SK COMPANY Analysis

SK securities

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

면세점 사업자로 자리 잡음

6 월 큰 폭으로 조정을 받은 주가는 이후 이렇다 할 반등을 보여주지 못 함. 주가가 다시 반등하지 못하는 이유는 주가하락의 원인이었던 위안화 약세가 여전히 지속되고 있고, 신규 면세점들에서 발생할 적자 규모가 검증되지도 않았기 때문. 주가의 단기 가파른 회복을 기대하는 것은 쉽지 않음. 그러나 적극적인 면세점 확장은 경쟁력을 강화하는 요인이고, 현재는 우려가 지배적인 중국인 수요 역시 추세적으로 증가할 수 밖에 없음. 긴 호흡에서는 현재가 매수 기회. 투자의견 매수와 목표주가 44 만원 유지.

하반기 주가는 조정과 반등을 반복 중

전년도 하반기부터 추세적인 상승을 했던 동사 주가는 6 월 큰 폭으로 조정. 이후 주가는 이렇다 할 반등을 보여주지 못하고 있음. 큰 폭의 주가 하락은 장기간 큰 폭으로 상승한 주가로 차익실현 욕구가 있는 가운데, 위안화 약세 및 중국의 따이공 규제 가능성 등의 악재가 있었기 때문. 또한 동사의 적극적인 면세점 확장 전략 역시 투자자들에게 부담이 되었음. 하반기 이후 새롭게 영업을 시작하는 센트럴시티 면세점과 인천공항 1 청사 면세점에서 발생할 적자 규모가 가늠이 되지 않았기 때문.

주가는 단기적으로 쉬어갈 수 있음

큰 폭으로 하락했던 주가가 다시 추세적으로 반등하지 못하는 이유는 주가하락의 원인이었던 위안화 약세가 여전히 지속되고 있고, 신규 면세점들에서 발생할 적자 규모가 밝혀지지도 않았기 때문. 오히려 10 월 초 중국에서 면세 한도를 초과한 여행자들에 벌금을 부과했다는 사실이 알려지며 투자 심리를 더 위축시킴. 당사 역시 중국의 면세한도 규제가 단기적으로 동사의 주요 고객인 따이공 활동을 위축시켜 실적을 악화시킬 수 있을 것으로 판단. 단기적으로 가파른 주가 회복은 쉽지 않을 것으로 전망.

그러나 장기적으로 바잉 파워 확대 기대

그러나 장기 관점에서는 현재가 매수 기회. 적극적인 면세점 확장은 규모의 경제가 중요한 면세점 사업에서 동사의 경쟁력을 강화시키는 요인이고 주요 고객인 따이공의 구매력 약화 및 활동 위축 등에 따른 우려 역시 장기적인 관점에서는 기우에 불과하기 때문. 중국의 인당 GDP 는 중/단기 부침이 있더라도 지속적으로 성장할 것이며 이에 따른 중국 내에서 명품을 저렴하게 구매하고자 하는 수요와 출국수요를 지속으로 증가시킬 것. 즉, 한국 면세점을 이용할 고객이 지속적으로 증가할 것이라는 전망을 수정해야 할 단계는 아님.

영업실적 및 투자지표

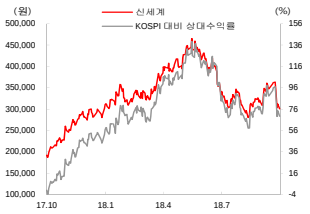
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	25,640	29,475	38,714	50,347	60,708	76,717
yoy	%	2.9	15.0	31.4	30.1	20.6	26.4
영업이익	억원	2,621	2,514	3,457	3,930	4,345	4,862
yoy	%	-4.1	-4.1	37.5	13.7	10.6	11.9
EBITDA	억원	4,376	4,601	6,148	6,715	7,224	7,824
세전이익	억원	5,834	4,154	2,914	3,720	4,380	4,880
순이익(지배주주)	억원	4,021	2,271	1,823	2,596	3,000	3,379
영업이익률%	%	10.2	8.5	8.9	7.8	7.2	6.3
EBITDA%	%	17.1	15.6	15.9	13.3	11.9	10.2
순이익률	%	16.9	11.0	5.5	5.7	5.5	4.8
EPS	원	40,843	23,071	18,513	26,368	30,475	34,325
PER	배	5.6	7.6	16.2	11.4	9.9	8.8
PBR	배	0.8	0.5	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	11.8	12.6	11.3	10.5	9.5	8.5
ROE	%	14.3	7.3	5.5	7.4	8.1	8.5
순차입금	억원	18,553	25,500	24,755	25,538	23,774	21,136
부채비율	%	95.0	112.1	106.4	118.3	127.5	133.0

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	29,634 억원
주요주주	
이명희(외3)	28.06%
국민연금공단	13.18%
외국인지분률	29.40%
배당수익률	0.40%

Stock Data	
주가(18/10/08)	301,000 원
KOSPI	2253.83 pt
52주 Beta	1.27
52주 최고가	465,500 원
52주 최저가	187,000 원
60일 평균 거래대금	306 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.1%	-4.9%
6개월	-20.3%	-14.0%
12개월	54.4%	64.0%

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

목표주가 산정

Valuation	지분	2018년E	2019년E	2020년E	비고
Nopat					
백화점					
오프라인	사업부	1,763	1,618	1,602	
온라인	사업부				
신세계동대구	61.0%	93	140	191	
센트럴시티	60.0%	381	776	809	
면세점	100.0%	299	267	522	
까사미아	95.7%		67	88	
Nopat 대비 Multiple					
백화점					
오프라인			12.0x		
온라인			-		
신세계동대구			12.0x		
센트럴시티			12.0x		
면세점			-		
까사미아			12.0x		
사업부문별 가치					
백화점					
오프라인			19,412		
온라인			6,111		온라인 총매출의 0.5x
신세계동대구			1,681		장부가 2,764억원
센트럴시티			9,306		
면세점			28,155	42,233	2019년 총매출의 1.0x (장부가 4,150억원)
까사미아			800		장부가 1,915억원
상장사 가치		시가총액(억원)	지분가치		시가 대비 할인율
신세계인터내셔날	45.8%	15,000	4,805		30%
기업가치			70,269		
순차입			28,000		
적정시가총액			42,269		
주식수(천주)			9,845		
적정주가(원)			429,334		

자료: SK 증권

신세계 분기 및 연간 실적 전망

단위: 억원, %

신세계(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
총매출	17,706	17,000	18,140	20,823	20,066	20,197	21,850	24,067	50,526	58,366	73,669	86,179	92,560	108,289
백화점	11,331	11,109	11,030	12,871	11,810	10,887	11,155	12,485	39,747	44,309	46,341	46,336	41,703	42,120
신세계인터내셔널, 톰보이	2,720	2,390	2,690	3,220	3,040	2,830	3,094	3,542	10,071	10,226	11,020	12,506	13,131	13,787
센트럴시티	630	630	640	670	450	470	645	670	1,946	2,298	2,570	2,235	2,606	2,632
면세점	1,830	1,910	2,710	2,750	3,400	4,450	5,420	5,500	-	3,010	9,200	18,770	28,155	42,233
대구점	1,755	1,485	1,688	1,971	2,018	2,330	2,278	2,661			6,899	9,287	10,215	10,931
까사미아						310	326	342				977	1,547	1,880
기타	-560	-524	-617	-660	-652	-770	-741	-792	-1,238	-1,477	-2,362	-2,955	-3,250	-3,413
영업이익	776	413	743	1,520	1,133	798	657	1,342	2,621	2,514	3,452	3,930	4,345	4,862
영업이익률	4.4%	2.4%	4.1%	7.3%	5.6%	4.0%	3.0%	5.6%	5.2%	4.3%	4.7%	4.6%	4.7%	4.5%
백화점	521	362	396	920	590	420	423	917	1,831	1,956	2,199	2,350	2,157	2,136
신세계인터내셔널, 톰보이	40	48	10	160	120	140	104	172	217	278	258	537	590	647
센트럴시티	250	141	260	280	160	50	97	201	612	1,312	931	508	1,034	1,079
면세점	-16	-40	100	110	240	230	-27	-44	0	-500	154	399	356	695
대구점	-20	-90	-30	60	20	-5	27	81			-80	123	187	254
까사미아	0	0	0	0	0	30	26	25			0	81	89	118
기타	2	-8	7	-10	3	-67	7	-10	-140	-111	-9	-67	-67	-67
세전이익	476	681	640	1,116	1,063	660	607	1,389	5,834	4,151	2,913	3,720	4,380	4,880
세전이익률	2.7%	4.0%	3.5%	5.4%	5.3%	3.3%	2.8%	5.8%	11.5%	7.1%	4.0%	4.3%	4.7%	4.5%
당기순이익	338	470	440	888	842	521	455	1,042	4,332	3,234	2,136	2,860	3,320	3,699
지배주주순이익	249	479	394	701	758	501	375	962	4,021	2,271	1,823	2,596	3,000	3,379

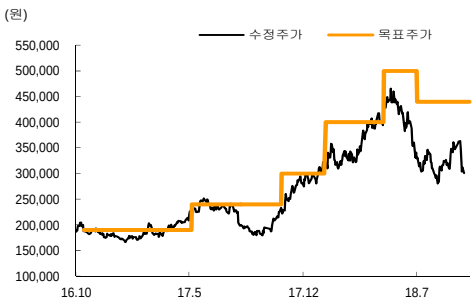
자료: 신세계, SK 증권 리서치센터

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

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

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.11	매수	440,000원	6개월		
2018.07.12	매수	440,000원	6개월	-26.75%	-17.39%
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%



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 10 월 11 일 기준)

매수	92.06%	중립	7.94%	매도	0%

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,875	12,691	18,419	26,959	34,083
현금및현금성자산	783	1,755	4,377	10,142	12,779
매출채권및기타채권	2,945	3,508	4,573	5,489	6,970
재고자산	3,926	4,639	6,047	7,259	9,217
비유동자산	89,670	88,826	93,155	95,446	98,415
장기금융자산	6,184	5,510	4,409	4,409	4,409
유형자산	66,256	66,322	68,450	69,729	70,904
무형자산	3,043	2,965	4,236	4,135	4,054
자산총계	99,545	101,517	111,575	122,405	132,498
유동부채	24,350	28,921	35,656	39,902	46,767
단기금융부채	7,570	12,662	14,459	14,459	14,459
매입채무 및 기타채무	4,812	3,675	4,791	5,751	7,302
단기충당부채	25	27	35	42	54
비유동부채	28,266	23,401	24,815	28,704	28,858
장기금융부채	18,994	14,157	15,645	19,645	19,645
장기매입채무 및 기타채무	42	23	16	10	3
장기충당부채	73	68	99	128	166
부채총계	52,616	52,322	60,471	68,606	75,625
지배주주지분	32,341	34,218	35,947	38,327	41,087
자본금	492	492	492	492	492
자본잉여금	3,999	3,995	3,968	3,968	3,968
기타자본구성요소	-36	-36	-36	-36	-36
자기주식	-36	-36	-36	-36	-36
이익잉여금	21,000	22,460	24,827	27,827	31,207
비지배주주지분	14,588	14,978	15,157	15,471	15,786
자본총계	46,929	49,195	51,103	53,799	56,873
부채와자본총계	99,545	101,517	111,575	122,405	132,498

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	29,475	38,714	50,347	60,708	76,717
매출원가	10,574	15,594	25,620	35,565	51,057
매출총이익	18,901	23,121	24,728	25,143	25,660
매출총이익률 (%)	64.1	59.7	49.1	41.4	33.5
판매비와관리비	16,387	19,664	20,798	20,798	20,798
영업이익	2,514	3,457	3,930	4,345	4,862
영업이익률 (%)	8.5	8.9	7.8	7.2	6.3
비영업손익	1,640	-543	-210	35	18
순금융비용	455	637	696	641	538
외환관련손익	-12	232	60	60	60
관계기업투자등 관련손익	1,869	211	202	202	202
세전계속사업이익	4,154	2,914	3,720	4,380	4,880
세전계속사업이익률 (%)	14.1	7.5	7.4	7.2	6.4
계속사업법인세	921	777	860	1,060	1,181
계속사업이익	3,234	2,136	2,860	3,320	3,699
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,234	2,136	2,860	3,320	3,699
순이익률 (%)	11.0	5.5	5.7	5.5	4.8
지배주주	2,271	1,823	2,596	3,000	3,379
지배주주귀속 순이익률(%)	7.71	4.71	5.16	4.94	4.4
비지배주주	962	313	264	320	320
총포괄이익	3,277	2,391	2,235	2,695	3,074
지배주주	2,321	2,095	1,976	2,381	2,760
비지배주주	957	297	258	315	315
EBITDA	4,601	6,148	6,715	7,224	7,824

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	4,024	4,135	7,041	6,408	7,178
당기순이익(손실)	3,234	2,136	2,860	3,320	3,699
비현금성항목등	1,711	4,362	3,986	3,903	4,125
유형자산감가상각비	1,933	2,520	2,605	2,721	2,825
무형자산상각비	154	171	180	157	137
기타	161	693	15	-326	-205
운전자본감소(증가)	270	-1,425	883	254	545
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-879	-538	-914	-916	-1,481
재고자산감소(증가)	-1,080	-854	-508	-1,211	-1,958
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	505	-84	914	960	1,552
기타	1,724	51	1,390	1,422	2,433
법인세납부	-1,190	-938	-687	-1,070	-1,191
투자활동현금흐름	-8,801	-2,577	-5,353	-3,784	-3,614
금융자산감소(증가)	71	923	188	0	0
유형자산감소(증가)	-6,650	-3,525	-4,249	-4,000	-4,000
무형자산감소(증가)	-73	-33	-56	-56	-56
기타	-2,149	59	-1,236	272	442
재무활동현금흐름	5,117	-565	934	3,140	-926
단기금융부채증가(감소)	-2,902	-354	2,645	0	0
장기금융부채증가(감소)	8,883	518	-346	4,000	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-296	-357	-123	0	0
기타	-568	-373	-1,073	-860	-926
현금의 증가(감소)	340	972	2,622	5,764	2,638
기초현금	443	783	1,755	4,377	10,142
기말현금	783	1,755	4,377	10,142	12,779
FCF	-1,695	-396	2,053	2,587	3,353

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	15.0	31.4	30.1	20.6	26.4
영업이익	-4.1	37.5	13.7	10.6	11.9
세전계속사업이익	-28.8	-29.9	27.7	17.8	11.4
EBITDA	5.2	33.6	9.2	7.6	8.3
EPS(계속사업)	-43.5	-19.8	42.4	15.6	12.6
수익성 (%)					
ROE	7.3	5.5	7.4	8.1	8.5
ROA	3.6	2.1	2.7	2.8	2.9
EBITDA마진	15.6	15.9	13.3	11.9	10.2
안정성 (%)					
유동비율	40.6	43.9	51.7	67.6	72.9
부채비율	112.1	106.4	118.3	127.5	133.0
순차입금/자기자본	54.3	50.3	50.0	44.2	37.2
EBITDA/이자비용(배)	7.3	8.1	8.4	8.5	8.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	23,071	18,513	26,368	30,475	34,325
BPS	328,499	347,557	365,119	389,301	417,333
CFPS	44,270	45,848	54,659	59,714	64,412
주당 현금배당금	1,250	1,250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.0	16.2	17.7	15.3	13.6
PER(최저)	7.6	9.0	10.6	9.2	8.2
PBR(최고)	0.7	0.9	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	0.5	0.5	0.8	0.7	0.7
PCR	4.0	6.5	5.5	5.0	4.7
EV/EBITDA(최고)	13.7	11.3	12.9	11.8	10.5
EV/EBITDA(최저)	12.5	9.2	10.2	9.2	8.2

자료 : 신세계, SK증권 추정