

신세계 (004170)

소비 침체 여파가 백화점까지

2024년 8월 8일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	200,000 원 (하향)
✓ 상승여력	34.3%	✓ 현재주가 (8월 7일)	148,900 원

신한생각 주가 상승을 위해서는 면세 회복과 주주환원 확대가 필요

VIP 고객 위주인 백화점은 소비 경기에 민감하지 않은 것이 일반적이고 경쟁업체 대비 성장률이 가장 높지만, 장기화되는 소비 침체 영향 불가피. 기업가치 회복을 위해서는 매크로의 안정이 최우선이나, 내부적으로는 1) 면세 회복과 2) 적극적인 주주환원 확대가 필요

2Q24 Review: 소비 침체로 아쉬웠던 실적

2Q24 매출과 영업이익은 1.6조원(+1.8% YoY), 1,175억원(-21.5% YoY) 기록, 컨센서스 5% 하회. 백화점과 자회사 모두 부진

1) 백화점 기존점 성장률 +3%(총매출 4월 flat, 5월 +1%, 6월 +7%, 7월 -1%)로 부진. 이에 더해 수익성이 낮은 카테고리(생활, 가전, 식품 등)의 매출 증가와 고정비 부담(감가상각비, 유틸리티 비용 등)으로 영업이익은 11% 감소. 2) 인터내셔널은 소비 둔화 여파로 영업이익 28% 감소. 3) 디에프는 더딘 매출 회복과 공항 입차료 리스회계 처리 영향으로 영업이익 79% 감소

Valuation & Risk

목표주가(SOTP Valuation, 사업부문별 가치합산평가) 200,000원으로 5% 하향 조정. 전사 실적 추정치 하향과 자회사 지분가치 하락을 반영. 면세 회복 기대감과 밸류에이션 매력(12개월 선행 추가수익비율 4.3배, 추가순자산비율 0.3배)에 주목. 단기적인 실적 부진 속 주주환원 정책 강화를 통한 ROE 상승이 급선무

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	7,812.8	645.4	406.1	5.3	10.3	0.5	6.4	1.7
2023	6,357.1	639.8	225.1	7.7	5.4	0.4	6.8	2.3
2024F	6,742.1	635.4	299.8	4.9	6.9	0.3	6.1	2.7
2025F	7,284.0	684.0	329.9	4.4	7.0	0.3	6.1	2.7
2026F	7,807.7	750.5	381.8	3.8	7.4	0.3	5.9	2.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[유통]

조상훈 연구위원

✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

김태훈 연구원

✉ taehoon.kim@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

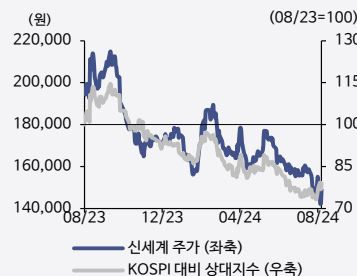
시가총액	1,465.9십억원
발행주식수(유동비율)	9.8백만주(63.6%)
52주 최고가/최저가	215,000 원/142,100 원
일평균 거래액 (60일)	5,661 백만원
외국인 지분율	16.8%

주요주주 (%)

정유경 외 3인	28.6
국민연금공단	10.6

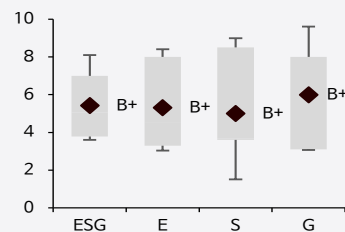
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(4.6)	(11.4)	(24.9)	(14.5)
상대	6.4	(5.6)	(24.6)	(11.1)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



신세계 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	2Q24P			2024F			2025F		
	기존 추정치	잠정치	과리율(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	1,645	1,604	(2.5)	6,786	6,742	(0.6)	7,349	7,284	(0.9)
영업이익	121	117	(2.9)	644	635	(1.4)	724	684	(5.5)
순이익	58	58	(0.5)	410	406	(1.1)	471	441	(6.4)
영업이익률	9.9	7.3		9.8	9.4		10.4	9.4	
순이익률	7.2	3.6		6.5	6.0		6.8	6.1	

자료: 신한투자증권

인천공항 신규 입찰 면세사업권 구성

구분	사업권	매장(수)	면적(㎡)	판매품목	낙찰임차료(원)	사업자 선정	예상임차료(십억원)
일반 사업권	DF1-2022	17	4,258	향수, 화장품/주류, 담배	8,987	호텔신라	319.7
	DF2-2022	16	4,709	향수, 화장품/주류, 담배	9,163	신세계	320.8
	DF3-2022	12	4,649	패션, 액세서리, 부티크	2,690	호텔신라	90.0
	DF4-2022	13	5,198	패션, 액세서리, 부티크	2,506	신세계	89.1
	DF5-2022	5	2,078	부티크	1,056	현대백화점	39.4
합계		63	20,892				
중소중견 사업권	DF8-2022	1	1,459	전 품목	583	경복궁면세점	
	DF9-2022	2	1,821	전 품목	710	시티플러스	
합계		3	3,280				

자료: 언론 자료, 신한투자증권

신세계 목표주가 산정내역

구분	적정가치(십억원)	주당가치(원)	비중(%)	비고
영업가치 (A)	5,347	566,595	281.9	
백화점	2,917	309,155	153.8	글로벌 백화점 업종 평균
면세점	1,572	166,565	82.9	호텔신라 30% 할인
신세계인터내셔널, 광주신세계	234	24,757	12.3	2024년 8월 7일 시가 적용 후 30% 할인
기타	624	66,119	32.9	4Q23말 장부가 적용 후 30% 할인
비영업가치 (B)	948	100,460	50.0	
공동기업 및 관계기업	250	26,543	13.2	4Q23말 장부가 적용 후 30% 할인
시장성 있는 투자유가증권	296	31,352	15.6	2024년 8월 7일 시가 적용 후 30% 할인
시장성 없는 투자유가증권	2	188	0.1	4Q23말 장부가 적용 후 30% 할인
투자부동산	400	42,377	21.1	투자부동산 장부가치를 50% 할인
순현금 (C)	(4,398)	(466,058)	(231.9)	2025년 말 연결기준 예상
합계 (D = A + B + C)	1,897	200,998	100.0	

자료: 신한투자증권

신세계 분기 및 연간 실적 전망											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	1,563	1,576	1,497	1,720	1,605	1,604	1,644	1,889	6,357	6,742	7,284
백화점	621	628	604	703	664	642	625	729	2,557	2,660	2,754
디에프	511	485	436	484	487	492	539	589	1,917	2,107	2,428
인터내셔널	312	334	316	393	309	321	328	417	1,354	1,376	1,452
센트럴시티	84	89	94	82	89	95	102	91	350	377	407
까사미아	53	55	62	65	69	65	63	67	235	263	280
라이브쇼핑	67	70	66	80	78	82	70	84	284	314	329
기타 및 연결조정	(85)	(86)	(81)	(87)	(91)	(92)	(82)	(89)	(339)	(355)	(366)
전년대비 (%)	(11.5)	(16.0)	(23.4)	(22.3)	2.6	1.8	9.8	9.8	(18.6)	6.1	8.0
백화점	6.1	0.8	(0.9)	5.2	7.0	2.1	3.4	3.7	2.8	4.0	3.5
디에프	(33.8)	(40.3)	(49.1)	(51.4)	(4.8)	1.5	23.6	21.7	(44.3)	10.0	15.2
인터내셔널	(11.4)	(13.1)	(18.5)	(8.8)	(0.9)	(3.9)	4.0	6.3	(12.8)	1.6	5.6
센트럴시티	21.3	11.4	10.3	(7.6)	5.5	6.6	8.6	10.6	8.0	7.8	7.8
까사미아	(28.0)	(18.7)	(8.2)	9.6	30.0	18.1	1.1	2.8	(12.3)	12.0	6.3
라이브쇼핑	0.4	0.4	54.3	16.7	16.7	15.9	5.0	5.0	14.2	10.5	5.0
기타 및 연결조정	(44.3)	(46.8)	(14.2)	(11.6)	7.3	7.4	1.3	2.5	(33.1)	4.6	3.1
영업이익	152	150	132	206	163	117	142	213	640	635	684
백화점	110	92	93	145	114	82	91	151	440	438	462
디에프	24	40	13	9	7	9	12	13	87	41	76
인터내셔널	10	18	6	14	11	13	12	17	49	53	65
센트럴시티	22	9	25	24	26	11	26	26	79	89	92
까사미아	(9)	(5)	(2)	(1)	1	(1)	1	1	(17)	2	6
라이브쇼핑	(1)	2	1	10	6	6	1	8	13	21	21
기타 및 연결조정	(5)	(7)	(5)	5	(2)	(3)	(0)	(3)	(11)	(8)	(37)
영업이익률 (%)	9.7	9.5	8.8	12.0	10.2	7.3	8.6	11.3	10.1	9.4	9.4
백화점	17.8	14.7	15.4	20.6	17.1	12.7	14.6	20.7	17.2	16.5	16.8
디에프	4.8	8.3	3.0	1.8	1.5	1.7	2.2	2.2	4.5	1.9	3.1
인터내셔널	3.3	5.5	1.9	3.6	3.6	4.1	3.6	4.1	3.6	3.9	4.5
센트럴시티	25.9	9.8	26.4	29.2	29.5	11.5	25.3	28.4	22.7	23.6	22.6
까사미아	(16.7)	(9.6)	(2.9)	(1.5)	1.5	(0.8)	1.1	1.6	(7.2)	0.8	2.2
라이브쇼핑	(0.9)	3.4	1.8	12.6	7.2	7.2	1.9	9.4	4.6	6.6	6.4
기타 및 연결조정	5.9	8.0	5.7	(6.0)	2.1	2.7	0.5	3.8	3.3	2.3	10.2
세전이익	139	98	116	100	155	74	110	176	453	515	581
순이익	129	79	62	43	130	58	84	134	312	406	441

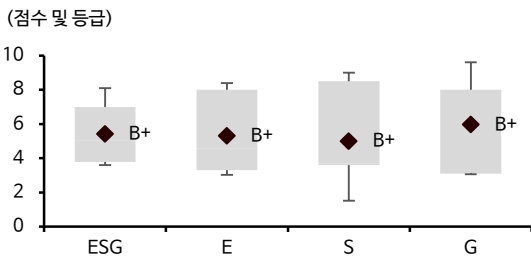
자료: 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

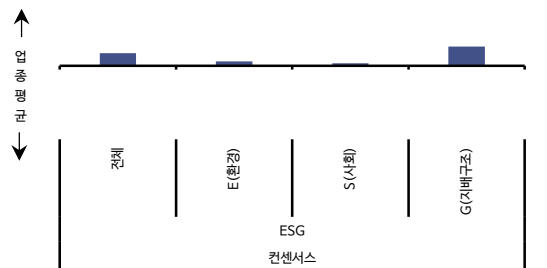
- ◆ Green Shinsegae라는 가치 아래 경영 전반 친환경 시스템 구축 및 업 특성에 따르는 환경 위해 요소 최소화, 자원의 효율적 이용 및 지역 사회와 함께 실천하는 친환경 경영 추구 중
- ◆ 협력회사와 동반 성장을 위해 자금 지원, 경영역량 강화 등 5가지 영역에서 구체적인 공급망 관리를 진행
- ◆ 이사회 중심 경영이라는 원칙 하에 투명한 지배구조 갖추고 있음. 이사회 구성 측면에서도 절반 이상을 사외 이사로 구성해 이사회의 경영 감독 기능을 효과적으로 수행토록 운영 중

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

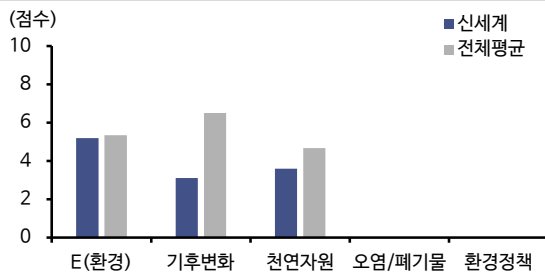
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

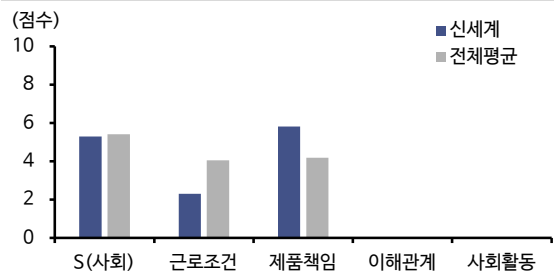
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



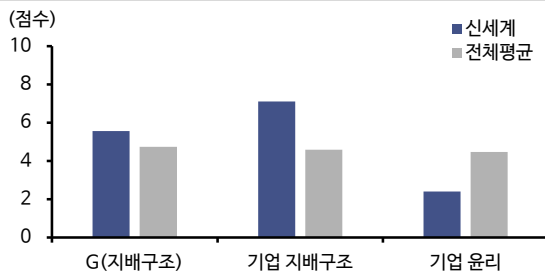
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



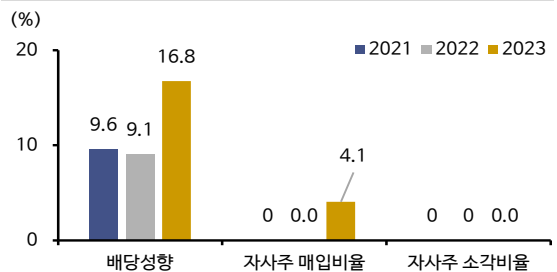
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

주주환원 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	14,348.4	14,752.0	15,233.9	15,878.0	16,533.9
유동자산	2,653.7	2,673.7	2,629.9	2,642.1	2,703.2
현금및현금성자산	938.0	802.5	679.6	598.9	581.1
매출채권	309.4	369.2	384.0	404.6	428.3
재고자산	864.6	891.2	933.9	981.8	1,013.7
비유형자산	11,694.7	12,078.3	12,604.0	13,235.8	13,830.7
유형자산	7,011.3	7,279.9	7,270.5	7,252.8	7,235.7
무형자산	620.5	559.5	537.9	513.1	485.2
투자자산	2,193.4	2,298.0	1,796.6	1,832.5	1,869.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	8,096.6	8,412.0	8,567.3	8,809.4	9,021.6
유동부채	4,849.9	4,943.9	4,972.1	5,077.4	5,145.4
단기차입금	686.8	1,125.5	1,181.8	1,240.8	1,302.9
매입채무	142.9	99.0	109.2	123.7	131.0
유동성장기부채	1,211.3	1,000.8	1,000.8	1,000.8	1,000.8
비유동부채	3,246.7	3,468.1	3,595.2	3,732.1	3,876.1
사채	1,540.0	1,523.1	1,602.3	1,682.4	1,766.5
장기차입금(장기금융부채 포함)	905.3	1,074.1	1,127.8	1,184.2	1,243.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	6,251.8	6,340.0	6,666.7	7,068.5	7,512.3
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	402.6	403.1	403.1	403.1	403.1
기타자본	(3.6)	(87.5)	(87.5)	(87.5)	(87.5)
기타포괄이익누계액	186.1	188.6	187.3	187.3	187.3
이익잉여금	3,479.4	3,655.2	3,981.9	4,383.7	4,827.5
지배주주자본	4,113.7	4,208.6	4,535.3	4,937.1	5,380.9
비지배주주자본	2,138.1	2,131.4	2,131.4	2,131.4	2,131.4
*총차입금	4,659.3	4,859.9	4,984.0	5,179.6	5,385.0
*순차입금(순현금)	3,538.4	3,876.4	4,125.0	4,479.2	4,727.0

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	903.1	791.4	844.0	860.1	897.4
당기순이익	547.6	312.0	405.5	441.2	483.2
유형자산상각비	545.9	444.2	584.5	603.3	612.4
무형자산상각비	32.3	53.3	36.7	40.7	43.6
외환환산손실(이익)	25.4	5.4	20.1	17.0	14.2
자산처분손실(이익)	3.6	15.7	19.6	13.0	16.3
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	16.3	5.4	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(38.6)	(120.6)	(65.6)	(75.1)	(68.1)
(법인세납부)	(104.0)	(175.2)	(90.4)	(131.9)	(150.7)
기타	(125.4)	251.2	(66.4)	(48.1)	(53.5)
투자활동으로인한현금흐름	(774.1)	(912.2)	(773.3)	(776.5)	(783.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(381.4)	(600.6)	(612.4)	(615.4)	(628.3)
유형자산의감소	3.4	4.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(9.6)	(12.8)	21.6	24.8	27.9
투자자산의감소(증가)	64.6	414.7	(182.5)	(186.0)	(183.5)
기타	(451.1)	(718.1)	0.0	0.1	(0.0)
FCF	1,008.5	227.6	488.7	505.2	528.6
재무활동으로인한현금흐름	232.8	(15.6)	(193.6)	(164.2)	(131.3)
차입금의 증가(감소)	347.5	382.6	151.0	158.5	166.5
자기주식의처분(취득)	0.0	83.9	0.0	0.0	0.0
배당금	(54.0)	(78.9)	(39.4)	(39.4)	(39.4)
기타	(60.7)	(403.2)	(305.2)	(283.3)	(258.4)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(1.7)	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	360.2	(135.5)	(122.8)	(80.7)	(17.8)
기초현금	577.8	938.0	802.5	679.6	598.9
기말현금	938.0	802.5	679.6	598.9	581.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

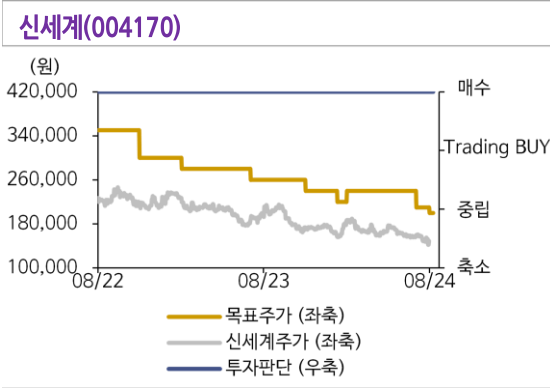
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	7,812.8	6,357.1	6,742.1	7,284.0	7,807.7
증감률 (%)	23.7	(18.6)	6.1	8.0	7.2
매출원가	2,727.6	2,502.1	2,576.4	2,760.8	2,960.2
매출총이익	5,085.2	3,855.0	4,165.6	4,523.2	4,847.5
매출총이익률 (%)	65.1	60.6	61.8	62.1	62.1
판매관리비	4,439.7	3,215.2	3,530.2	3,839.1	4,097.0
영업이익	645.4	639.8	635.4	684.0	750.5
증감률 (%)	24.7	(0.9)	(0.7)	7.7	9.7
영업이익률 (%)	8.3	10.1	9.4	9.4	9.6
영업외손익	(123.6)	(186.6)	(120.2)	(103.4)	(114.7)
금융손익	(84.5)	(91.4)	(115.9)	(113.2)	(112.5)
기타영업외손익	(16.2)	(88.4)	1.4	23.4	11.3
중속 및 관계기업관련손익	(22.9)	(6.8)	(5.6)	(13.6)	(13.5)
세전계속사업이익	521.9	453.2	515.2	580.6	635.8
법인세비용	(25.8)	141.2	109.7	139.3	152.6
계속사업이익	547.6	312.0	405.5	441.2	483.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	547.6	312.0	405.5	441.2	483.2
증감률 (%)	40.8	(43.0)	30.0	8.8	9.5
순이익률 (%)	7.0	4.9	6.0	6.1	6.2
(지배주주)당기순이익	406.1	225.1	299.8	329.9	381.8
(비지배주주)당기순이익	141.6	86.9	105.8	111.4	101.3
총포괄이익	545.8	289.1	473.9	441.2	483.2
(지배주주)총포괄이익	399.4	205.3	369.1	330.9	382.8
(비지배주주)총포괄이익	146.5	83.8	104.8	110.4	100.3
EBITDA	1,223.7	1,137.2	1,256.5	1,328.1	1,406.4
증감률 (%)	4.7	(7.1)	10.5	5.7	5.9
EBITDA 이익률 (%)	15.7	17.9	18.6	18.2	18.0

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	55,625	31,687	41,191	44,819	49,078
EPS (지배순이익, 원)	41,245	22,865	30,448	33,504	38,784
BPS (자본총계, 원)	635,009	643,969	677,150	717,969	763,047
BPS (지배지분, 원)	417,836	427,477	460,659	501,478	546,555
DPS (원)	3,750	4,000	4,000	4,000	4,000
PER (당기순이익, 배)	4.0	5.5	3.6	3.3	3.0
PER (지배순이익, 배)	5.3	7.7	4.9	4.4	3.8
PER (자본총계, 배)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR (지배지분, 배)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (배)	6.4	6.8	6.1	6.1	5.9
배당성향 (%)	9.1	16.8	12.1	11.0	9.5
배당수익률 (%)	1.7	2.3	2.7	2.7	2.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	15.7	17.9	18.6	18.2	18.0
영업이익률 (%)	8.3	10.1	9.4	9.4	9.6
순이익률 (%)	7.0	4.9	6.0	6.1	6.2
ROA (%)	3.9	2.1	2.7	2.8	3.0
ROE (지배순이익, %)	10.3	5.4	6.9	7.0	7.4
ROIC (%)	8.0	6.9	7.3	7.6	8.3
안정성					
부채비율 (%)	129.5	132.7	128.5	124.6	120.1
순차입금비율 (%)	56.6	61.1	61.9	63.4	62.9
현금비율 (%)	19.3	16.2	13.7	11.8	11.3
이자보상배율 (배)	5.4	3.8	4.2	4.7	4.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(7.7)	(6.2)	(7.0)	(7.9)	(9.0)
재고자산회수기간 (일)	37.9	50.4	49.4	48.0	46.6
매출채권회수기간 (일)	13.6	19.5	20.4	19.8	19.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 02월 10일	매수	350,000	(30.5)	(22.6)
2022년 08월 11일		6개월경과	(35.3)	(29.6)
2022년 11월 08일	매수	300,000	(26.1)	(21.0)
2023년 02월 09일	매수	280,000	(27.6)	(21.8)
2023년 07월 11일	매수	260,000	(26.1)	(17.3)
2023년 11월 09일	매수	240,000	(28.6)	(25.6)
2024년 01월 18일	매수	220,000	(23.1)	(15.7)
2024년 02월 08일	매수	240,000	(30.3)	(21.0)
2024년 07월 10일	매수	210,000	(27.3)	(23.6)
2024년 08월 08일	매수	200,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 조상훈, 김태훈)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 06일 기준)

매수 (매수)	93.39%	Trading BUY (중립)	5.06%	중립 (중립)	1.56%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------