

신세계 (004170)

소매/유통



이진협

02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	300,000원 (M)
현재주가 (8/12)	220,500원
상승여력	36%

시가총액	21,709억원
총발행주식수	9,845,181주
60일 평균 거래대금	193억원
60일 평균 거래량	86,705주
52주 고	324,000원
52주 저	204,000원
외인지분율	29.24%
주요주주	이명희 외 2 인 28.57%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.3	(9.6)	(4.1)
상대	(6.1)	(28.6)	(23.4)
절대(달려환산)	8.0	(6.6)	(1.6)

2Q20 리뷰 : 더 나빠지기도 쉽지 않다

2Q20 Review : 전 사업부 부진

2분기 연결 총매출액 17,320억원(-32.6% YoY), 영업적자 -431억원(적전 YoY)를 기록하며 영업이익 컨센서스(143억원), 당사 영업이익 전망치(114억원)를 대폭 하회했다. 전 사업부의 부진이 이어졌다.

별도(백화점)영역은 총매출액 9,309억원(-2.0% YoY), 영업이익 143억원(-56.3% YoY)를 기록하여 당사전망치(208억원)를 하회하였다. 1Q20(-13%) 대비 기존점성장률이 크게 반등을 하였으나, 마진율이 낮은 명품/가전 중심의 성장이 수익성을 악화시켜 1Q20과 유사한 수준의 감익이 이어졌다.

면세점은 매출액 3,107억원(-59.6% YoY), 영업적자 -370억원(-543억원 YoY)를 기록하며, 당사전망치(-191억원)를 큰 폭으로 하회했다. 시내점과 공항점의 매출성장률은 각각 -31% YoY, -92% YoY를 기록했다. 임차료 인하(50%)를 받았고, 당분기에는 4개월치의 인하분이 실적에 소급반영(총 720억원) 되었으나, 수익성 보다 우선시된 현금흐름 확보에 따라 QoQ 실적 개선은 나타나지 않은 것으로 추정된다.

기타 자회사도 부진했다. 메리어트호텔의 부진으로 센트럴시티는 전년대비 -123억원 감익했다. 대구신세계도 전년대비 -32억원 감익하였으며, SI의 -172억원 감익도 뼈아팠다. 까사미 아만이 적자 폭을 축소했다(+4억원 YoY).

더 나빠지기도 쉽지 않다

백화점은 정상궤도에 접어들었다. 물론, 명품/가전 등 저마진 상품 위주의 고성장이 수익성에 악영향을 끼칠 수 밖에 없지만, 50% 이상 감익을 기록한 상반기 대비 나아진 것은 분명하다.

면세점은 8월 임차료 50% 인하 종료 이후, 임차료의 매출연동제 전환 가능성이 높아 공항점 적자 부담이 크게 줄어들 수 있을 전망이다. 상황은 여전히 어렵지만, 하반기 중추절, 국경절, 광군절 등 이벤트에 따른 중국 화장품 수요의 증가는 점진적인 면세점 사업의 매출 개선을 이끌 것이다. 또한 코로나19 상황도 현재보다 악화되기 보다는 개선의 시그널들이 보일 가능성이 크다. 투자의견 Buy, 목표주가 30만원을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	10,144	-32.6	-15.2	11,979	-15.3
영업이익	-431	적전	적전	143	-400.8
세전계속사업이익	-1,349	적전	적전	-58	-2,241.4
지배순이익	-1,118	적전	적지	-78	-1,330.9
영업이익률 (%)	-4.2	적전	적전	1.2	-5.4 %pt
지배순이익률 (%)	-11.0	적전	적지	-0.7	-10.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	51,857	63,942	50,426	72,173
영업이익	3,974	4,678	1,678	4,921
지배순이익	2,390	5,264	-226	2,273
PER	13.8	5.2	-96.2	9.6
PBR	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.0	7.2	10.3	7.3
ROE	6.9	14.2	-0.6	5.9

자료: 유안타증권

[표 1] 신세계 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
총매출액	9,577	9,503	9,525	11,248	8,365	9,309	9,668	11,473	45,514	39,853	38,815
YoY	-18.9%	-12.7%	-10.2%	-7.9%	-12.7%	-2.0%	1.5%	2.0%	-1.8%	-12.4%	-2.6%
순매출액	3,057	3,059	3,096	3,517	2,643	2,871	3,026	3,530	13,938	12,729	12,070
영업이익	534	327	506	855	226	143	480	896	2,420	2,222	1,745
YoY	-9.5%	-22.1%	7.9%	-9.2%	-57.8%	-56.3%	-5.1%	4.9%	10.2%	-8.2%	-21.5%
영업이익률	5.6%	3.4%	5.3%	7.6%	2.7%	1.5%	5.0%	7.8%	5.3%	5.6%	4.5%

자료: 신세계, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 신세계 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
순매출액	15,169	15,060	16,027	17,681	11,969	10,144	12,512	15,802	51,857	63,937	50,426
YoY	38.5%	27.3%	17.3%	14.7%	-21.1%	-32.6%	-21.9%	-10.6%	33.9%	23.3%	-21.1%
신세계	3,750	3,674	3,851	4,301	3,311	3,539	3,909	4,387	17,392	15,576	15,146
신세계인터내셔널	3,659	3,018	3,599	3,974	3,234	2,871	3,512	4,009	12,628	14,250	13,625
센트럴시티	660	673	706	680	556	528	615	558	2,164	2,719	2,257
신세계 DF	7,033	7,695	7,868	8,681	4,889	3,107	4,395	6,676	20,081	31,277	19,066
대구	455	449	470	539	339	392	477	550	1,742	1,913	1,758
까사미아	273	250	311	352	338	383	404	422	811	1,186	1,548
영업이익	1,096	681	959	1,946	33	-431	633	1,444	3,975	4,682	1,678
YoY	-3.3%	-14.7%	36.6%	45.0%	-97.0%	적전	-34.0%	-25.8%	15.3%	17.8%	-64.2%
신세계	534	327	506	855	226	143	480	896	2,420	2,222	1,745
신세계인터내셔널	292	146	190	217	120	-26	147	197	555	845	439
센트럴시티	214	99	236	189	117	-25	175	118	640	738	385
신세계 DF	126	173	107	710	-324	-370	-189	144	378	1,116	-739
대구	47	18	48	99	-30	-18	35	85	107	212	72
까사미아	-11	-34	-52	-72	-27	-28	-16	2	-14	-169	-68
영업이익률	7.2%	4.5%	6.0%	11.0%	0.3%	-4.2%	5.1%	9.1%	7.7%	7.3%	3.3%
신세계	14.2%	8.9%	13.1%	19.9%	6.8%	4.0%	12.3%	20.4%	13.9%	14.3%	11.5%
신세계인터내셔널	8.0%	4.8%	5.3%	5.5%	3.7%	-0.9%	4.2%	4.9%	4.4%	5.9%	3.2%
센트럴시티	32.4%	14.7%	33.4%	27.8%	21.0%	-4.7%	28.5%	21.1%	29.6%	27.1%	17.1%
신세계 DF	1.8%	2.2%	1.4%	8.2%	-6.6%	-11.9%	-4.3%	2.2%	1.9%	3.6%	-3.9%
대구	10.3%	4.0%	10.2%	18.4%	-8.8%	-4.6%	7.3%	15.4%	6.1%	11.1%	4.1%
까사미아	-4.0%	-13.6%	-16.7%	-20.5%	-8.0%	-7.3%	-3.9%	0.6%	-1.7%	-14.2%	-4.4%

자료: 신세계, 유안타증권 리서치센터

신세계 (004170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	51,857	63,942	50,426	72,173	76,630
매출원가	22,916	31,259	24,177	34,643	36,782
매출총이익	28,941	32,683	26,249	37,530	39,848
판매비	24,967	28,005	24,571	32,608	34,235
영업이익	3,974	4,678	1,678	4,921	5,612
EBITDA	6,993	11,365	7,786	10,388	10,545
영업외손익	-425	3,304	-1,496	-1,183	-1,047
외환관련손익	-63	-67	-192	-96	-96
이자손익	-730	-1,272	-1,221	-1,196	-1,063
관계기업관련손익	201	7	26	29	32
기타	167	4,637	-109	80	80
법인세비용차감전순손익	3,548	7,982	183	3,738	4,565
법인세비용	699	2,051	95	897	1,096
계속사업순손익	2,849	5,931	88	2,841	3,469
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,849	5,931	88	2,841	3,469
지배지분순이익	2,390	5,264	-226	2,273	2,776
포괄순이익	1,210	5,530	-975	2,822	3,450
지배지분포괄이익	772	4,883	-1,017	2,257	2,760

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	3,313	7,899	2,269	11,485	9,343
당기순이익	2,849	5,931	88	2,841	3,469
감가상각비	2,797	6,460	5,914	5,292	4,772
외환손익	47	32	168	96	96
중속, 관계기업관련손익	-201	-7	-26	-29	-32
자산부채의 증감	-2,810	-1,954	-7,145	-973	-3,368
기타현금흐름	630	-2,563	3,271	4,258	4,406
투자활동 현금흐름	-5,926	-715	-517	-186	-114
투자자산	-57	9	60	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,887	-3,212	-3,564	-3,200	-3,200
유형자산 감소	243	384	379	0	0
기타현금흐름	-2,226	2,104	2,609	3,014	3,086
재무활동 현금흐름	4,383	-8,935	3,975	-5,886	-4,816
단기차입금	5,220	-3,178	2,154	-1,000	-1,000
사채 및 장기차입금	-152	-2,101	3,225	-4,000	-3,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-336	-373	-373	-383	-393
기타현금흐름	-349	-3,283	-1,031	-503	-424
연결범위변동 등 기타	-1	3	-5,500	-5,852	-4,836
현금의 증감	1,770	-1,748	227	-438	-423
기초 현금	1,755	3,525	1,777	2,004	1,565
기말 현금	3,525	1,777	2,004	1,565	1,142
NOPLAT	3,974	4,678	1,678	4,921	5,612
FCF	-487	4,997	-3,795	5,035	2,630

자료: 유안타증권

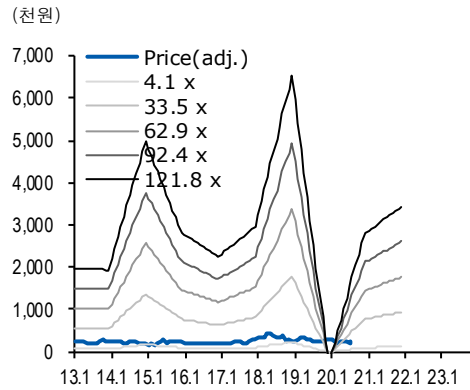
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	18,369	18,312	22,499	21,808	22,444
현금및현금성자산	3,525	1,777	2,004	1,565	1,142
매출채권 및 기타채권	4,285	4,388	4,492	5,380	5,742
재고자산	9,165	10,774	14,365	13,225	13,922
비유동자산	92,644	111,873	107,835	105,668	104,035
유형자산	68,005	64,810	63,083	60,991	59,419
관계기업 등 지분관련 자산	3,216	10,972	10,769	10,769	10,769
기타투자자산	7,656	5,122	3,650	3,650	3,650
자산총계	111,013	130,185	130,334	127,477	126,479
유동부채	32,448	31,730	36,363	35,928	34,384
매입채무 및 기타채무	13,396	12,552	9,983	10,548	10,004
단기차입금	5,985	4,792	5,659	4,659	3,659
유동성장기부채	5,311	2,946	7,644	7,644	7,644
비유동부채	28,543	43,304	40,939	36,939	33,939
장기차입금	5,270	4,586	3,751	3,751	2,751
사채	13,309	13,117	12,566	8,566	6,566
부채총계	60,991	75,034	77,302	72,867	68,324
지배지분	34,691	39,265	37,781	38,943	41,483
자본금	492	492	492	492	492
자본잉여금	3,975	3,975	3,975	3,975	3,975
이익잉여금	24,392	29,209	28,784	29,965	32,525
비지배지분	15,331	15,886	15,251	15,666	16,673
자본총계	50,022	55,151	53,032	54,609	58,155
순차입금	28,778	39,085	43,332	38,771	35,194
총차입금	32,732	41,354	46,152	41,152	37,152

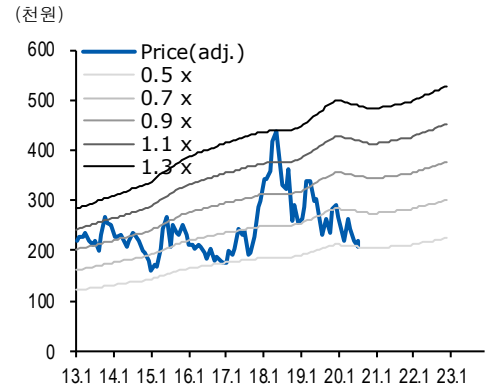
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	24,274	53,472	-2,291	23,085	28,192
BPS	352,681	399,182	384,092	395,906	421,727
EBITDAPS	71,028	115,436	79,085	105,517	107,113
SPS	526,723	649,478	512,190	733,077	778,352
DPS	2,000	2,000	2,100	2,200	2,300
PER	13.8	5.2	-96.2	9.6	7.8
PBR	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	11.0	7.2	10.3	7.3	7.0
PSR	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	33.9	23.3	-21.1	43.1	6.2
영업이익 증가율 (%)	14.9	17.7	-64.1	193.3	14.0
지배순이익 증가율 (%)	31.1	120.3	격전	혹전	22.1
매출총이익률 (%)	55.8	51.1	52.1	52.0	52.0
영업이익률 (%)	7.7	7.3	3.3	6.8	7.3
지배순이익률 (%)	4.6	8.2	-0.4	3.1	3.6
EBITDA 마진 (%)	13.5	17.8	15.4	14.4	13.8
ROIC	4.9	5.2	1.2	5.5	6.4
ROA	2.2	4.4	-0.2	1.8	2.2
ROE	6.9	14.2	-0.6	5.9	6.9
부채비율 (%)	121.9	136.1	145.8	133.4	117.5
순차입금/자기자본 (%)	83.0	99.5	114.7	99.6	84.8
영업이익/금융비용 (배)	4.7	3.4	1.3	3.9	5.0

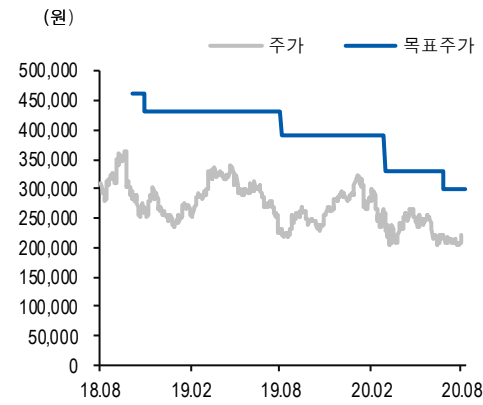
P/E band chart



P/B band chart



신세계 (004170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-13	BUY	300,000	1년		
2020-07-07	BUY	300,000	1년		
2020-03-10	BUY	330,000	1년	-28.85	-19.70
2019-08-12	BUY	390,000	1년	-32.14	-16.92
2018-11-09	BUY	430,000	1년	-33.51	-20.70
2018-10-15	BUY	460,000	1년	-41.03	-36.85
2018-08-30	담당자변경 1년 경과 이후		1년	25.41	38.74
2017-08-30	BUY	262,000	1년	21.37	77.67

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)	1.3
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-10

※해외 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.