

신세계 (004170)

소매/유통



이진협

02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	420,000원 (U)
현재주가 (5/12)	320,000원
상승여력	31%

시가총액	31,505억원
총발행주식수	9,845,181주
60일 평균 거래대금	439억원
60일 평균 거래량	155,029주
52주 고	322,000원
52주 저	200,500원
외인지분율	28.47%
주요주주	정유경 외 2인 28.57%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	14.3	31.1	31.1
상대	13.3	28.6	(20.3)
절대(달러환산)	14.3	29.1	42.8

1Q21 리뷰 : Flex는 신세계에서

1Q21 Review : 신세계의 압도적 백화점 브랜드 파워를 다시금 확인

1분기 연결 총매출액 21,754억원(+17.9% YoY), 영업이익 1,236억원(+3,659% YoY)를 기록하며 영업이익 컨센서스(892억원)을 크게 상회하는 호실적을 달성했다. 대부분 연결자회사 실적도 호조세를 보였지만, 백화점의 실적이 놀라웠다.

별도(백화점)영역은 총매출액 10,377억원(+24.1% YoY), 영업이익 612억원(+171% YoY)를 기록하여 당사 전망치(413억원)을 크게 상회하였다. 빠른 소비 회복으로 백화점의 매출액이 19년 대비로도 +8% 매출이 성장하였다. 놀라운 것은 영업이익이었다. 사실 19년 대비 매출액이 성장한다고 하더라도 19년 이상의 영업이익을 기록할 것이라고 전망하지는 못했다. 저마진 카테고리인 명품의 매출비중이 19년 대비 20년, 20년 대비 21년 증가하여, 1Q20 40% 수준까지 높아졌기 때문이다. 그럼에도 19년 영업이익(534억원)을 상회하는 영업이익을 기록했다. 이는 상품믹스 악화에도 경쟁사와 달리 프로모션을 확대를 지양하는 등 판관비 관리를 잘한 것에 기인한다. 프로모션이 경쟁사 대비 강하지 않음에도 동사의 백화점의 성장성이 가장 뛰어나다는 점은 신세계가 가진 백화점으로서의 압도적인 브랜드 파워를 다시금 확인시켜 주는 요소라 판단된다.

면세점은 매출액 4,789억원(-2.0% YoY), 영업이익 231억원(흑전 YoY)를 기록했다. 명동점을 중심으로 매출액이 증가하며, 이익창출을 하는 가운데, 공항점의 매출이 부진하기는 하나, 매출연동제 적용으로 분기 900억원의 임차료 감면 효과로 실적 개선이 나타났다. 소형 타이공 중심으로 매출이 우상향하는 상황에서 수익성 개선도 점진적으로 기대할 수 있는 영업환경이라 판단된다.

탄탄한 백화점과 기대감이 커질 수 있는 면세점

백화점의 호조세는 당분간 지속될 것으로 예상된다. 2분기에도 20% 수준의 매출 성장이 가능할 것으로 판단하고 있다. 면세점은 매출이 우상향하는 상황에서 수익성이 턱어려운드된 것이 의미가 있다. 수익성에 대한 우려가 점진적인 국가간 이동의 정상화 시그널로 인해 FIT 회복 시의 기대감으로 나타날 수 있는 변곡점이 호텔신라와 동사의 1Q21 실적을 통해 형성되었다 판단한다. 투자 의견 BUY를 유지하고, 실적 전망치 상향을 반영하여 목표주가를 기존 36만원에서 42만원으로 상향하는 바이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,200	10.3	-1.8	13,391	-1.4
영업이익	1,236	3,659.7	19.8	892	38.5
세전계속사업이익	1,213	3,041.1	715.1	685	77.1
지배순이익	700	흑전	472.4	447	56.6
영업이익률 (%)	9.4	+9.1 %pt	+1.7 %pt	6.7	+2.7 %pt
지배순이익률 (%)	5.3	흑전	+4.4 %pt	3.3	+2.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	63,942	47,693	60,749	70,206
영업이익	4,678	885	5,104	5,645
지배순이익	5,264	-1,035	2,825	3,220
PER	5.2	-22.5	11.2	9.8
PBR	0.7	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.2	10.7	7.5	7.2
ROE	14.2	-2.8	7.8	7.9

자료: 유안타증권

[표 1] 신세계 SOTP Valuation

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	21E	Target EV/EBITDA		비고
백화점 EBITDA	4,449	7.0		
백화점 영업가치	31,145			
종속기업	적정가치	지분율	신세계 보유가치	비고
신세계 DF	8,826	100.0%	8,826	추정 순이익 * P/E 20배 적용
신세계인터내셔널	16,279	38.9%	4,434	시가총액, 30% 할인
기타	13,295		13,295	동대구, 센트럴시티 장부가액
종속기업 가치	26,555			
투자자산	적정가치	지분율	신세계 보유가치	비고
삼성생명	172,000	2.2%	2,649	시가총액, 30% 할인
Naver	573,279	0.2%	642	시가총액, 30% 할인
관계 및 공동 기업	8,490		8,490	SSG.Com, 신세계사이먼, 광주신세계
투자자산 가치	11,781			
순차입금	27,561			1Q21 기준
현금성자산	4,852			
단기차입금	8,964			
장기차입금	23,449			
적정 시가총액	41,920			
발행주식수	9,836			
적정 주당가치	426,174			

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 신세계 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
총매출액	8,365	9,309	9,204	11,106	10,377	11,171	10,861	13,216	37,984	45,625	46,993
YoY	-12.7%	-2.0%	-3.4%	-1.3%	24.1%	20.0%	18.0%	19.0%	-4.7%	20.1%	3.0%
순매출액	2,643	2,871	2,826	3,328	3,213	3,326	3,267	3,797	11,668	13,603	13,914
매출총이익	226	143	282	599	612	372	521	880	1,249	2,385	2,560
영업이익	-57.8%	-56.3%	-44.4%	-29.9%	171.3%	160.1%	85.1%	46.9%	-43.8%	90.9%	7.3%
YoY	2.7%	1.5%	3.1%	5.4%	5.9%	3.3%	4.8%	6.7%	3.3%	5.2%	5.4%
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	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
순매출액	11,969	10,144	12,144	13,403	13,200	15,041	15,309	17,199	47,660	60,749	70,206
YoY	-21.1%	-32.6%	-24.2%	-24.2%	10.3%	48.3%	26.1%	28.3%	-25.5%	27.5%	15.6%
신세계	3,311	3,539	3,638	4,111	3,996	4,247	4,293	4,892	14,599	17,428	17,951
신세계인터내셔널	3,234	2,871	3,338	3,835	3,279	3,408	3,619	4,176	13,278	14,481	15,042
센트럴시티	556	528	581	623	597	660	639	654	2,288	2,550	2,678
신세계 DF	4,889	3,107	4,392	4,558	4,789	6,480	6,439	7,136	16,946	24,843	33,233
대구	339	392	465	541	536	549	605	649	1,737	2,339	2,403
까사미아	338	383	468	447	495	498	515	492	1,636	1,999	2,099
영업이익	33	-431	251	1,031	1,236	849	1,112	1,907	884	5,104	5,645
YoY	-97.0%	-163.3%	-73.8%	-47.0%	3645.5%	흑전	343.0%	85.0%	-81.1%	477.3%	10.6%
신세계	226	143	282	599	612	372	521	880	1,249	2,385	2,560
신세계인터내셔널	120	-26	70	174	213	210	193	353	338	969	1,099
센트럴시티	117	-25	140	175	158	80	199	214	407	651	768
신세계 DF	-324	-370	-205	26	231	233	160	376	-873	1,000	930
대구	-30	-18	55	121	102	76	104	162	128	443	468
까사미아	-27	-28	-20	-30	-10	-12	5	-8	-105	-26	99
영업이익률	0.3%	-4.2%	2.1%	7.7%	9.4%	5.6%	7.3%	11.1%	1.9%	8.4%	8.0%
신세계	6.8%	4.0%	7.7%	14.6%	15.3%	8.8%	12.1%	18.0%	8.6%	13.7%	14.3%
신세계인터내셔널	3.7%	-0.9%	2.1%	4.5%	6.5%	6.2%	5.3%	8.5%	2.5%	6.7%	7.3%
센트럴시티	21.0%	-4.7%	24.1%	28.1%	26.5%	12.1%	31.2%	32.7%	17.8%	25.5%	28.7%
신세계 DF	-6.6%	-11.9%	-4.7%	0.6%	4.8%	3.6%	2.5%	5.3%	-5.2%	4.0%	2.8%
대구	-8.8%	-4.6%	11.8%	22.4%	19.0%	13.8%	17.1%	25.0%	7.4%	19.0%	19.5%
까사미아	-8.0%	-7.3%	-4.3%	-6.7%	-2.0%	-2.4%	0.9%	-1.7%	-6.4%	-1.3%	4.7%

자료: 신세계, 유안타증권 리서치센터

신세계 (004170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	63,942	47,693	60,749	70,206	76,696
매출원가	31,259	23,688	28,783	33,699	36,814
매출총이익	32,683	24,004	31,967	36,507	39,882
판매비	28,005	23,120	26,863	30,862	33,177
영업이익	4,678	885	5,104	5,645	6,705
EBITDA	11,365	7,448	11,501	11,618	12,241
영업외손익	3,304	-2,070	-640	-718	-600
외환관련손익	-67	554	12	12	12
이자손익	-1,272	-1,205	-1,154	-1,042	-937
관계기업관련손익	7	-19	118	130	143
기타	4,637	-1,399	384	182	182
법인세비용차감전순손익	7,982	-1,185	4,464	4,927	6,105
법인세비용	2,051	-493	1,101	1,183	1,465
계속사업순손익	5,931	-691	3,362	3,745	4,640
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,931	-691	3,362	3,745	4,640
지배지분순이익	5,264	-1,035	2,825	3,220	3,990
포괄순이익	5,530	-598	5,494	5,876	6,771
지배지분포괄이익	4,883	-927	4,395	4,701	5,417

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	7,899	5,524	7,367	6,371	5,789
당기순이익	5,931	-691	3,362	3,745	4,640
감가상각비	6,460	6,338	6,183	5,779	5,359
외환손익	32	-551	-12	-12	-12
중속, 관계기업관련손익	-7	19	-118	-130	-143
자산부채의 증감	-1,954	981	-2,480	-3,501	-4,546
기타현금흐름	-2,563	-572	432	490	491
투자활동 현금흐름	-715	-3,891	-5,405	-4,450	-4,059
투자자산	9	97	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,212	-4,768	-5,400	-4,400	-4,000
유형자산 감소	384	589	0	0	0
기타현금흐름	2,104	191	-5	-50	-59
재무활동 현금흐름	-8,935	480	-8,376	-8,112	-7,070
단기차입금	-3,178	-1,224	-1,000	-1,000	-1,000
사채 및 장기차입금	-2,101	7,056	-3,001	-3,001	-2,001
자본	0	37	0	0	0
현금배당	-373	-352	-303	-352	-376
기타현금흐름	-3,283	-5,036	-4,072	-3,759	-3,692
연결범위변동 등 기타	3	-2	5,839	7,302	7,481
현금의 증감	-1,748	2,110	-576	1,111	2,141
기초 현금	3,525	1,777	3,887	3,311	4,422
기말 현금	1,777	3,887	3,311	4,422	6,563
NOPLAT	4,678	885	5,104	5,645	6,705
FCF	4,688	756	1,967	1,971	1,789

자료: 유안타증권

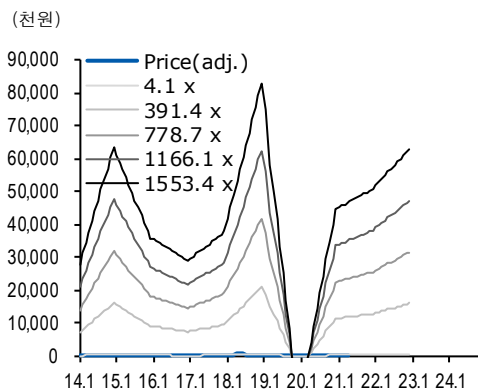
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	18,312	16,637	19,453	24,358	31,533
현금및현금성자산	1,777	3,887	3,311	4,422	6,563
매출채권 및 기타채권	4,388	3,615	4,845	5,339	6,717
재고자산	10,774	8,629	10,749	14,049	17,706
비유동자산	111,873	111,054	110,156	108,684	107,248
유형자산	64,810	66,036	65,253	63,874	62,515
관계기업등 지분관련자산	10,972	10,766	10,766	10,766	10,766
기타투자자산	5,122	5,586	5,586	5,586	5,586
자산총계	130,185	127,691	129,609	133,041	138,780
유동부채	31,730	36,090	35,524	34,394	33,478
매입채무 및 기타채무	12,552	10,870	11,328	11,198	11,282
단기차입금	4,792	4,571	3,571	2,571	1,571
유동성장기부채	2,946	9,047	9,047	9,047	9,047
비유동부채	43,304	41,029	38,027	35,026	33,024
장기차입금	4,586	2,169	1,169	169	169
사채	13,117	15,972	13,971	11,969	9,968
부채총계	75,034	77,119	73,551	69,419	66,502
지배지분	39,265	34,424	38,239	43,394	49,295
자본금	492	492	492	492	492
자본잉여금	3,975	3,478	3,478	3,478	3,478
이익잉여금	29,209	27,882	29,565	32,589	36,358
비지배지분	15,886	16,149	17,819	20,228	22,984
자본총계	55,151	50,573	56,058	63,622	72,278
순차입금	39,085	40,673	37,247	32,135	26,993
총차입금	41,354	44,637	40,635	36,634	33,632

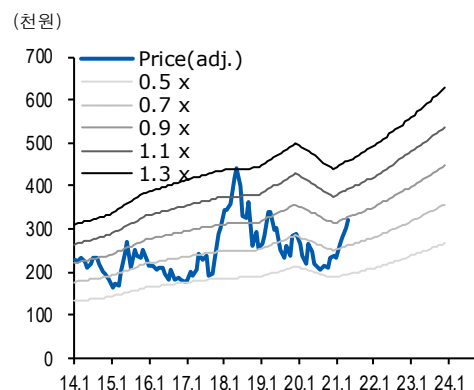
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	53,472	-10,512	28,690	32,710	40,528
BPS	399,182	349,962	388,746	441,158	501,144
EBITDAPS	115,436	75,649	116,817	118,008	124,333
SPS	649,478	484,428	617,044	713,103	779,016
DPS	2,000	1,500	2,000	2,250	2,450
PER	5.2	-22.5	11.2	9.8	7.9
PBR	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.2	10.7	7.5	7.2	6.7
PSR	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	23.3	-25.4	27.4	15.6	9.2
영업이익 증가율 (%)	17.7	-81.1	476.8	10.6	18.8
지배순이익 증가율 (%)	120.3	적전	흑전	14.0	23.9
매출총이익률 (%)	51.1	50.3	52.6	52.0	52.0
영업이익률 (%)	7.3	1.9	8.4	8.0	8.7
지배순이익률 (%)	8.2	-2.2	4.6	4.6	5.2
EBITDA 마진 (%)	17.8	15.6	18.9	16.5	16.0
ROIC	5.2	0.8	5.8	6.3	7.1
ROA	4.4	-0.8	2.2	2.5	2.9
ROE	14.2	-2.8	7.8	7.9	8.6
부채비율 (%)	136.1	152.5	131.2	109.1	92.0
순차입금/자기자본 (%)	99.5	118.2	97.4	74.1	54.8
영업이익/금융비용 (배)	3.4	0.7	4.2	5.2	6.8

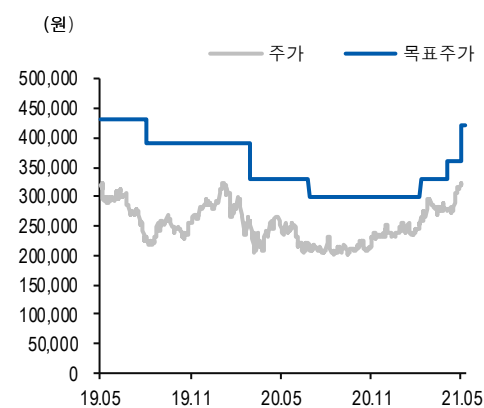
P/E band chart



P/B band chart



신세계 (004170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-05-13	BUY	420,000	1년		
2021-04-14	BUY	360,000	1년	-17.99	-10.56
2021-02-18	BUY	330,000	1년	-15.00	-10.61
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)	0.0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-05-10

※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 투자사결정은 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.