



BUY(Maintain)

목표주가: 440,000원
주가(3/16): 262,500원
시가총액: 25,844억원



음식료/유통 Analyst 박상준
sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/16)		2,659.23pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	322,000원	215,500원
등락률	-18.5%	21.8%
수익률	절대	상대
1M	0.2%	2.8%
6M	-3.3%	13.8%
1Y	-8.1%	6.0%

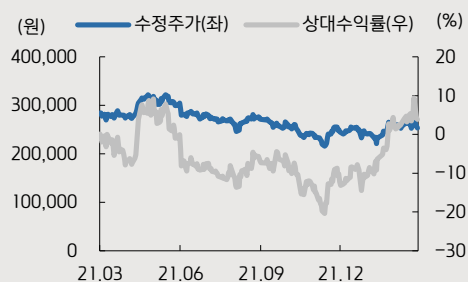
Company Data

발행주식수	9,845천주
일평균 거래량(3M)	68천주
외국인 지분율	25.2%
배당수익률(21P)	1.1%
BPS(21P)	380,438원
주요 주주	정유경 외 2 인 28.6%

투자지표

(억원, IFRS **)	2020	2021P	2022F	2023F
매출액	4,769.3	6,316.4	7,796.2	8,717.5
영업이익	88.5	517.3	595.2	669.5
EBITDA	359.2	795.9	917.3	995.0
세전이익	-118.5	517.9	516.7	595.4
순이익	-69.1	391.2	391.7	451.3
지배주주지분순이익	-103.5	308.1	297.3	342.5
EPS(원)	-10,512	31,298	30,192	34,791
증감률(% YoY)	적전	흑전	-3.5	15.2
PER(배)	-22.8	8.4	8.7	7.5
PBR(배)	0.68	0.69	0.64	0.60
EV/EBITDA(배)	18.8	8.8	7.6	6.9
영업이익률(%)	1.9	8.2	7.6	7.7
ROE(%)	-2.8	8.6	7.7	8.2
순차입금비율(%)	55.0	42.2	36.8	31.1

Price Trend



신세계 (004170)

면세점 수요 반등 기대



신세계백화점의 견조한 매출 성장이 지속되는 가운데, 면세점 수요 회복에 대한 기대감이 강해지고 있다. 1~2월 중국 소매판매 데이터가 시장 기대치를 상회하였고, 중국 정부가 방역정책 변화와 경기부양책 가능성을 언급하였으며, 한국 정부도 백신 접종 입국자의 자가격리 의무를 면제할 예정이다. 따라서, 1분기를 저점으로 면세점 수요 반등에 대한 기대감이 강화될 것으로 전망된다.

>>> 백화점은 여전히 견조, 면세점은 소폭 둔화

신세계백화점의 1분기 기존점 성장률은 +10% 중반(관리기준) 수준으로 전망된다. 최근 확진자 수 급증 영향으로 2~3월 수요가 다소 둔화되는 흐름이나, 전반적으로 명품/패션 중심의 매출 호조는 지속되고 있다. 면세점은 동계올림픽을 앞두고 중국 내 방역 정책이 강화되었던 영향으로 인해, 1Q22 매출액이 4Q21 대비 소폭 역신장 할 것으로 판단된다(일매출 90억대 전망).

>>> 면세점 수요 반등 기대

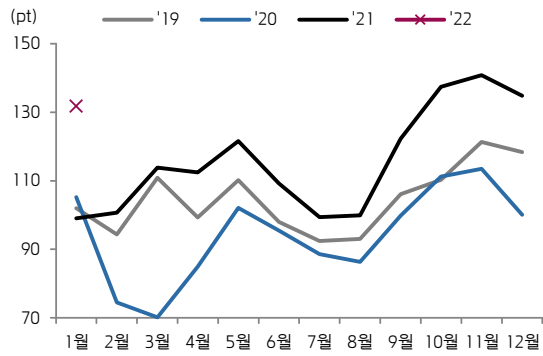
전일 동사의 주가는 중국 소비경기 반등에 대한 기대감으로 +3% 이상 상승하였다. 1) 3/15에 발표된 1~2월 누계 기준 중국 소매판매 데이터가 우려 대비 양호하였고(전체 +6.7%, 화장품 +7.0% YoY), 2) 전일 중국 정부가 코로나 확진자 퇴원/격리 해제 기준 완화 등을 포함한 방역 정책 조정을 발표하였으며, 3) 류허 부총리의 발언으로 경기부양책에 대한 기대감도 확대되었기 때문이다. 이에 따라, 1분기를 저점으로 시내면세점 수요가 회복될 가능성이 높아진 것으로 판단된다.

더불어, 한국 정부는 3/21부터 백신 접종 입국자의 자가격리 의무를 면제할 예정이다. 올해 2월 인천공항 국제선 이용객은 19년 동월 대비 -94% 감소한 수준이고, 3월도 유사한 흐름을 보일 가능성이 높으나, 4월부터는 내국인의 해외 여행 수요가 점차 반등할 가능성이 높아진 것으로 판단된다. 따라서, 2분기부터 내국인 출국 수요 회복에 따른 공항면세점 매출 반등이 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 440,000원 유지

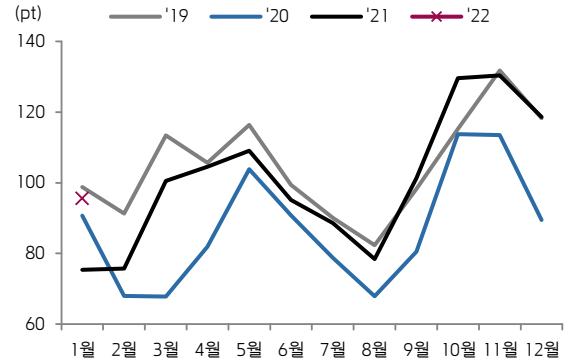
신세계에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 440,000원을 유지한다. 백화점의 견조한 매출 흐름이 지속되는 가운데, 중국 소비경기 반등, 해외 여행 수요 회복으로 인한 면세점 수요 회복 가능성이 높아지고 있다. 특히, 면세점은 향후 수요 회복 속도에 따라, 실적 추정치 상향이 가능할 것으로 판단된다.

백화점 소매판매액 지수 추이



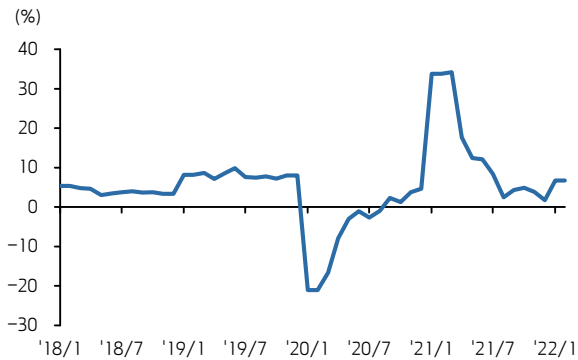
자료: 통계청(경상지수 기준)

의복 소매판매액 지수 추이



자료: 통계청(경상지수 기준)

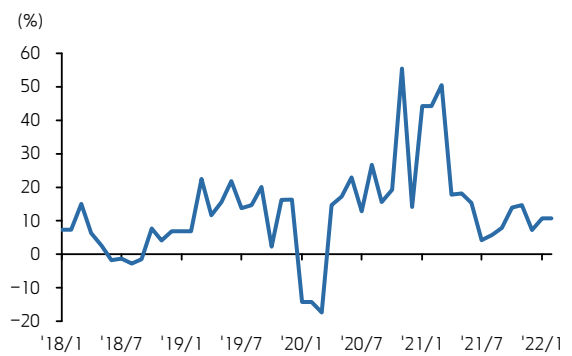
중국 전체 소매판매액 YoY 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) 1월과 2월은 1~2월 누계 기준 수치임

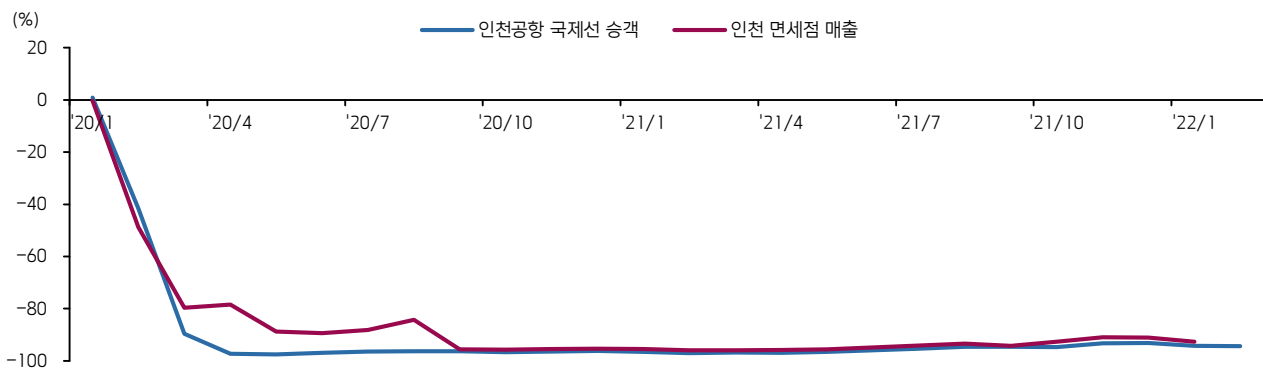
중국 화장품 소매판매액 YoY 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) 1월과 2월은 1~2월 누계 기준 수치임

인천공항 국제선 승객과 인천 면세점 매출의 19년 대비 증감률 추이



자료: 인천국제공항, 한국면세점협회, 키움증권 리서치

인천공항 면세점 영업 현황

터미널	구역	사업자	기간	면적(m ²)	품목
T1	DF1	신세계	'18/7~'23/7	6,277	향수/화장품 및 전 품목
	DF2	공실(과거 신라)		1,106	향수/화장품
	DF3	공실(과거 롯데)		506	주류/담배
	DF4	공실(과거 신라)		486	주류/담배
	DF5	신세계	'18/7~'23/7	1,814	피혁/패션
	DF6	공실(과거 신라)		1,852	패션/잡화
	DF7	현대백화점	'20/9~'25/8	2,786	패션/잡화
T2	DF1	신라	'18/1~'23/1	2,105	향수/화장품
	DF2	롯데	'18/1~'23/1	1,407	주류/담배/식품
	DF3	신세계	'18/1~'23/1	4,300	패션/잡화

자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
총매출액	2,175	2,312	2,568	3,158	2,913	2,912	3,026	3,442	10,213	12,294	13,490
(YoY)	17.9%	33.5%	34.1%	42.0%	33.9%	26.0%	17.8%	9.0%	32.4%	20.4%	9.7%
별도기준	1,038	1,075	1,019	1,289	1,147	1,112	1,121	1,340	4,420	4,720	4,934
(YoY)	24.1%	15.4%	10.7%	16.1%	10.5%	3.5%	10.0%	4.0%	16.4%	6.8%	4.5%
(기준점 성장률)	24.1%	15.4%	10.7%	16.1%	10.5%	3.5%	10.0%	4.0%	16.4%	6.8%	4.5%
신세계동대구	148	164	168	211	193	185	185	219	691	782	813
(YoY)	67.2%	53.8%	36.9%	37.4%	30.0%	13.0%	10.0%	4.0%	46.6%	13.2%	4.0%
광주신세계	108	111	105	140	120	117	117	142	140	496	516
(YoY)	24.3%	6.8%	21.0%	15.1%	10.7%	5.2%	11.6%	1.6%		254.9%	4.0%
대전신세계			82	133	128	123	118	146	215	516	567
(YoY)							43.9%	10.0%		139.8%	10.0%
신세계인터내셔널	342	341	350	418	365	360	379	442	1,451	1,546	1,648
(YoY)	5.7%	18.6%	4.9%	9.7%	6.8%	5.6%	8.4%	5.7%	9.5%	6.6%	6.6%
신세계 DF	599	690	895	924	881	944	1,021	1,054	3,107	3,899	4,648
(YoY)	3.5%	80.2%	77.0%	71.7%	47.2%	36.8%	14.1%	14.0%	55.0%	25.5%	19.2%
까사미아	50	48	60	72	67	65	78	87	230	297	326
센트럴시티	60	66	60	77	73	77	73	79	263	302	302
기타 및 연결조정	-60	-71	-66	-107	-60	-71	-66	-67	-304	-265	-265
순매출액	1,320	1,395	1,667	1,934	1,824	1,833	1,972	2,167	6,316	7,796	8,718
(YoY)	10.3%	37.6%	37.3%	43.9%	38.2%	31.4%	18.3%	12.0%	32.4%	23.4%	11.8%
영업이익	124	96	102	195	144	108	138	205	517	595	669
(YoY)	1317.9%	흑전	307.1%	89.1%	16.4%	12.0%	35.1%	5.2%	484.6%	15.1%	12.5%
(OPM)	5.7%	4.2%	4.0%	6.2%	4.9%	3.7%	4.6%	6.0%	5.1%	4.8%	5.0%
별도기준	61	47	55	98	71	48	63	99	262	281	292
(YoY)	170.8%	231.5%	95.9%	58.3%	16.5%	0.2%	13.3%	1.7%	106.2%	7.3%	4.1%
(OPM)	5.9%	4.4%	5.4%	7.6%	6.2%	4.3%	5.6%	7.4%	5.9%	5.9%	5.9%
신세계동대구	10	9	11	19	14	12	16	20	50	62	65
(OPM)	6.9%	5.2%	6.8%	9.2%	7.3%	6.6%	8.5%	9.1%	7.2%	7.9%	7.9%
광주신세계	14	15	12	20	16	15	15	21	20	68	70
(OPM)	12.8%	13.2%	11.7%	14.2%	13.0%	13.1%	13.2%	14.9%	14.2%	13.6%	13.6%
대전신세계	-3	-4	-6	3	-3	-6	-4	1	-9	-12	8
(OPM)			-7.6%	2.6%	-2.6%	-4.7%	-3.7%	0.9%	-4.4%	-2.4%	1.5%
신세계인터내셔널	21	27	14	30	22	22	21	28	92	93	99
(OPM)	6.2%	7.8%	4.0%	7.2%	6.0%	6.2%	5.4%	6.4%	6.3%	6.0%	6.0%
신세계 DF	23	19	23	12	18	21	27	24	78	90	118
(OPM)	3.9%	2.8%	2.6%	1.3%	2.0%	2.3%	2.7%	2.3%	2.5%	2.3%	2.5%
까사미아	-1	-3	-1	-4	-2	-3	-1	-2	-9	-8	-5
센트럴시티	16	4	10	22	17	5	10	19	53	52	52
기타 및 연결조정	-4	-3	-4	-6	-8	-7	-8	-6	-17	-29	-29
세전이익	121	40	220	136	124	87	118	188	518	517	595
순이익	89	17	189	96	94	66	89	142	391	392	451
(지배)순이익	70	4	176	58	73	49	66	110	308	297	343
(YoY)	2022.9%	흑전	흑전	378.2%	3.7%	1089.6%	-62.4%	88.0%	흑전	-3.5%	15.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 광주신세계는 4Q21부터 연결 실적에 반영됨

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
매출액	6,394.2	4,769.3	6,316.4	7,796.2	8,717.5
매출원가	3,125.9	2,368.8	2,607.1	3,209.0	3,789.8
매출총이익	3,268.3	2,400.4	3,709.3	4,587.1	4,927.8
판관비	2,800.5	2,312.0	3,192.0	3,992.0	4,258.3
영업이익	467.8	88.5	517.3	595.2	669.5
EBITDA	721.4	359.2	795.9	917.3	995.0
영업외손익	330.4	-207.0	0.6	-78.4	-74.0
이자수익	8.6	5.3	5.8	4.9	5.3
이자비용	135.8	125.8	104.9	99.1	95.1
외환관련이익	25.8	80.7	20.0	20.0	20.0
외환관련손실	32.5	25.4	20.0	20.0	20.0
종속 및 관계기업손익	0.7	-1.9	0.0	0.0	0.0
기타	463.6	-139.9	99.7	15.8	15.8
법인세차감전이익	798.2	-118.5	517.9	516.7	595.4
법인세비용	205.1	-49.3	126.7	125.1	144.1
계속사업손익	593.1	-69.1	391.2	391.7	451.3
당기순이익	593.1	-69.1	391.2	391.7	451.3
지배주주순이익	526.4	-103.5	308.1	297.3	342.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	23.3	-25.4	32.4	23.4	11.8
영업이익 증감율	17.7	-81.1	484.5	15.1	12.5
EBITDA 증감율	3.2	-50.2	121.6	15.3	8.5
지배주주순이익 증감율	120.3	-119.7	-397.7	-3.5	15.2
EPS 증감율	120.3	적전	흑전	-3.5	15.2
매출총이익율(%)	51.1	50.3	58.7	58.8	56.5
영업이익률(%)	7.3	1.9	8.2	7.6	7.7
EBITDA Margin(%)	11.3	7.5	12.6	11.8	11.4
지배주주순이익률(%)	8.2	-2.2	4.9	3.8	3.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	789.9	552.4	1,096.4	748.9	783.9
당기순이익	593.1	-69.1	391.2	391.7	451.3
비현금항목의 가감	571.5	680.7	664.2	707.7	711.1
유형자산감가상각비	292.1	299.2	301.3	338.2	345.3
무형자산감가상각비	22.7	22.5	28.4	34.9	31.2
지분법평가손익	-794.4	-17.3	0.0	0.0	0.0
기타	1,051.1	376.3	334.5	334.6	334.6
영업활동자산부채증감	-195.4	98.1	255.0	-143.1	-156.4
매출채권및기타채권의감소	-31.4	35.3	-104.3	-109.1	-67.9
재고자산의감소	-161.5	181.8	53.0	-56.3	-102.4
매입채무및기타채무의증가	24.5	-133.5	297.4	22.4	13.9
기타	-27.0	14.5	8.9	-0.1	0.0
기타현금흐름	-179.3	-157.3	-214.0	-207.4	-222.1
투자활동 현금흐름	-71.5	-389.1	-953.9	-420.0	-420.0
유형자산의 취득	-321.2	-476.8	-622.4	-400.0	-400.0
유형자산의 처분	38.4	58.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-13.6	-7.5	-50.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-522.2	-32.0	-281.5	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	16.2	19.7	0.0	0.0	0.0
기타	730.9	48.6	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-893.5	48.0	-19.1	-433.2	-346.8
차입금의 증가(감소)	-527.9	583.1	146.0	-266.4	-180.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	3.7	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-37.3	-35.2	-27.8	-29.5	-29.5
기타	-328.3	-503.6	-137.3	-137.3	-137.3
기타현금흐름	0.3	-0.2	65.7	10.4	25.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-174.8	211.0	189.1	-93.9	42.4
기초현금 및 현금성자산	352.5	177.7	388.7	577.8	483.9
기말현금 및 현금성자산	177.7	388.7	577.8	483.9	526.3

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
유동자산	1,831.2	1,663.7	1,904.0	1,975.7	2,188.4
현금 및 현금성자산	177.7	388.7	577.8	483.9	526.3
단기금융자산	26.7	6.9	6.9	6.9	6.9
매출채권 및 기타채권	438.8	361.5	465.8	574.9	642.9
재고자산	1,077.4	862.9	809.9	866.2	968.6
기타유동자산	110.6	43.7	43.6	43.8	43.7
비유동자산	11,187.3	11,105.4	11,729.7	11,776.5	11,820.0
투자자산	1,603.2	1,635.3	1,916.7	1,916.7	1,916.7
유형자산	6,481.0	6,603.6	6,924.8	6,986.6	7,041.3
무형자산	352.0	381.8	403.4	388.5	377.3
기타비유동자산	2,751.1	2,484.7	2,484.8	2,484.7	2,484.7
자산총계	13,018.5	12,769.1	13,633.7	13,752.2	14,008.4
유동부채	3,173.0	3,609.0	3,575.6	3,531.6	3,565.5
매입채무 및 기타채무	1,255.2	1,087.0	1,384.4	1,406.8	1,420.7
단기금융부채	1,293.1	1,888.2	1,365.2	1,298.8	1,318.8
기타유동부채	624.7	633.8	826.0	826.0	826.0
비유동부채	4,330.4	4,102.9	4,293.3	4,093.3	3,893.3
장기금융부채	3,251.5	3,044.8	3,403.8	3,203.8	3,003.8
기타비유동부채	1,078.9	1,058.1	889.5	889.5	889.5
부채총계	7,503.4	7,711.9	7,868.9	7,624.8	7,458.8
지배지분	3,926.5	3,442.4	3,745.5	4,013.6	4,327.0
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	397.5	347.8	347.8	347.8	347.8
기타자본	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6
기타포괄손익누계액	245.1	260.7	285.2	285.6	286.0
이익잉여금	2,920.9	2,788.2	3,066.8	3,334.6	3,647.6
비지배지분	1,588.6	1,614.9	2,019.4	2,113.8	2,222.6
자본총계	5,515.1	5,057.3	5,764.8	6,127.4	6,549.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	53,472	-10,512	31,298	30,192	34,791
BPS	398,826	349,650	380,438	407,673	439,505
CFPS	118,291	62,122	107,202	111,672	118,074
DPS	2,000	1,500	3,000	3,000	3,000
주당배수(배)					
PER	5.4	-22.8	8.4	8.7	7.5
PER(최고)	6.5	-31.7	10.5		
PER(최저)	4.0	-18.9	6.8		
PBR	0.72	0.68	0.69	0.64	0.60
PBR(최고)	0.87	0.95	0.86		
PBR(최저)	0.54	0.57	0.56		
PSR	0.44	0.49	0.41	0.33	0.30
PCFR	2.4	3.9	2.4	2.4	2.2
EV/EBITDA	9.5	18.8	8.8	7.6	6.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	3.3	-21.3	7.5	7.5	6.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.7	0.6	1.1	1.1	1.1
ROA	4.9	-0.5	3.0	2.9	3.3
ROE	14.2	-2.8	8.6	7.7	8.2
ROIC	5.2	-0.5	2.2	5.0	5.5
매출채권회전율	14.7	11.9	15.3	15.0	14.3
재고자산회전율	6.4	4.9	7.6	9.3	9.5
부채비율	136.1	152.5	136.5	124.4	113.9
순차입금비율	44.3	55.0	42.2	36.8	31.1
이자보상배율	3.4	0.7	4.9	6.0	7.0
총차입금	2,647.0	3,178.9	3,014.9	2,748.5	2,568.5
순차입금	2,442.6	2,783.2	2,430.2	2,257.6	2,035.2
NOPLAT	410.8	-42.5	183.7	412.5	468.8
FCF	233.8	-48.1	95.9	222.5	268.9

Compliance Notice

- 당사는 3월 16일 현재 '신세계' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

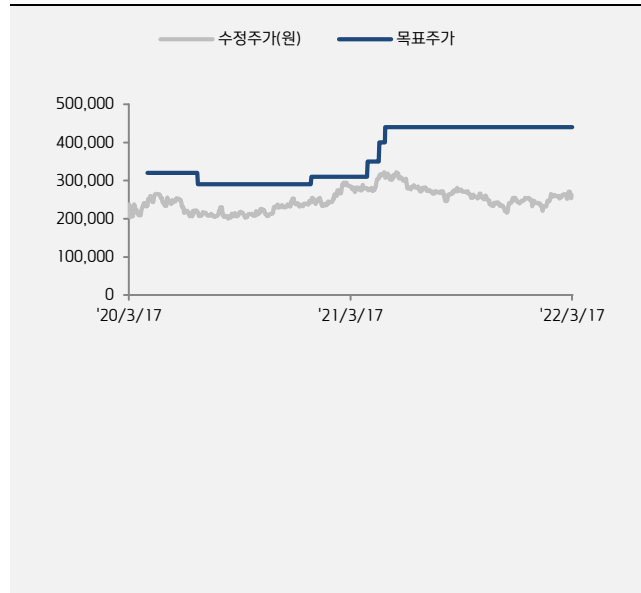
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사명	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
신세계 (004170)	2020-04-16	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-20.44	-17.19
	2020-05-04	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-20.33	-17.19
	2020-05-13	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-25.04	-17.19
	2020-07-08	BUY(Maintain)	290,000원	6개월	-27.45	-23.97
	2020-08-13	BUY(Maintain)	290,000원	6개월	-27.34	-20.69
	2020-10-13	BUY(Maintain)	290,000원	6개월	-24.28	-12.76
	2021-01-11	BUY(Maintain)	310,000원	6개월	-14.54	-4.84
	2021-04-14	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-19.05	-13.00
	2021-05-03	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-20.91	-19.50
	2021-05-13	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-32.74	-26.93
	2021-07-15	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-34.43	-26.93
	2021-08-13	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-35.64	-26.93
	2021-09-08	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-36.01	-26.93
	2021-09-29	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-36.30	-26.93
	2021-10-07	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-37.68	-26.93
	2021-11-10	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-45.15	-44.77
	2021-11-17	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-44.80	-39.77
	2022-02-18	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-43.95	-38.41
	2022-03-17	BUY(Maintain)	440,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%