유안타증권 元大證券

신세계 (004170)

소매/유통

이진협
02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	430,000원 (U)
현재주가 (8/10)	220,000원
상승여력	95%

시가총액	21,659억원
총발행주식수	9,845,181주
60일 평균 거래대금	99억원
60일 평균 거래량	42,944주
52주 고	281,000원
52주 저	208,500원
외인지분율	26.90%
주요주주	정유경 외 2 인 28.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.1	(10.0)	(18.1)
상대	(4.2)	(5.8)	7.1
절대(달러환산)	0.8	(12.0)	(27.8)

2Q22 리뷰 : 어닝의 신세계, 프레임에 갇히다

2Q22 Review : 어닝 서프라이즈의 신세계

2분기 연결 총매출액 30,605억원(+32.4% YoY), 영업이익 1,874억원(+94.7% YoY)를 기록하며 영업이익 컨센서스(1,329억원)를 +40% 이상 초과하는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 백화점/SI 등의 호조가 지속되는 가운데, 면세점의 영업이익이 전분기 대비 308억원 개선되는 실적을 기록한 영향이다.

백화점(별도+백화점 자회사)은 총매출액 17,471억원(+29.3% YoY), 영업이익 1,211억원(+80.6% YoY)를 기록하였다. 당사 전망치를 약 150억원 상회하였다. 2Q22 SSSG는 +19% YoY 이었으며, 패션 등 고마진 상품의 강세로 별도 GPM은 전년대비 0.1%p 개선되는 모습이었다. 대구와 광주는 전년대비 각각 +27%, +24% 고성장 하였으며, 신규점인 대전신세계는 당분기에도 3억원의 흑자를 기록해 이익에 기여하였다. **면세점은** 매출액 8,132억원(+45.1% YoY), 영업이익 287억원(+49.5% YoY)를 기록하며 놀라운 수익성을 기록했다. 중국 도시 봉쇄의 영향으로 실질적 거래액은 전분기 대비 -6% 역성장하였으나, 따이공 수수료율이 QoQ로 낮아지고, 높은 공항점 비중에 따라 FIT의 회복의 효과로 수익성이 개선된 영향이다. 재고차손 환입도 30억원 가량 있었다.

'피크아웃'이라는 프레임에 갇히다.

사상 최대 실적이 매분기 달성되는 것과는 달리 동사의 주가는 코로나19가 창궐했던 시기의 저점 대비 10% 높은 수준에 불과하다. 백화점의 피크아웃이라는 프레임으로 인해 현재의 실적을 시장에서 외면하고 있기 때문이다. 또한 시장에서는 임차료 감면 효과가 있는 현재의 면세점 실적에 대해서도 지속 가능성이 낮다고 판단하고 있다.

당사 역시 백화점의 피크아웃은 가능성이 있다고 판단한다. 리오프닝에 따른 객수 회복의 시기가 부담이 될 수 있고, 매크로 환경에 따라 Mass고객의 소비가 둔화될 수 있는 것은 사실이기 때문이다. 다만, 30%의 매출 비중을 차지하는 VIP의 소비는 견조하게 성장할 것이며, Mass 소비 역시, 럭셔리 소비 트렌드가 자리잡은 상황에서 쉬이 줄어들 지 않을 것이다. 한번 높아진 눈높이가 낮아지기 어렵다는 점을 고려해보자. 당사는 피크아웃이 현실화되더라도 현재의 20% 성장률이 둔화된 mid to high single 수준의 성장이 지속될 것이라 판단하고 있다. (다음 페이지에 계속)

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	18,771	34.5	6.3	17,587	6.7
영업이익	1,874	94.7	14.5	1,329	41.0
세전계속사업이익	1,173	191.2	-38.8	1,055	11.2
지배순이익	508	1,138.9	-58.0	587	-13.4
영업이익률 (%)	10.0	+3.1 %pt	+0.7 %pt	7.6	+2.4 %pt
지배순이익률 (%)	2.7	+2.4 %pt	-4.2 %pt	3.3	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	47,693	63,164	77,161	86,224
영업이익	885	5,174	8,456	9,101
지배순이익	-1,035	3,068	4,400	4,920
PER	-22.5	8.6	4.9	4.4
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.7	7.1	5.4	5.0
ROE	-2.8	8.5	11.2	11.3

자료: 유안타증권

면세점은 따이공 매출 수준이 유지되는 상황에서 회복되는 FIT의 비중 확대로 수익성 개선이 지속될 것으로 예상한다.

시장이 우려하고 있는 백화점 피크아웃과 공항 임차료 정상화 가능성에 대한 가정은 당사의 전망치에는 이미 기반영이 되어 있다. 이에 따른 23년 기준 P/E는 4배 수준에 불과하다. 설령 백화점의 매출이 10% 감소한다고 하더라도 현 주가 수준은 23년 기준 P/E 6배 수준이다. 럭셔리의 보편화에 대한 수혜를 받고 있는, 그리고 고성장하는 한국 럭셔리 시장을 전략적으로 바라보는 글로벌 럭셔리 브랜드들 사이에서 입지가 커지고 있는 백화점의 피크아웃 프레임이 따른 디레이팅이 과연 정당한가 고민해볼 필요가 있다.

다시 한번 강조하지만, 코로나19 펜데믹 시절 저점 주가 대비 10% 높아져 있는 수준이다. 현 주가 수준만 놓고 본다면, 백화점의 피크아웃에 대한 강도가 코로나19 펜데믹 시절, 적자를 기록하던 모습까지 이를 것이라는 전망까지 열어두고 있다는 의미로 해석해볼 수 있다. 당사는 극단적인 상황이 없다면 그런 일이 일어나기는 쉽지 않을 것이라 판단한다.

프레임을 깰 필요가 있다. 투자의견 BUY를 유지하며, 실적 전망치 상향 등을 반영하여, 43만원으로 목표주가를 상향한다.

[표 1] 신세계 SOTP Valuation (단위: 억원, 배, 천주, 원)

	12MF	Target EV/EBITDA		비고
백화점 EBITDA	5,435	7.0		
백화점 영업가치	38,046			
종속기업	**적정가치**	**지분율**	**신세계 보유가치**	**비고**
신세계 DF	2,456	100.0%	2,456	23년 추정 순이익 * P/E 15배 적용
신세계인터내셔날	10,603	38.9%	2,888	시가총액, 30% 할인
광주신세계	2,656	62.5%	1,162	시가총액, 30% 할인
기타	16,795		16,795	대구, 센트럴시티, 대전 장부가액
종속기업 가치	23,301			
투자자산	**적정가치**	**지분율**	**신세계 보유가치**	**비고**
삼성생명	125,200	2.2%	2,754	시가총액
Naver	429,809	0.2%	688	시가총액
관계 및 공동 기업	9,867		9,867	SSG.Com, 신세계사이먼
투자자산 가치	9,316			30% 할인
순차입금	27,593			2Q22 기준
현금성자산	6,206			
단기차입금	15,578			
장기차입금	18,221			
적정 시가총액	42,693			
발행주식수	9,836			
적정 주당가치	434,032			

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 신세계 실적 추이 및 전망 (연결기준) (단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
순매출액	13,200	13,953	16,671	19,340	17,665	18,771	19,094	21,631	63,164	77,161	86,224
YoY	*10.3%*	*37.5%*	*37.3%*	*44.3%*	*33.8%*	*34.5%*	*14.5%*	*11.8%*	*32.5%*	*22.2%*	*11.7%*
신세계	3,996	3,997	3,929	4,795	4,430	4,670	4,676	5,514	16,717	19,290	19,868
신세계인터내셔날	3,419	3,407	3,502	4,179	3,522	3,839	3,830	4,579	14,507	15,771	16,768
센트럴시티	597	665	603	774	695	800	784	851	2,639	3,130	3,273
신세계 DF	4,789	5,605	7,969	8,233	7,721	8,132	8,224	8,946	26,596	33,023	39,677
대구	536	560	574	693	628	691	706	825	2,363	2,850	2,907
광주				496	426	485	412	506	496	1,829	1,865
대전			201	393	369	389	480	416	594	1,654	1,781
까사미아	495	483	602	721	732	678	783	793	2,301	2,986	3,284
영업이익	1,236	962	1,024	1,951	1,636	1,874	1,987	2,973	5,173	8,469	9,178
YoY	*3645.5%*	*-323.2%*	*308.0%*	*89.2%*	*32.4%*	*94.8%*	*94.0%*	*52.4%*	*485.2%*	*63.7%*	*8.4%*
신세계	612	475	552	977	873	825	881	1,377	2,616	3,956	4,114
신세계인터내셔날	213	265	141	301	331	387	188	456	920	1,362	1,559
센트럴시티	158	41	103	224	153	65	224	291	526	733	1,013
신세계 DF	231	192	229	123	-21	287	338	307	775	910	707
대구	102	86	114	194	186	193	211	272	496	862	894
광주				198	150	190	133	207	198	680	699
대전			-62	34	6	3	23	70	-28	102	212
까사미아	-10	-26	-11	-41	1	-42	29	33	-88	21	139
영업이익률	9.4%	6.9%	6.1%	10.1%	9.3%	10.0%	10.4%	13.7%	8.2%	11.0%	10.6%
신세계	15.3%	11.9%	14.0%	20.4%	19.7%	17.7%	18.8%	25.0%	15.6%	20.5%	20.7%
신세계인터내셔날	6.2%	7.8%	4.0%	7.2%	9.4%	10.1%	4.9%	10.0%	6.3%	8.6%	9.3%
센트럴시티	26.5%	6.2%	17.1%	28.9%	22.0%	8.1%	28.6%	34.2%	19.9%	23.4%	30.9%
신세계 DF	4.8%	3.4%	2.9%	1.5%	-0.3%	3.5%	4.1%	3.4%	2.9%	2.8%	1.8%
대구	19.0%	15.4%	19.9%	28.0%	29.6%	27.9%	29.9%	33.0%	21.0%	30.2%	30.7%
광주				39.9%	35.2%	39.2%	32.4%	40.9%	39.9%	37.2%	37.5%
대전			-30.8%	8.7%	1.6%	0.8%	4.8%	16.8%	-4.7%	6.2%	11.9%
까사미아	-2.0%	-5.4%	-1.8%	-5.7%	0.1%	-6.2%	3.7%	4.2%	-3.8%	0.7%	4.2%

자료: 신세계, 유안타증권 리서치센터

신세계 (004170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	**47,693**	**63,164**	**77,161**	**86,224**	**93,251**
매출원가	23,688	26,071	32,446	41,387	44,761
매출총이익	24,004	37,093	44,715	44,836	48,491
판관비	23,120	31,919	36,260	35,735	38,672
영업이익	**885**	**5,174**	**8,456**	**9,101**	**9,819**
EBITDA	7,448	11,690	14,674	15,148	15,721
영업외손익	-2,070	2	-955	-910	-545
외환관련손익	554	-333	-95	-37	-37
이자손익	-1,205	-996	-882	-789	-705
관계기업관련손익	-19	-113	-171	-188	-207
기타	-1,399	1,445	193	104	404
법인세비용차감전순손익	-1,185	5,176	7,501	8,191	9,274
법인세비용	-493	1,287	1,816	2,041	2,310
계속사업순손익	-691	3,889	5,685	6,150	6,964
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-691	3,889	5,685	6,150	6,964
지배지분순이익	**-1,035**	**3,068**	**4,400**	**4,920**	**5,571**
포괄순이익	-598	3,455	5,444	5,909	6,723
지배지분포괄이익	-927	2,609	4,345	4,727	5,379

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

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	**5,524**	**11,045**	**3,013**	**6,277**	**7,596**
당기순이익	-691	3,889	5,685	6,150	6,964
감가상각비	6,338	6,272	5,955	5,802	5,679
외환손익	-551	357	86	37	37
종속,관계기업관련손익	19	113	171	188	207
자산부채의 증감	981	3,329	-4,341	-1,284	-967
기타현금흐름	-572	-2,915	-4,542	-4,615	-4,324
투자활동 현금흐름	**-3,891**	**-8,254**	**-7,575**	**-6,701**	**-6,549**
투자자산	97	-429	-944	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,768	-5,844	-5,222	-5,200	-5,200
유형자산 감소	589	11	11	0	0
기타현금흐름	191	-1,991	-1,420	-1,501	-1,349
재무활동 현금흐름	**480**	**-906**	**-1,022**	**-4,769**	**-4,769**
단기차입금	-1,224	-659	-598	-1,000	-1,000
사채 및 장기차입금	7,056	1,720	826	-2,500	-2,500
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-352	-221	-369	-442	-452
기타현금흐름	-5,000	-1,746	-882	-826	-816
연결범위변동 등 기타	-2	5	5,882	7,165	7,114
현금의 증감	**2,110**	**1,891**	**298**	**1,973**	**3,391**
기초 현금	1,777	3,887	5,778	6,076	8,048
기말 현금	3,887	5,778	6,076	8,048	11,440
NOPLAT	**885**	**5,174**	**8,456**	**9,101**	**9,819**
FCF	**756**	**5,200**	**-2,209**	**1,077**	**2,396**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	**16,637**	**19,104**	**24,320**	**27,746**	**32,194**
현금및현금성자산	3,887	5,778	6,076	8,048	11,440
매출채권 및 기타채권	3,615	4,720	5,856	6,219	6,483
재고자산	8,629	7,560	10,815	11,905	12,697
비유동자산	111,054	117,341	117,563	116,866	116,163
유형자산	66,036	69,430	69,370	68,768	68,289
관계기업등 지분관련자산	10,766	9,762	10,061	10,061	10,061
기타투자자산	5,586	11,208	11,782	11,782	11,782
자산총계	**127,691**	**136,445**	**141,883**	**144,612**	**148,357**
유동부채	36,090	35,705	39,707	38,482	37,208
매입채무 및 기타채무	10,870	14,086	14,149	14,323	14,450
단기차입금	4,571	3,905	3,408	2,408	1,408
유동성장기부채	9,047	5,585	9,681	9,681	9,681
비유동부채	41,029	43,115	39,234	36,734	34,234
장기차입금	2,169	2,215	1,081	1,081	1,081
사채	15,972	21,515	19,358	16,858	14,358
부채총계	**77,119**	**78,821**	**78,941**	**75,216**	**71,442**
지배지분	34,424	37,441	41,301	45,611	50,563
자본금	492	492	492	492	492
자본잉여금	3,478	4,026	4,025	4,025	4,025
이익잉여금	27,882	30,845	34,942	39,493	44,685
비지배지분	16,149	20,184	21,641	23,785	26,352
자본총계	**50,573**	**57,625**	**62,941**	**69,396**	**76,914**
순차입금	**40,673**	**36,004**	**35,296**	**29,823**	**22,932**
총차입금	44,637	42,396	42,095	38,595	35,095

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

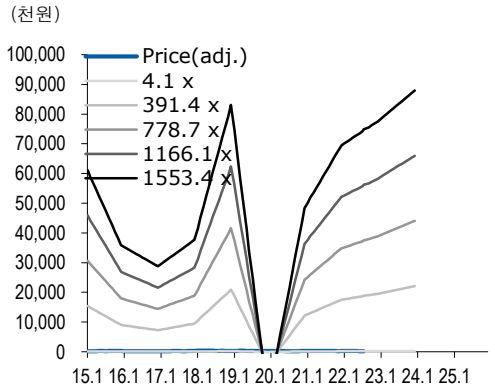
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-10,512	31,165	44,695	49,973	56,590
BPS	349,962	380,637	419,877	463,696	514,038
EBITDAPS	75,649	118,740	149,045	153,859	159,687
SPS	484,428	641,576	783,747	875,796	947,177
DPS	1,500	3,000	3,750	3,850	3,950
PER	**-22.5**	**8.6**	**4.9**	**4.4**	**3.9**
PBR	**0.7**	**0.7**	**0.5**	**0.5**	**0.4**
EV/EBITDA	**10.7**	**7.1**	**5.4**	**5.0**	**4.5**
PSR	**0.5**	**0.4**	**0.3**	**0.3**	**0.2**

재무비율 (단위: 배, %)

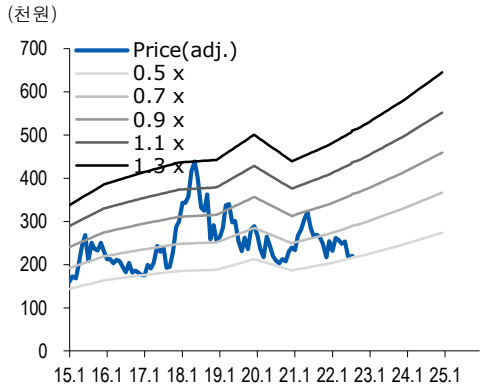
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	**-25.4**	**32.4**	**22.2**	**11.7**	**8.2**
영업이익 증가율 (%)	**-81.1**	**484.7**	**63.4**	**7.6**	**7.9**
지배순이익 증가율 (%)	**적전**	**흑전**	**43.4**	**11.8**	**13.2**
매출총이익률 (%)	50.3	58.7	58.0	52.0	52.0
영업이익률 (%)	**1.9**	**8.2**	**11.0**	**10.6**	**10.5**
지배순이익률 (%)	-2.2	4.9	5.7	5.7	6.0
EBITDA 마진 (%)	15.6	18.5	19.0	17.6	16.9
ROIC	0.8	6.0	9.7	10.0	10.7
ROA	-0.8	2.3	3.2	3.4	3.8
ROE	**-2.8**	**8.5**	**11.2**	**11.3**	**11.6**
부채비율 (%)	152.5	136.8	125.4	108.4	92.9
순차입금/자기자본 (%)	118.2	96.2	85.5	65.4	45.4
영업이익/금융비용 (배)	0.7	4.8	7.9	9.3	11.0

자료: 유안타증권
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

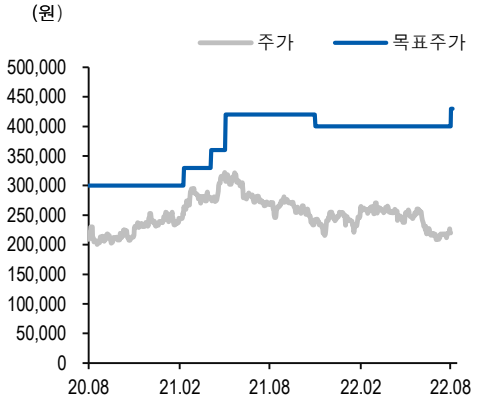
P/E band chart



P/B band chart



신세계 (004170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-08-11	BUY	430,000	1년		
2021-11-10	BUY	400,000	1년	-39.31	-32.25
2021-05-13	BUY	420,000	1년	-34.54	-23.45
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

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.8
Hold(중립)	6.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-08-08

※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.