



신세계 (004170)

3Q24 Review : 면세점 실적 부진으로 어닝 쇼크 기록

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 220,000원

현재 주가(11/8)	141,500원
상승여력	▲55.5%
시가총액	13,931억원
발행주식수	9,845천주
52 주 최고가 / 최저가	189,500 / 141,500원
90 일 일평균 거래대금	40.33억원
외국인 지분율	15.7%

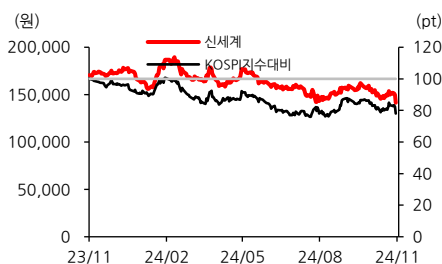
주주 구성	
정유경 (외 4 인)	28.6%
국민연금공단 (외 1 인)	10.2%
자사주신탁 (외 1 인)	6.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.7	-2.6	-18.3	-18.5
상대수익률(KOSPI)	-7.4	-2.8	-11.6	-24.3

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	7,813	6,357	6,532	7,335
영업이익	645	640	546	645
EBITDA	1,224	1,137	1,043	1,174
지배주주순이익	406	225	230	272
EPS	41,245	22,865	24,376	28,840
순차입금	3,617	3,881	4,324	3,962
PER	5.3	7.7	5.8	4.9
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.7	4.9	5.5	4.6
배당수익률	1.7	2.3	3.2	3.2
ROE	10.3	5.4	5.4	6.0

주가 추이



3Q24 Review

신세계는 3Q24 총매출액 2.71조원(+4.0% YoY), 영업이익 930억원(-29.5% YoY)을 기록해 영업이익 기준 시장 기대치를 대폭 하회했다. 소비 부진 및 늦더위로 인한 FW 시즌 전환 지연이라는 외부 환경의 어려움에도 백화점은 상대적으로 견조하였다. 백화점 기준점성장률은 약 +2% YoY를 기록해 식품/리빙 카테고리 호조로 상대적인 강세를 보였으며, 고마진 카테고리인 패션 부진에도 판촉비 절감 노력 등으로 영업이익은 -5% YoY 감익에 그쳤다. 당사 전망치 대비 부진했던 주요 원인은 면세점이었다. 면세점은 매출액 4,717억원(+8.2% YoY), 영업적자 -162억원(-295억원 YoY)을 기록했는데, 공항점의 정규 매장 운영 면적이 늘어나면서 임차료가 +60억원 QoQ 늘어난 영향과 더불어 타이공항 할인율을 감소하였지만, 성수기를 맞아 관광객향 할인율이 증가하면서 수익성이 악화된 영향에 기인한다.

방향성에 초점을 맞춰야

정규 매장 운영 면적 확대에 따른 임차료 증가 영향으로 면세점의 부진이 4Q24에도 지속될 전망이다. 4Q24 면세점의 적자는 -197억원(-286억원 YoY)까지 확대되면서 전사 수익성에 부담으로 작용할 것으로 보인다. 다만, 단기 실적보다는 방향성에 초점을 맞출 필요가 있다고 판단한다. 그간 소비를 제약하던 물가 상승률은 둔화되고 있으며, 금리 인하 사이클에 본격적으로 진입하였다. 24년 소비의 기저가 낮다는 점도 25년 소비 개선 가능성을 높이고 있다. 뿐만 아니라 국내 백화점에 부정적이었던 환도 최근 엔화 대비 원화의 약세가 이어지고 있어 긍정적이다. 현 시점에서 백화점에 주목해야 한다고 판단하는 이유이다. 면세점의 부진은 결국 중국 소비 경기 부진 영향에 귀결된다. 부양책의 효과가 가시화된다면, 면세점 실적 개선도 기대해볼 수 있겠다.

투자의견 BUY, 목표주가 22만원 유지

신세계에 대해 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가 역시 22만원 유지한다. 면세점의 실적 부진으로 실적 전망치를 전반적으로 하향 조정하였지만, 당사는 백화점의 가치만을 통해 적정 주가에 대한 밸류에이션을 하고 있기 때문에 목표주가의 변동은 없다.

[표1] 신세계 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
순매출액	15,634	15,759	14,975	17,203	16,047	16,044	15,401	17,829	63,571	65,321	73,350
YoY	-11.5%	-16.0%	-23.4%	-22.3%	2.6%	1.8%	2.8%	3.6%	-18.6%	2.8%	12.3%
백화점	6,210	6,284	6,043	7,034	6,641	6,417	6,195	7,303	25,571	26,556	27,201
신세계인터내셔널	3,122	3,338	3,158	3,925	3,094	3,209	2,960	3,972	13,543	13,235	14,475
센트럴시티	843	891	942	823	889	950	944	848	3,499	3,631	3,740
신세계 DF	5,112	4,851	4,361	4,841	4,867	4,924	4,717	5,000	19,165	19,508	24,969
까사미아	527	551	623	649	685	651	686	681	2,350	2,703	3,109
라이브쇼핑	670	703	662	804	782	815	770	925	2,839	3,292	3,456
영업이익	1,524	1,496	1,318	2,060	1,630	1,175	930	1,723	6,398	5,458	6,454
YoY	-6.8%	-20.2%	-13.9%	45.8%	7.0%	-21.5%	-29.4%	-16.4%	-0.9%	-14.7%	18.2%
백화점	1,104	921	929	1,448	1,137	818	883	1,498	4,402	4,336	4,512
신세계인터내셔널	103	184	60	140	112	133	21	177	487	443	770
센트럴시티	218	87	249	240	262	109	259	148	794	778	850
신세계 DF	243	402	133	89	72	86	-162	-197	867	-201	43
까사미아	-88	-53	-18	-10	10	-5	2	11	-169	18	168
라이브쇼핑	-6	24	12	101	56	59	13	135	131	263	312
영업이익률	9.7%	9.5%	8.8%	12.0%	10.2%	7.3%	6.0%	9.7%	10.1%	8.4%	8.8%

자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,316	7,813	6,357	6,532	7,335
매출총이익	3,709	5,085	3,855	4,075	4,768
영업이익	517	645	640	546	645
EBITDA	1,169	1,224	1,137	1,043	1,174
순이자손익	-89	-81	-113	-128	-122
외화관련손익	-33	-35	5	-14	0
지분법손익	-42	-16	-5	-6	0
세전계속사업손익	518	522	453	406	484
당기순이익	389	548	312	319	363
지배주주순이익	307	406	225	230	272
증가율(%)					
매출액	158.7	23.7	-18.6	2.8	12.3
영업이익	68.9	24.7	-0.9	-14.7	18.3
EBITDA	143.5	4.7	-7.1	-8.3	12.6
순이익	99.8	40.8	-43.0	2.2	13.8
이익률(%)					
매출총이익률	58.7	65.1	60.6	62.4	65.0
영업이익률	8.2	8.3	10.1	8.4	8.8
EBITDA 이익률	18.5	15.7	17.9	16.0	16.0
세전이익률	8.2	6.7	7.1	6.2	6.6
순이익률	6.2	7.0	4.9	4.9	4.9

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	1,104	903	791	222	816
당기순이익	389	548	312	319	363
자산상각비	652	578	497	497	529
운전자본증감	333	-39	-121	-527	15
매출채권 감소(증가)	-103	-80	-165	14	-119
재고자산 감소(증가)	110	-94	-14	-63	-163
매입채무 증가(감소)	264	237	45	-457	298
투자현금흐름	-825	-774	-912	-466	-412
유형자산처분(취득)	-583	-378	-596	-412	-400
무형자산 감소(증가)	-10	-10	-13	-16	-12
투자자산 감소(증가)	-31	-131	52	6	0
재무현금흐름	-91	233	-16	-75	-242
차입금의 증가(감소)	-57	277	179	80	-200
자본의 증가(감소)	-22	-54	-163	-101	-42
배당금의 지급	-22	-54	-79	-38	-42
총현금흐름	871	1,106	1,184	840	801
(-)운전자본증가(감소)	-497	-77	38	116	-15
(-)설비투자	584	381	601	413	400
(+)자산매각	-9	-6	-8	-15	-12
Free Cash Flow	775	796	537	296	404
(-)기타투자	366	371	438	455	0
잉여현금	409	424	99	-159	404
NOPLAT	389	468	440	429	484
(+) Dep	652	578	497	497	529
(-)운전자본투자	-497	-77	38	116	-15
(-)Capex	584	381	601	413	400
OpFCF	953	742	299	398	628

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,910	2,654	2,674	2,427	2,871
현금성자산	639	1,042	979	659	821
매출채권	472	559	716	701	821
재고자산	756	865	891	958	1,121
비유동자산	11,734	11,695	12,078	12,511	12,394
투자자산	4,363	4,063	4,239	4,708	4,708
유형자산	6,943	7,011	7,280	7,260	7,163
무형자산	428	621	560	543	523
자산총계	13,645	14,348	14,752	14,938	15,266
유동부채	3,571	4,850	4,944	4,933	5,130
매입채무	1,409	1,689	1,787	1,751	2,049
유동성이자부채	1,352	2,214	2,263	2,294	2,194
비유동부채	4,312	3,247	3,468	3,533	3,433
비유동이자부채	3,291	2,445	2,597	2,689	2,589
부채총계	7,882	8,097	8,412	8,465	8,563
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	403	403	403	424	424
이익잉여금	3,084	3,479	3,655	3,847	4,077
자본조정	208	182	101	67	67
자기주식	-4	-4	-87	-122	-122
자본총계	5,762	6,252	6,340	6,473	6,703

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	31,165	41,245	22,865	24,376	28,840
BPS	380,297	417,836	427,477	445,608	468,938
DPS	3,000	3,750	4,000	4,500	4,500
CFPS	88,462	112,373	120,245	85,333	81,354
ROA(%)	2.3	2.9	1.5	1.5	1.8
ROE(%)	8.5	10.3	5.4	5.4	6.0
ROIC(%)	4.7	5.6	5.1	4.9	5.5
Multiples(x, %)					
PER	8.2	5.3	7.7	5.8	4.9
PBR	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
PSR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
PCR	2.9	2.0	1.5	1.7	1.7
EV/EBITDA	5.6	4.7	4.9	5.5	4.6
배당수익률	1.2	1.7	2.3	3.2	3.2
안정성(%)					
부채비율	136.8	129.5	132.7	130.8	127.7
Net debt/Equity	69.5	57.9	61.2	66.8	59.1
Net debt/EBITDA	342.5	295.6	341.3	414.6	337.4
유동비율	53.5	54.7	54.1	49.2	56.0
이자보상배율(배)	4.8	5.4	3.8	2.8	3.5
자산구조(%)					
투자자본	62.5	62.1	62.6	62.3	61.2
현금+투자자산	37.5	37.9	37.4	37.7	38.8
자본구조(%)					
차입금	44.6	42.7	43.4	43.5	41.6
자기자본	55.4	57.3	56.6	56.5	58.4

[Compliance Notice]

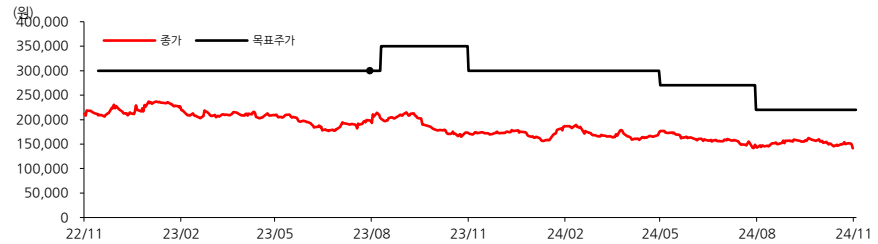
(공표일: 2024년 11월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 종목을 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[신세계 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.11.22	2022.11.22	2023.01.09	2023.02.09	2023.02.28
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		이진협	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2023.04.05	2023.05.11	2023.05.23	2023.06.26	2023.08.10	2023.08.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	350,000
일 시	2023.10.10	2023.11.01	2023.11.09	2023.12.28	2024.01.05	2024.01.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	350,000	350,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2024.02.01	2024.02.08	2024.04.09	2024.04.26	2024.05.09	2024.07.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	270,000	270,000
일 시	2024.08.08	2024.10.14	2024.11.11			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	220,000	220,000	220,000			

[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	-40.68	-34.41
2024.08.08	Buy	220,000		

[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: 2024 년 09 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%