



신세계(004170)

흑한기

▶Analyst 남성현 gone267@hanwha.com 3772-7651

Buy (유지)

목표주가(유지): 300,000원

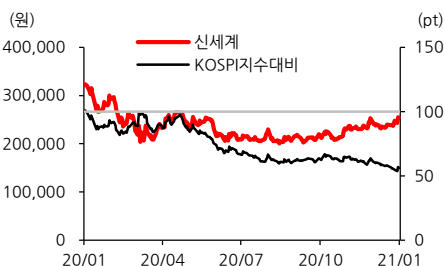
현재 주가(1/14)	254,000원
상승여력	▲18.1%
시가총액	25,007억원
발행주식수	9,845천주
52 주 최고가 / 최저가	324,000 / 200,500원
90 일 일평균 거래대금	289.55억원
외국인 지분율	24.7%
주주 구성	
경유경 (외 3인)	28.6%
국민연금공단 (외 1인)	13.3%
GI/Private/Limited (외 1인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.5	18.4	21.8	-21.0
상대수익률(KOSPI)	-9.5	-13.9	-22.4	-61.7

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,186	6,394	4,771	5,266
영업이익	397	468	66	220
EBITDA	699	1,136	723	829
지배주주순이익	239	526	0	146
EPS	24,274	53,472	-46	14,820
순차입금	2,892	4,334	4,203	4,165
PER	10.5	5.4	-5,058.7	17.1
PBR	0.7	0.7	0.6	0.7
EV/EBITDA	7.7	6.3	9.0	8.0
배당수익률	0.8	0.7	0.9	0.8
ROE	6.9	14.2	0.0	4.0

주가 추이



4분기 실적 부진 이어질 전망

신세계 4분기 매출액은 1조 3,458억 원(전년동기대비 -23.9%), 영업이익 859억 원(전년동기대비 -55.8%)을 전망한다. 전체적으로 보면 백화점 실적은 예상보다 긍정적일 것으로 판단하지만, 면세점 및 주요 종속회사 실적 기여도가 줄어들에 따라 실적 감소가 이루어질 것으로 예상된다.

백화점은 당초 기대보다는 긍정적이다. 11월과 12월 사회적거리두기 강화에 따른 집객력 감소로 매출액 부진이 나타날 것으로 예상하였으나, 1) 명품 고 성장세가 지속되었고, 2) 지난해 상반기대비 코로나 19에 따른 집객력 하락이 제한되었으며, 3) 가전 및 리빙 판매량 고 성장세 지속과, 4) 10월의 경우 의류/패션/잡화 판매량이 어느정도 회복되었기 때문이다. 다만, 전체적으로 명품 및 리빙 등 저마진 제품군 비중 하락에 따른 공헌이익 감소는 나타날 것으로 예상된다.

면세점 실적은 부진할 전망이다. 그러한 이유는 1) 면세점 시장규모가 9월을 정점으로 10~12월 소폭 하락하였고, 2) 판촉행사 강화에 상품마진율 감소, 3) 리스회계기준 변경에 따른 일시적 비용 부담이 예상되기 때문이다.

2021년 백화점 기대, 면세점 실적 개선 제한적

2021년에는 백화점 사업부 턴 어라운드 가능성이 높게 점쳐지나 면세점 사업부의 의미있는 실적 개선은 제한될 전망이다. 그렇게 생각하는 근거는 1) 코로나 19가 완화된다 하더라도 공항면세점 방문객수가 단기적으로 증가할 가능성은 크지 않고, 2) 법인형 매출 비중 증가로 공헌이익 감소 가능성이 높기 때문이다. 면세점 사업부는 2분기부터 낮은 기저로 급격한 실적 성장이 이루어질 가능성이 높다. 하지만, 이는 2020년 3~4분기와 비교할 때 크게 개선될 수 있는 수치는 아닐 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 30만원 제시

신세계에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 30만원을 유지한다. 2021년 2분기부터 전체적인 실적은 개선되는 추세로 전환될 가능성이 높으며, 2022년까지 코로나 영향을 벗어나면서 안정적인 성장을 기대한다. 이에 긍정적인 시각을 유지한다.

[표1] 신세계 분기 추정치 변화

(단위: 십억 원, %, %p)

구분	당사 추정치 변경전			당사 추정치 변경후			추정치 변경후 차이		
	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E
매출액	4,795.7	5,723.6	1,337.1	4,771.5	5,265.7	1,345.8	-0.5	-8.0	0.7
영업이익	93.4	240.8	60.1	65.8	219.9	85.9	-29.6	-8.7	42.9
영업이익률	1.9	4.2	4.5	1.4	4.2	6.4	-0.6	0.0	1.9

자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

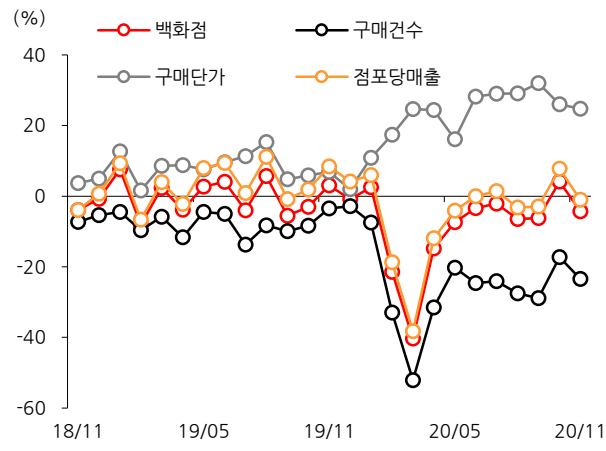
[표2] 신세계 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
총매출	1,702.4	1,591.4	1,770.7	2,022.4	1,788.9	1,821.9	1,873.9	2,140.6	9,047.0	7,086.9	7,625.3
순매출	1,196.9	1,014.4	1,214.4	1,345.8	1,274.2	1,234.1	1,306.8	1,450.5	6,393.7	4,771.5	5,265.7
YoY, %	-21.1	-32.6	-24.2	-23.9	6.5	21.7	7.6	7.8	12.8	-21.7	7.6
매출원가	583.2	475.5	627.0	667.2	614.5	560.0	656.6	704.5	3,126.1	2,352.9	2,535.6
YoY, %	-19.1	-34.2	-22.1	-23.9	5.4	17.8	4.7	5.6	39.0	-24.7	7.8
매출총이익	613.7	538.9	587.4	678.7	659.7	674.1	650.3	745.9	3,267.6	2,418.7	2,730.1
YoY, %	-22.9	-31.2	-26.3	-23.9	7.5	25.1	10.7	9.9	28.9	-26.0	12.9
매출총이익률, %	36.0	33.9	33.2	33.6	36.9	37.0	34.7	34.8	36.1	34.1	35.8
판매비	610.4	587.4	562.3	592.7	638.9	662.5	598.6	610.2	2,799.3	2,352.9	2,510.2
_ 인건비	98.1	110.7	100.8	112.1	99.6	114.4	105.3	112.1	425.7	421.7	431.5
_ 감가상각비	146.5	160.3	154.4	62.4	150.9	165.1	159.1	64.3	631.4	523.6	539.3
_ 무형자산상각비	5.2	5.3	5.7	5.7	6.0	6.0	6.0	6.0	22.6	23.2	23.9
_ 광고선전비	14.3	15.6	14.0	18.4	13.7	17.3	14.5	18.4	63.6	62.2	64.0
_ 기타 판매비	346.3	295.6	287.4	394.1	368.7	359.7	313.7	409.5	1,656.0	1,323.4	1,451.4
영업이익	3.3	-48.5	25.1	85.9	20.8	11.7	51.7	135.7	468.3	65.8	219.9
YoY, %	-97.0	-171.3	-73.8	-55.8	530.3	-124.1	106.0	58.0	17.9	-85.9	234.2
영업이익률, %	0.2	-3.0	1.4	4.2	1.2	0.6	2.8	6.3	5.2	0.9	2.9

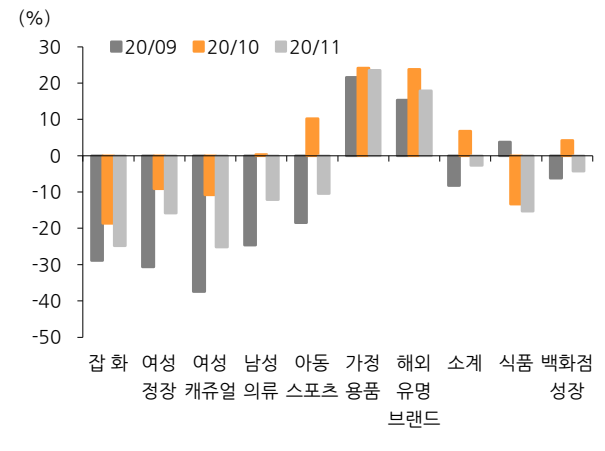
자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 백화점 매출, 구매단가, 구매건수, 점포당 매출 추이



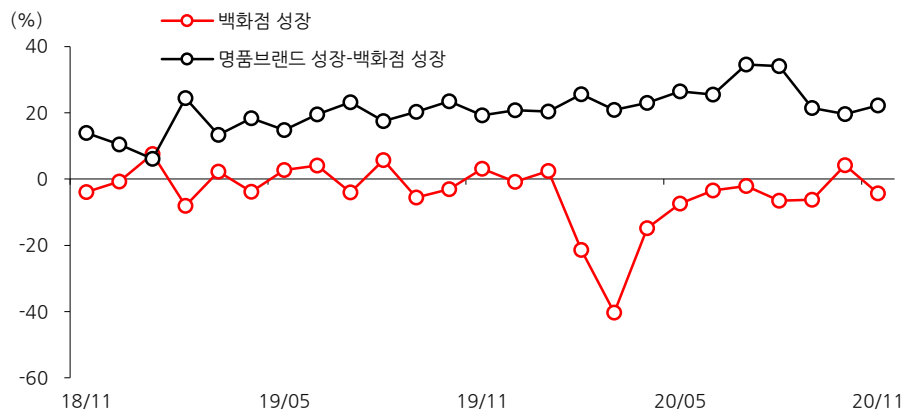
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 백화점 품목별 매출액 성장률 추이



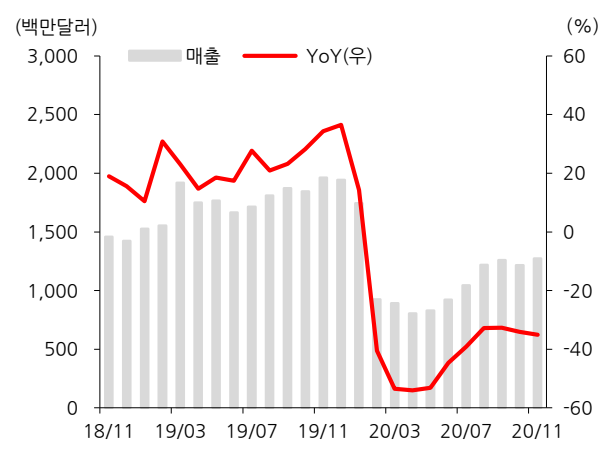
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 월별 백화점 및 명품브랜드 성장률 비교



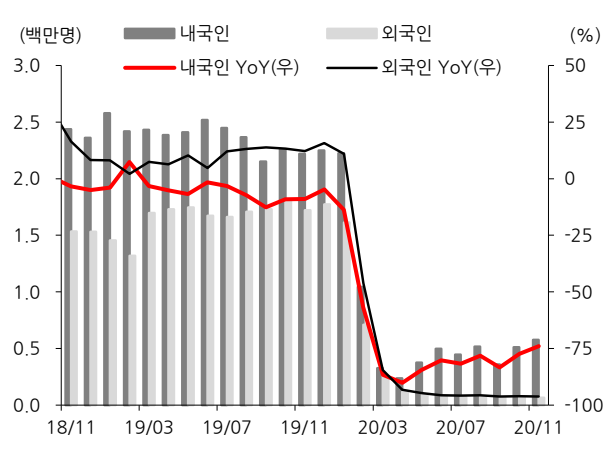
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 월별 면세점 매출액 추이



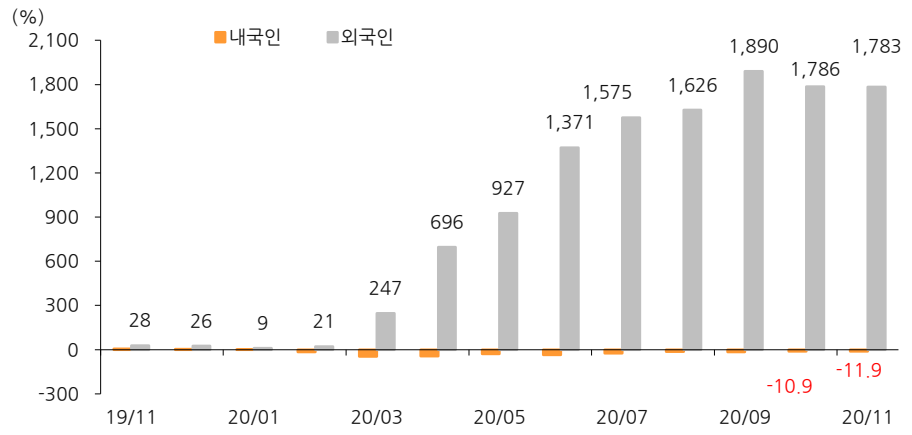
자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 월별 면세점 내 외국인 방문객수 추이



자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 월별 면세점 1인당 매출액 전년동월대비 증감률



자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 면세점 월별 실적 추이

DATE	인원(만명)			매출(백만달러)			1인당 매출(달러)			출입국자(만명)		
	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	아웃바운드	인바운드	중국인 인바운드
2018	2,993.8	1,819.9	4,813.8	3,602.2	13,636.0	17,238.2	120.3	749.3	358.1	2,869.6	1,534.7	479.0
2019	2,842.7	2,001.6	4,844.4	3,476.0	17,842.0	21,318.1	122.3	891.4	440.1	2,692.0	1,750.3	602.3
18/01	268	135	403	311	1,069	1,380	116	794	343	271.5	95.6	30.5
18/02	225	129	354	276	911	1,187	123	705	335	217.3	104.5	34.5
18/03	251	158	409	295	1,265	1,560	118	801	382	211.0	136.6	40.3
18/04	251	163	415	315	1,209	1,524	125	744	368	208.8	133.2	36.7
18/05	258	158	417	323	1,167	1,491	125	737	358	218.4	123.8	37.0
18/06	256	160	416	302	1,115	1,417	118	697	341	218.1	128.2	38.0
18/07	253	148	401	313	1,030	1,343	124	694	335	234.4	125.5	41.0
18/08	255	151	406	304	1,192	1,496	119	789	368	236.4	139.2	47.8
18/09	246	152	398	298	1,221	1,519	121	803	382	208.2	127.9	43.5
18/10	249	160	408	288	1,150	1,438	116	721	352	219.6	152.8	47.5
18/11	244	153	397	286	1,173	1,459	117	765	368	214.9	135.0	40.4
18/12	236	153	389	290	1,133	1,423	123	740	366	234.2	132.4	41.6
19/01	258	145	403	316	1,210	1,525	123	831	378	275.4	110.5	39.3
19/02	242	132	374	299	1,254	1,552	123	950	415	247.4	120.2	45.3
19/03	243	170	413	295	1,624	1,918	121	957	465	218.1	153.6	48.8
19/04	239	173	411	296	1,453	1,749	124	840	425	209.7	163.5	49.3
19/05	241	175	415	295	1,471	1,766	123	843	425	224.5	148.6	50.0
19/06	252	167	419	303	1,361	1,664	120	814	397	234.5	147.6	47.5
19/07	245	166	411	298	1,417	1,715	122	852	417	248.7	144.8	51.9
19/08	236	171	407	273	1,536	1,810	115	900	444	227.1	158.6	57.8
19/09	215	173	388	263	1,609	1,872	122	930	482	190.9	146.0	54.1
19/10	226	181	407	274	1,570	1,844	121	869	453	201.0	165.6	56.8
19/11	222	172	394	278	1,682	1,960	125	978	498	195.2	145.6	50.5
19/12	225	177	402	287	1,655	1,942	128	934	483	219.7	145.7	50.9
20/01	222	161	384	278	1,465	1,743	125	908	454	235.8	127.3	48.2
20/02	104	71	175	108	815	923	104	1,147	526	92.9	68.5	10.4
20/03	33	26	59	21	871	892	65	3,323	1,518	10.1	8.3	1.7
20/04	24	12	35	16	787	804	69	6,687	2,268	0.6	2.9	0.4
20/05	37	9	47	32	796	828	86	8,652	1,774	1.1	3.1	0.5
20/06	50	7	57	38	883	921	77	11,971	1,609	2.1	3.7	0.5
20/07	45	7	52	41	1,003	1,044	92	14,275	2,019	3.5	6.1	1.0
20/08	52	8	59	51	1,166	1,217	99	15,539	2,054	5.8	6.9	1.6
20/09	36	7	42	37	1,223	1,260	102	18,511	2,965	4.6	6.5	1.5
20/10	51	7	58	55	1,160	1,215	108	16,393	2,083	3.2	6.2	1.1
20/11	58	7	64	64	1,209	1,272	110	18,409	1,978	3.8	6.2	0.9

자료: 한국면세점협회, 관광지식정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,186	6,394	4,771	5,266	6,292
매출총이익	2,894	3,268	2,419	2,730	3,183
영업이익	397	468	66	220	475
EBITDA	699	1,136	723	829	1,080
순이자손익	-64	-115	-114	-102	-102
외화관련손익	-6	-7	25	27	29
지분법손익	20	794	13	24	25
세전계속사업손익	355	798	-62	191	449
당기순이익	285	593	15	146	341
지배주주순이익	239	526	0	146	341
증가율(%)					
매출액	33.9	23.3	-25.4	10.4	19.5
영업이익	14.9	17.7	-85.9	234.1	116.1
EBITDA	13.7	62.5	-36.4	14.8	30.2
순이익	33.4	108.2	-97.5	890.7	133.4
이익률(%)					
매출총이익률	55.8	51.1	50.7	51.8	50.6
영업이익률	7.7	7.3	1.4	4.2	7.6
EBITDA 이익률	13.5	17.8	15.1	15.7	17.2
세전이익률	6.8	12.5	-1.3	3.6	7.1
순이익률	5.5	9.3	0.3	2.8	5.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금흐름	331	790	923	744	890
당기순이익	285	593	20	146	341
자산상각비	302	669	657	609	604
운전자본증감	-281	-195	309	-29	-74
매출채권 감소(증가)	-9	-29	80	-29	-72
재고자산 감소(증가)	-376	-162	307	-28	-145
매입채무 증가(감소)	58	7	-60	-17	112
투자현금흐름	-593	-71	-396	-689	-710
유형자산처분(취득)	-364	-283	-370	-530	-546
무형자산 감소(증가)	-6	-14	-8	-9	-9
투자자산 감소(증가)	6	-4	-40	-2	-2
재무현금흐름	438	-894	113	-150	-220
차입금의 증가(감소)	506	-856	515	-130	-200
자본의 증가(감소)	-34	-37	-20	-20	-20
배당금의 지급	-34	-37	-20	-20	-20
총현금흐름	737	1,165	735	773	963
(-)운전자본증가(감소)	83	210	-415	29	74
(-)설비투자	389	321	428	530	546
(+)자산매각	18	25	51	-9	-9
Free Cash Flow	283	658	772	204	334
(-)기타투자	426	-244	84	147	153
잉여현금	-143	902	688	57	181
NOPLAT	319	348	48	168	361
(+) Dep	302	669	657	609	604
(-)운전자본투자	83	210	-415	29	74
(-)Capex	389	321	428	530	546
OpFCF	149	485	691	218	345

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,837	1,831	2,113	2,088	2,278
현금성자산	390	219	868	776	737
매출채권	427	436	369	397	470
재고자산	916	1,077	767	795	939
비유동자산	9,264	11,187	11,057	11,158	11,287
투자자산	2,039	4,354	4,211	4,382	4,560
유형자산	6,801	6,481	6,484	6,428	6,392
무형자산	425	352	361	348	335
자산총계	11,101	13,018	13,170	13,246	13,566
유동부채	3,245	3,173	3,838	3,746	3,701
매입채무	549	585	577	560	672
유동성이자부채	1,318	1,291	1,909	1,779	1,579
비유동부채	2,854	4,330	4,197	4,239	4,283
비유동이자부채	1,964	3,262	3,162	3,162	3,162
부채총계	6,099	7,503	8,035	7,985	7,984
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	397	397	348	348	348
이익잉여금	2,439	2,921	2,901	3,028	3,348
자본조정	266	242	242	242	242
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	5,002	5,515	5,135	5,261	5,582

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표					
EPS	24,274	53,472	-46	14,820	34,586
BPS	352,367	398,826	359,562	372,382	404,968
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
CFPS	74,832	118,291	74,697	78,531	97,859
ROA(%)	2.2	4.4	0.0	1.1	2.5
ROE(%)	6.9	14.2	0.0	4.0	8.9
ROIC(%)	4.6	4.4	0.6	2.1	4.5
Multiples(x, %)					
PER	10.5	5.4	-5,058.7	17.1	7.3
PBR	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6
PSR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
PCR	3.4	2.4	3.1	3.2	2.6
EV/EBITDA	7.7	6.3	9.0	8.0	6.0
배당수익률	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	121.9	136.1	156.5	151.8	143.0
Net debt/Equity	57.8	78.6	81.8	79.2	71.7
Net debt/EBITDA	413.5	381.3	581.7	502.3	370.8
유동비율	56.6	57.7	55.1	55.7	61.6
이자보상배율(배)	4.7	3.4	0.5	1.6	3.6
자산구조(%)					
투하자본	74.8	64.8	61.1	60.8	60.5
현금+투자자산	25.2	35.2	38.9	39.2	39.5
자본구조(%)					
차입금	39.6	45.2	49.7	48.4	45.9
자기자본	60.4	54.8	50.3	51.6	54.1

[Compliance Notice]

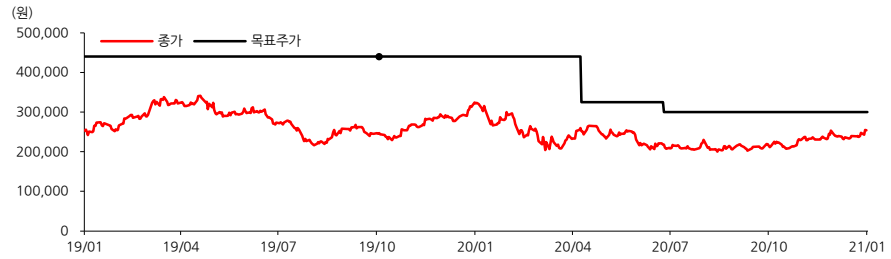
(공표일: 2021년 1월 15일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (남성현)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[신세계 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.05.13	2019.06.28	2019.08.12	2020.01.21	2020.02.14
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		440,000	440,000	440,000	440,000	440,000
일 시	2020.04.22	2020.05.13	2020.07.08	2020.08.13	2021.01.15	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	325,000	325,000	300,000	300,000	300,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.01.21	Buy	440,000	-42.72	-28.30
2020.04.21	Buy	325,000	-26.71	-18.46
2020.07.08	Buy	300,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%