

# 신세계 (004170.KS)

## 1분기, 우려하던 피크아웃은 없을 것

백화점과 면세점 모두 시장의 우려와 달리 양호한 실적 흐름 전망. 역대 최저 수준에 해당하는 밸류에이션 고려 시 저점 매수 추천

### 역대 최저 수준의 밸류에이션

투자의견 Buy 및 목표주가 300,000원 유지. 경기 둔화에 따른 백화점 실적 피크 아웃, 알선수수료 조정에 따른 면세점 단기 실적 부진 우려가 겹쳐지며 동사의 주가는 크게 하락. 코로나19 발생 초기 당시 기록한 저점(199,000원)에 근접했으며 밸류에이션 또한 PER 5.3배로 역대 최저 수준

다만, 2월까지의 동향을 볼 때 시장의 우려와 실적 사이에는 상당한 괴리가 존재. 1)백화점은 1~2월 누적 기준으로 +mid-single 수준의 기존점성장률을 이어가고 있으며, 2)면세점 역시 1분기 매출은 감소했으나 마진율이 높은 FIT 비중 상승 및 특허수수료 관련 환입 이슈가 더해지며 영업이익은 흑자전환 가능성이 높다고 판단. 백화점과 면세점 모두 상황이 양호한 만큼 현재 주가 수준에서는 저점 매수에 나설 수 있다고 판단

### 1분기, 백화점과 면세점 모두 양호

1분기 연결기준 순매출액과 영업이익은 각각 1조6,133억원(-9% y-y), 1,750억원(+7% y-y)을 전망. 연결 매출은 면세점 파이공 관련 알선수수료 조정 영향에 따라 감소하겠으나 영업이익은 우려와 달리 양호할 것

1분기 백화점 기존점성장률은 +5% 수준을 전망. 1월 매출은 설 명절 휴무 시점 차이로 다소 부진했으나 2월 매출은 +high-single로 반등에 성공. 평년 대비 추운 날씨 및 지난 1월 30일부터 실내 마스크 의무 착용 정책이 완료된 이후 마진율이 높은 의류 판매가 재차 증가하고 있는 것으로 추정. 이에 따라 백화점 수익성 지표 또한 개선될 가능성이 높아 보임

면세점은 순매출액 5,636억원(-27% y-y), 영업이익 135억원(흑자전환 y-y) 전망. 파이공 관련 매출이 크게 감소했으나 마진율이 0% 수준이라 손익에 미치는 영향이 제한적이고, FIT 매출 비중이 빠르게 증가했기 때문. 추가적으로 특허수수료 50% 감면 정책 확정에 따른 환입 효과도 기대됨

### 신세계 1분기 실적 Preview(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E					2Q23F
					예상치	y-y	q-q	기준조정	컨센서스	
매출액	1,767	1,877	1,955	2,214	1,613	-8.7	-27.1	1,905	1,813	1,868
영업이익	163.6	187.4	153.0	141.3	175.0	6.9	23.8	193.5	167.0	176.5
영업이익률	9.3	10.0	7.8	6.4	10.8	-	-	10.2	9.7	9.5
세전이익	191.6	117.4	135.0	78.7	178.1	-7.1	126	241.8	156.0	141.2
(지배)순이익	121.0	50.7	68.2	138.5	117.1	-3.2	-15.4	173.6	105.0	90.3

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

## Buy (유지)

목표주가	300,000원 (유지)		
현재가 ('23/03/02)	207,500원		
업종	유통업		
KOSPI / KOSDAQ	2,427.85 / 787.19		
시가총액(보통주)	2,042.9십억원		
발행주식수(보통주)	9.8백만주		
52주 최고가('22/03/11)	271,000원		
최저가('23/02/27)	203,000원		
평균거래대금(60일)	18.3십억원		
배당수익률(2022E)	1.70%		
외국인지분율	20.5%		
주요주주			
정유경 외 2인	28.6%		
국민연금공단	11.2%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-2.8	-5.7	-21.3
상대수익률 (%p)	-2.6	-6.4	-12.3

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	6,316	7,813	8,073	9,239
증감률	32.4	23.7	3.3	14.4
영업이익	517.4	645.3	717.9	789.5
증감률	484.6	24.7	11.3	10.0
영업이익률	8.2	8.3	8.9	8.5
(지배)순이익	306.8	378.4	382.2	431.6
EPS	31,165	38,438	38,820	43,838
증감률	-396.5	23.3	1.0	12.9
PER	8.2	5.7	5.3	4.7
PBR	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.2	4.9	4.4	4.1
ROE	8.5	9.7	9.0	9.3
부채비율	136.8	121.5	113.6	105.8
순차입금	2,683	2,284	2,059	1,886

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 주영훈

02)2229-6221, jooyh@nhqv.com

Summary

신세계는 1955년 동화백화점으로 설립되었으며, 1985년 유가증권시장에 상장되어 매매 개시. 사업 영역은 백화점, 면세점, 도소매업, 부동산 및 호텔업 등으로 세분화됨. 2021년 연결기준 순매출액 6조3,164억원(+32% y-y), 영업이익 5,174억원(+485% y-y) 기록. 향후 온라인 사업 확장, 면세사업 확장 등을 통해 중장기 성장을 도모하고자 함

Share price drivers/Earnings Momentum

- 한·중 양국 간의 관계 개선
- 중·일 양국 간의 관계 변화
- 국내 럭셔리 시장의 성장
- 국내 면세사업자들의 협상력 증대

Downside Risk

- 한·중 양국 간의 관계 악화
- 중·일 양국 간의 관계 개선
- 중국의 전자상거래법 단속 강화
- 국내 면세업 관련 사업자 및 제도의 변화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
Kohl's Corp	9.5	N/A	1.7	N/A	19.0	-0.5
Nordstrom Inc.	19.9	11.5	6.0	4.7	40.2	40.5
Marui Group	26.2	17.9	1.7	1.6	6.5	8.8
Isetan Mitsukoshi	29.9	19.9	0.7	1.0	2.4	5.0
J Front Retailing	58.3	18.9	0.7	0.9	1.2	4.9

자료 FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022	2023E	2024F
PER	N/A	8.2	5.7	5.3	4.7
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.4
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
ROE	-2.8	8.5	9.7	9.0	9.3
ROIC	-0.2	5.8	8.0	6.6	7.1

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	2,442	2,492	2,564	2,947	3,871	5,186	6,394	4,769	6,316
영업이익	306	273	262	251	346	397	468	88	517
영업이익률(%)	12.5	11.0	10.2	8.5	8.9	7.7	7.3	1.9	8.2
세전이익	267	250	583	415	291	355	798	-118	518
순이익	195	186	433	323	214	285	593	-69	389
지배지분순이익	158	157	402	227	182	239	526	-103	307
EBITDA	480	442	438	460	615	699	1,136	745	1,169
CAPEX	394	416	620	793	396	389	321	477	584
Free Cash Flow	-120	-38	-341	-433	-6	-57	469	76	520
EPS(원)	16,010	15,908	40,843	23,071	18,513	24,274	53,472	-10,512	31,165
BPS(원)	244,816	265,687	307,084	328,499	347,557	352,367	398,826	349,650	380,297
DPS(원)	1,000	1,150	1,250	1,250	1,250	2,000	2,000	1,500	3,000
순차입금	2,353	2,347	1,852	2,310	2,170	2,772	2,418	2,782	2,683
ROE(%)	13.1	6.2	14.3	7.3	5.5	6.9	14.2	-2.8	8.5
ROIC(%)	34.3	5.1	2.6	9.4	4.0	4.3	5.9	-0.2	5.8
배당성장(%)	6.2	7.2	3.1	5.4	6.7	8.2	3.7	-14.3	9.6
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.5	0.7	0.4	0.8	0.7	0.6	1.2
순차입금 비율(%)	70.4	65.8	45.6	49.2	44.1	55.4	43.8	55.0	46.6

자료: 신세계, NH투자증권 리서치본부

## ESG Index &amp; Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.  
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

표1. 신세계 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2021	2022P	2023E	2024F
매출액	- 수정 후	6,316	7,813	8,073	9,239
	- 수정 전	-	7,813	8,052	8,908
	- 변동률	-	0.0	0.3	3.7
영업이익	- 수정 후	517	645	718	790
	- 수정 전	-	645	705	787
	- 변동률	-	0.0	1.8	0.3
영업이익률(수정 후)		8.2	8.3	8.9	8.5
EBITDA		1,169	1,355	1,426	1,500
(지배지분)순이익		307	378	382	432
EPS	- 수정 후	31,165	38,438	38,820	43,838
	- 수정 전	-	38,438	37,959	43,635
	- 변동률	-	0.0	2.3	0.5
PER		8.2	5.7	5.3	4.7
PBR		0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA		6.2	4.9	4.4	4.1
ROE		8.5	9.7	9.0	9.3

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표 2. 신세계 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

구 분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23F	3Q23F	4Q22F	2022P	2023E
<b>순매출액</b>	<b>1,767</b>	<b>1,877</b>	<b>1,955</b>	<b>2,214</b>	<b>1,613</b>	<b>1,868</b>	<b>2,125</b>	<b>2,466</b>	<b>7,813</b>	<b>8,073</b>
신세계(별도)	443	467	458	498	468	498	484	526	1,866	1,977
신세계인터내셔널	352	384	388	430	366	391	399	451	1,554	1,608
센트럴시티	70	80	85	89	74	86	91	95	324	345
신세계디에프	772	813	857	997	564	748	968	1,176	3,439	3,456
순매출액(y-y)	34%	35%	17%	14%	-9%	0%	9%	11%	24%	3%
신세계	11%	17%	17%	4%	6%	7%	6%	6%	12%	6%
신세계인터내셔널	3%	13%	11%	3%	4%	2%	3%	5%	7%	3%
센트럴시티	16%	22%	42%	15%	6%	7%	6%	6%	23%	7%
신세계디에프	61%	45%	7%	21%	-27%	-8%	13%	18%	29%	1%
<b>매출총이익</b>	<b>1,118</b>	<b>1,236</b>	<b>1,280</b>	<b>1,452</b>	<b>1,027</b>	<b>1,183</b>	<b>1,302</b>	<b>1,531</b>	<b>5,085</b>	<b>5,043</b>
매출총이익률	63%	66%	65%	66%	64%	63%	61%	62%	65%	62%
<b>판관비</b>	<b>954</b>	<b>1,049</b>	<b>1,127</b>	<b>1,310</b>	<b>852</b>	<b>1,006</b>	<b>1,143</b>	<b>1,324</b>	<b>4,440</b>	<b>4,325</b>
판관비율	54%	56%	58%	59%	53%	54%	54%	54%	57%	54%
<b>영업이익</b>	<b>164</b>	<b>187</b>	<b>153</b>	<b>141</b>	<b>175</b>	<b>177</b>	<b>159</b>	<b>207</b>	<b>645</b>	<b>718</b>
영업이익률	9%	10%	8%	6%	11%	9%	7%	8%	8%	9%
신세계(별도)	87	83	75	103	90	84	78	104	348	356
신세계인터내셔널	33	39	24	19	28	35	25	28	115	115
센트럴시티	15	7	23	19	17	9	12	24	63	61
신세계디에프	-2	29	5	-26	14	14	17	25	5	70

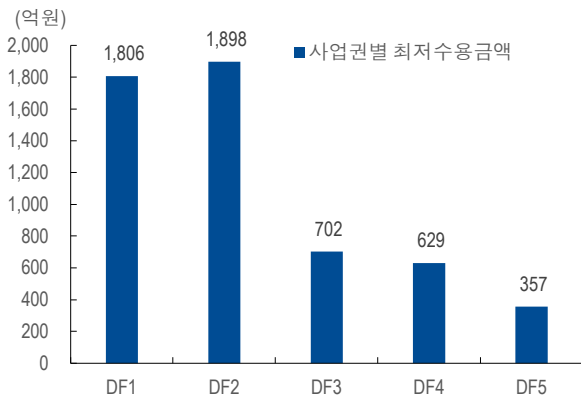
주: IFRS 연결기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 입찰 진행 중인 T1, T2 면세사업권 구성

구분	사업권	판매품목	매장수(개)	객당임대료 (최저수용금액)	면적(㎡)	사업구역
일반 사업권	DF1-2022	향수 · 화장품/ 주류 · 담배	17	5,346원	4,258	인천국제공항 출 국장 (T1, 탑승동 및 T2)
	DF2-2022	향수 · 화장품/ 주류 · 담배	16	5,617원	4,709	
	DF3-2022	패션 · 부티크	12	2,078원	4,649	
	DF4-2022	패션 · 부티크	13	1,863원	5,198	
	DF5-2022	부티크	5	1,056원	2,078	
	<b>소 계</b>		<b>63</b>		<b>20,892</b>	
중소 중견 사업권	DF8-2022	전 품목	6	583원	1,459	
	DF9-2022	전 품목	8	710원	1,821	
	<b>소 계</b>		<b>14</b>		<b>3,280</b>	
	<b>합 계</b>		<b>77</b>		<b>24,172</b>	

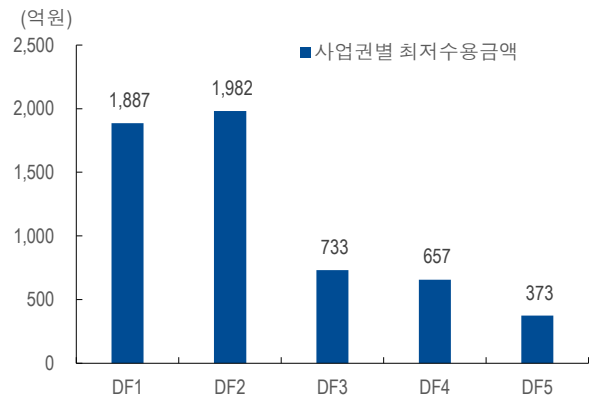
자료: 인천공항공사, NH투자증권 리서치본부

그림1. 2018년 여객 수 기준 사업권별 최저수용금액 추정



자료: 인천공항공사, 리서치본부 전망

그림2. 2019년 여객 수 기준 사업권별 최저수용금액 추정



자료: 인천공항공사, 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2021/12A	2022/12P	2023/12E	2024/12F
매출액	6,316	7,813	8,073	9,239
증감률 (%)	32.4	23.7	3.3	14.4
매출원가	2,607	2,728	3,030	3,521
매출총이익	3,709	5,085	5,043	5,718
Gross 마진 (%)	58.7	65.1	62.5	61.9
판매비와 일반관리비	3,192	4,440	4,325	4,928
영업이익	517	645	718	790
증감률 (%)	484.7	24.7	11.2	10.0
OP 마진 (%)	8.2	8.3	8.9	8.5
EBITDA	1,169	1,355	1,426	1,500
영업외손익	0	-123	-123	-118
금융수익(비용)	-75	-88	-82	-78
기타영업외손익	87	-35	-41	-39
종속, 관계기업관련손익	-11	0	0	0
세전계속사업이익	518	523	595	672
법인세비용	129	17	161	181
계속사업이익	389	506	434	490
당기순이익	389	506	434	490
증감률 (%)	흑전	30.1	-14.2	12.9
Net 마진 (%)	6.2	6.5	5.4	5.3
지배주주지분 순이익	307	378	382	432
비지배주주지분 순이익	82	127	52	59
기타포괄이익	-43	0	0	0
총포괄이익	345	506	434	490

Valuation / Profitability / Stability				
	2021/12A	2022/12P	2023/12E	2024/12F
PER(X)	8.2	5.7	5.3	4.7
PBR(X)	0.7	0.5	0.5	0.4
PCR(X)	2.9	1.7	1.5	1.4
PSR(X)	0.4	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA(X)	6.2	4.9	4.4	4.1
EV/EBIT(X)	13.9	10.2	8.8	7.8
EPS(W)	31,165	38,438	38,820	43,838
BPS(W)	380,297	414,989	449,813	489,455
SPS(W)	641,576	793,569	819,965	938,411
자기자본이익률(ROE, %)	8.5	9.7	9.0	9.3
총자산이익률(ROA, %)	2.9	3.7	3.1	3.4
투자자본이익률 (ROIC, %)	5.8	8.0	6.6	7.1
배당수익률(%)	1.2	1.7	1.9	2.0
배당성장(%)	9.6	9.7	10.3	9.6
총현금배당금(십억원)	29.5	36.9	39.3	41.3
보통주 주당배당금(W)	3,000	3,750	4,000	4,200
순부채(현금)/자기자본(%)	46.6	36.7	31.1	26.7
총부채/ 자기자본(%)	136.8	121.5	113.6	105.8
이자발생부채	3,322	3,114	3,024	2,941
유동비율(%)	53.5	65.7	72.5	80.5
총발행주식수(mn)	10	10	10	10
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	254,000	220,000	207,500	207,500
시가총액(십억원)	2,501	2,166	2,043	2,043

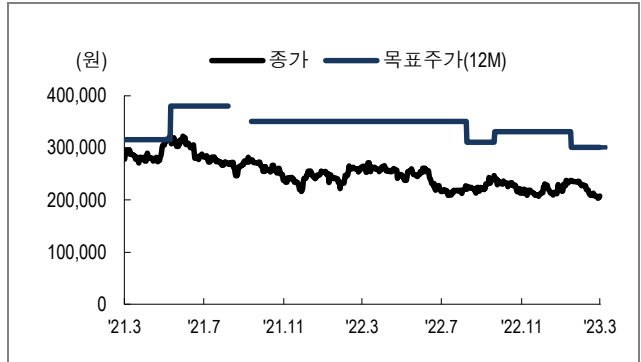
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2021/12A	2022/12P	2023/12E	2024/12F
현금및현금성자산	578	768	901	990
매출채권	273	322	319	362
유동자산	1,910	2,380	2,659	2,976
유형자산	6,943	6,970	6,990	7,020
투자자산	2,097	2,163	2,232	2,303
비유동자산	11,734	11,425	11,497	11,585
자산총계	13,645	13,805	14,156	14,561
단기성부채	1,352	1,310	1,303	1,304
매입채무	92	97	103	109
유동부채	3,571	3,621	3,666	3,698
장기성부채	3,291	2,921	2,812	2,702
장기충당부채	27	36	48	63
비유동부채	4,312	3,953	3,864	3,787
부채총계	7,882	7,573	7,529	7,485
자본금	49	49	49	49
자본잉여금	403	403	403	403
이익잉여금	3,084	3,426	3,769	4,159
비지배주주지분	2,018	2,146	2,198	2,257
자본총계	5,762	6,231	6,626	7,076

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2021/12A	2022/12P	2023/12E	2024/12F
영업활동 현금흐름	1,104	1,032	1,068	1,037
당기순이익	389	506	434	490
+ 유/무형자산상각비	652	709	709	711
+ 종속, 관계기업관련손익	42	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	36	0	0	0
Gross Cash Flow	871	1,301	1,365	1,440
- 운전자본의증가(감소)	333	-184	-75	-164
투자활동 현금흐름	-825	-401	-782	-800
+ 유형자산 감소	1	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-584	-712	-707	-722
+ 투자자산의매각(취득)	-459	-66	-69	-72
Free Cash Flow	520	320	361	315
Net Cash Flow	279	631	286	237
재무활동현금흐름	-91	-441	-153	-148
자기자본 증가	55	0	0	0
부채증감	-145	-441	-153	-148
현금의증가	189	190	133	89
기말현금 및 현금성자산	578	768	901	990
기말 순부채(순현금)	2,683	2,284	2,059	1,886

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.01.11	Buy	300,000원(12개월)	-	-
2022.09.23	Buy	330,000원(12개월)	-32.9%	-27.4%
2022.08.11	Buy	310,000원(12개월)	-27.1%	-20.5%
2021.09.13	Buy	350,000원(12개월)	-30.0%	-21.0%
2021.08.09	담당 Analyst 변경		-	-
2021.05.13	Buy	380,000원(12개월)	-23.7%	-15.4%
2021.02.18	Buy	315,000원(12개월)	-9.7%	2.2%
2021.01.13	Buy	290,000원(12개월)	-15.8%	-12.1%

신세계(004170.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy: 15% 초과
- Hold: -15% ~ 15%
- Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 2월 24일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
81.2%	18.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '신세계'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.