

# 신세계(004170)

## 1Q24 Review: 밸류에이션 매력에 두각을 보일 시점

### 영업이익이 시장 기대치에 부합

2024년 1분기 신세계의 매출은 1조 6,047억원(+2.6% YoY), 영업이익은 1,630억원(+7.0% YoY, OPM 10.2%)을 기록하여 매출과 영업이익 모두 시장 기대치에 부합했다. 백화점과 면세점은 시장 기대치를 소폭 하회했으나, 까사미아, 센트럴시티 등 자회사의 양호한 실적이 이를 상쇄했다. 백화점(별도)의 매출이 고신장(+8.4% YoY) 했음에도, 영업이익이 감소한 이유는 마진이 낮은 명품/가전의 매출 증가에 따른 GP마진(-0.5%p YoY) 하락과 판관비 증가(+9.6% YoY) 때문이다. 강남점 리뉴얼 등에 따른 감가상각비(+90억원 YoY)와 인건비 증가 등으로 당사의 추정(+6.5% YoY)보다 판관비가 크게 증가했다. 면세 사업부는 영업이익 72억원(-70.5% YoY)을 기록하여, 당사 추정치(OP +108억원)를 하회했다. 예상보다 지난 4분기 대비 면세점의 제품 할인율이 떨어지지 않았고(40% 중반), 체화재고(ex. 오래된 재고) 판매 관련한 비용(-18억원)도 발생했기 때문이다.

### 이익 체력 대비, 너무나 저평가 상태

감가상각비 등 판관비 증가로 올해 백화점(별도)의 영업이익은 전년동기대비 2.8% 감익할 것으로 예상된다. 별도 부문의 영업이익 감익은 다소 아쉬운 부분이지만, 이를 반영해도 이익 체력은 양호하고, 주가는 저평가 상태다. 지난 2023년 4분기에 이어 이번 분기에도 신세계의 실적은 양호했다. 그럼에도 불구하고 주가는 회복하지 못했는데, 그 이유는 소비재 섹터로의 수급이 좋지 못했기 때문이다. 주가와 달리 백화점 산업의 매출 증가는 시장의 우려보다 양호하고, 4월 면세점 산업 매출 또한 3월 대비 증가하고 있다.

### 양호한 주가 흐름을 예상

신세계에 대하여 투자 의견 매수와 목표주가 250,000원(12MF, PER 7.6x)을 유지한다. 백화점 사업의 고정비 부담과 면세 산업의 더딘 회복은 이미 주가에 반영되어 있다. 백화점(별도)은 2분기에도 영업이익 감익을 이어가겠지만, 면세 부문은 점차 개선세를 보일 전망이다. 실적 발표 이후 신세계는 [자사주 매입 공시](#)를 했고, 이 부분 또한 주가에 긍정적이다(4Q23 유통주식수 기준 4.2%). 섹터 순환매 등을 대비하여 유통 섹터에서 아이디어를 찾아야한다면, 밸류에이션 매력과 이익 체력이 높은 신세계가 가장 적합하다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	7,813	645	406	41,282	32.3	1,224	5.3	6.4	0.5	10.3	1.7
2023A	6,357	640	225	23,574	(42.9)	1,137	7.4	6.7	0.4	5.4	2.3
2024F	7,032	704	337	35,747	51.6	1,239	4.8	6.5	0.4	7.8	2.3
2025F	7,866	779	381	40,349	12.9	1,356	4.3	6.4	0.3	8.2	2.3
2026F	8,411	839	405	42,918	6.4	1,456	4.0	6.4	0.3	8.1	2.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 250,000원(유지)

### KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
53	42	61	55

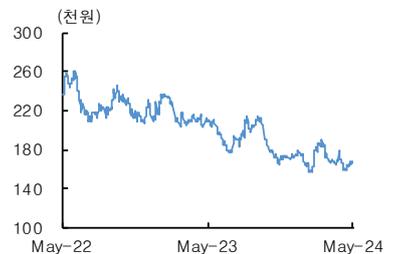
### Stock Data

KOSPI(5/8)	2,745
주가(5/8)	173,200
시가총액(십억원)	1,705
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저가(원)	215,000/156,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,056
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.3/18.6
주요주주(%)	정유경 외 2인 28.6
	국민연금공단 10.5

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.7	(0.3)	(17.3)
KOSPI 대비(%p)	3.6	(13.6)	(26.6)

### 주가추이



자료: FnGuide

### 김명주

myoungjoo.kim@koreainvestment.com

### 전예원

yw.jeon@koreainvestment.com

<표 1> 신세계 2024년 1분기 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q23	4Q23	1Q24			증감률	
			실제	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,563	1,720	1,605	1,582	1,628	2.6	(6.7)
영업이익	152	206	163	167	163	7.0	(20.9)
영업이익률	9.7	12.0	10.2	10.5	10.0	0.4	(1.8)
순이익	106	19	103	84	82	(3.3)	443.5

자료: 신세계, 한국투자증권

<표 2> 신세계 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	6,861	7,703	7,032	7,866	2.5	2.1
영업이익	709	781	704	779	(0.6)	(0.3)
영업이익률(%)	10.3	10.1	10.0	9.9	(0.3)	(0.2)
순이익	332	388	337	381	1.7	(1.8)

자료: 한국투자증권

<표 3> 신세계 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

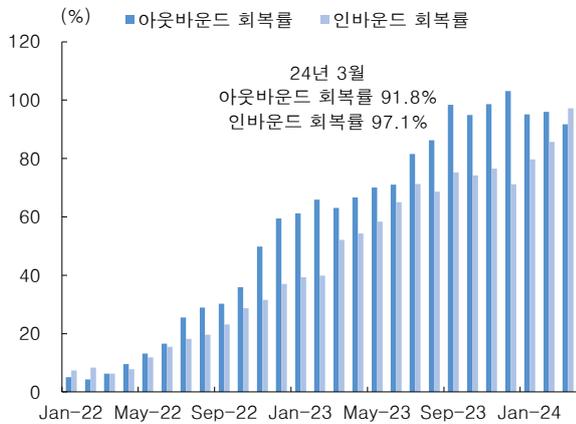
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
총매출액	2,675	3,054	2,604	3,384	2,819	3,258	3,317	3,821	3,544	3,625	3,685	4,204	12,302	11,717	13,215	15,059	16,108
순매출액	1,563	1,576	1,497	1,720	1,605	1,714	1,744	1,969	1,846	1,909	1,940	2,171	7,813	6,357	7,032	7,866	8,411
신세계	462	470	456	525	501	492	478	542	515	511	497	563	1,866	1,912	2,013	2,086	2,179
신세계인터	312	334	316	393	309	344	338	423	331	369	362	452	1,554	1,354	1,415	1,514	1,590
신세계씨티	84	89	94	82	89	94	97	100	93	96	99	102	324	350	379	390	401
신세계디에프	511	485	436	484	487	567	623	659	677	704	761	795	3,439	1,916	2,335	2,937	3,246
신세계동대구	68	69	66	78	71	72	70	83	76	75	73	88	270	281	297	312	328
매출총이익	978	965	890	1,022	979	1,078	951	921	1,103	1,167	1,064	1,003	5,085	3,855	3,929	4,337	4,653
영업이익	152	150	132	206	163	142	167	232	194	156	179	250	645	640	704	779	839
신세계	71	54	60	92	70	48	60	91	77	51	63	95	348	277	269	286	308
신세계인터	10	18	6	14	11	20	12	23	12	21	13	24	115	49	66	70	74
신세계씨티	22	9	25	24	26	10	26	28	26	10	27	28	59	80	90	92	94
신세계디에프	24	40	9	7	7	17	24	29	27	27	32	40	7	81	78	125	144
신세계동대구	19	17	19	25	22	18	20	27	24	18	21	29	79	81	88	92	98
세전이익	139	98	116	100	155	102	131	199	173	120	155	224	522	453	586	672	715
순이익	106	56	43	19	103	55	71	108	98	68	88	127	406	225	337	381	405
YoY (%)																	
총매출액	(5.8)	(0.2)	(15.1)	1.5	5.4	6.7	27.4	12.9	25.7	11.3	11.1	10.0	20.5	(4.8)	12.8	14.0	7.0
순매출액	(11.5)	(16.0)	(23.4)	(22.3)	2.6	8.8	16.5	14.4	15.0	11.4	11.2	10.3	23.7	(18.6)	10.6	11.9	6.9
매출총이익	(12.5)	(22.0)	(30.5)	(29.6)	0.1	11.7	6.9	(9.9)	12.7	8.3	11.9	8.9	37.1	(24.2)	1.9	10.4	7.3
영업이익	(6.9)	(20.2)	(13.9)	45.7	7.0	(4.7)	26.3	12.6	19.2	9.3	7.4	7.9	24.7	(0.9)	10.0	10.7	7.7
순이익	(12.1)	11.3	(36.5)	(88.6)	(3.3)	(2.3)	63.7	472.2	(4.7)	23.3	23.9	17.1	32.3	(44.6)	49.8	12.9	6.4

주1: 순이익은 지배주주 기준

주2: 23년 7월부터 신규로 입점하는 인천공항 면세점을 신세계DF 실적에 반영. 2023년 3/4분기는 프로모션비/투자비 등이 증가한다고 가정

자료: 신세계, 한국투자증권

[그림 1] 2019년 대비 인바운드와 아웃바운드 관광객 회복률 추이. 최근 인바운드 관광객 회복률이 빠르게 올라오는 중



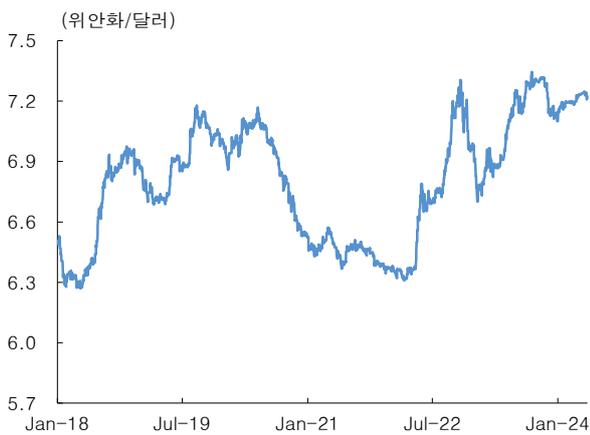
자료: 관광지식정보시스템, 한국투자증권

[그림 2] 인바운드 관광객 중 중국인 비중 추이. 중국인 비중도 꾸준히 회복되고 있음



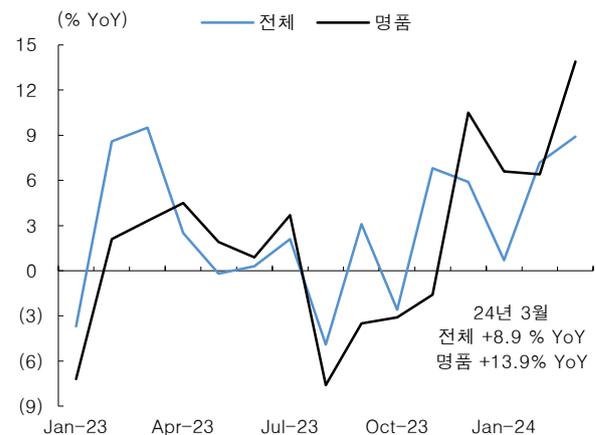
자료: 관광지식정보시스템, 한국투자증권

[그림 3] 달러대비 위안화 가치 추이. 위안화 가치의 상승은 면세 산업의 송객수수료 하락에 기여할 수 있음



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 백화점 산업의 전체 매출과 명품 매출 증감 추이. 시장의 우려보다 2024년 1분기 백화점 산업의 매출은 양호하게 증가



자료: 산업통상자원부, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

백화점(신세계, 인천/대구/대전신세계), 패션/화장품/가구(신세계인터내셔널, 까사미아), 면세점(신세계디에프) 등 유통업을 주요사업으로 영위함. 2023년 4분기 기준 백화점 12개, 면세점 3개, 아울렛 5개 점포 운영 중

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>7,813</b>	<b>6,357</b>	<b>7,032</b>	<b>7,866</b>	<b>8,411</b>
매출원가	2,728	2,502	3,103	3,529	3,758
매출총이익	5,085	3,855	3,929	4,337	4,653
판매관리비	4,440	3,215	3,225	3,558	3,814
<b>영업이익</b>	<b>645</b>	<b>640</b>	<b>704</b>	<b>779</b>	<b>839</b>
영업이익률(%)	8.3	10.1	10.0	9.9	10.0
EBITDA	1,224	1,137	1,239	1,356	1,456
EBITDA Margin(%)	15.7	17.9	17.6	17.2	17.3
영업외수익	(123)	(187)	(118)	(107)	(124)
금융수익	125	140	139	144	148
금융비용	209	231	230	230	250
기타영업외손익	(16)	(88)	(23)	(17)	(19)
관계기업관련손익	(23)	(7)	(4)	(4)	(4)
<b>세전계속사업이익</b>	<b>522</b>	<b>453</b>	<b>586</b>	<b>672</b>	<b>715</b>
법인세비용	(26)	141	150	175	186
연결당기순이익	548	312	436	498	529
<b>지배주주지분순이익</b>	<b>406</b>	<b>225</b>	<b>337</b>	<b>381</b>	<b>405</b>
지배주주순이익률(%)	5.2	3.5	4.8	4.8	4.8
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	23.7	(18.6)	10.6	11.9	6.9
영업이익 증가율	24.7	(0.9)	10.0	10.7	7.7
지배주주순이익 증가율	32.3	(44.6)	49.8	12.9	6.4
EPS 증가율	32.3	(42.9)	51.6	12.9	6.4
EBITDA 증가율	4.7	(7.1)	9.0	9.4	7.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>903</b>	<b>791</b>	<b>1,118</b>	<b>1,199</b>	<b>836</b>
당기순이익	548	312	436	498	529
유형자산감가상각비	546	444	479	514	550
무형자산상각비	32	53	56	63	67
자산부채변동	(39)	(121)	46	5	(435)
기타	(184)	103	101	119	125
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(774)</b>	<b>(912)</b>	<b>(1,348)</b>	<b>(1,513)</b>	<b>(1,329)</b>
유형자산투자	(381)	(601)	(752)	(788)	(823)
유형자산매각	3	5	5	5	5
투자자산순증	(215)	(8)	(265)	(322)	(218)
무형자산순증	(10)	(13)	(115)	(136)	(115)
기타	(171)	(295)	(221)	(272)	(178)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>233</b>	<b>(16)</b>	<b>316</b>	<b>419</b>	<b>561</b>
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	277	179	452	573	723
배당금지급	(54)	(79)	(38)	(38)	(38)
기타	10	(116)	(98)	(116)	(124)
기타현금흐름	(2)	1	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>360</b>	<b>(136)</b>	<b>85</b>	<b>105</b>	<b>69</b>
FCF	1,015	284	96	55	(227)

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

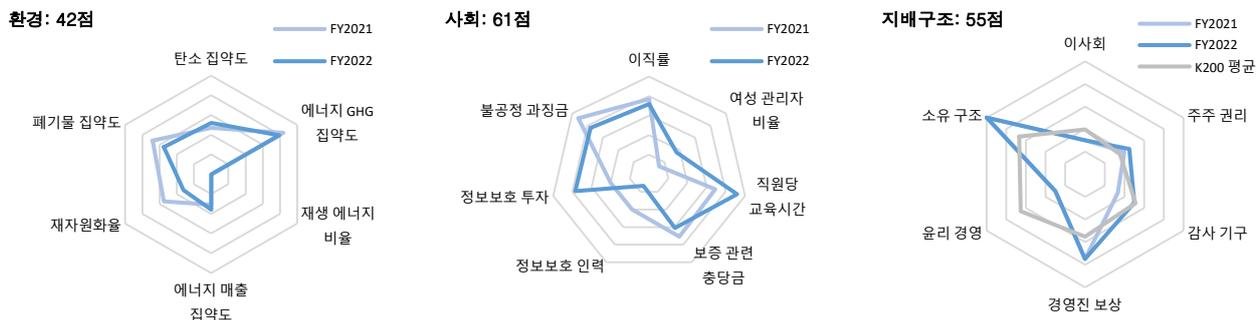
(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>14,348</b>	<b>14,752</b>	<b>15,814</b>	<b>17,063</b>	<b>17,972</b>
유동자산	2,654	2,674	2,958	3,308	3,538
현금성자산	938	802	888	993	1,062
매출채권및기타채권	559	716	792	886	947
재고자산	865	891	986	1,103	1,179
비유동자산	11,695	12,078	12,856	13,754	14,435
투자자산	2,193	2,298	2,542	2,843	3,041
유형자산	7,011	7,280	7,548	7,817	8,086
무형자산	621	560	619	692	740
<b>부채총계</b>	<b>8,097</b>	<b>8,412</b>	<b>9,099</b>	<b>9,910</b>	<b>10,351</b>
유동부채	4,850	4,944	5,469	6,048	6,145
매입채무및기타채무	1,689	1,787	1,977	2,212	2,365
단기차입금및단기사채	767	1,190	1,614	2,038	2,462
유동성장기부채	1,211	1,001	1,032	1,063	1,094
비유동부채	3,247	3,468	3,629	3,862	4,206
사채	1,540	1,523	1,423	1,373	1,473
장기차입금및금융부채	906	1,074	1,243	1,412	1,581
<b>자본총계</b>	<b>6,252</b>	<b>6,340</b>	<b>6,715</b>	<b>7,152</b>	<b>7,621</b>
지배주주지분	4,114	4,209	4,491	4,816	5,166
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	403	403	403	403	403
기타자본	(4)	(87)	(87)	(87)	(87)
이익잉여금	3,479	3,655	3,955	4,298	4,665
비지배주주지분	<b>2,138</b>	<b>2,131</b>	<b>2,225</b>	<b>2,336</b>	<b>2,455</b>
순차입금	3,538	3,876	4,224	4,668	5,307

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	41,282	23,574	35,747	40,349	42,918
BPS	418,199	436,364	464,998	498,063	533,591
DPS	3,750	4,000	4,000	4,000	4,000
<b>수익성(%)</b>					
ROA	3.9	2.1	2.9	3.0	3.0
ROE	10.3	5.4	7.8	8.2	8.1
배당수익률	1.7	2.3	2.3	2.3	2.3
배당성향	9.1	16.8	11.2	9.9	9.3
<b>안정성</b>					
부채비율(x)	129.5	132.7	135.5	138.6	135.8
차입금/자본총계비율(%)	74.5	76.7	79.1	82.3	86.7
이자보상배율(x)	5.4	3.8	4.2	4.6	4.5
순차입금/EBITDA(x)	2.9	3.4	3.4	3.4	3.6
<b>Valuation(x)</b>					
PER	5.3	7.4	4.8	4.3	4.0
최고	6.7	10.2	5.3	4.7	4.4
최저	5.0	6.8	4.3	3.8	3.6
PBR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
최고	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
최저	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	6.4	6.7	6.5	6.4	6.4

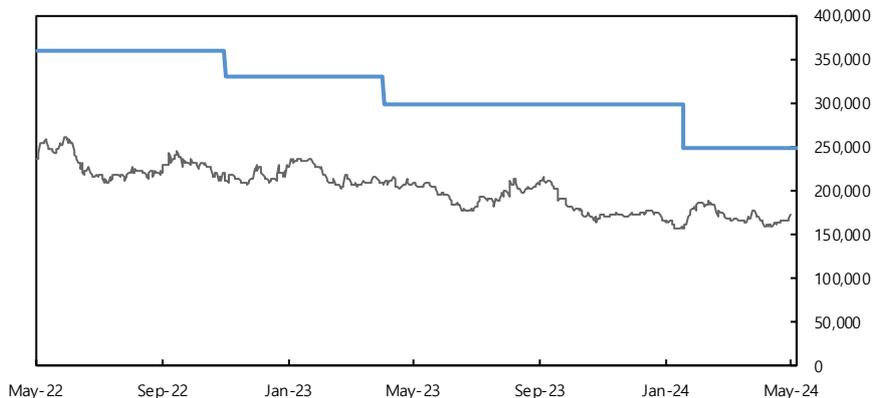
KIS ESG Indicator



자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
신세계 (004170)	2021.08.23	매수	360,000원	-31.7	-21.9
	2022.08.23	1년경과		-36.9	-31.5
	2022.11.07	매수	330,000원	-34.2	-28.2
	2023.04.10	매수	300,000원	-37.3	-28.0
	2024.01.25	매수	250,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 5월 9일 현재 신세계 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.7%	15.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.