



하나금융그룹

2018년 11월 9일 | Equity Research

신세계(004170)

3QRe: 면세점 기업가치 미반영, 저평가

3분기 연결 영업이익 YoY 6% 감소

3분기 연결 매출과 영업이익은 전년동기 대비 각각 38% 증가, 6% 감소한 1조 3,593억원과 702억원으로 기대치(OP 581억원)을 상회하는 양호한 실적을 기록했다. 백화점 부문 총매출이 YoY 7.2%(온라인 위수탁판매 전환 감안), 영업이익은 YoY 18% 증가했다. 신세계DF가 인천공항 T1 영업손실(200억원 추정)로 인해 적자전환(OP -32억원, YoY -129억원)했으나, 일회성 비용(T1/강남점 오픈 비용 23억원, T1 상반기 임차료 조정 23억원)을 감안하면 사실상 BEP 수준이다. 센트럴시티(매출 570억원, OP 172억원)는 리모델링 영향으로 부진했으나, 신세계인터내셔널(매출 3,118억원, OP 115억원) 실적은 화장품 사업 호조로 대폭 개선되었다.

백화점 견조, 면세점 불확실성 완화

신세계 백화점 사업부문은 경쟁사 대비 높은 온라인 비중과 VIP 고객 비중으로 차별적인 실적 모멘텀을 구가하고 있다. 3분기 백화점 시장 성장률은 YoY 3.3% 수준이었으나, 신세계는 YoY 7% 이상을 기록했다. 면세점 시장 불확실성은 완화 국면에 있다. 중국 정부의 따이공 규제 우려는 기우다. 푸동공항 단속은 단발성 이슈로 마무리되었고, 중국 전자상거래법 개정은 면세점 따이공 규제가 아닌 소비자 보호를 목적으로 한다. 인천공항 T1 면세점 임대료 영향 당분간 감익이 불가피하지만, 면세점 시장 Top 3 업체로서 중장기 전망과 펀더멘탈은 문제 없다.

목표주가 40만원, 투자의견 '중립'→매수' 상향

과리율 확대로 투자의견을 매수로 상향 조정한다. 현재 주가는 12MF PER 8.8배로, 현재 시가총액에는 면세점 사업 가치는 전혀 반영돼 있지 않은 상태라고 평가할 수 있다. 백화점과 센트럴시티 기업가치만으로도 2조원의 시가총액이 설명되며, 최근 고성장하고 있는 신세계인터내셔널의 지분가치는 5천억원이 넘는다. 신세계 통합몰 가치도 배제할 수 없다. 2019년 1분기까지 감익이 예상되지만, 밸류에이션의 위축 낮은 수준에 있기 때문에 면세점 사업 실적이 예상치를 상회할 경우 언제든지 주가 모멘텀의 회복을 기대할 수 있다. 저가 매수가 유효하다.

Earnings Review

BUY(상향)
| TP(12M): 400,000원 | CP(11월 8일): 259,500원

Key Data

		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,092.63		
52주 최고/최저(원)	465,500/2 46,000	5,142.6	5,990.7
시가총액(십억원)	2,554.8	418.9	463.6
시가총액비중(%)	0.21	298.6	334.9
발행주식수(천주)	9,845.2	EPS(원)	30,548
60일 평균 거래량(천주)	91.8	BPS(원)	370,327
60일 평균 거래금(십억원)	28.1		399,750
18년 배당금(예상, 원)	1,250		
18년 배당수익률(예상, %)	0.48		
외국인지분율(%)	28.68		
주요주주 지분율(%)			
이명희 외 2 인	28.06		
국민연금	13.18		
주가상승률 1M 6M 12M	1M: (13.8) 6M: (35.4) 12M: (0.2)		
절대	(7.1)		
상대	(24.3)		
	21.7		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	2,947.5	3,871.4	5,137.0	5,880.7	6,275.8
영업이익	십억원	251.4	345.7	402.5	439.1	511.0
세전이익	십억원	415.4	291.4	396.4	436.9	512.7
순이익	십억원	227.1	182.3	271.1	294.9	346.1
EPS	원	23,071	18,513	27,539	29,956	35,150
증감률	%	(43.5)	(19.8)	48.8	8.8	17.3
PER	배	7.63	16.20	9.42	8.66	7.38
PBR	배	0.54	0.86	0.69	0.64	0.59
EV/EBITDA	배	12.21	10.99	8.70	7.54	6.14
ROE	%	7.26	5.48	7.63	7.72	8.38
BPS	원	328,862	347,920	374,211	402,918	436,820
DPS	원	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250



Analyst 박종대

02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 배송이

02-3771-7520

songi0703@hanafn.com

하나금융투자

3분기 연결 매출과 영업이익
전년동기대비 38% 증가, 6% 감소한
1조 3,593억원과 702억원 기록

표 1. 신세계 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준) (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2017년	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2018년
매출액	917	877	985	1,093	3,871	1,095	1,183	1,359	1,500	5,137
신세계	415	400	404	447	1,666	426	414	432	444	1,716
신세계인터	272	239	269	322	1,102	304	283	312	372	1,272
센트럴시티	63	63	64	67	256	45	47	57	69	218
신세계DF	183	191	271	275	920	340	445	579	580	1,944
영업이익	78	41	74	152	346	113	80	70	139	403
신세계	52	36	40	92	220	59	42	47	96	244
신세계인터	4	4	1	16	26	12	14	12	27	65
센트럴시티	25	14	26	28	93	16	5	17	22	60
신세계DF	(2)	(4)	10	11	15	24	23	(3)	(6)	37
세전이익	48	68	64	112	291	106	66	55	170	396
순이익	34	47	44	89	214	84	52	38	127	301
지배주주순이익	25	48	39	70	182	76	50	29	117	271
영업이익률(%)	8.5	4.7	7.5	13.9	8.9	10.3	6.7	5.2	9.3	7.8
세전이익률(%)	4.6	3.3	3.6	7.0	4.7	5.0	3.9	4.4	6.6	5.1
순이익률(%)	5.2	7.8	6.5	10.2	7.5	9.7	5.6	4.0	11.3	7.7

자료: 신세계, 하나금융투자

표 2. 신세계 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

사업부문	항목	18년	19년	비고
백화점+센트럴시티	적정시가총액	1,798	1,682	
	수정순익	180	168	영업이익+영업외 및 금융손익-법인세
	적정PER	10.0	10.0	백화점 업종 적정 PER 10배 적용
센트럴시티	적정시가총액	271	380	
	수정순익	27	38	지분율 60%
	적정PER	10.0	10.0	백화점과 동일한 PER
신세계DF	적정시가총액	683	751	
	수정순익	22	30	2019년 수정순익 10%로 현재가치 할인
	적정PER	31	25	강북 Big3 면세점 안착, 적정 PER 25배
영업가치(A)		2,753	2,813	
투자자산가치(B)		1,061	1,105	
- 신세계통합물(30)		440	484	지분율 30%*0.4(가정)
- 신세계인터(45.8)		265	265	
- 삼성생명(2.2)		268	268	상장사: 시가총액*지분율*0.5
- 광주신세계(10.4)		15	15	
- 신세계사이먼(50)		74	74	비상장사: 순자산가액*0.5
총기업가치(A+B)		3,814	3,919	
주식수		9,845	9,845	
적정주가I(원)		387,390	398,040	
적정주가II(원)		396,265		연도별 시간 가중치 적용

자료: 신세계, 하나금융투자

표 3. 신세계 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

현재 주가는 12MF PER 8.8배로

면세점 기업가치 미반영

저가매수 유효

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,947	3,871	5,137	5,881	6,276
신세계	1,644	1,666	1,716	1,658	1,715
신세계인터	1,021	1,102	1,272	1,357	1,431
센트럴시티	228	256	218	240	252
신세계DF	310	920	1,944	2,634	2,884
영업이익	251	346	403	439	511
신세계	198	220	244	225	229
신세계인터	27	26	65	79	89
센트럴시티	88	93	60	84	88
신세계DF	(52)	15	37	50	98
세전이익	415	291	396	437	513
순이익	323	214	301	328	385
지배주주순이익	133	182	271	295	346
적정시가총액	1,797	2,461	3,660	3,981	4,672
주식수(천주)	9,845	9,845	9,845	9,845	9,845
적정주가(천원)	183	250	372	404	475
적정PER(배)	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5
EPS(원)	13,523	18,514	27,540	29,957	35,151
영업이익률(%)	8.5	8.9	7.8	7.5	8.1
총매출 (YoY, %)	11.5	5.1	3.0	(3.4)	3.5
매출 (YoY, %)	15.0	31.3	32.7	14.5	6.7
신세계	10.6	1.3	3.0	(3.4)	3.5
영업이익 (YoY, %)	(4.1)	37.5	16.4	9.1	16.4
신세계	7.2	11.1	11.2	(7.9)	1.9
순이익 (YoY, %)	71.4	(33.9)	41.0	8.8	17.3

자료: 신세계, 하나금융투자

추정 재무제표

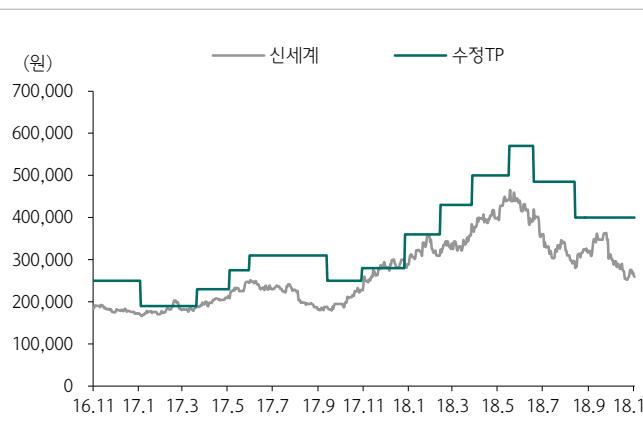
손익계산서		(단위: 십억원)					대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F			2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		2,947.5	3,871.4	5,137.0	5,880.7	6,275.8	유동자산		987.5	1,269.1	1,682.8	1,848.1	2,416.5
매출원가		1,057.4	1,559.4	2,253.2	2,645.4	2,857.7	금융자산		229.4	378.1	500.5	494.8	972.2
매출총이익		1,890.1	2,312.0	2,883.8	3,235.3	3,418.1	현금성자산		78.3	175.5	231.7	186.9	643.7
판관비		1,638.7	1,966.4	2,481.3	2,796.1	2,907.1	매출채권 등		296.1	354.5	470.3	538.4	574.6
영업이익		251.4	345.7	402.5	439.1	511.0	재고자산		392.6	463.9	615.5	704.6	751.9
금융순익		(26.0)	(92.5)	(42.0)	(38.9)	(35.9)	기타유동자산		69.4	72.6	96.5	110.3	117.8
종속/관계기업순익		186.9	21.1	22.2	23.0	24.0	비유동자산		8,967.0	8,882.6	8,961.1	8,925.4	8,818.4
기타영업외 손익		3.2	17.1	13.7	13.7	13.6	투자자산		1,041.3	995.8	1,321.3	1,512.6	1,614.3
세전이익		415.4	291.4	396.4	436.9	512.7	금융자산		767.6	699.1	927.7	1,061.9	1,133.3
법인세		92.1	77.7	95.1	109.2	128.2	유형자산		6,625.6	6,632.2	6,399.3	6,184.0	5,985.2
계속사업이익		323.4	213.6	301.3	327.7	384.5	무형자산		304.3	296.5	282.3	270.5	260.8
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	기타비유동자산		995.8	958.1	958.2	958.3	958.1
당기순이익		323.4	213.6	301.3	327.7	384.5	자산총계		9,954.5	10,151.7	10,643.8	10,773.5	11,234.8
비지배주주지분							유동부채		2,435.0	2,892.1	2,957.6	2,758.8	2,918.1
순이익		96.2	31.3	30.1	32.8	38.5	금융부채		757.0	1,266.2	815.6	313.6	311.7
지배주주순이익		227.1	182.3	271.1	294.9	346.1	매입채무 등		1,187.1	1,101.6	1,461.8	1,673.4	1,785.8
지배주주지분포괄이익		232.1	209.4	263.9	287.0	336.8	기타유동부채		490.9	524.3	680.2	771.8	820.6
NOPAT		195.7	253.5	305.9	329.3	383.2	비유동부채		2,826.6	2,340.1	2,492.3	2,519.8	2,464.1
EBITDA		460.1	614.8	649.6	666.1	719.6	금융부채		1,899.4	1,415.7	1,265.7	1,115.7	965.7
성장성(%)							기타비유동부채		927.2	924.4	1,226.6	1,404.1	1,498.4
매출액증가율		15.0	31.3	32.7	14.5	6.7	부채총계		5,261.6	5,232.2	5,449.9	5,278.6	5,382.3
NOPAT증가율		0.6	29.5	20.7	7.6	16.4	지배주주지분		3,234.1	3,421.7	3,680.6	3,963.3	4,297.0
EBITDA증가율		5.1	33.6	5.7	2.5	8.0	자본금		49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
영업이익증가율		(4.1)	37.5	16.4	9.1	16.4	자본잉여금		399.9	399.5	399.5	399.5	399.5
(지배주주)순익증가율		(43.5)	(19.7)	48.7	8.8	17.4	자본조정		313.7	313.7	313.7	313.7	313.7
EPS증가율		(43.5)	(19.8)	48.8	8.8	17.3	기타포괄이익누계액		371.3	413.3	413.3	413.3	413.3
수익성(%)							이익잉여금		2,100.0	2,246.0	2,504.8	2,787.4	3,121.2
매출총이익률		64.1	59.7	56.1	55.0	54.5	비지배주주지분		1,458.8	1,497.8	1,513.4	1,531.6	1,555.6
EBITDA이익률		15.6	15.9	12.6	11.3	11.5	자본총계		4,692.9	4,919.5	5,194.0	5,494.9	5,852.6
영업이익률		8.5	8.9	7.8	7.5	8.1	순금융부채		2,427.0	2,303.8	1,580.8	934.6	305.3
계속사업이익률		11.0	5.5	5.9	5.6	6.1	현금흐름표						
투자지표													
		2016	2017	2018F	2019F	2020F			2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)							영업활동 현금흐름		359.4	357.4	1,075.3	864.3	757.7
EPS		23,071	18,513	27,539	29,956	35,150	당기순이익		323.4	213.6	301.3	327.7	384.5
BPS		328,862	347,920	374,211	402,918	436,820	조정		9.0	286.3	247.0	226.9	208.7
CFPS		50,225	66,004	69,862	69,879	73,562	감가상각비		208.7	269.1	247.1	227.0	208.6
EBITDAPS		46,735	62,448	65,980	67,658	73,094	외환거래손익		4.1	(17.2)	0.0	0.0	0.0
SPS		299,384	393,230	521,777	597,315	637,447	지분법손익		(186.9)	(21.1)	0.0	0.0	0.0
DPS		1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	기타		(16.9)	55.5	(0.1)	(0.1)	0.1
주가지표(배)							영업활동 자산부채변동		27.0	(142.5)	527.0	309.7	164.5
PER		7.6	16.2	9.4	8.7	7.4	투자활동 현금흐름		(895.6)	(264.6)	(406.3)	(244.7)	(136.8)
PBR		0.5	0.9	0.7	0.6	0.6	투자자산감소(증가)		448.9	45.4	(340.0)	(205.8)	(116.1)
PCFR		3.5	4.5	3.7	3.7	3.5	유형자산감소(증가)		(665.0)	(352.5)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA		12.2	11.0	8.7	7.5	6.1	기타		(679.5)	42.5	(66.3)	(38.9)	(20.7)
PSR		0.6	0.8	0.5	0.4	0.4	재무활동 현금흐름		570.3	4.4	(612.9)	(664.3)	(164.1)
재무비율(%)							금융부채증가(감소)		734.9	25.5	(600.6)	(652.0)	(151.8)
ROE		7.3	5.5	7.6	7.7	8.4	자본증가(감소)		(0.1)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
ROA		2.5	1.8	2.6	2.8	3.1	기타재무활동		(134.9)	15.0	0.0	0.0	0.0
ROIC		3.4	3.9	4.8	5.6	6.8	배당지급		(29.6)	(35.7)	(12.3)	(12.3)	(12.3)
부채비율		112.1	106.4	104.9	96.1	92.0	현금의 증감		34.0	97.2	56.2	(44.7)	456.7
순부채비율		51.7	46.8	30.4	17.0	5.2	Unlevered CFO		494.5	649.8	687.8	688.0	724.2
이자보상배율(배)		4.0	4.5	5.9	8.8	13.2	Free Cash Flow		(433.2)	(38.2)	1,075.3	864.3	757.7

자료: 하나금융투자



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

신세계



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
18.11.9	BUY	400,000		
18.10.2	Neutral	400,000	-23.64%	-9.13%
18.8.21	BUY	400,000	-18.45%	-9.38%
18.6.26	BUY	485,000	-30.95%	-17.11%
18.5.24	BUY	570,000	-25.38%	-18.33%
18.4.4	BUY	500,000	-18.97%	-10.20%
18.2.20	BUY	430,000	-21.78%	-10.81%
18.1.3	BUY	360,000	-11.28%	-0.56%
17.11.6	BUY	280,000	-1.97%	7.32%
17.9.20	BUY	250,000	-18.00%	-6.80%
17.6.7	BUY	310,000	-29.37%	-18.87%
17.5.11	BUY	275,000	-15.70%	-10.00%
17.3.28	BUY	230,000	-13.17%	-7.17%
17.1.11	Neutral	190,000	-5.04%	6.84%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.2%	7.0%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2018년 11월 9일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 11월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2018년 11월 09일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.