

**백화점**

Company Report  
 2019.1.10

**투자 의견(유지)**

**매수**

목표주가(12M, 유지) **360,000원**

현재주가(19/01/10) 241,000원

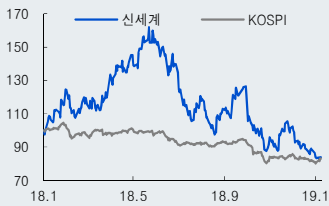
상승여력 49%

영업이익(18F, 십억원) 412  
 Consensus 영업이익(18F, 십억원) 410

EPS 성장률(18F, %) 179.7  
 MKT EPS 성장률(18F, %) 6.9  
 P/E(18F, x) 4.9  
 MKT P/E(18F, x) 8.5  
 KOSPI 2,063.28

시가총액(십억원) 2,373  
 발행주식수(백만주) 10  
 유동주식비율(%) 71.8  
 외국인 보유비중(%) 27.6  
 베타(12M) 일간수익률 1.50  
 52주 최저가(원) 236,500  
 52주 최고가(원) 465,500

**주가상승률(%)** 1개월 6개월 12개월  
 절대주가 -10.6 -29.3 -22.9  
 상대주가 -11.0 -21.4 -6.6



[유통]

김명주

02-3774-1458

myoungjoo.kim@miraeasset.com

# 신세계 (004170)

## 4Q Preview: 컨센서스 부합 예상

### 4Q Preview: 영업이익의 1,490억원(-2.3%YoY), 컨센서스 부합 예상

신세계 4분기 연결기준 매출 1조 5,027억원(37.5% YoY), 영업이익 1,490억원 수준(-2.3%YoY)으로 컨센서스(1,469억원)에 부합할 것으로 판단한다.

**백화점: 개별기준 영업이익 946억원(3% YoY) 예상한다.** 인천점 영업 종료 효과 선반영과 (11월, 12월 영향) 작년 높은 기저에도 불구하고 1) 명품과 2) 겨울 의류 판매 호조로 개별 매출은 소폭 신장 할 것으로 판단된다. 19년 인천점(18년 영업이익 약 400억원) 폐점에 따라 감익이 발생은 불가피하나 온라인 매출 증가로 일부 상쇄해 나갈 것으로 판단한다.

**면세점: 4분기 면세 적자 25억 예상한다.** 3분기 대비 소폭 개선될 것이나 1) T1 임대료 온도 반영과 2) 계절성에 따른 매출 소폭 둔화에 따라 4분기 또한 적자 지속을 예상한다. 전자상거래법 시행에 따른 수요 둔화도 일부 영향을 미쳤을 것이라 판단한다.

### 중국 전자상거래법 시행, 영향은 분명 존재

**장기적으로 타이공은 크게 감소할 가능성이 높다.** 중국 내수 소비 둔화에 따른 중국 정부의 부양 정책이 지속적으로 이루어질 것이기 때문이다. (ex 수입 관세 인하, 하이난 특구 면세 혜택 확대) 역외 소비를 일으키는 타이공에 대한 중국 정부의 규제 강화는 불가피하다.

**단기적으로도 중국 전자상거래법 시행에 따라 타이공 감소와 매출 감소는 불가피하다.** 그러나 시장의 우려만큼 빠른 시간 내 급감하지는 않을 것으로 판단한다. 그 이유는 1) 소규모 타이공의 경우 면세 구간(부가가치세)에 속하기 때문에 여전히 이익 창출이 가능하고 (전자상거래법 시행 전 타이공 마진 약 20-25% 수준 추정) 2) 일부 타이공의 경우 규제 회피 혹은 대형화를 통해 규제에 대응하고 있기 때문이다. **단기적으로 타이공 매출 감소에 따른 외형 성장 둔화 및 영업 이익 감소가 예상되나 향후 중국 단체 관광객 회복으로 상쇄해 나갈 것으로 판단한다.** 2019년도 신세계DF 영업이익 349억(-6.4%YoY) 예상한다.

### 목표주가 360,000원, 투자 의견 매수 유지

신세계의 목표주가 360,000원, 투자 의견 매수 유지한다. 전자상거래법 시행에 따른 타이공 매출 감소와 면세 사업 타격은 불가피하다. 이에 따라 2019년 신세계 DF 영업이익은 금년 대비 감익이 예상된다. 그러나 자회사의 매출 호조로 충분히 상쇄하여 연결 기준 영업이익은 증익이 가능할 것으로 판단한다. (ex 신세계인터, 센트럴씨티, 신세계 동대구)

또한 금년 3월 신세계그룹 온라인 신설법인 설립에 따라 신세계는 기존 인정받지 못했던 온라인 사업의 가치를 인정받을 수 있게 된다. **1) 2019년도 안정적인 영업이익 증익이 가능하고 2) 온라인 사업에 대하여 가치를 인정받게 되는 신세계에 대하여 투자 의견 매수 유지한다.**

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	2,492	2,564	2,947	3,871	5,147	5,520
영업이익 (십억원)	273	262	251	346	412	439
영업이익률 (%)	11.0	10.2	8.5	8.9	8.0	8.0
순이익 (십억원)	157	402	227	182	255	283
EPS (원)	15,908	40,843	23,071	18,513	51,784	0
ROE (%)	6.2	14.3	7.3	5.5	7.3	7.7
P/E (배)	11.4	5.6	7.6	16.2	4.9	-
P/B (배)	0.7	0.7	0.5	0.9	-	-
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.7	0.4	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 신세계, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 4Q18 Preview

(십억원, %, %p)

	4Q17	3Q18	4Q18F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,093	1,366	1,503	1,512	37.5	10.0
영업이익	<b>152</b>	<b>70</b>	<b>149</b>	<b>147</b>	<b>-2.3</b>	<b>112.2</b>
영업이익률 (%)	14	5	10	10	-4.0	4.8
순이익	70	29	101	96	43.5	252.2

주: K-IFRS 개별 기준, 컨센서스는 Dataguide 기준

자료: 신세계, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 신세계 연간실적 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변동률		변경사유
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F	
매출액	5,166	5,634	5,147	5,520	-0.4	-2.0	-4Q 실적 추정 반영
영업이익	<b>415</b>	<b>448</b>	<b>412</b>	<b>439</b>	<b>-0.7</b>	<b>-2.0</b>	
영업이익률(%)	8.0	8.0	8.0	7.9	0.0	0.0	
순이익	275	300	255	283	-7.3	-5.5	

주: 연결기준, 순이익은 지배주주 순이익 기준

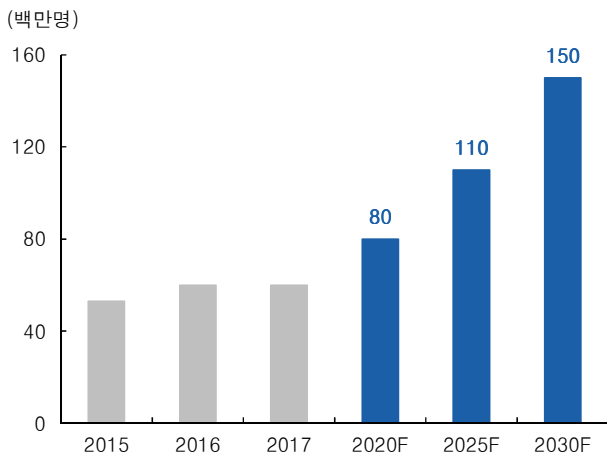
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 하이난 면세 정책 완화

일시	정책	인당 구매한도 (위안)	인당 구매횟수 (회/년)	면세품 종류 (개)	대상범위
2011.04	- 하이난 면세 구매 정책 최초 시범 실시	5,000	거주자 2회, 비거주자 1회	18	만 18세 이상
2012.11	- 구매가능금액, 대상범위, 종류 확대	8,000	거주자 2회, 비거주자 1회	21	만 16세 이상
2015.03	- 인기 상품(향수, 화장품 등) 10개 단일 품목의 쇼핑 수량 제한 완화	8,000	거주자 2회, 비거주자 1회	38	만 16세 이상
2016.02	- 거주자와 비거주자간 차이 폐지 - 인당 구매한도 확대	16,000	구매횟수 제한 폐지	38	만 16세 이상
2017.01	- 구매대상 철도 이용객까지 확대	16,000	-	38	만 16세 이상
2018.12	- 구매한도 확대, - 구매대상 선박 이용객까지 확대	30,000	-	39	만 16세 이상

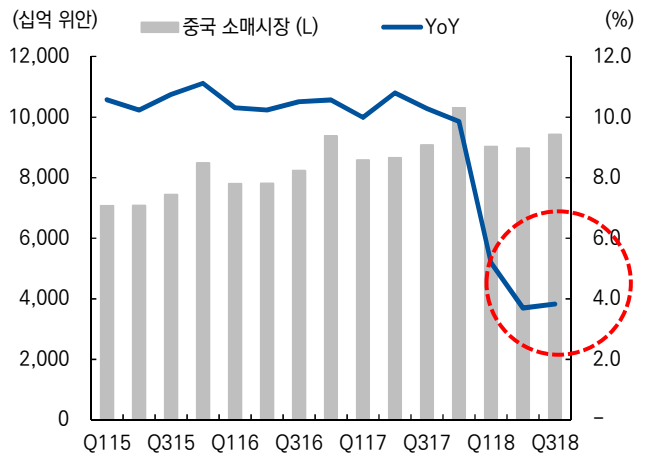
자료: 언론종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 하이난 여행객 수 추이 및 전망



자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 중국 소매시장 성장



자료: Datastream, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 신세계 실적 추정(개별)

(십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
<b>총매출액</b>	<b>1,009</b>	<b>1,046</b>	<b>1,088</b>	<b>1,286</b>	<b>1,133</b>	<b>1,111</b>	<b>1,103</b>	<b>1,287</b>	<b>1,181</b>	<b>1,089</b>	<b>1,061</b>	<b>1,214</b>	<b>4,430</b>	<b>4,634</b>	<b>4,544</b>	<b>4,023</b>
백화점	819	834	879	1,042	890	859	857	1,019	920	901	916	1,052	3,574	3,625	3,791	3,345
신세계물	191	212	209	244	243	252	246	269	261	187	145	161	856	1,010	754	677
<b>순매출액</b>	<b>378</b>	<b>386</b>	<b>408</b>	<b>472</b>	<b>415</b>	<b>400</b>	<b>404</b>	<b>447</b>	<b>426</b>	<b>414</b>	<b>432</b>	<b>473</b>	<b>1,644</b>	<b>1,665</b>	<b>1,744</b>	<b>1,568</b>
매출총이익	285	298	310	367	325	320	312	357	338	333	339	376	1,260	1,314	1,386	1,242
백화점	266	274	286	336	295	288	282	322	305	299	319	340	1,162	1,187	1,263	1,099
신세계물	19	24	24	31	30	32	30	36	32	34	20	36	98	128	122	143
<b>영업이익</b>	<b>44</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>80</b>	<b>52</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>92</b>	<b>59</b>	<b>42</b>	<b>47</b>	<b>95</b>	<b>198</b>	<b>220</b>	<b>243</b>	<b>210</b>
YoY 증가율 (%)																
총매출액	2.6	9.8	17.5	15.8	12.2	6.2	1.4	0.1	4.2	-2.0	-3.8	-5.7	11.5	4.6	-1.9	-11.5
순매출액	1.5	8.8	15.2	16.6	9.7	3.5	-1.0	-5.2	2.7	3.4	7.0	5.8	10.6	1.3	4.8	-10.1
매출총이익	2.1	9.3	19.1	15.8	14.0	7.3	0.8	-2.8	4.0	4.1	8.6	5.3	11.6	4.3	5.5	-10.4
영업이익	-4.1	-2.1	42.4	6.8	17.5	-1.6	7.7	15.0	14.3	16.0	18.5	2.8	7.2	11.1	10.5	-13.5

자료: 신세계, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 신세계 실적 추정(연결)

(십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
<b>총매출액</b>	<b>1,275</b>	<b>1,317</b>	<b>1,452</b>	<b>1,793</b>	<b>1,771</b>	<b>1,700</b>	<b>1,814</b>	<b>2,082</b>	<b>2,004</b>	<b>2,020</b>	<b>2,122</b>	<b>2,415</b>	<b>5,836</b>	<b>7,367</b>	<b>8,561</b>	<b>8,576</b>
<b>순매출액</b>	<b>643</b>	<b>657</b>	<b>771</b>	<b>876</b>	<b>917</b>	<b>877</b>	<b>985</b>	<b>1,093</b>	<b>1,095</b>	<b>1,183</b>	<b>1,366</b>	<b>1,503</b>	<b>2,947</b>	<b>3,871</b>	<b>5,147</b>	<b>5,520</b>
신세계	378	386	408	472	415	400	404	447	426	414	432	473	1,644	1,665	1,744	1,568
신세계인터	248	236	245	292	272	239	269	322	304	283	312	368	1,021	1,103	1,267	1,421
센트럴씨티	46	51	63	67	63	63	64	67	45	47	57	59	228	256	208	241
신세계디에프	0	20	99	189	183	191	271	275	340	445	579	633	208	920	1,997	2,400
신세계 동대구	0	0	0	12	40	36	39	44	42	40	43	50	12	159	175	180
기타	-29	-37	-43	-157	-56	-53	-61	-62	-61	-77	-64	-79	-165	-232	-281	-291
매출총이익	411	429	457	593	562	538	560	651	631	657	753	667	1,890	2,312	2,708	2,635
<b>영업이익</b>	<b>62</b>	<b>43</b>	<b>41</b>	<b>106</b>	<b>78</b>	<b>41</b>	<b>75</b>	<b>152</b>	<b>113</b>	<b>80</b>	<b>70</b>	<b>149</b>	<b>251</b>	<b>346</b>	<b>412</b>	<b>439</b>
신세계	44	37	37	80	52	36	40	92	59	42	47	95	198	220	243	210
신세계인터	4	8	1	15	4	4	1	16	12	14	11	23	27	25	61	87
센트럴씨티	18	16	25	30	25	14	26	28	16	5	17	26	88	93	64	92
신세계디에프	0	-15	-20	-15	-2	-4	10	11	24	23	-3	-3	-52	15	41	35
신세계 동대구	0	-2	-1	-5	-2	-9	-3	6	2	-1	2	8	-9	-8	12	14
기타	-3	0	0	0	0	0	1	0	0	-6	-4	-1	0	1	-9	0
<b>세전이익</b>	<b>55</b>	<b>204</b>	<b>17</b>	<b>140</b>	<b>48</b>	<b>68</b>	<b>64</b>	<b>112</b>	<b>106</b>	<b>66</b>	<b>55</b>	<b>146</b>	<b>415</b>	<b>291</b>	<b>373</b>	<b>413</b>
<b>순이익</b>	<b>36</b>	<b>98</b>	<b>-2</b>	<b>94</b>	<b>25</b>	<b>48</b>	<b>39</b>	<b>70</b>	<b>76</b>	<b>50</b>	<b>29</b>	<b>101</b>	<b>227</b>	<b>182</b>	<b>255</b>	<b>283</b>
YoY 증가율 (%)																
총매출액	2.6	9.8	23.7	24.7	38.9	29.1	24.9	16.1	13.2	18.8	17.0	16.0	15.5	26.2	16.2	0.2
순매출액	2.0	9.2	28.4	19.8	42.5	33.5	27.7	24.8	19.5	34.9	38.7	37.5	15.0	31.3	33.0	7.2
매출총이익	2.2	9.7	23.5	25.9	36.9	25.3	22.5	9.9	12.3	22.0	34.4	2.4	15.6	22.3	17.1	-2.7
영업이익	-12.9	-14.1	8.1	2.3	25.0	-2.9	82.9	44.4	45.9	93.1	-5.5	-2.3	-4.1	37.5	19.2	6.5
순이익	-20.4	-63.7	TTR	71.1	-31.6	-51.4	TTB	-25.8	203.9	4.6	-27.5	43.5	-43.5	-19.8	39.9	11.2

주: 순이익은 지배주주 순이익임

자료: 신세계, 미래에셋대우 리서치센터

신세계 (004170)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	2,947	3,871	5,147	5,520
매출원가	1,057	1,559	2,439	2,885
매출총이익	1,890	2,312	2,708	2,635
판매비와관리비	1,639	1,966	2,296	2,196
조정영업이익	251	346	412	439
영업이익	251	346	412	439
비영업손익	164	-55	-39	-26
금융손익	-46	-64	-67	-116
관계기업등 투자손익	187	21	20	24
세전계속사업손익	415	291	373	413
계속사업법인세비용	92	78	83	87
계속사업이익	323	214	290	325
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	323	214	290	325
지배주주	227	182	255	283
비지배주주	96	31	35	42
총포괄이익	328	239	197	325
지배주주	232	209	145	234
비지배주주	96	30	52	91
EBITDA	460	615	704	721
FCF	-433	-38	692	342
EBITDA 마진율 (%)	15.6	15.9	13.7	13.1
영업이익률 (%)	8.5	8.9	8.0	8.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.7	4.7	5.0	5.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	988	1,269	2,335	2,378
현금 및 현금성자산	78	175	832	881
매출채권 및 기타채권	295	351	482	480
재고자산	393	464	638	635
기타유동자산	222	279	383	382
비유동자산	8,967	8,883	9,488	9,455
관계기업투자등	274	297	408	406
유형자산	6,626	6,632	6,745	6,734
무형자산	304	297	424	408
자산총계	9,955	10,152	11,824	11,833
유동부채	2,435	2,892	3,747	3,737
매입채무 및 기타채무	481	367	505	503
단기금융부채	757	1,266	1,512	1,512
기타유동부채	1,197	1,259	1,730	1,722
비유동부채	2,827	2,340	2,993	2,687
장기금융부채	1,899	1,416	1,722	1,422
기타비유동부채	928	924	1,271	1,265
부채총계	5,262	5,232	6,740	6,424
지배주주지분	3,234	3,422	3,560	3,843
자본금	49	49	49	49
자본잉여금	400	400	393	393
이익잉여금	2,100	2,246	2,478	2,761
비지배주주지분	1,459	1,498	1,524	1,566
자본총계	4,693	4,920	5,084	5,409

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	359	357	1,027	597
당기순이익	323	214	290	325
비현금수익비용가감	171	436	447	419
유형자산감가상각비	193	252	273	266
무형자산상각비	15	17	19	16
기타	-37	167	155	137
영업활동으로인한자산및부채의변동	27	-143	426	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-88	-54	-133	2
재고자산 감소(증가)	-108	-85	-88	3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	51	-8	52	-1
법인세납부	-119	-94	-83	-87
투자활동으로 인한 현금흐름	-896	-265	-667	-249
유형자산처분(취득)	-665	-353	-333	-255
무형자산감소(증가)	-7	-3	-4	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-63	17	-338	6
기타투자활동	-161	74	8	0
재무활동으로 인한 현금흐름	570	4	392	-300
장단기금융부채의 증가(감소)	735	26	552	-300
자본의 증가(감소)	0	0	-6	0
배당금의 지급	-30	-36	-29	0
기타재무활동	-135	14	-125	0
현금의 증가	34	97	656	49
기초현금	44	78	175	832
기말현금	78	175	832	881

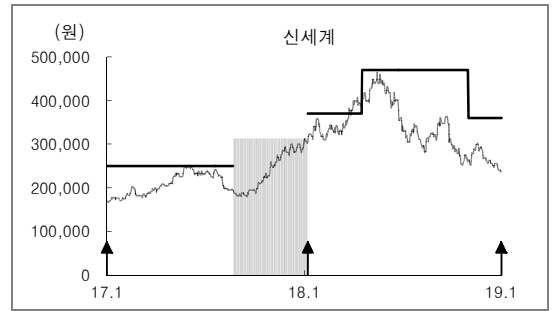
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	7.6	16.2	4.9	-
P/CF (x)	3.5	4.5	1.7	-
P/B (x)	0.5	0.9	-	-
EV/EBITDA (x)	12.2	11.0	8.8	7.9
EPS (원)	23,071	18,513	51,784	0
CFPS (원)	50,225	66,004	149,609	0
BPS (원)	328,862	347,920	0	0
DPS (원)	1,250	1,250	1,250	1,250
배당성향 (%)	3.8	5.8	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.7	0.4	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	14.9	31.4	33.0	7.2
EBITDA증가율 (%)	5.0	33.7	14.5	2.4
조정영업이익증가율 (%)	-4.2	37.8	19.1	6.6
EPS증가율 (%)	-43.5	-19.8	179.7	-
매출채권 회전을 (회)	17.1	17.0	17.4	16.2
재고자산 회전을 (회)	8.7	9.0	9.3	8.7
매입채무 회전을 (회)	12.0	16.3	23.7	24.3
ROA (%)	3.6	2.1	2.6	2.8
ROE (%)	7.3	5.5	7.3	7.7
ROIC (%)	3.4	3.9	9.8	5.3
부채비율 (%)	112.1	106.4	132.6	118.8
유동비율 (%)	40.6	43.9	62.3	63.6
순차입금/자기자본 (%)	51.7	46.8	41.8	32.8
조정영업이익/금융비용 (x)	4.0	4.5	5.5	3.8

자료: 신세계, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
신세계(004170)				
2018.11.09	매수	360,000	-	-
2018.04.26	매수	470,000	-26.03	-0.96
2018.01.16	매수	370,000	-6.23	10.14
2017.08.31	분석 대상 제외	-	-	-
2016.10.23	매수	250,000	-19.73	0.60



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
73.71%	13.92%	12.37%	0.00%

\* 2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 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.