

21년 레버리지 효과 발생

매수
(유지)

목표가: 300,000원 ▲
상승여력: 19.5%

김명주 myoungjoo.kim@miraeasset.com

경민정 minjeong_kyeong@miraeasset.com

4Q20 Review

4Q20 Review: 본업 부진했으나 자회사 선방

- 연결기준 매출 1.3조원 (-24.2%YoY), 영업이익 1,031억원(-46.9%YoY) 기록
- 당사 추정치 및 시장 기대치 부합. 본업은 기대치 대비 부진했으나 자회사 선방
- 백화점 부진 이유는 저마진인 가전/명품 고신장 지속에 따른 믹스 악화 때문
- 면세점 또한 기대치 하회. 하회 이유는 1) 기대보다 부진한 업황 회복 및 2) 재고 처리 및 경쟁 지속에 따른 비용 지출 등 때문이라 추정
- 20년 본업 부진. 그러나 21년도 추가적인 부진 및 악재 발생 가능성 낮다고 판단

레버리지 효과를 노려보자

21년 레버리지 효과 기대 가능

- 낮은 기저에 따라 21년도 백화점 산업 성장 5% 예상
- 경쟁사 대비 명품/수도권 매출 비중이 높은 신세계가 산업 회복의 가장 큰 수혜 예상
- 21년도 연결 기준 신세계 판관비 증가 5% 예상. 소폭 증가 예상되나 매출 증가 폭은 더욱더 클 것
- 과거 신세계 영업이익 레버리지 구간 17~18년도. 21년도 또한 유사할 것

투자 의견 및 목표주가

목표주가 소폭 상향, 투자 의견 매수 유지

- 목표주가 기존 29만원에서 30만원으로 소폭 상향
- 21년도 순이익 기준 추정치 대비 4.2% 소폭 상향 조정
- 21년도 백화점 낮은 기저에 따라 회복. 면세 또한 추가적 부진 보단 회복 가능성 높음
- 21년도 PER 13.6배 수준. 밸류에이션 부담 없음. 본업 부진에 따라 단기 부진 예상되나 1) 레버리지 효과 부각 및 2) 업황 회복으로 주가 상승 예상

Key data



현재주가(21/2/17, 원)	251,000	시가총액(십억원)	2,471
영업이익(20, 십억원)	88	발행주식수(백만주)	10
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	92	유동주식비율(%)	71.3
EPS 성장률(20, %)	-	외국인 보유비중(%)	24.4
P/E(20, x)	-	베타(12M) 일간수익률	0.82
MKT P/E(20F, x)	22.0	52주 최저가(원)	200,500
KOSPI	3,133.73	52주 최고가(원)	296,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.4	9.1	-15.3
상대주가	-0.1	-16.2	-39.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액 (십억원)	3,871	5,186	6,394	4,766	5,517	6,451
영업이익 (십억원)	346	397	468	88	420	466
영업이익률 (%)	8.9	7.7	7.3	1.8	7.6	7.2
순이익 (십억원)	182	239	526	-95	182	196
EPS (원)	18,513	24,274	53,472	-9,685	18,443	19,941
ROE (%)	5.5	6.9	14.2	-2.5	4.9	5.1
P/E (배)	16.2	10.5	5.4	-	13.6	12.6
P/B (배)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
배당수익률 (%)	0.4	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8

표 1. 신세계 목표주가 산정

(십억원, 배, %)

21년 순이익	182	
PER multiple	16.2	과거 레버리지 효과가 발생했던 17년도 배수 적용
적정시가총액	2,942	
유통 주식수(천주)	9,836	
목표주가	300,000	
현재주가	251,000	
상승여력(%)	19.5	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 신세계 20년 4분기 실적

(십억원, %, %p)

	4Q19	3Q20	4Q20			성장률	
			발표치	미래대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,769	1214	1,340	1,401	1,457	-24.2	10.4
영업이익	194	25	103	104	109	-46.9	310.8
영업이익률(%)	11.0	2.1	7.7	4.3	4.3	-3.3	5.6
순이익	-191	-6	20	45	69	흑자전환	흑자전환

주: 연결기준, 순이익은 지배주주기준 순이익

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 신세계 연간실적 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변동률		변경사유
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	
매출액	5,242	6,000	5,517	6,451	5.3	7.5	
영업이익	404	449	420	466	4.2	3.7	
영업이익률(%)	8	7	8	7	-0.1	-0.3	
순이익	174	188	182	196	4.2	4.2	

주: 연결기준, 순이익은 지배주주 순이익 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 신세계 실적 추정(연결)

(십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
총매출액	2,305	2,293	2,385	2,687	1,845	1,732	1,916	2,223	2,123	2,189	2,284	2,551	9,671	7,716	9,146	10,181
순매출액	1,517	1,506	1,603	1,769	1,197	1,014	1,214	1,340	1,314	1,297	1,394	1,512	6,394	4,766	5,517	6,451
신세계	375	367	385	430	331	354	364	411	353	381	396	443	1,558	1,460	1,573	1,616
신세계인터	366	302	360	397	323	287	334	384	363	310	365	412	1,425	1,328	1,451	1,446
센트럴씨티	66	67	71	68	56	53	57	62	60	58	63	68	272	228	249	255
신세계디에프	703	770	787	868	489	311	437	456	510	521	535	556	3,128	1,693	2,122	3,003
신세계 동대구	46	45	47	54	34	39	47	54	60	59	63	60	191	174	243	250
기타	-38	-1	-25	-9	-70	-68	-71	-71	-71	-71	-71	-71	-73	-280	-285	-285
매출총이익	796	783	797	892	614	539	587	664	668	679	715	789	3,268	2,404	2,851	3,247
영업이익	110	68	96	194	3	-43	25	103	85	76	115	144	468	88	420	466
신세계	53	33	51	85	23	14	28	62	29	27	48	76	222	127	180	194
신세계인터	29	15	19	22	12	-3	7	17	17	15	17	20	85	34	69	88
센트럴씨티	21	10	24	19	12	-3	14	18	16	10	19	22	74	41	67	76
신세계디에프	13	17	11	71	-32	-37	-21	3	19.6	24	26	28	112	-87	97	72
신세계 동대구	5	2	5	10	-3	-1	6	12	13	10	14	9	21	13	47	73
기타	-10	-5	-8	-5	-5	-11	-6	-7	-7	-7	-7	-7	-28	-28	-27	-27
세전이익	893	33	82	-211	4	-132	-6	16	62	40	87	96	798	-117	285	308
순이익	667	17	34	-191	-2	-109	-6	20	39	25	56	61	526	-95	182	196
YoY 증가율 (%)																
총매출액	15.0	13.5	9.6	7.1	-20.0	-24.5	-19.7	-17.3	15.1	26.4	19.2	14.7	11.0	-20.2	18.5	11.3
순매출액	38.5	27.3	17.3	14.8	-21.1	-32.6	-24.2	-24.2	9.8	27.8	14.8	12.8	23.3	-25.5	15.8	16.9
매출총이익	26.1	19.2	5.9	0.1	-23.2	-31.2	-26.3	-25.6	8.8	26.0	21.7	18.8	11.4	-26.5	18.6	13.9
영업이익	-3.2	-14.7	36.6	44.8	-97.0	적전	-73.8	흑전	흑전	흑전	흑전	39.7	흑전	-적전	흑전	10.8
순이익	779.4	-66.0	17.8	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	200.3	흑전	적전	흑전	8.1

주1: 순이익은 지배주주 순이익임

주2: 1Q19에 SSG.COM 주식 공정가치 인식에 따라 영업외손익 7,790억 인식

주3: 22년 여객수 80% 가정. 인천공항의 임차료 할인종료 가정

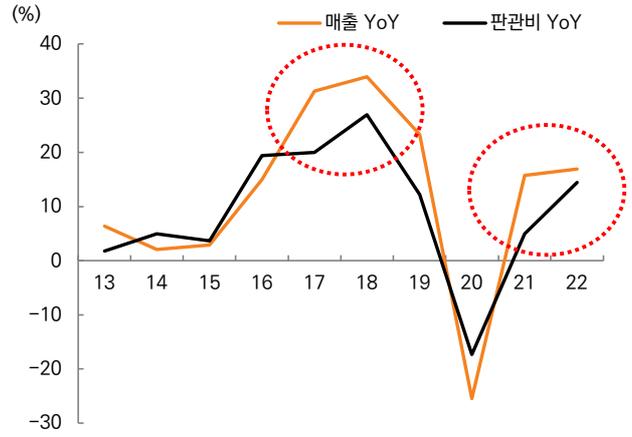
자료: 신세계, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 신세계 주가 추이



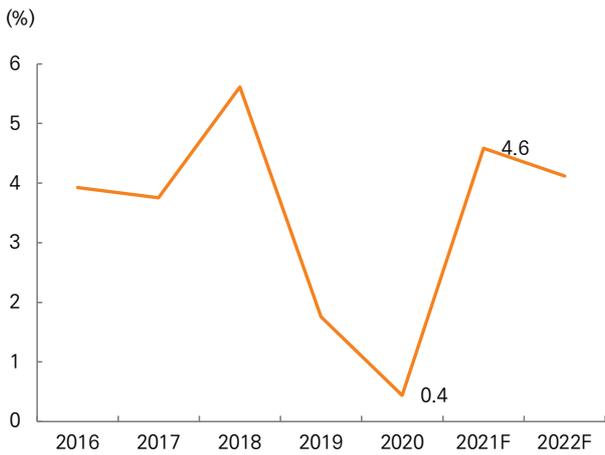
자료: Quantivise, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 신세계 매출 vs 판관비 증가 추이



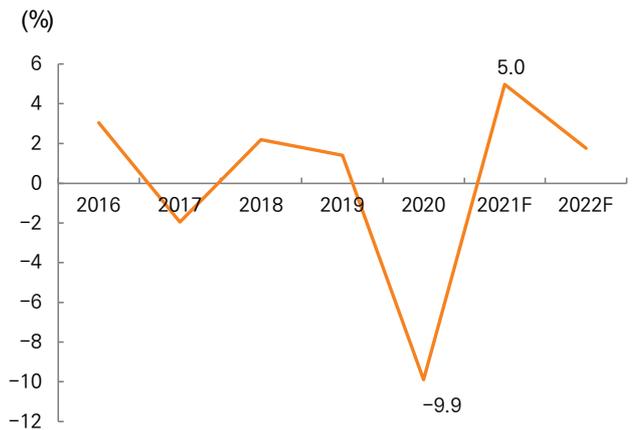
주: 연결 기준
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 21년도 소매시장 추정



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 21년도 백화점 시장 추정



자료: 미래에셋대우 리서치센터

신세계 (004170)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	6,394	4,766	5,517	6,451
매출원가	3,126	2,362	2,667	3,204
매출총이익	3,268	2,404	2,850	3,247
판매비와관리비	2,800	2,315	2,430	2,781
조정영업이익	468	88	420	466
영업이익	468	88	420	466
비영업손익	330	-205	-135	-158
금융손익	-127	-148	-199	-199
관계기업등 투자손익	1	0	6	8
세전계속사업손익	798	-117	285	308
계속사업법인세비용	205	-56	71	77
계속사업이익	593	-61	214	231
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	593	-61	214	231
지배주주	526	-95	182	196
비지배주주	67	34	32	35
총포괄이익	553	-105	214	231
지배주주	488	-125	188	203
비지배주주	65	20	26	28
EBITDA	1,136	732	1,038	1,083
FCF	469	205	420	479
EBITDA 마진율 (%)	17.8	15.4	18.8	16.8
영업이익률 (%)	7.3	1.8	7.6	7.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.2	-2.0	3.3	3.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	1,831	1,946	2,097	2,324
현금 및 현금성자산	178	654	645	661
매출채권 및 기타채권	436	330	373	429
재고자산	1,077	816	921	1,059
기타유동자산	140	146	158	175
비유동자산	11,187	11,017	11,171	11,395
관계기업투자등	1,097	1,183	1,335	1,535
유형자산	6,481	6,427	6,432	6,452
무형자산	352	360	340	325
자산총계	13,018	12,963	13,268	13,720
유동부채	3,173	3,781	4,088	4,491
매입채무 및 기타채무	585	443	500	574
단기금융부채	1,294	1,878	1,941	2,023
기타유동부채	1,294	1,460	1,647	1,894
비유동부채	4,330	3,972	3,776	3,612
장기금융부채	3,262	3,162	2,862	2,562
기타비유동부채	1,068	810	914	1,050
부채총계	7,503	7,752	7,863	8,103
지배주주지분	3,926	3,597	3,759	3,935
자본금	49	49	49	49
자본잉여금	397	348	348	348
이익잉여금	2,921	2,802	2,964	3,140
비지배주주지분	1,589	1,614	1,646	1,681
자본총계	5,515	5,211	5,405	5,616

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	790	564	1,023	1,100
당기순이익	593	-61	214	231
비현금수익비용가감	571	721	711	709
유형자산감가상각비	646	622	598	601
무형자산상각비	23	22	19	16
기타	-98	77	94	92
영업활동으로인한자산및부채의변동	-195	95	192	252
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-31	5	-24	-31
재고자산 감소(증가)	-162	257	-105	-138
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	25	-45	15	20
법인세납부	-80	-40	-71	-77
투자활동으로 인한 현금흐름	-71	-257	-623	-648
유형자산처분(취득)	-283	-300	-603	-621
무형자산감소(증가)	-14	-5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	238	51	-20	-27
기타투자활동	-12	-3	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-894	79	-257	-237
장단기금융부채의 증가(감소)	1,274	484	-237	-217
자본의 증가(감소)	0	-50	0	0
배당금의 지급	-37	-35	-20	-20
기타재무활동	-2,131	-320	0	0
현금의 증가	-175	476	-9	16
기초현금	352	178	654	645
기말현금	178	654	645	661

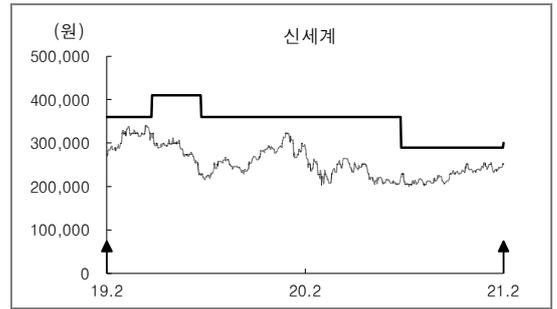
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	5.4	-	13.6	12.6
P/CF (x)	2.4	3.6	2.7	2.6
P/B (x)	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	7.7	11.3	7.9	7.4
EPS (원)	53,472	-9,685	18,443	19,941
CFPS (원)	118,291	67,007	93,955	95,477
BPS (원)	399,189	365,715	382,160	400,102
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	3.3	-32.2	9.2	8.5
배당수익률 (%)	0.7	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	23.3	-25.5	15.8	16.9
EBITDA증가율 (%)	62.5	-35.6	41.8	4.3
조정영업이익증가율 (%)	17.9	-81.2	377.3	11.0
EPS증가율 (%)	120.3	-	-	8.1
매출채권 회전을 (회)	25.0	22.4	28.2	29.0
재고자산 회전을 (회)	6.4	5.0	6.4	6.5
매입채무 회전을 (회)	19.9	17.0	20.9	22.0
ROA (%)	4.9	-0.5	1.6	1.7
ROE (%)	14.2	-2.5	4.9	5.1
ROIC (%)	4.4	-2.2	5.1	5.9
부채비율 (%)	136.1	148.8	145.5	144.3
유동비율 (%)	57.7	51.5	51.3	51.8
순차입금/자기자본 (%)	78.5	82.7	75.4	68.3
조정영업이익/금융비용 (x)	3.4	0.6	2.1	2.3

자료: 신세계, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
신세계 (004170)				
2021.02.17	매수	300,000	-	-
2020.08.13	매수	290,000	-21.86	-12.07
2020.08.11	1년 경과 이후	360,000	-38.75	-38.75
2019.08.11	매수	360,000	-30.78	-10.00
2019.05.12	매수	410,000	-30.63	-21.22
2018.11.09	매수	360,000	-20.36	-5.28



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

* 2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 신세계(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.