

# 신세계 (004170)

소매/유통



이진협

02 3770 5659  
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>330,000원 (U)</b>
현재주가 (2/17)	<b>251,000원</b>
상승여력	<b>31%</b>

시가총액	24,711억원
총발행주식수	9,845,181주
60일 평균 거래대금	305억원
60일 평균 거래량	125,533주
52주 고	296,500원
52주 저	200,500원
외인지분율	24.37%
주요주주	정유경 외 2 인 28.57%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.4	5.9	(15.3)
상대	(0.1)	(14.2)	(39.4)
절대(달러환산)	0.7	5.8	(9.5)

## 4Q20 리뷰 : 실적 회복 본격화

### 4Q20 Review : 시장 눈높이에 부합한 실적

4분기 연결 총매출액 22,234억원(-17.3% YoY), 영업이익 1,031억원(-46.9% YoY)를 기록하며 영업이익 컨센서스(1,088억원)를 부합하는 실적을 기록했다. 재고 처분 관련 비용으로 면세점의 이익이 예상보다 부진했으나, 대구 신세계의 호조세로 이를 방어해내며 안정적인 실적 흐름을 보인 것으로 판단된다.

**별도(백화점)영역**은 총매출액 11,106억원(-1.3% YoY), 영업이익 617억원(-27.7% YoY)를 기록하여 당사 전망치(615억원)에 부합하였다. 10월에는 기존점 성장률이 빠르게 반등하였으나, 11월 중순 이후 코로나19 3차 확산세에 따라 기존점 성장률이 급격하게 악화되면서 실적 부진이 불가피하였다. 매출액 감소 폭이 1% 수준으로 크지는 않지만, 명품/생활 카테고리의 고성장세가 마진을 악화로 나타냈다.

**면세점**은 매출액 4,558억원(-47.5% YoY), 영업이익 26억원(-96.3% YoY)를 기록했다. 흑자 전환을 하였지만, 당초공항점의 임차료 매출연동제 적용에 따라 100억원 이상의 영업이익을 기록할 것으로 전망한 것 대비는 부진했는데 재고 처분 관련 비용이 집행되었기 때문이라 추정된다. 당분기에도 시내점을 중심으로 한 QoQ 기준 매출 회복이 지속되었다.

**기타 자회사**는 전반적으로 실적 회복세가 뚜렷했다. 호텔의 부진에도 센트럴시티는 전년 수준의 영업이익을 대부분 회복하였으며, 까사미아는 +42억원 YoY 적자를 감축하였다. 대구신세계는 코로나19 재확산 영향이 약한 가운데, 에르메스의 입점에 따라 별도 백화점과는 +32억원 YoY 증익하는 모습을 보였다. 3월에는 샤넬까지 추가 입점하며 성장세가 더욱 강화될 전망이다.

### 백화점 중심의 뚜렷한 회복세, 면세점은 이익 회복 가능

코로나19에 따라 기저가 낮아지는 2월부터 백화점을 중심으로 한 회복세가 뚜렷하다. 여기에 지난 10월에 보여주었던 것과 같이 코로나19 확산세가 더욱 추축하게 된다면, 백화점의 매출 반등은 더욱 강하게 나타날 수 있을 전망이다. 면세점도 업황 회복을 기대키는 어려우나, 임차료 인하와 손상차손에 따른 감가상각비 감소로 2021년 영업이익은 937억원(흑전 YoY)를 기록해 2019년 1,116억원에 근접하는 실적을 기록할 수 있을 전망이다. 주가는 실적의 방향성과 궤를 같이할 것이다.

투자의견 BUY를 유지하며, 면세점 이익 전망치 상향으로 목표주가를 33만으로 상향한다

Quarterly earning Forecasts

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,403	-24.2	10.4	14,570	-8.0
영업이익	1,031	-46.9	309.8	1,088	-5.3
세전계속사업이익	159	흑전	흑전	859	-81.5
지배순이익	204	흑전	흑전	690	-70.5
영업이익률 (%)	7.7	-3.3 %pt	+5.6 %pt	7.5	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	1.5	흑전	흑전	4.7	-3.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액		51,857	63,942	47,660	56,103
영업이익		3,974	4,678	884	3,851
지배순이익		2,390	5,264	-953	1,832
PER		13.8	5.2	-24.7	13.5
PBR		0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA		11.0	7.2	11.2	8.0
ROE		6.9	14.2	-2.6	5.1

자료: 유안타증권

[표 1] 신세계 SOTP Valuation

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	21E	Target EV/EBITDA		비고
백화점 EBITDA	3,658	7.0		
백화점 영업가치	25,607			
<b>종속기업</b>	<b>적정가치</b>	<b>지분율</b>	<b>신세계 보유가치</b>	<b>비고</b>
신세계 DF	7,831	100.0%	7,831	추정 순이익 * P/E 20배 적용
신세계인터내셔널	13,173	45.8%	4,220	시가총액, 30% 할인
기타	13,295		13,295	동대구, 센트럴시티 장부가액
종속기업 가치	25,346			
<b>투자자산</b>	<b>적정가치</b>	<b>지분율</b>	<b>신세계 보유가치</b>	<b>비고</b>
삼성생명	153,600	2.2%	1,014	시가총액, 30% 할인
관계 및 공동 기업	8,490		8,490	SSG.Com, 신세계사이먼, 광주신세계
투자자산 가치	9,504			
순차입금	27,873			4Q20 기준
현금성자산	3,887			
단기차입금	13,618			
장기차입금	18,142			
적정 시가총액	32,584			
발행주식수	9,836			
<b>적정 주당가치</b>	<b>331,258</b>			

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 신세계 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
총매출액	8,365	9,309	9,204	11,106	9,620	9,774	9,756	11,550	39,853	37,984	40,701
YoY	-12.7%	-2.0%	-3.4%	-1.3%	15.0%	5.0%	6.0%	4.0%	-12.4%	-4.7%	7.2%
순매출액	2,643	2,871	2,826	3,328	2,943	3,008	2,984	3,434	12,729	11,668	12,368
매출총이익	226	143	282	617	354	216	379	693	2,222	1,267	1,643
영업이익	-57.8%	-56.3%	-44.4%	-27.8%	57.1%	51.0%	34.7%	12.4%	-8.2%	-43.0%	29.7%
YoY	2.7%	1.5%	3.1%	5.6%	3.7%	2.2%	3.9%	6.0%	5.6%	3.3%	4.0%
영업이익률	5.0%	3.9%	4.4%	7.7%	5.6%	3.5%	4.7%	7.4%	5.3%	5.4%	5.3%

자료: 신세계, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 신세계 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
순매출액	11,969	10,144	12,144	13,403	13,305	13,311	14,197	15,291	63,937	47,660	56,103
YoY	-21.1%	-32.6%	-24.2%	-24.2%	11.2%	31.2%	16.9%	14.1%	23.3%	-25.5%	17.7%
신세계	3,311	3,539	3,638	4,111	3,808	3,716	3,856	4,275	15,576	14,599	15,655
신세계인터내셔널	3,234	2,871	3,338	3,835	3,491	3,407	3,660	4,149	14,250	13,278	14,707
센트럴시티	556	528	581	623	612	607	639	654	2,719	2,288	2,512
신세계 DF	4,889	3,107	4,392	4,558	5,281	5,412	5,815	5,952	31,277	16,946	22,461
대구	339	392	465	541	475	470	512	568	1,913	1,737	2,025
까사미아	338	383	468	447	439	498	515	492	1,186	1,636	1,944
영업이익	33	-431	251	1,031	789	565	936	1,560	4,682	884	3,851
YoY	-97.0%	-163.3%	-73.8%	-47.0%	2292.2%	-231.1%	273.1%	51.3%	17.8%	-81.1%	335.6%
신세계	226	143	282	617	354	216	379	693	2,222	1,267	1,643
신세계인터내셔널	120	-26	70	174	141	152	129	319	845	338	741
센트럴시티	117	-25	140	175	172	27	199	214	738	407	612
신세계 DF	-324	-370	-205	26	199	205	224	309	1,116	-873	937
대구	-30	-18	55	121	44	27	50	92	212	128	214
까사미아	-27	-28	-20	-30	-51	8	25	2	-169	-105	-16
영업이익률	0.3%	-4.2%	2.1%	7.7%	5.9%	4.2%	6.6%	10.2%	7.3%	1.9%	6.9%
신세계	6.8%	4.0%	7.7%	15.0%	9.3%	5.8%	9.8%	16.2%	14.3%	8.7%	10.5%
신세계인터내셔널	3.7%	-0.9%	2.1%	4.5%	4.0%	4.5%	3.5%	7.7%	5.9%	2.5%	5.0%
센트럴시티	21.0%	-4.7%	24.1%	28.1%	28.1%	4.5%	31.2%	32.7%	27.1%	17.8%	24.4%
신세계 DF	-6.6%	-11.9%	-4.7%	0.6%	3.8%	3.8%	3.9%	5.2%	3.6%	-5.2%	4.2%
대구	-8.8%	-4.6%	11.8%	22.4%	9.3%	5.8%	9.8%	16.2%	11.1%	7.4%	10.6%
까사미아	-8.0%	-7.3%	-4.3%	-6.7%	-11.5%	1.6%	4.8%	0.3%	-14.2%	-6.4%	-0.8%

자료: 신세계, 유안타증권 리서치센터

신세계 (004170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	51,857	63,942	47,660	56,103	61,022
매출원가	22,916	31,259	23,623	26,929	29,290
매출총이익	28,941	32,683	24,036	29,174	31,731
판매비	24,967	28,005	23,152	25,323	27,337
영업이익	3,974	4,678	884	3,851	4,394
EBITDA	6,993	11,365	7,404	10,099	10,117
영업외손익	-425	3,304	-2,058	-1,048	-926
외환관련손익	-63	-67	170	22	22
이자손익	-730	-1,272	-1,292	-1,209	-1,096
관계기업관련손익	201	7	-37	98	108
기타	167	4,637	-899	40	40
법인세비용차감전순손익	3,548	7,982	-1,174	2,803	3,468
법인세비용	699	2,051	-564	673	832
계속사업순손익	2,849	5,931	-611	2,130	2,635
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,849	5,931	-611	2,130	2,635
지배지분순이익	2,390	5,264	-953	1,832	2,266
포괄순이익	1,210	5,530	-503	4,321	4,826
지배지분포괄이익	772	4,883	-845	3,457	3,861

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	3,313	7,899	3,911	8,452	9,317
당기순이익	2,849	5,931	-611	2,130	2,635
감가상각비	2,797	6,460	6,300	6,041	5,535
외환손익	47	32	-171	-22	-22
중속, 관계기업관련손익	-201	-7	37	-98	-108
자산부채의 증감	-2,810	-1,954	-1,661	-498	276
기타현금흐름	630	-2,563	17	900	1,001
투자활동 현금흐름	-5,926	-715	-3,646	-3,454	-2,799
투자자산	-57	9	-256	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,887	-3,212	-4,885	-4,600	-4,000
유형자산 감소	243	384	583	0	0
기타현금흐름	-2,226	2,104	911	1,146	1,201
재무활동 현금흐름	4,383	-8,935	1,157	-8,543	-8,249
단기차입금	5,220	-3,178	-1,151	-1,000	-1,000
사채 및 장기차입금	-152	-2,101	7,866	-3,001	-3,001
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-336	-373	-528	-479	-499
기타현금흐름	-349	-3,283	-5,030	-4,063	-3,749
연결범위변동 등 기타	-1	3	-1,594	4,616	4,874
현금의 증감	1,770	-1,748	-172	1,072	3,143
기초 현금	1,755	3,525	1,777	1,605	2,676
기말 현금	3,525	1,777	1,605	2,676	5,819
NOPLAT	3,974	4,678	884	3,851	4,394
FCF	-487	4,997	433	4,076	5,338

자료: 유안타증권

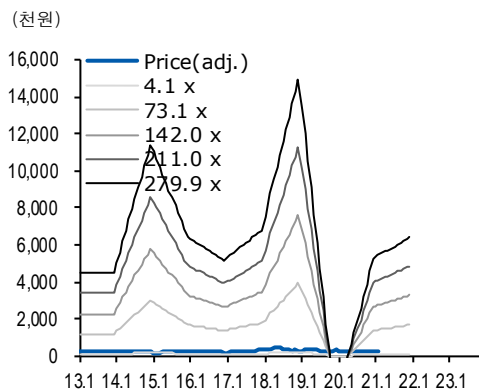
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	18,369	18,312	19,538	21,743	25,948
현금및현금성자산	3,525	1,777	1,605	2,676	5,819
매출채권 및 기타채권	4,285	4,388	4,644	5,220	5,425
재고자산	9,165	10,774	12,185	12,742	13,599
비유동자산	92,644	111,873	110,882	109,334	107,711
유형자산	68,005	64,810	65,489	64,047	62,512
관계기업 등 지분관련 자산	3,216	10,972	10,723	10,723	10,723
기타투자자산	7,656	5,122	4,717	4,717	4,717
자산총계	111,013	130,185	130,420	131,077	133,659
유동부채	32,448	31,730	38,803	37,380	36,637
매입채무 및 기타채무	13,396	12,552	12,531	12,108	12,365
단기차입금	5,985	4,792	5,657	4,657	3,657
유동성장기부채	5,311	2,946	9,206	9,206	9,206
비유동부채	28,543	43,304	41,867	38,866	35,865
장기차입금	5,270	4,586	1,788	1,788	788
사채	13,309	13,117	16,375	13,374	11,374
부채총계	60,991	75,034	80,669	76,246	72,502
지배지분	34,691	39,265	34,503	37,745	42,036
자본금	492	492	492	492	492
자본잉여금	3,975	3,975	3,478	3,478	3,478
이익잉여금	24,392	29,209	28,016	29,068	31,167
비지배지분	15,331	15,886	15,247	17,085	19,121
자본총계	50,022	55,151	49,750	54,831	61,157
순차입금	28,778	39,085	44,335	39,262	32,119
총차입금	32,732	41,354	46,482	42,482	38,481

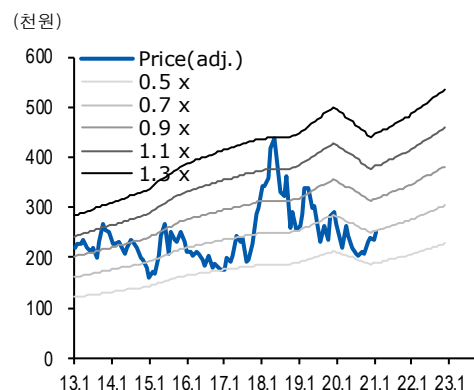
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	24,274	53,472	-9,683	18,605	23,020
BPS	352,681	399,182	350,772	383,733	427,347
EBITDAPS	71,028	115,436	75,200	102,577	102,757
SPS	526,723	649,478	484,092	569,853	619,813
DPS	2,000	2,000	1,500	1,700	2,000
PER	13.8	5.2	-24.7	13.5	10.9
PBR	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	11.0	7.2	11.2	8.0	7.5
PSR	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	33.9	23.3	-25.5	17.7	8.8
영업이익 증가율 (%)	14.9	17.7	-81.1	335.5	14.1
지배순이익 증가율 (%)	31.1	120.3	격전	혹전	23.7
매출총이익률 (%)	55.8	51.1	50.4	52.0	52.0
영업이익률 (%)	7.7	7.3	1.9	6.9	7.2
지배순이익률 (%)	4.6	8.2	-2.0	3.3	3.7
EBITDA 마진 (%)	13.5	17.8	15.5	18.0	16.6
ROIC	4.9	5.2	0.7	4.4	5.0
ROA	2.2	4.4	-0.7	1.4	1.7
ROE	6.9	14.2	-2.6	5.1	5.7
부채비율 (%)	121.9	136.1	162.1	139.1	118.6
순차입금/자기자본 (%)	83.0	99.5	128.5	104.0	76.4
영업이익/금융비용 (배)	4.7	3.4	0.7	3.0	3.8

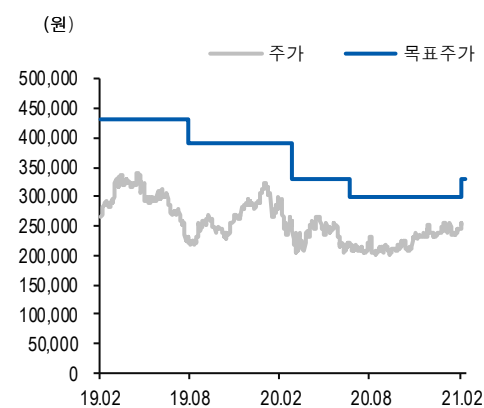
P/E band chart



P/B band chart



신세계 (004170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-02-18	BUY	330,000	1년		
2020-07-07	BUY	300,000	1년	-25.33	-15.00
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

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)	1.2
Buy(매수)	91.9
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-02-15

※해의 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.