



신세계 (004170)

부진한 백화점과 개선되는 면세점

▶ Analyst 남성현 gone267@hanwha.com 3772-7651 / RA 장지혜 jihye.jang@hanwha.com

Buy (유지)

목표주가(유지): 275,000원

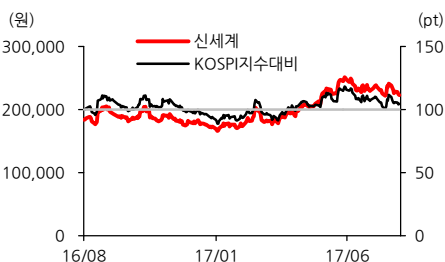
현재 주가(8/10)	225,500원
상승여력	▲22.0%
시가총액	22,201억원
발행주식수	9,845천주
52 주 최고가 / 최저가	251,500 / 166,000원
90 일 일평균 거래대금	114.29억원
외국인 지분율	25.4%
주주 구성	
이명희(외 3인)	28.1%
국민연금공단	13.8%
한국투자신탁운용(주)	10.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.4	8.2	28.9	22.6
상대수익률(KOSPI)	-2.5	4.2	15.2	7.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2015	2016	2017E	2018E
매출액	2,564	2,947	3,811	4,007
영업이익	262	251	294	278
EBITDA	438	460	538	522
지배주주순이익	402	227	164	154
EPS	40,843	23,071	16,618	15,645
순차입금	1,855	2,550	2,680	2,578
PER	5.6	7.6	13.6	14.4
PBR	0.7	0.5	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.4	9.3	9.1	9.2
배당수익률	0.5	0.7	0.6	0.6
ROE	14.3	7.3	4.9	4.4

주가 추이



2분기 실적은 기대치를 하회했지만, 면세점 개선이 돋보였습니다.

2분기 실적 기대치 하회

2분기 실적은 전체적으로 부진한 것으로 평가된다. 연결기준 매출액은 8770억 원(전년대비 +33.5%), 영업이익은 413억 원(전년대비 -2.9%)을 기록하면서 시장기대치인 매출액 9127억 원, 영업이익 630억 원에 크게 못 미쳤다. 백화점의 경우 영업면적 확장 효과가 2년차에 진입하면서 제한되었고, 의류 및 잡화 매출 부진으로 인해 기존점 성장률은 전년대비 +1.1% 증가하는데 그쳤다. 1분기 기준점 성장률이 +5.1%였던 점을 감안하면 상당히 아쉬운 실적이다. 이외에도 의류매출 부진으로 인한 신세계인터내셔널 실적악화(영업이익 전년대비 -41.1% 감소한 40억 원)와 신세계동대구 적자폭 확대(-90억 원)가 겹치며 부진한 실적을 기록하였다.

다만, 온라인몰이 전년대비 +18.8% 성장하면서 비수기 시즌에 영업이익 BEP를 달성하였다는 점과 신세계DF 성장으로 인한 영업실적 개선(전년대비 +110억 원)은 의미있는 부분으로 해석된다.

백화점은 Cash Cow, 면세점이 주가를 결정

신세계는 결국 면세점 실적 성장이 향후 기업가치를 결정할 것으로 판단한다. 중장기적으로 백화점사업부는 경쟁강도 심화와 인천점 사업 종료로 실적 성장은 제한될 가능성이 높다. 하지만, 신세계DF의 경우 1) 면세점 시장이 구조적으로 재편되는 과정을 겪고 있고, 2) 내국인 아웃바운드 증가로 인한 수익성 개선과, 3) 송객수수료 감소로 인한 영업실적 증가가 예상되어 펀더멘탈은 더욱 견조해질 것으로 전망한다.

신세계DF의 2분기 매출액과 영업실적은 각각 2415억 원, -44억 원으로 다소 아쉽게 평가할 수 있다. 하지만, 1분기에 이어 송객수수료를 감소로 인한 실적 개선이 빠르게 이루어지고 있고, 동사의 점유율 증가가 나타나고 있다는 점을 감안하면 긍정적으로 평가해야 할 것이다. 장기적으로 동사는 면세점 시장에서 의미있는 실적을 실현할 가능성이 높다. 이에 동사의 기업가치는 백화점 사업부 둔화보다 면세점 실적 성장이 결정할 것으로 판단한다. 이에 투자 의견 BUY와 목표주가 275,000원을 유지한다.

[표1] 신세계 2Q17 분기 실적 점검

(단위: 십억 원)

회사잠정	공시실적	당사 추정치 대비		전년 동기 대비(YoY)		전분기 대비(QoQ)		시장 컨센서스 대비	
	2Q17P	2Q17E	차이(%)	2Q16	차이(%)	1Q17	차이(%)	2Q17E	차이(%)
총매출액	1,588.0	1,593.2	-0.3	1,316.0	20.7	1,635.1	-2.9		
순매출액	877.0	891.0	-1.6	656.7	33.5	916.6	-4.3	912.7	-3.9
영업이익	41.3	63.4	-35.4	42.5	-2.9	77.6	-47.2	63.0	-34.9
이익률(%)									
영업이익	2.6	4.0		3.2		4.7			
이익률차이(%p)									
영업이익		-1.3		-0.5		-2.0			

자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 신세계 연간 추정치 변화

(단위: 십억 원, %, %p)

구분	당사 추정치 변경전			당사 추정치 변경후			추정치 변경후 차이		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
총매출	6,984.9	7,105.0	7,387.2	6,887.8	6,970.6	7,210.8	-1.4	-1.9	-2.4
순매출	3,888.7	4,098.2	4,322.0	3,811.4	4,006.9	4,211.9	-2.0	-2.2	-2.5
영업이익	336.0	338.7	383.8	293.6	278.3	316.6	-12.6	-17.8	-17.5
영업이익률	4.8	4.8	5.2	4.3	4.0	4.4	-0.5	-0.8	-0.8

자료: 신세계, 한화투자증권

[표 1] 신세계 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
총매출	1,274.0	1,316.0	1,452.4	1,795.2	1,635.1	1,588.0	1,705.5	1,959.2	5,837.6	6,887.8	6,970.6
YoY, %	2.5	9.8	23.8	24.8	28.3	20.7	17.4	9.1	15.5	18.0	1.2
순매출	643.3	656.5	771.5	979.0	917.0	877.0	946.2	1,071.6	3,050.2	3,811.8	4,006.9
YoY, %	2.0	9.2	28.4	33.9	42.6	33.6	22.7	9.5	19.0	25.0	5.1
매출원가	232.7	227.0	314.3	324.0	355.0	339.0	406.9	360.0	1,097.9	1,460.9	1,583.3
YoY, %	1.7	8.3	36.4	24.3	52.5	49.4	29.5	11.1	18.1	33.1	8.4
매출총이익	410.6	429.5	457.2	655.0	562.0	538.0	539.3	711.6	1,952.3	2,350.9	2,423.6
YoY, %	2.2	9.7	23.5	39.1	36.9	25.3	18.0	8.6	19.4	20.4	3.1
매출총이익률, %	32.2	32.6	31.5	36.5	34.4	33.9	31.6	36.3	33.4	34.1	34.8
판관비	348.5	386.9	416.0	549.0	484.0	497.0	488.1	587.9	1,700.4	2,057.0	2,145.2
YoY, %	5.4	13.1	25.2	49.4	38.9	28.4	17.3	7.1	23.9	21.0	4.3
_ 인건비	75.8	76.7	84.6	85.7	74.8	75.7	83.3	88.8	322.8	322.7	334.3
_ 감가상각비	40.6	45.0	48.4	54.0	42.1	42.1	42.1	42.1	188.2	168.5	160.3
_ 무형자산상각비	3.6	3.6	3.8	4.2	2.3	2.3	2.3	2.3	15.2	9.3	8.6
_ 광고선전비	15.4	19.5	20.9	25.4	18.1	22.2	22.8	26.3	81.2	89.3	91.1
_ 기타 판관비	213.0	242.1	258.3	379.6	346.7	354.7	337.6	428.3	1,093.0	1,467.2	1,550.9
영업이익	62.1	42.5	41.2	106.0	78.0	41.3	51.2	123.7	251.8	294.0	278.3
YoY, %	-12.9	-14.1	8.1	2.7	25.6	-2.9	24.4	16.7	-3.9	16.7	-5.3
영업이익률, %	4.9	3.2	2.8	5.9	4.8	2.6	3.0	6.3	4.3	4.3	4.0

주: 매출총이익률, 영업이익률은 총매출 기준, 자료: 신세계, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,564	2,947	3,811	4,007	4,212
매출총이익	1,635	1,890	2,351	2,424	2,549
영업이익	262	251	294	278	317
EBITDA	438	460	538	522	562
순이자손익	-40	-37	-47	-49	-48
외화관련손익	-2	-1	16	0	0
지분법손익	29	187	25	31	32
세전계속사업손익	583	415	260	235	275
당기순이익	433	323	193	176	206
지배주주순이익	402	227	164	154	180
증가율(%)					
매출액	2.9	15.0	29.3	5.1	5.1
영업이익	-4.1	-4.1	16.8	-5.2	13.7
EBITDA	-0.9	5.2	17.0	-3.1	7.6
순이익	132.8	-25.4	-40.4	-8.6	17.1
이익률(%)					
매출총이익률	63.8	64.1	61.7	60.5	60.5
영업이익률	10.2	8.5	7.7	6.9	7.5
EBITDA 이익률	17.1	15.6	14.1	13.0	13.3
세전이익률	22.8	14.1	6.8	5.9	6.5
순이익률	16.9	11.0	5.1	4.4	4.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업현금흐름	279	339	456	457	481
당기순이익	433	323	193	176	206
자산상각비	175	209	245	243	245
운전자본증감	-49	27	74	30	21
매출채권 감소(증가)	-11	-88	-5	-10	-21
재고자산 감소(증가)	5	-108	-81	-16	-32
매입채무 증가(감소)	5	51	144	16	33
투자현금흐름	-151	-896	-549	-344	-356
유형자산처분(취득)	-616	-665	-557	-287	-295
무형자산 감소(증가)	-9	-7	6	-4	-4
투자자산 감소(증가)	0	0	-1	-1	-1
재무현금흐름	-152	591	152	-12	-12
차입금의 증가(감소)	-531	598	164	0	0
자본의 증가(감소)	-4	-9	-12	-12	-12
배당금의 지급	4	9	12	12	12
총현금흐름	458	494	383	427	459
(-)운전자본증가(감소)	-457	65	107	-30	-21
(-)설비투자	620	793	557	287	295
(+)자산매각	-6	120	6	-4	-4
Free Cash Flow	290	-243	-276	167	182
(-)기타투자	31	131	-184	53	55
잉여현금	259	-374	-92	114	126
NOPLAT	195	196	218	208	237
(+) Dep	175	209	245	243	245
(-)운전자본투자	-457	65	107	-30	-21
(-)Capex	620	793	557	287	295
OpFCF	207	-453	-202	195	208

주: IFRS 연결 기준

대차대조표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	589	988	1,145	1,281	1,456
현금성자산	66	106	169	271	385
매출채권	199	295	305	315	336
재고자산	288	393	474	489	522
비유동자산	7,329	8,967	9,179	9,309	9,450
투자자산	1,861	2,037	2,056	2,140	2,227
유형자산	5,194	6,626	6,837	6,895	6,959
무형자산	274	304	286	275	265
자산총계	7,918	9,955	10,324	10,590	10,907
유동부채	1,907	2,435	2,987	3,051	3,134
매입채무	350	481	478	494	526
유동성이자부채	522	757	1,321	1,321	1,321
비유동부채	1,950	2,827	2,477	2,515	2,555
비유동이자부채	1,399	1,899	1,528	1,528	1,528
부채총계	3,857	5,262	5,463	5,566	5,689
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	400	400	396	396	396
이익잉여금	1,899	2,100	2,271	2,435	2,628
자본조정	358	368	358	358	358
자기주식	-4	-4	0	0	0
자본총계	4,061	4,693	4,861	5,024	5,218

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표					
EPS	40,843	23,071	16,618	15,645	18,299
BPS	307,084	328,499	344,528	361,155	380,835
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
CFPS	46,565	50,225	38,882	43,384	46,657
ROA(%)	5.1	2.5	1.6	1.5	1.7
ROE(%)	14.3	7.3	4.9	4.4	4.9
ROIC(%)	4.1	3.5	3.3	3.1	3.5
Multiples(x, %)					
PER	5.6	7.6	13.6	14.4	12.3
PBR	0.7	0.5	0.7	0.6	0.6
PSR	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
PCR	4.9	3.5	5.8	5.2	4.8
EV/EBITDA	9.4	9.3	9.1	9.2	8.3
배당수익률	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	95.0	112.1	112.4	110.8	109.0
Net debt/Equity	45.7	54.3	55.1	51.3	47.2
Net debt/EBITDA	424.0	554.2	497.8	494.1	438.7
유동비율	30.9	40.6	38.3	42.0	46.5
이자보상배율(배)	3.9	4.0	3.8	3.5	4.0
자산구조(%)					
투하자본	71.6	74.9	75.0	73.5	72.0
현금+투자자산	28.4	25.1	25.0	26.5	28.0
자본구조(%)					
차입금	32.1	36.1	37.0	36.2	35.3
자기자본	67.9	63.9	63.0	63.8	64.7

[Compliance Notice]

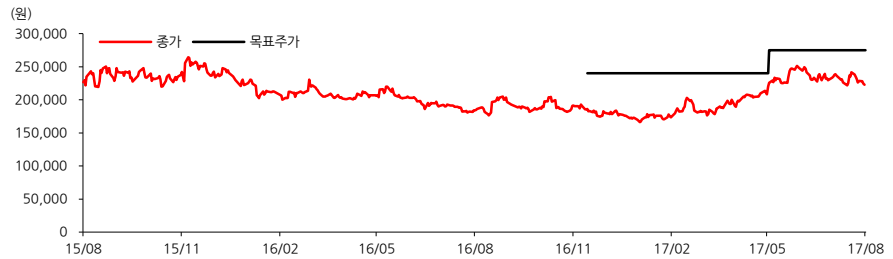
(공표일: 2017년 8월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (남성현, 장지혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[신세계 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2016.11.23	2016.11.23	2017.01.23	2017.01.26	2017.04.13
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		남성현	240,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2017.04.26	2017.05.12	2017.05.19	2017.06.05	2017.06.28	2017.07.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	275,000	275,000	275,000	275,000	275,000
일 시	2017.08.11					
투자의견	Buy					
목표가격	275,000					

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2017년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	81.3%	18.7%	0.0%	100.0%