

신세계

BUY(유지)

004170 기업분석 | 유통

목표주가(상향)	400,000원	현재주가(04/16)	321,500원	Up/Downside	+24.4%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 04. 17

추가 상승, 면세점 업황이 결정한다

News

팀방 요약: 1Q19 별도기준 총매출액은 18.9%YoY감소한 9,577억원으로 공시됐다. 인천점 매출과 온라인 일반상품 매출을 제외한 매출 성장률은 5.4%로 기존점 성장률은 기존 당사의 예상 수준이다. 명품, 해외패션, 가전 등의 카테고리가 두 자릿수 성장하고 마산을 제외한 도심형 대형점포들의 양호한 매출 신장세가 유지되고 있다. 인천점은 18년말 폐점됐고 연간 기준 총매출 5,700억원, 영업이익 기준 500억원 이상 감소 효과가 있다. 18년 온라인 총매출은 1.2조 수준이며 이중 일반상품 비중은 55%수준이다. 면세점은 18년 관리기준 총매출은 3조를 기록했고 회계 순매출은 2조원 수준이다. 19년 회계기준 순매출은 2.7조원으로 추정한다. 인천공항 면세점 연간 임대료는 연간 4,100억원을 상회할 것으로 추정하며 영업이익 측면에서 기여도는 낮을 것으로 추정한다. 센트럴시티는 신규 오픈으로 감가상각 부담이 발생할 전망이다.

Comment

1Q19 OP 컨센서스 수준 전망: 온라인 분할과 신규 면세점 오픈에 따라 1Q19 매출 추정은 어렵다. 인천점 매출 감소에도 기존점 성장률이 경쟁사 대비 양호하다. 면세점이 점진적 회복세를 보이고 있다. 1월 심화됐던 면세점 수수료 경쟁이 2월 중순부터 완화 중이며 3월 매출도 전년대비 소폭 성장할 전망이다. 1Q19 연결 영업이익은 14.7%YoY감소한 966억원으로 추정한다(컨센서스 962억원).

Action

BUY유지, 상승 여력은 결국 면세점 업황이 결정할 듯: 면세점 경쟁이 완화되고 전년대비 면세 시장이 회복세다. 동사의 명동 면세점은 을지로 롯데, 장충동 신라와 함께 수익성을 갖춘 시내면세점 입지가 확고하다. 비교 대상 면세점 기업의 Valuation 상승을 반영하여 본업의 Target P/E를 14배로 상향하며 투자 의견 BUY를 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data			
(단위: 십억원, 원 배 %)									
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	236,500/465,500원		
매출액	3,871	5,186	5,934	6,353	6,720	KOSDAQ /KOSPI	765/2,249pt		
(증가율)	31.3	33.9	14.4	7.1	5.8	시가총액	31,652억원		
영업이익	346	397	396	432	453	60일-평균거래량	79,122		
(증가율)	37.5	14.9	-0.4	9.1	5.0	외국인지분율	28.8%		
지배주주순이익	182	239	227	250	264	60일-외국인지분율변동추이	+0.7%p		
EPS	18,513	24,274	23,069	25,416	26,795	주요주주	이명희 외 2인 28.1%		
PER (H/L)	16.6/8.9	19.6/10.1	14.1	12.8	12.1	(천원)	(pt)		
PBR (H/L)	0.9/0.5	1.3/0.7	0.9	0.8	0.8	신세계(좌)	KOSPI자유대비(우)		
EV/EBITDA (H/L)	11.0/8.8	12.9/9.8	9.4	8.8	8.4	500	200		
영업이익률	8.9	7.7	6.7	6.8	6.7	0	0		
ROE	5.5	6.9	6.4	6.6	6.5	18/04	18/07	18/11	19/02
						주가상승률			
						절대기준	1M	3M	12M
						상대기준	7.2	28.6	-18.9
							3.7	20.4	-11.4

다만, 19년 인천점 관련 이익 감소, 신규 면세점의 수익성 저하 등을 감안 시 19년 지배주주순이익 기준 감익이 예상된다. 면세점 시장의 수익 추정상의 불확실성을 고려할 때 상승여력에 대한 판단은 면세점 부문의 수익성 변화와 경쟁상황 변동 등에 대한 2~3분기 상황 파악 후 결정할 것을 추천한다. 참고로 Sum-of-parts로 산출한 목표가 40만원은 19년 예상 실적 기준 P/E 17.4배에 해당한다.

도표 1. 신세계 별도 및 연결 기준 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
별도기준 총매출액	1,181	1,089	1,061	1,221	958	963	988	1,157	4,634	4,551	4,066	4,180
백화점	920	902	916	1,051	801	814	828	971	3,622	3,785	3,414	3,482
온라인몰	261	187	145	170	157	149	160	187	1,013	766	652	698
순매출액	426	414	432	468	375	385	405	451	1,666	1,739	1,617	1,598
영업이익	59	42	47	94	53	37	38	88	220	242	216	233
백화점	57	40	47	93	51	35	38	87	220	237	212	229
온라인몰	2	2	-	1	2	2	1	1	-0	5	4	4
영업이익률	5.0	3.8	4.4	7.7	5.5	3.8	3.9	7.6	4.7	5.3	5.3	5.6
백화점	6.2	4.4	5.1	8.9	6.3	4.3	4.6	8.9	6.1	6.3	6.2	6.6
온라인몰	0.8	1.1	-	0.6	1.3	1.3	0.3	0.5	-0.0	0.7	0.6	0.6
연결기준 순매출액	1,095	1,183	1,366	1,541	1,495	1,407	1,421	1,674	3,871	5,186	5,934	6,353
판관비	518	577	683	719	733	703	702	777	1,966	2,497	2,915	3,113
영업이익	113	80	70	134	97	71	79	149	346	397	396	432
세전이익	106	66	55	128	92	61	61	143	291	355	356	392
법인세	22	14	17	17	24	16	17	29	78	70	86	94
당기순이익	84	52	38	111	68	45	44	114	214	285	271	298
지배주주순이익	76	50	29	85	59	44	35	88	182	239	227	250

자료: DB금융투자, 감사보고서

도표 2. 신세계 주요 연결 법인 실적 전망

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
신세계	매출	426	414	432	468	375	385	405	451	1,666	1,739	1,554	1,598
	영업이익	59	42	47	94	53	37	38	88	220	242	216	233
신세계인터내셔널	매출	304	283	312	364	350	325	355	400	1,102	1,263	1,430	1,580
	영업이익	12	14	11	18	22	22	19	23	25	56	86	95
센트럴시티	매출	45	47	57	68	62	64	63	69	257	217	258	261
	영업이익	16	5	17	26	17	10	18	27	93	64	72	74
신세계디에프	매출	340	445	579	645	725	637	610	758	919	2,008	2,730	2,948
	영업이익	24	23	-3	-5	2	4	6	12	15	38	24	30
동대구	매출	42	40	43	49	44	43	46	52	139	174	185	196
	영업이익	2	-1	2	7	2	1	2	7	-8	11	12	13
기타/내부거래	매출	-59	-46	-57	-55	-61	-48	-58	-56	-211	-216	-223	-229
	영업이익	1	-3	-4	-6	1	-3	-4	-7	-8	-13	-13	-13

자료: DB 금융투자, 감사보고서, 신세계

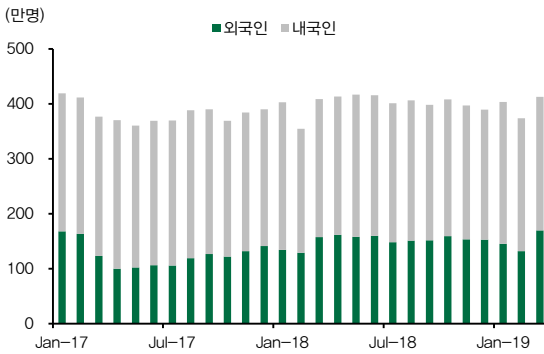
도표 3. 신세계 목표주가 변경 내역

(단위: 억원, 원)

	적정가치	주당 적정가치	목표주가 산출 관련 코멘트
영업가치	31,763	322,631	19년 예상 실적에 Target P/E 14배 적용(면세점 업황 회복 반영)
삼성생명 가치	2,625	26,664	전일증가 기준 30%할인을 적용
온라인사업가치	5,000	50,787	온라인 신설법인 추정 지분가치에 30%할인을 적용
합산가치	39,388	400,082	예상 실적 기준 P/E 17.4배 수준. 삼성생명 지분가치 제외시 16.2배 수준

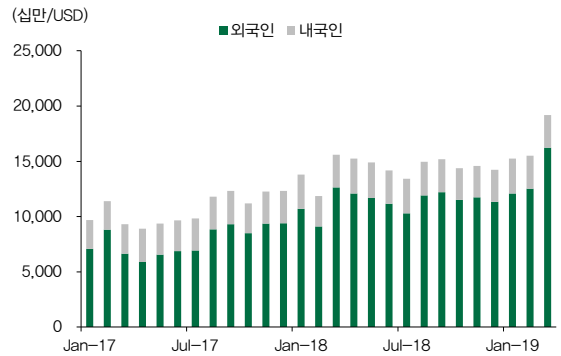
자료: DB 금융투자

도표 4. 월별 면세점 이용자 수



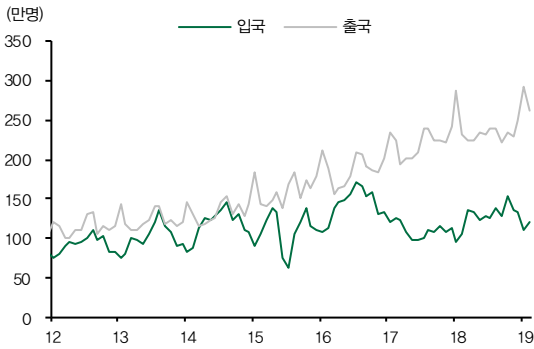
자료: 한국면세점협회, DB금융투자

도표 5. 월별 면세점 매출액



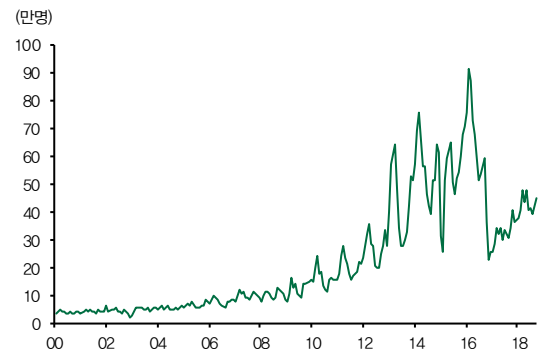
자료: 한국면세점협회, DB금융투자

도표 6. 월별 출입국자수



자료: 한국관광공사, DB 금융투자

도표 7. 월별 중국인 입국자수



자료: 한국관광공사, DB 금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	1,269	1,837	2,454	2,745	3,132
현금및현금성자산	175	352	1,073	1,245	1,483
매출채권및기타채권	354	429	489	508	521
재고자산	464	916	706	764	832
비유동자산	8,883	9,264	8,976	9,027	9,073
유형자산	6,632	6,801	6,894	6,963	7,023
무형자산	297	425	403	385	371
투자자산	996	1,087	728	728	728
자산총계	10,152	11,101	11,430	11,772	12,205
유동부채	2,892	3,245	3,323	3,386	3,524
매입채무및기타채무	1,102	1,340	1,418	1,481	1,619
단기차입금및단기차채	245	779	779	779	779
유동성장기부채	1,006	531	531	531	531
비유동부채	2,340	2,854	2,854	2,854	2,854
사채및장기차입금	1,298	1,858	1,858	1,858	1,858
부채총계	5,232	6,099	6,177	6,240	6,378
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	400	397	397	397	397
이익잉여금	2,246	2,439	2,647	2,877	3,121
비자배주주지분	1,498	1,533	1,577	1,625	1,675
자본총계	4,920	5,002	5,253	5,532	5,827

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	390	331	863	639	693
당기순이익	214	285	271	298	314
현금유출이없는비용및수익	436	452	496	490	489
유형및무형자산상각비	269	302	341	339	340
영업관련자산부채변동	-102	-281	182	-55	-11
매출채권및기타채권의감소	-54	-66	-60	-19	-13
재고자산의감소	-85	-376	211	-58	-68
매입채무및기타채무의증가	-8	158	78	63	138
투자활동현금흐름	-305	-593	-31	-355	-344
CAPEX	-396	-389	-413	-391	-386
투자자산의순증	45	-91	359	0	0
재무활동현금흐름	12	438	-112	-112	-112
사채및차입금의 증가	26	600	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	-2	0	0	0
배당금지급	-36	-34	-20	-20	-20
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	97	177	720	172	238
기초현금	78	175	352	1,073	1,245
기말현금	175	352	1,073	1,245	1,483

자료: 신세계, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	3,871	5,186	5,934	6,353	6,720
매출원가	1,559	2,292	2,623	2,808	2,970
매출총이익	2,312	2,894	3,311	3,545	3,750
판매비	1,966	2,497	2,916	3,113	3,297
영업이익	346	397	396	432	453
EBITDA	615	699	737	771	793
영업외손익	-54	-42	-40	-40	-40
금융손익	-92	-51	-56	-57	-58
투자손익	21	20	21	22	23
기타영업외손익	17	-11	-5	-5	-5
세전이익	291	355	356	392	414
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	285	271	298	314
자배주주지분순이익	182	239	227	250	264
비자배주주지분순이익	31	46	44	48	51
총포괄이익	239	121	271	298	314
증감률(%YoY)					
매출액	31.3	33.9	14.4	7.1	5.8
영업이익	37.5	14.9	-0.4	9.1	5.0
EPS	-19.8	31.1	-5.0	10.2	5.4

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당자료(원)					
EPS	18,513	24,274	23,069	25,416	26,795
BPS	347,557	352,367	373,437	396,856	421,652
DPS	1,250	2,000	2,000	2,000	2,000
Multiple(배)					
P/E	16.2	10.5	14.1	12.8	12.1
P/B	0.9	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	11.0	9.9	9.4	8.8	8.4
수익성(%)					
영업이익률	8.9	7.7	6.7	6.8	6.7
EBITDA마진	15.9	13.5	12.4	12.1	11.8
순이익률	5.5	5.5	4.6	4.7	4.7
ROE	5.5	6.9	6.4	6.6	6.5
ROA	2.1	2.7	2.4	2.6	2.6
ROIC	3.9	4.7	4.3	4.7	4.9
안정성및기타					
부채비율(%)	106.4	121.9	117.6	112.8	109.5
이자보상배율(배)	4.5	4.7	4.3	4.7	4.9
배당성향(배)	5.8	6.9	7.3	6.6	6.3

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

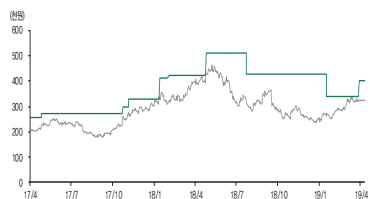
기업 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

신세계 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/03/06	Buy	230,000	-18.4	-13.0	18/05/11	Buy	510,000	-248	-8.7
17/04/17	Buy	255,000	-18.6	-13.5	18/08/08	Buy	430,000	-338	-15.5
17/05/12	Buy	275,000	-20.8	-8.5	19/02/01	Buy	340,000	-120	-0.7
17/11/08	Buy	300,000	-15.1	-8.2	19/04/17	Buy	400,000	-	-
17/11/21	Buy	330,000	-10.7	3.2					
18/01/29	Buy	415,000	-19.8	-13.7					
18/02/19	Buy	425,000	-14.3	-0.9					

주: *표는 담당자 변경