 적자에서 크게 개선되었고 본업인 백화점 역시 적극적으로 비용통제를 하는 가운데, 매출이 회복되며 영업이익이 590 억원으로 전년 대비 13% 증가. 면세점과 더불어 눈에 띄는 실적은 신세계인터내셔널인데, 영업이익이 120 억원으로 전년 동기의 40 억원 대비 3 배로 성장. 2012 년 인수했던 화장품 '비디비치가' 면세점에서 매출이 급증하고 있는 것이 원인.

면세점의 수익성은 하반기 이후 악화 가능성 존재

동사의 핵심 성장 동력인 면세점은 하반기 이후 수익성이 악화될 가능성이 높음. 1분기 면세점 영업이익은 7.1%로 경쟁이 완화된 상황에서 크게 개선된 것. 향후 사드갈등이 해소되며 롯데면세점의 본격적인 중국인 관광객 유치에 시작된다면, 동사가 누리고 있는 면세점의 높은 수익성은 훼손될 가능성이 높음. 실제로 업계의 알선수수료율은 중국인 관광객이 증가하는 시점에 급증하는 경향이 강했음. 면세점 업계의 경쟁이 심화되기 때문.

신세계인터내셔널이 견인하는 실적 개선 기대

면세점의 수익성이 다소 하락할 수 있다는 우려에도 불구하고, 당사는 동사에 대해 목표주가를 기존 400,000 원에서 500,000 원으로 상향하고 투자 의견 매수를 유지함. 신세계인터내셔널의 놀라운 실적 개선이 단기에 끝나지 않을 것으로 판단하기 때문. 신세계인터내셔널의 비디비치는 파이공들에 의해 매출이 급증하고 있는 것으로 파악되는데, 파이공 매출이 본격적으로 발생하지 아직 1 년이 지나지 않은 만큼, 중국 시장내에서는 제품에 대한 수요가 성장하는 국면이라는 판단. 따라서 추가 수요가 발생할 가능성이 높음.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	25,640	29,475	38,714	45,554	54,429	64,998
yoy	%	29	15.0	31.4	17.7	19.5	19.4
영업이익	억원	2,621	2,514	3,457	4,414	4,864	5,177
yoy	%	-4.1	-4.1	37.5	27.7	10.2	6.4
EBITDA	억원	4,376	4,601	6,148	7,196	7,732	8,127
세전이익	억원	5,834	4,154	2,914	4,449	4,900	5,195
순이익(지배주주)	억원	4,021	2,271	1,823	2,917	3,157	3,347
영업이익률%	%	10.2	8.5	8.9	9.7	8.9	8.0
EBITDA%	%	17.1	15.6	15.9	15.8	14.2	12.5
순이익률	%	16.9	11.0	5.5	7.4	6.8	6.1
EPS	원	40,843	23,071	18,513	29,624	32,065	33,999
PER	배	5.6	7.6	16.2	14.2	13.1	12.4
PBR	배	0.8	0.5	0.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	11.8	12.6	11.3	11.1	10.1	9.3
ROE	%	14.3	7.3	5.5	8.2	8.1	7.9
순차입금	억원	18,553	25,500	24,755	22,940	20,385	17,293
부채비율	%	95.0	112.1	106.4	105.2	112.0	112.2

신세계 목표주가 산정

	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	1,566	4,021	2,271	1,823	2,917	3,157	3,347
Target P/E Multiple(X)					16.8	16.0	15.0
적정 시가총액(억원)					48,998	50,383	50,209
주식 수(천주)					9,845	9,845	9,845
적정주가(원)					497,686	511,750	509,989
목표주가(원)					500,000		
목표 시가총액(억원)					49,226		
각 연도말 시가총액(억원)	17,820	22,644	17,328	29,536			
목표 시가총액 대비 Implied P/E					16.9	15.6	14.7
각 연도말 P/E (X)	11.4	5.6	7.6	16.2			

자료: wisefn, SK 증권 리서치센터

주: 1. 신세계 2015년 3분기 실적 발표로 3,300억원의 영업외수익 발생

2. 신세계 2016년 1분기 실적에는 센트럴시티가 서울고속터미널 지분을 48% -> 60%로 확대하며 지분법에서 연결대상으로 변경되는 과정에서 발생한 지분법처분이익 2777억원이 포함됨

신세계 분기 및 연간 실적 전망

단위: 억원, %

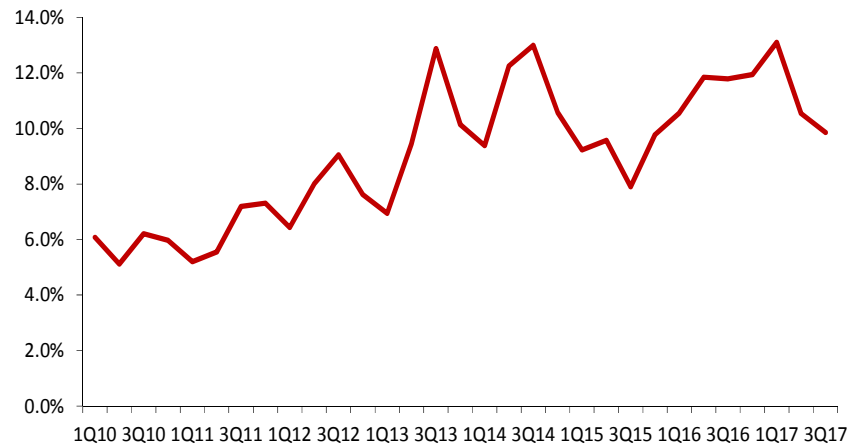
신세계(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
총매출	17,706	17,000	18,140	20,823	20,066	18,663	20,245	22,966	50,526	58,366	73,669	81,940	90,713	98,067
백화점	11,331	11,109	11,030	12,871	11,489	11,248	11,155	13,050	39,747	44,309	46,341	46,942	47,369	42,934
신세계인터내셔널 통보이	2,720	2,390	2,690	3,220	3,040	2,749	3,094	3,542	10,071	10,226	11,020	12,424	13,045	13,697
센트럴시티	630	630	640	670	450	456	648	674	1,946	2,298	2,570	2,228	2,137	2,109
면세점	1,830	1,910	2,710	2,750	3,400	2,865	4,065	4,125	-	3,010	9,200	14,455	21,683	32,524
기타(1Q17 동대구점 포함)	1,195	961	1,070	1,312	1,687	1,345	1,284	1,574	-1,238	-1,477	4,538	5,890	6,479	6,803
영업이익	776	413	743	1,520	1,130	758	959	1,567	2,621	2,514	3,452	4,414	4,864	5,177
영업이익률	4.4%	2.4%	4.1%	7.3%	5.6%	4.1%	4.7%	6.8%	5.2%	4.3%	4.7%	5.4%	5.4%	5.3%
백화점	521	362	396	920	590	389	423	959	1,831	1,956	2,199	2,361	2,430	2,160
신세계인터내셔널 통보이	40	48	10	160	120	138	104	172	217	278	258	534	587	644
센트럴시티	392	289	395	445	300	251	400	449	612	1,312	1,499	1,520	1,401	1,377
면세점	-16	-40	100	110	240	143	163	165	0	-500	154	711	1,084	1,626
기타(1Q17 동대구점 포함)	-18	-98	-23	50	20	16	32	60	-140	-111	-89	128	160	180
세전이익	476	681	640	1,116	1,063	862	909	1,614	5,834	4,151	2,913	4,449	4,900	5,195
세전이익률	2.7%	4.0%	3.5%	5.4%	5.3%	4.6%	4.5%	7.0%	11.5%	7.1%	4.0%	5.4%	5.4%	5.3%
당기순이익	338	470	440	888	842	647	682	1,211	4,332	3,234	2,136	3,381	3,714	3,938
지배주주순이익	249	479	394	701	758	550	580	1,029	4,021	2,271	1,823	2,917	3,157	3,347

자료: 신세계, SK 증권 리서치센터

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

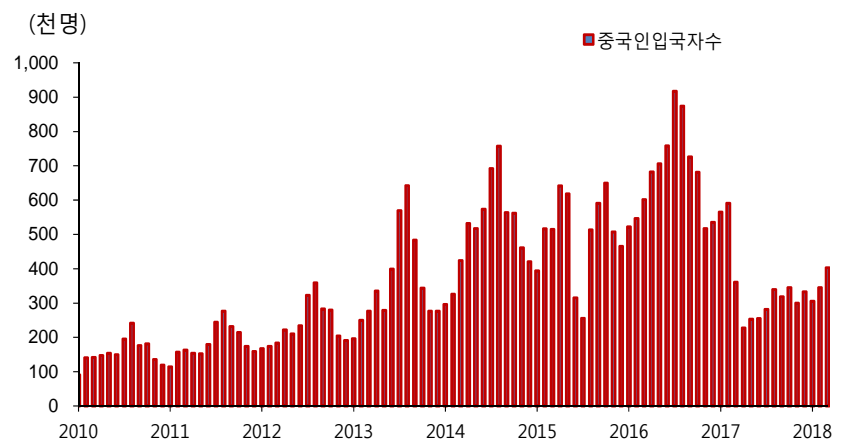
2. 신세계 2016년 2분기 세전이익에는 센트럴시티가 서울고속터미널 지분을 48% -> 60%로 확대하며 지분법에서 연결대상으로 변경되는 과정에서 발생한 지분법처분이익 2777억원이 포함됨

호텔신라 시내면세점 매출 대비 알선수수료율 추이(회계변경전 매출 기준)



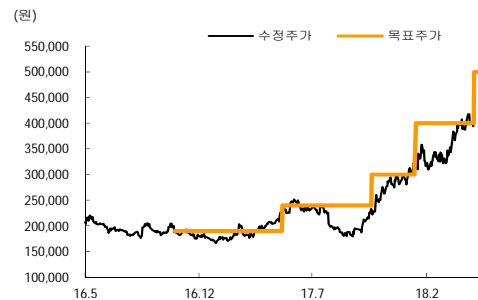
자료: 호텔신라

중국인 입국자수 추이



자료: 호텔신라

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.05.11	매수	500,000원	6개월		
2018.04.02	매수	400,000원	6개월	-11.22%	5.25%
2018.03.26	매수	400,000원	6개월	-16.90%	-10.50%
2018.02.28	매수	400,000원	6개월	-17.40%	-10.50%
2018.01.29	매수	400,000원	6개월	-17.66%	-10.50%
2018.01.22	매수	400,000원	6개월	-19.68%	-14.88%
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	-21.6%	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 5월 11일 기준)

매수	89.73%	중립	10.27%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,875	12,691	16,404	25,449	31,471
현금및현금성자산	783	1,755	3,569	10,125	13,217
매출채권및기타채권	2,945	3,508	4,134	4,956	5,924
재고자산	3,926	4,639	5,467	6,554	7,833
비유동자산	89,670	88,826	91,733	94,719	97,664
장기금융자산	6,184	5,510	5,510	5,510	5,510
유형자산	66,256	66,322	67,692	68,954	70,116
무형자산	3,043	2,965	2,846	2,749	2,671
자산총계	99,545	101,517	108,137	120,168	129,135
유동부채	24,350	28,921	31,825	35,635	40,119
단기금융부채	7,570	12,662	12,662	12,662	12,662
매입채무 및 기타채무	4,812	3,675	4,331	5,192	6,206
단기충당부채	25	27	32	38	46
비유동부채	28,266	23,401	23,603	27,856	28,146
장기금융부채	18,994	14,157	14,157	18,157	18,157
장기매입채무 및 기타채무	42	23	23	23	23
장기충당부채	73	68	79	93	109
부채총계	52,616	52,322	55,428	63,491	68,265
지배주주지분	32,341	34,218	37,283	40,712	44,331
자본금	492	492	492	492	492
자본잉여금	3,999	3,995	3,995	3,995	3,995
기타자본구성요소	-36	-36	-36	-36	-36
자기주식	-36	-36	-36	-36	-36
이익잉여금	21,000	22,460	25,253	28,410	31,757
비지배주주지분	14,588	14,978	15,426	15,966	16,540
자본총계	46,929	49,195	52,709	56,677	60,870
부채외자본총계	99,545	101,517	108,137	120,168	129,135

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	4,024	4,135	6,466	6,984	7,382
당기순이익(손실)	3,234	2,136	3,381	3,714	3,938
비현금성항목등	1,711	4,362	3,815	4,018	4,189
유형자산감가상각비	1,933	2,520	2,630	2,738	2,838
무형자산감가상각비	154	171	152	130	112
기타	161	693	-350	-251	-95
운전자본감소(증가)	270	-1,425	280	381	456
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-879	-538	-627	-822	-967
재고자산감소(증가)	-1,080	-854	-829	-1,087	-1,279
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	505	-84	656	861	1,013
기타	1,724	51	1,079	1,429	1,689
법인세납부	-1,190	-938	-1,011	-1,129	-1,200
투자활동현금흐름	-8,801	-2,577	-3,785	-3,644	-3,436
금융자산감소(증가)	71	923	0	0	0
유형자산감소(증가)	-6,650	-3,525	-4,000	-4,000	-4,000
무형자산감소(증가)	-73	-33	-33	-33	-33
기타	-2,149	59	248	389	597
재무활동현금흐름	5,117	-565	-866	3,216	-854
단기금융부채증가(감소)	-2,902	-354	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	8,883	518	0	4,000	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-296	-357	-123	0	0
기타	-568	-373	-743	-784	-854
현금의 증가(감소)	340	972	1,815	6,556	3,092
기초현금	443	783	1,755	3,569	10,125
기말현금	783	1,755	3,569	10,125	13,217
FCF	-1,695	-396	2,429	2,944	3,338

자료 : 신세계, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	29,475	38,714	45,554	54,429	64,998
매출원가	10,574	15,594	21,476	29,901	40,157
매출총이익	18,901	23,121	24,078	24,528	24,841
매출총이익률 (%)	64.1	59.7	52.9	45.1	38.2
판매비와관리비	16,387	19,664	19,664	19,664	19,664
영업이익	2,514	3,457	4,414	4,864	5,177
영업이익률 (%)	8.5	8.9	9.7	8.9	8.0
비영업손익	1,640	-543	35	35	18
순금융비용	455	637	640	540	401
외환관련손익	-12	232	60	60	60
관계기업투자등 관련손익	1,869	211	211	211	211
세전계속사업이익	4,154	2,914	4,449	4,900	5,195
세전계속사업이익률 (%)	14.1	7.5	9.8	9.0	8.0
계속사업법인세	921	777	1,068	1,186	1,257
계속사업이익	3,234	2,136	3,381	3,714	3,938
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,234	2,136	3,381	3,714	3,938
순이익률 (%)	11.0	5.5	7.4	6.8	6.1
지배주주	2,271	1,823	2,917	3,157	3,347
지배주주귀속 순이익률(%)	7.1	4.7	6.4	5.8	5.1
비지배주주	962	313	465	557	591
총포괄이익	3,277	2,391	3,636	3,969	4,193
지배주주	2,321	2,095	3,188	3,429	3,619
비지배주주	957	297	448	540	574
EBITDA	4,601	6,148	7,196	7,732	8,127

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	15.0	31.4	17.7	19.5	19.4
영업이익	-4.1	37.5	27.7	10.2	6.4
세전계속사업이익	-28.8	-29.9	52.7	10.1	6.0
EBITDA	5.2	33.6	17.1	7.5	5.1
EPS(계속사업)	-43.5	-19.8	60.0	8.2	6.0
수익성 (%)					
ROE	7.3	5.5	8.2	8.1	7.9
ROA	3.6	2.1	3.2	3.3	3.2
EBITDA마진	15.6	15.9	15.8	14.2	12.5
안정성 (%)					
유동비율	40.6	43.9	51.5	71.4	78.5
부채비율	112.1	106.4	105.2	112.0	112.2
순차입금/자기자본	54.3	50.3	43.5	36.0	28.4
EBITDA/이자비용(배)	7.3	8.1	9.7	9.9	9.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	23,071	18,513	29,624	32,065	33,999
BPS	328,499	347,557	378,693	413,519	450,279
CFPS	44,270	45,848	57,881	61,195	63,960
주당 현금배당금	1,250	1,250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.0	16.2	14.2	13.1	12.4
PER(최저)	7.6	9.0	9.5	8.8	8.3
PBR(최고)	0.7	0.9	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	0.5	0.5	0.7	0.7	0.6
PCR	4.0	6.5	7.3	6.9	6.6
EV/EBITDA(최고)	13.7	11.3	11.1	10.1	9.3
EV/EBITDA(최저)	12.5	9.2	9.2	8.3	7.6