

신세계 (004170)

소매/유통



투자의견	BUY (I)
목표주가	460,000원 (I)
현재주가 (10/12)	296,000원
상승여력	55%

시가총액	29,142억원
총발행주식수	9,845,181주
60일 평균 거래대금	305억원
60일 평균 거래량	95,346주
52주 고	465,500원
52주 저	188,000원
외인지분율	29.31%
주요주주	이명희 외 2 인 28.06%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.4)	(10.0)	57.4
상대	(2.2)	(4.9)	80.2
절대(달러환산)	(8.6)	(11.5)	55.9

백화점과 면세점의 양상불이 아름답다

투자의견 BUY, 목표주가 46만원으로 커버리지 개시

신세계에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 46만원으로 커버리지를 개시한다. 대형 백화점과 브랜드 Full Coverage 구축을 통해 백화점 사업에서 경쟁사 대비 경쟁우위 확보했다는 판단 하에 경쟁사 대비 10% 할증한 Target EV/EBITDA Multiple을 적용하였다. 신세계DF의 가치는 5,409억원으로 산정하였다. 이는 12MF 추정 순이익 270억원에 P/E Multiple 20배를 적용한 것이다. 면세점업의 성장성에 대한 시장의 이견이 있을 수 있지만, 신세계DF의 가치를 제외하더라도 현 주가 대비 약 36%의 Upside Potential이 있기 때문에 비중 확대 전략이 유효하다고 판단하는 바이다. 이마트와의 이커머스 사업에 대한 보다 구체적인 전략 발표가 동사의 추가적인 주가 모멘텀이 될 전망이다.

백화점과 면세점의 양상불이 아름답다

복합쇼핑몰뿐만 아니라 다양한 체험공간과 문화·여가 시설, 음식점 등 다양한 집객 요소를 구비하고, 렉서리 브랜드의 Full Coverage를 갖춘 대형 백화점도 유통업의 패러다임 변화에 따라 구조적 성장세를 보이고 있다. 각 거점별 1위 대형 백화점을 운영하고 있는 신세계의 백화점 사업이 호조세를 보이는 이유이다. 이러한 트렌드는 지속될 전망이며, 신세계의 백화점 사업이 경쟁사 대비 실적 아웃퍼폼도 지속될 것으로 전망된다.

면세업에 대해 당사는 다소 보수적으로 바라볼 것을 앞서 주문한 바 있다. 하지만 신세계는 인천공항 T1/T2와 강남점을 바탕으로 M/S를 확대해나가는 M/S Gainer의 입장이다. 이를 바탕으로 향후 규모의 경제를 통한 원가경쟁력 제고가 기대된다. 이에 따라 신세계는 면세점 업태에 대한 편안한 투자처가 될 수 있다는 판단이다.

3Q18E Preview

3분기 신세계의 연결 매출액은 1.48조원(+50.5% YoY), 연결 영업이익 735억원(-1.0% YoY)을 기록할 전망이다. 3분기 백화점의 기준점신장률은 +4% YoY 이상을 기록할 전망한다. 이에 따라 별도(백화점) 영업이익은 440억원을 기록해 전년대비 +11.0% YoY 증익이 전망된다. 하지만 신규면세점 출점(강남점, 인천공항T1)으로 신세계DF가 -13억원(적전 YoY) 적자를 기록할 것으로 전망되기 때문에 감익은 불가피하다. 다만, 신세계DF의 적자전환은 일정 부분 예상된 바이기에 감익에 대한 시장의 우려는 크지 않을 전망이다. 오히려 신규점의 성과가 예상보다 빠르다는 점에 주목할 필요가 있다. 강남점의 경우, 3Q18 일매출액이 10억원 수준을 기록할 전망이다.

Quarterly earning forecasts

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,833	50.6	25.4	13,353	11.1
영업이익	735	-1.0	-7.8	759	-3.1
세전계속사업이익	541	-15.5	-18.0	731	-26.0
지배순이익	411	4.3	-18.0	489	-16.1
영업이익률 (%)	5.0	-2.5 %pt	-1.7 %pt	5.7	-0.7 %pt
지배순이익률 (%)	2.8	-1.2 %pt	-1.4 %pt	3.7	-0.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	29,475	38,714	54,105	64,045
영업이익	2,514	3,457	4,190	4,971
지배순이익	2,271	1,823	2,696	3,286
PER	8.6	11.6	10.8	8.9
PBR	0.6	0.6	0.8	0.7
EV/EBITDA	12.7	9.6	10.3	9.3
ROE	7.3	5.5	7.7	8.8

자료: 유안타증권

[표 25] 신세계 SOTP Valuation

(단위: 억원, x 배, 천주, 원)

별도 영업가치	18E	19E	12M Forward EBITDA	Target EV/EBITDA	비고
백화점 EBITDA	3,600	3,802	3,769	7.4	현대백화점 목표 시가총액 EV/EBITDA 6.7배 대비 영업우위로 10% 할증
백화점 영업가치	27,775				
종속기업	적정가치	지분율	신세계 보유가치		비고
신세계 DF	5,409	100%	5,409		추정 순이익 * P/E 20배 적용
신세계인터내셔널	13,388	45.8%	6,126		시가총액
기타	15,571		15,571		장부가액
종속기업 가치	27,106				
투자자산	적정가치	지분율	신세계 보유가치		비고
삼성생명	180,600	2.2%	3,973		시가총액
관계 및 공동 기업	1,207		1,207		장부가액
투자부동산	1,613		1,613		장부가액
투자자산 가치	5,434				20% 할인
순차입금	15,128				2Q18 별도기준
현금성자산	80				
단기차입금	6,925				
장기차입금	8,284				
적정 시가총액	45,187				
발행주식수	9,836				
적정 주당가치	459,389				

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 26] 신세계 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
총매출액	11,330	11,109	11,030	12,870	11,810	10,887	10,598	12,513	46,339	45,808	45,836
YoY	12.3%	6.2%	1.4%	0.0%	4.2%	-2.0%	-3.9%	-2.8%	4.6%	-1.1%	0.1%
백화점	8,900	8,590	8,570	10,190	9,200	9,022	8,796	10,496	36,250	37,514	37,058
온라인몰	2,430	2,519	2,460	2,690	2,610	1,865	1,802	2,018	10,099	8,294	8,778
순매출액	4,146	3,999	4,036	4,475	4,257	4,137	4,310	4,630	16,656	17,334	16,959
매출총이익	3,250	3,198	3,120	3,570	3,380	3,330	3,227	3,827	13,138	13,764	13,614
영업이익	520	362	396	910	590	420	440	861	2,188	2,311	2,391
YoY	18.2%	-2.2%	7.0%	13.8%	13.5%	16.0%	11.0%	-5.4%	10.5%	5.6%	3.5%
영업이익률	4.6%	3.3%	3.6%	7.1%	5.0%	3.9%	4.1%	6.9%	4.7%	5.0%	5.2%

자료: 신세계, 유안타증권 리서치센터

[표 27] 신세계 실적 추이 및 전망 (연결기준)											(단위: 억원)
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
순매출액	9,166	8,766	9,853	10,930	10,953	11,827	14,833	16,491	38,715	54,104	64,045
YoY	42.5%	33.5%	27.7%	24.8%	79.5%	34.9%	50.5%	50.9%	31.3%	39.8%	18.4%
신세계	4,146	3,999	4,036	4,475	4,257	4,137	4,310	4,630	16,656	17,334	16,959
신세계인터내셔날	2,721	2,395	2,688	3,222	3,044	2,834	3,124	3,732	11,026	12,735	14,735
센트럴시티	628	626	640	670	448	466	539	683	2,564	2,137	2,666
신세계 DF	1,832	1,915	2,707	2,747	3,395	4,446	6,694	7,241	9,201	21,776	29,098
대구	399	364	391	480	416	404	466	504	1,634	1,790	1,787
까사미아	0	0	0	0	0	311	300	300	911	911	1,200
영업이익	776	413	743	1,516	1,133	797	735	1,525	3,449	4,190	4,971
YoY	25.0%	-2.9%	80.4%	43.6%	45.9%	92.9%	-1.0%	0.6%	37.2%	21.5%	18.6%
신세계	520	362	396	920	590	420	440	861	2,198	2,311	2,391
신세계인터내셔날	44	44	9	157	118	143	123	253	254	637	927
센트럴시티	251	141	260	281	161	48	139	283	933	632	1,066
신세계 DF	-16	-44	97	108	236	226	-13	14	146	463	360
대구	-24	-90	-26	60	19	-5	56	94	-80	164	147
까사미아	0	0	0	0	0	27	-10	20	37	37	80
영업이익률	8.5%	4.7%	7.5%	13.9%	10.3%	6.7%	5.0%	9.2%	8.9%	7.7%	7.8%
신세계	12.5%	9.1%	9.8%	20.6%	13.9%	10.2%	10.2%	18.6%	13.2%	13.3%	14.1%
신세계인터내셔날	1.6%	1.9%	0.3%	4.9%	3.9%	5.0%	3.9%	6.8%	2.3%	5.0%	6.3%
센트럴시티	40.0%	22.5%	40.6%	41.9%	35.9%	10.3%	25.8%	41.5%	36.4%	29.6%	40.0%
신세계 DF	-0.8%	-2.3%	3.6%	3.9%	7.0%	5.1%	-0.2%	0.2%	1.6%	2.1%	1.2%
대구	-6.0%	-24.8%	-6.6%	12.5%	4.6%	-1.2%	12.0%	18.7%	-4.9%	9.2%	8.2%
까사미아						8.7%	-3.3%	6.7%	4.1%	4.1%	6.7%

자료: 신세계, 유안타증권 리서치센터

신세계 (004170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	29,475	38,714	54,105	64,045	68,073	
매출원가	10,574	15,594	24,739	29,314	31,157	
매출총이익	18,901	23,121	29,366	34,731	36,915	
판관비	16,387	19,664	25,176	29,761	31,179	
영업이익	2,514	3,457	4,190	4,971	5,736	
EBITDA	4,601	6,148	6,939	7,490	8,031	
영업외손익	1,640	-543	-571	-639	-499	
외환관련손익	-12	232	-102	0	0	
이자손익	-455	-637	-724	-750	-621	
관계기업관련손익	1,869	211	101	111	122	
기타	238	-349	154	0	0	
법인세비용차감전순손익	4,154	2,914	3,619	4,332	5,238	
법인세비용	921	777	759	910	1,100	
계속사업순손익	3,234	2,136	2,860	3,423	4,138	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	3,234	2,136	2,860	3,423	4,138	
지배지분순이익	2,271	1,823	2,696	3,286	3,972	
포괄순이익	3,277	2,391	1,967	3,421	4,136	
지배지분포괄이익	2,321	2,094	1,820	3,454	4,172	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	9,875	12,691	17,629	20,447	24,693	
현금및현금성자산	783	1,755	944	2,531	5,891	
매출채권 및 기타채권	2,961	3,545	3,863	4,150	4,356	
재고자산	3,926	4,639	9,700	10,645	11,324	
비유동자산	89,670	88,826	90,173	90,254	89,659	
유형자산	66,256	66,322	67,393	67,549	67,013	
관계기업등 지분관련자산	2,736	2,967	3,015	3,015	3,015	
기타투자자산	7,676	6,991	6,034	6,034	6,034	
자산총계	99,545	101,517	107,802	110,701	114,352	
유동부채	24,350	28,921	31,546	30,746	29,891	
매입채무 및 기타채무	11,871	11,016	11,725	11,925	12,070	
단기차입금	2,839	2,452	5,229	4,729	4,229	
유동성장기부채	4,648	10,056	9,147	8,647	8,147	
비유동부채	28,266	23,401	24,836	23,986	23,136	
장기차입금	6,452	1,977	2,782	2,282	1,782	
사채	11,454	10,999	11,804	11,504	11,204	
부채총계	52,616	52,322	56,381	54,732	53,026	
지배지분	32,341	34,218	35,780	38,941	42,665	
자본금	492	492	492	492	492	
자본잉여금	3,999	3,995	3,968	3,968	3,968	
이익잉여금	21,000	22,460	24,927	28,090	31,817	
비지배지분	14,588	14,978	15,641	17,029	18,661	
자본총계	46,929	49,195	51,421	55,969	61,326	
순차입금	24,187	22,884	26,943	23,506	18,296	
총차입금	26,481	26,665	30,021	28,171	26,321	

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3,594	3,574	1,458	4,360	5,175	
당기순이익	3,234	2,136	2,860	3,423	4,138	
감가상각비	1,933	2,520	2,562	2,345	2,136	
외환손익	41	-172	83	0	0	
종속,관계기업관련손익	-237	-211	-101	-111	-122	
자산부채의 증감	270	-1,425	-4,532	-1,627	-1,317	
기타현금흐름	-1,646	726	587	331	340	
투자활동 현금흐름	-8,956	-2,646	-4,520	-3,299	-2,287	
투자자산	-717	767	188	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-7,926	-3,956	-3,164	-2,500	-1,600	
유형자산 감소	1,276	431	15	0	0	
기타현금흐름	-1,589	112	-1,559	-799	-687	
재무활동 현금흐름	5,703	44	1,441	-2,326	-2,449	
단기차입금	-2,902	-354	2,645	-500	-500	
사채 및 장기차입금	8,908	598	-306	-1,300	-1,300	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-296	-357	-526	-526	-649	
기타현금흐름	-8	156	-372	0	0	
연결범위변동 등 기타	0	1	809	2,851	2,921	
현금의 증감	340	972	-811	1,587	3,360	
기초 현금	443	783	1,755	944	2,531	
기말 현금	783	1,755	944	2,531	5,891	
NOPLAT	2,514	3,457	4,190	4,971	5,736	
FCF	-3,612	-155	-1,636	2,319	3,909	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

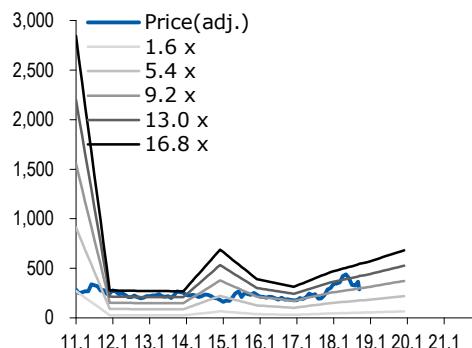
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS		23,071	18,513	27,388	33,373	40,348
BPS		328,792	347,867	363,747	395,883	433,749
EBITDAPS		46,735	62,448	70,485	76,075	81,575
SPS		299,384	393,230	549,559	650,522	691,433
DPS		1,250	1,250	1,250	2,500	3,000
PER		8.6	11.6	10.8	8.9	7.3
PBR		0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA		12.7	9.6	10.3	9.3	8.2
PSR		0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)		15.0	31.3	39.8	18.4	6.3
영업이익 증가율 (%)		-4.1	37.5	21.2	18.6	15.4
지배순이익 증가율 (%)		-43.5	-19.8	47.9	21.9	20.9
매출총이익률 (%)		64.1	59.7	54.3	54.2	54.2
영업이익률 (%)		8.5	8.9	7.7	7.8	8.4
지배순이익률 (%)		7.7	4.7	5.0	5.1	5.8
EBITDA 마진 (%)		15.6	15.9	12.8	11.7	11.8
ROIC		3.7	4.2	5.1	5.6	6.4
ROA		2.5	1.8	2.6	3.0	3.5
ROE		7.3	5.5	7.7	8.8	9.7
부채비율 (%)		112.1	106.4	109.6	97.8	86.5
순차입금/자기자본 (%)		74.8	66.9	75.3	60.4	42.9
영업이익/금융비용 (배)		4.0	4.5	5.2	5.3	5.7

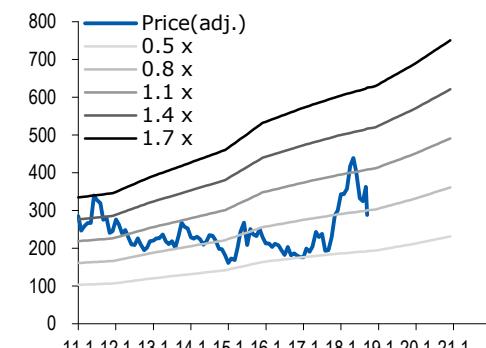
P/E band chart

(천원)



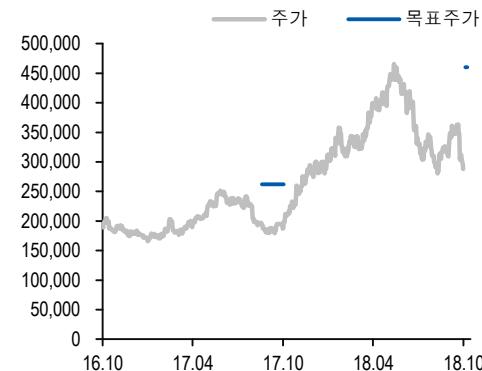
P/B band chart

(천원)



신세계 (004170) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	평균주가 대비	괴리를 최고(최저) 주가 대비
2018-10-15	BUY	460,000	1년		
	당당자 변경				
2018-06-07	1년 경과 이후		1년	29.41	64.69
2017-08-30	BUY	262,000	1년	15.04	77.67
	당당자 변경				
2017-06-07	1년 경과 이후		1년		
2016-06-07	BUY	250,000	1년	-23.50	0.60

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	84.7
Hold(중립)	13.6
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외