

# 신세계(004170)

## 4Q23 Preview: 양호한 실적, 다소 억울한 주가

### 영업이익이 시장 기대치에 부합할 전망

2023년 4분기 신세계의 연결기준 매출은 1조 7,342억원(-21.7% YoY), 영업이익은 1,834억원(+29.7% YoY, OPM 10.6%)을 기록하여 매출과 영업이익 모두 시장 기대치에 부합할 전망이다. 면세점은 예상보다 더딘 업황 회복으로 부진하나, 백화점이 우려보다 양호한 실적을 기록하며 이를 상쇄한다. 지난 4분기 우호적이었던 날씨(추운 날씨)로 백화점 기존점 신장은 우려보다 양호하며, 영업이익은 914억원(-11.3% YoY, OPM 17.4%)을 기록한다고 예상한다. 신세계 디에프(면세)는 3분기 대비매출은 소폭 증가했지만, 경쟁 강도 또한 소폭 높아지며 영업이익은 3분기보다 25.7% 감소한 99억원(흑자전환 YoY)을 기록할 전망이다.

### 다소 억울한 주가

비록 2023년 신세계의 실적은 시장 기대치를 하회(OP 기준 컨센 대비, 1Q 1.6%, 2Q 3.2%, 3Q 10.6% 하회)했지만, 다른 유통 기업 대비로는 양호했다. 견조한 이익 체력에도 불구하고 주가는 부진했는데(12M -32.9%, vs. 코스피 +3.1%), 이는 양호한 백화점 실적에도 불구하고 지속되는 소비 둔화 우려와 면세 업황의 더딘 개선 때문이다. 코로나19 전보다 가계의 이자비용 부담이 크게 증가했기 때문에, 소비자의 소비여력 둔화 우려가 쉽게 해소되기는 어렵다. 2023년 4분기 신세계를 포함한 백화점 기업들의 기존점 신장이 우려보다는 양호했음에도 올해 주가가 반등하지 못한 이유다.

### 목표주가를 16.7% 하향

신세계에 대하여 투자 의견은 매수를 유지하지만, 목표주가는 기존 300,000원에서 250,000원으로 16.7% 하향 조정한다(표 1, 표 5). 시장의 예상보다 중국인의 한국행 그룹투어 회복이 더딘 점은 아쉽다. 다만, 작년 하반기보다 늘어난 한중 간 항공편 등을 고려했을 때, 중국인의 나들이 수요가 높아지는 2분기 전후로는 중국인 그룹투어 회복이 본격적으로 시작될 것으로 전망한다. 현재 신세계 주가에 한국 소비자의 소비여력 둔화 우려는 반영되어 있으나, 중국인 그룹투어 회복 가능성은 반영되어 있지 않다. 밸류에이션 매력과 백화점 부문의 양호한 이익 체력을 고려했을 때, 신세계의 주가 하방 경직성은 높다고 판단한다.

	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	6,371	617	303	31,721	(23.2)	1,173	5.5	6.6	0.4	7.1	2.1
2024F	6,990	703	330	34,960	10.2	1,241	4.5	6.0	0.3	7.3	2.4
2025F	7,742	796	387	40,970	17.2	1,316	3.8	5.7	0.3	8.0	2.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 250,000원(하향)

### KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
53	42	61	55

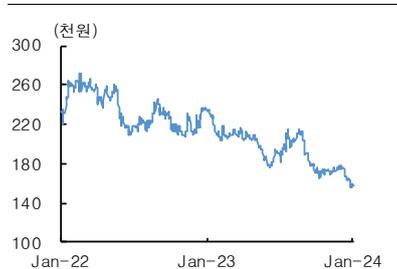
### Stock Data

KOSPI(1/24)	2,470
주가(1/24)	157,700
시가총액(십억원)	1,553
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저가(원)	235,500/156,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,206
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.3/16.1
주요주주(%)	정유경 외 3 인 28.6
	국민연금공단 11.8

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.8)	(17.0)	(32.9)
KOSPI 대비(%p)	(5.8)	(11.0)	(36.0)

### 주가추이



자료: FnGuide

김명주

myoungjoo.kim@koreainvestment.com

전예원

yw.jeon@koreainvestment.com

<표 1> 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, %)

		비교
12MF 순이익	330	중국인 그룹투어 회복이 더디게 이루어지면서 면세 산업 내 불확실성이 이어지고 있음. 현재 면세 산업에서 다이공 매출은 여전히 높은 비중을 차지하고 있음. 이를 고려하여 2016년(사드 보복 발생) 배수를 적용. 2024년 백화점 산업 성장률은 +3% YoY로 예상하며, 2016년 성장률과 동일
목표 PER	7.6	
적정시가총액	2,507	
발행주수(천주)	9,845	
<b>목표주가(원)</b>	<b>250,000</b>	
현재주가(원)	157,700	
상승여력	58.5	

주: 2024년 1월 24일 종가 기준  
자료: 한국투자증권

<표 2> 신세계 23년 4분기 실적 추정

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23F		성장률	
			당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	2,214	1,497	1,734	1,732	(21.7)	15.8
영업이익	141	132	183	182	29.7	39.2
영업이익률(%)	6.4	8.8	10.6	10.5	4.2	1.8
순이익	166	43	97	118	(41.8)	123.0

자료: Dataguide, 한국투자증권

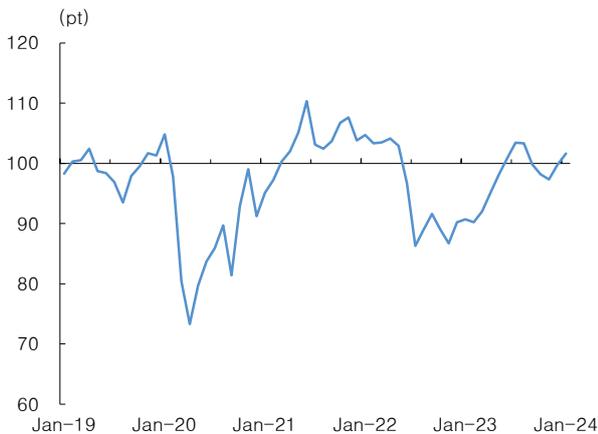
<표 3> 신세계 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	6,309	7,062	6,371	6,990	1.0	(1.0)
영업이익	616	711	617	703	0.2	(1.0)
영업이익률(%)	9.8	10.0	9.7	10.1	(0.1)	0.0
순이익	313	328	303	330	(3.3)	0.7

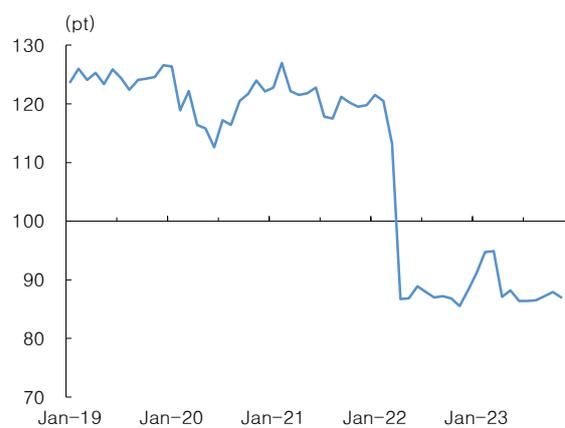
자료: 한국투자증권

[그림 1] 한국의 소비자심리지수. 여전히 많은 소비자들이 소비여력 둔화를 우려하고 있어 소비자심리지수 회복이 더딤



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 2] 중국의 소비자심리지수. 중국 소비자들의 소비심리 회복은 한국보다 더디게 이루어지고 있음



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 4> 신세계 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>총매출액</b>	<b>2,841</b>	<b>3,061</b>	<b>3,067</b>	<b>3,334</b>	<b>2,675</b>	<b>3,054</b>	<b>2,604</b>	<b>3,386</b>	<b>3,110</b>	<b>3,246</b>	<b>3,307</b>	<b>3,776</b>	<b>10,213</b>	<b>12,302</b>	<b>11,718</b>	<b>13,437</b>	<b>14,884</b>
<b>순매출액</b>	<b>1,767</b>	<b>1,877</b>	<b>1,955</b>	<b>2,214</b>	<b>1,563</b>	<b>1,576</b>	<b>1,497</b>	<b>1,734</b>	<b>1,625</b>	<b>1,694</b>	<b>1,726</b>	<b>1,945</b>	<b>6,316</b>	<b>7,813</b>	<b>6,371</b>	<b>6,990</b>	<b>7,742</b>
신세계	443	467	458	498	462	470	456	525	478	488	474	523	1,671	1,866	1,912	1,964	2,056
신세계인터	352	384	388	430	312	334	316	370	307	328	317	389	1,451	1,554	1,331	1,341	1,367
신세계씨티	70	80	85	89	84	89	94	95	88	91	95	98	263	324	363	372	382
신세계디에프	772	813	857	997	511	485	462	521	571	610	668	710	2,660	3,439	1,980	2,560	3,093
신세계동대구	63	69	66	73	68	69	66	80	70	72	69	83	236	270	282	294	310
<b>매출총이익</b>	<b>1,118</b>	<b>1,236</b>	<b>1,280</b>	<b>1,452</b>	<b>978</b>	<b>965</b>	<b>890</b>	<b>829</b>	<b>988</b>	<b>1,065</b>	<b>938</b>	<b>901</b>	<b>3,709</b>	<b>5,085</b>	<b>3,663</b>	<b>3,892</b>	<b>4,252</b>
<b>영업이익</b>	<b>164</b>	<b>187</b>	<b>153</b>	<b>141</b>	<b>152</b>	<b>150</b>	<b>132</b>	<b>183</b>	<b>168</b>	<b>147</b>	<b>166</b>	<b>223</b>	<b>517</b>	<b>645</b>	<b>617</b>	<b>703</b>	<b>796</b>
신세계	87	83	75	103	71	54	60	91	75	56	65	88	262	348	276	284	306
신세계인터	33	39	24	19	10	18	6	16	16	20	11	21	92	115	51	68	70
신세계씨티	15	7	23	15	22	9	25	18	25	10	26	20	53	59	73	81	83
신세계디에프	(0)	29	5	(26)	24	40	13	10	16	24	32	42	78	7	88	114	167
신세계동대구	19	19	20	22	19	17	19	26	19	18	20	27	49	79	81	84	90
<b>세전이익</b>	<b>192</b>	<b>117</b>	<b>135</b>	<b>78</b>	<b>139</b>	<b>98</b>	<b>116</b>	<b>172</b>	<b>142</b>	<b>102</b>	<b>127</b>	<b>214</b>	<b>518</b>	<b>522</b>	<b>526</b>	<b>586</b>	<b>686</b>
<b>순이익</b>	<b>121</b>	<b>51</b>	<b>68</b>	<b>166</b>	<b>106</b>	<b>56</b>	<b>43</b>	<b>97</b>	<b>80</b>	<b>57</b>	<b>72</b>	<b>121</b>	<b>307</b>	<b>406</b>	<b>303</b>	<b>330</b>	<b>387</b>
YoY (%)																	
총매출액	30.6	32.4	19.4	5.6	(5.8)	(0.2)	(15.1)	1.6	16.2	6.3	27.0	11.5	32.4	20.5	(4.7)	14.7	10.8
순매출액	33.8	34.5	17.3	14.5	(11.5)	(16.0)	(23.4)	(21.7)	3.9	7.5	15.3	12.2	32.4	23.7	(18.5)	9.7	10.8
매출총이익	54.3	59.8	31.0	17.6	(12.5)	(22.0)	(30.5)	(42.9)	0.9	10.4	5.4	8.7	54.5	37.1	(28.0)	6.3	9.2
영업이익	32.4	94.7	49.4	(27.5)	(6.9)	(20.2)	(13.9)	29.7	10.1	(2.0)	25.9	21.5	484.7	24.7	(4.4)	13.9	13.2
순이익	72.9	1,137.4	(61.1)	190.5	(12.1)	11.3	(36.5)	(41.8)	(24.6)	1.7	65.2	24.9	NM	32.3	(25.4)	8.9	17.2

주1: 순이익은 지배주주기준

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

자료: 신세계, 한국투자증권

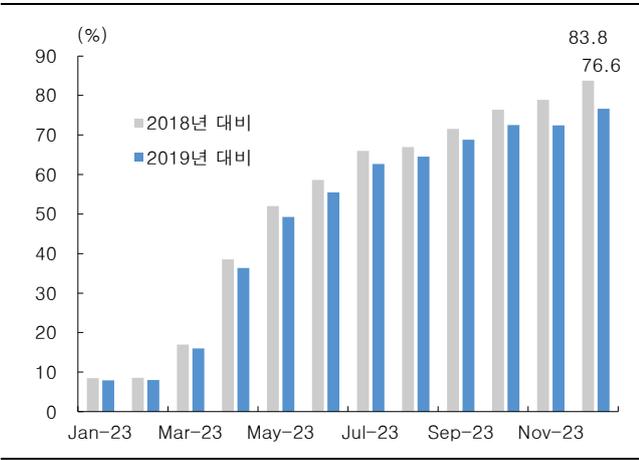
<표 5> 주요 사업부 영업이익 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	변경 전		변경 후		변동률		사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
백화점(별도)	266	284	276	284	3.7	(0.1)	-2023년 4분기 우호적인 날씨에 따라서 백화점 사업부 매출이 우려보다 양호했음
면세사업(DF)	97	134	88	114	(9.4)	(15.3)	- 예상보다 중국인 단체관광객 회복(GT)이 더디게 이루어지고 있음. 반대로 타이공 매출 하락은 우려보다 크지 않은 것으로 파악. 이를 반영하여 수수료율을 소폭 상향 조정
신세계인터내셔널	50	55	51	68	2.2	23.8	-2023년 4분기 일부 해외패션 브랜드의 판매 호조와 2024년 신규 수입 브랜드 판권 추가 등으로 이익 추정치 상향

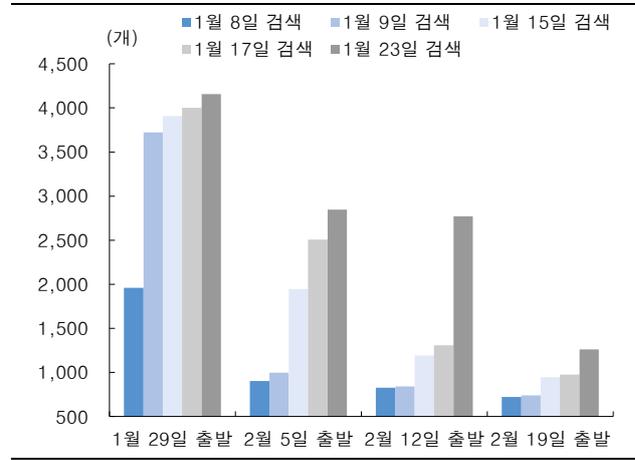
자료: 한국투자증권

[그림 3] 한중 간 항공편은 꾸준히 회복되고 있음. 현재(23년 12월) 기준 2019년 동기 대비 회복률은 76.6% 수준



주: 인천공항에서 중국으로 출발하는 여객기 기준. 도착 기준의 여객기 회복률도 유사함  
 자료: 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 4] 중국 여행 사이트인 씨트립에서 판매하는 한국행 (상하이+북경 출발일 기준) 단체관광 상품 수는 꾸준히 증가 중



자료: 씨트립, 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

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

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>6,316</b>	<b>7,813</b>	<b>6,371</b>	<b>6,990</b>	<b>7,742</b>
매출원가	2,607	2,728	2,708	3,098	3,490
매출총이익	3,709	5,085	3,663	3,892	4,252
판매관리비	3,192	4,440	3,045	3,189	3,456
<b>영업이익</b>	<b>517</b>	<b>645</b>	<b>617</b>	<b>703</b>	<b>796</b>
영업이익률(%)	8.2	8.3	9.7	10.1	10.3
EBITDA	1,169	1,224	1,173	1,241	1,316
EBITDA Margin(%)	18.5	15.7	18.4	17.8	17.0
영업외수익	1	(123)	(91)	(117)	(110)
금융수익	93	125	129	127	130
금융비용	169	209	230	229	227
기타영업외손익	87	(16)	15	(10)	(7)
관계기업관련손익	(11)	(23)	(5)	(5)	(5)
<b>세전계속사업이익</b>	<b>518</b>	<b>522</b>	<b>526</b>	<b>586</b>	<b>686</b>
법인세비용	129	(26)	127	146	172
연결당기순이익	389	548	398	439	515
<b>지배주주지분순이익</b>	<b>307</b>	<b>406</b>	<b>303</b>	<b>330</b>	<b>387</b>
지배주주순이익률(%)	4.9	5.2	4.8	4.7	5.0
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	32.4	23.7	(18.5)	9.7	10.8
영업이익 증가율	484.7	24.7	(4.4)	13.9	13.2
지배주주순이익 증가율	NM	32.3	(25.4)	8.9	17.2
EPS 증가율	NM	32.3	(23.2)	10.2	17.2
EBITDA 증가율	57.0	4.7	(4.1)	5.8	6.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>1,104</b>	<b>903</b>	<b>(329)</b>	<b>1,310</b>	<b>1,342</b>
당기순이익	389	548	398	439	515
유형자산감가상각비	627	546	525	504	483
무형자산상각비	24	32	31	34	38
자산부채변동	333	(39)	(1,380)	218	171
기타	(269)	(184)	97	115	135
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(825)</b>	<b>(774)</b>	<b>261</b>	<b>(996)</b>	<b>(1,061)</b>
유형자산투자	(584)	(381)	(597)	(575)	(554)
유형자산매각	1	3	3	3	3
투자자산순증	(42)	(215)	398	(181)	(218)
무형자산순증	(10)	(10)	83	(83)	(98)
기타	(190)	(171)	374	(160)	(194)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(91)</b>	<b>233</b>	<b>(105)</b>	<b>(240)</b>	<b>(190)</b>
자본의증가	4	0	0	0	0
차입금의순증	(57)	277	25	(95)	(26)
배당금지급	(22)	(54)	(37)	(35)	(35)
기타	(16)	10	(93)	(110)	(129)
기타현금흐름	1	(2)	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>189</b>	<b>360</b>	<b>(173)</b>	<b>74</b>	<b>90</b>
FCF	1,143	1,015	(503)	514	499

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

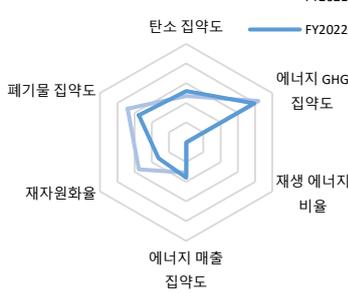
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>13,645</b>	<b>14,348</b>	<b>13,063</b>	<b>13,712</b>	<b>14,487</b>
유동자산	1,910	2,654	2,164	2,374	2,630
현금성자산	578	938	765	839	930
매출채권및기타채권	472	559	456	500	554
재고자산	756	865	706	774	858
비유동자산	11,734	11,695	10,899	11,338	11,857
투자자산	2,097	2,193	1,789	1,962	2,174
유형자산	6,943	7,011	7,080	7,148	7,216
무형자산	428	621	506	555	615
<b>부채총계</b>	<b>7,882</b>	<b>8,097</b>	<b>6,450</b>	<b>6,698</b>	<b>6,995</b>
유동부채	3,571	4,850	3,435	4,053	4,707
매입채무및기타채무	1,409	1,689	1,377	1,511	1,674
단기차입금및단기사채	391	767	1,143	1,519	1,896
유동성장기부채	559	1,211	1,111	1,142	1,173
비유동부채	4,312	3,247	3,015	2,645	2,288
사채	2,151	1,540	1,690	1,490	1,290
장기차입금및금융부채	1,139	906	672	438	205
<b>자본총계</b>	<b>5,762</b>	<b>6,252</b>	<b>6,613</b>	<b>7,015</b>	<b>7,492</b>
지배주주지분	3,744	4,114	4,380	4,673	5,023
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	403	403	403	403	403
기타자본	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
이익잉여금	3,084	3,479	3,747	4,041	4,393
비지배주주지분	<b>2,018</b>	<b>2,138</b>	<b>2,233</b>	<b>2,342</b>	<b>2,470</b>
순차입금	4,003	3,538	3,771	3,587	3,452

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	31,193	41,282	31,721	34,960	40,970
BPS	380,661	418,199	445,223	474,999	510,536
DPS	3,000	3,750	3,750	3,750	3,750
<b>수익성(%)</b>					
ROA	2.9	3.9	2.9	3.3	3.7
ROE	8.5	10.3	7.1	7.3	8.0
배당수익률	1.2	1.7	2.1	2.4	2.4
배당성향	9.6	9.1	11.7	10.7	9.2
<b>안정성</b>					
부채비율(x)	136.8	129.5	97.5	95.5	93.4
차입금/자본총계비율(%)	80.6	74.5	70.8	65.4	60.9
이자보상배율(x)	4.8	5.4	4.4	5.1	5.8
순차입금/EBITDA(x)	3.4	2.9	3.2	2.9	2.6
<b>Valuation(x)</b>					
PER	8.1	5.3	5.5	4.5	3.8
최고	10.5	6.7	7.6	5.0	4.3
최저	6.8	5.0	5.1	4.4	3.8
PBR	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
최고	0.9	0.7	0.5	0.4	0.3
최저	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
PSR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.3	6.4	6.6	6.0	5.7

KIS ESG Indicator

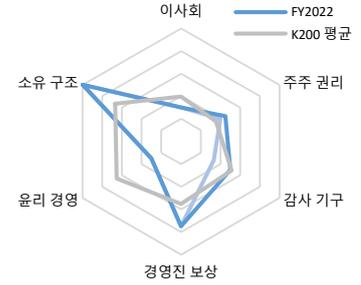
환경: 42점



사회: 61점



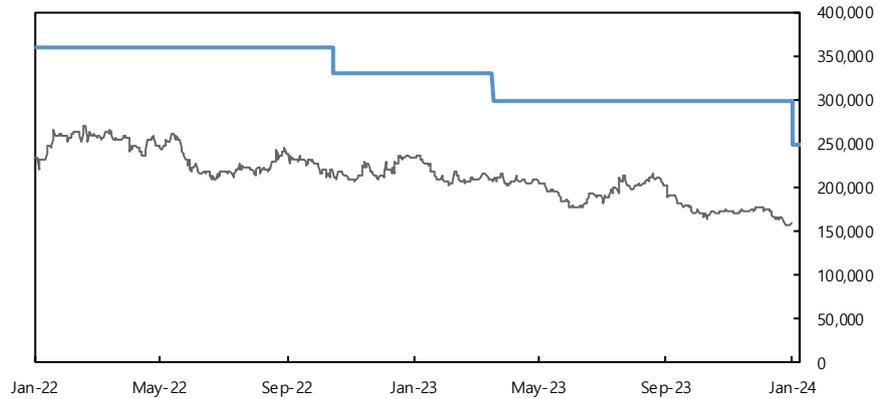
지배구조: 55점



자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
신세계 (004170)	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	-37.3	-28.0
	2024.01.25	매수	250,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 1월 25일 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 주가 등락 기준임

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

■ 투자등급 비율 (2023. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
87.3%	12.7%	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
- 중립 : 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 종목들은 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.