



신세계 (004170)

2Q24 Review : 백화점에 주목할 시점, 비용 관리는 숙제

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638 / RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com 3772-7647

Buy (유지)

목표주가(하향): 220,000원

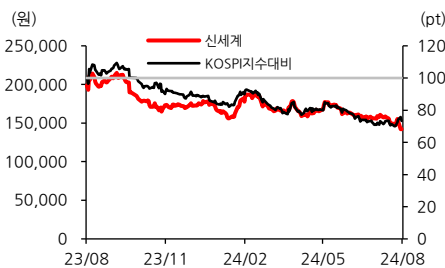
현재 주가(8/7)	148,900원
상승여력	▲ 47.8%
시가총액	14,659억원
발행주식수	9,845천주
52 주 최고가 / 최저가	215,000 / 142,100원
90 일 일평균 거래대금	62.62억원
외국인 지분율	16.7%
주주 구성	
정유경 (외 3 인)	28.6%
국민연금공단 (외 1 인)	10.6%
자사주 (외 1 인)	4.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.6	-11.4	-19.7	-24.9
상대수익률(KOSPI)	5.7	-5.3	-18.1	-24.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	7,813	6,357	6,853	7,722
영업이익	645	640	609	707
EBITDA	1,224	1,137	1,122	1,233
지배주주순이익	406	225	272	305
EPS	41,245	22,865	28,790	32,278
순차입금	3,617	3,881	3,682	3,296
PER	5.3	7.7	5.2	4.6
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.7	4.9	4.6	3.9
배당수익률	1.7	2.3	3.0	3.0
ROE	10.3	5.4	6.3	6.7

주가 추이



2Q24 Review

신세계는 2Q24 총매출액 2.78조원(+1.8% YoY), 영업이익 1,175억원 (-21.5% YoY)를 기록해 시장 컨센서스(1,231억원)과 당사 전망치(1,149억원)에 대체로 부합하였다. 백화점 부문은 매출액 1.75조원(+2.6% YoY), 영업이익 818억원(-11% YoY)를 기록했다. 2분기 기준 점성장률이 +2.6% YoY를 기록했으나, 저마진 카테고리인 생활/가전의 성장이 두드러지면서 상품 믹스가 악화되었고, 인건비/감상비 등 판매비가 증가하며 경쟁사 대비 상대적으로 감익 폭이 컸다. 면세점은 매출액 4,924억원(+1.1% QoQ), 영업이익 86억원(+19.4% QoQ)를 기록했다. 중국 수요 부진 등으로 다이공과 단체관광객 회복이 더딘 상황 속에서 전반적으로 1분기 수준의 실적 흐름이 이어졌다. 센트럴시티(영업이익 +22억원 YoY), 까사(+48억원 YoY), 라이브쇼핑(+35억원 YoY) 등 자회사 실적 개선 흐름은 지속되었다.

엔저 흐름 제동은 백화점에 긍정적

LVMH의 최근 실적에서는 2Q24 일본 시장 매출은 엔저에 따른 중국 및 아시아 관광객 수요로 지난해 높은 기저(+30% YoY)에도 +57% YoY 성장한 데 반하여 일본을 제외한 아시아는 -14% YoY로 부진한 것을 확인할 수 있었다. 엔저 흐름이 지속되면서, 동북아시아의 명품 수요가 일본으로 흡수된 것이다. 명품에 강세를 보이는 동사마저도 2Q24 명품 성장률은 +1% YoY 수준에 불과했다. 그림4에서 확인할 수 있듯이 이 같은 동북아의 흐름을 주식 시장도 반영해왔다. 이 때문에 최근 나타난 엔화 강세 흐름은 백화점에 긍정적이다. 다소 과격하긴 강세 전환으로 단시간에 동일 제품에 대한 한국과 일본의 리테일 가격이 역전되는 현상이 나타났다. 이에 국내 명품 수요의 국외 유출은 축소되고 해외 수요의 국내 유입 가능성이 생겼다. 디스인플레이션 흐름도 긍정적이다. 백화점에 주목할 시점이다. 다만 고정비 증가 등 백화점의 비용 관리는 다소 어렵다. 하반기 판촉비 절감 노력을 피력했기에 의미있는 성과를 도출하는 것이 중요하겠다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 22만원 하향

신세계에 대해 투자의견을 유지하나, 목표주가는 면세점 가치 하향으로 22만원으로 하향한다.

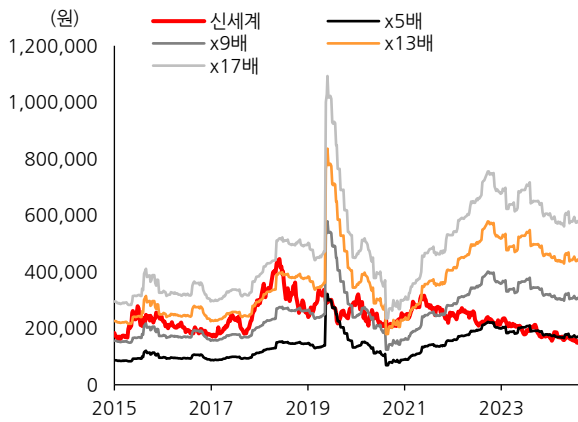
[표1] 신세계 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
판매출액	15,634	15,759	14,975	17,203	16,047	16,066	17,060	19,354	63,571	68,528	77,221
YoY	-11.5%	-16.0%	-23.4%	-22.3%	2.6%	1.9%	13.9%	12.5%	-18.6%	7.8%	12.7%
백화점	6,210	6,284	6,043	7,034	6,641	6,417	6,311	7,303	25,570	26,671	27,267
신세계인터내셔널	3,122	3,338	3,158	3,925	3,094	3,209	3,297	4,147	13,543	13,747	14,615
센트럴시티	843	891	942	823	889	950	970	848	3,499	3,657	3,767
신세계 DF	5,112	4,851	4,361	4,841	4,867	4,924	5,967	6,351	19,165	22,109	28,652
까사미아	527	551	623	649	685	651	654	681	2,350	2,672	3,072
라이브쇼핑	670	703	662	804	782	815	761	925	2,839	3,283	3,447
영업이익	1,524	1,496	1,318	2,060	1,630	1,175	1,366	1,921	6,398	6,091	7,074
YoY	-6.8%	-20.2%	-13.9%	45.8%	7.0%	-21.5%	3.6%	-6.8%	-0.9%	-4.8%	16.1%
백화점	1,103	921	928	1,447	1,137	818	947	1,509	4,399	4,411	4,576
신세계인터내셔널	103	184	60	140	112	133	81	189	487	515	681
센트럴시티	218	87	249	240	262	109	260	88	794	719	817
신세계 DF	243	402	133	89	72	86	115	40	867	312	746
까사미아	-88	-53	-18	-10	10	-5	-3	11	-169	13	148
라이브쇼핑	-6	24	12	101	56	59	16	135	131	266	305
영업이익률	9.7%	9.5%	8.8%	12.0%	10.2%	7.3%	8.0%	9.9%	10.1%	8.9%	9.2%

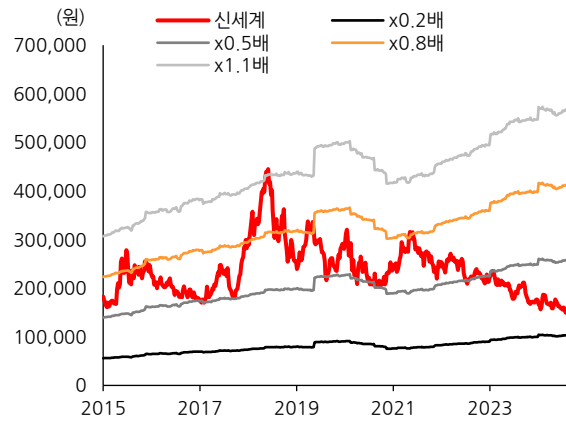
자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 신세계 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 신세계 P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

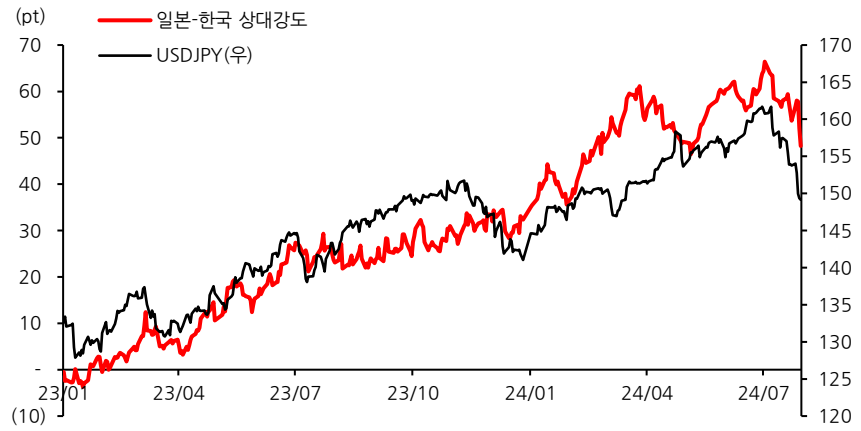
[표2] 신세계 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	24E	비고
백화점부문 순이익	2,607	각 법인 지분을 고려
Target P/E	8	
백화점 가치	20,858	
면세점부문 순이익	-150	호텔신라 목표 P/E 대비 30% 할인
Target P/E	18	
면세점 가치	0	
적정 시가총액	20,858	자사주 제외
발행주식수	9,436	
적정 주당가치	221,033	

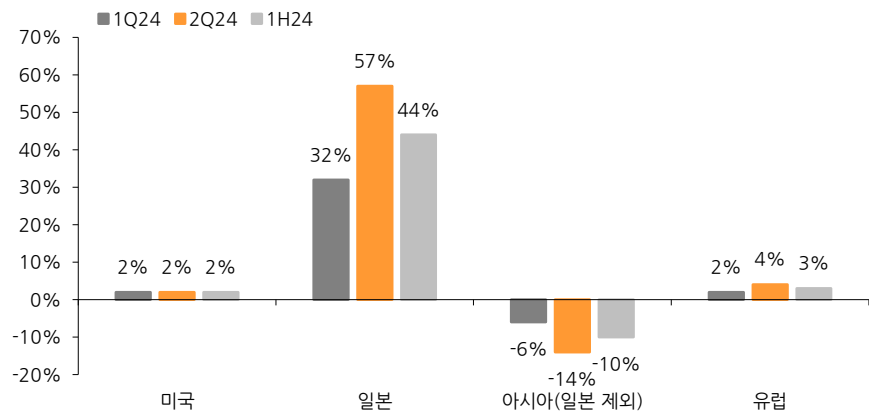
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 일본 유통주 - 한국 유통주 상대강도 및 USDJPY 추이



자료: Bloomberg, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 지역별 LVMH 상반기 전년 동기 대비 매출액 성장률



자료: LVMH, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,316	7,813	6,357	6,853	7,722
매출총이익	3,709	5,085	3,855	4,390	5,019
영업이익	517	645	640	609	707
EBITDA	1,169	1,224	1,137	1,122	1,233
순이자손익	-89	-81	-113	-130	-126
외화관련손익	-33	-35	5	-7	0
지분법손익	-42	-16	-5	2	0
세전계속사업손익	518	522	453	464	541
당기순이익	389	548	312	364	406
지배주주순이익	307	406	225	272	305
증가율(%)					
매출액	158.7	23.7	-18.6	7.8	12.7
영업이익	68.9	24.7	-0.9	-4.8	16.1
EBITDA	143.5	4.7	-7.1	-1.3	9.9
순이익	99.8	40.8	-43.0	16.7	11.6
이익률(%)					
매출총이익률	58.7	65.1	60.6	64.1	65.0
영업이익률	8.2	8.3	10.1	8.9	9.2
EBITDA 이익률	18.5	15.7	17.9	16.4	16.0
세전이익률	8.2	6.7	7.1	6.8	7.0
순이익률	6.2	7.0	4.9	5.3	5.3

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	1,104	903	791	635	840
당기순이익	389	548	312	364	406
자산상각비	652	578	497	513	526
운전자본증감	333	-39	-121	-101	9
매출채권 감소(증가)	-103	-80	-165	-20	-72
재고자산 감소(증가)	110	-94	-14	-143	-98
매입채무 증가(감소)	264	237	45	37	180
투자현금흐름	-825	-774	-912	-326	-412
유형자산처분(취득)	-583	-378	-596	-415	-400
무형자산 감소(증가)	-10	-10	-13	-17	-12
투자자산 감소(증가)	-31	-131	52	6	0
재무현금흐름	-91	233	-16	-95	-242
차입금의 증가(감소)	-57	277	179	-83	-200
자본의 증가(감소)	-22	-54	-163	-40	-42
배당금의 지급	-22	-54	-79	-38	-42
총현금흐름	871	1,106	1,184	786	831
(-)운전자본증가(감소)	-497	-77	38	35	-9
(-)설비투자	584	381	601	416	400
(+)자산매각	-9	-6	-8	-17	-12
Free Cash Flow	775	796	537	319	428
(-)기타투자	366	371	438	-34	0
잉여현금	409	424	99	353	428
NOPLAT	389	468	440	478	531
(+) Dep	652	578	497	513	526
(-)운전자본투자	-497	-77	38	35	-9
(-)Capex	584	381	601	416	400
OpFCF	953	742	299	540	666

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,910	2,654	2,674	3,017	3,373
현금성자산	639	1,042	979	1,105	1,291
매출채권	472	559	716	762	834
재고자산	756	865	891	1,040	1,139
비유동자산	11,734	11,695	12,078	12,054	11,940
투자자산	4,363	4,063	4,239	4,293	4,293
유형자산	6,943	7,011	7,280	7,216	7,123
무형자산	428	621	560	545	525
자산총계	13,645	14,348	14,752	15,071	15,313
유동부채	3,571	4,850	4,944	5,175	5,255
매입채무	1,409	1,689	1,787	1,901	2,081
유동성이자부채	1,352	2,214	2,263	2,313	2,213
비유동부채	4,312	3,247	3,468	3,342	3,242
비유동이자부채	3,291	2,445	2,597	2,474	2,374
부채총계	7,882	8,097	8,412	8,518	8,498
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	403	403	403	402	402
이익잉여금	3,084	3,479	3,655	3,889	4,151
자본조정	208	182	101	101	101
자기주식	-4	-4	-87	-87	-87
자본총계	5,762	6,252	6,340	6,553	6,815

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	31,165	41,245	22,865	28,790	32,278
BPS	380,297	417,836	427,477	451,085	477,710
DPS	3,000	3,750	4,000	4,500	4,500
CFPS	88,462	112,373	120,245	79,849	84,366
ROA(%)	2.3	2.9	1.5	1.8	2.0
ROE(%)	8.5	10.3	5.4	6.3	6.7
ROIC(%)	4.7	5.6	5.1	5.5	6.2
Multiples(x, %)					
PER	8.2	5.3	7.7	5.2	4.6
PBR	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
PSR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
PCR	2.9	2.0	1.5	1.9	1.8
EV/EBITDA	5.6	4.7	4.9	4.6	3.9
배당수익률	1.2	1.7	2.3	3.0	3.0
안정성(%)					
부채비율	136.8	129.5	132.7	130.0	124.7
Net debt/Equity	69.5	57.9	61.2	56.2	48.4
Net debt/EBITDA	342.5	295.6	341.3	328.2	267.3
유동비율	53.5	54.7	54.1	58.3	64.2
이자보상배율(배)	4.8	5.4	3.8	3.2	3.8
자산구조(%)					
투자자본	62.5	62.1	62.6	61.7	60.5
현금+투자자산	37.5	37.9	37.4	38.3	39.5
자본구조(%)					
차입금	44.6	42.7	43.4	42.2	40.2
자기자본	55.4	57.3	56.6	57.8	59.8

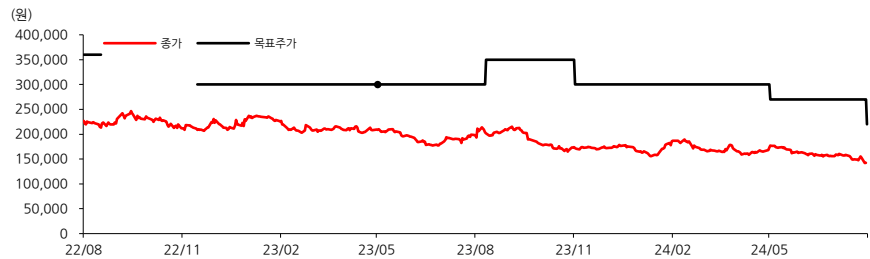
[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 8월 8일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협, 최영주)
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[신세계 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.11.22	2022.11.22	2023.01.09	2023.02.09	2023.02.28
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		이진협	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2023.04.05	2023.05.11	2023.05.23	2023.06.26	2023.08.10	2023.08.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	350,000
일 시	2023.10.10	2023.11.01	2023.11.09	2023.12.28	2024.01.05	2024.01.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	350,000	350,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2024.02.01	2024.02.08	2024.04.09	2024.04.26	2024.05.09	2024.07.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	270,000	270,000
일 시	2024.08.08					
투자의견	Buy					
목표가격	220,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.12	Buy	360,000	-36.79	-27.64
2022.11.22	Buy	300,000	-30.76	-21.00
2023.08.18	Buy	350,000	-45.52	-38.57
2023.11.09	Buy	300,000	-43.18	-36.83
2024.05.09	Buy	270,000	-40.68	-34.41
2024.08.08	Buy	220,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%