



# 신세계 (004170)

소매/유통



이진협

02 3770 5659  
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>430,000원 (M)</b>
현재주가 (9/15)	<b>232,000원</b>
상승여력	<b>85%</b>

시가총액	22,841억원
총발행주식수	9,845,181주
60일 평균 거래대금	105억원
60일 평균 거래량	47,196주
52주 고	275,000원
52주 저	208,500원
외인지분율	28.16%
주요주주	정유경 외 2인 28.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.6	(3.1)	(15.6)
상대	9.0	(1.3)	10.8
절대(달러환산)	(3.0)	(10.1)	(29.0)

## P/E 5배짜리 성장주

### 23년 기준 P/E 5배

백화점을 중심으로 고성장이 지속되고 있다. 별도 기준 동사의 기존점성장률은 1Q22 16% → 2Q22 19% → 3Q22E 22%로 그 성장의 폭이 확대되고 있다. 그럼에도 불구하고 백화점 업황의 피크 아웃 우려에 따라 23년 기준 P/E는 5배 수준에 불과하다. 실제 9월부터는 피크 아웃이 가시화될 수 있다. 기저가 높아지기 때문이다. 당사의 실적 전망치에도 이를 반영하여, 23년 기존점성장률 전망치를 +3% YoY로 잡아두었다. 19년 이후 CAGR 성장률인 +10% 수준이기 때문에 보수적인 가정이라 판단한다. 그럼에도 5배이다.

백화점의 성장이 mid single에 불과했던 시절의 백화점의 적정 P/E는 8~10배의 밴드를 형성 하였다. 성장성이 확대되었음에도 Valuation은 피크 아웃 우려로 De-rating 된 것이다.

### 23년에도 백화점은 성장할 수 있을 것으로 전망

여전히 백화점의 적정 Valuation이 P/E 8~10배 수준이라면, 23년 동사 백화점의 역성장 폭이 -10% ~ -20%에 이르러야 한다. 하지만 [그림1]에서 참고할 수 있듯이 97년 이후 백화점의 역성장 폭이 -10% ~ -20% 수준까지 나타났던 경험은 IMF, 코로나19 펜데믹 단 2차례에 불과했다. 그리고 카드 사태, 메르스, 국정농단, 세월호, 사드 사태 등 굵직한 역사적 사건들이 나타나지 않는다면, 백화점의 역성장은 쉬이 나타나지 않는다는 점도 확인할 수 있다.

‘럭셔리 보편화’라는 소비 트렌드 하에서 백화점은 구조적 성장을 하고 있다. 여기에 리오픈에 따라서 코로나19 이전 약 5%의 매출 비중을 차지했던 외국인 관광객의 매출은 회복될 수 있을 것이다. 당사가 23년에도 백화점 업황이 여전히 성장할 것이라 전망하는 요인이다. Valuation의 회복이 필요하다.

면세점은 11월 광군제가 다가오면서 면세점 업황 회복에 대한 모멘텀이 본격화될 수 있다.

### 3Q22 영업이익 1,957억원(+91% YoY) 전망

신세계는 3분기 연결 매출액 1.92조원(+15% YoY), 영업이익 1,957억원(+91% YoY)를 기록하며, 영업이익 컨센서스(1,582억원)을 큰 폭을 상회할 것으로 전망한다. 3Q22E 백화점 기존점 성장률은 22%로 전망하고 있으며, 면세점은 공항점의 트래픽 회복에 힘입어 QoQ 이익 개선세가 지속될 전망이다.

투자의견과 목표주가를 유지하며, 롯데쇼핑과 함께 당사 유통업종 Top pick 의견을 제시한다.

Quarterly earning Forecasts

	(억원, %)				
	3Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	19,192	15.1	2.2	18,936	1.4
영업이익	1,957	91.1	4.4	1,582	23.6
세전계속사업이익	1,700	-22.9	44.9	1,234	37.8
지배순이익	1,034	-41.1	103.8	817	26.5
영업이익률 (%)	10.2	+4.1 %pt	+0.2 %pt	8.4	+1.8 %pt
지배순이익률 (%)	5.4	-5.1 %pt	+2.7 %pt	4.3	+1.1 %pt

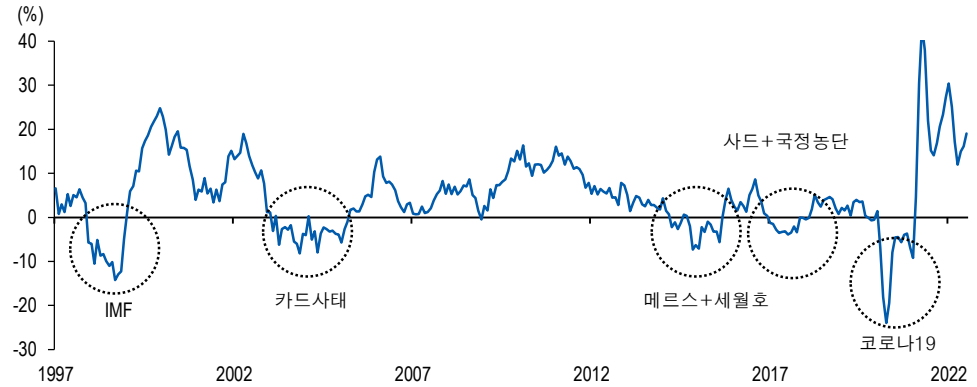
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	(억원, 원, %, 배)				
	결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액		47,693	63,164	77,260	86,325
영업이익		885	5,174	8,439	9,166
지배순이익		-1,035	3,068	4,319	4,768
PER		-22.5	8.6	5.3	4.8
PBR		0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA		10.7	7.1	5.1	4.6
ROE		-2.8	8.5	11.0	11.0

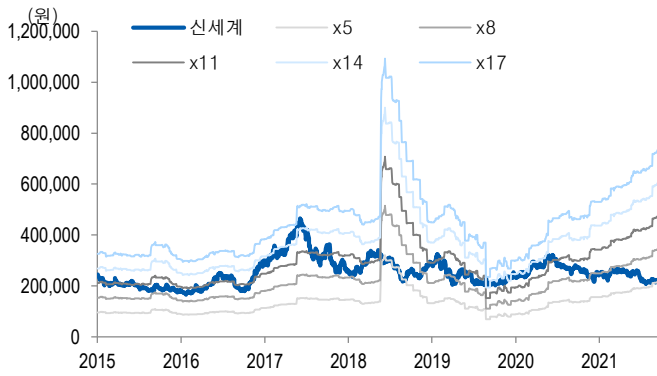
자료: 유안타증권

[그림 1] 백화점 성장률 추이



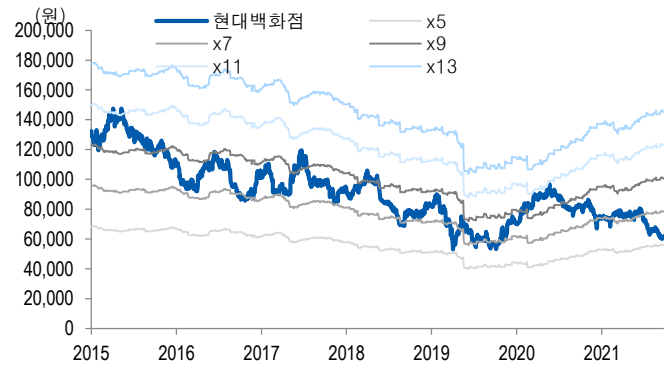
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 신세계 12MF P/E



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 현대백화점 12MF P/E



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] 신세계 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
순매출액	13,200	13,953	16,671	19,340	17,665	18,771	19,192	21,631	63,164	77,259	86,325
YoY	10.3%	37.5%	37.3%	44.3%	33.8%	34.5%	15.1%	11.8%	32.5%	22.3%	11.7%
신세계	3,996	3,997	3,929	4,795	4,430	4,670	4,760	5,514	16,717	19,374	19,955
신세계인터내셔널	3,419	3,407	3,502	4,179	3,522	3,839	3,830	4,579	14,507	15,771	16,768
센트럴시티	597	665	603	774	695	800	784	851	2,639	3,130	3,273
신세계 DF	4,789	5,605	7,969	8,233	7,721	8,132	8,224	8,946	26,596	33,023	39,677
대구	536	560	574	693	628	691	689	825	2,363	2,832	2,889
광주				496	426	485	443	506	496	1,860	1,897
대전			201	393	369	389	480	416	594	1,654	1,781
까사미아	495	483	602	721	732	678	783	793	2,301	2,986	3,284
영업이익	1,236	962	1,024	1,951	1,636	1,874	1,957	2,972	5,173	8,439	9,166
YoY	3645.5%	-323.2%	308.0%	89.2%	32.4%	94.8%	91.1%	52.3%	485.2%	63.1%	8.6%
신세계	612	475	552	977	873	825	858	1,362	2,616	3,919	4,095
신세계인터내셔널	213	265	141	301	331	387	188	456	920	1,362	1,559
센트럴시티	158	41	103	224	153	65	224	291	526	733	1,013
신세계 DF	231	192	229	123	-21	287	338	307	775	910	707
대구	102	86	114	194	186	193	193	286	496	858	890
광주				198	150	190	143	207	198	690	710
대전			-62	34	6	3	23	70	-28	102	212
까사미아	-10	-26	-11	-41	1	-42	29	33	-88	21	139
영업이익률	9.4%	6.9%	6.1%	10.1%	9.3%	10.0%	10.2%	13.7%	8.2%	10.9%	10.6%
신세계	15.3%	11.9%	14.0%	20.4%	19.7%	17.7%	18.0%	24.7%	15.6%	20.2%	20.5%
신세계인터내셔널	6.2%	7.8%	4.0%	7.2%	9.4%	10.1%	4.9%	10.0%	6.3%	8.6%	9.3%
센트럴시티	26.5%	6.2%	17.1%	28.9%	22.0%	8.1%	28.6%	34.2%	19.9%	23.4%	30.9%
신세계 DF	4.8%	3.4%	2.9%	1.5%	-0.3%	3.5%	4.1%	3.4%	2.9%	2.8%	1.8%
대구	19.0%	15.4%	19.9%	28.0%	29.6%	27.9%	28.0%	34.7%	21.0%	30.3%	30.8%
광주				39.9%	35.2%	39.2%	32.4%	40.9%	39.9%	37.1%	37.4%
대전			-30.8%	8.7%	1.6%	0.8%	4.8%	16.8%	-4.7%	6.2%	11.9%
까사미아	-2.0%	-5.4%	-1.8%	-5.7%	0.1%	-6.2%	3.7%	4.2%	-3.8%	0.7%	4.2%

자료: 신세계, 유안타증권 리서치센터

신세계 (004170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	47,693	63,164	77,260	86,325	93,354
매출원가	23,688	26,071	32,493	41,436	44,810
매출충이익	24,004	37,093	44,767	44,889	48,544
판매비	23,120	31,919	36,328	35,723	38,734
영업이익	885	5,174	8,439	9,166	9,810
EBITDA	7,448	11,690	14,871	15,430	15,878
영업외손익	-2,070	2	-1,069	-1,228	-824
외환관련손익	554	-333	-525	-259	-259
이자손익	-1,205	-996	-836	-662	-530
관계기업관련손익	-19	-113	-256	-281	-309
기타	-1,399	1,445	547	-26	274
법인세비용차감전순손익	-1,185	5,176	7,370	7,938	8,987
법인세비용	-493	1,287	1,785	1,979	2,239
계속사업순손익	-691	3,889	5,584	5,960	6,747
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-691	3,889	5,584	5,960	6,747
지배지분순이익	-1,035	3,068	4,319	4,768	5,398
포괄순이익	-598	3,455	5,198	5,998	6,786
지배지분포괄이익	-927	2,609	3,923	4,798	5,429

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	5,524	11,045	8,008	7,647	8,824
당기순이익	-691	3,889	5,584	5,960	6,747
감가상각비	6,338	6,272	6,171	6,023	5,846
외환손익	-551	357	510	259	259
중속, 관계기업관련손익	19	113	256	281	309
자산부채의 증감	981	3,329	-1,083	-1,185	-929
기타현금흐름	-572	-2,915	-3,430	-3,690	-3,409
투자활동 현금흐름	-3,891	-8,254	-7,582	-6,274	-6,128
투자자산	97	-429	-1,824	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,768	-5,844	-4,729	-5,200	-5,200
유형자산 감소	589	11	10	0	0
기타현금흐름	191	-1,991	-1,039	-1,074	-928
재무활동 현금흐름	480	-906	-4,635	-6,795	-6,798
단기차입금	-1,224	-659	-815	-1,000	-1,000
사채 및 장기차입금	7,056	1,720	-2,535	-4,500	-4,500
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-352	-221	-614	-688	-698
기타현금흐름	-5,000	-1,746	-672	-608	-600
연결범위변동 등 기타	-2	5	3,610	6,115	6,028
현금의 증감	2,110	1,891	-599	693	1,926
기초 현금	1,777	3,887	5,778	5,179	5,872
기말 현금	3,887	5,778	5,179	5,872	7,798
NOPLAT	885	5,174	8,439	9,166	9,810
FCF	756	5,200	3,280	2,447	3,624

자료: 유안타증권

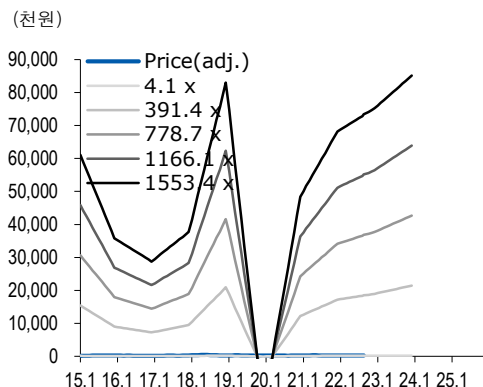
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	16,637	19,104	21,957	23,909	26,750
현금및현금성자산	3,887	5,778	5,179	5,872	7,798
매출채권 및 기타채권	3,615	4,720	4,862	5,174	5,400
재고자산	8,629	7,560	9,405	10,352	11,041
비유동자산	111,054	117,341	114,059	113,145	112,277
유형자산	66,036	69,430	69,388	68,565	67,919
관계기업등 지분관련자산	10,766	9,762	9,593	9,593	9,593
기타투자자산	5,586	11,208	11,746	11,746	11,746
자산총계	127,691	136,445	136,016	137,054	139,027
유동부채	36,090	35,705	40,061	36,870	33,622
매입채무 및 기타채무	10,870	14,086	15,227	15,436	15,588
단기차입금	4,571	3,905	3,191	2,191	1,191
유동성장기부채	9,047	5,585	11,388	9,388	7,388
비유동부채	41,029	43,115	33,150	30,650	28,151
장기차입금	2,169	2,215	920	920	920
사채	15,972	21,515	14,801	12,302	9,802
부채총계	77,119	78,821	73,211	67,521	61,773
지배지분	34,424	37,441	41,071	45,508	50,565
자본금	492	492	492	492	492
자본잉여금	3,478	4,026	4,026	4,026	4,026
이익잉여금	27,882	30,845	34,849	39,248	44,267
비지배지분	16,149	20,184	21,734	24,025	26,689
자본총계	50,573	57,625	62,805	69,533	77,254
순차입금	40,673	36,004	30,683	24,490	17,065
총차입금	44,637	42,396	37,483	31,983	26,483

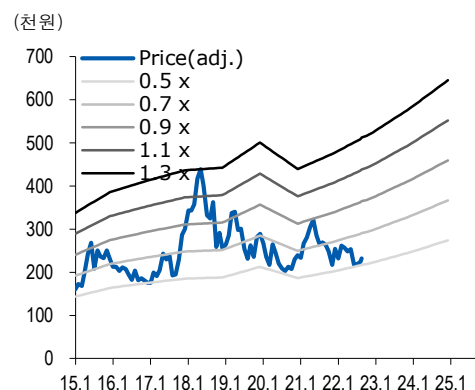
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-10,512	31,165	43,873	48,428	54,828
BPS	349,962	380,637	417,539	462,648	514,064
EBITDAPS	75,649	118,740	151,048	156,731	161,277
SPS	484,428	641,576	784,746	876,822	948,224
DPS	1,500	3,000	3,750	3,850	3,950
PER	-22.5	8.6	5.3	4.8	4.2
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.7	7.1	5.1	4.6	4.2
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	-25.4	32.4	22.3	11.7	8.1
영업이익 증가율 (%)	-81.1	484.7	63.1	8.6	7.0
지배순이익 증가율 (%)	적전	흑전	40.8	10.4	13.2
매출총이익률 (%)	50.3	58.7	57.9	52.0	52.0
영업이익률 (%)	1.9	8.2	10.9	10.6	10.5
지배순이익률 (%)	-2.2	4.9	5.6	5.5	5.8
EBITDA 마진 (%)	15.6	18.5	19.2	17.9	17.0
ROIC	0.8	6.0	9.9	10.6	11.3
ROA	-0.8	2.3	3.2	3.5	3.9
ROE	-2.8	8.5	11.0	11.0	11.2
부채비율 (%)	152.5	136.8	116.6	97.1	80.0
순차입금/자기자본 (%)	118.2	96.2	74.7	53.8	33.7
영업이익/금융비용 (배)	0.7	4.8	8.2	10.8	13.6

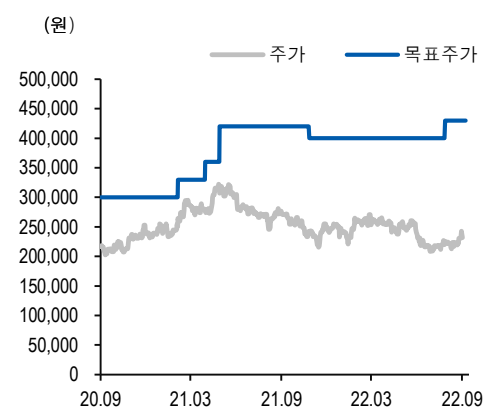
P/E band chart



P/B band chart



신세계 (004170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-09-16	BUY	430,000	1년		
2022-08-11	BUY	430,000	1년		
2021-11-10	BUY	400,000	1년	-39.31	-32.25
2021-05-13	BUY	420,000	1년	-34.54	-23.45
2021-04-14	BUY	360,000	1년	-17.99	-10.56
2021-02-18	BUY	330,000	1년	-15.00	-10.61
2020-07-07	BUY	300,000	1년	-25.33	-15.00

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.4
Hold(중립)	6.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-09-13

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.