신세계(004170)

하회	부합	상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

2019년을 기다리는 면세점

영업이익 702억원으로 컨센서스 9% 하회
현재 신규 면세점 안정화 구간으로 2019년을 기대
기준시점 이동으로 목표주가 36만원으로 22% 하향

Facts : 영업이익 702억원으로 컨센서스 9% 하회

3분기 매출은 전년동기대비 38% 증가한 1조 3,592억원, 영업이익은 5% 감소한 702억원을 기록해 컨센서스를 9% 하회했다. 백화점 기존점매출이 7% 증가하며 이익 증가세를 이어갔다. 판관비 절감 효과는 사라지는 시점이나 업계 평균 대비 높은 기존점매출 증가율을 지속해 이익도 18% 증가했다. 면세점은 강남점과 인천공항 T1이 추가되며 전체 32억원 적자를 기록했다. 초기 오픈 비용 23억원을 포함해 예상한 수준의 적자이다. 센트럴시티는 메리어트 호텔 리뉴얼 이전의 이익 수준을 회복하고 있어 4분기부터는 전년동기수준의 이익을 회복할 전망이다. 신세계동대구도 총매출 10% 증가에 힘입어 흑자로 전환했다.

Pros & cons : 현재 신규 면세점 안정화 구간으로 2019년을 기대

8월부터 영업을 시작한 강남점과 인천공항 T1 손익 개선 속도가 앞으로 중요하다. 강남점은 소폭 적자로 추정하나 임대료가 적고 관광객 증가에 따라 송객수수료가 낮아질 여지가 있어 2019년에는 손실 폭을 축소하고 2020년부터 이익을 기록할 전망이다. 인천공항 T1 면세점은 공항 이용객 증가와 매출총이익률 개선을 감안할 때 매년 150억원 이상 손실 규모를 줄일 전망이다. 명동점이 최근 노이즈에도 불구하고 높은 일매출을 지속하고 있고 송객수수료율 역시 안정적인 만큼 신규 면세점 안정화에 필요한 시간을 벌어줄 것이다.

Action : 매수 의견 유지, 기준시점 이동해 목표주가 36만원으로 하향

신세계에 대해 매수 의견을 유지하나 기준시점을 2019년으로 이동해 목표주가를 36만원으로 22% 하향한다(표 2). 백화점 역량은 여전하나 면세점 이익 규모가 줄어들고 peer인 호텔신라 PER이 15배까지 내려왔기 때문이다. 그러나 현재주가 기준 2019F PER 9.1배는 백화점 이익 안정성과 면세 3위 사업자 입지를 고려할 때 부담스럽지 않다고 판단한다. 강남점과 인천공항 T1 이익 턴어라운드 속도가 예상보다 빠르다면 다시 모멘텀으로 작용할 것이다.

매수(유지)

목표주가: 360,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(11/8)		2,093
주가(11/8)		259,500
시가총액(십억원)		2,555
발행주식수(백만)		10
52주 최고/최저가(원)		465,500/246,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)		31,152
유동주식비율/외국인지분율(%)		71.8/28.7
주요주주(%)	이명희 외 2 인	28.1
	국민연금	13.2

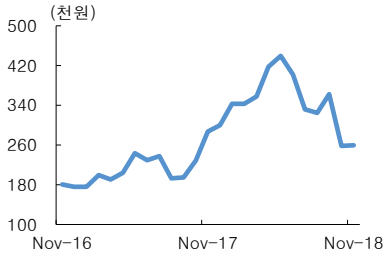
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	16.2	10.6	9.4
PBR(x)	0.9	0.7	0.7
ROE(%)	5.5	6.8	7.2
DY(%)	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA(x)	11.0	8.9	8.1
EPS(원)	18,530	24,532	27,554
BPS(원)	347,920	371,181	397,462

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(13.8)	(35.4)	(0.2)
KOSPI 대비(%p)	(6.6)	(20.8)	17.8

주가추이



자료: FnGuide

허나래
narae.heo@truefriend.com

<표 1> 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	985.3	1,093.0	1,095.4	1,182.7	1,359.2	14.9	38.0	1,338.6
영업이익	74.3	152.5	113.3	79.8	70.2	(12.0)	(5.5)	77.0
영업이익률(%)	7.5	13.9	10.3	6.7	5.2			5.8
세전이익	64.0	111.6	106.3	66.0	54.5	(17.4)	(14.9)	73.3
순이익	39.4	70.1	75.8	50.1	28.5	(43.0)	(27.5)	50.1

자료: 한국투자증권

<표 2> SOTP valuation

(단위: 십억원, 백만주, %)

구분		추정가치	비고
영업가치	(A)	2,708	
백화점		2,256	2019F NOPLAT에 목표PER 12배 적용
면세점		452	호텔신라 2019F PER 15배를 10% 할인
투자자산가치	(B)	2,526	
신세계인터내셔날		500	지분율 45.76%, 10% 할인
삼성생명		396	지분율 2.19%, 10% 할인
신세계동대구		256	장부가액
센트럴시티		957	장부가액
기타 관계회사		417	장부가액
순차입금	(C)	1,687	2019F
적정가치	(A)+(B)−(C)	3,547	
유통주식 수		9.8	
적정주가		360,585	
목표주가		360,000	

자료: 한국투자증권

<표 3> 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016A	2017A	2018F	2019F
총매출	1,757	1,691	1,811	2,064	1,977	1,910	2,205	2,690	6,122	7,438	8,824	9,728
YoY	*34.6*	*24.9*	*21.2*	*12.3*	*12.5*	*13.0*	*21.8*	*30.3*	*18.4*	*21.5*	*18.6*	*10.2*
신세계	1,133	1,111	1,103	1,288	1,181	1,089	1,061	1,359	4,430	4,635	4,690	4,889
백화점	890	859	857	1,019	920	814	916	1,047	3,574	3,625	3,698	3,698
온라인	243	252	246	269	261	275	145	312	856	1,010	993	1,191
신세계인터내셔날	272	239	269	322	304	283	312	369	1,021	1,103	1,268	1,395
신세계동대구	40	36	39	48	42	40	43	63	12	163	187	216
센트럴시티	63	63	64	67	45	47	57	95	228	256	244	274
까사미아						31	24	25	122	116	122	125
신세계 DF	249	242	336	339	405	421	708	779	309	1,165	2,313	2,830
연결매출액	917	877	985	1,093	1,098	1,183	1,359	1,432	3,048	3,875	5,072	5,562
매출원가	354	338	425	442	464	526	673	804	1,057	1,559	2,467	2,714
매출총이익	562	538	560	651	631	657	746	572	1,890	2,312	2,606	2,849
판매관리비	484	497	486	499	518	577	675	426	1,639	1,966	2,196	2,403
영업이익	78	41	74	152	113	80	70	147	251	346	410	446
YoY	*25.0*	*(2.9)*	*80.4*	*44.4*	*45.9*	*93.1*	*(6.1)*	*(3.3)*	*(4.1)*	*37.5*	*18.6*	*8.7*
영업이익률	*8.5*	*4.7*	*7.5*	*13.9*	*10.3*	*6.7*	*5.2*	*10.3*	*8.5*	*8.9*	*8.1*	*8.0*
신세계	52	36	40	91	59	42	47	80	198	220	228	235
백화점	51	37	41	91	57	40	47	78	206	220	222	222
온라인	1	0	(1)	0	2	2	0	2	(8)	0	6	13
신세계인터내셔날	4	4	1	16	12	14	11	27	27	25	64	70
신세계동대구	(2)	(9)	(3)	(3)	(3)	(1)	2	0	(9)	(8)	(1)	2
센트럴시티	25	14	26	26	16	5	17	26	56	91	64	96
까사미아						3	(1)	(1)	9	8	1	1
신세계 DF	(2)	(4)	10	11	24	23	(3)	11	(53)	15	55	42
세전이익	48	68	64	112	106	66	55	147	415	291	373	419
지배주주순이익	25	48	39	70	76	50	29	87	227	182	241	271
YoY	*(31.6)*	*(71.4)*	*nm*	*173.5*	*203.9*	*4.2*	*(27.5)*	*24.3*	*(43.5)*	*(19.8)*	*32.4*	*12.3*

주: 2018년 2분기부터 백화점 온라인 매출 인식 기준 변경
자료: 신세계, 한국투자증권

기업개요

신세계는 1955년 12월 9일 동화백화점으로 설립되어 1985년 8월 19일 상장된 이래 현재 전국 총 13개 점포 운영중. 2017년 백화점 시장규모 29조원 중 25.3%(계열사 포함)를 차지하며, 2023년까지 '본점 타운화', 2021년 대전 사이언스 콤플렉스 오픈, '팩토리 스토어' 와 같은 새로운 포맷의 브랜드로 경쟁력 강화에 힘쓰는 중.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	988	1,269	1,323	1,456	1,563
현금성자산	78	175	101	111	119
매출채권및기타채권	296	354	396	434	464
재고자산	393	464	528	578	618
비유동자산	8,967	8,883	9,138	9,420	9,643
투자자산	1,041	996	1,091	1,196	1,279
유형자산	6,626	6,632	6,739	6,845	6,949
무형자산	304	297	365	400	428
자산총계	9,955	10,152	10,461	10,876	11,206
유동부채	2,435	2,892	3,034	3,237	3,316
매입채무및기타채무	1,187	1,102	1,370	1,502	1,606
단기차입금및단기사채	284	245	205	165	125
유동성장기부채	465	1,006	856	806	706
비유동부채	2,827	2,340	2,237	2,144	2,030
사채	1,145	1,100	900	700	500
장기차입금및금융부채	754	316	325	334	344
부채총계	5,262	5,232	5,271	5,381	5,346
지배주주지분	3,234	3,422	3,651	3,910	4,219
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	400	400	400	400	400
기타자본	314	314	314	314	314
이익잉여금	2,100	2,246	2,475	2,734	3,043
비지배주주지분	1,459	1,498	1,539	1,586	1,641
자본총계	4,693	4,920	5,190	5,495	5,860

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,947	3,871	5,072	5,562	5,947
매출원가	1,057	1,559	2,467	2,714	2,856
매출총이익	1,890	2,312	2,606	2,849	3,091
판매관리비	1,639	1,966	2,196	2,403	2,580
영업이익	251	346	410	446	511
금융수익	53	50	36	35	37
이자수익	18	12	20	19	21
금융비용	79	142	94	85	76
이자비용	63	76	71	62	53
기타영업외손익	3	17	-2	-3	-3
관계기업관련손익	187	21	23	26	28
세전계속사업이익	415	291	373	419	497
법인세비용	92	78	90	101	120
연결당기순이익	323	214	283	318	377
지배주주지분순이익	227	182	241	271	322
기타포괄이익	4	26	0	0	0
총포괄이익	328	239	283	318	377
지배주주지분포괄이익	232	209	241	271	322
EBITDA	460	615	681	719	788

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	359	357	851	898	894
당기순이익	323	214	283	318	377
유형자산감가상각비	193	252	250	251	252
무형자산상각비	15	17	21	23	24
자산부채변동	27	-143	276	282	210
기타	-200	17	22	24	30
투자활동현금흐름	-896	-265	-493	-551	-491
유형자산투자	-793	-396	-400	-400	-400
유형자산매각	128	43	43	43	43
투자자산순증	-72	77	-72	-80	-55
무형자산순증	-7	-3	-90	-58	-52
기타	-151	14	25	-57	-27
재무활동현금흐름	570	4	-431	-337	-395
자본의증가	1	26	0	0	0
차입금의순증	598	16	-378	-278	-328
배당금지급	-30	-36	-12	-12	-12
기타	1	-2	-41	-47	-55
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	34	97	-74	10	8

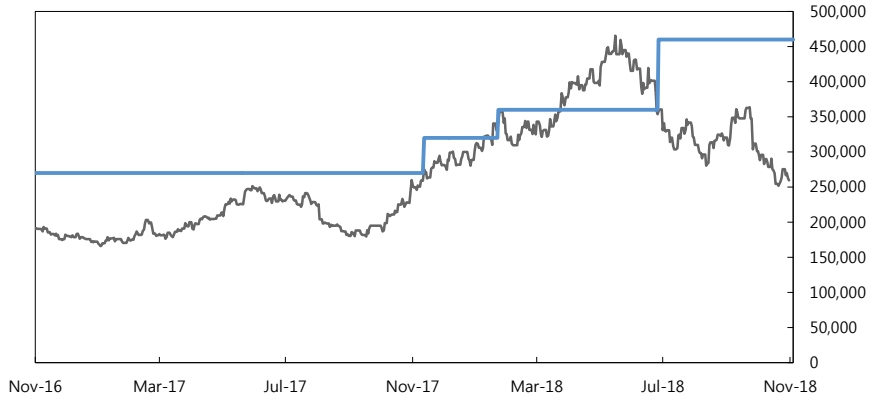
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	23,091	18,530	24,532	27,554	32,707
BPS	328,862	347,920	371,181	397,462	428,891
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
성장성(%, YoY)					
매출증가율	15.0	31.3	31.0	9.7	6.9
영업이익증가율	(4.1)	37.5	18.6	8.7	14.8
순이익증가율	(43.5)	(19.8)	32.4	12.3	18.7
EPS증가율	(43.5)	(19.8)	32.4	12.3	18.7
EBITDA증가율	5.2	33.6	10.7	5.7	9.5
수익성(%)					
영업이익률	8.5	8.9	8.1	8.0	8.6
순이익률	7.7	4.7	4.8	4.9	5.4
EBITDA Margin	15.6	15.9	13.4	12.9	13.3
ROA	3.6	2.1	2.7	3.0	3.4
ROE	7.3	5.5	6.8	7.2	7.9
배당수익률	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
배당성향	5.4	6.7	5.1	4.5	3.8
안정성					
순차입금(십억원)	2,427	2,304	2,000	1,687	1,330
차입금/자본총계비율(%)	56.6	54.5	44.4	36.9	29.0
Valuation(X)					
PER	7.6	16.2	10.6	9.4	7.9
PBR	0.5	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	12.2	11.0	8.9	8.1	7.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
신세계 (004170)	2016.10.13	매수	270,000원	-26.2	-6.9
	2017.10.13	1년경과		-14.8	-3.7
	2017.11.20	매수	320,000원	-7.6	6.4
	2018.01.31	매수	360,000원	5.7	29.3
	2018.07.05	매수	460,000원	-32.5	-21.0
	2018.11.09	매수	360,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 9일 현재 신세계 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 신세계 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.