

신세계 (004170)

백화점 르네상스, 면세 구조조정 완료

3Q25 Review: 백화점 회복세 본격화, 면세 구조조정으로 체질 개선

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 250,000원을 유지한다. 3분기 매출액은 1조 6,361억 원(+6.2% YoY), 영업이익 996억원(+7.3% YoY)을 기록하며 영업이익 시장기대치 1,015억 원에 부합하였다. 백화점 채널 중심의 소비 회복세를 보이며 연결 실적 개선을 달성했다. 백화점 사업부는 월별 매출 신장률이 7월 1.8%, 8월 0.7%, 9월 1.3%를 기록했으며, 특히 명품 카테고리가 10% 신장하며 3Q22 이후 두 자릿수 성장세로 회복했다. 점포별로는 강남점 10%, 센텀시티 9%, 대구점 4%, 본점 3% 신장을 보였다. 외국인 매출 비중은 본점 16%, 강남점 7%, 센텀시티 6%로 확대되었으나, 판관비가 3.6% 증가하고 리뉴얼에 따른 감가상각비가 72억원 증가하며 수익성에는 압박이 있었다.

면세점 사업은 FIT 매출이 19% 증가하고 온라인몰 비중이 16%로 전년 대비 4%p 확대되었다. 할인율을 5%p 축소하며 수익성 개선에 집중했으나, 공항점 임차료가 200억원 증가하며 영업손실이 확대되었다. 센트럴시티는 호텔 부문이 ADR 44만원, 객실점유율 82%를 기록하며 9% 성장했고, 외국인 매출이 18% 증가하여 전체 매출의 67%를 차지했다.

백화점 월간 최고 실적 + 면세 손실 해소 = 실적 개선 가시화

4분기는 백화점 사업에서 긍정적인 모멘텀이 형성되고 있다. 10월 백화점 매출이 관리 기준 16% 신장하며 연중 최고 실적을 기록했고, 명품 20%, 패션 9%, 생활 6% 등 전 장르가 고르게 성장했다. 11월 현재도 10% 수준의 신장세가 지속되고 있는 것으로 파악된다. 특히 10월 24일 에르메스 최대 규모 매장, 10월 31일 대전점 LVMH 오픈 등 프리미엄 브랜드 강화가 지속되고 있다.

면세점은 인천공항 DF2 사업권 반납으로 약 1,900억원의 손해배상금이 4분기 영업외비용으로 반영될 것으로 전망된다. 이는 오히려 전략적 구조조정의 기회가 될 것으로 판단된다. DF2 반납으로 분기 100억원 수준의 영업손실이 해소되며, FIT와 온라인, 주얼리 등 고수익 카테고리에 집중하여 영업이익률이 상승할 것으로 전망된다. 중국 내수시장 회복 시 관광객 유입 확대가 기대된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	63,571	65,704	67,958	68,300
영업이익	6,398	4,770	4,113	5,360
지배순이익	2,251	1,078	-708	2,551
PER	8.7	14.4	-26.2	7.3
PBR	0.4	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.0	8.5	9.7	8.4
ROE	5.4	2.5	-1.7	5.8

자료: 유안타증권



이승은 화장품/의료기기/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

김도엽 Research Assistant
doyub.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **250,000원 (M)**

직전 목표주가 **250,000원**

현재주가 (11/7) **192,000원**

상승여력 **30%**

시가총액	18,519억원
총발행주식수	9,645,181주
60일 평균 거래대금	75억원
60일 평균 거래량	41,555주
52주 고/저	205,500원 / 125,900원
외인지분율	14.50%
배당수익률	3.38%
주요주주	정유경 외 2인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.4	7.7	28.3
상대	(5.4)	(12.1)	(16.8)
절대 (달러환산)	1.3	2.1	23.0

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[Fig. 1] 신세계 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.24	2Q.24	3Q.24	4Q.24	2024	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2025E
매출액	16,047	16,044	15,401	18,212	65,704	16,658	16,938	16,361	18,000	67,958
백화점 (총매출액)	18,014	17,462	16,877	20,082	72,435	17,919	17,466	17,117	20,400	72,902
신세계디에프	4,867	4,924	4,717	5,552	20,060	5,618	6,051	5,388	5,550	22,607
신세계인터내셔널	3,094	3,209	2,960	3,823	13,086	3,042	3,086	3,104	2,900	12,132
센트럴시티	889	950	944	971	3,753	887	964	981	1,000	3,832
까사미아	685	651	686	673	2,695	623	583	639	620	2,465
라이브쇼핑	782	815	770	916	3,283	811	802	846	1,000	3,459
매출액 YoY	3	2	3	6	3	4	6	6	-1	3
백화점 (총매출액)	8	3	2	-1	3	-1	0	1	2	1
신세계디에프	-5	2	8	15	5	15	23	14	0	13
신세계인터내셔널	-1	-4	-6	-3	-3	-2	-4	5	-24	-7
센트럴시티	5	7	0	18	7	0	1	4	3	2
까사미아	30	18	10	4	15	-9	-10	-7	-8	-9
라이브쇼핑	17	16	16	14	16	4	-2	10	9	5
영업이익	1,630	1,175	930	1,036	4,770	1,323	753	998	1,038	4,113
백화점	1,137	818	883	1,218	4,055	1,079	709	840	1,050	3,678
신세계디에프	72	86	-162	-355	-359	-23	-15	-56	-200	-294
신세계인터내셔널	112	133	21	3	268	47	-23	-20	-10	-6
센트럴시티	262	109	259	227	857	222	98	276	240	836
까사미아	10	-5	2	3	10	1	-18	-4	3	-18
라이브쇼핑	56	59	13	49	177	57	60	24	55	196

자료: 신세계, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 신세계 실적 추정 변경 내역

(단위: 억원, %, %p)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	4Q25E	2025E	2026E	4Q25E	2025E	2026E	4Q25E	2025E	2026E
매출액	18,548	67,116	68,000	18,000	67,958	68,300	-3%	1%	0%
영업이익	1,443	4,626	5,200	1,038	4,113	5,360	-28%	-11%	3%
OPM	7.8%	6.9%	7.6%	5.8%	6.1%	7.8%	-2.0%p	-0.8%p	0.2%p

자료: 유안타증권 리서치센터

신세계 (004170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	63,571	65,704	67,958	68,300	69,500
매출원가	25,021	25,177	26,700	27,000	27,200
매출총이익	38,550	40,527	41,258	41,300	42,300
판매비	32,152	35,757	37,145	35,940	36,440
영업이익	6,398	4,770	4,113	5,360	5,860
EBITDA	11,372	9,579	8,921	10,168	10,668
영업외손익	-1,866	-2,824	-3,520	-1,259	-860
외환관련손익	50	-308	-150	-130	-110
이자손익	-1,274	-1,543	-1,706	-1,690	-1,623
관계기업관련손익	-68	-123	-108	-84	-58
기타	-574	-849	-1,556	645	931
법인세비용차감전순이익	4,532	1,946	593	4,101	5,000
법인세비용	1,412	80	701	900	1,100
계속사업순이익	3,120	1,866	-107	3,201	3,900
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,120	1,866	-107	3,201	3,900
지배지분순이익	2,251	1,078	-708	2,551	3,200
포괄순이익	2,891	2,555	581	3,890	4,589
지배지분포괄이익	2,053	1,800	410	2,740	3,232

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	7,914	7,758	5,796	9,367	9,871
당기순이익	3,120	1,866	-107	3,201	3,900
감가상각비	4,442	4,261	4,261	4,261	4,261
외환손익	54	353	150	130	110
중속, 관계기업관련손익	68	123	108	84	58
자산부채의 증감	-1,206	-411	-1,175	-841	-991
기타현금흐름	1,437	1,566	2,560	2,533	2,533
투자활동 현금흐름	-9,122	-8,814	-8,253	-8,743	-9,940
투자자산	-61	955	-540	-82	-287
유형자산 증가 (CAPEX)	-6,006	-8,954	-6,000	-7,000	-8,000
유형자산 감소	46	105	105	130	150
기타현금흐름	-3,102	-1,919	-1,818	-1,791	-1,803
재무활동 현금흐름	-156	-169	-4,605	-4,629	-4,618
단기차입금	2,743	-2,293	28	4	15
사채 및 장기차입금	-736	5,635	0	0	0
자본	5	208	0	0	0
현금배당	-789	-821	-395	-395	-395
기타현금흐름	-1,379	-2,897	-4,238	-4,238	-4,238
연결범위변동 등 기타	9	24	6,248	5,451	5,886
현금의 증감	-1,355	-2,200	-813	1,447	1,199
기초 현금	9,380	8,025	5,825	5,011	6,458
기말 현금	8,025	5,825	5,011	6,458	7,657
NOPLAT	6,398	4,770	4,113	5,360	5,860
FCF	1,909	-1,196	-204	2,367	1,871

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

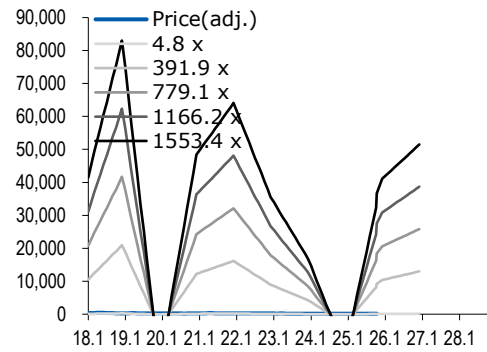
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	26,737	23,427	23,217	24,755	26,275
현금및현금성자산	8,025	5,825	5,011	6,458	7,657
매출채권 및 기타채권	7,158	5,966	6,171	6,202	6,311
재고자산	8,912	9,791	10,127	10,178	10,356
비유동자산	120,783	127,291	128,918	131,061	134,390
유형자산	72,799	77,954	79,589	82,198	85,788
관계기업 등 자본관련 자산	9,350	9,303	9,622	9,670	9,840
기타투자자산	13,630	13,088	13,309	13,342	13,460
자산총계	147,520	150,718	152,134	155,816	160,665
유동부채	49,439	49,474	50,434	50,580	51,092
매입채무 및 기타채무	17,874	18,029	18,648	18,742	19,071
단기차입금	11,255	8,854	8,854	8,854	8,854
유동성장기부채	10,008	10,715	10,715	10,715	10,715
비유동부채	34,681	37,497	37,766	37,807	37,950
장기차입금	3,685	1,200	1,200	1,200	1,200
사채	15,231	20,931	20,931	20,931	20,931
부채총계	84,120	86,971	88,201	88,387	89,042
지배지분	42,086	42,651	42,238	45,082	48,577
자본금	492	492	492	492	492
자본잉여금	4,031	4,239	4,239	4,239	4,239
이익잉여금	36,552	37,176	36,074	38,230	41,035
비지배지분	21,314	21,096	21,696	22,347	23,047
자본총계	63,400	63,747	63,934	67,429	71,623
순차입금	38,744	45,183	45,993	44,546	43,345
총차입금	48,599	51,941	51,969	51,973	51,988

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	22,865	10,948	-7,319	26,444	33,177
BPS	445,995	486,461	481,741	514,189	554,044
EBITDAPS	115,513	97,292	92,197	105,424	110,608
SPS	645,706	667,373	702,306	708,126	720,567
DPS	4,000	4,500	4,500	4,500	4,500
PER	8.7	14.4	-26.2	7.3	5.8
PBR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	7.0	8.5	9.7	8.4	8.0
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-18.6	3.4	3.4	0.5	1.8
영업이익 증가율 (%)	-0.9	-25.4	-13.8	30.3	9.3
지배순이익 증가율 (%)	-44.6	-52.1	격전	흑전	25.5
매출총이익률 (%)	60.6	61.7	60.7	60.5	60.9
영업이익률 (%)	10.1	7.3	6.1	7.8	8.4
지배순이익률 (%)	3.5	1.6	-1.0	3.7	4.6
EBITDA 마진 (%)	17.9	14.6	13.1	14.9	15.4
ROIC	6.6	6.5	-0.7	5.6	6.1
ROA	1.5	0.7	-0.5	1.7	2.0
ROE	5.4	2.5	-1.7	5.8	6.8
부채비율 (%)	132.7	136.4	138.0	131.1	124.3
순차입금/자기자본 (%)	92.1	105.9	108.9	98.8	89.2
영업이익/금융비용 (배)	3.8	2.4	2.0	2.6	2.9

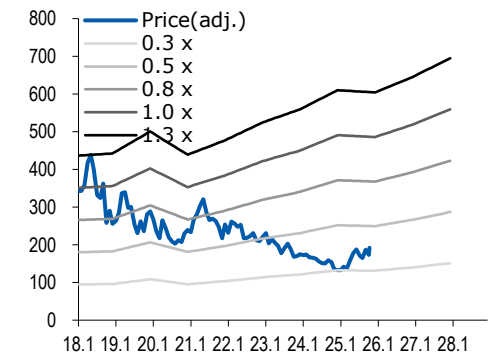
P/E band chart

(천원)



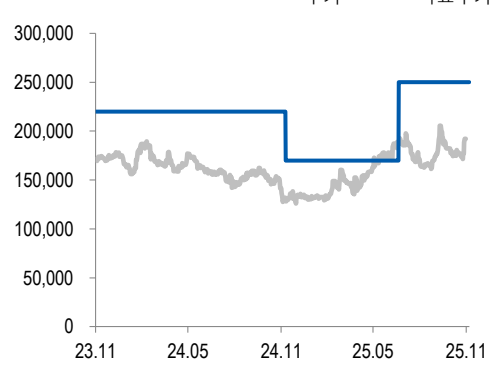
P/B band chart

(천원)



신세계 (004170) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-11-10	BUY	250,000	1년		
2025-06-30	BUY	250,000	1년		
2024-11-19	BUY	170,000	1년	-12.64	11.12
2024-11-09	1년 경과 이후		1년	-40.19	-37.77
2023-11-09	BUY	220,000	1년	-25.82	-13.86

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-11-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.