

신세계(004170)

2Q23 Preview: 하반기가 본 게임

영업이익이 시장 기대치를 5.2% 하회할 전망

신세계의 2023년 2분기 연결기준 매출액은 1조 5,064억원(-19.7% YoY), 영업이익은 1,462억원(-22.0% YoY, OPM 9.7%)을 기록하여, 매출과 영업이익이 시장 기대치를 각각 14.1%, 5.2% 하회할 전망이다. 백화점(별도) 부문은 높은 기저 및 내국인의 해외여행 증가에 따른 기존점 신장 부진과 1분기부터 이어져 온 인건비 부담으로 영업이익이 전년동기대비 29.0% 감익할 전망이다. 면세사업(디에프)은 타이공의 더딘 회복에도 수익성이 좋은 개별 관광객의 증가로 355억원의 양호한 영업이익을 달성한다고 추정한다(vs. 일회성 제외 23년 1분기 OP 125억원).

약간은 억울했던 2분기

2분기 시장 기대치를 크게 하회하지 않는 영업이익 달성이 예상됨에도 신세계의 2분기 주가(-17.4% vs. 코스피 +3.5%)는 매우 부진했다. 중국 화장품 시장의 더딘 회복으로 한국 면세 산업의 매출 회복 또한 부진하면서 신세계 디에프의 가치가 부각되지 못했기 때문이다. 리오프닝에 따라 상반기 많은 내국인들이 일본 등으로 해외여행을 가면서 유통 산업 내 유통인구 감소로 이어졌다. 특히 엔저 등에 따라 해외 관광객(23년 5월 기준 방일 관광객 중 한국인 비중 27.2% vs. 19년 5월 21.8%)이 증가하면서 백화점 산업이 높은 성장을 하고 있는 일본 백화점 대비 신세계의 투자 매력도가 하락한 점도 주가 하락 요인이다.

하반기, 주가 회복세를 보일 전망

신세계에 대하여 투자 의견 매수와 목표주가 300,000원(12MF PER 9.1x)을 유지한다. 내국인의 해외여행 증가와 1분기부터 이어지고 있는 인건비 부담을 고려 시 하반기에도 백화점 부문의 영업이익 감익은 불가피하다. 그러나 백화점의 부진은 주가에 충분히 반영되어 있기 때문에 추가적인 주가 하락 요인이 되지 않는다고 판단한다. 중국 시장 내 화장품 과잉 재고는 618 쇼핑 행사를 기점으로 많이 해소되었다고 판단한다. 이에 따라 상반기보다 하반기의 중국 화장품/한국 면세 산업 업황 개선은 분명하다. 타이공의 구매력에 영향을 미치는 위안화가 최근 절상되고 있는 점도 긍정적이다. 하반기 디에프 사업의 가치 부각과 함께 신세계의 주가 회복이 이루어진다고 전망한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2021A	6,316	517	307	31,193	NM	1,169	8.1	7.3	0.7	8.5	1.2
2022A	7,813	645	406	41,282	32.3	1,224	5.3	6.4	0.5	10.3	1.7
2023F	6,519	677	334	34,937	(15.4)	1,234	5.5	6.4	0.4	7.8	1.9
2024F	7,682	792	379	40,162	15.0	1,334	4.8	5.8	0.4	8.3	1.9
2025F	8,451	881	430	45,610	13.6	1,405	4.2	5.5	0.4	8.7	1.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

매수(유지)

목표주가: 300,000원(유지)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
50	52	55	46

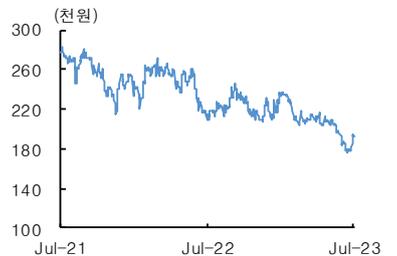
Stock Data

KOSPI(7/14)	2,628
주가(7/14)	192,700
시가총액(십억원)	1,897
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저가(원)	246,500/176,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,258
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.3/14.1
주요주주(%)	정유경 외 2 인 28.6
	국민연금공단 12.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.5	(17.8)	(8.7)
KOSPI 대비(%p)	2.1	(28.0)	(21.8)

주가추이



김명주

myoungjoo.kim@koreainvestment.com

전예원

yw.jeon@koreainvestment.com

<표 1> 신세계 23년 2분기 실적 추정

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q22	1Q23	2Q23F		성장률	
			당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,877	1,563	1,506	1,753	(19.7)	(3.6)
영업이익	187	152	146	154	(22.0)	(4.1)
영업이익률(%)	10.0	9.7	9.7	8.8	(0.3)	(0.0)
순이익	51	106	49	89	(3.5)	(54.0)

자료: Dataguide, 한국투자증권

<표 2> 신세계 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	6,897	7,940	6,519	7,682	(5.5)	(3.2)
영업이익	674	790	677	792	0.5	0.4
영업이익률(%)	9.8	9.9	10.4	10.3	0.6	0.4
순이익	334	376	334	379	(0.2)	0.8

자료: Dataguide, 한국투자증권

<표 3> 신세계 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F	2025F
총매출액	2,175	2,312	2,568	3,158	2,841	3,061	3,067	3,334	2,675	2,944	3,082	3,600	10,213	12,302	12,300	14,685	16,133
순매출액	1,320	1,395	1,667	1,934	1,767	1,877	1,955	2,214	1,563	1,506	1,586	1,864	6,316	7,813	6,519	7,682	8,451
신세계	400	400	393	479	443	467	458	498	462	470	471	522	1,671	1,866	1,925	2,026	2,121
신세계인터	342	341	350	418	352	384	388	430	312	321	343	387	1,451	1,554	1,363	1,403	1,432
신세계씨티	60	66	60	77	70	80	85	89	84	98	95	97	263	324	375	385	396
신세계디에프	479	561	797	823	772	813	857	997	511	555	639	704	2,660	3,439	2,409	3,383	3,981
신세계동대구	54	56	57	69	63	68	66	73	68	69	64	76	236	269	278	296	312
매출총이익	724	774	977	1,234	1,118	1,236	1,280	994	978	937	916	901	3,709	5,085	3,733	4,371	4,735
영업이익	124	96	102	195	164	187	153	141	152	146	163	215	517	645	677	792	881
신세계	61	47	55	98	87	83	75	103	71	59	60	97	262	348	286	322	345
신세계인터	21	27	14	30	33	39	24	19	10	21	15	19	92	115	65	73	75
신세계씨티	16	4	10	22	15	7	23	15	22	9	24	18	53	59	73	87	90
신세계디에프	23	19	23	12	(0)	29	5	(26)	24	36	40	42	78	7	142	178	204
신세계동대구	10	9	11	19	19	18	20	22	19	17	16	22	49	78	75	82	88
세전이익	121	40	220	136	192	117	135	78	139	90	128	201	518	522	559	681	774
순이익	70	4	176	57	121	51	68	166	106	49	69	109	307	406	334	379	430
YoY (%)																	
총매출액	17.9	33.5	34.1	42.0	30.6	32.4	19.4	5.6	(5.8)	(3.8)	0.5	8.0	32.4	20.5	(0.0)	19.4	9.9
순매출액	10.3	37.6	37.3	43.9	33.8	34.5	17.3	14.5	(11.5)	(19.7)	(18.9)	(15.8)	32.4	23.7	(16.6)	17.8	10.0
매출총이익	18.0	43.6	66.3	86.9	54.3	59.8	31.0	(19.5)	(12.5)	(24.2)	(28.4)	(37.9)	54.5	17.6	(26.6)	17.1	8.3
영업이익	3,659	NM	307.1	89.2	32.4	94.7	49.4	(27.6)	(6.9)	(22.0)	6.8	51.9	484.7	24.7	4.9	17.1	11.2
순이익	NM	NM	NM	367.6	72.9	1,137.4	(61.1)	190.5	(12.1)	(3.5)	1.5	(34.4)	NM	32.3	(17.9)	13.6	13.6

주1: 순이익은 지배주주기준

주2: 23년 7월부터 신규로 입점하는 인천공항 면세점을 신세계DF 실적에 반영. 2023년 3/4분기는 프로모션비/투자비 등이 증가한다고 가정

자료: 신세계, 한국투자증권

<표 4> 주요 사업부 영업이익 추정 변경

(단위: 십억원, %)

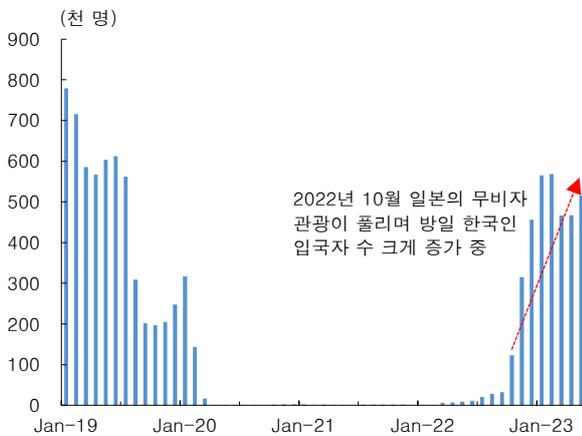
	변경 전		변경 후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
백화점(별도)	312	337	286	322	(8.5)	(4.5)
면세사업(DF)	102	127	142	178	39.7	40.3

- 내국인의 해외여행 증가에 따라서 기존점 신장 회복이 예상보다 더디게 이루어지고 있는 점을 반영 (23F 백화점 산업 성장률 추정 기준: +5.6% YoY → 변경: +4.8% YoY)

- 예상과 달리 2 분기에도 제품 할인율(과거의 송객수수료 등)이 1~2% QoQ 하락한 것으로 추정. 이러한 추세가 이어진다고 가정

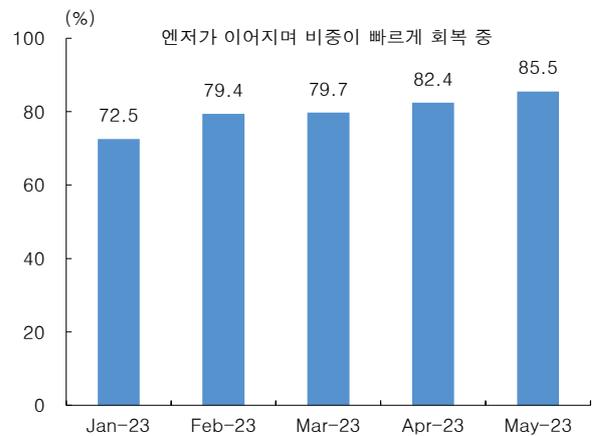
자료: 한국투자증권

[그림 1] 일본을 방문하는 한국인 입국자 수 추이



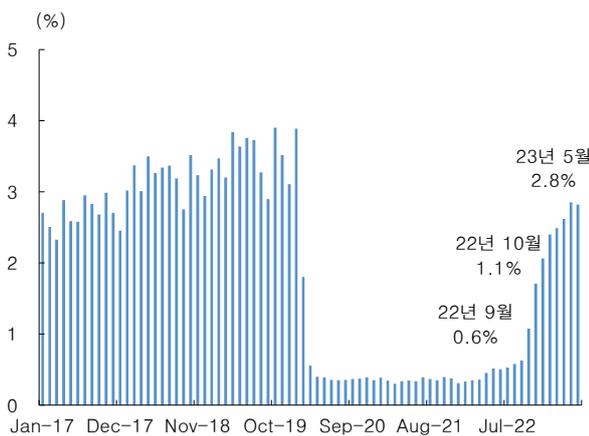
자료: 일본 관광청, 한국투자증권

[그림 2] 2019년 동월 대비 한국인 입국자 수 비중



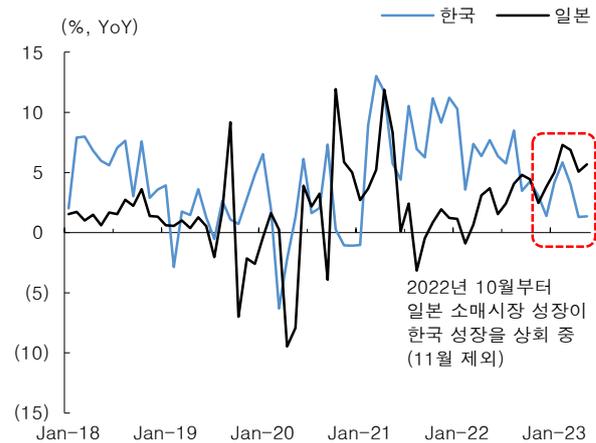
자료: 일본 관광청, 한국투자증권

[그림 3] 일본의 소매판매액 대비 관광수입 비중



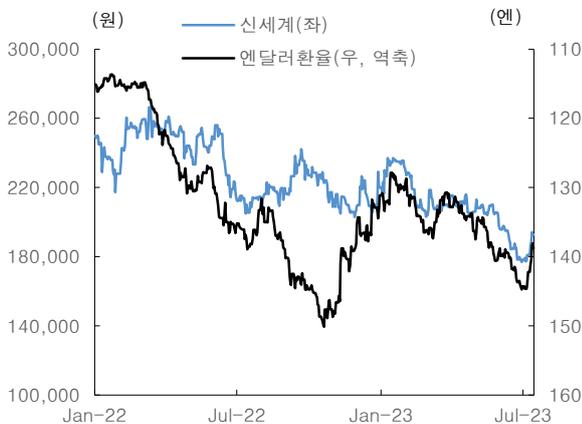
자료: 일본 관광청, 한국투자증권

[그림 4] 한국과 일본의 소매시장 성장을 비교



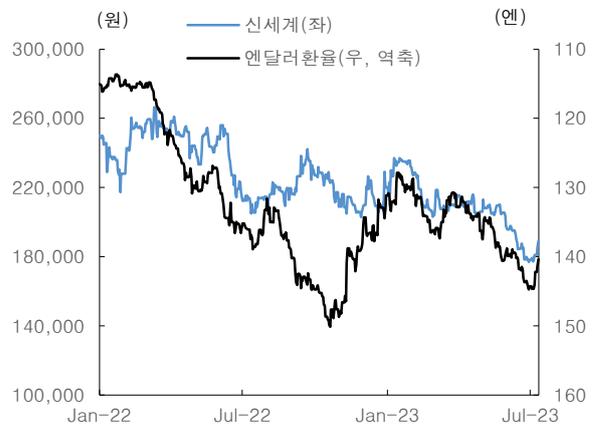
자료: 한국 통계청, 일본 통계청, 한국투자증권

[그림 5] 올해 들어 엔화 가치가 크게 하락했음. 신세계의 외국인 지분을 또한 유사한 시점에 낮아짐



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 엔저는 일본 백화점 산업의 양호한 매출 증가 요인. 엔저와 함께 신세계의 주가는 하락



자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

백화점(신세계, 인천/대구/대전신세계), 패션/화장품/가구(신세계인터내셔널, 까사미아), 면세점(신세계디에프) 등 유통업을 주요사업으로 영위함. 2022년 4분기 기준 백화점 12개, 면세점 3개, 아울렛 5개 점포 운영 중

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,316	7,813	6,519	7,682	8,451
매출원가	2,607	2,728	2,787	3,311	3,716
매출총이익	3,709	5,085	3,733	4,371	4,735
판매관리비	3,192	4,440	3,056	3,579	3,854
영업이익	517	645	677	792	881
영업이익률(%)	8.2	8.3	10.4	10.3	10.4
EBITDA	1,169	1,224	1,234	1,334	1,405
EBITDA Margin(%)	18.5	15.7	18.9	17.4	16.6
영업외수익	1	(123)	(118)	(111)	(107)
금융수익	93	125	129	129	133
금융비용	169	209	210	209	207
기타영업외손익	87	(16)	(33)	(26)	(28)
관계기업관련손익	(11)	(23)	(5)	(5)	(5)
세전계속사업이익	518	522	559	681	774
법인세비용	129	(26)	124	170	193
연결당기순이익	389	548	435	511	580
지배주주지분순이익	307	406	334	379	430
지배주주순이익률(%)	4.9	5.2	5.1	4.9	5.1
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	32.4	23.7	(16.6)	17.8	10.0
영업이익 증가율	484.7	24.7	4.9	17.1	11.2
지배주주순이익 증가율	NM	32.3	(17.9)	13.6	13.6
EPS 증가율	NM	32.3	(15.4)	15.0	13.6
EBITDA 증가율	57.0	4.7	0.8	8.1	5.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	1,104	903	(214)	1,738	1,379
당기순이익	389	548	435	511	580
유형자산감가상각비	627	546	525	504	483
무형자산상각비	24	32	32	38	41
자산부채변동	333	(39)	(1,308)	546	118
기타	(269)	(184)	102	139	157
투자활동현금흐름	(825)	(774)	170	(1,336)	(1,075)
유형자산투자	(584)	(381)	(597)	(575)	(554)
유형자산매각	1	3	3	3	3
투자자산순증	(42)	(215)	357	(333)	(222)
무형자산순증	(10)	(10)	71	(130)	(102)
기타	(190)	(171)	336	(301)	(200)
재무활동현금흐름	(91)	233	(111)	(263)	(212)
자본의증가	4	0	0	0	0
차입금의순증	(57)	277	25	(95)	(26)
배당금지급	(22)	(54)	(37)	(35)	(35)
기타	(16)	10	(99)	(133)	(151)
기타현금흐름	1	(2)	0	0	0
현금의증가	189	360	(155)	140	92
FCF	1,143	1,015	(416)	743	508

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

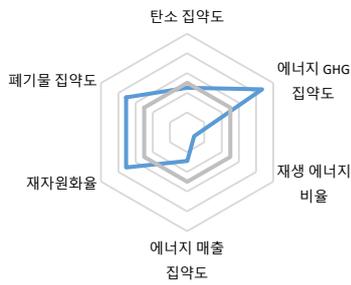
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	13,645	14,348	13,202	14,362	15,153
유동자산	1,910	2,654	2,214	2,609	2,871
현금성자산	578	938	783	922	1,015
매출채권및기타채권	472	559	467	550	605
재고자산	756	865	722	851	936
비유동자산	11,734	11,695	10,988	11,753	12,282
투자자산	2,097	2,193	1,830	2,157	2,373
유형자산	6,943	7,011	7,080	7,148	7,216
무형자산	428	621	518	610	671
부채총계	7,882	8,097	6,552	7,239	7,486
유동부채	3,571	4,850	3,522	4,523	5,125
매입채무및기타채무	1,409	1,689	1,409	1,660	1,827
단기차입금및단기사채	391	767	1,143	1,519	1,896
유동성장기부채	559	1,211	1,111	1,142	1,173
비유동부채	4,312	3,247	3,030	2,716	2,361
사채	2,151	1,540	1,690	1,490	1,290
장기차입금및금융부채	1,139	906	672	438	205
자본총계	5,762	6,252	6,649	7,123	7,667
지배주주지분	3,744	4,114	4,410	4,753	5,146
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	403	403	403	403	403
기타자본	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
이익잉여금	3,084	3,479	3,777	4,121	4,516
비지배주주지분	2,018	2,138	2,239	2,371	2,520
순차입금	4,003	3,538	3,749	3,487	3,351

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	31,193	41,282	34,937	40,162	45,610
BPS	380,661	418,199	448,339	483,103	523,090
DPS	3,000	3,750	3,750	3,750	3,750
수익성(%)					
ROA	2.9	3.9	3.2	3.7	3.9
ROE	8.5	10.3	7.8	8.3	8.7
배당수익률	1.2	1.7	1.9	1.9	1.9
배당성향	9.6	9.1	10.6	9.3	8.2
안정성					
부채비율(x)	136.8	129.5	98.5	101.6	97.6
차입금/자본총계비율(%)	80.6	74.5	70.5	64.4	59.5
이자보상배율(x)	4.8	5.4	5.6	6.6	7.5
순차입금/EBITDA(x)	3.4	2.9	3.0	2.6	2.4
Valuation(x)					
PER	8.1	5.3	5.5	4.8	4.2
최고	10.5	6.7	6.9	6.0	5.3
최저	6.8	5.0	4.9	4.3	3.8
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
최고	0.9	0.7	0.5	0.5	0.5
최저	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
PSR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.3	6.4	6.4	5.8	5.5

KIS ESG Indicator

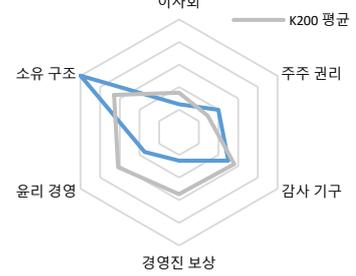
환경: 52점



사회: 55점



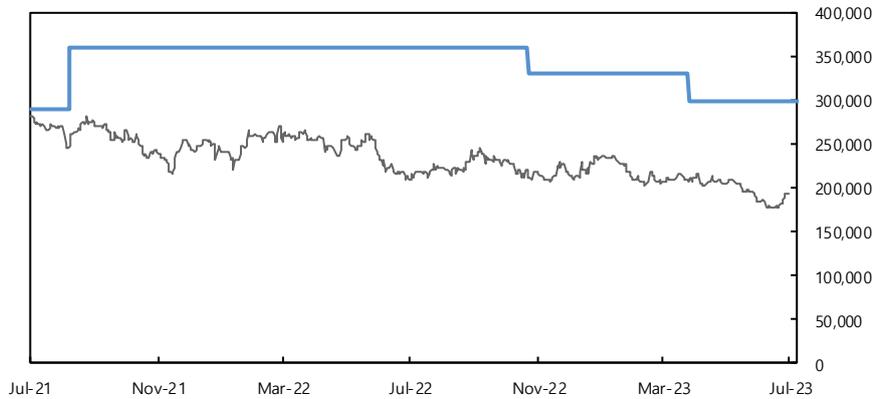
지배구조: 46점



자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
신세계 (004170)	2020.08.13	매수	290,000원	-11.5	11.0
	2021.08.13	1년경과		-11.0	-6.4
	2021.08.23	매수	360,000원	-31.7	-21.9
	2022.08.23	1년경과		-36.9	-31.5
	2022.11.07	매수	330,000원	-34.2	-28.2
	2023.04.10	매수	300,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2023년 7월 17일 현재 신세계 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2023. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
87.6%	12.4%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 증목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.