



▲ 유통

Analyst 최윤희
02. 6454-4888
yoonhee.choi@meritz.co.kr

RA 오지우
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	330,000 원
현재주가 (2.9)	255,500 원
상승여력	29.2%
KOSPI	2,768.85pt
시가총액	25,154억원
발행주식수	985만주
유동주식비율	71.34%
외국인비중	25.06%
52주 최고/최저가	322,000원/215,500원
평균거래대금	212.8억원
주요주주(%)	
정유경 외 2 인	28.57
국민연금공단	12.71
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	2.2 -4.7 5.6
상대주가	9.1 12.3 17.6

주가그래프**신세계 004170****4Q21 Review: 백화점 호조 vs. 면세 부진**

- ✓ 4Q21: 연결 총매출액 3조 1,577억원(+41.8% YoY, 이하 YoY), 영업이익 1,951억원(+89.1%)
- ✓ 백화점: 전 카테고리 판매 호조 및 광주법인 편입 효과 → OPM +2.2%p
- ✓ 면세점: 잇따른 마진 훼손 → OPM -1.2%p QoQ(vs. 3Q -0.2%p, 2Q -1.1%p)
- ✓ 기타 자회사: 신세계인터내셔널 판매 호조 및 까사미아 적자 개선 지속
- ✓ 투자의견 Buy 유지 및 적정주가 330,000으로 하향

4Q21: 백화점이 견인한 실적

신세계는 2021년 4분기 연결 총매출액 3조 1,577억원(+41.8% YoY, 이하 YoY), 영업이익 1,951억원(+89.1%)을 기록하며 시장 예상치를 상회했다. 연간 사상 최대의 실적을 시현했다(2021 OP 5,173억원(+484.6%)). 백화점의 견조한 성과에 면세점 기저 효과 및 기타 자회사의 실적 개선세가 두드러진 덕분이다.

[백화점] 총매출액 1조 7,740억원(+40.4%), 순매출액 6,377억원(+37.1%), 영업이익 1,403억원(+95.8%)을 시현했다. 명품의 고성장이 계속되는 가운데 패션 부문의 판매 호조(별도기준 명품 +41%, 여성 +20%, 남성+19%, 스포츠/아동 +15%)가 마진 향상을 도모했다(OPM +2.2%p). 수익성 높은 광주신세계 법인의 연결 편입 효과도 한 몽 했다(OPM: 광주 14.2% vs. 별도 7.6%).

[자회사] 면세점은 순매출액 8,233억원(+80.6%), 영업이익 123억원(+373.1%)을 기록했다. 외형은 전분기와 유사하나 업황 개선이 구조적으로 어려운 상태로 마진 훼손이 불가피했다(-1.2%p QoQ, -106억원 QoQ). ①체화재고 소진 비용(60억원), ②판매 채널 믹스 변화에 따른 특허수수료(40억원), ③중국 내 국산 화장품 매출 감소가 주효했다. 신세계인터내셔널의 판매 호조와 까사미아의 적자 개선세가 지속된 점도 전사 증익에 기여했다.

투자의견 Buy 유지 및 적정주가 330,000으로 하향

백화점 및 기타 자회사의 판매 호조로 EPS 증가에 기반한 주가 상승은 유효하다. 다만 2022E 백화점 성장을 둔화(∵ 2021년 기저 효과 및 보복 소비 특수 반영 완료)와 국내 면세가 직면한 구조적 배경 모두 밸류에이션 확장에 부담이다(12개월 선행 PER: 전일 종가 기준 Implied PER 9.3배 vs. 18~19년 평균 10.0배).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	6,394.2	467.8	526.4	53,472	108.2	398,826	5.4	0.7	7.7	14.2	136.1
2020	4,769.3	88.5	-103.5	-10,512	-111.7	349,650	-22.8	0.7	11.5	-2.8	152.5
2021P	6,309.4	517.3	308.1	31,296	-665.7	383,307	8.1	0.7	7.6	8.5	136.2
2022E	6,821.6	590.3	268.3	27,255	-19.3	409,063	9.4	0.6	6.5	6.9	125.1
2023E	7,029.5	607.9	281.8	28,625	5.0	436,190	8.9	0.6	6.3	6.8	113.6

표1 신세계(연결) 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
총매출액	1,844.8	1,732.0	1,915.8	2,227.1	2,175.4	2,311.6	2,568.1	3,157.7	7,719.8	10,212.7	11,434.6
(% YoY)	-20.5	-24.5	-20.2	-17.2	17.9	33.5	34.0	41.8	-20.4	32.3	12.0
백화점	925.4	1,037.5	1,043.3	1,263.5	1,186.8	1,240.1	1,269.0	1,774.0	4,269.7	5,470.0	6,364.1
신세계(별도)	836.5	930.9	920.5	1,110.7	1,037.7	1,074.6	1,019.1	1,288.9	3,798.6	4,420.3	4,703.2
동대구	88.9	106.6	122.8	152.8	149.2	165.5	167.9	212.3	471.2	694.9	724.1
대전	-	-	-	-	-	-	82.0	133.1	-	215.1	449.6
광주	-	-	-	-	-	-	-	139.7	-	139.7	487.3
신세계인터내셔널	323.4	287.2	333.8	381.1	341.9	340.7	350.2	392.6	1,325.5	1,425.4	1,513.6
센트럴시티	55.6	52.8	58.1	62.3	59.7	65.5	60.3	77.4	228.7	262.9	272.3
면세(DF)	576.4	380.3	505.3	538.5	598.6	689.6	894.7	890.4	2,000.5	3,073.3	3,213.9
까사미아	33.8	38.3	46.8	44.7	49.5	48.3	60.2	72.1	163.5	230.1	305.1
순매출액	1,196.9	1,014.4	1,214.4	1,343.6	1,320.0	1,395.3	1,667.1	1,927.0	4,769.3	6,309.4	6,821.6
(% YoY)	-21.1	-32.6	-24.2	-24.0	10.3	37.6	37.3	43.4	-25.4	32.3	8.1
백화점	365.0	393.0	410.4	465.1	453.1	455.7	470.4	637.7	1,633.5	2,016.9	2,315.4
신세계(별도)	331.1	353.8	363.8	411.1	399.5	399.7	392.9	479.5	1,459.8	1,671.6	1,767.2
동대구	33.9	39.2	46.5	54.0	53.6	56.0	57.4	69.3	173.7	236.3	238.7
대전	-	-	-	-	-	-	20.1	39.3	-	59.4	134.1
광주	-	-	-	-	-	-	-	49.6	-	49.6	175.4
신세계인터내셔널	323.4	287.2	333.8	381.1	341.9	340.7	350.2	417.9	1,325.5	1,450.8	1,515.8
센트럴시티	55.6	52.8	58.1	62.3	59.7	65.5	60.3	77.4	228.7	262.9	272.3
면세(DF)	488.9	310.7	437.2	455.8	478.9	560.5	796.9	823.3	1,692.7	2,659.6	2,781.2
까사미아	33.8	38.3	46.8	44.7	49.5	48.3	60.2	72.1	163.5	230.1	305.1
판관비	610.4	582.0	562.3	557.3	600.5	677.6	874.6	1,039.3	2,312.0	3,192.0	2,969.0
(% YoY)	-11.0	-18.6	-19.9	-20.2	-1.6	16.4	55.5	86.5	-17.4	38.1	-7.0
판관비/율	33.1	33.6	29.3	25.0	27.6	29.3	34.1	32.9	29.9	31.3	26.0
영업이익	3.3	-43.1	25.2	103.2	123.6	96.2	102.4	195.1	88.5	517.3	590.3
(% YoY)	-97.0	직전	-73.8	-46.9	3,659.2	흑전	307.1	89.1	-81.1	484.6	14.1
백화점	17.5	10.9	31.3	71.7	68.5	52.3	60.4	140.3	131.4	321.5	359.4
신세계(별도)	22.6	14.3	28.2	61.7	61.2	47.4	55.2	97.7	126.8	261.5	269.8
동대구	-3.0	-1.4	5.5	12.1	10.2	8.6	11.4	19.4	13.2	49.6	49.7
대전	-2.1	-2.0	-2.4	-2.1	-2.9	-3.7	-6.2	3.4	-8.6	-9.4	-22.5
광주	-	-	-	-	-	-	-	19.8	-	19.8	62.4
신세계인터내셔널	12.0	-2.5	7.0	17.4	21.3	26.5	14.1	30.1	33.8	92.0	95.0
센트럴시티	11.7	-2.5	14.0	17.5	15.8	4.1	10.3	22.4	40.7	52.6	69.8
면세(DF)	-32.4	-37.0	-20.5	2.6	23.1	19.2	22.9	12.3	-87.3	77.5	81.9
까사미아	-2.7	-3.0	-2.0	-3.0	-1.0	-2.6	-1.1	-1.2	-10.7	-5.9	2.4
영업이익률	0.2	-2.5	1.3	4.6	5.7	4.2	4.0	6.2	1.1	5.1	5.2
백화점	1.9	1.0	3.0	5.7	5.8	4.2	4.8	7.9	3.1	5.9	5.6
신세계(별도)	2.7	1.5	3.1	5.6	5.9	4.4	5.4	7.6	3.3	5.9	5.7
동대구	-3.4	-1.3	4.5	7.9	6.8	5.2	6.8	9.1	2.8	7.1	6.9
대전	-	-	-	-	-	-	-7.6	2.6	-	-4.4	-5.0
광주	-	-	-	-	-	-	-	14.2	-	14.2	12.8
신세계인터내셔널	3.7	-0.9	2.1	4.6	6.2	7.8	4.0	7.7	2.5	6.5	6.3
센트럴시티	21.0	-4.7	24.1	28.1	26.5	6.3	17.1	28.9	17.8	20.0	25.6
면세(DF)	-5.6	-9.7	-4.1	0.5	3.9	2.8	2.6	1.4	-4.4	2.5	2.5
까사미아	-8.0	-7.8	-4.3	-6.7	-2.0	-5.4	-1.8	-1.7	-6.5	-2.6	0.8

자료: 신세계, 메리츠증권 리서치센터

표2 면세점 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
총매출액	576.4	380.3	505.3	538.5	598.6	689.6	894.7	890.4	2,000.5	3,073.3	3,213.9
(% YoY)	-31.0	-57.8	-46.4	-46.2	3.9	81.3	77.1	65.3	-45.7	53.6	4.6
시내점	451.4	374.0	497.7	530.6	579.3	684.7	888.4	868.1	1,853.7	3,019.3	3,026.1
명동	347.2	314.3	418.8	462.3	519.2	635.2	847.2	839.2	1,542.6	2,832.6	2,917.6
강남	69.4	44.0	58.4	46.8	38.7	28.3	16.5	-	218.6	90.0	-
센텀	34.7	15.7	20.6	21.5	21.3	21.2	24.7	28.8	92.5	96.7	108.5
공항점	125.0	6.3	7.6	7.9	19.3	4.9	6.3	22.3	146.8	54.1	187.8
인천T1(DF1+DF5)	87.5	4.4	5.3	5.7	12.9	3.5	4.4	15.9	102.9	37.4	131.5
인천T2(DF3)	37.5	1.9	2.3	2.3	6.4	1.5	1.9	6.4	43.9	16.7	56.3
순매출액	488.9	310.7	437.2	455.9	478.9	560.5	796.9	823.3	1,692.7	2,659.6	2,781.2
(% YoY)	-30.5	-59.6	-44.4	-47.5	-2.0	80.4	82.3	80.6	-45.9	57.1	4.6
시내점	382.9	305.6	430.7	449.2	463.4	556.5	791.2	802.7	1,572.9	2,612.8	2,618.7
명동	294.5	256.8	362.4	391.4	415.4	516.3	754.5	776.0	1,310.4	2,451.3	2,524.8
강남	58.9	35.9	50.5	39.6	31.0	23.0	14.7	-	184.7	77.9	-
센텀	29.5	12.8	17.8	18.2	17.1	17.2	22.0	26.7	77.9	83.7	93.9
공항점	106.0	5.1	6.5	6.7	15.5	4.0	5.7	20.6	119.8	46.8	162.5
인천T1(DF1+DF5)	74.2	3.6	4.6	4.8	10.3	2.8	4.0	14.7	83.9	32.3	113.8
인천T2(DF3)	31.8	1.5	2.0	1.9	5.2	1.2	1.7	5.9	35.8	14.4	48.8
판관비	234.1	185.6	203.3	197.4	202.4	220.5	246.7	256.0	820.4	925.6	967.1
(% YoY)	-10.2	-34.6	-33.9	-23.7	-13.5	18.7	21.4	29.7	-26.1	12.8	4.5
영업이익	-32.4	-37.0	-20.5	2.6	23.1	19.2	22.9	12.3	-87.3	77.5	81.9
(% YoY)	적전	적전	적전	-96.3	흑전	흑전	흑전	373.1	적전	흑전	5.7
시내점	45.8	-5.7	14.8	0.1	19.1	16.8	20.5	9.1	54.9	65.5	62.1
명동	37.4	-1.1	16.8	4.3	21.1	19.5	19.9	9.0	57.3	69.5	60.1
강남	4.9	-3.5	-1.6	-3.5	-2.3	-3.0	0.3	-	-3.7	-5.0	-
센텀	3.5	-1.2	-0.3	-0.7	0.4	0.2	0.2	0.2	1.3	1.0	2.0
공항점	-78.2	-31.3	-35.3	2.5	4.0	2.4	2.4	3.2	-142.2	12.0	19.8
인천T1(DF1+DF5)	-73.8	-27.9	-31.8	2.3	3.3	2.2	2.2	2.8	-131.2	10.6	16.1
인천T2(DF3)	-4.4	-3.4	-3.5	0.2	0.7	0.2	0.2	0.4	-11.0	1.4	3.7
영업이익률	-5.6	-9.7	-4.1	0.5	3.9	2.8	2.6	1.4	-4.4	2.5	2.5
시내점	10.1	-1.5	3.0	-	3.3	2.5	2.3	1.1	3.0	2.2	2.1
명동	10.8	-0.3	4.0	0.9	4.1	3.1	2.4	1.1	3.7	2.5	2.1
강남	7.1	-7.8	-2.8	-7.5	-6.1	-10.4	2.0	-	-1.7	-5.5	-
센텀	10.2	-7.7	-1.6	-3.3	1.7	1.1	1.0	0.5	1.4	1.0	1.9
공항점	-62.6	-497.3	-467.2	31.9	20.8	48.0	38.0	14.1	-96.9	22.1	10.5
인천T1(DF1+DF5)	-84.4	-633.7	-601.9	41.3	25.6	64.1	50.6	17.5	-127.6	28.2	12.2
인천T2(DF3)	-11.7	-179.1	-152.9	8.5	11.0	10.3	8.6	5.8	-25.1	8.4	6.5

주: 영업이익률은 총매출액 기준

자료: 신세계, 메리츠증권 리서치센터

신세계 (004170)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	6,394.2	4,769.3	6,309.4	6,821.6	7,029.5
매출액증가율 (%)	23.3	-25.4	32.3	8.1	3.0
매출원가	3,125.9	2,368.8	2,600.1	3,262.3	3,390.8
매출총이익	3,268.3	2,400.5	3,709.3	3,559.3	3,638.8
판매관리비	2,800.5	2,312.0	3,192.0	2,969.0	3,030.8
영업이익	467.8	88.5	517.3	590.3	607.9
영업이익률	7.3	1.9	8.2	8.7	8.6
금융손익	-106.1	-84.7	-81.9	-76.4	-70.8
종속/관계기업손익	0.7	-1.9	-1.7	23.6	25.3
기타영업외손익	435.9	-120.3	84.1	-102.1	-105.1
세전계속사업이익	798.2	-118.5	517.9	435.4	457.3
법인세비용	205.1	-49.3	126.7	119.7	125.8
당기순이익	593.1	-69.1	391.1	315.7	331.6
지배주주지분 순이익	526.4	-103.5	308.1	268.3	281.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	789.9	552.4	539.9	1,011.7	1,033.1
당기순이익(손실)	593.1	-69.1	391.1	315.7	331.6
유형자산상각비	646.0	633.8	683.6	780.0	703.2
무형자산상각비	22.7	22.5	20.0	9.6	8.9
운전자본의 증감	-195.4	98.1	-291.0	-93.5	-10.5
투자활동 현금흐름	-71.5	-389.1	-950.5	-559.8	-425.2
유형자산의증가(CAPEX)	-321.2	-476.8	-589.7	-442.0	-435.2
투자자산의감소(증가)	-522.2	-25.9	-647.8	-117.3	10.0
재무활동 현금흐름	-893.5	48.0	184.8	-275.2	-332.4
차입금의 증감	1,273.5	435.4	54.2	-260.4	-317.7
자본의 증가	0.0	-49.7	54.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-174.8	211.1	-224.5	176.8	275.5
기초현금	352.5	177.7	388.7	164.3	341.0
기말현금	177.7	388.7	164.3	341.0	616.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,831.2	1,663.7	1,668.8	1,940.4	2,207.8
현금및현금성자산	177.7	388.7	164.3	341.0	616.5
매출채권	242.2	216.9	311.0	331.3	329.6
재고자산	1,077.4	862.9	866.7	923.2	918.4
비유동자산	11,187.3	11,105.4	11,913.3	11,683.0	11,396.1
유형자산	6,481.0	6,603.6	7,060.7	6,722.7	6,454.7
무형자산	352.0	381.8	399.7	390.1	381.2
투자자산	1,609.4	1,635.3	2,273.3	2,390.6	2,380.6
자산총계	13,018.5	12,769.1	13,582.1	13,623.3	13,603.9
유동부채	3,173.0	3,609.0	3,596.3	3,431.7	3,324.2
매입채무	158.5	72.1	103.4	110.1	109.6
단기차입금	479.2	457.2	566.0	461.0	416.6
유동성장기부채	294.6	904.7	537.8	438.0	395.9
비유동부채	4,330.4	4,102.9	4,235.8	4,140.8	3,912.1
사채	1,311.7	1,597.3	1,894.5	1,819.8	1,611.1
장기차입금	458.6	216.9	264.3	234.0	215.8
부채총계	7,503.4	7,711.9	7,832.1	7,572.5	7,236.3
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	397.5	347.8	402.6	402.6	402.6
기타포괄이익누계액	245.2	260.7	243.8	243.8	243.8
이익잉여금	2,920.9	2,788.2	3,081.7	3,335.2	3,602.3
비지배주주지분	1,588.6	1,614.9	1,976.2	2,023.6	2,073.3
자본총계	5,515.1	5,057.3	5,749.9	6,050.9	6,367.7

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	649,478	484,428	640,866	692,884	714,005
EPS(지배주주)	53,472	-10,512	31,296	27,255	28,625
CFPS	118,291	62,122	98,782	133,986	127,520
EBITDAPS	115,436	75,649	124,005	140,155	134,078
BPS	398,826	349,650	383,307	409,063	436,190
DPS	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	5.4	-22.8	8.1	9.4	8.9
PCR	2.4	3.9	2.6	1.9	2.0
PSR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA	1,136.5	744.8	1,220.9	1,379.9	1,320.0
EV/EBITDA	7.7	11.5	7.6	6.5	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.2	-2.8	8.5	6.9	6.8
EBITDA 이익률	17.8	15.6	19.3	20.2	18.8
부채비율	136.1	152.5	136.2	125.1	113.6
금융비용부담률	2.1	2.6	1.7	1.5	1.3
이자보상배율(X)	3.4	0.7	4.9	5.9	6.4
매출채권회전율(X)	25.0	20.8	23.9	21.2	21.3
재고자산회전율(X)	6.4	4.9	7.3	7.6	7.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%
2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	

신세계 (004170) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2019.11.13	산업분석	Buy	330,000	양지혜	-15.5	-10.8	450,000 300,000 150,000 0	주가 및 적정주가 변동추이 
2019.12.31				Univ Out				
2021.09.27	산업분석	Buy	340,000	최윤희	-27.6	-21.8		
2022.01.17	기업브리프	Buy	350,000	최윤희	-31.6	-27.0		
2022.02.10	기업브리프	Buy	330,000	최윤희	-	-		