SK COMPANY Analysis

SK securities

2018-07-12

신세계 (004170/KS | 매수(유지) | T.P 440,000 원(하향))

면세사업 확장 과정에서 불확실성 증대

양호한 실적에도 핵심 성장 동력인 면세사업의 불확실성 커지며 주가에는 부정적. 인천공항 1 청사의 높은 임차료 부담에 따른 영향과 신규 시내 면세점 오픈에 따른 안정화 비용 등 가늠할 수 없는 요인들이 많아짐. 또한 인천공항에서 일부 사업장을 철수한 롯데면세점의 공격적인 마케팅 활동이 감지되며 불확실성 확대. 면세사업에 대한 불확실성이 커진 점을 반영하여 목표주가 440,000 원으로 하향. 그러나 면세사업에 대한 공격적인 투자는 장기 성장 관점에서 적절한 전략이라는 점에서 투자의견 매수 유지.

백화점은 인천점 제외한 대부분의 점포 호조

국내 백화점 영업은 2018 년말 영업이 종료되는 인천점을 제외하고 대부분의 점포가 호조를 보이고 있음. 동사의 경우, 지방 점포 역시 호조가 지속되고 있는데, 동사의 지방점포는 부산센텀시티점과 동대구점과 같이 대규모 점포로 지역 상권 내 고소득층의 소비가 집중되는 곳. 최근 나타나고 있는 소비 양극화에 따른 수혜를 보고 있는 것으로 파악. 한편, 연간 6,000 억원 규모의 매출을 기록했던 인천점의 영업이 2018 년까지라는 점은 동사에 부담 요인.

면세점은 사업 확장 과정에서 불확실성이 확대

면세점 업황은 지금까지도 호조가 지속되고 있음. 그러나 동사가 계획하고 있는 면세점 확장 과정에서 불확실성이 확대. 투자자들의 우려가 가장 큰 분야는 인천공항 1 터미널 사업. 향수/화장품과 탑승동, 패션 구역 등에 3,370 억원 규모의 임차료가 동사의 실적을 훼손할 것이라는 것. 실제로 과거 탑승동에서 영업을 했던 사업자들은 모두 이익을 창출하는데 실패, 당사 역시 투자자들의 우려에 생각을 같이 함. 또한 7 월 중순 영업을 시작할 센트럴시티 면세점 역시 초기 적자는 불가피할 것. 여기에 조선호텔로부터 인수한 면세사업부 역시 동사의 실적에는 부담 요인. 국내 경쟁 상황 역시 이전보다 치열해 질 것. 인천공항에서 철수한 롯데면세점이 마케팅 비용 지출 여력이 높아지며 공격적인 고객 유치에 나설 가능성이 높기 때문.

면세점 사업의 불확실성을 반영, 목표주가 440,000 원으로 하향

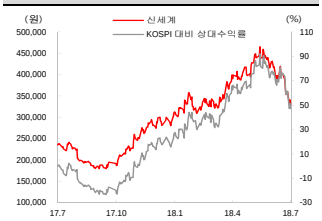
면세점 사업의 불확실성을 반영하여 목표주가를 기존 500,000 원에서 440,000 원으로 하향. 목표주가 하향에도 최근 주가가 크게 하락하며 가격 매력은 충분한 것으로 판단, 투자의견 매수는 유지. 국내 면세점 사업은 국내외 수요를 고려할 때, 여전히 성장성 높은 사업으로 이에 대한 공격적인 투자는 장기 성장성을 강화하는 요인이기 때문.

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	32,489 억원
주요주주	
이명희(외3)	28.06%
국민연금공단	12.59%
외국인지분률	34.20%
배당수익률	0.40%

Stock Data	
주가(18/07/11)	330,000 원
KOSPI	2280.62 pt
52주 Beta	0.95
52주 최고가	465,500 원
52주 최저가	179,500 원
60일 평균 거래대금	329 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-23.3%	-17.0%
6개월	5.9%	15.6%
12개월	40.1%	47.2%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	25,640	29,475	38,714	44,956	53,593	66,069
yoy	%	2.9	15.0	31.4	16.1	19.2	23.3
영업이익	억원	2,621	2,514	3,457	4,402	4,814	5,343
yoy	%	-4.1	-4.1	37.5	27.3	9.4	11.0
EBITDA	억원	4,376	4,601	6,148	7,215	7,742	8,361
세전이익	억원	5,834	4,154	2,914	4,434	4,849	5,361
순이익(지배주주)	억원	4,021	2,271	1,823	2,907	3,124	3,454
영업이익률%	%	10.2	8.5	8.9	9.8	9.0	8.1
EBITDA%	%	17.1	15.6	15.9	16.1	14.5	12.7
순이익률	%	16.9	11.0	5.5	7.5	6.9	6.2
EPS	원	40,843	23,071	18,513	29,528	31,732	35,087
PER	배	5.6	7.6	16.2	11.2	10.4	9.4
PBR	배	0.8	0.5	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	11.8	12.6	11.3	10.1	9.2	8.2
ROE	%	14.3	7.3	5.5	8.2	8.1	8.2
순차입금	억원	18,553	25,500	24,755	24,957	22,557	19,377
부채비율	%	95.0	112.1	106.4	109.2	116.4	117.6

Analyst 손윤경, CFA skcase1976@sk.com / 02-3773-8477

신세계 목표주가 산정

	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	1,566	4,021	2,271	1,823	2,907	3,124	3,454
Target P/E Multiple(X)					15.0	14.3	15.0
적정 시가총액(억원)					43,607	44,518	51,816
주식 수(천주)					9,845	9,845	9,845
적정주가(원)					442,923	452,183	526,306
목표주가(원)					**440,000**		
목표 시가총액(억원)					**43,319**		
각 연도말 시가총액(억원)	17,820	22,644	17,328	29,536			
목표 시가총액 대비 Implied P/E					14.9	13.9	12.5
각 연도말 P/E (X)	11.4	5.6	7.6	16.2			

자료: wisefn, SK 증권 리서치센터

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

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

신세계 분기 및 연간 실적 전망

단위: 억원, %

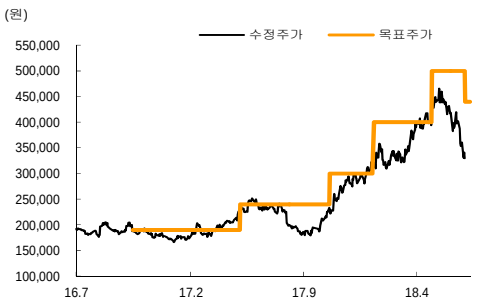
신세계(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
총매출	17,706	17,000	18,140	20,823	20,066	18,663	20,245	22,143	50,526	58,366	73,669	81,117	88,174	100,455
백화점	11,331	11,109	11,030	12,871	11,489	11,248	11,155	12,227	39,747	44,309	46,341	46,440	44,852	45,301
신세계인터내셔널, 톰보이	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	2,468	2,500
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	5,569	6,126	6,432
영업이익	776	413	743	1,520	1,130	816	947	1,507	2,621	2,514	3,452	4,402	4,814	5,343
영업이익률	4.4%	2.4%	4.1%	7.3%	5.6%	4.4%	4.7%	6.8%	5.2%	4.3%	4.7%	5.4%	5.5%	5.3%
백화점	521	362	396	920	590	389	423	898	1,831	1,956	2,199	2,300	2,284	2,262
신세계인터내셔널, 톰보이	40	48	10	160	120	138	104	172	217	278	258	534	587	644
센트럴시티	392	289	395	445	300	309	400	449	612	1,312	1,499	1,459	1,578	1,602
면세점	-16	-40	100	110	240	143	150	165	0	-500	154	699	976	1,464
기타(1Q17 동대구점 포함)	-18	-98	-23	50	20	16	32	60	-140	-111	-89	130	162	183
세전이익	476	681	640	1,116	1,063	920	897	1,554	5,834	4,151	2,913	4,434	4,849	5,361
세전이익률	2.7%	4.0%	3.5%	5.4%	5.3%	4.9%	4.4%	7.0%	11.5%	7.1%	4.0%	5.5%	5.5%	5.3%
당기순이익	338	470	440	888	842	690	673	1,165	4,332	3,234	2,136	3,370	3,675	4,064
지배주주순이익	249	479	394	701	758	587	572	991	4,021	2,271	1,823	2,907	3,124	3,454

자료: 신세계, SK 증권 리서치센터

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

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

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.07.12	매수	440,000원	6개월		
2018.05.11	매수	500,000원	6개월	-17.73%	-6.90%
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	-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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 7 월 12 일 기준)

매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%

Analyst **손윤경, CFA** skcase1976@sk.com / 02-3773-8477

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,875	12,691	16,373	25,290	31,880
현금및현금성자산	783	1,755	3,798	10,197	13,378
매출채권및기타채권	2,945	3,508	4,015	4,846	5,972
재고자산	3,926	4,639	5,309	6,408	7,896
비유동자산	89,670	88,826	93,307	96,310	99,470
장기금융자산	6,184	5,510	5,141	5,141	5,141
유형자산	66,256	66,322	68,040	69,289	70,437
무형자산	3,043	2,965	4,318	4,264	4,220
자산총계	99,545	101,517	109,680	121,599	131,350
유동부채	24,350	28,921	30,341	34,192	39,409
단기금융부채	7,570	12,662	11,731	11,731	11,731
매입채무 및 기타채무	4,812	3,675	4,206	5,077	6,256
단기충당부채	25	27	31	37	46
비유동부채	28,266	23,401	26,898	31,201	31,581
장기금융부채	18,994	14,157	17,436	21,436	21,436
장기매입채무 및 기타채무	42	23	23	23	23
장기충당부채	73	68	89	117	149
부채총계	52,616	52,322	57,240	65,394	70,990
지배주주지분	32,341	34,218	37,058	40,292	43,856
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	25,185	28,309	31,763
비지배주주지분	14,588	14,978	15,383	15,914	16,504
자본총계	46,929	49,195	52,440	56,206	60,360
부채와자본총계	99,545	101,517	109,680	121,599	131,350

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	29,475	38,714	44,956	53,593	66,069
매출원가	10,574	15,594	20,556	28,782	40,728
매출총이익	18,901	23,121	24,400	24,811	25,341
매출총이익률 (%)	64.1	59.7	54.3	46.3	38.4
판매비와관리비	16,387	19,664	19,998	19,998	19,998
영업이익	2,514	3,457	4,402	4,814	5,343
영업이익률 (%)	8.5	8.9	9.8	9.0	8.1
비영업손익	1,640	-543	32	35	18
순금융비용	455	637	672	599	465
외환관련손익	-12	232	60	60	60
관계기업투자등 관련손익	1,869	211	220	219	219
세전계속사업이익	4,154	2,914	4,434	4,849	5,361
세전계속사업이익률 (%)	14.1	7.5	9.9	9.1	8.1
계속사업법인세	921	777	1,064	1,173	1,297
계속사업이익	3,234	2,136	3,370	3,675	4,064
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,234	2,136	3,370	3,675	4,064
순이익률 (%)	11.0	5.5	7.5	6.9	6.2
지배주주	2,271	1,823	2,907	3,124	3,454
지배주주귀속 순이익률(%)	7.71	4.71	6.47	5.83	5.23
비지배주주	962	313	463	551	610
총포괄이익	3,277	2,391	3,460	3,766	4,154
지배주주	2,321	2,095	3,017	3,234	3,564
비지배주주	957	297	443	532	590
EBITDA	4,601	6,148	7,215	7,742	8,361

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	4,024	4,135	6,951	7,062	7,708
당기순이익(손실)	3,234	2,136	3,370	3,675	4,064
비현금성항목등	1,711	4,362	3,917	4,067	4,297
유형자산감가상각비	1,933	2,520	2,627	2,751	2,851
무형자산상각비	154	171	186	177	167
기타	161	693	-257	-266	-115
운전자본감소(증가)	270	-1,425	340	407	559
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-879	-538	-246	-831	-1,126
재고자산감소(증가)	-1,080	-854	228	-1,099	-1,488
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	505	-84	286	870	1,179
기타	1,724	51	72	1,466	1,993
법인세납부	-1,190	-938	-675	-1,088	-1,212
투자활동현금흐름	-8,801	-2,577	-5,183	-3,826	-3,624
금융자산감소(증가)	71	923	-24	0	0
유형자산감소(증가)	-6,650	-3,525	-3,746	-4,000	-4,000
무형자산감소(증가)	-73	-33	-123	-123	-123
기타	-2,149	59	-1,289	297	499
재무활동현금흐름	5,117	-565	275	3,164	-904
단기금융부채증가(감소)	-2,902	-354	739	0	0
장기금융부채증가(감소)	8,883	518	549	4,000	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-296	-357	-123	0	0
기타	-568	-373	-1,014	-836	-904
현금의 증가(감소)	340	972	2,043	6,400	3,180
기초현금	443	783	1,755	3,798	10,197
기말현금	783	1,755	3,798	10,197	13,378
FCF	-1,695	-396	2,553	2,881	3,523

자료 : 신세계, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	15.0	31.4	16.1	19.2	23.3
영업이익	-4.1	37.5	27.3	9.4	11.0
세전계속사업이익	-28.8	-29.9	52.2	9.4	10.6
EBITDA	5.2	33.6	17.4	7.3	8.0
EPS(계속사업)	-43.5	-19.8	59.5	7.5	10.6
수익성 (%)					
ROE	7.3	5.5	8.2	8.1	8.2
ROA	3.6	2.1	3.2	3.2	3.2
EBITDA마진	15.6	15.9	16.1	14.5	12.7
안정성 (%)					
유동비율	40.6	43.9	54.0	74.0	80.9
부채비율	112.1	106.4	109.2	116.4	117.6
순차입금/자기자본	54.3	50.3	47.6	40.1	32.1
EBITDA/이자비용(배)	7.3	8.1	9.2	9.3	9.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	23,071	18,513	29,528	31,732	35,087
BPS	328,499	347,557	376,403	409,251	445,454
CFPS	44,270	45,848	58,105	61,480	65,745
주당 현금배당금	1,250	1,250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.0	16.2	15.8	14.7	13.3
PER(최저)	7.6	9.0	9.5	8.8	8.0
PBR(최고)	0.7	0.9	1.2	1.1	1.1
PBR(최저)	0.5	0.5	0.8	0.7	0.6
PCR	4.0	6.5	5.7	5.4	5.0
EV/EBITDA(최고)	13.7	11.3	12.0	10.9	9.8
EV/EBITDA(최저)	12.5	9.2	9.5	8.6	7.6