



# 신세계 (004170)

1Q25 Review : 백화점과 면세점이 함께 좋아진다면?

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 220,000원

|                |                    |
|----------------|--------------------|
| 현재 주가(5/13)    | 164,000원           |
| 상승여력           | ▲34.1%             |
| 시가총액           | 15,818억원           |
| 발행주식수          | 9,645천주            |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 176,800 / 125,900원 |
| 90 일 일평균 거래대금  | 55.4억원             |
| 외국인 지분율        | 13.0%              |

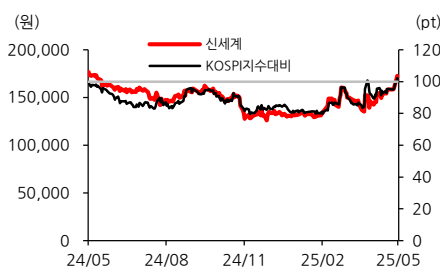
|                |       |
|----------------|-------|
| 주주 구성          |       |
| 정유경 (외 4 인)    | 29.2% |
| 국민연금공단 (외 1 인) | 11.4% |
| 자사주 (외 1 인)    | 9.1%  |

| 주가수익률(%)     | 1개월  | 3개월  | 6개월  | 12개월 |
|--------------|------|------|------|------|
| 절대수익률        | 13.1 | 22.7 | 28.4 | -7.2 |
| 상대수익률(KOSPI) | 5.9  | 21.7 | 20.5 | -2.9 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보      | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 6,357  | 6,570  | 7,346  | 8,124  |
| 영업이익      | 640    | 477    | 609    | 711    |
| EBITDA    | 1,137  | 958    | 1,130  | 1,222  |
| 지배주주순이익   | 225    | 108    | 239    | 299    |
| EPS       | 22,865 | 10,948 | 27,298 | 34,080 |
| 순차입금      | 3,881  | 4,519  | 4,066  | 3,670  |
| PER       | 7.7    | 12.1   | 6.0    | 4.8    |
| PBR       | 0.4    | 0.3    | 0.4    | 0.3    |
| EV/EBITDA | 4.9    | 6.1    | 5.0    | 4.3    |
| 배당수익률     | 2.3    | 3.4    | 2.9    | 3.0    |
| ROE       | 5.4    | 2.5    | 5.5    | 6.5    |

## 주가 추이



## 1Q25 Review

신세계는 1Q25 연결 총매출액 28,187억원(+2.1% YoY), 영업이익 1,323억원(-18.8% YoY)을 기록해 영업이익 기준 시장 컨센서스에 부합하는 실적을 기록했다. SI, 가사 등 연결 자회사의 실적이 당사 전망치 대비 부진했지만, 주요 사업부인 백화점의 영업이익은 당사 전망치(1,099억원)에 부합한 1,079억원(-5.1% YoY)을 기록했으며, 면세점 영업적자는 -23억원(-95억원 YoY)으로 당사 전망치(-88억원)을 상회했다. 높은 기저와 비우호적인 소비 환경에도 백화점의 1Q25 관리기준 기준점성장률은 +2.5% YoY 성장한 것으로 파악된다. 면세점은 특허수수료 감면(45억원)에 따른 일회성 이익이 있었으나, 이를 제외 시에도 QoQ로 약 290억원의 적자를 감축하였다. 업계 구조조정 영향에 따른 파이공향 할인률 개선 등으로 시내점의 총매출액 대비 영업이익률이 mid single 수준으로 개선된 것으로 추정되며, 공항 임차료 감면의 효과가 나타난 효과였다.

## 백화점 모멘텀 확대, 면세점 수익성 개선세 지속 전망

1Q25 이후 전년 기저는 점차 낮아지며, 유동성 확대로 내수 반등이 기대되고, 외국인 인바운드 성수기에 따른 소비 유입도 확대가 전망된다. 이에 따른 백화점 모멘텀이 확대되겠다. 일각에서는 동사의 감가상각비 증가에 대한 우려가 제기될 수 있으나, 더헤리티지(옛 제일은행) 오픈 등 영업면적 증가를 수반한 상가비 증가이기 때문에 매출이 증가한다면 충분히 상쇄가 가능할 것이다. 참고로 동사는 연초 관리 기준 기준점성장률 +6% YoY를 제시했는데, 이는 신규 매장 오픈 및 리뉴얼 효과를 감안한 것이다. 여전히 높은 원/달러 환율 등 매크로 환경이 우호적이지 못하여 외형 성장을 전망하기는 쉽지 않지만, 하반기 현대백화점 동대문점의 철수가 예정되어 있는 만큼 업계 구조조정에 따른 면세점의 수익성 개선세도 지속되겠다. 하반기로 갈수록 면세점의 적자 기저가 낮아지는 만큼 면세점의 수익성 개선에 주목할 필요가 있다.

## 투자의견 BUY, 목표주가 22만원 유지

신세계에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 22만원을 유지한다. 백화점과 면세점이 함께 좋아진다면, 동사의 선호도는 높아질 수 밖에 없다.

[표1] 신세계 실적 테이블

(단위: 억 원)

|          | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25P  | 2Q25E  | 3Q25E  | 4Q25E  | 2024   | 2025E  | 2026E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 순매출액     | 16,047 | 16,044 | 15,401 | 17,203 | 16,658 | 17,617 | 18,368 | 20,814 | 64,695 | 73,457 | 81,241 |
| YoY      | 2.6%   | 1.8%   | 2.8%   | 0.0%   | 3.8%   | 9.8%   | 19.3%  | 21.0%  | 1.8%   | 13.5%  | 10.6%  |
| 백화점      | 6,641  | 6,417  | 6,195  | 7,220  | 6,591  | 6,771  | 6,590  | 7,740  | 26,473 | 27,692 | 28,651 |
| 신세계인터내셔널 | 3,094  | 3,209  | 2,960  | 3,823  | 3,042  | 3,241  | 3,231  | 4,069  | 13,086 | 13,583 | 14,631 |
| 센트럴시티    | 889    | 950    | 944    | 971    | 887    | 979    | 972    | 1,000  | 3,754  | 3,838  | 3,953  |
| 신세계 DF   | 4,867  | 4,924  | 4,717  | 5,552  | 5,618  | 5,988  | 6,947  | 7,235  | 20,060 | 25,788 | 31,126 |
| 까사미아     | 685    | 651    | 686    | 673    | 623    | 684    | 720    | 707    | 2,695  | 2,734  | 2,870  |
| 라이브쇼핑    | 782    | 815    | 770    | 916    | 811    | 856    | 809    | 962    | 3,283  | 3,437  | 3,609  |
| 영업이익     | 1,630  | 1,175  | 930    | 1,061  | 1,323  | 1,184  | 1,428  | 2,160  | 4,796  | 6,095  | 7,107  |
| YoY      | 7.0%   | -21.5% | -29.4% | -48.5% | -18.8% | 0.8%   | 53.5%  | 103.6% | -25.0% | 27.1%  | 16.6%  |
| 백화점      | 1,137  | 818    | 883    | 1,217  | 1,079  | 908    | 1,004  | 1,639  | 4,055  | 4,630  | 4,720  |
| 신세계인터내셔널 | 112    | 133    | 21     | 3      | 47     | 136    | 71     | 120    | 269    | 374    | 572    |
| 센트럴시티    | 262    | 109    | 259    | 227    | 222    | 159    | 252    | 250    | 857    | 883    | 983    |
| 신세계 DF   | 72     | 86     | -162   | -355   | -23    | -46    | 86     | 30     | -359   | 46     | 660    |
| 까사미아     | 10     | -5     | 2      | 3      | 1      | 6      | 28     | 20     | 10     | 55     | 25     |
| 라이브쇼핑    | 56     | 59     | 13     | 49     | 57     | 72     | 36     | 151    | 177    | 317    | 347    |
| 영업이익률    | 10.2%  | 7.3%   | 6.0%   | 6.2%   | 7.9%   | 6.7%   | 7.8%   | 10.4%  | 7.4%   | 8.3%   | 8.7%   |

자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

| 손익계산서 (단위: 십억 원) |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 12 월 결산          | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E |
| 매출액              | 7,813 | 6,357 | 6,570 | 7,346 | 8,124 |
| 매출총이익            | 5,085 | 3,855 | 4,053 | 4,671 | 5,281 |
| 영업이익             | 645   | 640   | 477   | 609   | 711   |
| EBITDA           | 1,224 | 1,137 | 958   | 1,130 | 1,222 |
| 순이자손익            | -81   | -113  | -137  | -148  | -139  |
| 외화관련손익           | -35   | 5     | -31   | 0     | 0     |
| 지분법손익            | -16   | -5    | -12   | 0     | 0     |
| 세전계속사업손익         | 522   | 453   | 195   | 428   | 531   |
| 당기순이익            | 548   | 312   | 187   | 320   | 398   |
| 지배주주순이익          | 406   | 225   | 108   | 239   | 299   |
| 증가율(%)           |       |       |       |       |       |
| 매출액              | 213.5 | -18.6 | 3.4   | 11.8  | 10.6  |
| 영업이익             | 136.0 | -0.9  | -25.4 | 27.8  | 16.6  |
| EBITDA           | 177.1 | -7.1  | -15.8 | 18.0  | 8.1   |
| 순이익              | 194.3 | -43.0 | -40.2 | 71.2  | 24.7  |
| 이익률(%)           |       |       |       |       |       |
| 매출총이익률           | 65.1  | 60.6  | 61.7  | 63.6  | 65.0  |
| 영업이익률            | 8.3   | 10.1  | 7.3   | 8.3   | 8.7   |
| EBITDA 이익률       | 15.7  | 17.9  | 14.6  | 15.4  | 15.0  |
| 세전이익률            | 6.7   | 7.1   | 3.0   | 5.8   | 6.5   |
| 순이익률             | 7.0   | 4.9   | 2.8   | 4.4   | 4.9   |

| 현금흐름표 (단위: 십억 원) |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 12 월 결산          | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E |
| 영업현금흐름           | 903   | 791   | 776   | 903   | 849   |
| 당기순이익            | 548   | 312   | 187   | 320   | 398   |
| 자산상각비            | 578   | 497   | 481   | 521   | 511   |
| 운전자본증감           | -39   | -121  | -41   | 143   | 39    |
| 매출채권 감소(증가)      | -80   | -165  | 127   | -74   | -71   |
| 재고자산 감소(증가)      | -94   | -14   | -78   | -157  | -120  |
| 매입채무 증가(감소)      | 237   | 45    | 3     | 374   | 230   |
| 투자현금흐름           | -774  | -912  | -981  | -410  | -412  |
| 유형자산처분(취득)       | -378  | -596  | -885  | -400  | -400  |
| 무형자산 감소(증가)      | -10   | -13   | -13   | -10   | -12   |
| 투자자산 감소(증가)      | -131  | 52    | -7    | 0     | 0     |
| 재무현금흐름           | 233   | -16   | -17   | -239  | -241  |
| 차입금의 증가(감소)      | 277   | 179   | 203   | -200  | -200  |
| 자본의 증가(감소)       | -54   | -163  | -216  | -39   | -41   |
| 배당금의 지급          | -54   | -79   | -82   | -39   | -41   |
| 총현금흐름            | 1,106 | 1,184 | 1,041 | 760   | 810   |
| (-)운전자본증가(감소)    | -77   | 38    | -65   | -143  | -39   |
| (-)설비투자          | 381   | 601   | 895   | 400   | 400   |
| (+)자산매각          | -6    | -8    | -3    | -10   | -12   |
| Free Cash Flow   | 796   | 537   | 208   | 493   | 437   |
| (-)기타투자          | 371   | 438   | 182   | 0     | 0     |
| 잉여현금             | 424   | 99    | 26    | 493   | 437   |
| NOPLAT           | 468   | 440   | 457   | 455   | 533   |
| (+) Dep          | 578   | 497   | 481   | 521   | 511   |
| (-)운전자본투자        | -77   | 38    | -65   | -143  | -39   |
| (-)Capex         | 381   | 601   | 895   | 400   | 400   |
| OpFCF            | 742   | 299   | 107   | 719   | 683   |

주: IFRS 연결 기준

| 재무상태표 (단위: 십억 원) |        |        |        |        |        |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 12 월 결산          | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  |
| 유동자산             | 2,654  | 2,674  | 2,343  | 2,827  | 3,214  |
| 현금성자산            | 1,042  | 979    | 675    | 929    | 1,124  |
| 매출채권             | 559    | 716    | 597    | 670    | 741    |
| 재고자산             | 865    | 891    | 979    | 1,136  | 1,256  |
| 비유동자산            | 11,695 | 12,078 | 12,729 | 12,619 | 12,520 |
| 투자자산             | 4,063  | 4,239  | 4,360  | 4,360  | 4,360  |
| 유형자산             | 7,011  | 7,280  | 7,795  | 7,745  | 7,698  |
| 무형자산             | 621    | 560    | 574    | 514    | 462    |
| 자산총계             | 14,348 | 14,752 | 15,072 | 15,446 | 15,733 |
| 유동부채             | 4,850  | 4,944  | 4,947  | 5,221  | 5,351  |
| 매입채무             | 1,689  | 1,787  | 1,803  | 2,177  | 2,407  |
| 유동성이자부채          | 2,214  | 2,263  | 2,229  | 2,129  | 2,029  |
| 비유동부채            | 3,247  | 3,468  | 3,750  | 3,650  | 3,550  |
| 비유동이자부채          | 2,445  | 2,597  | 2,965  | 2,865  | 2,765  |
| 부채총계             | 8,097  | 8,412  | 8,697  | 8,871  | 8,901  |
| 자본금              | 49     | 49     | 49     | 49     | 49     |
| 자본잉여금            | 403    | 403    | 424    | 424    | 424    |
| 이익잉여금            | 3,479  | 3,655  | 3,718  | 3,918  | 4,175  |
| 자본조정             | 182    | 101    | 74     | 74     | 74     |
| 자기주식             | -4     | -87    | -193   | -193   | -193   |
| 자본총계             | 6,252  | 6,340  | 6,375  | 6,575  | 6,832  |

| 주요지표 (단위: 원, 배) |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 12 월 결산         | 2022    | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   |
| 주당지표            |         |         |         |         |         |
| EPS             | 41,245  | 22,865  | 10,948  | 27,298  | 34,080  |
| BPS             | 417,836 | 427,477 | 433,221 | 453,524 | 479,688 |
| DPS             | 3,750   | 4,000   | 4,500   | 4,700   | 4,900   |
| CFPS            | 112,373 | 120,245 | 105,774 | 77,216  | 82,241  |
| ROA(%)          | 2.9     | 1.5     | 0.7     | 1.6     | 1.9     |
| ROE(%)          | 10.3    | 5.4     | 2.5     | 5.5     | 6.5     |
| ROIC(%)         | 5.6     | 5.1     | 5.1     | 5.0     | 5.9     |
| Multiples(x, %) |         |         |         |         |         |
| PER             | 5.3     | 7.7     | 12.1    | 6.0     | 4.8     |
| PBR             | 0.5     | 0.4     | 0.3     | 0.4     | 0.3     |
| PSR             | 0.3     | 0.3     | 0.2     | 0.2     | 0.2     |
| PCR             | 2.0     | 1.5     | 1.3     | 2.1     | 2.0     |
| EV/EBITDA       | 4.7     | 4.9     | 6.1     | 5.0     | 4.3     |
| 배당수익률           | 1.7     | 2.3     | 3.4     | 2.9     | 3.0     |
| 안정성(%)          |         |         |         |         |         |
| 부채비율            | 129.5   | 132.7   | 136.4   | 134.9   | 130.3   |
| Net debt/Equity | 57.9    | 61.2    | 70.9    | 61.8    | 53.7    |
| Net debt/EBITDA | 295.6   | 341.3   | 471.8   | 359.7   | 300.4   |
| 유동비율            | 54.7    | 54.1    | 47.4    | 54.1    | 60.1    |
| 이자보상배율(배)       | 5.4     | 3.8     | 2.4     | 3.0     | 3.7     |
| 자산구조(%)         |         |         |         |         |         |
| 투자자본            | 62.1    | 62.6    | 64.9    | 63.1    | 61.9    |
| 현금+투자자산         | 37.9    | 37.4    | 35.1    | 36.9    | 38.1    |
| 자본구조(%)         |         |         |         |         |         |
| 차입금             | 42.7    | 43.4    | 44.9    | 43.2    | 41.2    |
| 자기자본            | 57.3    | 56.6    | 55.1    | 56.8    | 58.8    |

## [ Compliance Notice ]

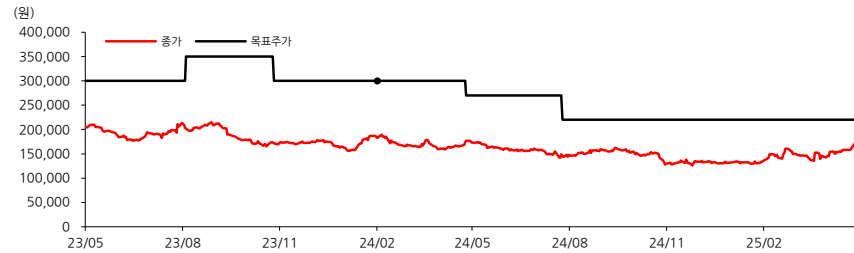
(공표일: 2025년 5월 14일)

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)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 신세계 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

|      |            |            |            |            |            |            |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시  | 2016.08.12 | 2023.05.23 | 2023.06.26 | 2023.08.10 | 2023.08.18 | 2023.10.10 |
| 투자의견 | 투자등급변경     | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 |            | 300,000    | 300,000    | 300,000    | 350,000    | 350,000    |
| 일 시  | 2023.11.01 | 2023.11.09 | 2023.12.28 | 2024.01.05 | 2024.01.26 | 2024.02.01 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 350,000    | 300,000    | 300,000    | 300,000    | 300,000    | 300,000    |
| 일 시  | 2024.02.08 | 2024.04.09 | 2024.04.26 | 2024.05.09 | 2024.07.02 | 2024.08.08 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 300,000    | 300,000    | 300,000    | 270,000    | 270,000    | 220,000    |
| 일 시  | 2024.10.14 | 2024.11.11 | 2024.11.15 | 2025.01.15 | 2025.02.06 | 2025.02.20 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 220,000    | 220,000    | 220,000    | 220,000    | 220,000    | 220,000    |
| 일 시  | 2025.03.25 | 2025.04.02 | 2025.04.09 | 2025.05.14 |            |            |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |            |            |
| 목표가격 | 220,000    | 220,000    | 220,000    | 220,000    |            |            |

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

| 일자         | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%)  |             |
|------------|------|---------|---------|-------------|
|            |      |         | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 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 | -40.75  | -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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

### [ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2025 년 03 월 31 일)

| 투자등급       | 매수    | 중립   | 매도   | 합계     |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 90.9% | 9.1% | 0.0% | 100.0% |