

신세계

BUY(유지)

004170 기업분석 | 유통

목표주가(하향)	325,000원	현재주가(04/22)	252,000원	Up/Downside	+29.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 04. 23

소나기는 피하는 게 상책

Comment

1Q20 실적 부진, 2Q20도 어렵다: 1Q20 개별기준 총매출액은 14%YoY감소한 8,237억원, 영업이익은 41.4%YoY감소한 313억원에 머물 것으로 전망한다. 개별법인 부진은 대부분 3월 백화점 매출이 코로나19 영향에 따라 전년대비 26%가량 감소했기 때문이다. 백화점, 면세점 등 주력 플랫폼의 매출 부진과 고정비 부담 등으로 1Q20 연결기준 영업이익은 84.4%YoY감소한 171억원으로 부진할 것이다. 센트럴시티를 제외하고 모든 자회사가 코로나19로 인한 매출 타격을 받을 것이며 특히 동대구점 매출 부진이 심할 것으로 전망한다. 1~3월 면세점 매출은 전년대비 +20%, -40%, -60%를 기록할 것으로 추정한다. 백화점 매출은 3월 최악을 기록한 이후 4월부터 회복중이며 동대구점, SI 등 주요 자회사의 매출도 느리지만 점진적인 회복이 가능할 것으로 추정한다. 항공편이 끊기고 출입국이 제한되는 상황이 지속되면서 면세점 매출은 4월 이후로도 부진이 지속될 것으로 전망한다. 기업형 타이거들로 인해 기본적인 매출이 발생하고 있다는 점은 다행이지만 당분간 면세점 부문의 회복을 논하기는 어려울 것으로 판단한다.

Action

목표주가 하향, BUY유지: 코로나19에 따른 1H20 실적부진을 반영하여 연결기준 추정 실적을 하향하고, 목표주가를 370,000원에서 325,000원으로 12.2%하향 조정한다. 목표주가는 영업가치와 삼성생명 보유가치, 온라인 법인 지분 가치를 합산하여 산출했으며, 이는 2021년 예상 실적 기준 P/E 14.5배에 해당한다. 영업가치 산출시 코로나19에 따른 일시적 영향을 제거하기 위해 2021년 추정실적에 할인율(WACC)을 적용하여 산출했으며(Target P/E 12배), 삼성생명은 시장가격/온라인 법인은 평가가치에 30%의 할인율을 적용했다. 백화점, 면세점 시장에서의 경쟁사 대비 경쟁력을 높이 평가하여 투자 의견 BUY를 유지하지만 코로나19의 직격탄은 일단 피하는 게 상책으로 보인다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원, 원 배 %)	Stock Data			
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	204,000/341,000원		
매출액	5,186	6,394	5,633	6,232	6,635	KOSDAQ /KOSPI	629/1,879pt		
(증가율)	33.9	23.3	-11.9	10.6	6.5	시가총액	25,548억원		
영업이익	397	468	289	434	497	60일-평균거래량	105,958		
(증가율)	14.9	17.7	-38.2	49.9	14.7	외국인지분율	29.0%		
지배주주순이익	239	526	130	221	261	60일-외국인지분율변동추이	-2.0%p		
EPS	24,274	53,472	13,205	22,461	26,473	주요주주	이명희 외 2인 28.6%		
PER (H/L)	19.6/10.1	6.5/4.0	19.7	11.6	9.8	(천원)	신세계(좌) (pt)		
PBR (H/L)	1.3/0.7	0.9/0.5	0.6	0.6	0.6	500	KOSPI자유대비(우)		
EV/EBITDA (H/L)	12.9/9.8	8.2/7.1	8.5	7.5	7.1	0	0		
영업이익률	7.7	7.3	5.1	7.0	7.5	19/04	19/08	19/11	20/02
ROE	6.9	14.2	3.3	5.3	6.0	주가상승률	1M	3M	12M
						절대기준	15.8	-14.2	-17.7
						상대기준	-3.5	2.2	-3.0

도표 1. 신세계 개별 및 연결기준 실적 전망

(단위: 십억원 %)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
개별기준	총매출액	958	950	953	1,125	824	874	957	1,171	4,551	3,985	3,826	3,960
	순매출액	375	367	385	430	324	337	386	436	1,739	1,558	1,483	1,534
	영업이익	53	33	51	85	31	27	52	100	242	222	210	234
	영업이익률	5.6	3.5	5.3	7.6	3.8	3.1	5.4	8.6	5.3	5.6	5.5	5.9
연결기준	순매출액	1,517	1,506	1,603	1,769	1,224	1,144	1,449	1,816	5,186	6,394	5,633	6,232
	판매비	686	715	702	698	663	627	704	780	2,497	2,800	2,775	2,963
	영업이익	110	68	95.9	194	17	3	94	175	397	468	289	434
	세전이익	893	33	82	-211	3	-25	75	151	355	798	204	347
	법인세	207	9	30	-41	1	-6	19	38	70	205	51	87
	당기순이익	686	24	52	-169	2	-19	57	113	285	593	153	260
	지배주주	667	17	34	-191	2	-16	48	96	239	526	130	221

자료: DB금융투자, 감사보고서

도표 2. 연결법인별 실적 전망

(단위: 십억원 %)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
신세계	매출	375	367	385	430	324	337	386	436	1,739	1,558	1,483	1,534
	영업이익	53	33	51	85	31	27	52	100	242	222	210	234
SI	매출	366	302	360	397	311	263	367	449	1,263	1,425	1,390	1,487
	영업이익	29	15	19	22	15	11	21	25	56	85	72	88
센트럴시티	매출	66	67	71	68	69	71	74	71	217	272	285	297
	영업이익	21	10	24	19	22	10	25	20	64	74	77	81
신세계디에프	매출	703	770	787	868	527	500	622	853	2,008	3,128	2,502	2,873
	영업이익	13	17	11	71	-21	-22	3	26	37.8	111.6	-13.8	60.3
신세계동대구	매출	46	45	47	54	27	13	42	51	174	191	134	185
	영업이익	5	-1	5	10	-15	-13	4	14	11	18	-10	17
기타/내부거래	매출	-12	-20	-16	-14	-35	-40	-42	-44	-216	-61	-49	-16
	영업이익	-13	-9	-18	-20	-16	-10	-11	-10	-13	-59	-75	-61

자료: DB금융투자, 감사보고서

도표 3. 신세계 목표주가 산출 근거

(단위: 억원 원 %)

	목표시총	주당가치	산출근거
신세계 영업가치	24,896	252,875	21년 추정실적 WACC할인후, Target P/E 12배 적용(비정상적 2020년 실적 감안)
SSG.COM	5,500	55,865	분할후 추정가치 30%할인, 지분율(26.8%) 적용
삼성생명	1,546	15,699	전일종가 기준 30%할인을 적용
합산	31,942	324,439	2021년 추정실적 기준 P/E 14.5배 수준

자료: DB 금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
유동자산	1,837	1,831	1,932	2,342	2,728
현금및현금성자산	352	178	289	475	716
매출채권및기타채권	429	439	471	485	513
재고자산	916	1,077	1,024	1,222	1,332
비유동자산	9,264	11,187	11,099	10,940	10,826
유형자산	6,801	6,481	6,416	6,273	6,174
무형자산	425	352	329	312	298
투자자산	1,087	1,609	1,609	1,609	1,609
자산총계	11,101	13,018	13,120	13,370	13,643
유동부채	3,245	3,173	3,171	3,206	3,222
매입채무및기타채무	1,340	1,255	1,263	1,308	1,335
단기차입금및담기채	779	579	579	579	579
유동성장기부채	531	295	285	275	265
비유동부채	2,854	4,330	4,300	4,275	4,244
사채및장기차입금	1,858	1,770	1,740	1,715	1,684
부채총계	6,099	7,503	7,471	7,481	7,467
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	397	397	397	397	397
이익잉여금	2,439	2,921	3,031	3,233	3,474
비자배주주지분	1,533	1,589	1,612	1,651	1,697
자본총계	5,002	5,515	5,648	5,889	6,176

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
매출액	5,186	6,394	5,633	6,232	6,635
매출원가	2,292	3,126	2,569	2,835	3,012
매출총이익	2,894	3,268	3,064	3,396	3,623
판매비	2,497	2,800	2,775	2,963	3,125
영업이익	397	468	289	434	497
EBITDA	699	1,136	980	1,083	1,119
영업외손익	-42	331	-85	-87	-88
금융손익	-51	-106	-108	-110	-112
투자손익	20	1	1	1	1
기타영업외손익	-11	436	22	22	23
세전이익	355	798	204	347	409
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	285	593	153	260	307
자배주주지분순이익	239	526	130	221	261
비자배주주지분순이익	46	67	23	39	46
총포괄이익	121	553	153	260	307
총감률(%YoY)					
매출액	33.9	23.3	-11.9	10.6	6.5
영업이익	14.9	17.7	-38.2	49.9	14.7
EPS	31.1	120.3	-75.3	70.1	17.9

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

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	331	790	1,015	878	955
당기순이익	285	593	153	260	307
현금유출이없는비용및수익	452	571	893	884	866
유형및무형자산상각비	302	669	690	650	622
영업관련자산부채변동	-281	-195	20	-179	-116
매출채권및기타채권의감소	-66	-31	-32	-14	-27
재고자산의감소	-376	-162	53	-198	-110
매입채무및기타채무의증가	158	25	8	45	27
투자활동현금흐름	-593	-71	-597	-482	-499
CAPEX	-389	-321	-602	-490	-509
투자자산의순증	-91	-522	0	0	0
재무활동현금흐름	438	-894	-217	-211	-215
사채및차입금의 증가	600	1,274	-40	-35	-41
자본금및자본잉여금의증가	-2	0	0	0	0
배당금지급	-34	-37	-20	-20	-20
기타현금흐름	0	0	-89	0	0
현금의증가	177	-175	111	186	241
기초현금	175	352	178	289	475
기말현금	352	178	289	475	716

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당자료(원)					
EPS	24,274	53,472	13,205	22,461	26,473
BPS	352,367	398,826	410,033	430,495	454,970
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Multiple(배)					
P/E	10.5	5.4	19.7	11.6	9.8
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.9	7.7	8.5	7.5	7.1
수익성(%)					
영업이익률	7.7	7.3	5.1	7.0	7.5
EBITDA마진	13.5	17.8	17.4	17.4	16.9
순이익률	5.5	9.3	2.7	4.2	4.6
ROE	6.9	14.2	3.3	5.3	6.0
ROA	2.7	4.9	1.2	2.0	2.3
ROIC	4.7	4.4	2.5	3.8	4.4
안정성및기타					
부채비율(%)	121.9	136.1	132.3	127.0	120.9
이자보상배율(배)	4.7	3.4	1.8	2.8	3.2
배당성향(배)	6.9	3.3	12.9	7.6	6.4

자료: 신세계 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

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 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 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 투자의견 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

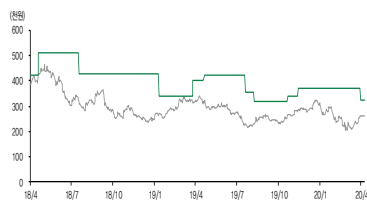
기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자의견은 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 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/02/19	Buy	425,000	-14.3	-0.9	19/08/30	Buy	320,000	-22.4	-16.4
18/05/11	Buy	510,000	-24.8	-8.7	19/11/13	Buy	340,000	-20.0	-16.6
18/08/08	Buy	430,000	-33.8	-15.5	19/12/06	Buy	370,000	-28.1	-12.4
19/02/01	Buy	340,000	-11.7	-0.7	20/04/23	Buy	325,000	-	-
19/04/17	Buy	400,000	-19.0	-14.8					
19/05/13	Buy	425,000	-33.2	-24.0					
19/08/11	Buy	355,000	-37.0	-34.6					

주: *표는 담당자 변경