

신세계 (004170)

2020년 사업 확장 결실의 해

4분기 영업이익 YoY 11% 성장

4분기 영업이익은 전년 동기대비 11% 성장한 1,490억원으로 추정한다. 10~11월 백화점 기준점 성장률이 YoY 6%까지 상승하면서 외형 성장과 수익성 개선을 견인할 것으로 예상된다. 10월 다소 부진했던 백화점 매출이 11월 들어 기준점 기준 YoY 10% 이상 성장했다. 추운 날씨로 고마진 의류 매출이 좋았고, 휴일수도 전년 동월대비 하루 더 많았기 때문이다. 명품은 여전히 YoY 30% 이상 성장하고 있고, 섹패당이 유행하면서 의류 매출 확대에 기여하고 있다. 판관비 효율화로 인천점 철수에도 불구하고 백화점 영업이익은 YoY 3% 증가한 973억원 수준이 가능할 전망이다.

면세점 경쟁완화 효과 기대

4분기 면세점 매출은 전년 동기대비 25% 성장한 8,067억원, 영업이익은 107억원 수준이 가능할 전망이다. 3분기 대비 경쟁은 완화되고 있는 반면, 매출 성장률은 오히려 높게 나오고 있다. 지금 추세로 가면 4분기 명동점 매출은 역대 최대치 경신 가능성이 크다. 인천공항 임대료 증가 부담이 있지만, 경쟁 완화로 영업이익 규모는 3분기보다 클 수 있다. 아울러, 향후 수익성이 전제되지 않은 신규 사이트 진출에 선을 그으면서 수익성 제고 방향성을 명확히 한 점은 중장기 실적 개선 가능성을 높이고 있다. 센트럴시티는 호텔 투숙률이 85%까지 상승하면서 전 분기대비 이익 개선을 기대할 수 있게 되었으며, 4분기 신세계인터내셔널 영업이익은 212억원, 까사미아 영업손실은 46억원으로 추산한다.

목표주가 31→35만원 상향 조정, 투자 의견 '매수' 유지

35만원은 12MF PER 13배로, 백화점 사업에 적정 PER 9배, 면세점에 25배 등을 적용한 수치다(표2 참고). 백화점 업황은 좋다. 온라인 채널 재조정이 끝난 가운데, 양호한 부동산 시장, 20~30대 명품 소비까지 증가하면서 오프라인 유통 채널 가운데 점포당 매출이 유일하게 YoY (+)를 유지하고 있다. 명품 매출 비중이 30%로 가장 높은 신세계는 이러한 소비패턴 변화에 가장 수혜가 크다. 아울러, 신임 차정호 대표이사는 삼성물산, 호텔신라, 신세계인터내셔널 대표이사를 거치면서 면세점 사업과 브랜드 MD는 물론 재무에도 밝아, 신세계 사업 전반을 아우르는 동시에 수익성 제고에 한층 박차를 가할 것으로 기대가 된다. 현재 주가는 12MF PER 10배로 비중확대가 바람직하다.

Update

BUY

| TP(12M): 350,000원(상향) | CP(12월 5일): 278,000원

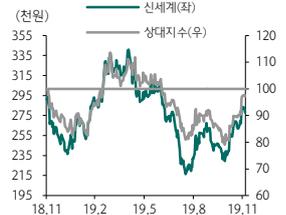
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,060.74
52주 최고/최저(원)	341,000/216,500
시가총액(십억원)	2,737.0
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	9,845.2
60일 평균 거래량(천주)	44.6
60일 평균 거래대금(십억원)	11.4
19년 배당금(예상, 원)	2,000
19년 배당수익률(예상, %)	0.72
외국인지분율(%)	29.66
주요주주 지분율(%)	
이명희 외 2인	28.06
국민연금공단	14.37
추가상승률	1M 6M 12M
절대	15.8 (5.9) (2.1)
상대	20.4 (5.5) (0.2)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	6,305.4	6,842.5
영업이익(십억원)	426.8	494.6
순이익(십억원)	866.3	319.6
EPS(원)	80,059	26,775
BPS(원)	427,166	452,129

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	3,871.4	5,185.7	6,282.5	6,826.8	7,339.1
영업이익	십억원	345.7	397.4	422.5	506.5	572.0
세전이익	십억원	291.4	354.8	1,142.0	414.7	488.8
순이익	십억원	182.3	239.0	807.1	268.2	315.7
EPS	원	18,513	24,274	81,983	27,243	32,071
증감률	%	(19.8)	31.1	237.7	(66.8)	17.7
PER	배	16.20	10.55	3.39	10.20	8.67
PBR	배	0.86	0.73	0.64	0.61	0.57
EV/EBITDA	배	10.99	9.92	8.55	7.13	6.01
ROE	%	5.48	6.94	20.89	6.12	6.79
BPS	원	347,920	352,730	432,714	457,960	488,032
DPS	원	1,250	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 박종대
02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 서현정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com

4분기 연결 매출과 영업이익
전년동기대비 8%, 11% 증가한
1조 6,569원과 1,489억원 예상

표 1. 신세계 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018년	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2019년
매출액	1,095	1,183	1,366	1,541	5,186	1,517	1,506	1,603	1,657	6,282
신세계	426	414	432	468	1,739	375	367	385	401	1,529
신세계인터	304	283	312	364	1,263	366	302	360	367	1,394
센트럴시티	45	47	57	68	217	66	67	71	73	277
신세계DF	340	445	579	645	2,009	703	770	787	807	3,066
영업이익	113	80	70	134	397	110	68	96	149	423
신세계	59	42	47	94	242	53	33	51	97	234
신세계인터	12	14	12	18	56	29	15	19	21	84
센트럴시티	16	5	17	26	64	21	10	24	27	82
신세계DF	24	23	-3	-5	38	13	17	11	11	51
세전이익	106	66	55	128	355	893	33	82	133	1,142
순이익	84	52	38	111	285	686	24	52	106	868
지배주주순이익	76	50	29	85	239	667	17	34	90	807
영업이익률(%)	10.3	6.7	5.1	8.7	7.7	7.2	4.5	6.0	9.0	6.7
세전이익률(%)	9.7	5.6	4.0	8.3	6.8	58.9	2.2	5.1	8.0	18.2
순이익률(%)	6.9	4.2	2.1	5.5	4.6	43.9	1.1	2.1	5.4	12.8
YoY										
매출액(%)	19.5	34.9	38.7	41.0	33.9	38.5	27.3	17.3	7.5	21.2
신세계	2.7	3.4	7.0	4.6	4.4	-11.9	-11.2	-10.9	-14.3	-12.1
신세계인터	11.8	18.4	16.0	13.0	14.6	20.2	6.5	15.4	0.8	10.4
센트럴시티	-28.4	-25.5	-10.9	2.1	-15.4	46.7	44.4	23.9	6.4	27.5
신세계DF	85.8	132.8	114.0	134.5	118.4	106.9	73.1	35.8	25.1	52.6
영업이익(%)	45.9	93.1	-5.5	-12.0	14.9	-3.2	-14.7	36.6	11.0	6.3
신세계	13.7	15.9	18.4	2.5	10.2	-9.8	-22.1	7.8	3.3	-3.4
신세계인터	172.9	222.9	1,177.8	11.9	116.5	143.2	2.1	65.2	18.5	50.8
센트럴시티	-36.2	-66.0	-33.8	-7.5	-31.4	33.8	106.3	37.2	3.2	27.7
신세계DF	흑전	흑전	-133.0	-149.1	162.8	-47.5	-23.5	흑전	흑전	34.7
세전이익(%)	123.2	-3.0	-14.9	14.7	21.8	740.4	-49.3	50.2	4.0	221.8
지배주주순이익(%)	203.9	4.6	-27.5	20.7	31.1	779.4	-66.0	17.8	6.4	237.7

자료: 신세계, 하나금융투자

SOTP(Sum of the Parts)방식으로
영업가치와 투자가치를 합산 후,
산출한 적정 주가는 35만원

표 2. 신세계 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

사업부문	항목	19년	20년	비고
백화점	적정시가총액	801	950	영업이익+금융손익-법인세 백화점 업종 적정 PER 8배 적용
	수정순익	89	106	
	적정PER	9.0	9.0	
센트럴시티	적정시가총액	333	349	지분율 60% 백화점과 동일한 PER
	수정순익	37	39	
	적정PER	9.0	9.0	
신세계DF	적정시가총액	898	1,305	강북 Big3 면세점 안착, 적정 PER 20배
	수정순익	36	52	
	적정PER	25	25	
영업가치(A)		2,032	2,604	
투자자산가치(B)		917	958	
	- 신세계인터(45.8)	342	342	상장사: 시가총액*지분율*0.5
	- 광주신세계(10.4)	14	14	
	- 삼성생명(2.2)	144	144	
	- 신세계사이먼(25)	11	11	비상장사: 순자산가액*0.5
	- SSG닷컴(26.9)	407	448	
총기업가치(A+B)		2,949	3,562	
	주식수	9,845	9,845	
적정주가(원)		299,553	361,825	
적정주가(원)		356,636		연도별 시간 가중치 적용

주1: 까사미야 손실은 동대구점이익과 지분율을 감안할 때 서로 상쇄

주2: 괄호는 지분율

자료: 신세계, 하나금융투자

2020년 연결 매출과 영업이익 각각
YoY 9%, 20% 성장한 6조 8,268억원
과 5,065억원 수준 전망

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

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,871	5,186	6,282	6,827	7,339
신세계	1,666	1,739	1,529	1,593	1,654
신세계인터	1,102	1,263	1,394	1,515	1,605
센트럴시티	256	217	277	291	305
신세계DF	920	2,009	3,066	3,407	3,752
영업이익	346	397	423	506	572
신세계	220	242	234	250	264
신세계인터	26	56	84	101	121
센트럴시티	93	64	82	86	90
신세계DF	15	38	51	75	94
세전이익	291	355	1,142	415	489
순이익	214	285	868	319	371
지배주주순이익	182	239	807	268	316
적정시가총액	2,369	3,107	10,493	3,487	4,105
주식수(천주)	9,845	9,845	9,845	9,845	9,845
적정주가(천원)	241	316	1,066	354	417
적정PER(배)	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
EPS(원)	18,514	24,274	81,984	27,244	32,072
영업이익률(%)	8.9	7.7	6.7	7.4	7.8
매출 (YoY,%)	31.3	33.9	21.2	8.7	7.5
영업이익 (YoY,%)	37.5	14.9	6.3	19.9	12.9
순이익 (YoY,%)	36.9	31.1	237.7	-66.8	17.7

주: 2019년 적정 주가는 SSG닷컴 지분 재평가에 따른 일회성 이익 영향으로 과대 산출

자료: 신세계, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,871.4	5,185.7	6,282.5	6,826.8	7,339.1
매출원가	1,559.4	2,291.6	3,078.4	3,362.5	3,633.5
매출총이익	2,312.0	2,894.1	3,204.1	3,464.3	3,705.6
판매비	1,966.4	2,496.7	2,781.5	2,957.8	3,133.7
영업이익	345.7	397.4	422.5	506.5	572.0
금융손익	(92.5)	(51.1)	(116.1)	(110.2)	(104.5)
중속/관계기업손익	21.1	20.1	1.8	10.6	13.6
기타영업외손익	17.1	(11.5)	833.8	7.8	7.7
세전이익	291.4	354.8	1,142.0	414.7	488.8
법인세	77.7	69.9	274.1	95.4	117.3
계속사업이익	213.6	284.9	867.9	319.3	371.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	213.6	284.9	867.9	319.3	371.5
비지배주주지분 순이익	31.3	45.9	60.8	51.1	55.7
지배주주순이익	182.3	239.0	807.1	268.2	315.7
지배주주지분포괄이익	209.4	77.2	553.7	203.7	237.0
NOPAT	253.5	319.0	321.1	390.0	434.7
EBITDA	614.8	699.3	698.1	758.0	801.8
성장성(%)					
매출액증가율	31.3	33.9	21.2	8.7	7.5
NOPAT증가율	29.5	25.8	0.7	21.5	11.5
EBITDA증가율	33.6	13.7	(0.2)	8.6	5.8
영업이익증가율	37.5	15.0	6.3	19.9	12.9
(지배주주)순이익증가율	(19.7)	31.1	237.7	(66.8)	17.7
EPS증가율	(19.8)	31.1	237.7	(66.8)	17.7
수익성(%)					
매출총이익률	59.7	55.8	51.0	50.7	50.5
EBITDA이익률	15.9	13.5	11.1	11.1	10.9
영업이익률	8.9	7.7	6.7	7.4	7.8
계속사업이익률	5.5	5.5	13.8	4.7	5.1
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	18,513	24,274	81,983	27,243	32,071
BPS	347,920	352,730	432,714	457,960	488,032
CFPS	66,004	74,832	149,573	70,677	74,269
EBITDAPS	62,448	71,028	70,903	76,995	81,441
SPS	393,230	526,723	638,127	693,412	745,455
DPS	1,250	2,000	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	16.2	10.5	3.4	10.2	8.7
PBR	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
PCFR	4.5	3.4	1.9	3.9	3.7
EV/EBITDA	11.0	9.9	8.5	7.1	6.0
PSR	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	5.5	6.9	20.9	6.1	6.8
ROA	1.8	2.2	7.0	2.2	2.5
ROIC	3.9	4.7	4.6	5.9	6.9
부채비율	106.4	121.9	102.8	100.3	97.7
순부채비율	46.8	57.7	28.3	17.1	6.5
이자보상배율(배)	4.5	4.7	5.1	7.1	8.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,269.1	1,836.9	2,697.0	3,298.4	3,969.1
금융자산	378.1	395.5	950.7	1,401.0	1,929.3
현금성자산	175.5	352.5	898.7	1,344.4	1,868.5
매출채권 등	354.5	428.5	519.2	564.2	606.5
재고자산	463.9	916.5	1,110.3	1,206.5	1,297.1
기타유동자산	72.6	96.4	116.8	126.7	136.2
비유동자산	8,882.6	9,264.4	9,142.8	8,967.6	8,809.6
투자자산	995.8	1,087.2	1,241.1	1,317.5	1,389.4
금융자산	699.1	406.1	492.1	534.7	574.8
유형자산	6,632.2	6,800.5	6,543.5	6,307.3	6,090.3
무형자산	296.5	425.1	406.6	391.2	378.4
기타비유동자산	958.1	951.6	951.6	951.6	951.5
자산총계	10,151.7	11,101.3	11,839.7	12,266.0	12,778.8
유동부채	2,892.1	3,244.8	3,109.6	3,305.7	3,541.5
금융부채	1,266.2	1,318.1	786.2	785.5	836.0
매입채무 등	1,101.6	1,339.6	1,622.9	1,763.5	1,895.9
기타유동부채	524.3	587.1	700.5	756.7	809.6
비유동부채	2,340.1	2,854.3	2,892.6	2,836.1	2,774.1
금융부채	1,415.7	1,963.7	1,813.7	1,663.7	1,513.7
기타비유동부채	924.4	890.6	1,078.9	1,172.4	1,260.4
부채총계	5,232.2	6,099.1	6,002.2	6,141.8	6,315.6
지배주주지분	3,421.7	3,469.1	4,256.6	4,505.2	4,801.2
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	399.5	397.5	397.5	397.5	397.5
자본조정	313.7	313.7	313.7	313.7	313.7
기타포괄이익누계액	413.3	269.5	269.5	269.5	269.5
이익잉여금	2,246.0	2,439.2	3,226.6	3,475.2	3,771.3
비지배주주지분	1,497.8	1,533.1	1,580.9	1,619.1	1,662.0
자본총계	4,919.5	5,002.2	5,837.5	6,124.3	6,463.2
순금융부채	2,303.8	2,886.3	1,649.1	1,048.1	420.4
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	389.9	331.3	1,423.6	709.9	732.2
당기순이익	213.6	284.9	867.9	319.3	371.5
조정	278.6	327.4	275.5	251.5	229.8
감가상각비	269.1	301.9	275.5	251.6	229.8
외환거래손익	(17.2)	4.7	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(21.1)	(20.1)	0.0	0.0	0.0
기타	47.8	40.9	0.0	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(102.3)	(281.0)	280.2	139.1	130.9
투자활동 현금흐름	(304.8)	(592.6)	(175.8)	(93.7)	(89.0)
투자자산감소(증가)	45.4	(91.4)	(166.8)	(89.3)	(84.8)
유형자산감소(증가)	(352.5)	(364.3)	0.0	0.0	0.0
기타	2.3	(136.9)	(9.0)	(4.4)	(4.2)
재무활동 현금흐름	12.0	438.3	(701.6)	(170.4)	(119.2)
금융부채증가(감소)	25.5	599.9	(681.9)	(150.8)	(99.5)
자본증가(감소)	(0.4)	(2.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	22.6	(126.0)	(0.0)	0.1	(0.0)
배당지급	(35.7)	(33.6)	(19.7)	(19.7)	(19.7)
현금의 증감	97.2	177.0	546.2	445.8	524.1
Unlevered CFO	649.8	736.7	1,472.6	695.8	731.2
Free Cash Flow	(5.7)	(57.4)	1,423.6	709.9	732.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

신세계



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.12.6	BUY	350,000		
19.8.27	BUY	310,000	-18.56%	-8.55%
18.11.9	BUY	400,000	-28.12%	-9.13%
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%
17.12.19	BUY	280,000	3.44%	7.14%
17.10.29	BUY	250,000	5.58%	19.60%

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	89.7%	10.3%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 12월 5일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 12월 06일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2019년 12월 06일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.