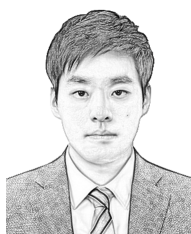


SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sks.co.kr
02-3773-9180

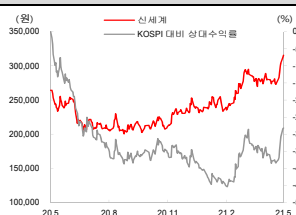
Company Data

자본금	49 십억원
발행주식수	985 만주
자사주	1 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,106 십억원
주요주주	
정유경(외2)	28.57%
국민연금공단	13.47%
외국인지분률	27.70%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(21/05/06)	312,500 원
KOSPI	3178.74 pt
52주 Beta	0.80
52주 최고가	315,500 원
52주 최저가	200,500 원
60일 평균 거래대금	42 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	15.2%	13.9%
6개월	48.8%	11.5%
12개월	19.3%	-28.2%

신세계 (004170/KS | 매수(유지) | T.P 390,000 원(상향))

면세점보다는 백화점(feat. 크로스보더이커머스)

최근 동사 주가는 면세점 회복 기대감으로 상승세에 놓여 있음. 그러나 크로스보더이커머스 확산으로 면세점 채널 잠식 우려가 커지고 있어 오히려 면세점은 할인이 필요함. 백화점도 크로스보더이커머스가 명품 유통에 나설 가능성 높아 피해볼 수 있지만 동사는 네이버와의 지분 스왑으로 명품 유통 채널에 대한 전향적 고민 중이기에 타사 대비 우호적임. 이에 투자 의견 매수를 유지하고 목표주가를 390,000 원으로 상향함

면세점보다는(feat. 크로스보더이커머스)

최근 동사 주가는 면세점 회복 기대감으로 상승세에 놓여 있음. SOTP 밸류에이션 상으로 면세점 가치의 척도가 되는 Dufry 의 경우 2021 년 추정치 기준 EV/EBITDA 12.1 배, 2022 년 추정치 기준 EV/EBITDA 7.2 배로 평균 9.6 배 수준임. 그러나 크로스보더이커머스 확산으로 소비자에게 제한적 상품 향유 채널인 면세점 채널은 잠식당할 것임. 실제 해외 직구가 면세점보다 저렴한 경우가 많기 때문에 크로스보더이커머스가 배송이 빠른 형태로 진입한다면(ex. 11 번가+아마존) 소비자들이 굳이 면세점을 이용할 필요가 없음. 이에 면세점 Target EV/EBITDA 를 50% 할인한 4.8 배만 부여함

백화점(feat. 크로스보더이커머스)

백화점도 마찬가지로 크로스보더이커머스 피해를 볼 수 있음, 명품 브랜드들이 직접 이커머스에 입점하고 있고 쿠팡도 명품 직접 유통에 나설 것으로 보여 우려됨. 그러나 동사는 대한민국 최대 이커머스인 네이버와의 지분 스왑으로 명품 유통 채널에 대한 전향적 고민을 하고 있어 현재의 백화점 지위를 유지할 수 있을 전망이며 나머지 백화점들에게는 중장기적 할인 요인임. 아직은 동사와 네이버의 협업이 구체화된 바 없음. 이에 피어 백화점들의 평균 EV/EBITDA 9.5 배 수준을 Target 으로 설정함. 신세계인터내셔널 시가총액은 1 조원에서 1.4 조원으로 상승함

투자의견 매수 유지, 목표주가 390,000 원으로 상향

이에 투자 의견 매수를 유지하고 목표주가는 250,000 원에서 390,000 원으로 상향함

영업실적 및 투자지표

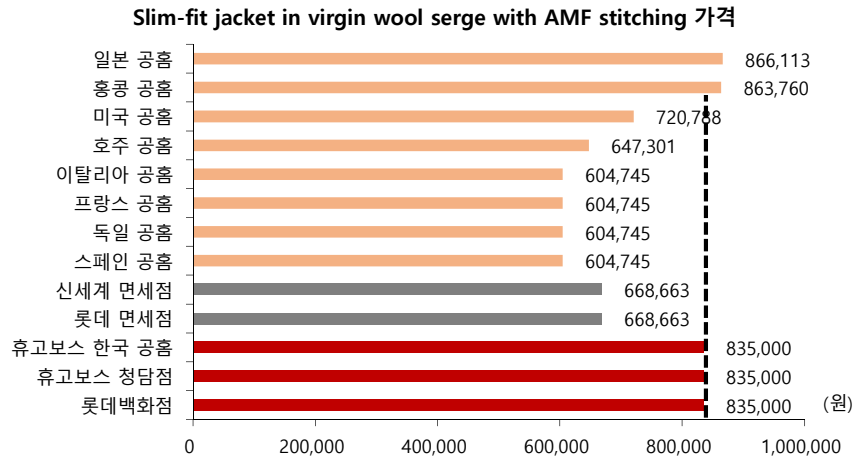
구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	5,186	6,394	4,769	5,540	6,342	7,144
yoy	%	34.0	23.3	-25.4	16.2	14.5	12.7
영업이익	십억원	397	468	88	321	516	539
yoy	%	14.9	17.7	-81.1	263.0	60.8	4.3
EBITDA	십억원	699	1,136	745	923	1,026	943
세전이익	십억원	355	798	-118	185	394	428
순이익(지배주주)	십억원	239	526	-103	106	265	290
영업이익률%	%	7.7	7.3	1.9	5.8	8.1	7.5
EBITDA%	%	13.5	17.8	15.6	16.7	16.2	13.2
순이익률	%	5.5	9.3	-1.5	2.5	4.7	4.5
EPS(계속사업)	원	24,274	53,472	-10,512	10,736	26,872	29,437
PER	배	10.6	5.4	N/A	29.4	11.7	10.7
PBR	배	0.7	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	10.0	7.8	11.6	9.5	8.1	8.3
ROE	%	6.9	14.2	-2.8	3.0	7.2	7.4
순차입금	십억원	2,892	4,334	4,594	3,958	3,490	3,006
부채비율	%	121.9	136.1	152.5	155.1	152.3	149.0

신세계 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	1,197	1,014	1,214	1,344	1,350	1,350	1,397	1,443	6,394	4,769	5,540
YoY	-21.1%	-32.6%	-24.2%	-24.0%	12.8%	33.1%	15.1%	7.4%	23.3%	-25.4%	16.2%
신세계(별도)	331	354	364	411	468	518	470	469	1,558	1,460	1,926
YoY	-11.7%	-3.7%	-5.5%	-4.4%	41.5%	46.4%	29.2%	14.2%	-10.4%	-6.3%	31.9%
신세계인터	323	287	334	381	337	290	348	391	1,425	1,325	1,366
YoY	-11.6%	-4.8%	-7.3%	-4.1%	4.3%	0.8%	4.1%	2.7%	12.9%	-7.0%	3.0%
신세계동대구	34	39	47	54	34	39	47	54	191	174	174
YoY	-25.6%	-12.6%	-1.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	9.8%	-9.2%	0.4%
센트럴시티	56	53	58	62	57	54	60	64	272	229	236
YoY	-15.6%	-21.6%	-17.8%	-8.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	23.9%	-15.9%	3.0%
신세계DF	491	311	438	457	476	471	482	480	3,136	1,697	1,909
YoY	-30.4%	-59.6%	-44.4%	-47.5%	-3.0%	51.2%	10.0%	5.1%	55.8%	-45.9%	12.5%
까사미아	34	38	47	45	43	49	59	57	119	164	208
YoY	23.8%	53.2%	50.5%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	45.4%	37.9%	27.0%
영업이익	3	-49	25	109	70	38	74	139	468	88	321
YoY	-97.0%	적전	-73.8%	-44.1%	2026.4%	흑전	193.0%	28.3%	17.7%	-81.1%	263.0%
OPM	0.3%	-4.8%	2.1%	8.1%	5.2%	2.8%	5.3%	9.7%	7.3%	1.9%	5.8%
신세계(별도)	23	14	28	62	83	68	62	99	222	127	312
YoY	-57.7%	-56.2%	-44.3%	-27.7%	266.7%	376.3%	119.9%	60.3%	-8.3%	-42.9%	146.0%
OPM	6.8%	4.0%	7.7%	15.0%	17.7%	13.2%	13.2%	21.1%	14.3%	8.7%	16.2%
신세계인터	12	-3	7	17	20	6	13	20	84	34	58
YoY	-59.0%	적전	-63.4%	-19.8%	64.6%	흑전	84.1%	12.7%	52.2%	-60.0%	71.2%
OPM	3.7%	-0.9%	2.1%	4.6%	5.8%	2.0%	3.7%	5.0%	5.9%	2.5%	4.2%
신세계동대구	-3	-1	6	12	-3	-1	6	12	21	13	13
YoY	적전	적전	14.1%	22.2%	적지	적지	0.4%	0.4%	98.5%	-37.8%	0.4%
OPM	-8.8%	-3.6%	11.8%	22.4%	-8.8%	-3.6%	11.8%	22.4%	11.1%	7.6%	7.6%
센트럴시티	12	-3	14	17	12	-3	14	18	74	41	42
YoY	-45.5%	적전	-40.5%	-7.3%	3.0%	적지	3.0%	3.0%	15.3%	-44.8%	3.0%
OPM	21.0%	-4.8%	24.2%	28.1%	21.0%	-4.8%	24.2%	28.1%	27.1%	17.8%	17.8%
신세계DF	-33	-37	-20	3	-39	-29	-17	-6	112	-87	-91
YoY	적전	적전	적전	-96.3%	적지	적지	적지	적전	197.1%	적전	적지
OPM	-6.6%	-11.9%	-4.7%	0.6%	-8.2%	-6.1%	-3.6%	-1.2%	3.6%	-5.1%	-4.8%
까사미아	-3	-3	-2	-3	-3	-3	-4	-4	-17	-11	-14
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM	-8.0%	-7.8%	-4.3%	-6.7%	-6.7%	-6.7%	-6.7%	-6.7%	-14.2%	-6.5%	-6.7%

자료: 신세계 SK 증권

HUGO BOSS 의 AMF 스티치 버진 울 서지 슬림 핏 재킷은 한국 백화점, 면세점보다 해외가 저렴함



자료: HUGO BOSS, 신세계 면세점, 롯데 면세점, HUGO BOSS 청담점, 롯데백화점, SK 증권

네이버쇼핑에 입점해 있는 수많은 브랜드들

The screenshot shows the Naver Shopping app interface. At the top, there are navigation tabs for '백화점원도', '아울렛원도', '스타일원도', and '디자이너원도'. Below this, there are category filters for 'display', 'brand', 'category', and 'event'. The main content area features several brand displays, including '남성리류' (Men's Apparel) and '명품' (Luxury Goods). Each display includes a 'display' title, a date range (e.g., 03.25-04.25), and a list of brands. Below the displays, there are four product listings with images, titles, and prices. The listings include items like '멋스러운 점퍼 데일리룩 연출' (Stylish sweater daily look styling), '남성 프렌치시크 캐주얼룩' (Men's French chic casual look), '프라다의 데일리백 모음' (Prada's daily bag collection), and '스니커즈 아이템 제안' (Sneaker item recommendation).

자료: SK 증권

쿠팡도 명품 유통에 나설 준비를 하고 있음



쿠팡, 향온·향습 물류창고 물색...명품 직수입 나서나

쿠팡이 향온(恒溫)·향습(恒濕) 물류창고 확보에 나섰다. 향온·향습창고는 일반 물류센터와 달리 상품의 부식, 변형을 방지하는 특수 창고다. **유통업체의 경우 주로 고가의 명품 패션잡화 전용 보관에 주로 이용되는 만큼 쿠팡이 명품 직수입 사업에 뛰어들 것이라는 전망이 나온다**...(중략)...쿠팡이 임대해 나선 물류 창고는 1만평 규모의 향온향습 기능을 갖춘 특수 물류센터인 것으로 알려졌다...(중략)...주로 전자장비와 반도체, 의약품, 해외명품 보관에 이용된다. 유통업체 중에는 현대홈쇼핑이 2016년부터 해외명품잡화 전용 향온·향습창고를 운영 중이다. 현대홈쇼핑은 고가의 가방과 지갑, 시계, 화장품 등 1만8000여개 직매입 상품을 보관하기 위해 경기 군포시 물류센터 내에 153평 규모의 향온향습 창고를 구축했

다. 이 창고는 온도 15~25도, 습도 15~40%로 일정하게 유지해 상품의 변형, 변색을 방지한다. 쿠팡은 현재 상온 물류센터와 신선식품을 보관을 위한 냉장·냉동 물류센터를 운영하고 있지만 향온·향습 전용 물류센터는 없다. 직매입 품목이 주로 생필품과 공산품, 식품이기 때문이다. 명품의 경우 주로 병행수입 업체 등 외부 판매자가 오픈마켓에 입점한 형태로 취급한다. 이로 인해 쿠팡 명품 가품 논란이 꾸준히 불거졌다. 특허청에 따르면 2018년부터 지난해 8월까지 쿠팡 위조상품 적발 건수는 7128건으로 G마켓 251건, 11번가 250건을 크게 웃돌았다. 전담조직을 신설하고 가품 단속 강화에 나섰다지만 시계합동조합과 갈등 등 잡음이 계속 새나왔다. **쿠팡이 명품 잡화 등 해외 브랜드 직수입 사업에 나설 경우 가품 논란을 잠재우고 거래액 성장도 꾀할 수 있을 전망이다**. 명품의 경우 백화점 기반 소싱 능력을 갖춘 유통 대기업이 쿠팡에 우위에 있는 상품군이다. 실제 롯데온과 SSG닷컴은 거래액 확대를 위해 명품 브랜드 판매를 전략적으로 늘리고 있다. MZ세대 유입과 코로나19까지 맞물려 온라인 명품 시장도 고공 성장세다. 시장조사전문업체 유로모니터에 따르면 지난해 국내 e커머스 명품 시장 규모는 1조5957억원으로 전년대비 10.9% 증가한 것으로 추산된다. 2015년과 비교하면 시장 규모가 50% 이상 커졌다. 업계 관계자는 **"고가 명품과 화장품 품질 유지 보관을 위해 향온·향습창고수요가 꾸준히 늘고 있다"면서** "쿠팡이 지난해 패션 전문 플랫폼 C에비뉴를 열어 패션 카테고리 강화하고 있는 만큼 명품 직수입 판매에도 뛰어들 가능성이 높다"고 말했다.

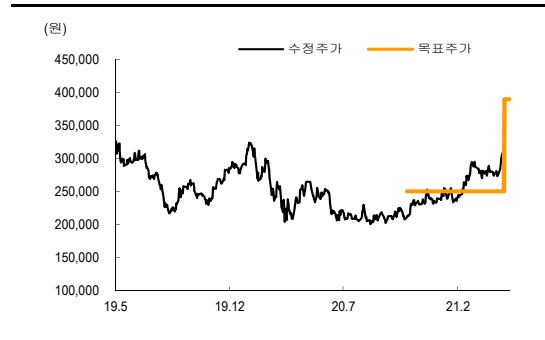
자료: 전자신문 (2021-02-14), SK 증권

신세계 Valuation

사업부	이전 평가	단위	사업부	현재 평가	단위	비고
백화점			백화점			
12M Fwd 추정 EBITDA	396	십억원	12M Fwd 추정 EBITDA	446	십억원	
Target EV/EBITDA	9.3	배	Target EV/EBITDA	9.5	배	현대백화점, J프론트 리테일, 미쓰코시, 이세탄, 다카시마야 평균 12M Fwd EV/EBITDA 9.5배 적용
적정가치	3,702	십억원	적정가치	4,238	십억원	
면세점			면세점			
12M Fwd 추정 EBITDA	263	십억원	12M Fwd 추정 EBITDA	402	십억원	
Target EV/EBITDA	5.6	배	Target EV/EBITDA	4.8	배	Dufry 평균 12M Fwd EV/EBITDA 9.6배에 50% 할인함. 할인은 크로스보더이커머스에 면세점 채널 잠식 가능성 농후하기 때문임
적정가치	1,472	십억원	적정가치	1,933	십억원	
신세계인터넷내셔널			신세계인터넷내셔널			
시가총액	1,035	십억원	시가총액	1,428	십억원	
지분율	45.8%		지분율	45.8%		
적정가치	474	십억원	적정가치	653	십억원	
기타			기타			
장부가액	995	십억원	장부가액	999	십억원	
Target PBR	1.0	배	Target PBR	1.0	배	
적정가치	995	십억원	적정가치	999	십억원	
적정 EV	6,643	십억원	적정 EV	7,823	십억원	
순차입금	4,172	십억원	순차입금	3,958	십억원	
적정가치	2,472	십억원	적정가치	3,864	십억원	
발행주식수	9,845	천주	발행주식수	9,845	천주	
적정주가	250,000	원	적정주가	390,000	원	
			현재주가	312,500	원	
			상승여력	24.8%		

자료: 신세계, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.05.07	매수	390,000원	6개월		
2020.11.04	매수	250,000원	6개월	2.69%	26.20%



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 5 월 7 일 기준)

매수	91.06%	중립	8.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,831	1,664	2,644	3,306	3,985
현금및현금성자산	178	389	1,268	1,715	2,198
매출채권및기타채권	436	357	384	439	495
재고자산	1,077	863	926	1,060	1,195
비유동자산	11,187	11,105	10,599	10,520	10,444
장기금융자산	356	381	381	381	381
유형자산	6,481	6,604	6,218	5,718	5,356
무형자산	352	382	364	351	341
자산총계	13,018	12,769	13,243	13,826	14,429
유동부채	3,173	3,609	4,121	4,656	4,923
단기금융부채	1,291	1,886	2,272	2,540	2,540
매입채무 및 기타채무	945	817	877	1,004	1,131
단기충당부채	4	4	3	3	4
비유동부채	4,330	4,103	3,930	3,689	3,712
장기금융부채	3,262	3,102	2,967	2,697	2,697
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	19	20	21	23	25
부채총계	7,503	7,712	8,051	8,345	8,635
지배주주지분	3,927	3,442	3,544	3,800	4,081
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	397	348	348	348	348
기타자본구성요소	-4	-4	-4	-4	-4
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	2,921	2,788	2,879	3,124	3,394
비지배주주지분	1,589	1,615	1,648	1,681	1,713
자본총계	5,515	5,057	5,192	5,480	5,794
부채외자본총계	13,018	12,769	13,243	13,826	14,429

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	890	643	974	587	627
당기순이익(손실)	593	-69	140	299	324
비현금성항목등	571	681	783	727	619
유형자산감가상각비	646	634	576	489	387
무형자산감가상각비	23	22	25	20	18
기타	373	-16	18	18	18
운전자본감소(증가)	-195	98	161	-343	-213
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-31	35	-26	-55	-56
재고자산감소(증가)	-162	182	-64	-134	-134
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	25	-134	60	127	127
기타	-27	15	190	-280	-150
법인세납부	-80	-67	-109	-95	-103
투자활동현금흐름	-43	-361	-205	14	8
금융자산감소(증가)	6	2	-8	-20	0
유형자산감소(증가)	-283	-418	-191	11	-25
무형자산감소(증가)	-14	-7	-7	-7	-7
기타	247	62	2	30	41
재무활동현금흐름	-1,021	-70	110	-154	-152
단기금융부채증가(감소)	-318	-122	386	268	0
장기금융부채증가(감소)	-538	568	-135	-270	0
자본의증가(감소)	0	4	0	0	0
배당금의 지급	-37	-35	-15	-20	-20
기타	-128	-484	-126	-133	-133
현금의 증가(감소)	-175	211	879	447	483
기초현금	352	178	389	1,268	1,715
기말현금	178	389	1,268	1,715	2,198
FCF	-952	717	810	561	568

자료 : 신세계, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	6,394	4,769	5,540	6,342	7,144
매출원가	3,126	2,369	2,855	3,259	3,587
매출총이익	3,268	2,400	2,685	3,083	3,556
매출총이익률 (%)	51.1	50.3	48.5	48.6	49.8
판매비와관리비	2,800	2,312	2,364	2,566	3,018
영업이익	468	88	321	516	539
영업이익률 (%)	7.3	1.9	5.8	8.1	7.5
비영업손익	330	-207	-136	-122	-111
순금융비용	127	121	117	103	92
외환관련손익	-7	55	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	794	13	-2	-2	-2
세전계속사업이익	798	-118	185	394	428
세전계속사업이익률 (%)	12.5	-2.5	3.3	6.2	6.0
계속사업법인세	205	-49	45	95	103
계속사업이익	593	-69	140	299	324
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	593	-69	140	299	324
순이익률 (%)	9.3	-1.5	2.5	4.7	4.5
지배주주	526	-103	106	265	290
지배주주귀속 순이익률(%)	8.23	-2.17	1.91	4.17	4.06
비지배주주	67	34	34	34	34
총포괄이익	553	-60	149	308	333
지배주주	488	-93	116	275	301
비지배주주	65	33	33	33	33
EBITDA	1,136	745	923	1,026	943

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	23.3	-25.4	16.2	14.5	12.7
영업이익	17.7	-81.1	263.0	60.8	4.3
세전계속사업이익	125.0	적전	흑전	113.4	8.5
EBITDA	62.5	-34.5	23.9	11.2	-8.0
EPS(계속사업)	120.3	적전	흑전	150.3	9.5
수익성 (%)					
ROE	14.2	-2.8	3.0	7.2	7.4
ROA	4.9	-0.5	1.1	2.2	2.3
EBITDA마진	17.8	15.6	16.7	16.2	13.2
안정성 (%)					
유동비율	57.7	46.1	64.2	71.0	80.9
부채비율	136.1	152.5	155.1	152.3	149.0
순차입금/자기자본	78.6	90.9	76.2	63.7	51.9
EBITDA/이자비용(배)	8.4	5.9	7.3	7.7	7.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	53,472	-10,512	10,736	26,872	29,437
BPS	398,826	349,650	359,984	385,954	414,488
CFPS	121,393	56,150	71,826	78,617	70,554
주당 현금배당금	2,000	1,500	2,000	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.4	N/A	29.4	11.7	10.7
PER(최저)	4.1	N/A	21.8	8.7	7.9
PBR(최고)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6
PCR	2.4	4.3	4.4	4.0	4.5
EV/EBITDA(최고)	8.2	12.7	9.5	8.1	8.3
EV/EBITDA(최저)	7.1	11.0	8.6	7.3	7.5