

## 신세계(004170)

Above  
In line  
Below

### 매수(유지)

목표주가: 270,000원(유지)

#### Stock Data

KOSPI(8/10)	2,359
주가(8/10)	225,500
시가총액(십억원)	2,220
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저가(원)	251,500/166,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,970
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.8/25.4
주요주주(%)	이명희 외 2인 28.1
	국민연금 13.8

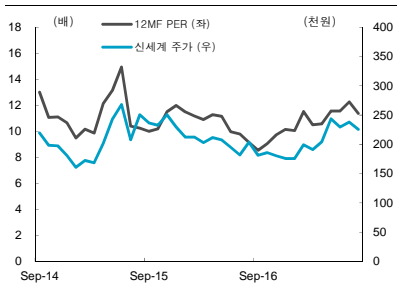
#### Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	7.6	12.9	14.3
PBR(x)	0.5	0.7	0.6
ROE(%)	7.3	5.2	4.5
DY(%)	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(x)	12.2	11.0	11.5
EPS(원)	23,091	17,462	15,817
BPS(원)	328,862	345,433	360,360

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.4)	28.9	22.6
상대주가(%p)	(2.5)	15.2	7.2

#### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### 신규점에서 날아간 면세점 개선

#### What's new : 2Q17 영업이익 413억원(-2.9% YoY)

신세계의 2분기 실적은 컨센서스와 우리의 추정치를 크게 하회했다. 면세점은 개선되었지만 백화점의 기존점 매출이 부진한 가운데 신규점 비용이 늘어났기 때문이다. 영업이익은 전년동기대비 2.9% 감소한 413억원을 기록했다. 지난해 12월 개장한 동대구점 영업적자가 90억원에 달하면서 백화점 부문(동대구점 포함) 영업이익은 전년동기대비 26.7% 감소한 270억원에 그쳤다. 면세점 영업적자는 전년동기 150억원에서 40억원으로 개선되었다. 2분기 면세점 총매출은 2,415억원으로 일매출은 27억원으로 계산된다. 신세계인터네셔널 영업이익도 전년동기대비 41.1% 감소했고 센트럴시티 또한 9.3% 줄어들었다.

#### Positives : 면세점 호조

면세점 영업손익이 110억원 개선되었다. 현 추세만으로도 3분기에는 170억원의 영업적자 폭 축소가 가능하다. 2분기 실적은 예상을 하회했지만, 백화점 부문의 개선이 없더라도 3분기 영업이익은 전년동기대비 31.1% 증가하며, 4분기까지 실적개선은 지속될 전망이다. 신세계동대구점의 영업적자 확대는 아쉽지만, 7월 이후 매출 추이는 2분기 대비 크게 나아진 것으로 보이며 손실폭은 줄어들 전망이다.

#### Negatives : 실망스러운 실적과 다가오는 2018년

2분기 영업이익은 우리의 추정치를 크게 하회했다. 매출이 부진한 가운데 늘어난 자산에 대한 중부세, 감가상각비 등 비용부담이 커졌기 때문이다. 게다가 2018년 영업손익 전망은 밝지 않다. 올해말 영업종료되는 인천점과 내년 새로 시작되는 두 곳의 면세점이 부담이다. 초기 손실이 불가피하다. 다만 인천점에서 부분 영업지속이 가능하고, 강남면세점의 개점시기를 연기하는 등 신규면세점 또한 비용을 최소화할 것으로 보이기 때문에 영업손익에 미치는 영향은 크지 않을 전망이다.

#### 결론 : 투자의견 매수, 목표주가 270,000원 유지

신규점 손실폭은 예상보다 크지만 감내할 수 있는 수준이다. 신규점을 제외한 기존점의 매출 추이는 업계 선두를 유지하고 있으며, 영업손익도 전년동기와 유사한 수준을 기록했다. 명동면세점의 점포단위에서의 영업손익은 이미 흑자 전환된 것으로 추정되며 영업이익률은 갈수록 더 높아질 전망이다. 신세계에 대한 투자의견 매수와 목표주가 270,000원을 유지한다. 현재주가는 12MF PER 13.6배에 거래되고 있으며 우리의 목표주가는 12MF PER 16.3배에 해당한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	995	877	(11.9)	921.5	(4.4)	33.5	3,950	3,883
영업이익	65	41	(36.4)	63	(46.8)	(2.9)	299	321
영업이익률	6.5	4.7	(1.8)	6.8	(3.8)	(1.8)	7.6	8.3
세전이익	60	68	12.9	58	42.9	(66.6)	262	292
순이익	34	48	40.8	34	92.0	(55.1)	172	187

〈표 1〉 연간 실적 전망 전후 비교

(단위: 십억원, %)

	2017F			2018F		
	변경 전	변경 후	Chg	변경 전	변경 후	Chg
총매출액	7,307	7,423	1.6	7,662	8,119	6.0
영업이익	332	299	(10.0)	318	272	(14.5)
세전이익	297	262	(11.7)	314	237	(24.3)
순이익	194	172	(11.7)	206	156	(24.3)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
총매출액	5,051	5,034	5,049	5,837	7,423	8,119
증가율	2.0	(0.3)	0.3	15.6	27.2	9.4
백화점	4,153	4,044	3,975	4,430	4,810	4,557
신세계 동대구	0	0	0	12	449	520
면세점	0	0	2	309	1,082	1,862
도소매업	803	912	1,005	1,021	1,074	1,170
부동산업	128	126	125	161	168	175
호텔업	79	77	70	69	70	70
내부거래	(113)	(125)	(128)	(166)	(229)	(235)
영업이익	306	273	262	251	299	272
증가율	22.7	(10.8)	(4.1)	(4.1)	18.9	(8.9)
영업이익률	6.1	5.4	5.2	4.3	4.0	3.4
백화점	203	189	183	198	209	185
신세계 동대구	0	0	0	(5)	(24)	(20)
면세점	0	0	(8)	(53)	(12)	(25)
도소매업	22	17	22	27	28	32
부동산업	68	63	61	77	89	91
호텔업	14	13	10	12	10	10
내부거래	(1)	(8)	(6)	(5)	(1)	(1)
세전이익	267	250	583	415	262	237
증가율	(1.7)	(6.3)	133.4	(28.8)	(36.9)	(9.4)
법인세	72	64	150	92	58	53
법인세율	27.0	25.6	25.7	22.2	22.2	22.2
순이익	195	186	433	323	204	185
증가율	0.5	(4.4)	132.8	(25.4)	(36.9)	(9.4)
지배주주순이익	158	157	402	227	172	156
증가율	(2.5)	(0.6)	156.8	(43.5)	(24.4)	(9.4)

자료: 신세계, 한국투자증권

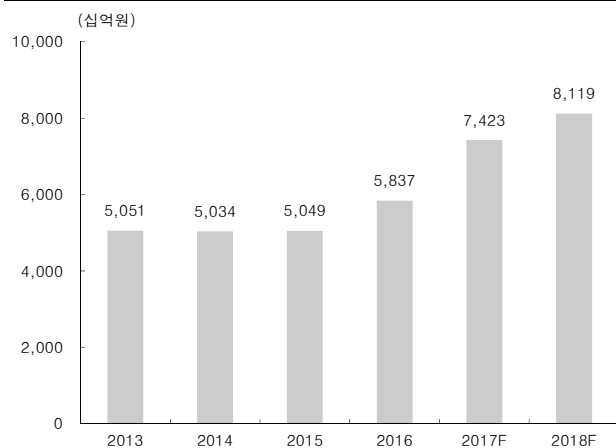
<표 3> 분기 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2015				2016				2017			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF
총매출액	1,242	1,198	1,171	1,435	1,275	1,317	1,452	1,794	1,771	1,603	1,678	2,372
증가율	0.9	1.0	(0.7)	(0.2)	2.7	9.9	24.0	25.0	38.9	21.7	15.6	32.2
백화점	984	953	927	1,111	1,009	1,046	1,088	1,287	1,133	1,111	1,145	1,421
신세계 동대구	0	0	0	0	0	0	0	12	109	98	101	141
면세점	0	0	1	1	1	20	99	189	249	242	279	312
도소매업	242	227	230	307	248	236	245	292	272	239	248	315
부동산업	32	29	31	33	33	34	48	46	47	47	49	26
호텔업	17	17	15	21	16	17	15	21	17	17	15	21
내부거래	(32)	(29)	(31)	(37)	(33)	(37)	(43)	(53)	(56)	(52)	(58)	(63)
영업이익	71	50	38	103	62	43	41	106	78	41	54	126
증가율	2.6	(14.9)	(22.6)	6.9	(12.9)	(14.1)	8.1	2.3	25.0	(2.9)	31.1	19.2
영업이익률	5.7	4.1	3.3	7.2	4.9	3.2	2.8	5.9	4.4	2.6	3.2	5.3
백화점	46	37	26	74	44	37	37	80	52	36	36	85
신세계 동대구	0	0	0	0	0	0	0	(5)	(2)	(9)	(8)	(5)
면세점	0	(2)	(2)	(4)	(2)	(15)	(20)	(15)	(2)	(4)	(3)	(3)
도소매업	8	4	(1)	10	4	8	1	15	4	4	2	18
부동산업	17	10	15	19	16	13	22	26	24	13	24	28
호텔업	2	2	1	5	1	3	3	5	1	1	3	4
내부거래	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(0)	0	(0)	(0)	(1)
세전이익	80	365	45	94	55	204	17	140	48	68	38	108
증가율	20.2	514.5	14.5	10.1	(31.6)	(44.1)	(61.6)	48.8	(12.6)	(66.6)	122.3	(22.4)
법인세	23	90	12	25	14	28	11	39	14	21	12	11
법인세율	29.0	24.7	25.8	26.9	25.1	13.7	64.2	28.3	29.0	31.0	31.0	10.5
순이익	57	275	33	69	41	176	6	100	34	47	26	97
증가율	18.6	529.5	24.9	0.6	(27.9)	(35.9)	(81.5)	46.1	(17.2)	(73.3)	328.3	(3.2)
지배주주순이익	46	271	30	55	36	107	(2)	86	25	48	35	64
증가율	13.7	651.8	45.4	(7.6)	(20.4)	(60.7)	NM	56.1	(31.6)	(55.1)	NM	(25.7)

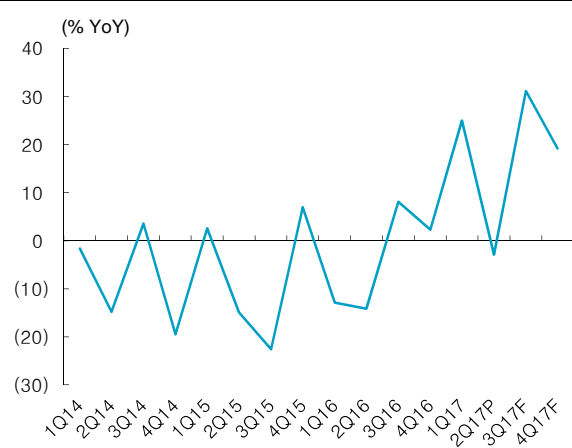
자료: 신세계, 한국투자증권

[그림 1] 연간 총매출액 전망



자료: 신세계, 한국투자증권

[그림 2] 분기 영업이익의 증가율 전망



자료: 신세계, 한국투자증권

### 기업개요

신세계는 1955년 12월 9일 동화백화점으로 설립되어 1985년 8월 19일 상장된 이래 현재 백화점 11개점(신세계 충청점 포함), 패션관(스타일마켓) 및 고급 식품관을 운영하고 있음. 2011년 5월 1일 이마트와 인적분할 이후 백화점 사업부문의 전문성 제고와 핵심경쟁력 강화에 주력하고 있으며, 현재 온라인 및 면세점 사업부문의 경쟁력 강화에 힘쓰는 중

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	589	988	1,086	1,209	1,214
현금성자산	44	78	75	77	78
매출채권및기타채권	201	296	397	453	453
재고자산	288	393	363	410	410
비유동자산	7,329	8,967	9,609	10,146	10,360
투자자산	1,327	1,041	1,600	1,782	1,781
유형자산	5,194	6,626	7,054	7,277	7,497
무형자산	274	304	276	316	316
자산총계	7,918	9,955	10,696	11,355	11,574
유동부채	1,907	2,435	2,040	2,354	2,367
매입채무및기타채무	889	1,187	1,066	1,213	1,208
단기차입금및단기사채	341	284	295	300	300
유동성장기부채	180	465	160	280	270
비유동부채	1,950	2,827	3,767	3,935	3,922
사채	864	1,145	1,475	1,415	1,365
장기차입금및금융부채	535	754	941	978	1,014
부채총계	3,857	5,262	5,807	6,289	6,289
지배주주지분	3,023	3,234	3,397	3,544	3,727
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	400	400	400	400	400
기타자본	314	314	314	314	314
이익잉여금	1,899	2,100	2,259	2,403	2,582
비지배주주지분	1,038	1,459	1,492	1,522	1,558
자본총계	4,061	4,693	4,889	5,066	5,285

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	279	339	628	694	518
당기순이익	433	323	204	185	227
유형자산감가상각비	162	193	244	249	253
무형자산상각비	14	15	16	16	17
자산부채변동	(49)	27	195	244	16
기타	(281)	(219)	(31)	0	5
투자활동현금흐름	(151)	(896)	(817)	(760)	(453)
유형자산투자	(620)	(793)	(800)	(600)	(600)
유형자산매각	3	128	128	128	128
투자자산순증	272	(72)	(525)	(148)	36
무형자산순증	(9)	(7)	12	(56)	(17)
기타	203	(152)	368	(84)	0
재무활동현금흐름	(152)	591	186	68	(64)
자본의증가	62	1	0	0	0
차입금의순증	(531)	598	231	109	(16)
배당금지급	(4)	(9)	(12)	(12)	(12)
기타	321	1	(33)	(29)	(36)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(24)	34	(3)	2	1

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

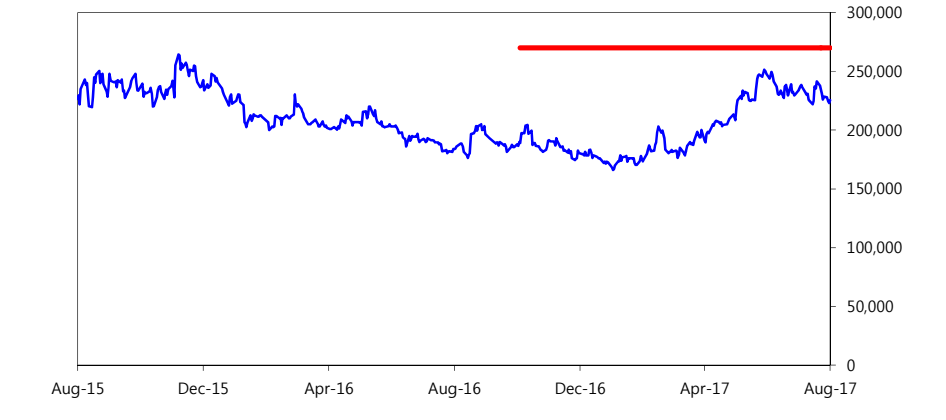
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,564	2,947	3,950	4,511	4,509
매출원가	929	1,057	1,646	2,081	1,958
매출총이익	1,635	1,890	2,304	2,430	2,551
판매관리비	1,372	1,639	2,005	2,158	2,228
영업이익	262	251	299	272	323
금융수익	62	53	46	47	49
이자수익	14	18	28	28	29
금융비용	89	79	126	117	130
이자비용	68	63	76	81	82
기타영업외손익	319	3	13	5	18
관계기업관련손익	29	187	29	30	32
세전계속사업이익	583	415	262	237	292
법인세비용	150	92	58	53	65
연결당기순이익	433	323	204	185	227
지배주주지분순이익	402	227	172	156	191
기타포괄이익	(296)	4	4	4	4
총포괄이익	137	328	208	189	232
지배주주지분포괄이익	107	232	175	159	195
EBITDA	438	460	559	537	593

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	40,879	23,091	17,462	15,817	19,437
BPS	307,447	328,862	345,433	360,360	378,905
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
성장성(% , YoY)					
매출증가율	2.9	15.0	34.0	14.2	(0.0)
영업이익증가율	(4.1)	(4.1)	18.9	(8.9)	18.6
순이익증가율	156.8	(43.5)	(24.4)	(9.4)	22.9
EPS증가율	156.7	(43.5)	(24.4)	(9.4)	22.9
EBITDA증가율	(0.9)	5.2	21.5	(3.9)	10.3
수익성(%)					
영업이익률	10.2	8.5	7.6	6.0	7.2
순이익률	15.7	7.7	4.3	3.4	4.2
EBITDA Margin	17.1	15.6	14.2	11.9	13.2
ROA	5.5	3.6	2.0	1.7	2.0
ROE	14.3	7.3	5.2	4.5	5.3
배당수익률	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
배당성향	3.1	5.4	7.2	7.9	6.4
안정성					
순차입금(십억원)	1,855	2,427	2,423	2,412	2,277
차입금/자본총계비율(%)	47.3	56.6	54.3	52.3	47.7
Valuation(X)					
PER	5.6	7.6	12.9	14.3	11.6
PBR	0.7	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.8	12.2	11.0	11.5	10.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
신세계(004170)	2015.11.10	중립	-
	2016.10.13	매수	270,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 8월 10일 현재 신세계 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.