



# 신세계(004170)

회복기 + 점유율 확대 + 선택과 집중

▶ Analyst 남성현 gone267@hanwha.com 3772-7651

**Buy** (유지)

목표주가(상향): 360,000원

현재 주가(4/28)	290,500원
상승여력	▲23.9%
시가총액	28,600억원
발행주식수	9,845천주
52 주 최고가 / 최저가	295,000 / 200,500원
90 일 일평균 거래대금	380.56억원
외국인 지분율	26.6%

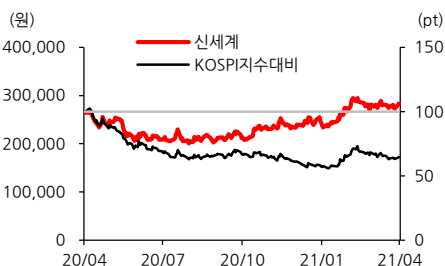
주주 구성	
정유경 (외 3인)	28.6%
국민연금공단 (외 1인)	13.5%
GICPrivateLimited (외 1인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.2	22.1	36.4	10.2
상대수익률(KOSPI)	-1.4	18.4	0.7	-54.2

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,769	5,719	6,416	7,223
영업이익	88	386	457	536
EBITDA	745	1,051	1,053	1,126
지배주주순이익	-103	290	344	393
EPS	-10,512	29,466	34,912	39,868
순차입금	4,594	4,318	4,108	3,901
PER	-22.8	9.6	8.1	7.1
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.3	6.8	6.5	5.9
배당수익률	0.6	0.7	0.7	0.7
ROE	-2.8	8.1	8.9	9.3

주가 추이



높아진 기대치를 충족하고도 남은 실적

신세계 1분기 실적은 높아진 시장 기대치를 충족할 것으로 예상된다. 1분기 매출액은 1조 3,684억 원(전년동기대비 +14.3%), 영업이익 1,024억 원(전년동기대비 +3,003%)에 달할 것으로 추정한다. 1분기 긍정적 실적을 예상하는 이유는 1) 명품, 가전, 생활용품(가구 및 소품) 등 내구재 상품판매 수요가 급격하게 증가하고 있고, 2) 지난해 코로나 19에 따른 기저와, 3) 신세계DF 비용부담 완화 및 점진적 매출 개선과, 4) 주요 자회사 집객력 회복 및 판매량 증가에 따른 실적 개선이 기대되기 때문이다.

백화점 업황 예상보다 긍정적

1분기 백화점 실적 개선 속도는 예상치를 상회하고 있다. 1분기 총매출액은 +24%를 기록하였는데, 지난해 -12% 기저를 크게 넘어섰다는 측면에서 의미가 있다는 판단이다. 특히, 명품 및 내구재(가전/가구) 성장률이 차별적으로 이루어지고 있다. 동 실적 추세를 긍정적으로 보는 이유는 1) 코로나 이전 실적을 상회하는 것으로 파악되고, 2) 의류 및 생활용품 등 고마진 제품군 성장도 동시에 이루어지고 있으며, 3) 외형확대에 따른 영업레버리지로 마진을 하락도 예상대비 제한될 것으로 판단하기 때문이다. 중장기적으로 동 추세가 이어질지 여부는 지켜봐야겠지만, 특정 제품군에 쏠려있던 현상이 전체적으로 확대되고 있어 긍정적이라 생각한다.

백화점 업황 개선은 크게 3가지 요인으로 분석한다. 1) 자산가격 상승에 따른 소비지출 여력 증가와, 2) 해외경비지출 제한으로 인한 반사이익, 3) 소득 양극화에 따른 하이엔드 수요 증가이다.

투자의견 BUY, 목표주가 36만원 제시

신세계에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 36만원으로 상향한다. 목표주가 상향은 실적 추정치 조정에 따라 이루어졌다. 다만, 현재 제시하는 목표주기도 공격적이라 생각하지는 않는다.

동사를 긍정적으로 보는 이유는 1) 그동안 눌려왔던 백화점산업 성장이 빠르게 이루어지고 있고, 2) 점유율 확대를 통해 시장지배력을 높이고 있으며, 3) 점진적이거나 면세점 실적 개선도 이루어지고 있기 때문이다.

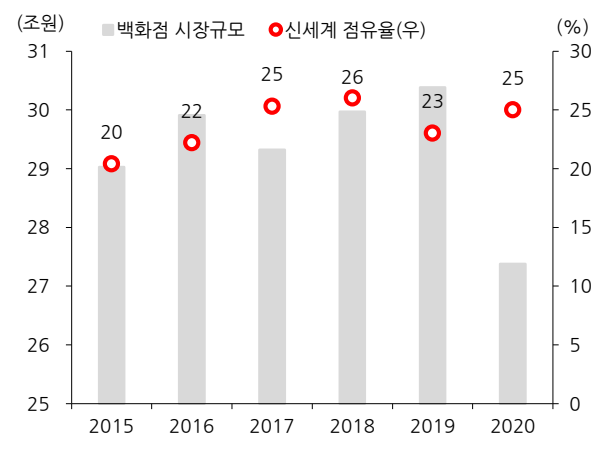
[표1] 신세계 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
총매출	1,844.8	1,732.0	1,915.8	2,227.1	2,004.2	1,955.7	2,025.7	2,303.1	7,719.8	8,288.7	9,149.5
순매출	1,196.9	1,014.4	1,214.4	1,343.6	1,368.4	1,340.1	1,430.8	1,580.0	4,769.3	5,719.3	6,416.4
YoY, %	-21.1	-32.6	-24.2	-24.0	14.3	32.1	17.8	17.6	-14.7	7.4	10.4
매출원가	583.2	475.5	627.0	683.2	600.5	608.1	718.8	781.9	2,366.8	2,709.3	3,103.8
YoY, %	-19.1	-34.2	-22.1	-22.1	3.0	27.9	14.6	14.4	-24.3	14.5	14.6
매출총이익	613.7	538.9	587.4	660.4	767.9	732.0	712.0	798.1	2,400.4	3,010.0	3,312.5
YoY, %	-22.9	-31.2	-26.3	-25.9	25.1	35.8	21.2	20.8	-26.5	25.4	10.1
매출총이익률, %	33.3	31.1	30.7	29.7	38.3	37.4	35.1	34.7	31.1	36.3	36.2
판관비	610.4	587.4	562.3	551.8	665.5	694.2	634.5	629.7	2,312.0	2,624.0	2,855.8
_ 인건비	98.1	110.7	100.8	112.1	99.6	114.4	105.3	112.1	421.7	431.5	450.9
_ 감가상각비	146.5	160.3	154.4	62.4	150.9	165.1	159.1	64.3	523.6	539.3	555.5
_ 무형자산상각비	5.2	5.3	5.7	5.7	6.0	6.0	6.0	6.0	23.2	23.9	24.7
_ 광고선전비	14.3	15.6	14.0	19.3	13.1	18.2	15.3	19.3	63.1	65.9	70.9
_ 기타 판관비	346.3	295.6	287.4	361.0	395.9	390.5	348.9	428.1	1,290.3	1,563.4	1,753.8
영업이익	3.3	-48.5	25.1	108.6	102.4	37.8	77.4	168.3	88.5	386.0	456.7
YoY, %	-97.0	-171.2	-73.8	-44.2	3,003.2	-178.0	208.5	55.0	-81.1	336.2	18.3
영업이익률, %	0.2	-2.8	1.3	4.9	5.1	1.9	3.8	7.3	1.1	4.7	5.0

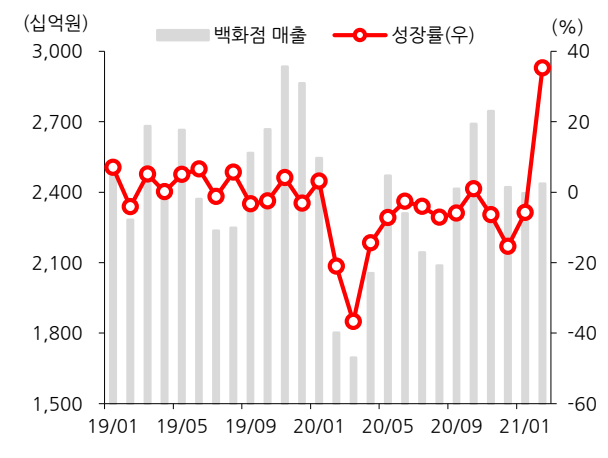
자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 백화점 시장 규모 및 신세계 점유율 추이



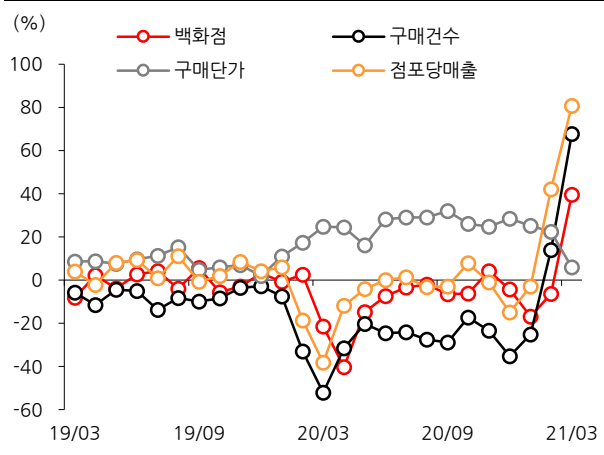
자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 월별 백화점 매출 동향



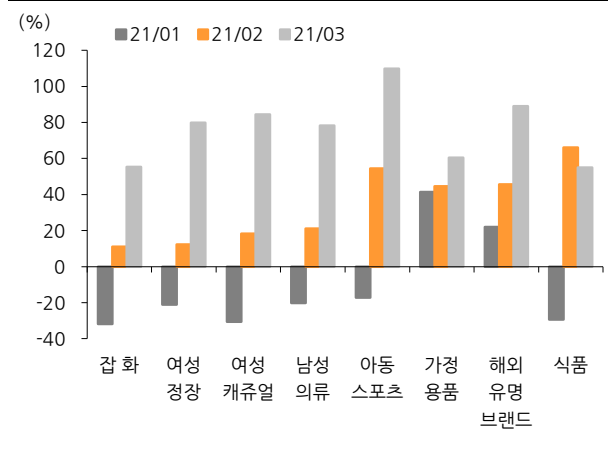
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 백화점 매출, 구매단가, 구매건수, 점포당 매출 추이



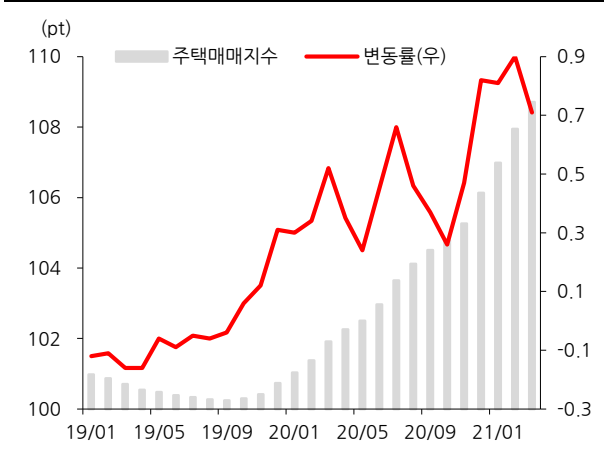
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 1Q21 백화점 품목별 매출액 성장률 동향



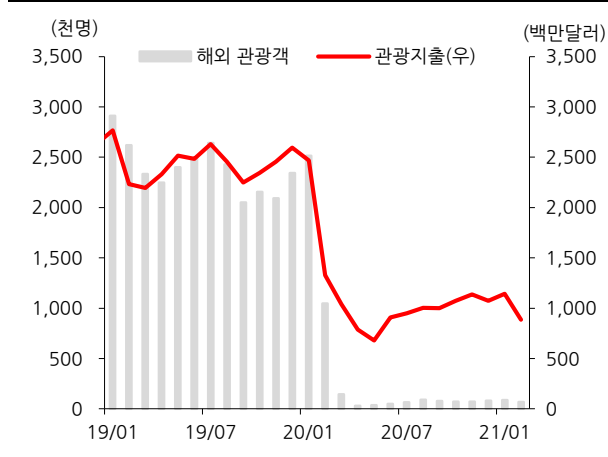
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 국내 주택매매지수 및 변동률 추이



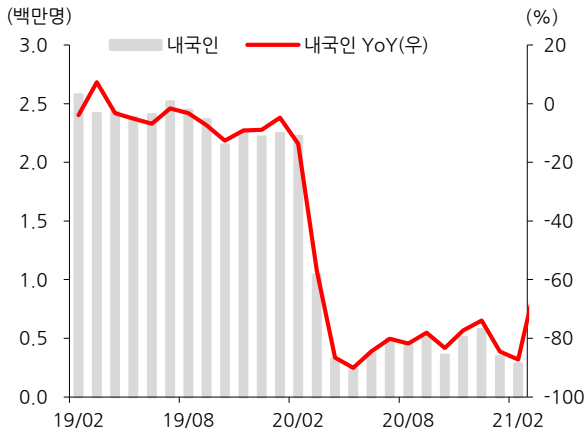
자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 해외 관광객 및 관광지출 추이



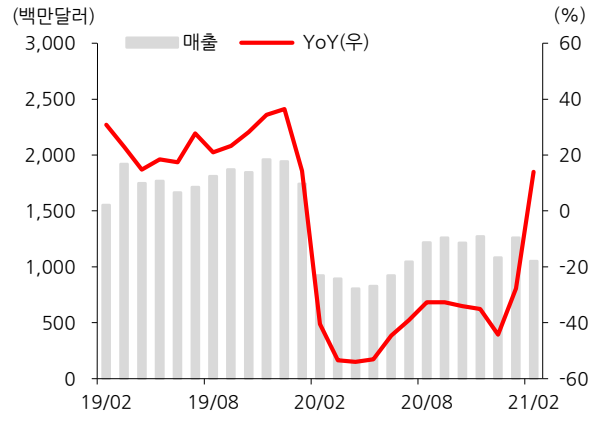
자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 내국인 면세점 이용객 및 증감률 추이



자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 면세점 매출액 및 증감률 추이



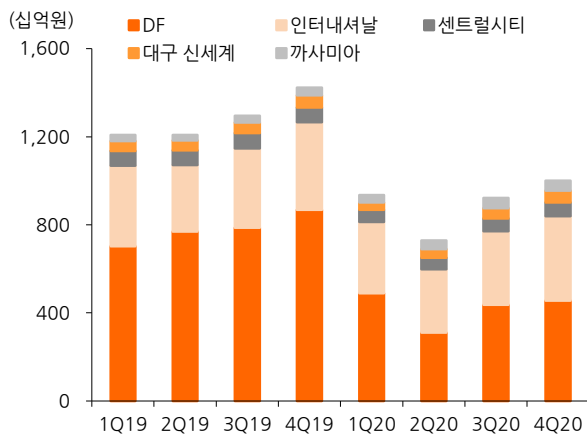
자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 정부의 공항 입점 면세점 임대료 감면안

	2020년 3월~8월	2020년 9월~2021년 12월
인천국제공항	- 대기업: 기존 임대료의 50% 감면 - 중소·중견기업: 기존 임대료의 75% 감면	- 매출 연동(품목별 영업효율) 임대료 적용 *T1(3기, 4기 사업자), T2 모두 적용 **전년 여객수의 80% 이하일 경우
김포/김해국제공항 (국제선 운항중단공항)	- 중소·중견기업만 임대료 전액 면제	- 기업 규모에 상관없이 임대료 전액 면제

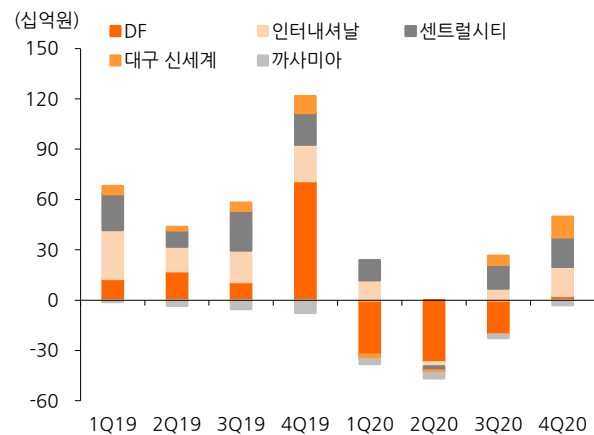
주: 감면액 = 임대료 \* 여객감소율('19년 동월대비)  
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 주요 연결 자회사 매출 추이



자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 주요 연결 자회사 영업이익 추이



자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 면세점 월별 실적 추이

DATE	인원(만명)			매출(백만달러)			1인당 매출(달러)			출입국자(만명)		
	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	아웃바운드	인바운드	중국인 인바운드
2019	2,843	2,002	4,844	3,476	17,842	21,318	122	891	440	2,692.0	1,750.3	602.3
<b>2020</b>	<b>746</b>	<b>329</b>	<b>1,076</b>	<b>786</b>	<b>12,416</b>	<b>13,202</b>	<b>105</b>	<b>3,770</b>	<b>1,227</b>	<b>368.2</b>	<b>251.9</b>	<b>68.6</b>
18/01	268	135	403	311	1,069	1,380	116	794	343	271.5	95.6	30.5
18/02	225	129	354	276	911	1,187	123	705	335	217.3	104.5	34.5
18/03	251	158	409	295	1,265	1,560	118	801	382	211.0	136.6	40.3
18/04	251	163	415	315	1,209	1,524	125	744	368	208.8	133.2	36.7
18/05	258	158	417	323	1,167	1,491	125	737	358	218.4	123.8	37.0
18/06	256	160	416	302	1,115	1,417	118	697	341	218.1	128.2	38.0
18/07	253	148	401	313	1,030	1,343	124	694	335	234.4	125.5	41.0
18/08	255	151	406	304	1,192	1,496	119	789	368	236.4	139.2	47.8
18/09	246	152	398	298	1,221	1,519	121	803	382	208.2	127.9	43.5
18/10	249	160	408	288	1,150	1,438	116	721	352	219.6	152.8	47.5
18/11	244	153	397	286	1,173	1,459	117	765	368	214.9	135.0	40.4
18/12	236	153	389	290	1,133	1,423	123	740	366	234.2	132.4	41.6
19/01	258	145	403	316	1,210	1,525	123	831	378	275.4	110.5	39.3
19/02	242	132	374	299	1,254	1,552	123	950	415	247.4	120.2	45.3
19/03	243	170	413	295	1,624	1,918	121	957	465	218.1	153.6	48.8
19/04	239	173	411	296	1,453	1,749	124	840	425	209.7	163.5	49.3
19/05	241	175	415	295	1,471	1,766	123	843	425	224.5	148.6	50.0
19/06	252	167	419	303	1,361	1,664	120	814	397	234.5	147.6	47.5
19/07	245	166	411	298	1,417	1,715	122	852	417	248.7	144.8	51.9
19/08	236	171	407	273	1,536	1,810	115	900	444	227.1	158.6	57.8
19/09	215	173	388	263	1,609	1,872	122	930	482	190.9	146.0	54.1
19/10	226	181	407	274	1,570	1,844	121	869	453	201.0	165.6	56.8
19/11	222	172	394	278	1,682	1,960	125	978	498	195.2	145.6	50.5
19/12	225	177	402	287	1,655	1,942	128	934	483	219.7	145.7	50.9
20/01	222	161	384	278	1,465	1,743	125	908	454	235.8	127.3	48.2
20/02	104	71	175	108	815	923	104	1,147	526	92.9	68.5	10.4
20/03	33	26	59	21	871	892	65	3,323	1,518	10.1	8.3	1.7
20/04	24	12	35	16	787	804	69	6,687	2,268	0.6	2.9	0.4
20/05	37	9	47	32	796	828	86	8,652	1,774	1.1	3.1	0.5
20/06	50	7	57	38	883	921	77	11,971	1,609	2.1	3.7	0.5
20/07	45	7	52	41	1,003	1,044	92	14,275	2,019	3.5	6.1	1.0
20/08	52	8	59	51	1,166	1,217	99	15,539	2,054	5.8	6.9	1.6
20/09	36	7	42	37	1,223	1,260	102	18,511	2,965	4.6	6.5	1.5
20/10	51	7	58	55	1,160	1,215	108	16,393	2,083	3.2	6.2	1.1
20/11	58	7	64	64	1,209	1,272	110	18,409	1,978	3.8	6.2	0.9
20/12	35	8	42	43	1,039	1,082	124	13,698	2,554	4.6	6.2	0.8
21/01	28	6	34	35	1,225	1,260	123	20,548	3,663	5.2	5.8	0.7
<b>21/02</b>	<b>41</b>	<b>4</b>	<b>46</b>	<b>49</b>	<b>1,003</b>	<b>1,052</b>	<b>119</b>	<b>22,771</b>	<b>2,298</b>	<b>3.8</b>	<b>6.6</b>	<b>1.2</b>

자료: 한국면세점협회, 관광시설정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	6,394	4,769	5,719	6,416	7,223
매출총이익	3,268	2,400	3,010	3,313	3,657
영업이익	468	88	386	457	536
EBITDA	1,136	745	1,051	1,053	1,126
순이자손익	-115	-109	-111	-120	-114
외화관련손익	-7	55	57	60	63
지분법손익	794	13	14	14	15
세전계속사업손익	798	-118	382	429	517
당기순이익	593	-69	290	344	393
지배주주순이익	526	-103	290	344	393
<b>증가율(%)</b>					
매출액	23.3	-25.4	19.9	12.2	12.6
영업이익	17.7	-81.1	336.2	18.3	17.4
EBITDA	62.5	-34.5	41.1	0.2	6.9
순이익	108.2	적전	흑전	18.5	14.2
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	51.1	50.3	52.6	51.6	50.6
영업이익률	7.3	1.9	6.7	7.1	7.4
EBITDA 이익률	17.8	15.6	18.4	16.4	15.6
세전이익률	12.5	-2.5	6.7	6.7	7.2
순이익률	9.3	-1.4	5.1	5.4	5.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	790	552	855	895	913
당기순이익	593	-69	290	344	393
자산상각비	669	656	665	597	599
운전자본증감	-195	98	-127	-74	-99
매출채권 감소(증가)	-29	13	-75	-52	-60
재고자산 감소(증가)	-162	182	-107	-78	-131
매입채무 증가(감소)	7	-76	15	15	48
투자현금흐름	-71	-389	-564	-665	-687
유형자산처분(취득)	-283	-418	-401	-496	-511
무형자산 감소(증가)	-14	-7	-10	-10	-10
투자자산 감소(증가)	-4	-10	0	0	0
재무현금흐름	-894	48	-35	-150	-220
차입금의 증가(감소)	-856	446	-20	-130	-200
자본의 증가(감소)	-37	-32	-15	-20	-20
배당금의 지급	-37	-35	-15	-20	-20
총현금흐름	1,165	612	983	968	1,012
(-)운전자본증가(감소)	210	-183	127	74	99
(-)설비투자	321	477	401	496	511
(+)자산매각	25	51	-10	-10	-10
Free Cash Flow	658	369	445	389	393
(-)기타투자	-244	39	153	160	166
잉여현금	902	331	291	230	226
NOPLAT	348	64	293	366	407
(+) Dep	669	656	665	597	590
(-)운전자본투자	210	-183	127	74	99
(-)Capex	321	477	401	496	511
OpFCF	485	427	430	393	387

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,831	1,664	2,108	2,324	2,527
현금성자산	219	394	650	730	737
매출채권	436	357	433	485	546
재고자산	1,077	863	970	1,048	1,178
비유동자산	11,187	11,105	11,017	11,100	11,211
투자자산	4,354	4,119	4,287	4,461	4,642
유형자산	6,481	6,604	6,362	6,282	6,224
무형자산	352	382	369	357	346
자산총계	13,018	12,769	13,125	13,424	13,739
유동부채	3,173	3,609	3,649	3,581	3,479
매입채무	945	817	832	847	895
유동성이자부채	1,291	1,886	1,866	1,736	1,536
비유동부채	4,330	4,103	4,144	4,186	4,230
비유동이자부채	3,262	3,102	3,102	3,102	3,102
부채총계	7,503	7,712	7,792	7,767	7,709
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	397	348	348	348	348
이익잉여금	2,921	2,788	3,064	3,388	3,760
자본조정	242	257	257	257	257
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	5,515	5,057	5,333	5,657	6,029

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	53,472	-10,512	29,466	34,912	39,868
BPS	398,826	349,650	377,618	410,530	448,398
DPS	2,000	1,500	2,000	2,000	2,000
CFPS	118,291	62,122	99,800	98,350	102,759
ROA(%)	4.4	-0.8	2.2	2.6	2.9
ROE(%)	14.2	-2.8	8.1	8.9	9.3
ROIC(%)	4.4	0.8	3.6	4.5	4.9
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	5.4	-22.8	9.6	8.1	7.1
PBR	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
PSR	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
PCR	2.4	3.9	2.8	2.9	2.8
EV/EBITDA	6.3	9.3	6.8	6.5	5.9
배당수익률	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	136.1	152.5	146.1	137.3	127.9
Net debt/Equity	78.6	90.8	81.0	72.6	64.7
Net debt/EBITDA	381.3	616.9	410.8	390.0	346.5
유동비율	57.7	46.1	57.8	64.9	72.6
이자보상배율(배)	3.4	0.7	3.0	3.3	4.0
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	64.8	64.6	62.3	61.3	60.7
현금+투자자산	35.2	35.4	37.7	38.7	39.3
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	45.2	49.7	48.2	46.1	43.5
자기자본	54.8	50.3	51.8	53.9	56.5

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2021년 4월 29일)

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. (남성현)

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 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2019.05.13	2019.06.28	2019.08.12	2020.01.21	2020.02.14
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		440,000	440,000	440,000	440,000	440,000
일 시	2020.04.22	2020.05.13	2020.07.08	2020.08.13	2021.01.15	2021.02.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	325,000	325,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2021.04.29					
투자의견	Buy					
목표가격	360,000					

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.01.21	Buy	440,000	-42.72	-28.30
2020.04.21	Buy	325,000	-26.71	-18.46
2020.07.08	Buy	300,000	-20.86	-1.67
2021.04.29	Buy	360,000		

**[ 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 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자이견 ]**

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: 2021년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%