

(Analyst) 배송이 songyi.bae@miraeasset.com

**MIRAE ASSET**  
미래에셋증권

004170 · 백화점

# 신세계

## 전반적으로 아쉬운 업황

(유지)

매수

목표주가

210,000원 ▼

상승여력

30.3%

현재주가(24/1/16)

161,200원

KOSPI	2,497.59	시가총액(십억원)	1,587	발행주식수(백만주)	10	외국인 보유비중(%)	16.0
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

### Report summary

#### 4Q23 Preview: 시장 기대치 부합 예상

신세계의 4Q23 실적은 순매출 17,540억원(YoY -21%), 영업이익 1,884억원(YoY +33%)으로 예상된다. 면세점이 타이공 향 수수료/프로모션 증가, 공항점 비용 증가로 인해 이익 체력이 축소되었지만, 백화점이 예상 대비 선방하여 전사 이익은 시장 기대치에 부합할 전망이다. 11~12월 리빙 프로모션을 진행한 효과로 해당 카테고리가 30% 수준 고성장한 것으로 파악된다.

#### 전반적으로 아쉬운 업황

백화점과 면세점 전반 모멘텀이 약하다. 백화점은 금번 분기 프로모션 효과가 컸기 때문에 향후에도 이어질 것으로 기대하기 어렵다. 2024년 총매출 성장률 +2%을 예상한다. 면세점은 경쟁 심화 우려가 다시금 대두되고 있다. 업황 회복이 지연되면서 사업자간 경쟁도 소모전으로 변모할 가능성이 있다. 추정치 하향과 실적 불확실성을 고려하여 목표주가를 하향한다. 제반 불확실성 완화 시 저가 매력이 부각될 수 있겠다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-8.2	-16.3	-32.0
상대주가	-5.8	-12.0	-34.6

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	6,316	7,813	6,391	6,745	7,129
영업이익 (십억원)	517	645	622	656	710
영업이익률 (%)	8.2	8.3	9.7	9.7	10.0
순이익 (십억원)	307	406	301	323	357
EPS (원)	31,165	41,245	30,558	32,808	36,221
ROE (%)	8.5	10.3	7.0	7.0	7.2
P/E (배)	8.2	5.3	5.7	4.9	4.5
P/B (배)	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
배당수익률 (%)	1.2	1.7	2.1	2.3	2.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

## 4Q23 Preview

신세계의 4Q23 실적은 순매출 17,540억원(YoY -21%), 영업이익 1,884억원(YoY +33%)으로 예상한다.

면세점 이익체력이 축소되었지만, 백화점이 예상 대비 선방하여 전사 이익은 시장 기대치에 부합할 전망이다.

### 백화점

별도 총매출 14,862억원(YoY +8%), 영업이익 956억원(YoY -7%)로 추정한다.

가구/가전 수요가 회복 추세인 가운데, 11~12월 프로모션을 진행한 효과로 리빙이 30% 수준 고성장한 것으로 파악된다. 그 외 명품, 패션 등 카테고리는 LSD% 내외 신장하여 특이 사항은 없었다. 매출 성장은 긍정적이나, 저마진 리빙 믹스 상승과 프로모션 비용의 영향으로 이익은 줄겠다.

### 면세점

순매출 4,891억원(YoY -51%, QoQ +12%), 영업이익 104억원(YoY 흑전, QoQ -22%) 추정한다.

타이공 향 수요가 일부 회복되면서 전분기 대비 매출 성장이 기대된다. 다만 수수료와 프로모션이 전분기 대비 소폭 증가했고, 공항점 비용도 늘면서 이익은 기대치를 밑돌 것으로 예상된다. 공항점은 기말 기준 계약 면적의 70% 수준 운영 중이며, 연말까지 100% 운영을 목표하고 있다.

## 투자 판단

백화점과 면세점 전반적으로 모멘텀이 약하다. 백화점은 금번 분기 나름 선방했으나 프로모션 효과가 컸기 때문에 향후에도 이어질 것으로 기대하기는 어렵다. 소비 환경이 불확실하고 신규 점포나 브랜드 추가 효과도 없기 때문에 2024년 총매출 성장률 +2%와 소폭의 이익 성장을 예상한다.

면세점은 경쟁 심화 우려가 다시금 대두되고 있다. 면세 업황 회복이 지연되면서 사업자간 경쟁 행태가 소모전으로 변모할 가능성이 있다. 공항점도 2H23부터 임대 매장이 정규 매장으로 변경되면서 임대료 지출이 늘어나 이익 규모가 축소되었다. 신세계가 임대 매장 운영 시기 가장 큰 이익을 냈기 때문에 2024년 베이스가 부담될 수 있다.

추정치 하향과 실적 불확실성을 고려하여 목표주가를 하향했다. 제반 환경 불확실성이 완화되어야 저가 매력이 부각될 수 있겠다.

표 1. 신세계 연간 실적 전망

(십억원)

	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순매출액	4,769	6,316	7,813	6,391	6,745	7,129
신세계	1,460	1,672	1,866	1,924	1,973	2,083
신세계인터	1,328	1,451	1,554	1,358	1,381	1,447
센트럴시티	229	263	324	366	383	402
신세계DF	1,696	2,661	3,439	1,922	2,180	2,353
신세계 총매출액	3,798	4,420	5,017	5,139	5,250	5,512
영업이익	88	517	645	622	656	710
신세계	127	262	348	280	289	313
신세계인터	34	92	115	52	65	75
센트럴시티	41	53	63	77	82	87
신세계DF	(87)	78	5	88	85	95
세전이익	(118)	518	522	527	566	625
순이익	(69)	389	548	406	436	481
지배주주순이익	(103)	307	406	301	323	357
매출액 (YoY %)	(25.4)	32.4	23.7	(18.2)	5.6	5.7
신세계	(6.3)	14.5	11.6	3.1	2.5	5.6
신세계인터	(6.8)	9.3	7.1	(12.6)	1.7	4.8
센트럴시티	(15.9)	14.9	23.2	13.0	4.7	5.0
신세계DF	(45.8)	56.9	29.2	(44.1)	13.4	7.9
영업이익 (YoY %)	(81.1)	484.7	24.7	(3.6)	5.4	8.2
신세계	(42.9)	106.2	33.1	(19.5)	3.2	8.1
신세계인터	(60.0)	172.3	25.4	(54.6)	25.1	14.6
센트럴시티	(44.8)	29.2	20.3	20.9	6.8	6.1
신세계DF	적전	흑전	(93.0)	1,532.9	(3.8)	11.5
영업이익률(%)	1.9	8.2	8.3	9.7	9.7	10.0
신세계	3.3	5.9	6.9	5.5	5.5	5.7
신세계인터	2.5	6.3	7.4	3.9	4.7	5.2
센트럴시티	17.8	20.0	19.5	20.9	21.3	21.5
신세계DF	(5.1)	2.9	0.2	4.6	3.9	4.0

자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 신세계 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023년	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
순매출액	1,563	1,576	1,497	1,754	6,391	1,613	1,638	1,628	1,866	6,745
신세계	462	470	455	537	1,924	479	475	466	553	1,973
신세계인터	312	334	316	396	1,358	316	337	322	406	1,381
센트럴시티	84	89	94	99	366	89	92	99	104	383
신세계DF	511	485	436	489	1,922	526	531	549	573	2,180
신세계 총매출액	1,206	1,242	1,205	1,486	5,139	1,244	1,254	1,229	1,522	5,250
영업이익	152	150	132	188	622	161	144	147	204	656
신세계	71	54	60	96	280	73	56	63	97	289
신세계인터	10	18	6	18	52	14	20	10	22	65
센트럴시티	22	9	25	21	77	23	9	26	24	82
신세계DF	24	40	13	10	88	19	26	21	19	85
세전이익	139	98	116	173	527	139	121	125	181	566
순이익	129	79	62	137	406	107	93	96	140	436
지배주주순이익	106	56	43	95	301	88	67	67	100	323
매출액(YoY %)	(11.5)	(16.0)	(23.4)	(20.8)	(18.2)	3.2	3.9	8.7	6.4	5.6
신세계	4.3	0.6	(0.5)	7.9	3.1	3.7	1.2	2.3	3.0	2.5
신세계인터	(11.4)	(13.0)	(18.5)	(7.9)	(12.6)	1.1	0.9	1.9	2.4	1.7
센트럴시티	21.3	11.4	10.3	10.6	13.0	5.2	3.0	5.0	5.5	4.7
신세계DF	(33.8)	(40.3)	(49.1)	(50.9)	(44.1)	2.8	9.5	25.9	17.2	13.4
영업이익(YoY %)	(6.9)	(20.2)	(13.9)	33.2	(3.6)	5.7	(3.8)	11.6	8.2	5.4
신세계	(19.2)	(34.2)	(20.5)	(7.3)	(19.5)	3.2	4.0	5.1	1.5	3.2
신세계인터	(69.0)	(52.5)	(75.1)	(8.6)	(54.6)	35.0	6.5	68.4	24.0	25.1
센트럴시티	42.5	33.8	10.2	11.8	20.9	5.2	3.0	5.0	12.1	6.8
신세계DF	흑전	40.1	160.8	흑전	1532.9	(23.8)	(35.0)	56.2	87.3	(3.8)
영업이익률(%)	9.7	9.5	8.8	10.7	9.7	10.0	8.8	9.0	10.9	9.7
신세계	5.8	4.4	4.9	6.4	5.5	5.8	4.5	5.1	6.4	5.5
신세계인터	3.3	5.5	1.9	4.5	3.9	4.4	5.8	3.1	5.4	4.7
센트럴시티	25.9	9.8	26.4	21.5	20.9	25.9	9.8	26.4	22.8	21.3
신세계DF	4.8	8.3	3.0	2.1	4.6	3.5	4.9	3.8	3.4	3.9

자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 신세계 Valuation Table

(십억원, 배)

구분		2024F	2025F 비교
영업가치			
백화점	NOPLAT	334	358 대전/광주/대구 신세계 포함
	적정 PER	9	9 유통업 평균
	적정 가치	3,176	3,405
면세점	NOPLAT	64	71
	적정 PER	12	12 유통업 평균 대비 30% 할증
	적정 가치	795	887
합계		3,972	4,293
적정 가치(A)		3,972	4,293
상장 관계회사 지분가치			
신세계인터내셔널	시가총액		593 1월 16일 종가 기준
	지분율(%)		39
	지분 가치		231
삼성생명	시가총액		12,480 1월 16일 종가 기준
	지분율(%)		2
	지분가치		275
합계			506
적정 가치(B)			405 20% 할인 적용
비상장 관계회사 가치			
센트럴시티	순이익	61	65
	적정 PER	9	9 유통업 평균
	지분율(%)	60	60
	적정 가치	349	371
신세계사이먼	순이익	69	75
	적정 PER	9	9 유통업 평균
	지분율(%)	25	25
	적정 가치	164	177
합계		513	548
적정가치(C)		411	438 20% 할인 적용
순차입금(D)			2,761 2022년말 연결 기준
기업가치(A+B+C-D)		2,026	2,374
주식수(천주)		9,845	9,845
적정주가 i (원)		205,789	241,173
적정주가 ii(원)			205,789
적정주가iii(원)			210,000
현재주가(원)			161,200
과리율(%)			30.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 신세계 (004170)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,813	6,391	6,745	7,129
매출원가	2,728	2,439	2,595	2,739
매출총이익	5,085	3,952	4,150	4,390
판매비와관리비	4,440	3,329	3,494	3,681
조정영업이익	645	622	656	710
영업이익	645	622	656	710
비영업손익	-123	-95	-90	-85
금융손익	-95	-104	-91	-84
관계기업등 투자손익	-23	-1	-3	-4
세전계속사업손익	522	527	566	625
계속사업법인세비용	-26	121	130	144
계속사업이익	548	406	436	481
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	548	406	436	481
지배주주	406	301	323	357
비지배주주	142	105	113	124
총포괄이익	546	386	436	481
지배주주	399	306	345	381
비지배주주	146	80	90	100
EBITDA	1,224	1,116	1,119	1,157
FCF	522	162	294	507
EBITDA 마진율 (%)	15.7	17.5	16.6	16.2
영업이익률 (%)	8.3	9.7	9.7	10.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.2	4.7	4.8	5.0

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,654	3,038	3,566	4,188
현금 및 현금성자산	938	1,068	1,213	1,521
매출채권 및 기타채권	558	653	783	838
재고자산	865	1,012	1,215	1,458
기타유동자산	293	305	355	371
비유동자산	11,695	11,517	11,559	11,574
관계기업투자등	974	772	821	868
유형자산	7,011	6,969	6,939	6,825
무형자산	621	603	591	597
자산총계	14,348	14,555	15,125	15,762
유동부채	4,850	4,822	4,951	5,112
매입채무 및 기타채무	1,387	1,456	1,485	1,552
단기금융부채	2,214	2,054	2,070	2,085
기타유동부채	1,249	1,312	1,396	1,475
비유동부채	3,247	3,049	3,090	3,128
장기금융부채	2,445	2,414	2,414	2,414
기타비유동부채	802	635	676	714
부채총계	8,097	7,871	8,041	8,241
지배주주지분	4,114	4,483	4,770	5,083
자본금	49	49	49	49
자본잉여금	403	403	403	403
이익잉여금	3,479	3,744	4,032	4,353
비지배주주지분	2,138	2,201	2,314	2,438
자본총계	6,252	6,684	7,084	7,521

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	903	556	694	807
당기순이익	548	406	436	481
비현금수익비용가감	559	720	683	674
유형자산감가상각비	546	459	430	414
무형자산상각비	32	35	33	34
기타	-19	226	220	226
영업활동으로인한자산및부채의변동	-39	-321	-205	-121
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-80	-126	-72	-65
재고자산 감소(증가)	-94	-144	-202	-243
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	237	-159	3	-9
법인세납부	-104	-137	-130	-144
투자활동으로 인한 현금흐름	-774	-540	-575	-424
유형자산처분(취득)	-378	-392	-400	-300
무형자산감소(증가)	-10	-16	-20	-40
장단기금융자산의 감소(증가)	-71	126	-60	-42
기타투자활동	-315	-258	-95	-42
재무활동으로 인한 현금흐름	233	-234	-20	-29
장단기금융부채의 증가(감소)	17	-191	16	15
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-54	0	-36	-36
기타재무활동	270	-43	0	-8
현금의 증가	360	130	145	308
기초현금	578	938	1,068	1,213
기말현금	938	1,068	1,213	1,521

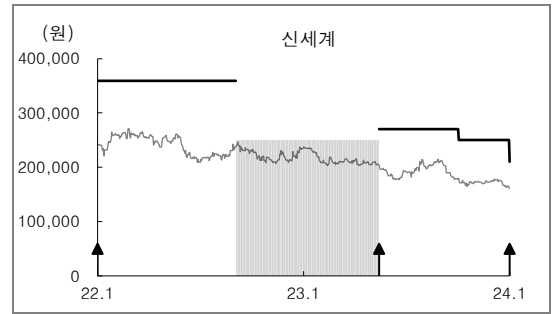
자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	5.3	5.7	4.9	4.5
P/CF (x)	2.0	1.5	1.4	1.4
P/B (x)	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	6.5	6.4	6.2	5.9
EPS (원)	41,245	30,558	32,808	36,221
CFPS (원)	112,373	114,304	113,664	117,356
BPS (원)	418,199	459,333	488,528	520,324
DPS (원)	3,750	3,750	3,750	3,750
배당성향 (%)	6.7	8.8	8.2	7.4
배당수익률 (%)	1.7	2.1	2.3	2.3
매출액증가율 (%)	23.7	-18.2	5.6	5.7
EBITDA증가율 (%)	4.7	-8.8	0.2	3.4
조정영업이익증가율 (%)	24.7	-3.6	5.4	8.2
EPS증가율 (%)	32.3	-25.9	7.4	10.4
매출채권 회전율 (회)	26.8	19.0	16.9	15.3
재고자산 회전율 (회)	9.6	6.8	6.1	5.3
매입채무 회전율 (회)	23.2	16.7	17.1	18.4
ROA (%)	3.9	2.8	2.9	3.1
ROE (%)	10.3	7.0	7.0	7.2
ROIC (%)	8.7	4.1	6.8	7.1
부채비율 (%)	129.5	117.8	113.5	109.6
유동비율 (%)	54.7	63.0	72.0	81.9
순차입금/자기자본 (%)	57.9	48.2	43.3	36.8
조정영업이익/금융비용 (x)	5.4	4.4	4.9	5.3

### 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
신세계 (004170)				
2024.01.17	매수	210,000	-	-
2023.10.18	매수	250,000	-31.35	-28.60
2023.05.30	매수	270,000	-28.18	-20.37
2022.09.19	분석 대상 제외		-	-
2022.09.16	1년 경과 이후	359,000	-	-100.00
2021.09.16	매수	359,000	-32.44	-24.23



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

### 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

### 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

\* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 신세계 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.