

신세계 (004170)

소매/유통



이진협

02 3770 5659
jinyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	330,000원 (D)
현재주가 (3/9)	253,500원
상승여력	30%

시가총액	24,958억원
총발행주식수	9,845,181주
60일 평균 거래대금	209억원
60일 평균 거래량	74,700주
52주 고	341,000원
52주 저	216,500원
외인지분율	28.68%
주요주주	이명희 외 2 인 28.57%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.9)	(10.9)	(12.3)
상대	1.9	(4.8)	(4.1)
절대(달러환산)	(10.4)	(11.1)	(16.4)

하반기 한중의 소비회복 가능성에 주목

코로나19에 따라 상반기 실적 부진 불가피

코로나19 확산에 따라 핵심 사업부인 백화점과 면세점이 상반기까지는 실적 부진이 이어질 수 밖에 없는 상황이다.

백화점 사업은 국내 코로나19 확산 둔화에 따른 소비자들의 소비 심리 회복으로 2분기부터 즉각적으로 매출 회복을 할 수 있을 것으로 예상된다.

반면, 면세업은 한-중간 항공기 노선이 최소한 4월까지의 운휴나 감편에 들어간 상황이기에 일정 부분 회복이 지연될 수 밖에 없을 것으로 전망된다. 항공기 노선은 한중 양국의 코로나19 상황이 있어 충분한 안정성이 담보가 되어야만 다시금 정상화될 수 있을 것이다. 당사는 5월 중 면세업의 회복이 가시화될 수 있을 것이라 판단한다.

하반기, 한국과 중국의 경기 부양책의 수혜를 전망

한국과 중국 모두 코로나19의 피해가 큰 상황이다. 이에 따라 우리나라 정부는 이미 경기 부양책 카드를 꺼내 들었으며, 중국 정부 역시 양회 시점에 경기 부양책을 구체화할 것이라는 전망이 우세하다. 정부 지출 증가는 시차를 두고 민간 소비의 증가를 일으킨다. 그리고 그 소비는 필수재보다는 사치재에 집중될 수 있다. 궁극적으로, 신세계가 양국의 경기 부양책, 모두의 수혜를 볼 수 있을 것으로 예상된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 33만원 하향

신세계에 대해 투자의견 BUY는 유지하나, 목표주가는 기존 39만원에서 33만원으로 하향한다. 이는 코로나19 확산에 따른 2020년 실적 전망치 하향에 따른 것이다. 동사의 2020년 영업이익은 4,514억원(-3.6% YoY)을 기록할 것으로 전망하며, 이는 기존 전망치 대비 -14.6% 하향한 것이다.

그럼에도 투자의견 BUY를 유지하는 것은 코로나19 사태가 일시적인 이슈이며, 앞서 언급한 바와 같이 한국과 중국의 경기 부양책에 따른 소비 진작이 하반기 나타난다면, 동사의 백화점업과 면세업이 모두 수혜를 볼 수 있기 때문에 코로나19 이슈가 일단락 될 경우, 하반기 빠르게 주가 회복이 진행될 수 있을 것이라 판단하기 때문이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,254	-12.6	-25.0	15,433	-14.1
영업이익	534	-51.3	-72.6	1,081	-50.6
세전계속사업이익	219	-97.6	흑전	880	-75.2
지배순이익	133	-98.0	흑전	606	-78.1
영업이익률 (%)	4.0	-3.2 %pt	-7.0 %pt	7.0	-3.0 %pt
지배순이익률 (%)	1.0	-42.9 %pt	흑전	3.9	-2.9 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	38,714	51,857	63,937	65,207
영업이익	3,457	3,974	4,682	4,523
지배순이익	1,823	2,390	5,304	2,008
PER	11.6	13.8	5.4	14.7
PBR	0.6	0.9	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.6	11.0	7.0	6.8
ROE	5.5	6.9	14.4	5.0

자료: 유안타증권

[표 1] 신세계 SOTP Valuation

(단위: 억원, x 배, 천주, 원)

	19E	20E	12M Forward EBITDA	Target EV/EBITDA	비고
백화점 EBITDA	3,407	3,648	3,467	7.0	
백화점 영업가치	24,272				
종속기업	적정가치	지분율	신세계 보유가치		비고
신세계 DF	13,818	100.0%	13,818		추정 순이익 * P/E 25배 적용
신세계인터내셔널	14,673	45.8%	4,700		시가총액, 30% 할인
기타	13,295		13,295		동대구, 센트럴시티 장부가액
종속기업 가치	31,813				
투자자산	적정가치	지분율	신세계 보유가치		비고
삼성생명	111,200	2.2%	734		시가총액, 30% 할인
관계 및 공동 기업	450		450		신세계사이먼 장부가액
투자부동산	1,503		1,503		장부가액
투자자산 가치	2,687				
순차입금	26,320				3Q19 기준
현금성자산	1,108				
단기차입금	9,805				
장기차입금	17,623				
적정 시가총액	32,452				
발행주식수	9,836				
적정 주당가치	329,920				

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 신세계 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
총매출액	9,578	9,503	9,525	11,248	8,620	9,883	9,716	11,698	45,514	39,854	39,917
YoY	-18.9%	-12.7%	-10.2%	-7.9%	-10.0%	4.0%	2.0%	4.0%	-1.8%	-12.4%	0.2%
순매출액	3,058	3,059	3,096	3,517	2,744	3,171	3,148	3,646	13,935	12,730	12,709
매출총이익	533	327	506	854	298	391	519	907	2,419	2,220	2,115
영업이익	-9.7%	-22.1%	8.4%	-9.3%	-44.2%	19.5%	2.7%	6.3%	10.1%	-8.2%	-4.7%
YoY	5.6%	3.4%	5.3%	7.6%	3.5%	4.0%	5.3%	7.8%	5.3%	5.6%	5.3%
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)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
순매출액	15,180	15,060	16,027	17,681	13,254	14,807	18,094	19,052	51,782	63,948	65,207
YoY	38.6%	27.3%	17.9%	14.7%	-12.7%	-1.7%	12.9%	7.8%	33.8%	23.5%	2.0%
신세계	3,750	3,674	3,851	4,301	3,375	3,821	3,928	4,473	17,392	15,576	15,597
신세계인터내셔널	3,659	3,018	3,599	3,974	3,417	2,937	3,792	4,262	12,630	14,250	14,408
센트럴시티	660	673	706	680	574	666	700	674	2,164	2,719	2,614
신세계 DF	7,033	7,695	7,868	8,681	5,933	7,365	9,637	9,496	20,081	31,277	32,431
대구	455	449	470	539	387	467	479	561	1,742	1,913	1,894
까사미아	273	250	311	352	369	350	358	387	811	1,186	1,463
영업이익	1,096	681	959	1,946	534	785	1,370	1,834	3,968	4,682	4,523
YoY	-3.3%	-14.6%	37.0%	45.4%	-51.3%	15.3%	42.9%	-5.8%	15.1%	18.0%	-3.4%
신세계	533	327	506	854	298	391	519	907	2,419	2,220	2,115
신세계인터내셔널	292	146	190	217	198	120	228	249	550	845	795
센트럴시티	214	99	236	189	134	96	260	234	638	738	724
신세계 DF	126	173	107	710	33	288	451	455	377	1,116	1,228
대구	47	18	48	99	-8	29	44	91	104	212	157
까사미아	-11	-34	-52	-72	-51	-70	-62	-33	-14	-169	-217
영업이익률	7.2%	4.5%	6.0%	11.0%	4.0%	5.3%	7.6%	9.6%	7.7%	7.3%	6.9%
신세계	14.2%	8.9%	13.1%	19.9%	8.8%	10.2%	13.2%	20.3%	13.9%	14.3%	13.6%
신세계인터내셔널	8.0%	4.8%	5.3%	5.5%	5.8%	4.1%	6.0%	5.8%	4.4%	5.9%	5.5%
센트럴시티	32.4%	14.7%	33.4%	27.8%	23.3%	14.5%	37.2%	34.7%	29.5%	27.1%	27.7%
신세계 DF	1.8%	2.2%	1.4%	8.2%	0.6%	3.9%	4.7%	4.8%	1.9%	3.6%	3.8%
대구	10.3%	4.0%	10.2%	18.4%	-2.0%	6.2%	9.2%	16.3%	6.0%	11.1%	8.3%
까사미아	-4.0%	-13.6%	-16.7%	-20.5%	-14.0%	-20.0%	-17.4%	-8.5%	-1.7%	-14.2%	-14.8%

자료: 신세계, 유안타증권 리서치센터

신세계 (004170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	38,714	51,857	63,937	65,207	74,279
매출원가	15,594	22,916	30,983	31,299	35,654
매출총이익	23,121	28,941	32,954	33,908	38,625
판매비	19,664	24,967	28,272	29,384	32,366
영업이익	3,457	3,974	4,682	4,523	6,259
EBITDA	6,148	6,993	12,481	12,337	14,044
영업외손익	-543	-425	3,318	-1,221	-1,106
외환관련손익	232	-63	-167	-46	-46
이자손익	-637	-730	-1,374	-1,553	-1,454
관계기업관련손익	211	201	144	158	174
기타	-349	167	4,714	220	220
법인세비용차감전순이익	2,914	3,548	8,000	3,302	5,153
법인세비용	777	699	2,025	793	1,237
계속사업순이익	2,136	2,849	5,975	2,510	3,916
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,136	2,849	5,975	2,510	3,916
지배지분순이익	1,823	2,390	5,304	2,008	3,133
포괄순이익	2,391	1,210	5,619	2,524	3,931
지배지분포괄이익	2,094	772	5,495	2,019	3,144

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

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	12,691	18,369	18,751	23,648	25,609
현금및현금성자산	1,755	3,525	715	4,328	5,279
매출채권 및 기타채권	3,545	4,285	4,659	5,030	5,362
재고자산	4,639	9,165	11,787	12,701	13,379
비유동자산	88,826	92,644	116,743	112,229	107,644
유형자산	66,322	68,005	64,330	59,930	55,530
관계기업등 지분관련자산	2,967	3,216	11,198	11,198	11,198
기타투자자산	6,991	7,656	4,792	4,792	4,792
자산총계	101,517	111,013	135,493	135,877	133,253
유동부채	28,921	32,448	34,615	33,758	32,864
매입채무 및 기타채무	11,016	13,396	13,980	14,123	14,229
단기차입금	2,452	7,785	6,148	5,148	4,148
유동성장기부채	10,056	5,311	3,658	3,658	3,658
비유동부채	23,401	28,543	46,517	45,517	41,517
장기차입금	1,977	5,270	4,470	4,470	4,470
사채	10,999	13,309	13,153	12,153	8,153
부채총계	52,322	60,991	81,133	79,276	74,382
지배지분	34,218	34,691	38,998	40,823	42,492
자본금	492	492	492	492	492
자본잉여금	3,995	3,975	3,975	3,975	3,975
이익잉여금	22,460	24,392	29,048	30,859	32,514
비지배지분	14,978	15,331	15,363	15,778	16,380
자본총계	49,195	50,022	54,361	56,601	58,871
순차입금	22,884	28,778	43,801	38,189	32,238
총차입금	26,665	32,732	45,380	43,380	38,380

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	3,899	3,313	4,419	3,945	6,046
당기순이익	2,136	2,849	5,975	2,510	3,916
감가상각비	2,520	2,797	7,565	7,600	7,600
외환손익	-172	47	123	46	46
종속, 관계기업 관련손익	-211	-201	-144	-158	-174
자산부채의 증감	-1,023	-2,810	-1,131	298	652
기타현금흐름	649	630	-7,969	-6,350	-5,994
투자활동 현금흐름	-3,048	-5,926	-1,036	-3,258	-3,113
투자자산	767	-57	18	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,956	-3,887	1,831	-3,200	-3,200
유형자산 감소	431	243	-2,301	0	0
기타현금흐름	-290	-2,226	-583	-58	87
재무활동 현금흐름	120	4,383	-7,646	-2,544	-5,554
단기차입금	-354	5,220	-2,636	-1,000	-1,000
사채 및 장기차입금	598	-152	-1,719	-1,000	-4,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-357	-336	-544	-544	-554
기타현금흐름	232	-349	-2,747	0	0
연결범위변동 등 기타	1	-1	1,454	5,469	3,573
현금의 증감	972	1,770	-2,809	3,612	951
기초 현금	783	1,755	3,525	715	4,327
기말 현금	1,755	3,525	715	4,327	5,279
NOPLAT	3,457	3,974	4,682	4,523	6,259
FCF	246	-487	11,996	8,349	9,993

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

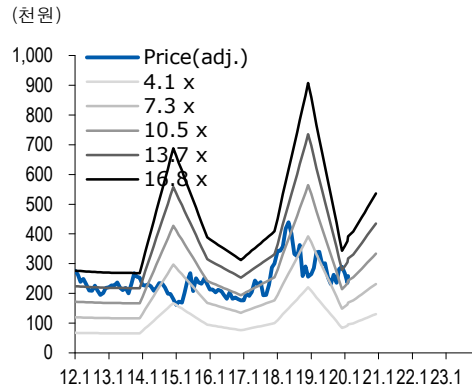
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

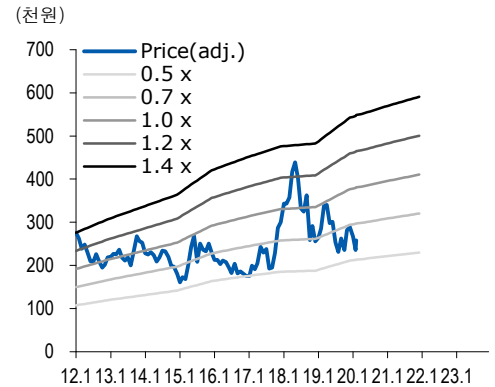
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	18,513	24,274	53,874	20,393	31,824
BPS	347,867	352,681	396,464	415,020	431,985
EBITDAPS	62,448	71,028	126,774	125,307	142,649
SPS	393,230	526,723	649,421	662,325	754,467
DPS	1,250	2,000	2,000	2,100	2,200
PER	11.6	13.8	5.4	14.7	8.0
PBR	0.6	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.6	11.0	7.0	6.8	5.2
PSR	0.5	0.6	0.4	0.5	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	31.3	33.9	23.3	2.0	13.9
영업이익 증가율 (%)	37.5	14.9	17.8	-3.4	38.4
지배순이익 증가율 (%)	-19.8	31.1	121.9	-62.1	56.0
매출총이익률 (%)	59.7	55.8	51.5	52.0	52.0
영업이익률 (%)	8.9	7.7	7.3	6.9	8.4
지배순이익률 (%)	4.7	4.6	8.3	3.1	4.2
EBITDA 마진 (%)	15.9	13.5	19.5	18.9	18.9
ROIC	4.2	4.9	5.3	5.4	7.9
ROA	1.8	2.2	4.3	1.5	2.3
ROE	5.5	6.9	14.4	5.0	7.5
부채비율 (%)	106.4	121.9	149.2	140.1	126.3
순차입금/자기자본 (%)	66.9	83.0	112.3	93.5	75.9
영업이익/금융비용 (배)	4.5	4.7	3.2	2.8	4.1

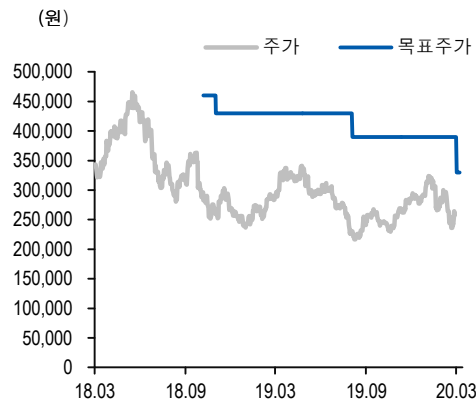
P/E band chart



P/B band chart



신세계 (004170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-10	BUY	330,000	1년		
2019-08-12	BUY	390,000	1년	-32.14	-16.92
2018-11-09	BUY	430,000	1년	-33.51	-20.70
2018-10-15	BUY	460,000	1년	-41.03	-36.85
2018-08-30	담당자변경 1년 경과 이후		1년	25.41	38.74
2017-08-30	BUY	262,000	1년	21.37	77.67

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)	1.2
Buy(매수)	88.4
Hold(중립)	10.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-03-07

※해의 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.