

2019. 10. 2



▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

신세계 004170

양호한 성장 vs. 주가 모멘텀 둔화

- ✓ 3Q 매출액 1.5조원 (+13.5% YoY), 영업이익 802억원 (+14.3% YoY) 전망
- ✓ 9월 백화점 기존점성장률 둔화, 면세점은 중추절 및 국경절 수요 집중되면서 호조
- ✓ 시내 면세점의 경쟁강도 완화와 공항 면세점의 고정비 부담 감소 여부 관건
- ✓ 외형 성장률 둔화 국면 진입, 수익성 개선 확인 전까지 밸류에이션 확장 제한 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 320,000원으로 소폭 하향

Buy

적정주가 (12개월) **320,000 원**

현재주가 (10.1) **257,000 원**

상승여력 **24.5%**

KOSPI 2,072.42pt

시가총액 25,302억원

발행주식수 985만주

유통주식비율 71.85%

외국인비중 29.56%

52주 최고/최저가 363,500원/216,500원

평균거래대금 115.5억원

주요주주(%)

이명희 외 2 인 28.06

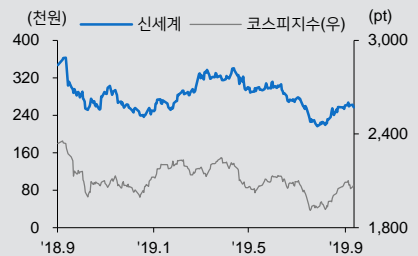
국민연금공단 14.29

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 11.3 -21.2 -29.3

상대주가 5.6 -17.5 -20.2

주가그래프



3Q 매출액 1.5조원 (+13.5% YoY), 영업이익 802억원 (+14.3% YoY) 전망

신세계의 연결기준 3분기 실적은 매출액 1.54조원 (+13.5% YoY), 영업이익 802억원 (+14.3% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1.56조원, 영업이익 889억원)를 소폭 하회할 전망이다. 백화점의 기존점성장률은 관리기준 8%가 예상되며 9월은 영업일수 감소 영향으로 4~5% 증가에 머무를 것으로 판단한다. 신세계DF는 2분기 대비 3분기 매출액은 높은 수준이 예상되며 특히 9월 매출액은 중국 중추절 및 국경절 수요가 집중되면서 7~8월 대비 5% 이상 증가할 전망이다.

2020년 매출액 6.5조원 (+6.2%), 영업이익 4,412억원 (+9.7%) 예상

2020년 백화점의 신규 출점이 부재한 가운데 명품 등 상대적으로 저마진 상품군 비중이 확대되면서 별도기준 매출액 +0.9%, 영업이익 +1% 성장이 예상된다. 신세계인터내셔널은 화장품 고성장이 지속되면서 매출액 +10.1%, 영업이익 +28.9% 성장을 가정했다. 신세계DF는 시내 면세점은 +10%, 공항 면세점은 +5% 성장하여 매출액 +6.6% YoY, 영업이익 +13.4% 증가가 예상되며 시내 면세점의 경쟁 강도 완화와 공항 면세점의 효율성 개선에 따른 고정비 부담 감소 여부가 중요하다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 320,000원으로 소폭 하향

신세계에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 345,000원에서 320,000원으로 하향한다. 적정주가는 백화점과 면세점의 영업가치와 관계사 및 센트럴시티의 자산가치 합으로 산출했으며 백화점과 면세점의 영업이익 추정치를 소폭 하향조정하였다. 외형 성장률이 둔화되는 국면에 진입하면서 수익성 개선이 뚜렷하게 확인되기 전까지는 양호한 매출 성장에도 밸류에이션 확장이 제한될 것으로 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	3,871.4	345.7	182.3	18,513	-33.9	347,557	16.2	0.9	11.0	5.5	106.4
2018	5,185.7	397.4	239.0	24,274	33.4	352,367	10.5	0.7	9.9	6.9	121.9
2019E	6,163.3	402.0	714.6	72,586	195.1	422,954	3.5	0.6	12.3	18.7	142.5
2020E	6,545.4	441.2	220.3	22,374	-69.2	443,330	11.5	0.6	11.5	5.2	134.9
2021E	7,003.6	478.7	252.7	25,669	14.7	467,001	10.0	0.6	10.8	5.6	126.5

표1 3Q19 Earnings Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,542.7	1,366.4	13.5	1,506.0	2.4	1,558.5	-1.0
영업이익	80.2	70.2	14.3	68.1	17.9	88.9	-9.8
지배주주순이익	30.7	28.5	7.7	17.0	80.7	42.3	-27.3

자료: 신세계, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	6,173.4	6,555.6	6,163.3	6,545.4	-0.2	-0.2
영업이익	399.7	454.0	402.0	441.2	0.6	-2.8
지배주주순이익	566.4	228.8	714.6	220.3	26.2	-3.7

자료: 신세계, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 신세계 SOTP Valuation

(십억원)		비고
백화점 별도 NOPLAT	165	2020년 기준
멀티플 (X)	10	백화점 평균 PER
신세계DF (면세점) NOPLAT	51	2020년 기준
멀티플 (X)	27	글로벌 명품업체 평균 PER
영업가치	3,033	
삼성생명 (지분율 2.2%)	221	시가 대비 30% 할인
신세계인테리어내셔널 (지분율 45.8%)	449	시가 대비 30% 할인
센트럴시티	1,053	장부가액
신세계동대구복합환승센터	276	장부가액
관계기업 합 (신세계사이먼 등)	297	장부가액
순차입금	2,161	연결기준 (리스부채 제외)
자산가치	135	
기업가치	3,168	
주식수 (천주)	9,845	
적정주가 (원)	321,782	
메리츠증권증권 적정주가 (원)	320,000	

자료: 신세계, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 신세계 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2018	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
매출액	5,181.9	1,518.0	1,506.0	1,542.7	1,596.6	6,163.3	1,622.9	1,550.9	1,657.8	1,713.8	6,545.4
증가율 (% YoY)	33.9	38.3	27.3	13.5	3.8	18.9	6.9	3.0	7.5	7.3	6.2
신세계 (별도기준)	1,739.2	375.0	367.4	377.7	405.6	1,525.7	382.1	356.5	386.5	415.0	1,540.0
신세계인터넷내셔널	1,263.4	365.9	301.8	341.1	409.8	1,418.7	403.5	329.0	377.3	451.6	1,561.4
신세계동대구	174.3	45.5	44.9	46.4	52.8	189.6	48.2	47.1	48.8	55.9	200.1
센트럴시티	216.8	66.0	67.3	65.6	71.8	270.7	69.3	70.7	68.8	75.4	284.2
신세계DF	2,008.4	703.3	769.5	771.2	717.0	2,961.0	756.2	791.4	834.6	775.1	3,157.2
까사미아	82.0	27.3	25.0	21.0	23.0	96.3	28.7	26.3	22.1	24.2	101.1
비중(%)											
신세계 (별도기준)	33.6	24.7	24.4	24.5	25.4	24.8	23.5	23.0	23.3	24.2	23.5
신세계인터넷내셔널	24.4	24.1	20.0	22.1	25.7	23.0	24.9	21.2	22.8	26.4	23.9
신세계동대구	3.4	3.0	3.0	3.0	3.3	3.1	3.0	3.0	2.9	3.3	3.1
센트럴시티	4.2	4.3	4.5	4.2	4.5	4.4	4.3	4.6	4.2	4.4	4.3
신세계DF	38.8	46.3	51.1	50.0	44.9	48.0	46.6	51.0	50.3	45.2	48.2
까사미아	1.6	1.8	1.7	1.4	1.4	1.6	1.8	1.7	1.3	1.4	1.5
증가율(% YoY)											
신세계 (별도기준)	4.4	-11.9	-11.2	-12.6	-13.3	-12.3	1.9	-3.0	2.3	2.3	0.9
신세계인터넷내셔널	14.6	20.2	6.5	9.4	12.6	12.3	10.3	9.0	10.6	10.2	10.1
신세계동대구	6.9	9.4	11.1	8.0	7.0	8.8	6.0	5.0	5.0	6.0	5.5
센트럴시티	-15.6	47.3	44.4	15.0	5.0	24.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
신세계DF	118.3	107.2	73.1	33.1	11.2	47.4	7.5	2.8	8.2	8.1	6.6
까사미아			-19.6	-13.9	-13.2	17.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출원가	2,249.4	721.3	723.1	740.5	686.5	2,871.4	772.5	741.4	792.4	736.9	3,043.2
증가율(% YoY)	44.3	54.5	37.5	20.7	6.3	27.7	7.1	2.5	7.0	7.3	6.0
매출원가율(%)	43.4	47.5	48.0	48.0	43.0	46.6	47.6	47.8	47.8	43.0	46.5
매출총이익	2,932.5	796.7	782.9	802.2	910.1	3,291.9	850.4	809.6	865.4	976.9	3,502.2
증가율(% YoY)	26.8	26.2	19.2	7.5	2.0	12.3	6.7	3.4	7.9	7.3	6.4
매출총이익률(%)	56.6	52.5	52.0	52.0	57.0	53.4	52.4	52.2	52.2	57.0	53.5
판관비	2,535.5	686.7	714.8	722.0	766.4	2,889.9	731.9	728.9	777.5	822.6	3,061.0
증가율(% YoY)	28.9	32.6	23.9	7.0	1.1	14.0	6.6	2.0	7.7	7.3	5.9
판관비율(%)	48.9	45.2	47.5	46.8	48.0	46.9	45.1	47.0	46.9	48.0	46.8
영업이익	397.0	110.0	68.1	80.2	143.7	402.0	118.5	80.6	87.9	154.2	441.2
증가율(% YoY)	14.8	-2.9	-14.7	14.3	7.4	1.3	7.7	18.4	9.5	7.3	9.7
영업이익률(%)	7.7	7.2	4.5	5.2	9.0	6.5	7.3	5.2	5.3	9.0	6.7
신세계 (별도기준)	242.4	53.3	32.8	40.6	82.6	209.3	55.3	34.8	38.4	82.9	211.4
신세계인터넷내셔널	55.5	29.2	14.6	15.4	22.5	81.7	33.9	21.4	21.5	28.5	105.2
신세계동대구	10.7	4.7	1.8	2.8	6.9	16.1	4.8	1.4	2.9	7.3	16.4
센트럴시티	64.0	21.4	9.9	18.0	21.5	70.8	22.9	21.9	22.0	23.4	90.2
신세계DF	37.7	12.6	17.3	15.0	13.1	58.0	14.0	18.2	18.7	14.8	65.7
까사미아	(1.4)	(1.1)	(3.4)	(4.0)	(3.0)	(11.5)	(3.0)	(2.0)	(3.0)	(2.0)	(10.0)
이익률(%)											
신세계 (별도기준)	14.2	8.9	11.6	10.8	20.4	13.7	14.5	9.8	9.9	20.0	13.7
신세계인터넷내셔널	8.0	4.8	4.5	4.5	5.5	5.8	8.4	6.5	5.7	6.3	6.7
신세계동대구	10.3	1.0	6.0	6.0	13.0	8.5	10.0	3.0	6.0	13.0	8.2
센트럴시티	32.4	20.0	27.5	27.5	30.0	26.2	33.0	31.0	32.0	31.0	31.7
신세계DF	1.8	2.2	2.4	1.9	3.5	2.0	1.9	2.3	2.2	3.5	2.1
증가율(% YoY)											
신세계 (별도기준)	-10.0	-21.9	-6.4	-13.6	-12.3	-13.7	3.8	6.1	-5.5	0.4	1.0
신세계인터넷내셔널	147.2	2.1	33.5	33.5	25.9	47.1	16.2	46.5	40.1	26.2	28.9
신세계동대구	147.4	흑전	20.0	21.1	-2.0	50.9	2.6	-21.4	5.0	6.0	1.8
센트럴시티	32.9	106.3	4.7	4.7	-16.8	10.7	6.9	121.3	22.4	8.5	27.3
신세계DF	-46.6	-23.5	흑전	흑전	흑전	53.8	11.1	5.3	25.1	12.8	13.4

자료: 신세계, 메리츠증권 리서치센터

신세계 (004170)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,871.4	5,185.7	6,163.3	6,545.4	7,003.6
매출액증가율 (%)	31.3	33.9	18.9	6.2	7.0
매출원가	1,559.4	2,291.6	2,871.4	3,043.2	3,249.7
매출총이익	2,312.1	2,894.1	3,291.9	3,502.2	3,753.9
판매관리비	1,966.4	2,496.7	2,889.9	3,061.0	3,275.3
영업이익	345.7	397.4	402.0	441.2	478.7
영업이익률	8.9	7.7	6.5	6.7	6.8
금융손익	-92.5	-51.1	-101.0	-126.2	-118.4
종속/관계기업손익	21.1	20.1	20.0	20.0	20.0
기타영업외손익	17.1	-11.5	800.0	5.0	5.0
세전계속사업이익	291.4	354.8	1,121.0	340.1	385.3
법인세비용	77.7	70.0	280.2	80.9	88.0
당기순이익	213.6	284.9	840.7	259.2	297.3
지배주주지분 손이익	182.3	239.0	714.6	220.3	252.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	389.9	331.3	1,245.2	608.5	628.7
당기순이익(손실)	213.6	284.9	840.7	259.2	297.3
유형자산상각비	252.0	279.7	320.2	318.3	307.6
무형자산상각비	17.1	22.3	22.0	17.6	14.1
운전자본의 증감	-102.3	-281.0	62.4	13.5	9.7
투자활동 현금흐름	-304.8	-592.6	-3,276.4	-332.0	-316.2
유형자산의증가(CAPEX)	-395.6	-388.7	-350.0	-300.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	45.4	-91.4	-824.4	-60.2	-112.9
재무활동 현금흐름	12.0	438.4	1,986.8	-253.3	-300.0
차입금의 증감	25.6	599.9	2,006.5	-233.6	-280.3
자본의 증가	-0.4	-2.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	97.2	177.0	-44.3	23.3	12.5
기초현금	78.3	175.5	352.5	308.1	331.4
기말현금	175.5	352.5	308.1	331.4	343.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,269.1	1,836.9	1,925.1	2,048.6	2,181.3
현금및현금성자산	175.5	352.5	308.1	331.4	343.9
매출채권	249.1	269.8	385.2	409.1	437.7
재고자산	463.9	916.5	880.5	935.1	1,000.5
비유동자산	8,882.6	9,264.4	12,196.5	12,189.8	12,181.0
유형자산	6,632.2	6,800.5	6,830.4	6,812.1	6,704.5
무형자산	296.5	425.1	403.1	385.5	371.5
투자자산	995.8	1,087.2	1,911.6	1,971.8	2,084.6
자산총계	10,151.7	11,101.3	14,121.6	14,238.4	14,362.3
유동부채	2,892.1	3,244.9	3,426.0	3,387.7	3,305.2
매입채무	86.6	154.9	143.5	152.4	163.1
단기차입금	245.2	778.5	728.5	678.5	578.5
유동성장기부채	1,005.6	531.1	481.1	431.1	381.1
비유동부채	2,340.1	2,854.3	4,872.4	4,788.0	4,716.7
사채	1,099.9	1,330.9	1,230.9	1,130.9	1,030.9
장기차입금	197.7	527.0	477.0	427.0	377.0
부채총계	5,232.2	6,099.1	8,298.3	8,175.7	8,021.9
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	399.5	397.5	397.5	397.5	397.5
기타포괄이익누계액	413.3	269.5	269.5	269.5	269.5
이익잉여금	2,246.0	2,439.2	3,134.1	3,334.7	3,567.8
비지배주주지분	1,497.8	1,533.1	1,659.2	1,698.0	1,742.6
자본총계	4,919.5	5,002.2	5,823.2	6,062.7	6,340.3

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	393,230	526,723	626,024	664,837	711,376
EPS(지배주주)	18,513	24,274	72,586	22,374	25,669
CFPS	66,004	74,832	158,875	81,475	83,828
EBITDAPS	62,448	71,028	75,585	78,935	81,289
BPS	347,557	352,367	422,954	443,330	467,001
DPS	1,250	2,000	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	16.2	10.5	3.5	11.5	10.0
PCR	4.5	3.4	1.6	3.2	3.1
PSR	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
EBITDA	614.8	699.3	744.2	777.1	800.3
EV/EBITDA	11.0	9.9	12.3	11.5	10.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	6.9	18.7	5.2	5.6
EBITDA 이익률	15.9	13.5	12.1	11.9	11.4
부채비율	106.4	121.9	142.5	134.9	126.5
금융비용부담률	2.0	1.6	2.0	2.2	2.0
이자보상배율(x)	4.5	4.7	3.3	3.0	3.5
매출채권회전율(x)	17.0	20.0	18.8	16.5	16.5
재고자산회전율(x)	9.0	7.5	6.9	7.2	7.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.3%
중립	5.7%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

신세계 (004170) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.07	기업브리프	Trading Buy	260,000	양지혜	9.1	24.2	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	360,000	양지혜	-8.6	-0.6	
2018.02.27	산업브리프	Trading Buy	400,000	양지혜	-12.7	-0.1	
2018.04.13	기업브리프	Trading Buy	450,000	양지혜	-11.1	-6.4	
2018.05.11	기업브리프	Trading Buy	500,000	양지혜	-15.5	-6.9	
2018.07.04	기업브리프	Trading Buy	430,000	양지혜	-27.5	-15.5	
2018.11.09	기업브리프	Trading Buy	350,000	양지혜	-24.4	-13.4	
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	300,000	양지혜	-2.0	12.5	
2019.04.16	기업브리프	Trading Buy	360,000	양지혜	-10.2	-5.3	
2019.05.13	기업브리프	Buy	400,000	양지혜	-28.9	-19.3	
2019.08.12	기업브리프	Buy	345,000	양지혜	-29.7	-22.5	
2019.10.02	기업브리프	Buy	320,000	양지혜	-	-	