

SK COMPANY Analysis

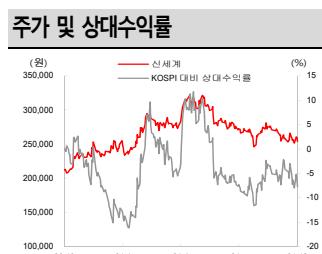


Analyst
유승우

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

Company Data	
자본금	49 십억원
발행주식수	0
자사주	0
액면가	5,000 원
시가총액	2,471 십억원
주요주주	
정유경(외2)	28.57%
국민연금공단	12.16%
외국인지분률	26.20%
배당수익률	0.60%

Stock Data	
주가(21/10/28)	251,000 원
KOSPI	3009.55 pt
52주 Beta	0.68
52주 최고가	322,000 원
52주 최저가	207,500 원
60일 평균 거래대금	18 십억원



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.3%	%
6개월	-13.6%	%
12개월	17.8%	%

신세계 (004170/KS | 매수(유지) | T.P 320,000 원(하향))

크로스보더이커머스 대응이 필요하다

11 번가와 아마존이 제공할 빠른 직구 서비스는 동사의 면세점 채널에 큰 위협이 될 것임. 면세점 채널보다 직구가 저렴하기 때문임. 빠른 직구 서비스는 백화점 채널도 위협할 가능성이 있는데, 동사는 이를 네이버와의 협업으로 대응할 여지가 있음. 명품 유통에 대한 전향적 고민이 있는 것임. 이에 투자의견 매수를 유지함. 그러나 글로벌 백화점 업종 멀티플이 하락한 점을 반영해 목표주가는 390,000 원에서 320,000 원으로 하향함

11 번가 + 아마존이 제공할 빠른 직구 서비스는 면세점 위협할 것

동사의 SOTP 밸류에이션 상으로 면세점 가치의 척도가 되는 Dufry 의 경우 2022년 추정치 기준 EV/EBITDA 6.4 배 수준에서 거래되고 있음. 그러나 크로스보더이커머스 확산으로 소비자에게 제한적 상품 향유 채널인 면세점 채널은 잠식당할 것임. 이미 11 번가와 아마존이 협작으로 크로스보더이커머스 서비스를 제공하기 시작했는데, 이들은 해외 물류 거점을 활용해 '빠른 직구' 서비스를 제공할 가능성이 높아함. 실제 해외 직구가 면세점보다 저렴한 경우가 많기 때문에 크로스보더이커머스가 배송이 빠른 형태로 진입한다면 소비자들이 굳이 면세점을 이용할 필요가 없음. 이에 면세점 Target EV/EBITDA 를 50% 할인한 3.2 배만 부여함

네이버와의 협작으로 백화점은 대응 가능할 것

백화점도 마찬가지로 크로스보더이커머스 피해를 볼 수 있음, 명품 브랜드들이 직접 이커머스에 입점하고 있고 쿠팡도 명품 직접 유통에 나설 것으로 보여 우려됨. 그러나 동사는 네이버와의 지분 스왑으로 명품 유통 채널에 대한 전향적 고민을 하고 있어 현재의 백화점 지위를 유지할 수 있을 전망임. 이에 피어 백화점들의 평균 EV/EBITDA 7 배 수준을 Target 으로 설정함

투자의견 매수 유지, 목표주가 390,000 원 → 320,000 원으로 하향

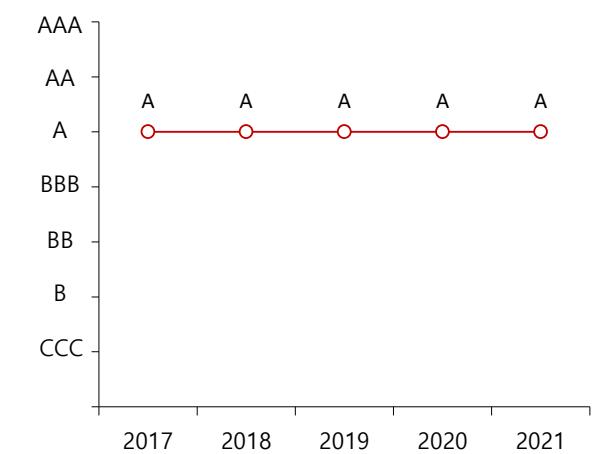
이에 투자의견 매수를 유지함. 그러나 글로벌 백화점 EV/EBITDA 가 9.5 배에서 7 배 수준으로 하락한 점을 반영해 목표주가는 390,000 원에서 320,000 원으로 18% 하향함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	5,186	6,394	4,769	5,644	6,792	7,901
yoY	%	34.0	23.3	-25.4	18.3	20.4	16.3
영업이익	십억원	397	468	88	439	531	652
yoY	%	14.9	17.7	-81.1	396.0	20.9	22.9
EBITDA	십억원	699	1,136	745	1,082	1,117	1,108
세전이익	십억원	355	798	-118	294	400	530
순이익(자배주주)	십억원	239	526	-103	149	246	344
영업이익률%	%	7.7	7.3	1.9	7.8	7.8	8.3
EBITDA%	%	13.5	17.8	15.6	19.2	16.4	14.0
순이익률	%	5.5	9.3	-1.5	3.7	4.5	5.1
EPS(계속사업)	원	24,274	53,472	-10,512	15,120	24,944	34,935
PER	배	10.6	5.4	N/A	16.8	10.2	7.3
PBR	배	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	10.0	7.8	11.6	7.8	7.2	6.8
ROE	%	6.9	14.2	-2.8	4.1	6.3	8.0
순차입금	십억원	2,892	4,334	4,594	4,249	3,724	3,153
부채비율	%	121.9	136.1	152.5	144.1	141.2	136.2

신세계 ESG 하이라이트

신세계의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
신세계 종합 등급	A	D	27.8
환경(Environment)	35.8	D+	18.8
사회(Social)	49.6	D-	19.3
지배구조(Governance)	46.8	D+	51.8
<비교업체 종합 등급>			
이마트	BBB	C	23.9
롯데쇼핑	BBB	C	29.2
GS 리테일	BBB	D-	22.5

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 신세계 ESG 평가

전반적으로 ESG 에 많은 관심과 좋은 평가를 받고 있다. 최근 한국기업지배구조원(KCGS)가 발표한 2021 년 ESG 평가에서 신세계는 A 등급을 받았다.

지난 10 월 7 일에는 ESG 채권을 발행하기도 한 신세계는 센텀시티점에서 폐플라스틱을 활용해 재생산한 업사이클링 물품(이불)을 국제구호개발 NGO '세이브더칠드런'을 통해 취약계층에게 후원하기도 하는 등 올 여름 '폐플라스틱 업사이클링 기부 캠페인'을 진행해 전국 7 개 점포에서 약 5 톤 가량의 폐트병을 수거해 친환경 이불로 재생산했다.

자료: SK 증권

신세계의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2021.10.7	녹색채권	60,000	2.44

자료: KRX, SK 증권

신세계의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.10.17	사회 (Social)	식품관 누수 사고 신세계百 강남점, 점장·부점장 교체
2021.10.14	사회 (Social)	천장에서 물이 흘콸...물난리 난 신세계백화점 강남점 [영상]
2021.10.12	사회 (Social)	"신세계 취업규칙에 소지품·신체 검사...관계 법령 저촉"
2021.9.16	사회 (Social)	신세계 울산혁신점 상업시설 확대?...울산 중구청, "꼼수에 불과"
2021.9.8	사회 (Social)	오픈런 대란 어쩌나...신세계 본점 샤플 매장서 판매직원 또 코로나 확진
2021.9.1	사회 (Social)	신세계百 대전시 늑장공지 도마... 방역당국 "대응 잘못됐다"

자료: 주요 언론사, SK 증권

신세계 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	1,197	1,014	1,214	1,344	1,320	1,395	1,452	1,476	6,394	4,769	5,644
YoY	-21.1%	-32.6%	-24.2%	-24.0%	10.3%	37.6%	19.6%	9.8%	23.3%	-25.4%	18.3%
신세계(별도)	331	354	364	411	400	400	505	478	1,558	1,460	1,782
YoY	-11.7%	-3.7%	-5.5%	-4.4%	20.7%	13.0%	38.8%	16.2%	-10.4%	-6.3%	22.1%
신세계인터	323	287	334	381	342	341	348	391	1,425	1,325	1,421
YoY	-11.6%	-4.8%	-7.3%	-4.1%	5.7%	18.6%	4.1%	2.7%	12.9%	-7.0%	7.2%
신세계동대구	34	39	47	54	54	56	66	77	191	174	253
YoY	-25.6%	-12.6%	-1.1%	0.4%	58.1%	42.9%	42.9%	42.9%	9.8%	-9.2%	45.8%
센트럴시티	56	53	58	62	60	65	72	77	272	229	274
YoY	-15.6%	-21.6%	-17.8%	-8.5%	7.2%	24.0%	24.0%	24.0%	23.9%	-15.9%	19.9%
신세계DF	491	311	438	457	480	561	482	480	3,136	1,697	2,003
YoY	-30.4%	-59.6%	-44.4%	-47.5%	-2.2%	80.2%	10.0%	5.1%	55.8%	-45.9%	18.0%
까사미아	34	38	47	45	50	48	59	56	119	164	213
YoY	23.8%	53.2%	50.5%	27.0%	46.4%	26.1%	26.1%	26.1%	45.4%	37.9%	30.3%
영업이익	9	-49	25	103	124	96	77	142	468	88	439
YoY	-92.1%	적전	-73.8%	-46.9%	1317.9%	흑전	204.5%	38.1%	17.7%	-81.1%	396.0%
OPM	0.7%	-4.8%	2.1%	7.7%	9.4%	6.9%	5.3%	9.7%	7.3%	1.9%	7.8%
신세계(별도)	23	14	28	62	61	47	67	101	222	127	276
YoY	-57.7%	-56.2%	-44.3%	-27.7%	170.8%	231.5%	136.3%	63.1%	-8.3%	-42.9%	117.6%
OPM	6.8%	4.0%	7.7%	15.0%	15.3%	11.9%	13.2%	21.1%	14.3%	8.7%	15.5%
신세계인터	12	-3	7	17	21	27	13	20	84	34	80
YoY	-59.0%	적전	-63.4%	-19.8%	78.0%	흑전	84.1%	12.7%	52.2%	-60.0%	137.6%
OPM	3.7%	-0.9%	2.1%	4.6%	6.2%	7.8%	3.7%	5.0%	5.9%	2.5%	5.6%
신세계동대구	-3	-1	6	12	10	9	8	17	21	13	44
YoY	적전	적전	14.1%	22.2%	흑전	흑전	42.9%	42.9%	98.5%	-37.8%	232.9%
OPM	-8.8%	-3.6%	11.8%	22.4%	19.0%	15.4%	11.8%	22.4%	11.1%	7.6%	17.3%
센트럴시티	12	-3	14	17	16	4	17	22	74	41	59
YoY	-45.5%	적전	-40.5%	-7.3%	34.8%	흑전	24.0%	24.0%	15.3%	-44.8%	44.9%
OPM	21.0%	-4.8%	24.2%	28.1%	26.4%	6.3%	24.2%	28.1%	27.1%	17.8%	21.5%
신세계DF	-33	-37	-20	3	23	19	-17	-6	112	-87	19
YoY	적전	적전	적전	-96.3%	흑전	흑전	적지	적전	197.1%	적전	흑전
OPM	-6.6%	-11.9%	-4.7%	0.6%	4.8%	3.4%	-3.6%	-1.2%	3.6%	-5.1%	0.9%
까사미아	-3	-3	-2	-3	-1	-3	-3	-3	-17	-11	-10
YoY	적지										
OPM	-8.0%	-7.8%	-4.3%	-6.7%	-2.0%	-5.4%	-5.4%	-5.4%	-14.2%	-6.5%	-4.6%

자료: 신세계 SK 증권

신세계 추정치 변경

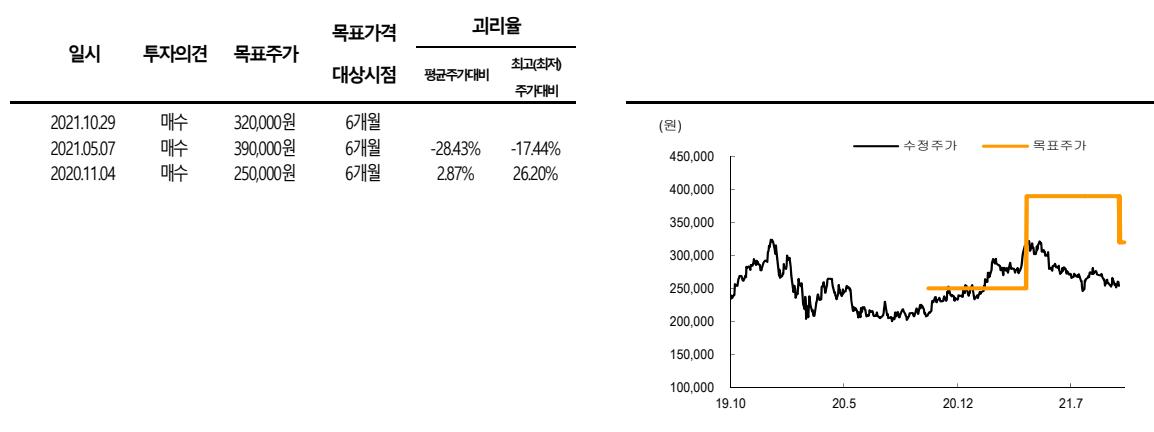
	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	3Q21E	2021E	3Q21E	2021E	3Q21E	2021E
매출액(십억원)	1,397	5,540	1,452	5,644	3.94%	1.88%
영업이익(십억원)	74	321	77	439	4.05%	36.7%
목표주가(원)	390,000		320,000		-17.9%	

자료: SK 증권

신세계 Valuation

사업부	이전 평가	단위	사업부	현재 평가	단위	비고
백화점						
12M Fwd 추정 EBITDA	446십억원		12M Fwd 추정 EBITDA	639십억원		
Target EV/EBITDA	9.5배		Target EV/EBITDA	7.0배		현대백화점, 다카시마야 평균 12M Fwd EV/EBITDA 7배 적용
적정가치	4,238십억원		적정가치	4,484십억원		
면세점						
12M Fwd 추정 EBITDA	402십억원		12M Fwd 추정 EBITDA	324십억원		
Target EV/EBITDA	4.8배		Target EV/EBITDA	3.2배		Dufry 평균 12M Fwd EV/EBITDA 6.4배에 50% 할인함. 할인은 크로스보더이커머스에 면세점 채널 잠식 가능성 농후하기 때문임
적정가치	1,933십억원		적정가치	1,036십억원		
신세계인터내셔널						
시가총액	1,428십억원		시가총액	1,214십억원		
지분율	45.8%		지분율	45.8%		
적정가치	653십억원		적정가치	555십억원		
기타						
장부가액	999십억원		장부가액	1,012십억원		
Target PBR	1.0배		Target PBR	1.0배		
적정가치	999십억원		적정가치	1,012십억원		
적정 EV	7,823십억원		적정 EV	7,087십억원		
순차입금	3,958십억원		순차입금	3,895십억원		
적정가치	3,864십억원		적정가치	3,192십억원		
발행주식수	9,845천주		발행주식수	9,845천주		
적정주가	390,000원		적정주가	320,000원		
			현재주가	251,000원		
			상승여력	27.5%		

자료: 신세계, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 (2021년 10월 29일 기준)

매수	89.15%	중립	10.85%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,831	1,664	2,034	2,838	3,681
현금및현금성자산	178	389	530	1,033	1,604
매출채권및기타채권	436	357	393	472	550
재고자산	1,077	863	948	1,141	1,327
비유동자산	11,187	11,105	11,230	11,233	11,279
장기금융자산	356	381	515	515	515
유형자산	6,481	6,604	6,638	6,061	5,648
무형자산	352	382	368	356	347
자산총계	13,018	12,769	13,264	14,072	14,960
유동부채	3,173	3,609	3,607	4,260	4,631
단기금융부채	1,291	1,886	1,715	1,983	1,983
매입채무 및 기타채무	945	817	897	1,080	1,256
단기충당부채	4	4	4	4	4
비유동부채	4,330	4,103	4,222	3,977	3,996
장기금융부채	3,262	3,102	3,185	2,915	2,915
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	19	20	20	23	25
부채총계	7,503	7,712	7,829	8,237	8,626
지배주주지분	3,927	3,442	3,750	4,094	4,537
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	397	348	403	403	403
기타자본구성요소	-4	-4	-4	-4	-4
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	2,921	2,788	2,922	3,148	3,472
비지배주주지분	1,589	1,615	1,685	1,741	1,797
자본총계	5,515	5,057	5,435	5,835	6,334
부채와자본총계	13,018	12,769	13,264	14,072	14,960

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	890	643	817	638	713
당기순이익(손실)	593	-69	206	303	401
비현금성항목등	571	681	729	814	707
유형자산감가상각비	646	634	619	566	438
무형자산상각비	23	22	24	20	18
기타	373	-16	-92	35	35
운전자본감소(증가)	-195	98	-80	-382	-268
매출채권및기타채권의 감소증가)	-31	35	-38	-80	-77
재고자산감소(증가)	-162	182	-91	-193	-186
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	25	-134	54	183	176
기타	-27	15	-5	-292	-181
법인세납부	-80	-67	-38	-97	-128
투자활동현금흐름	-43	-361	-578	-7	-15
금융자산감소(증가)	6	2	-141	-20	0
유형자산감소(증가)	-283	-418	-481	11	-25
무형자산감소(증가)	-14	-7	-8	-8	-8
기타	247	62	51	10	18
재무활동현금흐름	-1,021	-70	-97	-128	-126
단기금융부채증가(감소)	-318	-122	118	268	0
장기금융부채증가(감소)	-538	568	-49	-270	0
자본의증가(감소)	0	4	0	0	0
배당금의 지급	-37	-35	-29	-20	-20
기타	-128	-484	-137	-107	-107
현금의 증가(감소)	-175	211	142	503	571
기초현금	352	178	389	530	1,033
기말현금	178	389	530	1,033	1,604
FCF	-952	717	620	609	650

자료 : 신세계, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	6,394	4,769	5,644	6,792	7,901
매출원가	3,126	2,369	2,796	3,398	3,890
매출총이익	3,268	2,400	2,848	3,394	4,010
매출총이익률 (%)	51.1	50.3	50.5	50.0	50.8
판매비와관리비	2,800	2,312	2,409	2,863	3,358
영업이익	468	88	439	531	652
영업이익률 (%)	7.3	1.9	7.8	7.8	8.3
비영업손익	330	-207	-145	-131	-123
순금융비용	127	121	102	97	88
외환관련손익	-7	55	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	794	13	1	1	1
세전계속사업이익	798	-118	294	400	530
세전계속사업이익률 (%)	12.5	-2.5	5.2	5.9	6.7
계속사업법인세	205	-49	88	97	128
계속사업이익	593	-69	206	303	401
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	593	-69	206	303	401
순이익률 (%)	9.3	-1.5	3.7	4.5	5.1
지배주주	526	-103	149	246	344
지배주주귀속 순이익률(%)	823	-217	2.64	3.62	4.35
비지배주주	67	34	57	57	57
총포괄이익	553	-60	324	420	519
지배주주	488	-93	267	364	462
비지배주주	65	33	56	56	56
EBITDA	1,136	745	1,082	1,117	1,108

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	23.3	-25.4	18.3	20.4	16.3
영업이익	17.7	-81.1	396.0	20.9	22.9
세전계속사업이익	125.0	적전	흑전	35.9	32.5
EBITDA	62.5	-34.5	45.3	3.3	-0.8
EPS(계속사업)	120.3	적전	흑전	65.0	40.1
수익성 (%)					
ROE	14.2	-2.8	4.1	6.3	8.0
ROA	4.9	-0.5	1.6	2.2	2.8
EBITDA/마진	17.8	15.6	19.2	16.4	14.0
안정성 (%)					
유동비율	57.7	46.1	56.4	66.6	79.5
부채비율	136.1	152.5	144.1	141.2	136.2
순자본금/자기자본	78.6	90.9	78.2	63.8	49.8
EBITDA/이자비용(배)	8.4	5.9	10.0	10.5	10.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	53,472	-10,512	15,120	24,944	34,935
BPS	398,826	349,650	380,873	415,846	460,811
CFPS	121,393	56,150	80,423	84,480	81,254
주당 현금배당금	2,000	1,500	2,000	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.4	N/A	21.3	12.9	9.2
PER(최저)	4.1	N/A	15.4	9.4	6.7
PBR(최고)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
PBR(최저)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
PCR	2.4	4.3	3.2	3.0	3.1
EV/EBITDA(최고)	8.2	12.7	8.5	7.8	7.4
EV/EBITDA(최저)	7.1	11.0	7.6	7.0	6.6