



# 신세계 (004170)

## 2Q25 Review : 백화점 내 우선순위 상승

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 220,000원

|                |                    |
|----------------|--------------------|
| 현재 주가(8/8)     | 171,300원           |
| 상승여력           | ▲28.4%             |
| 시가총액           | 16,522억원           |
| 발행주식수          | 9,645천주            |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 197,800 / 125,900원 |
| 90 일 일평균 거래대금  | 69.6억원             |
| 외국인 지분율        | 12.7%              |

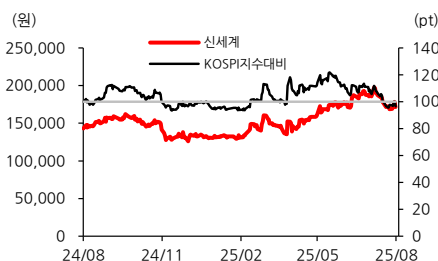
|                |       |
|----------------|-------|
| 주주 구성          |       |
| 정유경 (외 3 인)    | 29.2% |
| 국민연금공단 (외 1 인) | 13.5% |
| 자사주 (외 1 인)    | 9.1%  |

| 주가수익률(%)     | 1개월   | 3개월   | 6개월  | 12개월 |
|--------------|-------|-------|------|------|
| 절대수익률        | -7.7  | 7.3   | 31.0 | 17.9 |
| 상대수익률(KOSPI) | -10.8 | -17.1 | 3.7  | -7.7 |

(단위: 십억 원, %, 배)

| 재무정보      | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 6,357  | 6,570  | 7,149  | 7,995  |
| 영업이익      | 640    | 477    | 540    | 672    |
| EBITDA    | 1,137  | 958    | 1,052  | 1,187  |
| 지배주주순이익   | 225    | 108    | 186    | 278    |
| EPS       | 22,865 | 10,948 | 21,654 | 32,428 |
| 순차입금      | 3,881  | 4,519  | 4,132  | 3,755  |
| PER       | 7.7    | 12.1   | 7.9    | 5.3    |
| PBR       | 0.4    | 0.3    | 0.4    | 0.4    |
| EV/EBITDA | 4.9    | 6.1    | 5.5    | 4.6    |
| 배당수익률     | 2.3    | 3.4    | 2.7    | 2.9    |
| ROE       | 5.4    | 2.5    | 4.3    | 6.1    |

### 주가 추이



### 2Q25 Review

신세계는 2Q25 총매출액 2.9조원(+4.1% YoY), 영업이익 753억원(-36% YoY)를 기록해 영업이익의 기준 시장 기대치(880억원)을 하회했다. 실적 부진의 주된 요인은 연결 자회사인 SI의 영업적자에 있었다. SI의 2Q25 영업이익의 시장 기대치는 72억원이었으나, -23억원 적자를 기록해 약 100억원의 차질이 발생하였다. 비디비치의 리브랜딩에 따른 일시적 공급 차질이 주된 원인이라 판단되기에 큰 우려 사항은 아니다. 백화점의 2Q25 기준점성장률은 +2.3% YoY로 소비 부진에서 견조했으나, 리뉴얼에 따른 고정비 증가 영향으로 영업이익은 -13% YoY 감소했다. 면세점은 영업적자 -15억원(-101억원 YoY)를 기록했는데, 전분기 대비로는 수익성의 개선을 보였다. 직전분기 특허수수료 환입 45억원이 있었다는 점을 감안 시, +53억원 QoQ 개선된 것이다. 이는 도매 할인을 축소(-2%p QoQ)에 기인한다. 센트럴시티는 고정비 증가 영향으로 약 -10억원 YoY 감익을 기록했으나, 메리어트와 오노마의 ADR이 각각 +9%, +6% YoY 증가하며 호텔업의 매출 성장(+4% YoY)이 이어졌다.

### 하반기 증익 추세 전환 기대

지난해 2Q24부터 이어졌던 감익 추세가 하반기부터 증익 추세로 전환될 것으로 전망된다. 우선 소비 개선으로 백화점의 매출 반등을 기대해 볼 수 있겠다. 동사는 하반기 기준점성장률을 상반기 대비 +5%p 높은 +7% YoY로 제시했다. 면세점의 흑자전환 가능성도 높다. 도매할인율 개선은 지속될 것이며, 동시에 지난해 하반기 영업이익의 기저가 낮다는 점도 감안할 필요가 있다. 단체 관광객 무비자 시행도 면세점의 실적 개선에 기여하겠다. 실적에 부담을 주었던 SI의 실적 턴어라운드가 본격화될 수 있을 것으로 전망되는 점도 긍정적이다. 소비 경기 개선, 이탈 브랜드 영향 감소, 자체 코스메틱 성장률 확대 등으로 역성장 추세에서 벗어나 하반기 +8% YoY의 외형 성장이 기대된다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 22만원 유지

신세계에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 22만원을 유지한다. 백화점 내 후순위였던 신세계의 우선순위가 높아지는 시점이라 판단된다. 비중확대 전략이 유효하겠다.

[표1] 신세계 실적 테이블

(단위: 억 원)

|          | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25   | 2Q25P  | 3Q25E  | 4Q25E  | 2024   | 2025E  | 2026E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 순매출액     | 16,047 | 16,044 | 15,401 | 17,203 | 16,658 | 16,938 | 17,781 | 20,109 | 64,695 | 71,486 | 79,951 |
| YoY      | 2.6%   | 1.8%   | 2.8%   | 0.0%   | 3.8%   | 5.6%   | 15.5%  | 16.9%  | 1.8%   | 10.5%  | 11.8%  |
| 백화점      | 6,641  | 6,417  | 6,195  | 7,220  | 6,591  | 6,283  | 6,447  | 7,700  | 26,473 | 27,021 | 28,115 |
| 신세계인터내셔널 | 3,094  | 3,209  | 2,960  | 3,823  | 3,042  | 3,086  | 3,207  | 4,101  | 13,086 | 13,436 | 14,756 |
| 센트럴시티    | 889    | 950    | 944    | 971    | 887    | 964    | 972    | 1,000  | 3,754  | 3,823  | 3,938  |
| 신세계 DF   | 4,867  | 4,924  | 4,717  | 5,552  | 5,618  | 6,051  | 6,629  | 6,641  | 20,060 | 24,939 | 30,639 |
| 까사미아     | 685    | 651    | 686    | 673    | 623    | 583    | 617    | 606    | 2,695  | 2,429  | 2,551  |
| 라이브쇼핑    | 782    | 815    | 770    | 916    | 811    | 802    | 809    | 962    | 3,283  | 3,383  | 3,552  |
| 영업이익     | 1,630  | 1,175  | 930    | 1,061  | 1,323  | 753    | 1,278  | 2,050  | 4,796  | 5,403  | 6,721  |
| YoY      | 7.0%   | -21.5% | -29.4% | -48.5% | -18.8% | -35.9% | 37.4%  | 93.2%  | -25.0% | 12.7%  | 24.4%  |
| 백화점      | 1,137  | 818    | 883    | 1,217  | 1,079  | 710    | 926    | 1,610  | 4,055  | 4,325  | 4,457  |
| 신세계인터내셔널 | 112    | 133    | 21     | 3      | 47     | -23    | 43     | 73     | 269    | 140    | 342    |
| 센트럴시티    | 262    | 109    | 259    | 227    | 222    | 98     | 252    | 250    | 857    | 822    | 968    |
| 신세계 DF   | 72     | 86     | -162   | -355   | -23    | -15    | 72     | 23     | -359   | 57     | 850    |
| 까사미아     | 10     | -5     | 2      | 3      | 1      | -18    | -2     | -9     | 10     | -28    | -1     |
| 라이브쇼핑    | 56     | 59     | 13     | 49     | 57     | 60     | 36     | 151    | 177    | 305    | 304    |
| 영업이익률    | 10.2%  | 7.3%   | 6.0%   | 6.2%   | 7.9%   | 4.4%   | 7.2%   | 10.2%  | 7.4%   | 7.6%   | 8.4%   |

자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

| 손익계산서 (단위: 십억 원) |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 12 월 결산          | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E |
| 매출액              | 7,813 | 6,357 | 6,570 | 7,149 | 7,995 |
| 매출총이익            | 5,085 | 3,855 | 4,053 | 4,511 | 5,197 |
| 영업이익             | 645   | 640   | 477   | 540   | 672   |
| EBITDA           | 1,224 | 1,137 | 958   | 1,052 | 1,187 |
| 순이자손익            | -81   | -113  | -137  | -142  | -138  |
| 외화관련손익           | -35   | 5     | -31   | -1    | 0     |
| 지분법손익            | -16   | -5    | -12   | -8    | 0     |
| 세전계속사업손익         | 522   | 453   | 195   | 348   | 494   |
| 당기순이익            | 548   | 312   | 187   | 259   | 370   |
| 지배주주순이익          | 406   | 225   | 108   | 186   | 278   |
| 증가율(%)           |       |       |       |       |       |
| 매출액              | 213.5 | -18.6 | 3.4   | 8.8   | 11.8  |
| 영업이익             | 136.0 | -0.9  | -25.4 | 13.3  | 24.4  |
| EBITDA           | 177.1 | -7.1  | -15.8 | 9.8   | 12.8  |
| 순이익              | 194.3 | -43.0 | -40.2 | 38.8  | 43.0  |
| 이익률(%)           |       |       |       |       |       |
| 매출총이익률           | 65.1  | 60.6  | 61.7  | 63.1  | 65.0  |
| 영업이익률            | 8.3   | 10.1  | 7.3   | 7.6   | 8.4   |
| EBITDA 이익률       | 15.7  | 17.9  | 14.6  | 14.7  | 14.8  |
| 세전이익률            | 6.7   | 7.1   | 3.0   | 4.9   | 6.2   |
| 순이익률             | 7.0   | 4.9   | 2.8   | 3.6   | 4.6   |

| 현금흐름표 (단위: 십억 원) |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 12 월 결산          | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E |
| 영업현금흐름           | 903   | 791   | 776   | 858   | 829   |
| 당기순이익            | 548   | 312   | 187   | 259   | 370   |
| 자산상각비            | 578   | 497   | 481   | 512   | 515   |
| 운전자본증감           | -39   | -121  | -41   | 94    | 36    |
| 매출채권 감소(증가)      | -80   | -165  | 127   | -88   | -66   |
| 재고자산 감소(증가)      | -94   | -14   | -78   | -117  | -112  |
| 매입채무 증가(감소)      | 237   | 45    | 3     | 303   | 214   |
| 투자현금흐름           | -774  | -912  | -981  | -454  | -412  |
| 유형자산처분(취득)       | -378  | -596  | -885  | -421  | -400  |
| 무형자산 감소(증가)      | -10   | -13   | -13   | -11   | -12   |
| 투자자산 감소(증가)      | -131  | 52    | -7    | -4    | 0     |
| 재무현금흐름           | 233   | -16   | -17   | -141  | -240  |
| 차입금의 증가(감소)      | 277   | 179   | 203   | -175  | -200  |
| 자본의 증가(감소)       | -54   | -163  | -216  | -40   | -40   |
| 배당금의 지급          | -54   | -79   | -82   | -39   | -40   |
| 총현금흐름            | 1,106 | 1,184 | 1,041 | 827   | 793   |
| (-)운전자본증가(감소)    | -77   | 38    | -65   | -149  | -36   |
| (-)설비투자          | 381   | 601   | 895   | 422   | 400   |
| (+)자산매각          | -6    | -8    | -3    | -10   | -12   |
| Free Cash Flow   | 796   | 537   | 208   | 545   | 417   |
| (-)기타투자          | 371   | 438   | 182   | 73    | 0     |
| 잉여현금             | 424   | 99    | 26    | 471   | 417   |
| NOPLAT           | 468   | 440   | 457   | 402   | 504   |
| (+) Dep          | 578   | 497   | 481   | 512   | 515   |
| (-)운전자본투자        | -77   | 38    | -65   | -149  | -36   |
| (-)Capex         | 381   | 601   | 895   | 422   | 400   |
| OpFCF            | 742   | 299   | 107   | 641   | 655   |

주: IFRS 연결 기준

| 재무상태표 (단위: 십억 원) |        |        |        |        |        |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 12 월 결산          | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  |
| 유동자산             | 2,654  | 2,674  | 2,343  | 2,757  | 3,111  |
| 현금성자산            | 1,042  | 979    | 675    | 899    | 1,076  |
| 매출채권             | 559    | 716    | 597    | 648    | 714    |
| 재고자산             | 865    | 891    | 979    | 1,098  | 1,209  |
| 비유동자산            | 11,695 | 12,078 | 12,729 | 12,598 | 12,495 |
| 투자자산             | 4,063  | 4,239  | 4,360  | 4,277  | 4,277  |
| 유형자산             | 7,011  | 7,280  | 7,795  | 7,801  | 7,751  |
| 무형자산             | 621    | 560    | 574    | 520    | 467    |
| 자산총계             | 14,348 | 14,752 | 15,072 | 15,355 | 15,606 |
| 유동부채             | 4,850  | 4,944  | 4,947  | 5,137  | 5,251  |
| 매입채무             | 1,689  | 1,787  | 1,803  | 2,103  | 2,317  |
| 유동성이자부채          | 2,214  | 2,263  | 2,229  | 2,080  | 1,980  |
| 비유동부채            | 3,247  | 3,468  | 3,750  | 3,723  | 3,623  |
| 비유동이자부채          | 2,445  | 2,597  | 2,965  | 2,951  | 2,851  |
| 부채총계             | 8,097  | 8,412  | 8,697  | 8,860  | 8,874  |
| 자본금              | 49     | 49     | 49     | 49     | 49     |
| 자본잉여금            | 403    | 403    | 424    | 459    | 459    |
| 이익잉여금            | 3,479  | 3,655  | 3,718  | 3,829  | 4,066  |
| 자본조정             | 182    | 101    | 74     | 74     | 74     |
| 자기주식             | -4     | -87    | -193   | -193   | -193   |
| 자본총계             | 6,252  | 6,340  | 6,375  | 6,494  | 6,732  |

| 주요지표 (단위: 원, 배) |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 12 월 결산         | 2022    | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   |
| 주당지표            |         |         |         |         |         |
| EPS             | 41,245  | 22,865  | 10,948  | 21,654  | 32,428  |
| BPS             | 417,836 | 427,477 | 433,221 | 457,368 | 481,998 |
| DPS             | 3,750   | 4,000   | 4,500   | 4,700   | 4,900   |
| CFPS            | 112,373 | 120,245 | 105,774 | 85,778  | 82,170  |
| ROA(%)          | 2.9     | 1.5     | 0.7     | 1.2     | 1.8     |
| ROE(%)          | 10.3    | 5.4     | 2.5     | 4.3     | 6.1     |
| ROIC(%)         | 5.6     | 5.1     | 5.1     | 4.4     | 5.6     |
| Multiples(x, %) |         |         |         |         |         |
| PER             | 5.3     | 7.7     | 12.1    | 7.9     | 5.3     |
| PBR             | 0.5     | 0.4     | 0.3     | 0.4     | 0.4     |
| PSR             | 0.3     | 0.3     | 0.2     | 0.2     | 0.2     |
| PCR             | 2.0     | 1.5     | 1.3     | 2.0     | 2.1     |
| EV/EBITDA       | 4.7     | 4.9     | 6.1     | 5.5     | 4.6     |
| 배당수익률           | 1.7     | 2.3     | 3.4     | 2.7     | 2.9     |
| 안정성(%)          |         |         |         |         |         |
| 부채비율            | 129.5   | 132.7   | 136.4   | 136.4   | 131.8   |
| Net debt/Equity | 57.9    | 61.2    | 70.9    | 63.6    | 55.8    |
| Net debt/EBITDA | 295.6   | 341.3   | 471.8   | 392.8   | 316.4   |
| 유동비율            | 54.7    | 54.1    | 47.4    | 53.7    | 59.2    |
| 이자보상배율(배)       | 5.4     | 3.8     | 2.4     | 2.7     | 3.6     |
| 자산구조(%)         |         |         |         |         |         |
| 투자자본            | 62.1    | 62.6    | 64.9    | 63.7    | 62.6    |
| 현금+투자자산         | 37.9    | 37.4    | 35.1    | 36.3    | 37.4    |
| 자본구조(%)         |         |         |         |         |         |
| 차입금             | 42.7    | 43.4    | 44.9    | 43.7    | 41.8    |
| 자기자본            | 57.3    | 56.6    | 55.1    | 56.3    | 58.2    |

## [ Compliance Notice ]

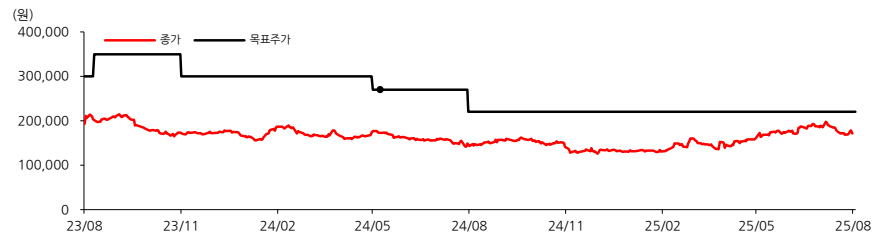
(공표일: 2025년 8월 11일)

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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 신세계 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

|      |            |            |            |            |            |            |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시  | 2016.08.12 | 2023.08.10 | 2023.08.18 | 2023.10.10 | 2023.11.01 | 2023.11.09 |
| 투자의견 | 투자등급변경     | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 |            | 300,000    | 350,000    | 350,000    | 350,000    | 300,000    |
| 일 시  | 2023.12.28 | 2024.01.05 | 2024.01.26 | 2024.02.01 | 2024.02.08 | 2024.04.09 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 300,000    | 300,000    | 300,000    | 300,000    | 300,000    | 300,000    |
| 일 시  | 2024.04.26 | 2024.05.09 | 2024.07.02 | 2024.08.08 | 2024.10.14 | 2024.11.11 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 300,000    | 270,000    | 270,000    | 220,000    | 220,000    | 220,000    |
| 일 시  | 2024.11.15 | 2025.01.15 | 2025.02.06 | 2025.02.20 | 2025.03.25 | 2025.04.02 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 220,000    | 220,000    | 220,000    | 220,000    | 220,000    | 220,000    |
| 일 시  | 2025.04.09 | 2025.05.14 | 2025.05.21 | 2025.07.08 | 2025.08.11 |            |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |            |
| 목표가격 | 220,000    | 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 | -30.44  | -10.09      |
| 2025.08.11 | 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 6 월 30 일)

| 투자등급       | 매수    | 중립   | 매도   | 합계     |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 90.4% | 9.6% | 0.0% | 100.0% |