

신세계 (004170)

소매/유통



이진협

02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	420,000원 (M)
현재주가 (8/12)	267,500원
상승여력	57%

시가총액	26,336억원
총발행주식수	9,845,181주
60일 평균 거래대금	279억원
60일 평균 거래량	96,206주
52주 고	322,000원
52주 저	200,500원
외인지분율	27.59%
주요주주	정유경 외 2인 28.57%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.7)	(16.4)	21.3
상대	(1.6)	(17.6)	(8.0)
절대(달러환산)	(3.9)	(19.0)	23.8

2Q21 리뷰 : 견조한 실적과 그렇지 못한 주가

2Q21 Review : 또 다시 백화점의 호실적

2분기 연결 총매출액 23,116억원(+33.5% YoY), 영업이익 962억원(흑전 YoY)을 기록하며 영업이익 컨센서스(786억원)을 크게 상회하는 호실적을 달성했다. 1Q21에 이어 백화점 사업부의 호실적이 눈에 띄었으며, 연결 자회사 중 SI의 어닝 서프라이즈도 동사의 2Q21 호실적을 견인하였다. 지배순이익은 41억원(흑전 YoY)으로 크게 부진했는데, 강남 면세점 철수와 관련된 일회성 비용 278억원이 반영되었기 때문이다.

별도(백화점)영역은 총매출액 10,746억원(+15.4% YoY), 영업이익 474억원(+231.5% YoY)을 기록하여 당사 전망치(371억원)을 크게 상회하였다. 19년 대비 기존점성장률은 2Q21 +29%를 기록해 1Q21 +21% 대비 더욱 확장되는 모습을 보였다. 매출 호조에 따라 상품믹스 악화, 부동산세 증가 등 고정비 증가 요인에도 불구하고 1분기에 이어 19년 대비로도 영업이익이 +45% 성장하는 모습이 나타났다.

면세점은 매출액 5,605억원(+80.4% YoY), 영업이익 192억원(흑전 YoY)을 기록해 당사 전망치(230억원) 대비 부진했다. 직전분기 30억원 수준의 일회성 이익이 있었다고는 하나, 매출액이 +15% QoQ 성장하였음에도 전분기 대비 감익하였다는 점이 아쉽다. 경쟁환경이 다소 악화된 것에 대한 영향에 따른 것이라 판단된다.

견조한 실적에 그렇지 못한 주가

코로나19 4차 팬데믹에 대한 우려와 함께 기저 영향으로 백화점의 상반기 대비 하반기 성장률이 둔화되면서 모멘텀이 약해지는 것에 따라 동사의 주가는 고점 대비 약 17% 하락하였다. 4차 팬데믹이 장기화되고 있는 상황이지만, 지난해 8월부터 시작된 2차 팬데믹의 영향으로 기저가 낮다는 점을 감안 시에는 3분기 백화점 매출 성장에 대한 우려는 제한적이라 판단된다. 8월 20일 대전신세계의 출점도 예정되어 있어 출점 모멘텀도 본격화될 수 있다. 면세점의 경우, 사실상 Pure player인 경쟁사 대비 후순위의 선택지이기는 하지만, 글로벌 리오프닝 관점에서의 방향성은 동일할 것이다.

P/E 9배 수준까지 떨어진 현 상황에서 저점 매수에 대한 고민이 필요하다. 투자의견 BUY와 목표주가 42만원을 유지한다.

	2Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,953	37.5	5.7	13,356	4.5
영업이익	962	흑전	-22.2	786	22.4
세전계속사업이익	403	흑전	-66.8	497	-18.9
지배순이익	41	흑전	-94.1	363	-88.7
영업이익률 (%)	6.9	흑전	-2.5 %pt	5.9	+1.0 %pt
지배순이익률 (%)	0.3	흑전	-5.0 %pt	2.7	-2.4 %pt

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	63,942	47,693	58,435	67,672
영업이익	4,678	885	5,309	5,724
지배순이익	5,264	-1,035	2,416	3,140
PER	5.2	-22.5	10.9	8.4
PBR	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.2	10.7	6.9	6.5
ROE	14.2	-2.8	6.8	8.3

자료: 유안타증권

[표 1] 신세계 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
총매출액	8,365	9,309	9,204	11,106	10,377	10,746	10,124	12,439	37,984	43,686	45,434
YoY	-12.7%	-2.0%	-3.4%	-1.3%	24.1%	15.4%	10.0%	12.0%	-4.7%	15.0%	4.0%
순매출액	2,643	2,871	2,826	3,329	3,213	3,337	3,157	3,711	11,669	13,418	13,859
매출총이익	226	143	282	617	612	474	555	916	1,268	2,557	2,676
영업이익	-57.7%	-56.2%	-44.3%	-27.7%	170.8%	231.3%	97.0%	48.4%	-42.9%	101.6%	4.6%
YoY	2.7%	1.5%	3.1%	5.6%	5.9%	4.4%	5.5%	7.4%	3.3%	5.9%	5.9%
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

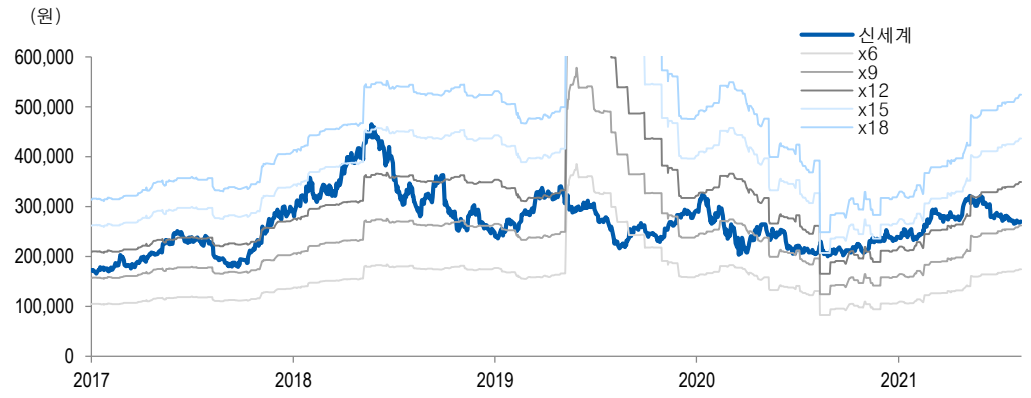
[표 2] 신세계 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
순매출액	11,969	10,144	12,144	13,403	13,200	13,953	14,782	16,500	47,660	58,435	67,672
YoY	-21.1%	-32.6%	-24.2%	-24.2%	10.3%	37.5%	21.7%	23.1%	-25.5%	22.6%	15.8%
신세계	3,311	3,539	3,638	4,111	3,996	3,997	4,002	4,604	14,599	16,599	17,263
신세계인터내셔널	3,234	2,871	3,338	3,835	3,419	3,407	3,745	4,288	13,278	14,859	15,926
센트럴시티	556	528	581	623	597	665	697	654	2,288	2,613	2,744
신세계 DF	4,889	3,107	4,392	4,558	4,789	5,605	5,899	6,169	16,946	22,462	28,724
대구	339	392	465	541	536	560	605	649	1,737	2,350	2,433
까사미아	338	383	468	447	495	483	515	536	1,636	2,029	2,131
영업이익	33	-431	251	1,031	1,236	962	1,292	1,818	884	5,309	5,724
YoY	-97.0%	적전	-73.8%	-47.0%	3645.5%	흑전	414.9%	76.4%	-81.1%	500.5%	7.8%
신세계	226	143	282	617	612	474	555	916	1,268	2,557	2,676
신세계인터내셔널	120	-26	70	174	213	265	272	405	338	1,155	1,329
센트럴시티	117	-25	140	175	158	41	257	214	407	670	834
신세계 DF	-324	-370	-205	26	231	192	219	210	-873	852	740
대구	-30	-18	55	121	102	86	114	162	128	464	492
까사미아	-27	-28	-20	-30	-10	-26	-5	6	-105	-35	11
영업이익률	0.3%	-4.2%	2.1%	7.7%	9.4%	6.9%	8.7%	11.0%	1.9%	9.1%	8.5%
신세계	6.8%	4.0%	7.7%	15.0%	15.3%	11.9%	13.9%	19.9%	8.7%	15.4%	15.5%
신세계인터내셔널	3.7%	-0.9%	2.1%	4.5%	6.2%	7.8%	7.3%	9.4%	2.5%	7.8%	8.3%
센트럴시티	21.0%	-4.7%	24.1%	28.1%	26.5%	6.2%	36.9%	32.7%	17.8%	25.7%	30.4%
신세계 DF	-6.6%	-11.9%	-4.7%	0.6%	4.8%	3.4%	3.7%	3.4%	-5.2%	3.8%	2.6%
대구	-8.8%	-4.6%	11.8%	22.4%	19.0%	15.4%	18.9%	24.9%	7.4%	19.7%	20.2%
까사미아	-8.0%	-7.3%	-4.3%	-6.7%	-2.0%	-5.4%	-1.0%	1.2%	-6.4%	-1.7%	0.5%

자료: 신세계, 유안타증권 리서치센터

신세계 P/E(12MF) Band



자료: 유안타증권 리서치센터

신세계 (004170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	63,942	47,693	58,435	67,672	77,094
매출원가	31,259	23,688	27,671	32,483	37,005
매출총이익	32,683	24,004	30,763	35,189	40,089
판매비	28,005	23,120	25,455	29,465	33,434
영업이익	4,678	885	5,309	5,724	6,655
EBITDA	11,365	7,448	11,840	12,348	13,295
영업외손익	3,304	-2,070	-938	-560	-475
외환관련손익	-67	554	-176	2	2
이자손익	-1,272	-1,205	-983	-880	-809
관계기업관련손익	7	-19	122	135	148
기타	4,637	-1,399	98	184	184
법인세비용차감전순손익	7,982	-1,185	4,370	5,164	6,180
법인세비용	2,051	-493	1,219	1,239	1,483
계속사업순손익	5,931	-691	3,152	3,925	4,697
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,931	-691	3,152	3,925	4,697
지배지분순이익	5,264	-1,035	2,416	3,140	3,757
포괄순이익	5,530	-598	2,969	3,741	4,514
지배지분포괄이익	4,883	-927	2,350	2,993	3,611

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	7,786	6,995	5,962
당기순이익	5,931	-691	3,152	3,925	4,697
감가상각비	6,460	6,338	6,321	6,433	6,464
외환손익	32	-551	177	-2	-2
중속, 관계기업관련손익	-7	19	-122	-135	-148
자산부채의 증감	-1,954	981	-417	-2,108	-3,973
기타현금흐름	-2,563	-572	-1,325	-1,119	-1,076
투자활동 현금흐름	-715	-3,891	-4,706	-3,540	-3,153
투자자산	9	97	-379	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,212	-4,768	-4,455	-3,600	-3,200
유형자산 감소	384	589	9	0	0
기타현금흐름	2,104	191	119	60	47
재무활동 현금흐름	-8,935	480	-7,493	-6,764	-6,603
단기차입금	-3,178	-1,224	-1,156	-1,000	-1,000
사채 및 장기차입금	-2,101	7,056	-2,375	-2,000	-1,873
자본	0	37	0	0	0
현금배당	-373	-352	-303	-352	-376
기타현금흐름	-3,283	-5,036	-3,660	-3,412	-3,354
연결범위변동 등 기타	3	-2	1,619	3,335	3,416
현금의 증감	-1,748	2,110	-2,795	25	-377
기초 현금	3,525	1,777	3,887	1,092	1,118
기말 현금	1,777	3,887	1,092	1,118	740
NOPLAT	4,678	885	5,309	5,724	6,655
FCF	4,688	756	3,331	3,395	2,762

자료: 유안타증권

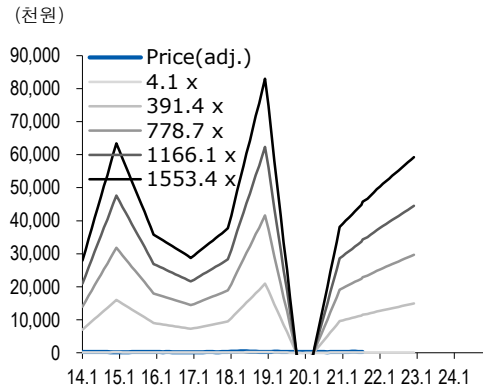
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	18,312	16,637	17,817	21,685	27,207
현금및현금성자산	1,777	3,887	1,092	1,118	740
매출채권 및 기타채권	4,388	3,615	5,585	6,104	7,675
재고자산	10,774	8,629	10,313	13,636	17,965
비유동자산	111,873	111,054	110,370	107,446	104,107
유형자산	64,810	66,036	65,227	62,394	59,130
관계기업등 지분관련자산	10,972	10,766	10,642	10,642	10,642
기타투자자산	5,122	5,586	6,678	6,678	6,678
자산총계	130,185	127,691	128,187	129,131	131,314
유동부채	31,730	36,090	32,526	31,413	30,544
매입채무 및 기타채무	12,552	10,870	12,574	12,461	12,593
단기차입금	4,792	4,571	3,418	2,418	1,418
유동성장기부채	2,946	9,047	4,546	4,546	4,546
비유동부채	43,304	41,029	42,266	40,266	38,393
장기차입금	4,586	2,169	1,873	873	0
사채	13,117	15,972	18,576	17,576	16,576
부채총계	75,034	77,119	74,792	71,679	68,937
지배지분	39,265	34,424	36,391	39,151	42,504
자본금	492	492	492	492	492
자본잉여금	3,975	3,478	4,033	4,033	4,033
이익잉여금	29,209	27,882	29,443	32,386	35,922
비지배지분	15,886	16,149	17,005	18,302	19,873
자본총계	55,151	50,573	53,396	57,452	62,377
순차입금	39,085	40,673	38,726	35,701	33,205
총차입금	41,354	44,637	40,128	37,128	34,255

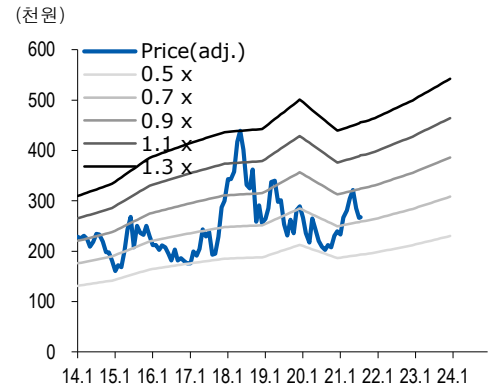
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	53,472	-10,512	24,537	31,891	38,165
BPS	399,182	349,962	369,963	398,020	432,107
EBITDAPS	115,436	75,649	120,267	125,421	135,038
SPS	649,478	484,428	593,538	687,362	783,065
DPS	2,000	1,500	2,000	2,250	2,450
PER	5.2	-22.5	10.9	8.4	7.0
PBR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.2	10.7	6.9	6.5	6.0
PSR	0.4	0.5	0.5	0.4	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	23.3	-25.4	22.5	15.8	13.9
영업이익 증가율 (%)	17.7	-81.1	500.0	7.8	16.3
지배순이익 증가율 (%)	120.3	적전	흑전	30.0	19.7
매출총이익률 (%)	51.1	50.3	52.6	52.0	52.0
영업이익률 (%)	7.3	1.9	9.1	8.5	8.6
지배순이익률 (%)	8.2	-2.2	4.1	4.6	4.9
EBITDA 마진 (%)	17.8	15.6	20.3	18.2	17.2
ROIC	5.2	0.8	5.9	6.6	7.5
ROA	4.4	-0.8	1.9	2.4	2.9
ROE	14.2	-2.8	6.8	8.3	9.2
부채비율 (%)	136.1	152.5	140.1	124.8	110.5
순차입금/자기자본 (%)	99.5	118.2	106.4	91.2	78.1
영업이익/금융비용 (배)	3.4	0.7	5.1	6.1	7.7

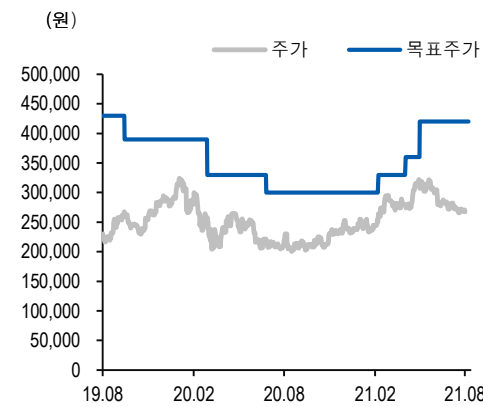
P/E band chart



P/B band chart



신세계 (004170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-13	BUY	420,000	1년		
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

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 2021-08-10

※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.