

신세계 (004170)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

170,000

하향

현재주가

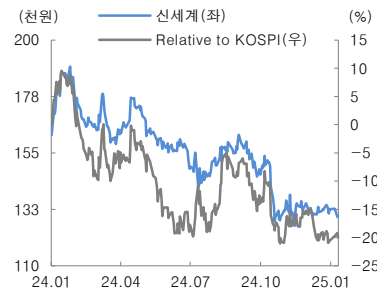
129,900

(25.02.05)

유통업종

KOSPI	2481.69
시가총액	1,279십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	49십억원
52주 최고/최저	189,500원 / 125,900원
120일 평균거래대금	40억원
외국인지분율	13.83%
주요주주	정유경 외 3 인 28.57% 국민연금공단 10.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	-14.6	-14.8	-27.8
상대수익률	-2.3	-10.9	-8.1	-23.9



경기 요인, 일회성 비용 등으로 컨센서스 하회

- 백화점 부문 늦더위와 소비 경기 부진으로 실적 부진 예상
- 면세점 공항 임차료, 일회성 비용 등으로 영업적자 확대
- 2025년 실적 경로 상저하고 예상

투자의견 BUY를 유지하나 목표주가 170,000원으로 11% 하향

투자의견 BUY를 유지하나 목표주가를 170,000원(2025년 예상 P/E 8배)로 11% 하향. 목표주가 하향은 2025년 실적 하향 조정에 따른 것임

4분기 실적은 기존 예상 대비 큰 폭으로 부진했지만 통상임금 관련 비용과 명예 퇴직비용 등 1회성 비용을 고려하면 예상 수준의 부진이었음. 다만 1분기에도 소비 경기 위축으로 비용 부담이 커질 수 있는 상황이라는 점에서 상반기까지 이익 감소 추세는 지속될 것으로 전망. 특히 공항 면세점 영업면적 확대에 따른 임차료 부담이 당분간 계속될 수 밖에 없어 실적 개선은 하반기에나 가능할 것으로 전망. 당분간 주가는 상승 모멘텀 부재 속에 횡보 예상

4Q24 Review: 소비 경기 부진 속에 일회성 요인 추가되며 손익 악화

연결 기준 총매출액과 영업이익은 각각 3조 1,874억원(+2%, yoy), 1,061억원(-48%, yoy) 기록하며 당사 및 시장 컨센서스를 크게 하회 [백화점] 4분기 백화점 기존점 성장률 -1% 기록. 소비 부진과 10월 늦더위로 고마진 상품인 패션 매출 부진. 고마진 패션 카테고리의 판매 부진으로 영업이익 디레버리징 효과 발생. 여기에 퇴직급여 총당금 250억원 반영되며 영업이익 전년비 감소

[신세계DF] 시내점은 경쟁 완화로 손익 개선되었으나 4분기 공항점 영업면적 확대에 따른 임차료 추가 증가, 그리고 희망퇴직 관련 인건비 발생(150억원) 등으로 영업이익은 -355억원 기록하며 전분기 -162억원 대비 적자 확대 [기타] 신세계인터는 백화점과 마찬가지로 부진한 패션 소비 경기 영향과 퇴직총당금 70억원 반영으로 낮은 기저 불구하고 이익 급감. 신세계까사와 라이프쇼핑, 센트럴시티 3사의 합산 영업이익은 전년 대비 소폭 감소

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	직전추정	잠정치	4Q24			1Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순매출액	1,720	1,540	1,800	1,821	5.9	18.3	1,740	1,684	5.0	-7.5
영업이익	206	93	155	106	-48.5	14.1	148	128	-21.6	20.4
순이익	19	21	90	-64	적전	적전	48	62	-40.2	흑전

자료: 신세계, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
순매출액	7,813	6,357	6,570	7,014	7,583
영업이익	645	640	480	491	574
세전순이익	522	453	201	390	475
총당기순이익	548	312	176	293	356
지배지분순이익	406	225	97	205	267
EPS	41,245	22,865	9,839	20,802	27,156
PER	5.3	7.7	13.5	6.3	4.8
BPS	417,836	427,477	433,740	450,797	473,765
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE	10.3	5.4	2.3	4.7	5.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 신세계, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
순매출액	6,549	7,010	6,570	7,014	0.3	0.1
영업이익	529	539	480	491	-9.3	-9.0
지배지분순이익	221	228	97	205	-56.1	-11.1
영업이익률	8.1	7.7	7.3	7.0		
순이익률	3.4	3.2	2.7	4.2		

자료: 신세계, 대신증권 Research Center

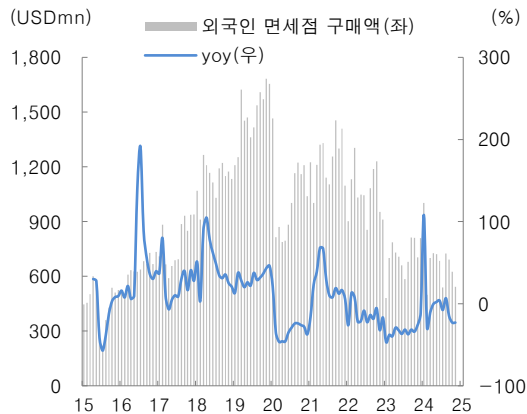
표 1. 신세계 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
총매출액	2,675	2,879	2,604	3,121	2,819	2,782	2,709	3,187	11,132	11,497	12,187
신세계	1,670	1,702	1,645	2,030	1,801	1,746	1,688	2,008	7,054	7,243	7,593
신세계DF	511	585	499	555	561	563	570	555	2,187	2,256	2,414
신세계인터	312	334	316	393	309	321	296	382	1,354	1,309	1,386
센트럴시티	84	89	94	82	89	95	94	97	350	375	394
영업이익	152	150	132	206	163	118	93	106	640	480	482
신세계	110	92	93	145	114	82	88	122	440	255	348
신세계DF	24	40	13	9	7	9	-16	-36	87	-36	-31
신세계인터	10	18	6	14	11	13	2	0	49	27	33
센트럴시티	22	9	25	23	26	11	26	23	78	86	92
영업이익률	5.7	5.2	5.1	6.6	5.8	4.2	3.4	3.3	5.7	4.2	4.0
YoY											
총매출액	-5.8	-5.9	-15.1	-11.5	5.4	1.8	4.0	2.1	-10.9	3.3	6.0
영업이익	-6.8	-20.2	-13.9	45.8	7.0	-21.5	-29.4	-48.5	-0.9	-25.0	0.5

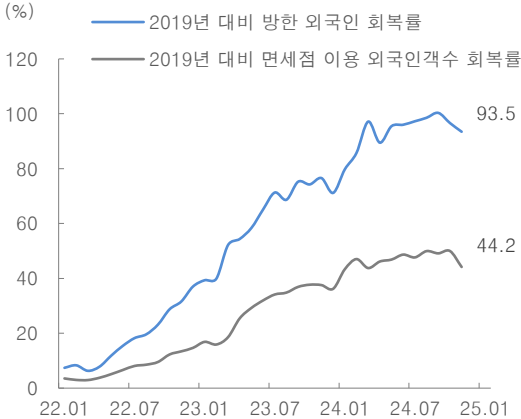
주: K-IFRS 연결기준
자료: 신세계, 대신증권 Research Center

그림 1. 외국인 면세점 구매액



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

그림 2. 외국인 관광객 vs. 면세점 이용 외국인 추이



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

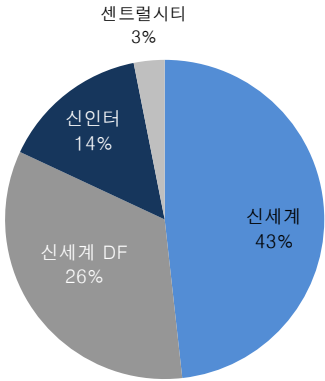
- 2018년 6월부터 인천공항 사업자로 선정, 면세시장 점유율 확대해 나가고 있음
- 연결 자회사로 백화점 동대구점, 신세계인터내셔널, 센트럴시티 등이 있음
- 자산 14조 7,520억원, 부채 8조 4,120억원, 자본 6조 3,400억원
- 발행주식 수: 9,845,181주 (자기주식수: 8,774주)

주가 변동요인

- 달러 대비 위안화 환율
- 중국 소비자 심리 지수

주: 자산 규모는 2023년 12월 말 기준
자료: 신세계, 대신증권 Research Center

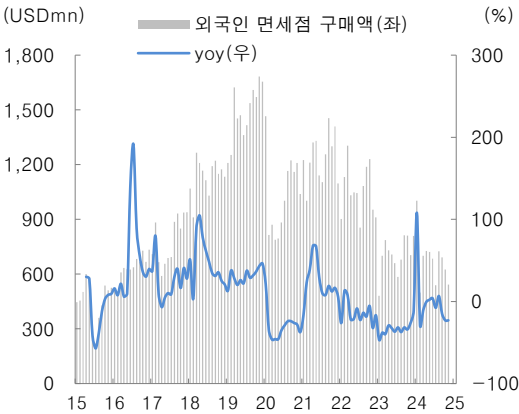
매출 비중 추이



주: 2023년 말 기준
자료: 신세계, 대신증권 Research Center

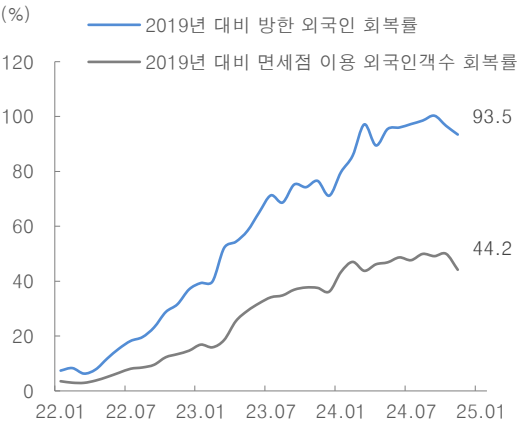
2. Earnings Driver

외국인 면세점 구매액



자료: Bloomberg, Quantwise, 대신증권 Research Center

방한 외국인 관광객 vs. 면세점 이용 외국인 추이



자료: CBIC, Quantwise, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,813	6,357	6,570	7,014	7,583
매출원가	2,728	2,502	2,518	2,080	2,496
매출총이익	5,085	3,855	4,053	4,934	5,088
판매비와관리비	4,440	3,215	3,573	4,443	4,514
영업이익	645	640	480	491	574
영업이익률	8.3	10.1	7.3	7.0	7.6
EBITDA	1,224	1,137	519	523	599
영업외손익	-124	-187	-278	-101	-98
관계기업손익	-23	-7	-165	-7	-7
금융수익	125	140	112	112	112
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-209	-231	-215	-196	-193
외환관련손실	59	27	20	20	20
기타	-16	-88	-10	-10	-10
법인세비용차감전순이익	522	453	201	390	475
법인세비용	26	-141	-25	-98	-119
계속사업순이익	548	312	176	293	356
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	548	312	176	293	356
당기순이익률	7.0	4.9	2.7	4.2	4.7
비지배지분순이익	142	87	80	88	89
지배지분순이익	406	225	97	205	267
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	546	289	154	270	334
비지배지분포괄이익	146	84	69	81	83
지배지분포괄이익	399	205	84	189	250

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	41,245	22,865	9,839	20,802	27,156
PER	5.3	7.7	13.5	6.3	4.8
BPS	417,836	427,477	433,740	450,797	473,765
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	124,290	115,513	52,748	53,101	60,845
EV/EBITDA	6.4	6.8	14.8	14.5	12.8
SPS	793,561	645,706	667,374	712,466	770,246
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
CFPS	112,373	120,245	47,400	63,791	71,535
DPS	3,750	4,000	4,500	5,000	5,000

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	23.7	-18.6	3.4	6.8	8.1
영업이익 증가율	24.7	-0.9	-25.0	2.4	16.8
순이익 증가율	40.8	-43.0	-43.4	65.8	21.8
수익성					
ROIC	8.8	5.5	5.0	4.2	4.8
ROA	4.6	4.4	3.2	3.3	3.8
ROE	10.3	5.4	2.3	4.7	5.9
안정성					
부채비율	129.5	132.7	131.1	122.7	112.3
순차입금비율	56.6	61.1	66.4	60.9	56.9
이자보상배율	5.4	3.8	3.0	3.5	4.1

자료: 신세계, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,654	2,674	2,416	2,300	2,373
현금및현금성자산	938	802	594	680	682
매출채권 및 기타채권	559	716	728	754	787
재고자산	865	891	939	738	798
기타유동자산	292	264	156	128	105
비유동자산	11,695	12,078	12,448	12,588	12,545
유형자산	7,011	7,280	7,676	7,938	8,111
관계기업투자금	974	935	930	925	920
기타비유동자산	3,709	3,863	3,843	3,725	3,514
자산총계	14,348	14,752	14,865	14,888	14,918
유동부채	4,850	4,944	4,909	4,748	4,502
매입채무 및 기타채무	1,689	1,787	1,791	1,789	1,797
차입금	687	1,125	1,182	1,241	1,303
유동성채무	1,211	1,001	951	903	723
기타유동부채	1,263	1,030	985	816	680
비유동부채	3,247	3,468	3,523	3,453	3,389
차입금	1,721	1,892	2,024	1,856	1,888
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,526	1,577	1,499	1,598	1,502
부채총계	8,097	8,412	8,432	8,202	7,891
자배지분	4,114	4,209	4,270	4,438	4,664
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	403	403	403	403	403
이익잉여금	3,479	3,655	3,714	3,880	4,103
기타지분변동	182	101	104	106	109
비지배지분	2,138	2,131	2,163	2,248	2,362
자본총계	6,252	6,340	6,433	6,686	7,026
순차입금	3,538	3,876	4,269	4,074	3,998

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	903	791	268	604	405
당기순이익	548	312	176	293	356
비현금항목의 가감	559	872	290	335	348
감가상각비	578	497	40	32	25
외환손익	31	-1	-10	-10	-10
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-51	375	261	314	333
자산부채의 증감	-39	-121	-43	185	-72
기타현금흐름	-165	-272	-156	-209	-228
투자활동 현금흐름	-774	-912	-659	-549	-355
투자자산	-215	-8	-3	-20	91
유형자산	-378	-596	-396	-262	-173
기타	-181	-308	-260	-267	-272
재무활동 현금흐름	233	-16	-135	-431	-366
단기차입금	359	226	56	59	62
사채	-180	0	200	-100	100
장기차입금	168	157	-68	-68	-68
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-54	-79	-38	-39	-44
기타	-61	-319	-285	-283	-416
현금의 증감	360	-136	-209	86	3
기초 현금	578	938	802	594	680
기말 현금	938	802	594	680	682
NOPLAT	677	440	420	368	430
FCF	865	324	60	133	278

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

신세계(004170) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

제시일자	25.02.06	25.01.14	24.11.20	24.11.16	24.11.11	24.10.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	170,000	190,000	190,000	190,000	190,000	220,000
과리율(평균%)		(30.51)	(30.53)	(31.64)	(31.50)	(31.01)
과리율(최대/최소%)		(27.21)	(27.21)	(29.74)	(29.74)	(26.23)
제시일자	24.08.07	24.07.15	24.05.09	24.05.08	24.05.06	24.04.18
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	220,000	260,000	260,000	260,000	260,000	260,000
과리율(평균%)	(30.33)	(41.65)	(37.39)	(34.42)	(34.45)	(34.44)
과리율(최대/최소%)	(26.23)	(38.96)	(32.00)	(27.12)	(27.12)	(27.12)
제시일자	24.02.08	24.01.10	23.12.02	23.11.09	23.10.12	23.08.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	260,000	260,000	260,000	260,000	290,000	290,000
과리율(평균%)	(34.18)	(34.40)	(33.59)	(33.82)	(40.49)	(30.50)
과리율(최대/최소%)	(27.12)	(28.69)	(31.35)	(32.92)	(38.17)	(25.86)
제시일자	23.08.09	23.07.18	23.05.11	23.05.10	23.04.27	23.04.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000
과리율(평균%)	(30.71)	(30.69)	(30.24)	(27.67)	(27.67)	(27.61)
과리율(최대/최소%)	(24.48)	(24.48)	(24.48)	(24.48)	(24.48)	(24.48)