



신세계 (004170)

1Q24 Review : 아쉬운 백화점의 비용 증가

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638 / RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com 3772-7647

Buy (유지)

목표주가(하향): 270,000원

현재 주가(5/8)	173,200원
상승여력	55.9%
시가총액	17,052억원
발행주식수	9,845천주
52 주 최고가 / 최저가	215,000 / 156,200원
90 일 일평균 거래대금	74.78억원
외국인 지분율	18.2%

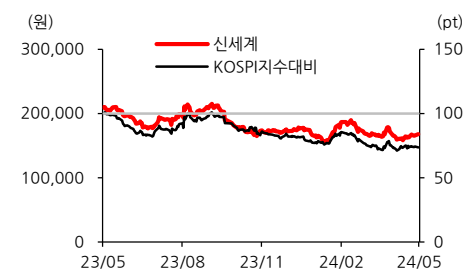
주주 구성	
정유경 (외 3 인)	28.6%
국민연금공단 (외 1 인)	10.5%
자사주 (외 1 인)	4.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.7	-7.3	-0.3	-17.3
상대수익률(KOSPI)	3.6	-12.1	-13.6	-26.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	7,813	6,357	7,504	8,919
영업이익	645	640	696	824
EBITDA	1,224	1,137	1,228	1,348
지배주주순이익	406	225	326	372
EPS	41,245	22,865	34,496	39,458
순차입금	3,617	3,881	3,547	3,091
PER	5.3	7.7	5.0	4.4
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.7	4.9	4.3	3.6
배당수익률	1.7	2.3	2.6	2.6
ROE	10.3	5.4	7.5	8.0

주가 추이



1Q24 Review

신세계는 1분기 총매출액 2,8조원(+5.4% YoY), 영업이익 1,630억원(+7.0% YoY)을 기록하여, 영업이익 기준 시장 기대치(1,627억원)에 부합하였으나, 당사 전망치(1,747억원) 대비로는 하회하였다. 까사미아, 라이브쇼핑, 센트럴시트 등 자회사 실적이 호조세를 보인데 반해, 백화점의 수익성이 아쉬웠다. 별도 백화점의 총매출은 전년대비 +9.3% YoY로 고성장하였으나, 명품/생활 등 저마진 카테고리 중심의 매출 호조로 GPM이 -0.5%p 감소한 것에 더해 상각비/인건비 등 고정비, 마케팅 비용 증가 등 판관비 증가(+9.6% YoY)로 영업이익은 -1.3% YoY 감소하였다. 지난해 1분기 특별상여금 관련 일회성 비용 기저를 감안하면 실질적 감익 폭은 약 -13% 수준에 달할 것으로 추정된다. 면세점은 순매출액 4,867억원(-4.8% YoY), 영업이익 72억원(-171억원 YoY)을 기록했다. 매출 감소는 회계적 영향으로 1Q24의 일매출액은 87억원(+5% YoY)으로 파악된다. 매출 성장에도 공항점 면적 축소 및 4기 사업자 영업 개시로 인한 수익성 정상화, 특허수수료 환입 기고 영향으로 감익하였다.

백화점 비용 효율화가 절실

저마진 카테고리 중심의 매출 성장이기는 하였으나, 매출 성장이 두 자릿수에 육박했음에도 비용 증가 부담으로 감익을 기록한 점은 아쉽다. 판관비 효율화가 나타난다고 하더라도 고정비의 부담은 여전할 수 밖에 없을 것이기 때문에 매출 성장이 증익을 담보한다고 자신하기 어려운 상황이라 판단한다. 당사는 VIP 수요가 견고한 상황에서 소비 여력 개선으로 Mass의 회복을 전망하고 있어 하반기 백화점업에 대해 기대하고 있으나, 동사의 비용 효율화가 이뤄지지 않는다면, 업황 반등에 따른 실적 개선 효과는 반감될 수 밖에 없다. 면세점은 2분기부터 파이공, 관광객 모두 유입이 본격화되며 업황 회복이 기대된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 27만원 하향

신세계에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가는 기존 30만원에서 27만원으로 하향한다. 이는 백화점 전망치 하향에 기인한다. 지난해 약 4%의 자사주를 취득한 데 이어, 추가 자사주 취득 신탁 계약(1,050억원, 현 주가 대비 6.2%) 체결로 주주환원에 나선 것은 긍정적이다.

[표1] 신세계 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
순매출액	15,634	15,759	14,975	17,203	16,047	18,092	19,103	21,798	63,571	75,040	89,188
<i>YoY</i>	<i>-11.5%</i>	<i>-16.0%</i>	<i>-23.4%</i>	<i>-22.3%</i>	<i>2.6%</i>	<i>14.8%</i>	<i>27.6%</i>	<i>26.7%</i>	<i>-18.6%</i>	<i>18.0%</i>	<i>18.9%</i>
신세계	4,622	4,697	4,555	5,245	5,009	4,979	4,783	5,507	19,119	20,278	20,886
신세계인터내셔널	3,122	3,338	3,158	3,925	3,094	3,445	3,456	4,351	13,543	14,347	15,486
센트럴시티	843	891	942	823	889	918	970	848	3,499	3,625	3,733
신세계 DF	5,112	4,851	4,361	4,841	4,867	6,445	7,746	8,469	19,165	27,527	39,260
대구	680	688	660	783	710	729	693	822	2,811	2,954	3,043
광주	446	444	411	495	441	453	419	505	1,796	1,818	1,854
대전	462	455	417	511	481	499	520	589	1,845	2,089	1,937
까사미아	527	551	623	649	685	716	654	681	2,350	2,737	3,147
라이브쇼핑	670	703	662	804	782	808	761	925	2,839	3,276	3,440
영업이익	1,524	1,496	1,318	2,060	1,630	1,471	1,619	2,244	6,398	6,964	8,240
<i>YoY</i>	<i>-6.8%</i>	<i>-20.2%</i>	<i>-13.9%</i>	<i>45.8%</i>	<i>7.0%</i>	<i>-1.7%</i>	<i>22.8%</i>	<i>9.0%</i>	<i>-0.9%</i>	<i>8.8%</i>	<i>18.3%</i>
신세계	705	543	597	922	696	491	562	1,016	2,767	2,765	3,288
신세계인터내셔널	103	184	60	140	112	197	108	224	487	641	843
센트럴시티	218	87	249	240	262	108	260	88	794	718	783
신세계 DF	243	402	133	89	72	215	280	184	867	752	1,062
대구	193	174	188	254	221	199	211	283	809	914	957
광주	137	135	112	165	131	139	115	170	549	555	572
대전	69	69	32	107	89	77	103	165	277	434	446
까사미아	-88	-53	-18	-10	10	30	-3	11	-169	48	188
라이브쇼핑	-6	24	12	101	56	66	31	153	131	307	300
영업이익률	9.7%	9.5%	8.8%	12.0%	10.2%	8.1%	8.5%	10.3%	10.1%	9.3%	9.2%

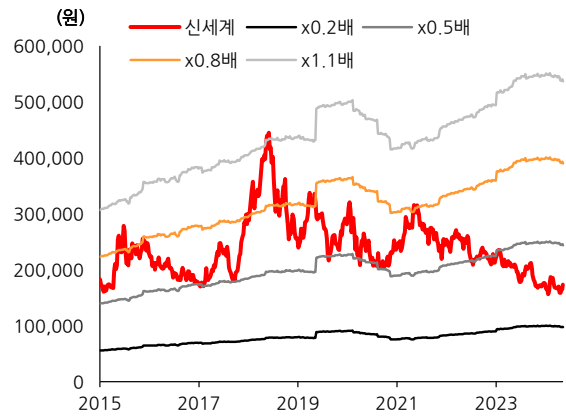
자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 신세계 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 신세계 P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 신세계 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	24E	비고
백화점부문 순이익	2,779	각 법인 지분을 고려
Target P/E	8	
백화점 가치	22,233	
면세점부문 순이익	201	호텔신라 목표 P/E 대비 30% 할인
Target P/E	18	
면세점 가치	3,526	
적정 시가총액	25,759	자사주 제외
발행주식수	9,436	
적정 주당가치	272,971	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,316	7,813	6,357	7,504	8,919
매출총이익	3,709	5,085	3,855	4,814	5,797
영업이익	517	645	640	696	824
EBITDA	1,169	1,224	1,137	1,228	1,348
순이자손익	-89	-81	-113	-131	-122
외화관련손익	-33	-35	5	0	0
지분법손익	-42	-16	-5	0	0
세전계속사업손익	518	522	453	550	662
당기순이익	389	548	312	426	496
지배주주순이익	307	406	225	326	372
증가율(%)					
매출액	32.4	23.7	-18.6	18.0	18.9
영업이익	484.7	24.7	-0.9	8.9	18.3
EBITDA	57.0	4.7	-7.1	8.0	9.8
순이익	흑전	40.8	-43.0	36.7	16.4
이익률(%)					
매출총이익률	58.7	65.1	60.6	64.1	65.0
영업이익률	8.2	8.3	10.1	9.3	9.2
EBITDA 이익률	18.5	15.7	17.9	16.4	15.1
세전이익률	8.2	6.7	7.1	7.3	7.4
순이익률	6.2	7.0	4.9	5.7	5.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	1,104	903	791	788	911
당기순이익	389	548	312	426	496
자산상각비	652	578	497	531	524
운전자본증감	333	-39	-121	-69	15
매출채권 감소(증가)	-103	-80	-165	-142	-114
재고자산 감소(증가)	110	-94	-14	-280	-156
매입채무 증가(감소)	264	237	45	353	285
투자현금흐름	-825	-774	-912	-416	-412
유형자산처분(취득)	-583	-378	-596	-400	-400
무형자산 감소(증가)	-10	-10	-13	-16	-12
투자자산 감소(증가)	-31	-131	52	0	0
재무현금흐름	-91	233	-16	-238	-242
차입금의 증가(감소)	-57	277	179	-200	-200
자본의 증가(감소)	-22	-54	-163	-38	-42
배당금의 지급	-22	-54	-79	-38	-42
총현금흐름	871	1,106	1,184	857	896
(-)운전자본증감(감소)	-497	-77	38	69	-15
(-)설비투자	584	381	601	400	400
(+)자산매각	-9	-6	-8	-16	-12
Free Cash Flow	775	796	537	372	499
(-)기타투자	366	371	438	0	0
잉여현금	409	424	99	372	499
NOPLAT	389	468	440	540	618
(+) Dep	652	578	497	531	524
(-)운전자본투자	-497	-77	38	69	-15
(-)Capex	584	381	601	400	400
OpFCF	953	742	299	602	756

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,910	2,654	2,674	3,230	3,757
현금성자산	639	1,042	979	1,113	1,369
매출채권	472	559	716	858	972
재고자산	756	865	891	1,172	1,328
비유동자산	11,734	11,695	12,078	11,963	11,851
투자자산	4,363	4,063	4,239	4,239	4,239
유형자산	6,943	7,011	7,280	7,182	7,091
무형자산	428	621	560	542	522
자산총계	13,645	14,348	14,752	15,193	15,608
유동부채	3,571	4,850	4,944	5,197	5,382
매입채무	1,409	1,689	1,787	2,141	2,426
유동성이자부채	1,352	2,214	2,263	2,163	2,063
비유동부채	4,312	3,247	3,468	3,368	3,268
비유동이자부채	3,291	2,445	2,597	2,497	2,397
부채총계	7,882	8,097	8,412	8,565	8,650
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	403	403	403	403	403
이익잉여금	3,084	3,479	3,655	3,943	4,273
자본조정	208	182	101	101	101
자기주식	-4	-4	-87	-87	-87
자본총계	5,762	6,252	6,340	6,628	6,958

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	31,165	41,245	22,865	34,496	39,458
BPS	380,297	417,836	427,477	456,707	490,214
DPS	3,000	3,750	4,000	4,500	4,500
CFPS	88,462	112,373	120,245	87,027	91,001
ROA(%)	2.3	2.9	1.5	2.2	2.4
ROE(%)	8.5	10.3	5.4	7.5	8.0
ROIC(%)	4.7	5.6	5.1	6.2	7.2
Multiples(x, %)					
PER	8.2	5.3	7.7	5.0	4.4
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
PSR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
PCR	2.9	2.0	1.5	2.0	1.9
EV/EBITDA	5.6	4.7	4.9	4.3	3.6
배당수익률	1.2	1.7	2.3	2.6	2.6
안정성(%)					
부채비율	136.8	129.5	132.7	129.2	124.3
Net debt/Equity	69.5	57.9	61.2	53.5	44.4
Net debt/EBITDA	342.5	295.6	341.3	288.9	229.4
유동비율	53.5	54.7	54.1	62.2	69.8
이자보상배율(배)	4.8	5.4	3.8	3.6	4.5
자산구조(%)					
투하자본	62.5	62.1	62.6	61.9	60.5
현금+투자자산	37.5	37.9	37.4	38.1	39.5
자본구조(%)					
차입금	44.6	42.7	43.4	41.3	39.1
자기자본	55.4	57.3	56.6	58.7	60.9

[Compliance Notice]

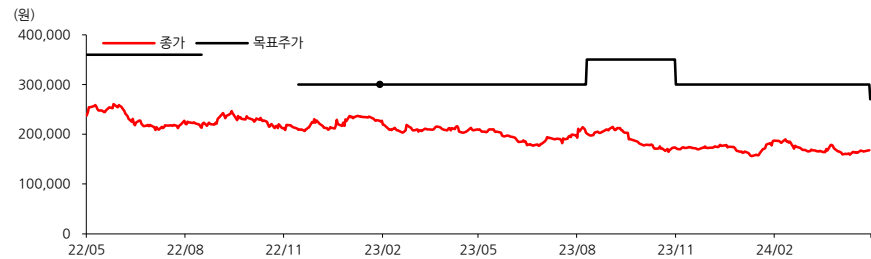
(공표일: 2024년 5월 9일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협, 최영주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[신세계 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.05.12	2022.07.12	2022.11.22	2022.11.22	2023.01.09
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격		360,000	360,000	이진협	300,000	300,000
일 시	2023.02.09	2023.02.28	2023.04.05	2023.05.11	2023.05.23	2023.06.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2023.08.10	2023.08.18	2023.10.10	2023.11.01	2023.11.09	2023.12.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	350,000	350,000	350,000	300,000	300,000
일 시	2024.01.05	2024.01.26	2024.02.01	2024.02.08	2024.04.09	2024.04.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2024.05.09					
투자의견	Buy					
목표가격	270,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.12	Buy	360,000	-36.79	-27.64
2022.11.22	Buy	300,000	-30.76	-21.00
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		

[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 추정에 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: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%