



신세계 (004170)

3Q23 리뷰 : 면세점 경쟁력이 부각될 것

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 300,000원

현재 주가(11/8)	173,700원
상승여력	▲ 72.7%
시가총액	17,101억원
발행주식수	9,845천주
52 주 최고가 / 최저가	237,000 / 164,800원
90 일 일평균 거래대금	120.74억원
외국인 지분율	14.1%

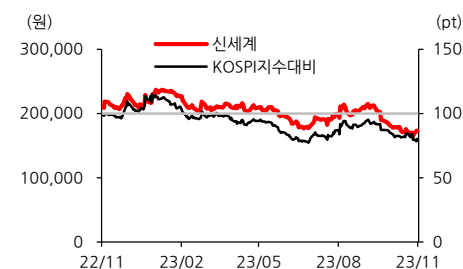
주주 구성	
정유경 (외 3 인)	28.6%
국민연금공단 (외 1 인)	13.4%
자사주 (외 1 인)	4.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.4	-12.3	-17.1	-18.1
상대수익률(KOSPI)	-4.9	-6.4	-13.4	-19.0

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	6,316	7,813	6,493	7,788
영업이익	517	645	632	716
EBITDA	1,169	1,224	1,146	1,233
지배주주순이익	307	406	294	321
EPS	31,165	41,245	29,932	32,589
순차입금	4,003	3,617	3,758	3,337
PER	8.2	5.3	5.8	5.3
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.6	4.7	4.8	4.1
배당수익률	1.2	1.7	2.2	2.2
ROE	8.5	10.3	7.0	7.2

주가 추이



신세계의 3 분기 실적은 시장 기대치를 소폭 하회하였습니다. 면세점이 부진했는데, 공항점의 일시적 영업면적 축소에 따라 수익성이 높은 공항점의 매출 감소로 이어진 영향입니다. 소비 부진에 따라 백화점에 대한 기대가 낮아지고 있지만, 높은 VIP 비중으로 동사의 백화점은 상대적으로 방어력이 높을 것으로 전망하고 있으며, 단체관광객 유입, 파이공 수요 회복으로 면세점 가치 부각도 기대됩니다.

3Q23 Review

신세계의 3분기 총매출액은 2.6조원(-15.1% YoY), 영업이익 1,318억원(-13.9% YoY)을 기록해 영업이익 시장 전망치(1,479억원)을 소폭 하회하였다. 당사 추정치 대비 백화점의 실적은 부합했지만, 면세점의 수익성이 하회하였다. 8월부터 4기 사업자 영업을 시작하면서, 동사의 인천공항점은 기존 대비 영업면적이 일시적으로 축소된 상황이다. 3분기 기준 계약 면적 대비 40%를 운영하고 있으며, 그마저도 절반은 임시시장형식으로 운영했다. 면적 축소로 수익성이 높은 공항점의 매출 감소가 면세점의 수익성 악화로 이어졌다. 공항점은 11월 현재 기준 50% 수준이 오픈된 상황이며, 연말까지 70%가 오픈될 예정이기에 일시적 면적 축소에 대한 영향은 점진적으로 감소할 것으로 전망된다.

면세점 가치 부각될 것

소비 여력 감소가 현실화되면서 낮은 기저에 따라 4분기 턴어라운드 예상되었던 백화점의 반등세가 약하다. 백화점에 대한 기대치는 다소 낮출 필요가 있겠다. 다만 면세점의 가치는 단체관광객 유입 본격화와 파이공 수요 회복으로 부각될 수 있을 것으로 보인다. 동사는 단체관광 비즈니스를 경험한 바가 없음에도 불구하고 호텔신라에 이어 단체관광 슬롯 확보에 경쟁력을 보여주고 있다는 점이 고무적이다. 소비 부진에 백화점에 대한 기대가 낮아지고 있지만, 동사는 VIP 매출 비중이 높아 경쟁사 대비 방어력이 높으며, 단체관광에 따른 낙수효과로 백화점의 외국인 매출 비중 확대가 본격화될 수 있다는 점을 감안 시, 안정적 성장을 이어나갈 가능성이 높다고 판단된다.

투자의견 BUY, 목표주가 30만원 하향

신세계에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 목표주가는 30만원으로 하향조정한다. 백화점과 면세점(공항) 이익전망치 하향을 반영하였다.

[표1] 신세계 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
순매출액	17,665	18,771	19,551	22,141	15,634	15,759	14,975	18,563	78,128	64,931	77,877
YoY	33.8%	34.5%	17.3%	14.5%	-11.5%	-16.0%	-23.4%	-16.2%	23.7%	-16.9%	19.9%
신세계	4,430	4,670	4,579	4,978	4,622	4,697	4,555	5,078	18,657	18,952	19,331
신세계인터내셔널	3,522	3,839	3,875	4,303	3,122	3,338	3,158	4,008	15,539	13,626	14,716
센트럴시티	695	800	854	891	843	891	942	980	3,240	3,656	3,766
신세계 DF	7,721	8,132	8,566	9,967	5,112	4,851	4,361	6,268	34,386	20,592	31,209
대구	628	691	655	728	680	688	660	743	2,702	2,771	2,826
광주	426	485	444	494	446	444	411	494	1,849	1,795	1,831
대전	369	389	418	486	462	455	417	492	1,662	1,826	2,113
까사미아	732	678	679	592	527	551	623	651	2,681	2,352	2,687
영업이익	1,636	1,874	1,530	1,413	1,524	1,496	1,318	1,979	6,453	6,317	7,160
YoY	32.4%	94.8%	49.4%	-27.6%	-6.8%	-20.2%	-13.9%	40.0%	24.7%	-2.1%	13.3%
신세계	873	825	751	1,032	705	543	597	931	3,480	2,776	2,796
신세계인터내셔널	331	387	242	193	103	184	60	222	1,153	569	655
센트럴시티	153	65	226	189	218	87	249	230	633	784	856
신세계 DF	-21	287	51	-263	243	402	133	159	54	937	1,339
대구	186	193	195	218	193	174	188	215	792	770	795
광주	150	190	143	173	137	135	112	158	656	542	559
대전	6	3	5	77	69	69	32	109	91	279	378
까사미아	1	-42	-58	-178	-88	-53	-18	-5	-277	-164	-57
영업이익률	9.3%	10.0%	7.8%	6.4%	9.7%	9.5%	8.8%	10.7%	8.3%	9.7%	9.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

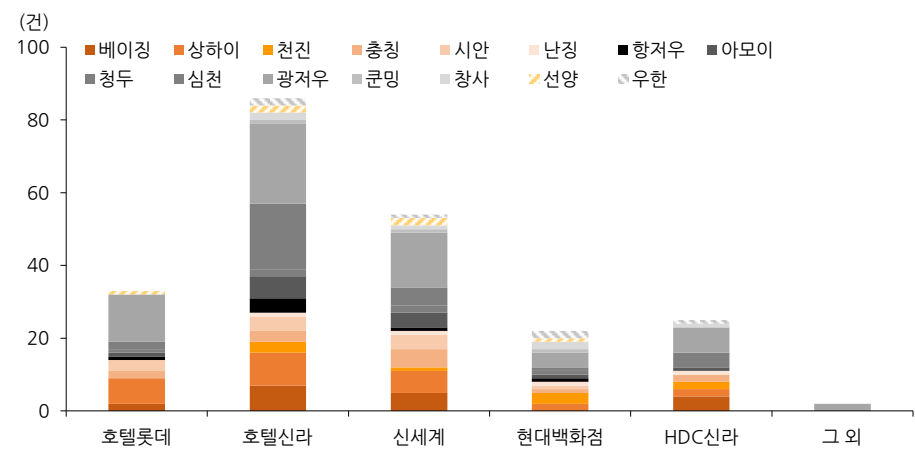
[표1] 신세계 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	23년	비고
백화점부문 순이익	2,258	별도 + 대구신세계
Target P/E	8	
백화점 가치	18,066	
면세점부문 순이익	561	
Target P/E	20	호텔신라 목표 P/E 대비 30% 할인
면세점 가치	11,226	
적정 시가총액	29,292	자사주 제외
발행주식수	9,836	
적정 시가총액	297,796	

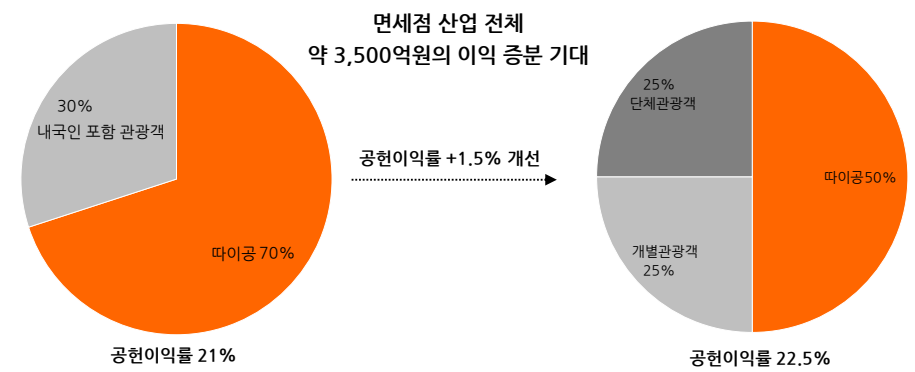
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 주요 출발지별 단체관광 상품 중 면세점 슬랏 점유 비교



자료: 씨트립, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 고객 믹스 변화에 따른 면세점 산업 이익 증분 추정



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	4,769	6,316	7,813	6,493	7,788
매출총이익	2,400	3,709	5,085	4,123	5,062
영업이익	88	517	645	632	716
EBITDA	745	1,169	1,224	1,146	1,233
순이자손익	-109	-89	-81	-105	-106
외화관련손익	55	-33	-35	-3	0
지분법손익	13	-42	-16	-9	0
세전계속사업손익	-118	518	522	510	570
당기순이익	-69	389	548	393	427
지배주주순이익	-103	307	406	294	321
증가율(%)					
매출액	-25.4	32.4	23.7	-16.9	19.9
영업이익	-81.1	484.7	24.7	-2.1	13.3
EBITDA	-34.5	57.0	4.7	-6.4	7.6
순이익	적전	흑전	40.8	-28.3	8.8
이익률(%)					
매출총이익률	50.3	58.7	65.1	63.5	65.0
영업이익률	1.9	8.2	8.3	9.7	9.2
EBITDA 이익률	15.6	18.5	15.7	17.6	15.8
세전이익률	-2.5	8.2	6.7	7.9	7.3
순이익률	-1.4	6.2	7.0	6.0	5.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	552	1,104	903	696	870
당기순이익	-69	389	548	393	427
자산상각비	656	652	578	514	517
운전자본증감	98	333	-39	-122	33
매출채권 감소(증가)	35	-103	-80	129	-74
재고자산 감소(증가)	182	110	-94	150	-123
매입채무 증가(감소)	-134	264	237	-407	230
투자현금흐름	-389	-825	-774	-799	-412
유형자산처분(취득)	-418	-583	-378	-399	-400
무형자산 감소(증가)	-7	-10	-10	-9	-12
투자자산 감소(증가)	-10	-31	-131	16	0
재무현금흐름	48	-91	233	-8	-237
차입금의 증가(감소)	446	-57	277	155	-200
자본의 증가(감소)	-35	-22	-54	-121	-37
배당금의 지급	-35	-22	-54	-37	-37
총현금흐름	612	871	1,106	977	837
(-)운전자본증감(감소)	-177	-497	-77	151	-33
(-)설비투자	477	584	381	402	400
(+)자산매각	51	-9	-6	-6	-12
Free Cash Flow	363	775	796	418	458
(-)기타투자	32	366	371	378	0
잉여현금	331	409	424	40	458
NOPLAT	64	389	468	486	537
(+) Dep	656	652	578	514	517
(-)운전자본투자	-177	-497	-77	151	-33
(-)Capex	477	584	381	402	400
OpFCF	420	953	742	448	686

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	1,664	1,910	2,654	2,390	2,808
현금성자산	394	639	1,042	1,065	1,286
매출채권	362	472	559	434	508
재고자산	863	756	865	722	845
비유동자산	11,105	11,734	11,695	11,851	11,746
투자자산	4,120	4,363	4,063	4,224	4,224
유형자산	6,604	6,943	7,011	7,028	6,947
무형자산	382	428	621	598	574
자산총계	12,769	13,645	14,348	14,240	14,554
유동부채	3,609	3,571	4,850	4,174	4,303
매입채무	1,087	1,409	1,689	1,348	1,578
유동성이자부채	1,889	1,352	2,214	1,976	1,876
비유동부채	4,103	4,312	3,247	3,635	3,535
비유동이자부채	3,102	3,291	2,445	2,847	2,747
부채총계	7,712	7,882	8,097	7,809	7,839
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	348	403	403	319	319
이익잉여금	2,788	3,084	3,479	3,741	4,024
자본조정	257	208	182	182	182
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	5,057	5,762	6,252	6,431	6,715

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-10,512	31,165	41,245	29,932	32,589
BPS	349,650	380,297	417,836	435,919	464,733
DPS	1,500	3,000	3,750	3,750	3,750
CFPS	62,122	88,462	112,373	99,228	85,042
ROA(%)	-0.8	2.3	2.9	2.1	2.2
ROE(%)	-2.8	8.5	10.3	7.0	7.2
ROIC(%)	0.8	4.7	5.6	5.7	6.2
Multiples(x, %)					
PER	-22.8	8.2	5.3	5.8	5.3
PBR	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
PCR	3.9	2.9	2.0	1.8	2.0
EV/EBITDA	9.3	5.6	4.7	4.8	4.1
배당수익률	0.6	1.2	1.7	2.2	2.2
안정성(%)					
부채비율	152.5	136.8	129.5	121.4	116.7
Net debt/Equity	90.9	69.5	57.9	58.4	49.7
Net debt/EBITDA	617.2	342.5	295.6	328.0	270.7
유동비율	46.1	53.5	54.7	57.3	65.2
이자보상배율(배)	0.7	4.8	5.4	4.1	4.6
자산구조(%)					
투하자본	64.5	62.5	62.1	62.2	60.9
현금+투자자산	35.5	37.5	37.9	37.8	39.1
자본구조(%)					
차입금	49.7	44.6	42.7	42.9	40.8
자기자본	50.3	55.4	57.3	57.1	59.2

[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 11월 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	2021.11.10	2022.02.10	2022.04.21	2022.05.12	2022.07.12
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2022.11.22	2022.11.22	2023.01.09	2023.02.09	2023.02.28	2023.04.05
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이진협	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2023.05.11	2023.05.23	2023.06.26	2023.08.10	2023.08.18	2023.10.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	350,000	350,000
일 시	2023.11.01	2023.11.09				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	350,000	300,000				

[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	-45.42	-38.57
2023.11.09	Buy	300,000		

[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 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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:2023년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%