

건설/유틸리티

Analyst 박용희
02. 3779-8944
yhpark@etrade.co.kr

신세계건설 (034300)

Business Model의 진화를 알리다!

Buy

목표주가 **71,000원**
현재주가 **56,500원**

부동산 운용업(레저사업부문) 사업목적 추가로 Business Model이 진화하다!

미즈이 부동산의 LaLaport 및 아울렛파크는 일본색이 강한 차별화된 내재상품 구성으로 백화점/마트와의 경쟁을 뚫고 성공한 플랫폼으로 진화되었다. 결국 신세계프라퍼티 주도의 복합쇼핑몰도 기존 오프라인 채널과의 차별적인 상품이 없이는 성공하기 힘들다. 신세계건설은 공중목욕탕, 수영장, spa업 및 관련된 사업의 투자 부대 사업 일체에 대한 신규사업 목적을 추가했다. 결국, 향후 지어질 복합쇼핑몰의 레저부문 사업의 운영을 염두해 두고 사업 목적을 추가한 것으로 파악이 된다. 현재 동사의 골프장사업 부문의 적자는 향후 복합쇼핑몰의 운영이익으로 Offset이 될 전망이다. 결론적으로 복합쇼핑몰 건물관리(Facility Management) 사업부문과 레저사업 부문으로 진화는 2016년부터 확정적으로 진행될 예정으로 동사의 할인요인은 제거 되어야 한다는 판단이다. 투자의견 Buy 및 목표주가는 71,000원으로 상향 조정한다.

사업목적 변경: 복합쇼핑몰의 레저부문을 염두해 둔 포석

2월 26일 동사는 공시를 통해 사업 목적을 변경했다. 기존의 건설업 및 건물관리(Facility Management) 외에 복합쇼핑몰의 레저업으로 사업영역을 확대했다. 결론적으로 신세계프라퍼티 성장에 발 맞추어 건물관리 및 레저사업으로 비즈니스를 확대하며, 업태의 변경을 꾀한 것으로 파악이 된다. 이는 미즈이부동산 분석사례를 통해 충분히 예견이 된 상황이다. 일본의 저성장 기조로 기존 건설업/화학업등을 영위하는 업체들이 영구성장률을 높이기 위해 유흥자산에 대한 임대업을 개시한 것과 궤를 같이 한다.

2017년까지는 건설부문을 통한 성장. 2016년 이후는 관리업을 통한 이익 개선

2017년~2018년경에 신세계 그룹의 투자로 인한 이익성장이 정점을 찍고 하락할 것이라 기존 아이디어를 변경한다. 물론 Captive 물량으로 인한 건설부문 이익 Peak는 2017년~2018년이 될 전망이다, 2016년부터 완공되는 복합쇼핑몰의 건물관리 및 운영수익을 통한 영구 수익이 지속적으로 발생할 전망으로 동사의 디스카운트 요인 해소될 것이다.

투자의견 Buy 및 목표주가 71,000원으로 상향 제시

2015년 당사추정 EPS 7,110원에 Target Multiple 10(x)를 적용한 71,000원으로 목표주가를 상향한다. 운용수익이 찍히는 2016년 이후 부터는 Valuation 할증구간으로 진입할 것으로 전망한다.

Stock Data

	종가 (원)	시가 총액 (억원)	외국인 지분율 (%)
02/26	56,500	2,260	10.8
1 주전	48,950	1,958	8.9
1 개월전	38,000	1,520	4.9
14 연말	29,850	1,194	4.0
자본총계		33 십억원	
자산총계		636 십억원	
부채총계		604 십억원	
주요주주	이마트와 3인	42.7%	

Financial Data (IFRS 개별기준)

(십억원)	2013	2014E	2015E	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14P
매출액	441	836	1,040	101	138	107	96	120	198	235	284
매출액 성장률(%)	-26.4	89.5	24.3	-43.7	-10.9	-34.7	-6.5	18.9	43.4	119.6	196.0
원가율(%)	95.3	91.9	91.7	95.5	96.3	95.3	93.9	91.4	92.2	92.4	91.4
판매비율(%)	9.2	5.2	4.2	10.4	8.7	8.4	9.8	7.6	5.7	4.9	4.1
영업이익	-20	25	42	-6	-7	-4	-4	1	4	6	13
영업이익 성장률(%)	적전	흑전	71.2	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전
영업이익률(%)	-4.6	3.0	4.1	-5.9	-5.0	-3.6	-3.7	1.1	2.1	2.8	4.5
순이익	-131	3	28	-8	-7	-110	-7	-1	2	4	-2
순이익(지배주주)	-131	3	28	-8	-7	-110	-7	-1	2	4	-2
순이익률(%)	-29.7	0.4	2.7	-7.5	-5.2	-102.8	-6.9	-0.6	0.8	1.6	-0.5
EPS(원)	-32,783	786	7,110	현금성자산			28	10	12	3	10
PER(배)	-0.3	71.9	7.9	총차입금			248	250	180	124	154
PBR(배)	1.4	7.3	3.8	순차입금			221	240	168	121	144

자료: 이트레이드증권 리서치본부

신세계건설 (034300)

재무상태표

(십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	213	174	311	318	416
현금 및 현금성자산	3	26	8	9	35
매출채권 및 기타채권	196	120	256	261	328
재고자산	3	3	20	20	25
기타유동자산	11	25	26	27	29
비유동자산	368	377	389	395	402
관계기업투자등	15	15	19	20	20
유형자산	315	311	319	322	327
무형자산	3	4	3	3	3
자산총계	581	551	699	713	818
유동부채	317	508	652	636	703
매입채무 및 기타채무	101	111	301	307	386
단기금융부채	185	247	153	123	103
기타유동부채	31	151	198	206	214
비유동부채	104	15	16	17	17
장기금융부채	94	1	1	1	1
기타비유동부채	10	14	16	16	17
부채총계	421	524	668	653	720
지배주주지분	160	28	31	59	98
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	1	1	1	1	1
이익잉여금	136	3	6	35	73
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	160	28	31	59	98

현금흐름표

(십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동 현금흐름	-47	-20	53	44	61
당기순이익(손실)	1	-131	3	28	39
비현금수익비용가감	14	121	18	8	8
유형자산감가상각비	3	7	7	7	7
무형자산상각비	1	0	1	0	0
기타현금수익비용	0	7	11	1	1
영업활동 자산부채변동	-51	-8	34	8	14
매출채권 감소(증가)	-5	-5	-136	-5	-67
재고자산 감소(증가)	4	1	-17	0	-5
매입채무 증가(감소)	-52	11	191	6	78
기타자산, 부채변동	2	-14	-4	7	7
투자활동 현금	-105	-47	-17	-14	-15
유형자산처분(취득)	-101	7	-15	-10	-12
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-3	-20	-4	-1	-1
기타투자활동	0	-33	3	-2	-2
재무활동 현금	155	90	-54	-30	-20
차입금의 증가(감소)	157	-32	-97	-30	-20
자본의 증가(감소)	-1	-1	0	0	0
배당금의 지급	1	1	0	0	0
기타재무활동	0	122	43	0	0
현금의 증가	3	23	-18	1	26
기초현금	0	3	26	8	9
기말현금	3	26	8	9	35

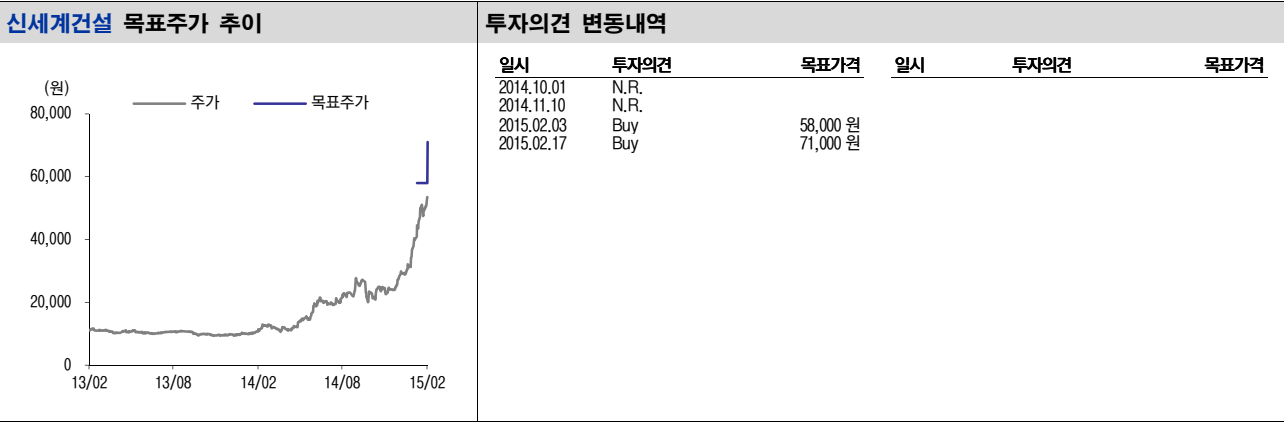
손익계산서

(십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	600	441	836	1,040	1,175
매출원가	559	421	768	953	1,075
매출총이익	41	21	68	86	100
판매비 및 관리비	33	41	43	44	46
영업이익	8	-20	25	42	54
(EBITDA)	11	-13	32	50	62
금융손익	-4	-9	-2	1	1
이자비용	4	10	2	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-112	-16	-6	-5
세전계속사업이익	1	-141	7	37	51
계속사업법인세비용	0	-10	3	9	12
계속사업이익	1	-131	3	28	39
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1	-131	3	28	39
지배주주	1	-131	3	28	39
총포괄이익	1	-130	3	28	39
매출총이익률 (%)	6.8	4.7	8.1	8.3	8.5
영업이익률 (%)	1.3	-4.6	3.0	4.1	4.6
EBITDA마진률 (%)	1.9	-2.9	3.9	4.8	5.2
당기순이익률 (%)	0.2	-29.7	0.4	2.7	3.3
ROA (%)	0.2	-23.2	0.5	4.0	5.0
ROE (%)	0.8	-139.4	10.7	62.9	49.0
ROIC (%)	2.1	-4.5	6.1	20.8	27.5

주요 투자지표

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
투자지표 (x)					
P/E	34.4	-0.3	71.9	7.9	5.9
P/B	0.3	1.4	7.3	3.8	2.3
EV/EBITDA	28.4	-20.5	11.4	6.8	4.8
P/CF	2.9	#VALUE!	10.5	6.1	4.8
배당수익률 (%)	4.4	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	10.1	-26.4	89.5	24.3	13.0
영업이익	-66.5	적전	흑전	71.2	27.4
세전이익	-85.0	적전	흑전	470.8	35.5
당기순이익	-63.6	적전	흑전	804.2	35.5
EPS	-63.6	적전	흑전	804.2	35.5
안정성 (%)					
부채비율	262.9	1,871.5	2,157.6	1,099.2	735.5
유동비율	67.3	34.3	47.6	49.9	59.2
순차입금/자기자본(x)	171.7	789.4	465.0	190.8	69.0
영업이익/금융비용(x)	1.8	-2.0	10.7	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	279	248	154	124	104
순차입금 (십억원)	275	221	144	113	68
주당지표(원)					
EPS	327	-32,783	786	7,110	9,631
BPS	40,035	6,993	7,746	14,856	24,487
CFPS	3,923	n/a	5,388	9,196	11,746
DPS	500	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 이트레이드증권 리서치본부, K-IFRS 별도기준



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
(작성자: 박용희)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다..

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)		
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) N.R. (Not Rated)	20% 이상 기대 ~20% ~ 20% 기대 ~20% 이하 기대 등급보류	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경