



신세계 (004170)

소매/유통

이진협



02 3770 5659

jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	430,000원 (D)
현재주가 (11/8)	259,500원
상승여력	66%

시가총액	25,548억원
총발행주식수	9,845,181주
60일 평균 거래대금	281억원
60일 평균 거래량	91,843주
52주 고	465,500원
52주 저	246,000원
외인지분율	28.68%
주요주주	이명희 외 2 인 28.06%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(13.8)	(19.2)	(0.2)
상대	(7.1)	(11.1)	21.7
절대(달려환산)	(12.6)	(19.0)	(0.3)

3Q 리뷰 : 현저한 저평가 상태. 다만...

3Q18 Review : 양호한 실적

3분기 매출액 13,590억원(+38.0% YoY), 영업이익 700억원(-5.5% YoY)를 기록하며 컨센서스(741억원)을 하회하였다.

별도(백화점)영역은 총매출액 10,610억원(-3.8% YoY), 영업이익 470억원(+18.4% YoY)를 기록하며 호조세를 이어갔다. 기존점 신장률(온라인 위수탁 거래 감안 시)은 +7.2% YoY를 기록했다. 명품(+14.2%)과 남성(+15.0%), 스포츠(+10.7%), 생활(+8.5%), 아동(+7.3%), 식품(+5.9%) 등 대부분 카테고리기가 고르게 성장하는 모습을 시연했다.

연결 자회사의 실적도 나쁘지 않았다. 신세계인터내셔널은 화장품 사업의 호조로 매출액 3,120억원(+16.0% YoY), 영업이익 110억원(+1,158.4% YoY)를 기록했다. 센트럴시트의 경우 메리어트 호텔 리뉴얼 오픈으로 매출액 570억원(+22.1% QoQ), 영업이익 170억원(+254.2% QoQ)를 기록했다. 10월 그랜드오픈을 했다는 점을 고려할 때, 4분기부터 센트럴시트의 실적은 정상화될 것으로 기대된다.

면세점은 3분기 매출액 5,790억원(+114.0% YoY), 영업손실 32억원을 기록하며 적자전환 하였다. T1(영업손실 195억원 추정)의 성과가 예상보다 부진해, 임대료 부담을 충분히 상쇄하지 못하였고, 강남점과 T1의 신규 오픈으로 인한 일회성 비용 23억원이 반영되었기 때문이다. T1을 제외한 명동점과 T2, 강남점의 성과는 양호한 것으로 추정된다.

현저한 저평가 상태. 다만...

동사의 현재 시가총액은 백화점 사업의 영업가치(2.6조원)으로 설명이 된다. DF나 인터내셔널, 삼성생명 등의 자회사 혹은 투자자산의 가치가 전혀 반영이 되어 있지 않은 상태이다. 중국 소비시장에 대한 우려를 반영하여 DF의 가치를 0으로 두고 신세계인터내셔널의 가치를 50% 할인하여도 약 35%의 Upside Potential이 있다. Valuation 측면에서는 전혀 부담이 없다.

다만, 중국 소비시장 부진뿐만 아니라 부동산 가격 둔화에 따른 내수시장 둔화 가능성이 동사의 주가에 부담이 되는 상황이다.

투자의견 Buy를 유지한다. 목표주가는 상장 자회사 및 투자자산 가치 하락을 반영해 43만원으로 하향한다

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,590	37.9	14.9	13,634	-0.3
영업이익	700	-5.8	-12.2	741	-5.5
세전계속사업이익	543	-15.3	-17.8	702	-22.7
지배순이익	285	-27.6	-43.1	493	-42.2
영업이익률 (%)	5.2	-2.3 %pt	-1.5 %pt	5.4	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	2.1	-1.9 %pt	-2.1 %pt	3.6	-1.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	29,475	38,714	52,693	63,560
영업이익	2,514	3,457	4,217	4,749
지배순이익	2,271	1,823	2,576	2,982
PER	8.6	11.6	9.9	8.6
PBR	0.6	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA	12.7	9.6	9.8	9.1
ROE	7.3	5.5	7.4	8.0

자료: 유안타증권

[표 1] 신세계 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
총매출액	11,330	11,109	11,030	12,870	11,810	10,887	10,610	12,819	46,339	46,126	45,018
YoY	12.3%	6.2%	1.4%	0.0%	4.2%	-2.0%	-3.8%	-0.4%	4.6%	-0.5%	-2.4%
백화점	8,900	8,590	8,570	10,190	9,200	9,022	9,160	10,801	36,250	38,183	36,662
온라인몰	2,430	2,519	2,460	2,690	2,610	1,865	1,450	2,018	10,099	7,943	8,357
순매출액	4,146	3,999	4,036	4,475	4,257	4,137	4,320	4,743	16,656	17,457	17,378
매출총이익	3,250	3,198	3,120	3,570	3,380	3,330	3,390	3,928	13,138	14,028	13,261
영업이익	520	362	396	910	590	420	470	932	2,188	2,412	2,117
YoY	18.2%	-2.2%	7.0%	13.8%	13.5%	16.0%	18.7%	2.5%	10.5%	10.3%	-12.2%
영업이익률	4.6%	3.3%	3.6%	7.1%	5.0%	3.9%	4.4%	7.3%	4.7%	5.2%	4.7%

자료: 신세계, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 신세계 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
순매출액	9,166	8,766	9,853	10,930	10,953	11,827	13,590	16,322	38,715	52,692	63,560
YoY	42.5%	33.5%	27.7%	24.8%	19.5%	34.9%	37.9%	49.3%	31.3%	36.1%	20.6%
신세계	4,146	3,999	4,036	4,475	4,257	4,137	4,320	4,743	16,656	17,457	17,378
신세계인터내셔널	2,721	2,395	2,688	3,222	3,044	2,834	3,120	3,721	11,026	12,719	14,735
센트럴시티	628	626	640	670	448	466	570	683	2,564	2,167	2,666
신세계 DF	1,832	1,915	2,707	2,747	3,395	4,446	5,790	6,947	9,201	20,578	28,149
대구	399	364	391	480	416	404	430	528	1,634	1,778	1,831
까사미아	0	0	0	0	0	311	240	300		851	1,200
영업이익	776	413	743	1,516	1,133	797	700	1,587	3,449	4,217	4,749
YoY	25.0%	-2.9%	80.4%	43.6%	45.9%	92.9%	-5.8%	4.7%	37.2%	22.3%	12.6%
신세계	520	362	396	920	590	420	470	932	2,188	2,412	2,117
신세계인터내셔널	44	44	9	157	118	143	110	256	254	627	927
센트럴시티	251	141	260	281	161	48	170	283	933	662	1,066
신세계 DF	-16	-44	97	108	236	226	-30	-23	146	409	367
대구	-24	-90	-26	60	19	-5	20	118	-80	152	191
까사미아	0	0	0	0	0	27	-10	20		37	80
영업이익률	8.5%	4.7%	7.5%	13.9%	10.3%	6.7%	5.2%	9.7%	8.9%	8.0%	7.5%
신세계	12.5%	9.1%	9.8%	20.6%	13.9%	10.2%	10.9%	19.7%	13.2%	13.8%	12.2%
신세계인터내셔널	1.6%	1.9%	0.3%	4.9%	3.9%	5.0%	3.5%	6.9%	2.3%	4.9%	6.3%
센트럴시티	40.0%	22.5%	40.6%	41.9%	35.9%	10.3%	29.8%	41.5%	36.4%	30.6%	40.0%
신세계 DF	-0.8%	-2.3%	3.6%	3.9%	7.0%	5.1%	-0.5%	-0.3%	1.6%	2.0%	1.3%
대구	-6.0%	-24.8%	-6.6%	12.5%	4.6%	-1.2%	4.7%	22.3%	-4.9%	8.5%	10.4%
까사미아						8.7%	-4.2%	6.7%		4.3%	6.7%

자료: 신세계, 유안타증권 리서치센터

[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	3,529	3,535	7.4	현대백화점 목표 시가총액 EV/EBITDA 6.7배 대비 영업우위로 10% 할증
백화점 영업가치	26,050				
종속기업	적정가치	지분율	신세계 보유가치		비고
신세계 DF	5,302	100%	5,302		추정 순이익 * P/E 20배 적용
신세계인터내셔널	10,746	45.8%	4,917		시가총액
기타	15,571		15,571		장부가액
종속기업 가치	25,790				
투자자산	적정가치	지분율	신세계 보유가치		비고
삼성생명	183,800	2.2%	4,044		시가총액
관계 및 공동 기업	1,207		1,207		장부가액
투자부동산	1,613		1,613		장부가액
투자자산 가치	5,491				20% 할인
순차입금	15,128				2Q18 별도기준
현금성자산	80				
단기차입금	6,925				
장기차입금	8,284				
적정 시가총액	42,202				
발행주식수	9,836				
적정 주당가치	429,035				

자료: 유안타증권 리서치센터

신세계 (004170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	29,475	38,714	52,693	63,560	68,329
매출원가	10,574	15,594	23,376	29,091	31,274
매출충이익	18,901	23,121	29,317	34,468	37,055
판매비	16,387	19,664	25,100	29,720	31,284
영업이익	2,514	3,457	4,217	4,749	5,771
EBITDA	4,601	6,148	6,966	7,267	8,066
영업외손익	1,640	-543	-536	-662	-549
외환관련손익	-12	232	-102	0	0
이자손익	-455	-637	-720	-773	-672
관계기업관련손익	1,869	211	101	111	122
기타	238	-349	185	0	0
법인세비용차감전순이익	4,154	2,914	3,681	4,087	5,222
법인세비용	921	777	865	981	1,253
계속사업순이익	3,234	2,136	2,816	3,106	3,969
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,234	2,136	2,816	3,106	3,969
지배지분순이익	2,271	1,823	2,576	2,982	3,810
포괄순이익	3,277	2,391	1,923	3,104	3,967
지배지분포괄이익	2,321	2,094	1,779	3,133	4,002

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	9,875	12,691	17,435	19,807	23,845
현금및현금성자산	783	1,755	879	2,079	5,077
매출채권 및 기타채권	2,961	3,545	3,833	4,106	4,348
재고자산	3,926	4,639	9,601	10,500	11,298
비유동자산	89,670	88,826	90,173	90,254	89,659
유형자산	66,256	66,322	67,393	67,549	67,013
관계기업 등 자본관련자산	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	107,608	110,061	113,504
유동부채	24,350	28,921	31,525	30,716	29,885
매입채무 및 기타채무	11,871	11,016	11,704	11,895	12,064
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	56,360	54,701	53,021
지배지분	32,341	34,218	35,660	38,517	42,079
자본금	492	492	492	492	492
자본잉여금	3,999	3,995	3,968	3,968	3,968
이익잉여금	21,000	22,460	24,807	27,666	31,230
비지배지분	14,588	14,978	15,588	16,843	18,404
자본총계	46,929	49,195	51,248	55,360	60,483
순차입금	24,187	22,884	27,008	23,958	19,110
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	1,523	4,093	4,877
당기순이익	3,234	2,136	2,816	3,106	3,969
감가상각비	1,933	2,520	2,562	2,345	2,136
외환손익	41	-172	83	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-237	-211	-101	-111	-122
자산부채의 증감	270	-1,425	-4,424	-1,577	-1,446
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	680	2,731	2,857
현금의 증감	340	972	-876	1,200	2,998
기초 현금	443	783	1,755	879	2,079
기말 현금	783	1,755	879	2,079	5,077
NOPLAT	2,514	3,457	4,217	4,749	5,771
FCF	-3,612	-155	-1,613	2,050	3,635

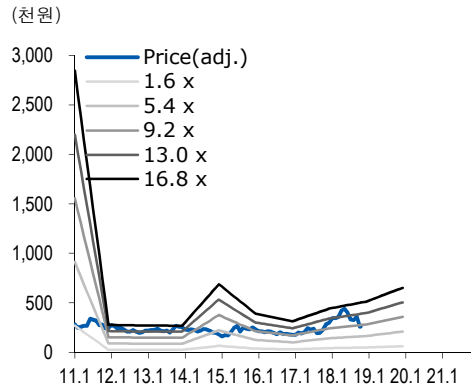
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

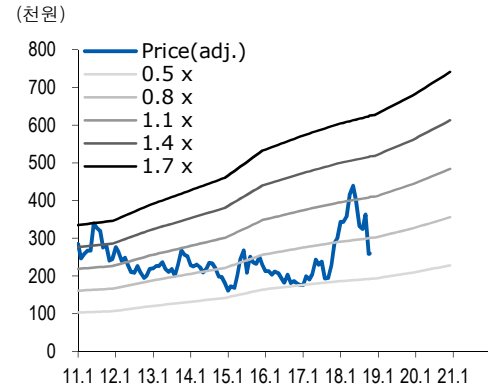
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	23,071	18,513	26,167	30,288	38,700
BPS	328,792	347,867	362,526	391,573	427,790
EBITDAPS	46,735	62,448	70,755	73,817	81,931
SPS	299,384	393,230	535,218	645,591	694,035
DPS	1,250	1,250	1,250	2,500	3,000
PER	8.6	11.6	9.9	8.6	6.7
PBR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	12.7	9.6	9.8	9.1	7.8
PSR	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	15.0	31.3	36.1	20.6	7.5
영업이익 증가율 (%)	-4.1	37.5	22.0	12.6	21.5
지배순이익 증가율 (%)	-43.5	-19.8	41.3	15.7	27.8
매출총이익률 (%)	64.1	59.7	55.6	54.2	54.2
영업이익률 (%)	8.5	8.9	8.0	7.5	8.4
지배순이익률 (%)	7.7	4.7	4.9	4.7	5.6
EBITDA 마진 (%)	15.6	15.9	13.2	11.4	11.8
ROIC	3.7	4.2	4.9	5.2	6.2
ROA	2.5	1.8	2.5	2.7	3.4
ROE	7.3	5.5	7.4	8.0	9.5
부채비율 (%)	112.1	106.4	110.0	98.8	87.7
순차입금/자기자본 (%)	74.8	66.9	75.7	62.2	45.4
영업이익/금융비용 (배)	4.0	4.5	5.3	5.0	5.8

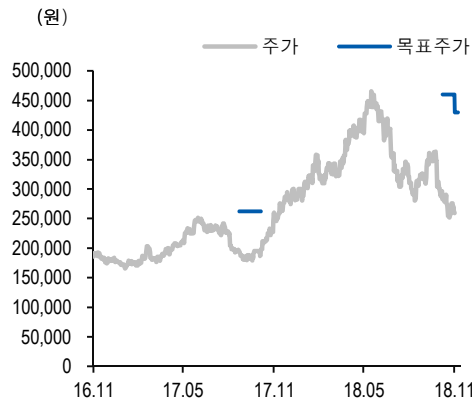
P/E band chart



P/B band chart



신세계 (004170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-09	BUY	430,000	1년		
2018-10-15	BUY	460,000	1년	-41.03	-36.85
2018-06-07	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	29.41	64.69
2017-08-30	BUY	262,000	1년	15.04	77.67
2017-06-07	담당자 변경 1년 경과 이후		1년		
2016-06-07	BUY	250,000	1년	-23.50	0.60

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.5
Hold(중립)	14.2
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-07

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.