Results comment

신세계 (004170)

백화점 등 선전, 그러나 면세점 부진이 매우 아쉬운...

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 190,000
하향

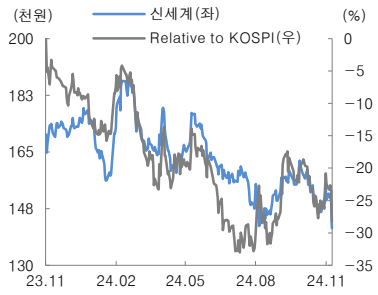
현재주가 141,500
(24.11.08)

유통업종

- 백화점 부문 매출은 타사 타사 대비 선전
- 그러나 면세점 공항 임차료 증가로 면세점 영업이익 적자 전환
- 면세점 부진 지속 예상 불구, 주주환원 제고로 주가 하락 제한적 예상

KOSPI	2561.15
시가총액	1,393십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	49십억원
52주 최고/최저	189,500원 / 141,500원
120일 평균거래대금	48억원
외국인지분율	15.66%
주요주주	정유경 외 3 인 28.57% 국민연금공단 10.22%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.7	-2.6	-18.3	-18.5
상대수익률	-7.5	-2.8	-12.4	-23.0



투자의견 BUY를 유지하며 목표주가 190,000원 하향(-14%)

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 190,000원(2025년 예상 P/E 7배)으로 14% 하향. 목표주가 하향은 면세점 실적 부진을 반영하여 2025년 실적 하향에 따른 것임

소비 경기 위축 불구 백화점 부문은 타사 대비 선전. 또한 센트럴시티, 신세계까사 등 계열사 대부분의 안정적 손익 구조에 높은 점수. 그러나 면세점 부문의 손익의 추가 악화가 예상되는 점은 기업 가치에 부정적임. 글로벌 여행객들의 쇼핑 회복이 전제돼야 면세점 손익 개선이 예상되는 만큼 주가는 당분간 상승 모멘텀은 부재. 그러나 연내 기업 가치 제고 방안 발표가 예정된 만큼 주가의 하락 리스크는 제한적이라는 판단

3Q24 Review: 백화점 등 선전했으나 면세점 임차료 부담 증가로 부진

연결 기준 총매출액과 영업이익은 각각 2조 7,089억원(+4%, yoy), 930억원(-29%, yoy) 기록 **[백화점]** 총매출액 2% 성장했으나 고마진 패션 매출 부진과 감가상각비 등 비용 증가로 영업이익 5% 감소하며 비교적 선전 **[신세계DF]** 시내점 일매출액은 약 85억원으로 2분기와 유사한 수준 기록. 그러나 9월 인천공항 면세점 영업장 1차 그랜드 오픈으로 영업 면적이 넓어짐에 따라 임차료가 증가(전분기 대비 약 60억원)했으나, 매출이 아직 크게 발생하지 않으면서 감가상각비 등 비용 요인만 크게 증가, 영업이익이 2분기에 86억원에서 3분기에 -162억원으로 적자 전환

[신세계인터/센트럴시티/기타] 신세계인터는 백화점과 마찬가지로 패션 매출 부진 영향으로 손익 부진, 반면 센트럴시티의 경우 안정적인 임차료 수익 구조를 통해 3분기 영업이익 4% 증가. 이 외에 신세계 까사와 라이브쇼핑 등 대부분 계열사가 어려운 영업환경 상황에서도 증익 추세 지속

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24					4Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순매출액	1,497	1,604	1,557	1,540	2.9	-4.0	1,553	1,800	4.6	16.9
영업이익	132	117	118	93	-29.5	-20.9	118	161	-21.7	73.3
순이익	43	37	48	19	-55.0	-46.8	43	104	447.0	431.7

자료: 신세계, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
순매출액	7,813	6,357	6,549	7,010	7,579
영업이익	645	640	535	504	580
세전순이익	522	453	438	431	509
총당기순이익	548	312	328	323	382
지배지분순이익	406	225	263	258	344
EPS	41,245	22,865	26,668	26,241	34,902
PER	5.3	7.7	7.0	5.4	4.0
BPS	417,836	427,477	450,570	473,239	504,573
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE	10.3	5.4	6.1	5.7	7.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 신세계, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
순매출액	6,590	7,055	6,549	7,010	-0.6	-0.6
영업이익	610	601	535	504	-12.2	-16.0
지배지분순이익	322	294	263	258	-18.4	-14.1
영업이익률	9.3	8.5	8.2	7.2		
순이익률	6.1	4.2	5.0	4.6		

자료: 신세계, 대신증권 Research Center

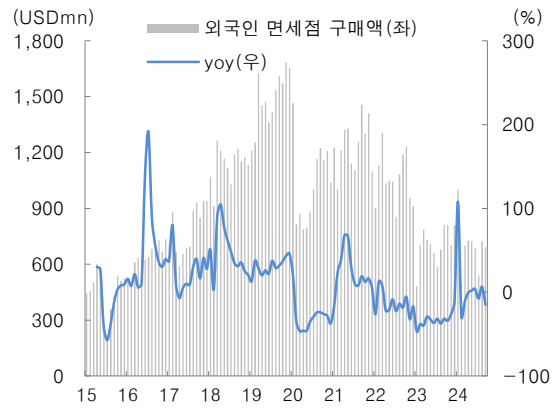
표 1. 신세계 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
총매출액	2,675	2,879	2,604	3,121	2,819	2,782	2,709	3,162	11,132	11,472	12,195
신세계	1,670	1,702	1,645	2,030	1,801	1,746	1,205	1,560	7,047	5,388	5,682
신세계DF	511	585	702	548	487	492	480	533	1,917	1,991	2,151
신세계인터	312	334	316	393	309	321	296	380	1,354	1,306	1,386
센트럴시티	84	89	94	82	89	95	94	86	350	364	382
영업이익	152	150	132	206	163	118	93	161	640	535	504
신세계	110	92	93	145	114	82	53	98	440	255	349
신세계DF	24	40	13	9	7	9	-16	-30	87	-30	-20
신세계인터	10	18	6	14	11	13	2	11	49	38	43
센트럴시티	22	9	25	23	26	11	26	27	78	90	92
영업이익률	5.7	5.2	5.1	6.6	5.8	4.2	3.4	5.1	5.7	4.7	4.1
YoY											
총매출액	-5.8	-5.9	-15.1	-11.5	5.4	1.8	4.0	1.3	-10.9	3.1	6.3
영업이익	-6.8	-20.2	-13.9	45.8	7.0	-21.5	-29.4	-21.7	-0.9	-16.4	-5.7

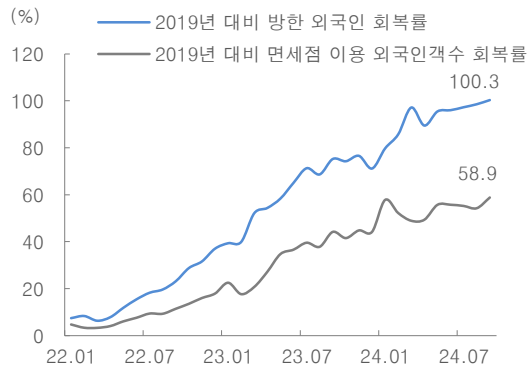
주: K-IFRS 연결기준
자료: 신세계, 대신증권 Research Center

그림 1. 외국인 면세점 구매액



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

그림 2. 외국인 관광객 vs. 면세점 이용 외국인 추이



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

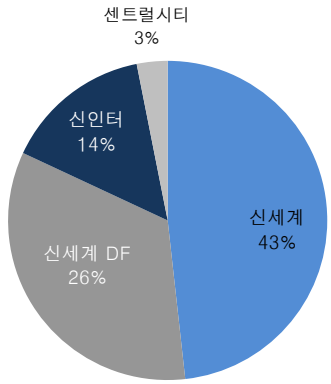
- 2018년 6월부로 인천공항 사업자로 선정, 면세시장 점유율 확대해 나가고 있음
- 연결 자회사로 백화점 동대구점, 신세계인터내셔날, 센트럴시티 등이 있음
- 자산 14조 7,520억원, 부채 8조 4,120억원, 자본 6조 3,400억원
- 발행주식 수: 9,845,181주 (자기주식수: 8,774주)

주가 변동요인

- 달러 대비 위안화 환율
- 중국 소비자 심리 지수

주: 자산 규모는 2023년 12월 말 기준
자료: 신세계, 대신증권 Research Center

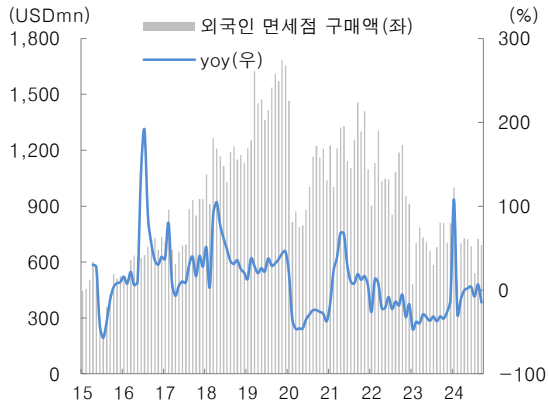
매출 비중 추이



주: 2023년 말 기준
자료: 신세계, 대신증권 Research Center

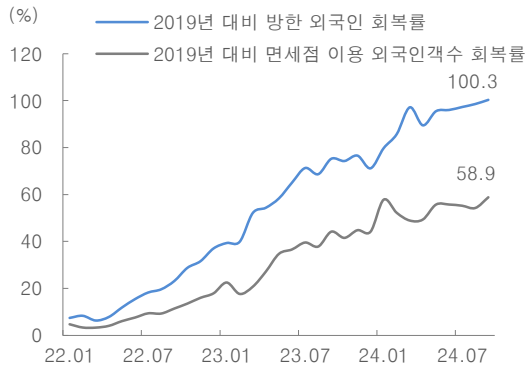
2. Earnings Driver

외국인 면세점 구매액



자료: Bloomberg, Quantiwise, 대신증권 Research Center

방한 외국인 관광객 vs. 면세점 이용 외국인 추이



자료: CEIC, Quantiwise, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,813	6,357	6,549	7,010	7,579
매출원가	2,728	2,502	2,305	2,039	2,451
매출총이익	5,085	3,855	4,244	4,972	5,128
판매비와관리비	4,440	3,215	3,709	4,467	4,547
영업이익	645	640	535	504	580
영업이익률	8.3	10.1	8.2	7.2	7.7
EBITDA	1,224	1,137	574	536	606
영업외손익	-124	-187	-97	-74	-71
관계기업손익	-23	-7	-7	-7	-7
금융수익	125	140	112	112	112
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-209	-231	-192	-169	-166
외환관련손실	59	27	20	20	20
기타	-16	-88	-10	-10	-10
법인세비용차감전순손익	522	453	438	431	509
법인세비용	26	-141	-109	-108	-127
계속사업순손익	548	312	328	323	382
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	548	312	328	323	382
당기순이익률	7.0	4.9	5.0	4.6	5.0
비지배지분순이익	142	87	66	65	38
지배지분순이익	406	225	263	258	344
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	546	289	305	300	359
비지배지분포괄이익	146	84	61	60	36
지배지분포괄이익	399	205	244	240	323

재무상태표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,654	2,674	2,041	1,742	1,907
현금및현금성자산	938	802	469	231	302
매출채권 및 기타채권	559	716	727	754	787
재고자산	865	891	689	738	798
기타유동자산	292	264	156	20	20
비유동자산	11,695	12,078	12,328	12,479	12,447
유형자산	7,011	7,280	7,676	7,938	8,111
관계기업투자금	974	935	930	925	920
기타비유동자산	3,709	3,863	3,722	3,616	3,416
자산총계	14,348	14,752	14,369	14,222	14,354
유동부채	4,850	4,944	4,908	4,748	4,502
매입채무 및 기타채무	1,689	1,787	1,790	1,789	1,797
차입금	687	1,125	1,182	1,241	1,303
유동성채무	1,211	1,001	951	903	723
기타유동부채	1,263	1,030	985	816	680
비유동부채	3,247	3,468	2,778	2,455	2,369
차입금	1,721	1,892	1,324	956	988
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,526	1,577	1,454	1,499	1,381
부채총계	8,097	8,412	7,686	7,203	6,871
지배지분	4,114	4,209	4,436	4,659	4,968
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	403	403	403	403	403
이익잉여금	3,479	3,655	3,880	4,101	4,406
기타자본변동	182	101	104	106	109
비지배지분	2,138	2,131	2,247	2,360	2,516
자본총계	6,252	6,340	6,682	7,019	7,483

순차입금	3,538	3,876	3,648	3,632	3,442

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	41,245	22,865	26,668	26,241	34,902
PER	5.3	7.7	7.0	7.1	5.3
BPS	417,836	427,477	450,570	473,239	504,573
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	124,290	115,513	58,349	54,472	61,533
EV/EBITDA	6.4	6.8	12.7	13.8	12.1
SPS	793,561	645,706	665,224	712,045	769,814
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
CFPS	112,373	120,245	69,040	65,162	72,223
DPS	3,750	4,000	4,000	4,000	4,000

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	23.7	-18.6	3.0	7.0	8.1
영업이익 증가율	24.7	-0.9	-16.4	-5.7	15.0
순이익 증가율	40.8	-43.0	5.2	-1.6	18.2
수익성					
ROIC	8.8	5.5	4.9	4.4	4.8
ROA	4.6	4.4	3.7	3.5	4.1
ROE	10.3	5.4	6.1	5.7	7.1
안정성					
부채비율	129.5	132.7	115.0	102.6	91.8
순차입금비율	56.6	61.1	54.6	51.8	46.0
이자보상배율	5.4	3.8	3.9	4.4	5.2

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	903	791	669	385	430
당기순이익	548	312	328	323	382
비현금항목의 가감	559	872	352	319	329
감가상각비	578	497	40	32	25
외환손익	31	-1	-10	-10	-10
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-51	375	322	297	314
자산부채의 증감	-39	-121	207	-64	-72
기타현금흐름	-165	-272	-217	-192	-209
투자활동 현금흐름	-774	-912	-659	-441	-377
투자자산	-215	-8	-3	-20	91
유형자산	-378	-596	-396	-262	-173
기타	-181	-308	-260	-159	-295
재무활동 현금흐름	233	-16	-835	-630	-360
단기차입금	359	226	56	59	62
사채	-180	0	-500	-300	100
장기차입금	168	157	-68	-68	-68
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-54	-79	-38	-38	-38
기타	-61	-319	-285	-283	-416
현금의 증감	360	-136	-334	-238	72
기초 현금	578	938	802	469	231
기말 현금	938	802	469	231	302
NOPLAT	677	440	401	378	435
FCF	865	324	40	143	283

자료: 신세계, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

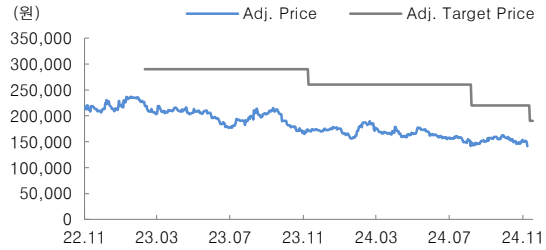
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

신세계(004170) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.11.12	24.10.14	24.08.07	24.07.15	24.05.09	24.05.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	190,000	220,000	220,000	260,000	260,000	260,000
괴리율(평균,%)		(30.90)	(30.33)	(41.71)	(37.39)	(34.42)
괴리율(최대/최소,%)		(26.23)	(26.23)	(38.96)	(32.00)	(27.12)
제시일자	24.05.06	24.04.18	24.02.08	24.01.10	23.12.02	23.11.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	260,000	260,000	260,000	260,000	260,000	260,000
괴리율(평균,%)	(34.45)	(34.44)	(34.18)	(34.40)	(33.59)	(33.82)
괴리율(최대/최소,%)	(27.12)	(27.12)	(27.12)	(28.69)	(31.35)	(32.92)
제시일자	23.10.12	23.08.09	23.08.09	23.07.18	23.05.11	23.05.10
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000
괴리율(평균,%)	(40.49)	(30.50)	(30.71)	(30.69)	(30.24)	(27.67)
괴리율(최대/최소,%)	(38.17)	(25.86)	(24.48)	(24.48)	(24.48)	(24.48)
제시일자	23.04.27	23.04.18	23.02.09			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	290,000	290,000	290,000			
괴리율(평균,%)	(27.67)	(27.61)	(27.54)			
괴리율(최대/최소,%)	(24.48)	(24.48)	(24.48)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241109)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상