

4Q23 Preview

# 기대감은 低 아래



패션/유통 이해니  
02)368-6155\_hnlee@eugenefn.com

CONTENTS

<b>01/</b>	산업분석	03
<b>02/</b>	기업분석	15

---

01

# 산업분석

4Q23E 채널별 산업분석

# 4분기 유통 실적: 편의점 > 백화점 > 면세점

## 산업 성장률

## 주요 이슈

### 면세점

- 1) 면세점 산업 매출(10~11월)은 전년대비 -21.7%
- 2) 10월 매출은 -25.5%, 11월 매출은 -17.0% 기록
- 3) 구매단가는 436달러로 전년대비 -54.8% 기록
- 4) 시내 면세점 매출은 -29.3%, 출국장 면세점 매출은 +113.0% 시현

- 1) 중국항공공사 2024년 중국 출발 국제선 전년대비 30% 증설 계획
- 2) 외국인 관광객 소비 패턴 변화 발생. 사전 면세점보다는 사후 면세점에 방문
- 3) 사후 면세: 중저가 제품을 다양한 채널/매장에서 구매 후 소비세 환급 받는 형태

### 편의점

- 1) 편의점 산업 매출(10~11월)은 전년대비 +5.5%
- 2) 10월 매출은 +6.8%, 11월 매출은 +4.2% 기록
- 3) 구매단가는 전년대비 +1.3%, 구매건수는 전년대비 +4.2% 기록
- 4) 10~11월 카테고리별 매출 증감율은 식품 소계 +5.9%, 비식품 소계 +5.1% 시현

- 1) 해외 점포 확장은 연결 실적에 반영 되기 아직 이른 시기. 해외 매장 최소 1만개부터 매출 유의미
- 2) 각 사는 현재 약 3개국(몽골, 말레이시아, 베트남), 500여개 매장을 출점한 상태
- 3) BGF리테일(CU) 몽골 370개, 말레이시아 140개, 총 510개 GS리테일(GS) 몽골 254개, 베트남 214 개, 총 468개

### 백화점

- 1) 백화점 산업 매출(10~11월)은 전년대비 +2.1%
- 2) 10월 매출은 -2.6%, 11월 매출은 +6.8%
- 3) 구매단가는 전년대비 -0.3%, 구매건수는 전년대비 +2.4% 기록
- 4) 카테고리 매출 증감율 명품 -2.4%, 의류 +1.0%, 잡화 +2.4%, 가정용품 +9.0%, 식품 +4.4%

- 1) 2023년 주요 백화점 합산 매출 39.7조원(+1.7% yoy) 기록
- 2) 전체 비중에서 66% 차지하는 46개 점포는 역신장
- 3) 매출 순위: 1위 신세계 강남점: 3.1조원, 2위 롯데 잠실점: 2.8조원, 3위 롯데 본점: 2조129억원, 4위 신세계 센텀시티점: 2조51억원, 5위 현대 판교점: 1.6조원

# 유통 4분기 Preview

Top pick: GS리테일/ 차선후주: 호텔신라

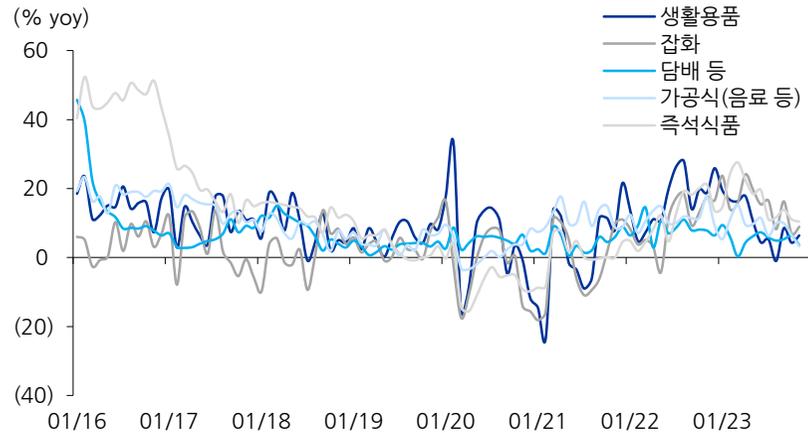
(원, 십억원, %)		GS리테일	호텔신라	BGF리테일	신세계	현대백화점
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		35,000	90,000	200,000	240,000	73,000
4Q23E	매출액	3,116.9	1,035.4	2,091.4	1,738.2	1,107.4
	영업이익	90.3	12.1	52.2	177.5	80.0
	영업이익률	2.9	1.2	2.5	10.2	7.2
2023E	매출액	11,865.1	3,666.2	8,246.0	6,375.0	4,179.6
	영업이익	360.8	121.6	254.3	611.4	287.4
	영업이익률	3.0	3.3	3.1	9.6	6.9

자료: 유진투자증권

# 1) 편의점

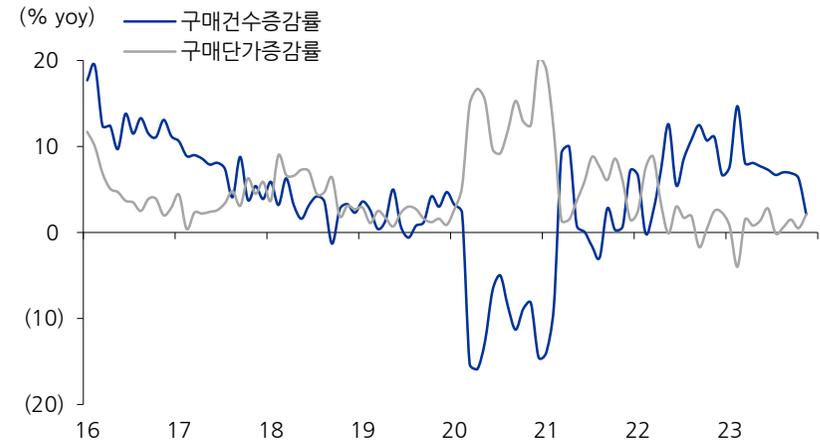
- 편의점 산업 매출(10~11월)은 전년대비 +5.5%, 10월 매출은 +6.8%, 11월 매출은 +4.2%을 기록
- 구매단가는 전년대비 +1.3%(4Q22 +1.7%), 구매건수는 전년대비 +4.2%(4Q22 +10.2%)를 기록
- 10~11월 카테고리별 누적 매출 증감율은 식품 소계 +5.9%, 비식품 소계 +5.1%를 시현
- 전통적 비수기로 추운 날씨로 인해 고객의 유입량이 줄고, 고마진 상품인 음료의 매출 비중이 줄어들음. 전년도 높았던 기저 부담(+11.4%)과 소비 위축 여파로 당분기는 다소 아쉬운 실적 예상. GS리테일과 BGF리테일의 동일점 성장률은 1%대 전망
- 2024년 커버리지 각 사의 연간 국내 점포 출점 계획은 약 800개를 예상. 2021~2022년의 출점 개수와 비슷한 수준. 매장수 800개 출점 기준 2024년 매출 성장률은 미드싱글 수준을 기대. 2023년 편의점 점포수는 전년대비 2,535개 증가한 56,735개를 예상

편의점 카테고리별 매출액 증감율 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

편의점 구매 건수, 구매단가 증감율 추이

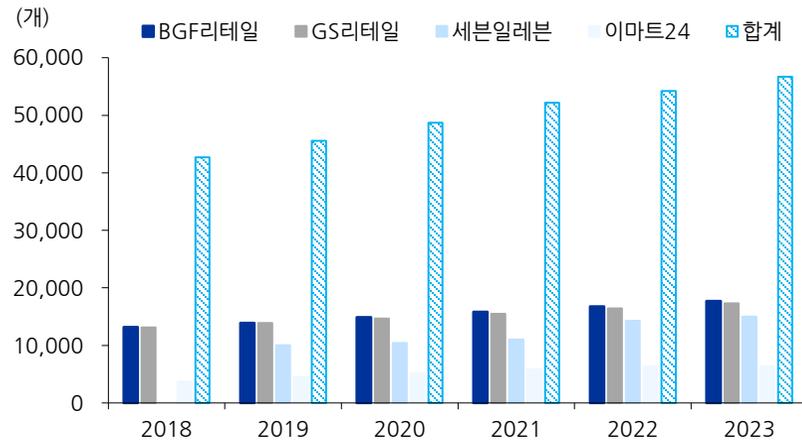


자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

# 1) 편의점 Issue

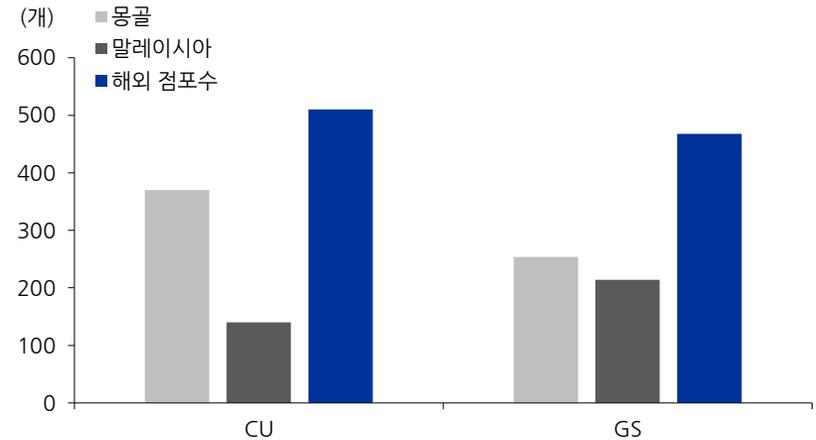
- 최근 이슈가 되는 해외 점포 확장은 연결 실적에 반영되기에는 아직 이른 시기. 해외 진출은 마스터프랜차이즈 계약 방식으로 현지 프랜차이즈로부터 로열티를 수취하는 구조. 해외 매장이 최소 1만개 정도는 되어야 일정 수준의 매출을 발생시킬 것으로 추정
- 각 사는 현재 약 3개국(몽골, 말레이시아, 베트남), 500여개 매장을 출점한 상태. 더 많은 국가로의 점포 확장을 계획 중. 해외 확장은 내수 편의점 시장의 저성장을 타개할 만한 중장기적 전략으로 긍정적이라는 판단
- BGF리테일의 CU는 몽골 370개, 말레이시아 140개로 총합 510개 점포를 보유
- GS리테일의 GS는 몽골 254개, 베트남 214개로 총합 468개 점포를 보유

편의점 국내 점포수



자료: 회사 자료, 유진투자증권

편의점 해외 점포수

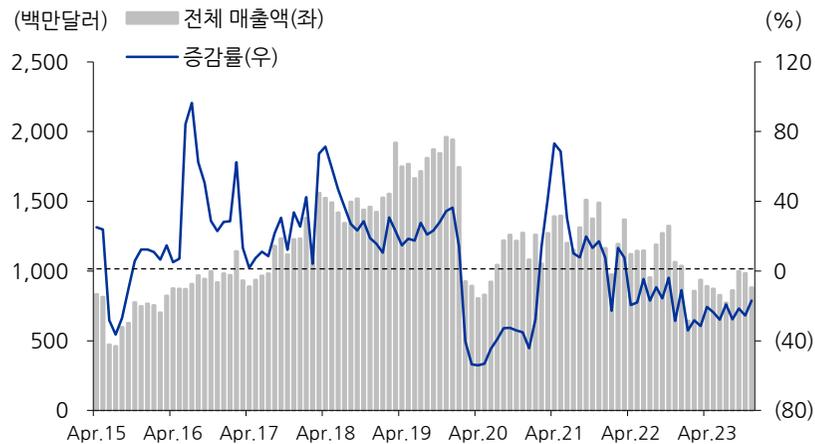


자료: 회사 자료, 유진투자증권

## 2) 면세점

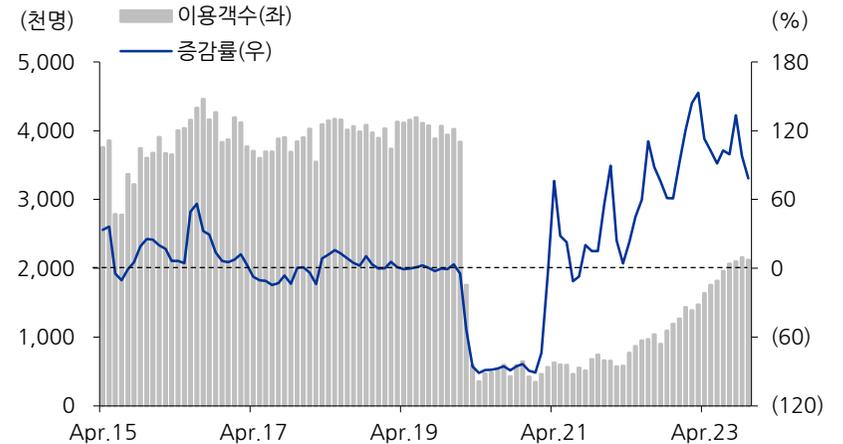
- 면세점 산업 매출(10~11월)은 전년대비 -21.7%, 10월 매출은 -25.5%, 11월 매출은 -17.0%을 기록
- 구매단가는 436달러로 전년대비 -54.8%를 기록. 시내 면세점 매출은 -29.3%, 출국장 면세점 매출은 +113.0%를 시현
- 비수기에 속하는 분기로 3분기부터 기대가 커졌던 중국 단체 관광객의 입국은 다소 요원해보임
- 기대감을 낮추고, 항공편 증편을 기대해봐야 할 것. 4분기 역시 호텔신라, 신세계, 현대백화점 모두 아쉬운 실적을 보일 것으로 전망

면세점 매출액 및 증감율 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

면세점 이용객 및 증감율 추이



자료: 한국관광공사, 유진투자증권

## 2) 면세점 Issue

- 중국인 단체 관광객이 늘어나기 위해서는 항공편의 증편, 비자 발급의 편리성이 수반되어야 함. 중국항공공사에서 항공편 증설에 대한 좋은 시그널을 내비침. 2024년 중국에서 출발하는 국제선을 전년대비 30% 증설하겠다고 밝혔음
- 외국인 관광객의 소비 패턴 자체에 변화가 발생하는 중. 전통적 외국인 판매 채널이던 사전 면세점 이용보다는 사후 면세 혜택을 활용하여 사후 면세점에 방문하는 소비 현상이 뚜렷해졌음
- 사전 면세점의 주요 제품인 중고가 화장품에 대한 수요는 줄어들고, 중저가 제품들을 다양한 채널 및 매장에서 구매 후 사후 소비세 환급 받는 형태로 바뀌고 있음

면세점 국내외 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

면세점 국내외 이용객 추이

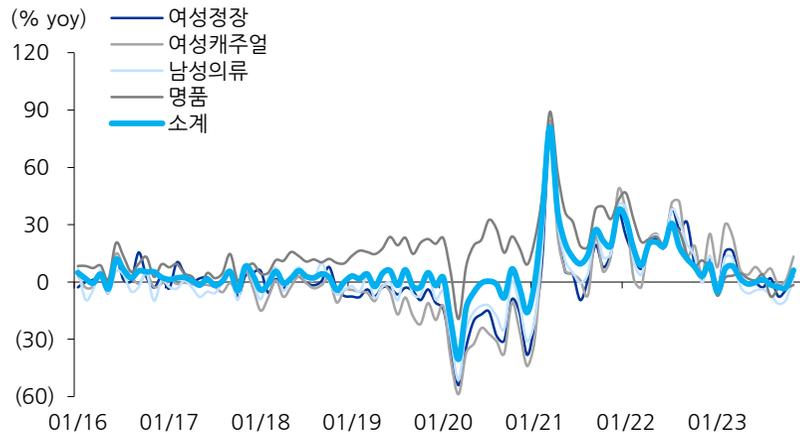


자료: 한국관광공사, 유진투자증권

### 3) 백화점

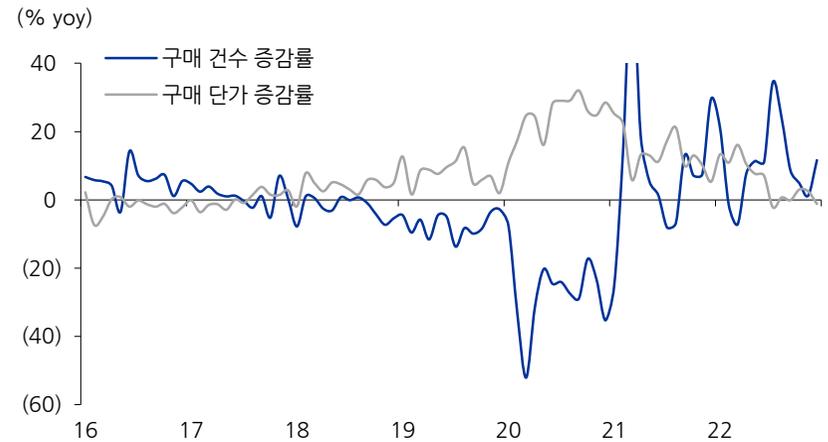
- 백화점 산업 매출(10~11월)은 전년대비 +2.1%, 10월 매출은 -2.6%, 11월 매출은 +6.8%을 기록
- 구매단가는 전년대비 -0.3%(4Q22 +1.4%), 구매건수는 전년대비 +2.4%(4Q22 +5.9%)를 기록
- 10~11월 카테고리별 누적 매출 증감율은 명품 -2.4%, 의류 +1.0%, 잡화 +2.4%, 가정용품 +9.0%, 식품 +4.4%를 시현
- 4분기는 가장 성수기지만, 올해 연초부터 지속된 소비 감소 영향을 직격탄이 되어 영업 특수를 누리지는 못 한 것으로 추정. 매출 기여도가 높은 명품 과 영업이익 기여도가 높은 의류 매출이 부진. 4분기 신세계백화점과 현대백화점의 백화점 매출액은 미드싱글 성장에 그칠 것

백화점 주요 카테고리별 매출액 증감율 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

백화점 구매 건수, 구매단가 증감율 추이

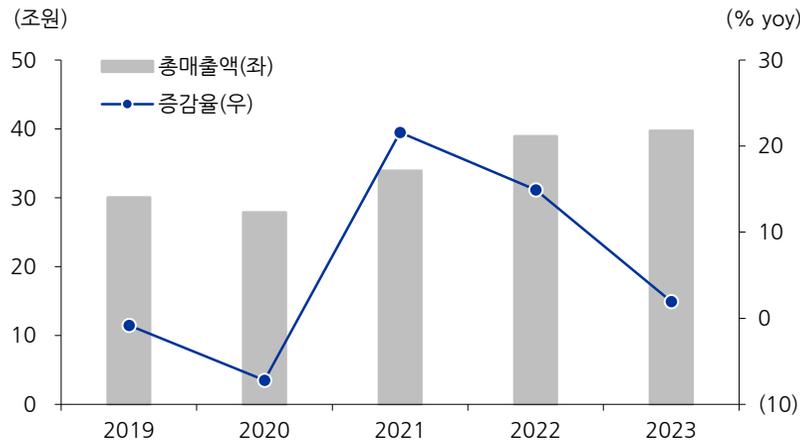


자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

### 3) 백화점 Issue

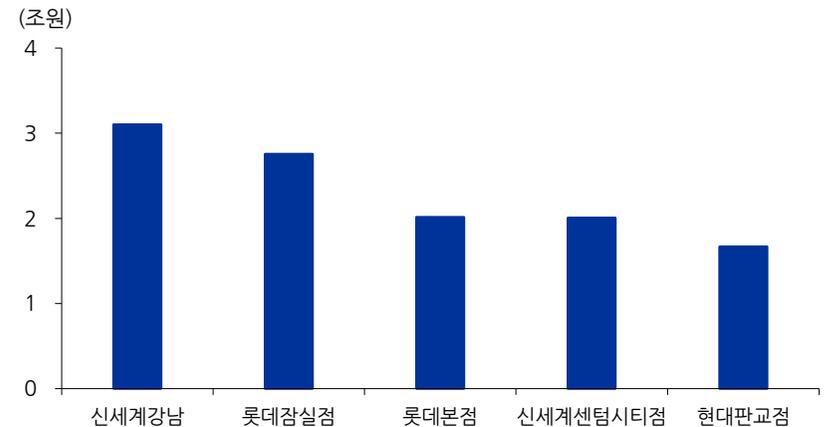
- 2023년 주요 백화점 70개 점포 합산 매출 39.7조원(+1.7% yoy) 기록. 전체 비중에서 66% 차지하는 46개 점포는 역신장
- 국내 5대 백화점에는 롯데, 신세계, 현대, 갤러리아, AK 포함됨
- 매출 순위: 1위 신세계 강남점: 3.1조원(+6.6%), 2위 롯데 잠실점: 2.8조원(+6.1%), 3위 롯데 본점: 2조129억원(+3.7%), 4위 신세계 센텀시티점: 2조51억원(+6.9%), 5위 현대 판교점: 1.6조원(+14.7%)
- 6위 신세계 대구점, 7위 현대 무역센터점, 8위 롯데 부산본점, 9위 현대 본점, 10위 신세계 본점, 11위 갤러리아 명품관, 12위 더현대서울

백화점 연간 합산 매출액 및 증감율 추이



자료: 언론 자료, 유진투자증권

백화점 주요 점포 매출 순위



자료: 언론 자료, 유진투자증권

# 유통 업종별 분기별 성장률 및 ASP 추이

(% yoy)	대형마트	백화점	편의점	SSM
1Q18	1.4	1.1	(0.1)	0.9
2Q18	(3.2)	2.3	0.9	0.3
3Q18	2.1	3.3	1.0	3.2
4Q18	(6.2)	(1.1)	0.7	1.4
1Q19	(2.5)	2.2	0.2	0.8
2Q19	(4.4)	5.1	0.5	(0.9)
3Q19	(7.9)	3.7	(1.5)	(3.8)
4Q19	(3.8)	4.8	1.3	(2.8)
1Q20	(5.2)	(17.0)	(2.3)	4.8
2Q20	(4.5)	(5.3)	(5.3)	(5.6)
3Q20	1.1	(1.6)	(3.0)	0.9
4Q20	1.1	(4.5)	(2.6)	(4.2)
1Q21	2.9	37.8	1.4	(11.4)
2Q21	0.1	22.1	7.4	(5.4)
3Q21	(3.8)	15.0	6.8	(6.2)
4Q21	(5.0)	25.3	8.2	(6.7)
1Q22	(3.4)	18.1	9.4	(1.7)
2Q22	0.4	19.1	10.7	(2.3)
3Q22	3.3	21.6	11.3	(1.1)
4Q22	5.7	7.3	11.4	4.7
1Q23	1.1	4.8	9.4	(0.8)
2Q23	1.8	0.9	9.5	5.7
3Q23	1.4	0.1	7.6	6.4
4Q23	(1.4)	2.1	5.5	3.7

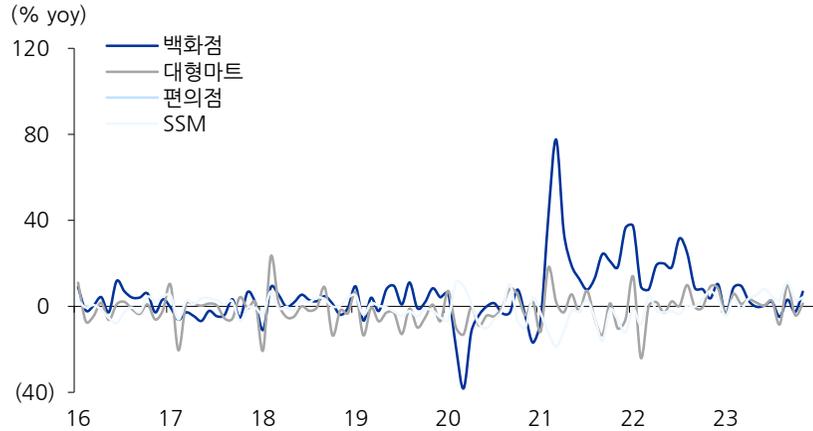
자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

	대형마트(원, 억원)		백화점(원, 억원)		편의점(원, 만원)		SSM(원, 억원)	
	인당 구매액	점당 매출액	인당 구매액	점당 매출액	인당 구매액	점당 매출액	인당 구매액	점당 매출액
1Q18	45,810	58.5	76,026	303.7	5,641	4,687	15,819	3.6
2Q18	42,593	53.5	70,969	307.7	5,398	5,268	14,696	3.7
3Q18	48,440	63.6	68,162	299.9	5,504	5,554	15,774	4.0
4Q18	46,366	54.9	84,263	343.7	5,568	5,073	15,349	3.5
1Q19	48,857	56.5	83,419	314.2	5,760	4,724	16,411	3.7
2Q19	44,556	50.3	77,831	320.8	5,489	5,293	14,957	3.8
3Q19	48,002	57.4	75,679	313.8	5,586	5,469	15,536	3.9
4Q19	46,926	52.0	86,202	368.0	5,636	5,052	15,625	3.6
1Q20	52,562	52.1	98,326	271.5	6,197	4,607	16,980	3.9
2Q20	50,182	47.9	100,750	302.9	6,260	5,017	15,553	3.5
3Q20	53,824	57.0	102,026	306.6	6,353	5,303	16,310	3.9
4Q20	51,682	51.5	116,069	352.8	6,493	4,917	15,987	3.5
1Q21	57,030	53.2	115,621	364.1	6,914	4,626	16,951	3.7
2Q21	51,209	49.6	113,273	365.5	6,489	5,069	15,825	3.6
3Q21	57,463	55.0	119,260	342.3	6,831	5,328	16,970	3.8
4Q21	54,176	50.3	128,265	422.4	6,838	5,002	16,312	2.9
1Q22	57,361	52.9	133,268	385.2	7,279	4,733	17,622	3.6
2Q22	53,628	50.5	122,131	427.6	6,630	5,252	16,605	3.5
3Q22	57,754	57.6	118,685	408.6	6,876	5,504	17,542	3.8
4Q22	55,424	53.2	130,155	453.4	6,951	5,129	17,561	3.6
1Q23	56,077	52.7	127,861	423.6	7,100	4,771	16,956	1.1
2Q23	49,653	46.9	122,840	426.5	6,689	5,342	15,909	3.6
3Q23	51,053	52.0	114,918	410.9	6,992	5,570	16,611	3.8
4Q23	48,740	46.4	128,261	454.0	6,897	5,257	15,857	3.4

자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

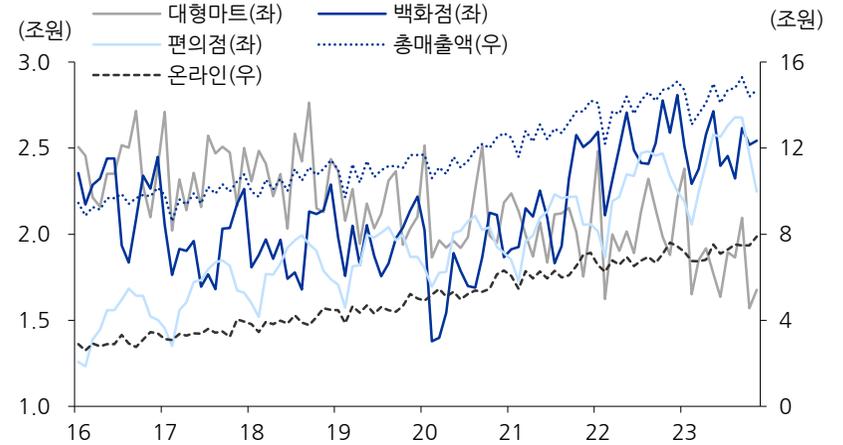
# CHART: 유통 채널

## 유통 채널별 매출 증감을 추이



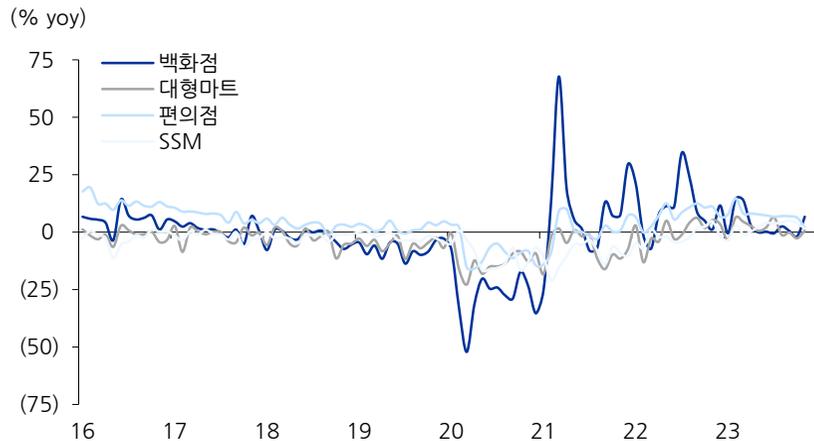
자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

## 유통 채널별 총매출액 추이



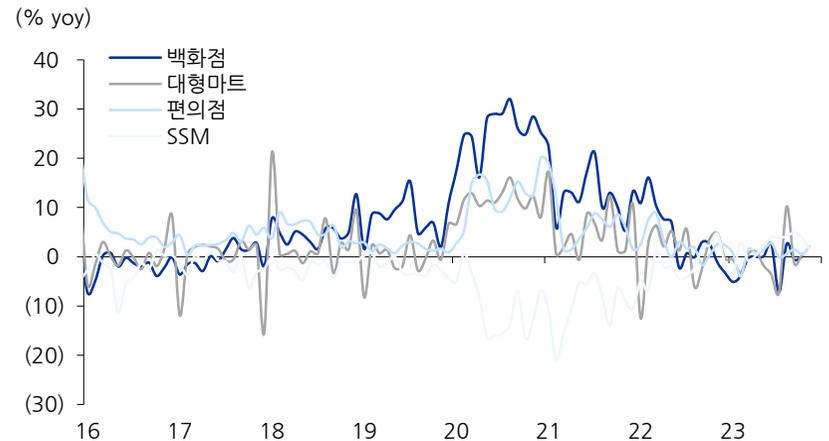
자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

## 유통 채널별 구매 건수 증감을 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

## 유통 채널별 구매단가 증감을 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

# 면세점 관련 CHART

## 면세점 이용객수 증감을 추이

사업자	사업권	사업권 제품 카테고리	객당임대료 (원)	2024년 인천공항 출발 여객수 추정(명)	2024년 임차료 추정 (십억원)	합산 임차료 추정 (십억원)
호텔신라	DF1	향수·화장품/주류·담배	8,987	30,000,000	269.61	540.21
	DF3	패션·액세서리·부티크	2,530	30,000,000	270.60	
신세계	DF2	향수·화장품/주류·담배	9,020	30,000,000	75.90	346.50
	DF4	패션·액세서리·부티크	2,506	30,000,000	75.18	
현대백화점	DF5	부티크	1,109	30,000,000	33.27	33.27

자료: 인천공항공사, 유진투자증권/주: 각 사의 공항 면세점 100% 운영되는 2024년 연말 가정

## 시내 면세점 고객수 및 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

## 출국장 면세점 고객수 및 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

---

02

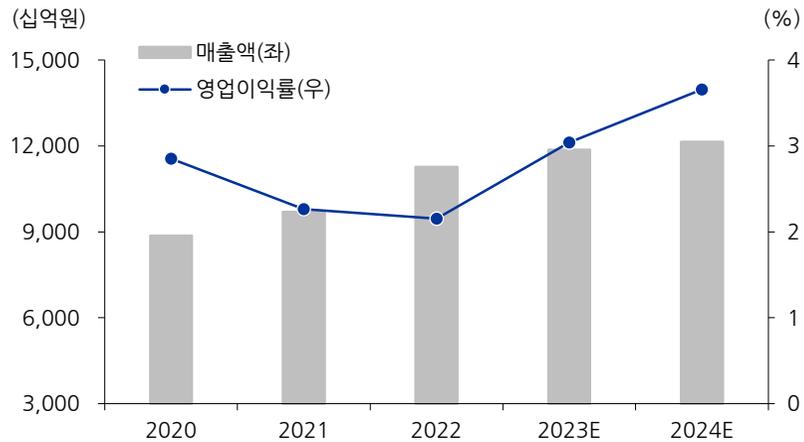
# 기업분석

4Q23 Preview

# GS리테일 TP: 35,000원 유지

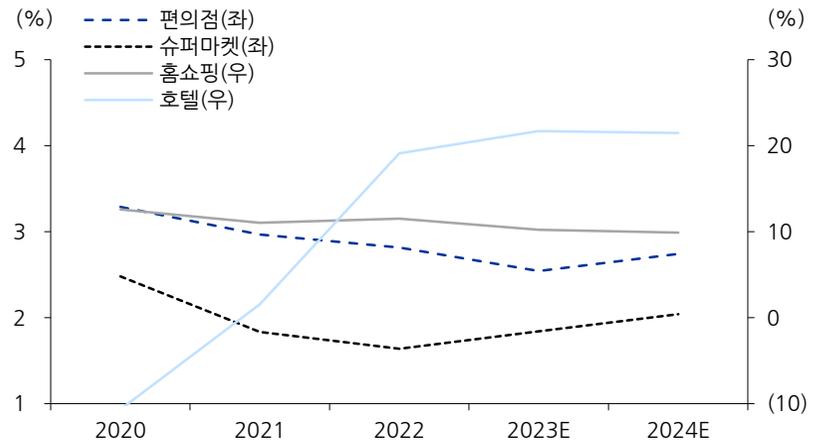
- 4Q23E 매출액 3.12조원(+7.9%, 이하 yoy), 영업이익 903억원(+5.8%) 전망
- 2023E 매출액 11.87조원(+5.4%, 이하 yoy), 영업이익 3,608억원(+48.7%) 전망
- 편의점: 전년 높은 베이스 부담 영향으로 동일점 매출 신장폭은 크지 않겠으나 비용 절감에 따라 영업이익은 증익 가능할 것
- 슈퍼: 가맹점이 늘어난 효과로 미드싱글 수준의 매출 성장을 보일 것. 이에 임차료, 감가상각비도 증가하지만 여전히 흑자 기조 예상
- 프레쉬물: 영업 중단에 따른 비용 인식 예상되지만 전년도 연간 적자 및 저효율 사업 해소에 따른 본업 경쟁력 강화 기대
- 개발: 태영건설 워크아웃 이슈 영향으로 진행 중인 프로젝트에 대한 실사 중. 위험 프로젝트에 대해 인식했던 비용 대손상각처리 가능성 존재

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

사업부 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

# GS리테일 분기별 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2,141.9	2,210.7	2,348.8	2,160.9	2,100.1	2,285.6	2,725.4	2,579.5	2,598.5	2,816.9	2,956.0	2,888.5	2,700.2	2,957.8	3,090.2	3,116.9	8,862.3	9,690.7	11,259.8	11,865.1	12,140.7
편의점	1,602.8	1,762.9	1,878.6	1,727.2	1,647.9	1,816.0	1,925.2	1,822.2	1,755.7	1,953.2	2,083.2	1,987.9	1,866.7	2,091.9	2,220.9	2,114.3	6,971.5	7,211.3	7,780.1	8,293.8	8,692.2
슈퍼마켓	345.1	314.6	329.4	284.7	298.5	297.4	326.4	292.2	317.1	313.2	352.8	339.3	341.3	357.4	390.3	365.9	1,273.8	1,214.5	1,322.5	1,454.9	1,527.2
호텔	45.3	36.0	40.5	44.2	45.2	52.6	49.4	68.9	61.4	81.8	104.4	121.8	97.3	123.6	125.9	128.6	166.0	216.1	369.4	475.4	534.4
홈쇼핑	308.0	314.0	295.2	328.5	307.0	310.0	293.1	326.6	302.1	327.4	289.4	320.5	290.1	286.3	259.8	294.9	1,245.7	1,236.7	1,239.3	1,131.1	1,027.5
기타	148.7	97.2	100.3	104.8	108.5	119.6	131.3	69.6	162.2	141.2	126.1	119.0	104.8	98.6	93.3	107.1	451.0	429.1	548.5	403.8	359.4
매출총이익	482.4	447.3	485.7	415.8	414.8	450.5	695.7	636.2	669.6	718.3	757.7	741.6	690.7	755.3	789.6	797.5	1,831.3	2,197.1	2,887.3	3,033.0	3,127.8
GPM(%)	22.5	20.2	20.7	19.2	19.7	19.7	25.5	24.7	25.8	25.5	25.6	25.7	25.6	25.5	25.6	25.6	20.7	22.7	25.6	25.6	25.8
영업이익	88.8	59.2	79.0	25.7	37.5	42.8	102.5	36.7	22.2	47.4	87.6	85.3	46.6	97.2	126.8	90.3	252.6	219.5	242.6	360.8	443.8
OPM(%)	4.1	2.7	3.4	1.2	1.8	1.9	3.8	1.4	0.9	1.7	3.0	3.0	1.7	3.3	4.1	2.9	2.8	2.3	2.2	3.0	3.7
편의점	40.6	70.2	81.0	37.4	41.8	66.3	74.3	31.6	34.0	66.9	75.0	43.2	22.7	65.2	78.0	44.9	229.2	214.0	219.1	210.8	238.3
OPM(%)	2.5	4.0	4.3	2.2	2.5	3.7	3.9	1.7	1.9	3.4	3.6	2.2	1.2	3.1	3.5	2.1	3.3	3.0	2.8	2.5	2.7
슈퍼마켓	16.4	9.2	15.4	(9.4)	11.1	3.1	13.8	(5.7)	8.2	0.3	9.2	4.0	4.3	4.4	13.2	4.9	31.6	22.3	21.7	26.8	31.2
OPM(%)	4.8	2.9	4.7	(3.3)	3.7	1.0	4.2	(2.0)	2.6	0.1	2.6	1.2	1.3	1.2	3.4	1.3	2.5	1.8	1.6	1.8	2.0
호텔	(0.7)	(11.8)	(1.8)	(3.4)	0.1	(7.5)	0.3	10.5	8.8	8.2	23.1	30.5	21.4	21.9	32.9	26.8	(17.7)	3.4	70.6	103.0	114.8
OPM(%)	(1.5)	(32.8)	(4.4)	(7.7)	0.2	(14.3)	0.6	15.2	14.3	10.0	22.2	25.0	22.0	17.7	26.1	20.9	(10.7)	1.6	19.1	21.7	21.5
홈쇼핑	31.4	41.5	37.9	46.1	37.7	31.7	27.9	39.2	25.9	32.1	26.2	58.4	31.6	27.3	21.3	35.3	156.9	136.5	142.6	115.5	101.8
OPM(%)	10.2	13.2	12.8	14.0	12.3	10.2	9.5	12.0	8.6	9.8	9.1	18.2	10.9	9.5	8.2	12.0	12.6	11.0	11.5	10.2	9.9
기타	32.5	(8.4)	(15.6)	1.1	(15.5)	(19.1)	(13.8)	(38.9)	(54.7)	(60.1)	(45.9)	(50.8)	(33.4)	(21.6)	(18.6)	(21.6)	9.5	(87.3)	(211.5)	(95.3)	(42.2)
지배순이익	54.9	39.3	67.6	6.7	36.2	29.7	758.9	(9.7)	9.4	49.9	40.7	(59.6)	16.6	52.2	68.3	29.7	168.4	815.2	40.4	166.8	239.2
NPM(%)	2.6	1.8	2.9	0.3	1.7	1.3	27.8	(0.4)	0.4	1.8	1.4	(2.1)	0.6	1.8	2.2	1.0	1.9	8.4	0.4	1.4	2.0
< % yoy >																					
매출액	2.8	(4.2)	(1.1)	(3.6)	(1.9)	3.4	16.0	19.4	23.7	23.2	8.5	12.0	3.9	5.0	4.5	7.9	(1.6)	9.3	16.2	5.4	2.3
편의점	2.9	0.3	3.3	0.2	2.8	3.0	2.5	5.5	6.5	7.6	8.2	9.1	6.3	7.1	6.6	6.4	1.7	3.4	7.9	6.6	4.8
슈퍼마켓	(8.2)	(18.2)	(15.4)	(12.5)	(13.5)	(5.5)	(0.9)	2.6	6.2	5.3	8.1	16.1	7.6	14.1	10.6	7.8	(13.7)	(4.7)	8.9	10.0	5.0
호텔	(32.9)	(53.0)	(45.7)	(49.1)	(0.2)	46.1	22.0	55.9	35.8	55.5	111.4	76.8	58.5	51.1	20.6	5.6	(45.7)	30.2	71.0	28.7	12.4
홈쇼핑	8.5	(1.1)	2.3	(3.5)	(0.3)	(1.3)	(0.7)	(0.6)	(1.6)	5.6	(1.3)	(1.9)	(4.0)	(12.5)	(10.2)	(8.0)	1.2	(0.7)	0.2	(8.7)	(9.2)
기타	80.3	9.9	6.8	0.1	(27.0)	23.0	31.0	(33.6)	49.4	18.1	(4.0)	70.9	(35.3)	(30.2)	(26.0)	(10.0)	22.1	(4.9)	27.8	(26.4)	(11.0)
영업이익	314.7	(23.2)	(12.8)	(48.5)	(57.7)	(27.7)	29.8	43.1	(40.8)	10.8	(14.5)	132.2	109.7	104.9	44.6	5.8	5.7	(13.1)	10.5	48.7	23.0
지배순이익	624.1	(25.5)	2.9	(6.6)	(33.9)	(24.2)	1,022.4	적전	(74.0)	67.6	(94.6)	적지	76.3	4.8	67.8	흑전	26.5	384.0	(95.0)	312.6	43.3

자료: 유진투자증권

# GS리테일(007070.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	9,456.0	9,832.4	10,070.7	10,301.5	10,583.5
유동자산	1,183.9	1,366.1	1,750.8	2,024.2	2,427.2
현금성자산	375.3	479.3	1,025.7	1,289.6	1,669.8
매출채권	343.4	478.2	357.6	365.9	379.5
재고자산	193.0	227.0	195.0	199.6	207.0
비유동자산	8,272.0	8,466.3	8,319.9	8,277.3	8,156.3
투자자산	5,259.2	5,443.8	5,673.1	5,772.1	5,934.9
유형자산	2,734.7	2,767.4	2,435.6	2,328.4	2,071.0
기타	278.2	255.1	211.1	176.8	150.4
<b>부채총계</b>	5,041.6	5,412.4	5,678.8	5,717.6	5,771.2
유동부채	2,055.2	2,173.6	2,435.3	2,469.3	2,518.0
매입채무	1,063.2	1,201.2	1,462.8	1,496.8	1,552.7
유동성이자부채	741.9	830.0	830.0	830.0	830.0
기타	250.1	142.4	142.4	142.4	135.3
비유동부채	2,986.4	3,238.8	3,243.5	3,248.3	3,253.2
비유동이자부채	2,264.5	2,528.2	2,528.2	2,528.2	2,528.2
기타	721.9	710.6	715.3	720.1	725.0
<b>자본총계</b>	4,414.4	4,420.0	4,391.9	4,583.9	4,812.3
지배지분	4,069.0	4,049.1	4,021.0	4,213.1	4,441.4
자본금	104.7	104.7	104.7	104.7	104.7
자본잉여금	1,205.5	1,209.0	1,209.0	1,209.0	1,209.0
이익잉여금	2,853.1	2,809.1	2,932.0	3,124.0	3,352.4
기타	(94.3)	(73.7)	(224.7)	(224.7)	(224.7)
비지배지분	345.4	370.9	370.9	370.9	370.9
<b>자본총계</b>	4,414.4	4,420.0	4,391.9	4,583.9	4,812.3
총차입금	3,006.4	3,358.2	3,358.2	3,358.2	3,358.2
순차입금	2,631.2	2,878.9	2,332.6	2,068.6	1,688.4

현금흐름표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	714.9	712.5	1,066.6	980.3	874.4
당기순이익	801.3	47.6	174.2	249.7	293.2
자산상각비	681.9	695.7	798.5	757.3	671.9
기타비현금성손익	(786.2)	113.1	(371.0)	(95.0)	(162.4)
운전자본증감	(81.3)	(138.6)	423.3	24.6	26.0
매출채권감소(증가)	(19.7)	(122.3)	120.6	(8.3)	(13.7)
재고자산감소(증가)	38.5	(33.6)	31.9	(4.5)	(7.5)
매입채무증가(감소)	(34.2)	30.1	261.7	34.0	55.9
기타	(65.9)	(12.8)	9.1	3.5	(8.8)
<b>투자현금</b>	(277.4)	19.8	(475.7)	(669.2)	(441.9)
단기투자자산감소	155.4	46.8	(23.5)	(22.5)	(21.3)
장기투자증권감소	(365.1)	(3.4)	(29.5)	(31.0)	(32.5)
설비투자	(379.7)	(360.3)	(415.3)	(607.0)	(377.8)
유형자산처분	32.9	11.1	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(10.1)	(5.5)	(7.4)	(8.7)	(10.2)
<b>재무현금</b>	(383.1)	(433.2)	(44.6)	(47.1)	(52.4)
차입금증가	(425.8)	(326.9)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(69.2)	(122.6)	(44.6)	(47.1)	(52.4)
배당금지급	69.3	122.6	43.9	47.1	52.4
<b>현금 증감</b>	54.5	299.1	546.3	263.9	380.2
기초현금	36.8	91.4	390.5	936.8	1,200.8
기말현금	91.4	390.5	936.8	1,200.8	1,581.0
Gross Cash flow	929.9	971.3	643.4	955.7	848.5
Gross Investment	514.2	165.6	29.0	622.1	394.6
<b>Free Cash Flow</b>	415.7	805.7	614.4	333.5	453.9

자료: 유진투자증권

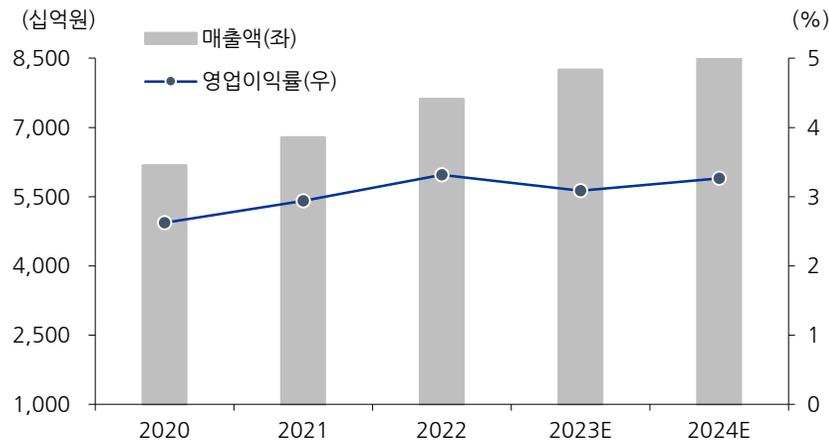
손익계산서 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	9,690.7	11,226.4	11,865.1	12,140.7	12,594.2
증가율(%)	9.3	15.8	5.7	2.3	3.7
<b>매출원가</b>	7,493.5	8,357.0	8,832.1	9,013.0	9,337.0
<b>매출총이익</b>	2,197.1	2,869.5	3,033.0	3,127.8	3,257.2
판매 및 일반관리비	1,977.6	2,624.3	2,672.2	2,683.9	2,759.0
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	219.5	245.1	360.8	443.8	498.2
증가율(%)	(13.1)	11.7	47.2	23.0	12.2
<b>EBITDA</b>	901.4	940.8	1,159.3	1,201.1	1,170.0
증가율(%)	(2.1)	4.4	23.2	3.6	(2.6)
<b>영업외손익</b>	695.7	(139.8)	(124.8)	(123.6)	(122.3)
이자수익	57.6	44.2	57.1	58.3	59.4
이자비용	61.2	83.4	68.1	67.9	70.1
지분법손익	14.6	4.9	(29.5)	(31.0)	(32.5)
기타영업손익	684.7	(105.4)	(84.3)	(83.0)	(79.2)
<b>세전순이익</b>	915.3	75.1	236.0	320.2	375.8
증가율(%)	355.6	(91.8)	214.4	35.6	17.4
법인세비용	102.8	31.1	61.8	70.4	82.7
<b>당기순이익</b>	801.3	47.6	174.2	249.7	293.2
증가율(%)	418.6	(94.1)	265.9	43.3	17.4
지배주주지분	815.2	40.4	166.8	239.2	280.7
증가율(%)	384.0	(95.0)	312.6	43.3	17.4
비지배지분	(13.9)	7.2	7.4	10.6	12.4
<b>EPS(원)</b>	7,785	386	1,593	2,284	2,681
증가율(%)	255.9	(95.0)	312.6	43.3	17.4
<b>수정EPS(원)</b>	7,785	386	1,593	2,284	2,681
증가율(%)	255.9	(95.0)	312.6	43.3	17.4

주요투자지표	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	7,785	386	1,593	2,284	2,681
BPS	38,857	38,667	38,399	40,232	42,413
DPS	1,200	430	450	500	600
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	3.9	72.9	14.7	10.2	8.7
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/ EBITDA	6.5	6.2	4.1	3.8	3.5
배당수익률	3.9	1.5	1.9	2.1	2.6
PCR	3.4	3.0	3.8	2.6	2.9
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	2.3	2.2	3.0	3.7	4.0
EBITDA이익률	9.3	8.4	9.8	9.9	9.3
순이익률	8.3	0.4	1.5	2.1	2.3
ROE	25.6	1.0	4.1	5.8	6.5
ROIC	3.7	2.5	4.8	6.6	7.5
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	59.6	65.1	53.1	45.1	35.1
유동비율	57.6	62.8	71.9	82.0	96.4
이자보상배율	3.6	2.9	5.3	6.5	7.1
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율	31.1	27.3	28.4	33.6	33.8
재고자산회전율	50.8	53.5	56.2	61.5	61.9
매입채무회전율	10.1	9.9	8.9	8.2	8.3

# BGF리테일 TP: 200,000원 유지

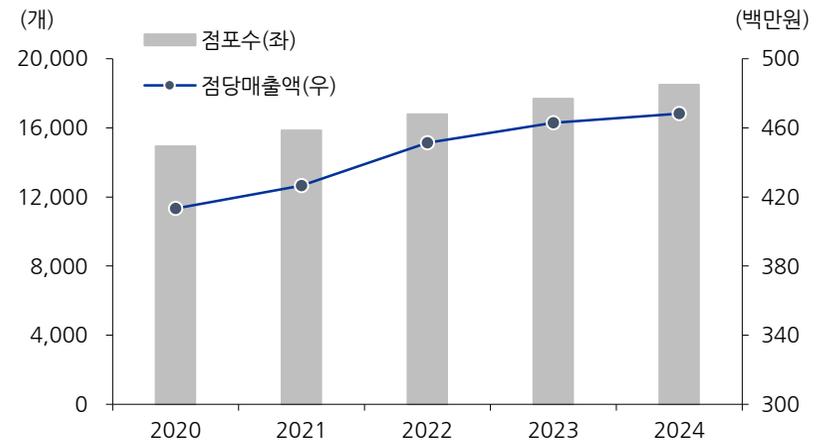
- 4Q23E 매출액 2.09조원(7.3%, 이하 yoy), 영업이익 522억원(-0.2%) 전망
- 2023E 매출액 8.25조원(8.3%, 이하 yoy), 영업이익 2,543억원(0.8%) 전망
- 편의점: 전년 높은 베이스와 낮은 기온 영향으로 동일점 매출 신장폭은 높지 않을 것. 영업이익은 전년대비 소폭 감소한 것으로 추정
- 자회사(로지스틱스, 푸드, 휴먼넛): 매출액과 영업이익 모두 올해 연초부터 안정권 진입하며 당분기도 전분기와 비슷한 수준의 이익률 예상

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

편의점 점포수, 점당매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

# BGF리테일 분기별 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1,393.1	1,549.2	1,682.7	1,556.3	1,501.2	1,700.4	1,836.6	1,743.0	1,692.2	1,918.6	2,055.7	1,949.2	1,849.6	2,098.2	2,206.8	2,091.4	6,181.3	6,781.2	7,615.8	8,246.0	8,713.8
편의점	1,392.1	1,546.6	1,677.5	1,551.6	1,497.7	1,695.6	1,832.1	1,736.7	1,686.6	1,909.3	2,043.6	1,938.3	1,838.4	2,081.8	2,187.5	2,079.0	6,167.8	6,762.1	7,577.8	8,186.7	8,656.8
기타	1.0	2.6	5.2	4.7	3.5	4.8	4.5	6.3	5.6	9.3	12.1	10.9	11.2	16.4	19.3	12.5	13.5	19.1	38.0	59.4	57.0
점포수	14,139	14,400	14,662	14,923	15,156	15,389	15,622	15,855	16,055	16,255	16,505	16,787	16,987	17,187	17,437	17,687	14,923	15,855	16,787	17,687	18,487
점당매출액	98.5	107.4	114.4	104.0	98.8	110.2	117.3	109.5	105.1	117.5	123.8	115.5	108.2	121.1	125.5	117.5	413.3	426.5	451.4	462.9	468.3
매출총이익	233.9	263.6	292.7	261.5	251.6	300.4	320.1	304.9	298.4	351.0	387.2	349.6	335.0	396.9	416.3	370.4	1,051.8	1,177.1	1,386.2	1,518.6	1,611.6
GPM(%)	16.8	17.0	17.4	16.8	16.8	17.7	17.4	17.5	17.6	18.3	18.8	17.9	18.1	18.9	18.9	17.7	17.0	17.4	18.2	18.4	18.5
판관비	215.5	219.1	229.1	225.9	230.0	241.8	250.6	255.2	260.6	280.2	295.7	297.3	298.0	318.8	329.3	318.2	889.6	977.7	1,133.8	1,264.3	1,327.3
판관비율(%)	15.5	14.1	13.6	14.5	15.3	14.2	13.6	14.6	15.4	14.6	14.4	15.3	16.1	15.2	14.9	15.2	14.4	14.4	14.9	15.3	15.2
영업이익	18.5	44.6	63.6	35.6	21.6	58.6	69.5	49.7	37.8	70.8	91.6	52.3	37.0	78.1	87.0	52.2	162.2	199.4	252.4	254.3	284.3
OPM(%)	1.3	2.9	3.8	2.3	1.4	3.4	3.8	2.8	2.2	3.7	4.5	2.7	2.0	3.7	3.9	2.5	2.6	2.9	3.3	3.1	3.3
지배순이익	12.0	33.0	51.5	26.2	15.9	46.8	49.3	35.7	26.0	57.4	69.3	40.9	27.7	59.5	70.0	39.3	122.7	147.6	193.5	196.6	198.7
NPM(%)	0.9	2.1	3.1	1.7	1.1	2.8	2.7	2.0	1.5	3.0	3.4	2.1	1.5	2.8	3.2	1.9	2.0	2.2	2.5	2.4	2.3
< % yoy >																					
매출액	3.2	2.2	6.3	4.0	7.8	9.8	9.1	12.0	12.7	12.8	11.9	11.8	9.3	9.4	7.3	7.3	4.0	9.7	12.3	8.3	5.7
편의점	3.2	2.0	6.1	3.7	7.6	9.6	9.2	11.9	12.6	12.6	11.5	11.6	9.0	9.0	7.0	7.3	3.8	9.6	12.1	8.0	5.7
기타	126.5	531.3	400.2	493.0	271.4	84.7	(14.7)	33.6	59.1	92.7	172.0	75.0	98.5	77.0	59.3	13.9	404.8	41.5	99.2	56.3	(4.0)
점포수	6.0	6.4	7.2	7.5	7.2	6.9	6.6	6.2	5.9	5.6	5.7	5.9	5.8	5.7	5.6	5.4	7.5	6.2	5.9	5.4	4.5
점당매출액	(2.6)	(4.2)	(1.0)	(3.6)	0.4	2.6	2.5	5.4	6.3	6.6	5.6	5.4	3.0	3.1	1.3	1.8	(3.5)	3.2	5.8	2.5	1.2
영업이익	(29.8)	(26.9)	(1.9)	(20.1)	17.1	31.6	9.2	39.7	74.5	20.7	31.7	5.3	(2.0)	10.3	(4.9)	(0.2)	(17.5)	23.0	26.6	0.8	11.8
지배순이익	(42.7)	(28.1)	2.6	(23.7)	32.2	41.6	(4.2)	36.3	63.7	22.6	40.5	14.6	6.6	3.7	1.1	(3.9)	(18.9)	20.3	31.1	1.6	1.1

자료: 유진투자증권

# BGF리테일(282330.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	2,596.4	2,946.2	3,064.1	3,232.8	3,412.6
유동자산	808.3	889.9	1,015.9	1,212.2	1,370.0
현금성자산	567.9	564.7	688.3	867.1	1,010.3
매출채권	117.3	179.7	180.7	191.0	199.6
재고자산	108.5	124.8	126.3	133.5	139.5
비유동자산	1,788.0	2,056.3	2,048.2	2,020.6	2,042.6
투자자산	1,140.0	1,328.2	1,438.1	1,519.7	1,588.6
유형자산	614.1	690.5	571.6	453.6	385.9
기타	34.0	37.7	38.5	47.3	68.2
<b>부채총계</b>	1,787.1	1,983.6	1,978.7	2,021.3	2,057.4
유동부채	1,016.5	1,102.2	1,097.0	1,139.3	1,175.0
매입채무	676.1	730.8	745.5	787.8	823.5
유동성이자부채	288.0	306.5	286.5	286.5	286.5
기타	52.3	65.0	65.0	65.0	65.0
비유동부채	770.6	881.4	881.7	882.0	882.4
비유동이자부채	747.3	847.5	847.5	847.5	847.5
기타	23.3	33.9	34.2	34.6	34.9
<b>자본총계</b>	809.3	962.6	1,085.4	1,211.5	1,355.2
자배지분	809.3	962.6	1,085.4	1,211.5	1,355.2
자본금	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3
자본잉여금	321.6	321.6	321.6	321.6	321.6
이익잉여금	445.7	600.1	725.8	851.9	995.6
기타	24.7	23.6	20.7	20.7	20.7
비자배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	809.3	962.6	1,085.4	1,211.5	1,355.2
총차입금	1,035.3	1,154.0	1,134.0	1,134.0	1,134.0
순차입금	467.4	589.2	445.7	266.8	123.7
<b>현금흐름표 (단위:십억원)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>영업현금</b>	538.1	630.4	462.2	441.1	435.0
당기순이익	147.6	193.5	186.0	197.7	218.7
자산상각비	382.4	421.0	374.5	303.6	268.9
기타비현금성손익	66.8	77.0	(163.4)	(130.6)	(121.5)
운전자본증감	(17.7)	(8.8)	12.3	24.9	21.0
매출채권감소(증가)	(19.4)	(52.4)	(1.0)	(10.3)	(8.7)
재고자산감소(증가)	13.1	(16.4)	(1.5)	(7.2)	(6.1)
매입채무증가(감소)	(67.0)	15.7	14.7	42.3	35.7
기타	55.6	44.2	0.0	0.0	0.0
<b>투자현금</b>	(239.1)	(98.5)	(247.8)	(189.7)	(215.9)
단기투자자산감소	86.9	246.0	11.0	7.0	8.2
장기투자증권감소	(8.0)	(0.1)	(2.3)	(2.2)	(2.0)
설비투자	(162.1)	(222.6)	(241.0)	(167.5)	(175.1)
유형자산처분	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(4.9)	(8.6)	(15.5)	(26.9)	(46.9)
<b>재무현금</b>	(268.6)	(317.6)	(90.8)	(72.6)	(76.0)
차입금증가	(227.2)	(265.8)	(20.0)	0.0	0.0
자본증가	(41.5)	(51.8)	(70.8)	(72.6)	(76.0)
배당금지급	41.5	51.8	70.8	72.6	76.0
<b>현금 증감</b>	30.4	214.2	123.5	178.9	143.1
기초현금	24.0	54.4	268.6	392.1	571.0
기말현금	54.4	268.6	392.1	571.0	714.1
Gross Cash flow	596.8	691.6	449.9	416.3	414.0
Gross Investment	343.7	353.3	246.5	171.8	203.0
Free Cash Flow	253.1	338.3	203.4	244.4	211.0

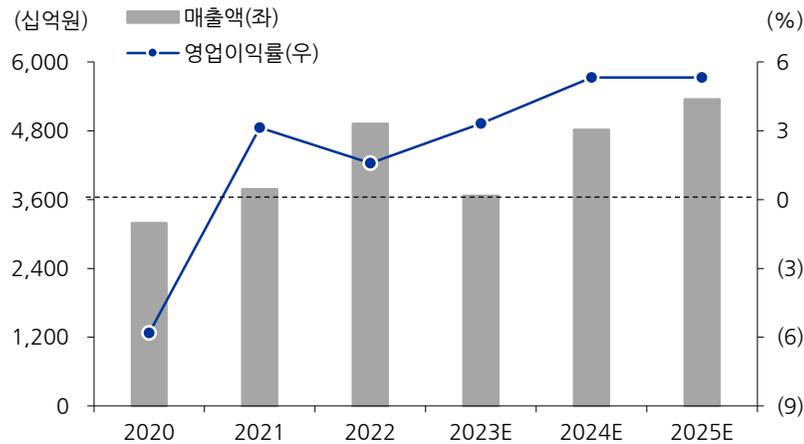
자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	6,781.2	7,615.8	8,246.0	8,713.8	9,108.8
증가율(%)	9.7	12.3	8.3	5.7	4.5
매출원가	5,604.1	6,229.6	6,727.4	7,102.3	7,418.7
<b>매출총이익</b>	1,177.1	1,386.2	1,518.6	1,611.6	1,690.2
판매 및 일반관리비	977.7	1,133.8	1,264.3	1,327.3	1,378.3
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	199.4	252.4	254.3	284.3	311.8
증가율(%)	23.0	26.6	0.8	11.8	9.7
<b>EBITDA</b>	581.8	673.4	628.8	587.9	580.7
증가율(%)	13.0	15.7	(6.6)	(6.5)	(1.2)
<b>영업외손익</b>	(6.9)	3.5	5.3	(0.5)	2.2
이자수익	9.6	13.9	23.4	23.2	20.2
이자비용	18.7	28.3	29.7	31.2	29.8
지분법손익	0.0	0.0	(0.4)	(0.8)	(0.8)
기타영업외손익	2.2	18.0	12.0	8.4	12.6
<b>세전순이익</b>	192.5	254.1	259.6	283.8	314.0
증가율(%)	18.0	32.0	2.2	9.3	10.6
법인세비용	44.9	60.5	73.6	86.1	95.3
<b>당기순이익</b>	147.6	193.5	186.0	197.7	218.7
증가율(%)	20.3	31.1	(3.9)	6.3	10.6
지배주주지분	147.6	193.5	196.6	198.7	219.8
증가율(%)	20.3	31.1	1.6	1.1	10.6
비지배지분	0.0	0.0	(10.5)	(1.0)	(1.1)
<b>EPS(원)</b>	8,542	11,198	11,372	11,494	12,717
증가율(%)	20.3	31.1	1.6	1.1	10.6
수정EPS(원)	8,542	11,198	11,372	11,494	12,717
증가율(%)	20.3	31.1	1.6	1.1	10.6
<b>주요투자지표</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	8,542	11,198	11,372	11,494	12,717
BPS	46,825	55,695	62,800	70,094	78,411
DPS	3,000	4,100	4,200	4,400	4,500
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	17.0	18.8	16.2	16.0	14.5
PBR	3.1	3.8	2.9	2.6	2.3
EV/ EBITDA	5.1	6.3	5.8	5.9	5.7
배당수익률	2.1	1.9	2.3	2.4	2.4
PCR	4.2	5.3	7.1	7.6	7.7
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	2.9	3.3	3.1	3.3	3.4
EBITDA이익률	8.6	8.8	7.6	6.7	6.4
순이익률	2.2	2.5	2.3	2.3	2.4
ROE	19.6	21.8	19.2	17.3	17.1
ROIC	13.7	13.8	12.0	13.4	15.0
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	57.8	61.2	41.1	22.0	9.1
유동비율	79.5	80.7	92.6	106.4	116.6
이자보상배율	10.7	8.9	8.5	9.1	10.5
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	2.7	2.7	2.7	2.8	2.7
매출채권회전율	63.6	51.3	45.8	46.9	46.6
재고자산회전율	59.0	65.3	65.7	67.1	66.7
매입채무회전율	9.7	10.8	11.2	11.4	11.3

# 호텔신라 TP: 90,000원 유지

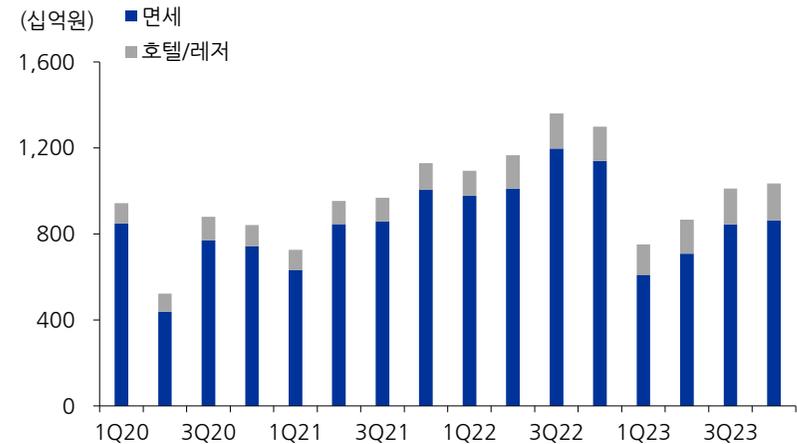
- 4Q23E 매출액 1.04조원(-20.3%, 이하 yoy), 영업이익 121억원(흑전%) 전망
- 2023E 매출액 3.67조원(-25.5%, 이하 yoy), 영업이익 1,216억원(55.2%) 전망
- 면세점(시내점): 타이고와 중국인 관광객 회복이 아직 요원한 상황으로 여전한 매출 부진 전망
- 면세점(공항점): 내외국인 개별 관광객의 증가 및 제품 가격 상승에 따른 매출 호조 지속 예상
- 면세점은 4분기에도 체화 재고 처리 일부 진행하며 영업이익 추정치 하향. 재고 처리 수준은 3분기보다는 낮은 수준으로 예상
- 호텔: 비수기 진입으로 매출액과 영업이익 다소 성장세 둔화

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

사업부 매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

# 호텔신라 분기별 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E	
매출액	943.7	523.0	879.5	841.9	727.2	953.4	968.7	1,129.8	1,094.4	1,165.9	1,361.8	1,299.9	752.1	866.9	1,011.8	1,035.4	3,188.1	3,779.1	4,922.0	3,666.2	4,816.8	
면세	849.2	439.2	771.0	742.3	632.4	846.5	857.6	1,007.4	978.5	1,010.1	1,197.7	1,140.0	608.5	708.1	845.1	863.5	2,801.7	3,343.9	4,326.3	3,025.2	4,113.5	
시내	558.9	393.5	657.8	685.8	558.9	772.9	785.0	923.9	896.6	884.1	1,053.2	954.8	334.5	325.3	342.5	379.1	2,296.0	3,040.7	3,788.7	1,381.4	1,597.7	
공항	290.3	45.7	113.2	56.5	73.5	73.6	72.6	83.5	81.9	126.0	144.5	185.2	274.0	382.8	502.6	484.5	505.7	303.2	537.6	1,643.9	2,515.8	
호텔/레저	94.5	83.8	108.5	99.6	94.8	106.9	111.1	122.5	115.9	155.8	164.1	159.9	143.6	158.8	166.7	171.9	386.4	435.3	595.7	641.0	703.4	
영업이익	355.5	152.5	284.0	303.5	297.9	402.7	446.3	575.9	15.1	43.2	26.6	(6.7)	34.5	67.2	7.7	12.1	1,095.4	1,722.7	2,760.9	121.6	256.8	
OPM(%)	37.7	29.2	32.3	36.0	41.0	42.2	46.1	51.0	1.4	3.7	2.0	(0.5)	4.6	7.8	0.8	1.2	34.4	45.6	56.1	3.3	5.3	
면세	422.3	215.9	303.8	338.7	271.3	356.3	425.4	550.9	12.7	14.8	0.6	(19.6)	25.2	43.2	(16.3)	(11.3)	1,280.7	1,603.9	2,682.6	40.8	113.1	
OPM(%)	44.7	41.3	34.5	40.2	37.3	37.4	43.9	48.8	1.3	1.5	0.1	(1.7)	4.1	6.1	(1.9)	(1.3)	40.2	42.4	54.5	1.3	2.7	
호텔/레저	(66.8)	(63.4)	(19.8)	(35.2)	26.6	46.4	20.9	25.0	2.4	28.4	26.0	12.9	9.3	24.0	24.0	23.4	(185.3)	118.8	78.3	80.8	143.8	
OPM(%)	(7.1)	(12.1)	(2.3)	(4.2)	3.7	4.9	2.2	2.2	2.1	18.2	15.9	8.1	6.5	15.1	14.4	13.6	(5.8)	3.1	1.6	12.6	20.4	
지배순이익	(73.6)	(67.8)	(28.5)	(113.6)	(1.5)	12.0	(1.2)	17.7	(7.7)	24.5	14.0	(81.0)	53.2	72.4	(3.3)	(0.1)	(283.4)	27.1	(50.2)	122.2	173.5	
NPM(%)	(7.8)	(13.0)	(3.2)	(13.5)	(0.2)	1.3	(0.1)	1.6	(0.7)	2.1	1.0	(6.2)	7.1	8.3	(0.3)	(0.0)	(8.9)	0.7	(1.0)	3.3	3.6	
< % yoy >																						
매출액	(29.7)	(61.4)	(40.4)	(45.5)	(22.9)	82.3	10.1	34.2	50.5	22.3	40.6	15.1	(31.3)	(25.6)	(25.7)	(20.3)	(44.2)	18.5	30.2	(25.5)	31.4	
면세	(30.7)	(64.2)	(42.4)	(47.4)	(25.5)	92.7	11.2	35.7	54.7	19.3	39.7	13.2	(37.8)	(29.9)	(29.4)	(24.3)	(46.1)	19.4	29.4	(30.1)	36.0	
시내	(22.5)	(48.0)	(23.2)	(27.1)	0.0	96.4	19.3	34.7	60.4	14.4	34.2	3.3	(62.7)	(63.2)	(67.5)	(60.3)	(29.9)	32.4	24.6	(63.5)	15.7	
공항	(42.4)	(90.3)	(76.5)	(88.0)	(74.7)	61.1	(35.9)	47.8	11.4	71.2	99.0	121.8	234.6	203.8	247.8	161.6	(73.8)	(40.0)	77.3	205.8	53.0	
호텔/레저	(19.9)	(34.7)	(20.6)	(25.2)	0.3	27.7	2.3	23.0	22.3	45.7	47.7	30.5	23.9	1.9	1.6	7.5	(25.2)	12.7	36.9	7.6	9.7	
영업이익	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	(43.0)	(6.8)	27.7	적전	128.0	55.6	(70.9)	흑전	적전	흑전	(34.1)	55.2	111.3	
지배순이익	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	적지	흑전	적지	103.6	흑전	적전	흑전	195.0	적전	적지	적전	흑전	적전	흑전	적전	42.0

자료: 유진투자증권

# 호텔신라(008770.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	2,656	2,938.5	2,819.9	3,112.7	3,327.8
유동자산	1,087	1,478.8	1,509.5	1,711.2	1,893.9
현금성자산	261	647.8	942.1	1,013.2	1,121.8
매출채권	178	249.5	160.7	171.6	190.4
재고자산	626	555.5	381.7	501.5	556.6
비유동자산	1,569	1,459.7	1,310.4	1,401.5	1,433.9
투자자산	937	832.2	758.8	900.6	999.6
유형자산	590	592.2	524.1	476.9	419.7
기타	42	35.3	27.5	24.0	14.6
<b>부채총계</b>	2,080	2,398.8	2,275.4	2,404.7	2,436.4
유동부채	1,012	1,306.0	1,172.5	1,289.8	1,321.5
매입채무	454	590.4	442.0	554.3	585.9
유동성이자부채	463	617.8	632.8	637.8	637.8
기타	95	97.8	97.8	97.8	97.8
비유동부채	1,068	1,092.8	1,102.8	1,114.9	1,114.9
비유동이자부채	1,041	1,067.8	1,077.8	1,089.8	1,089.8
기타	27	25.0	25.0	25.1	25.1
<b>자본총계</b>	577	539.8	544.5	707.9	891.4
자배지분	576	539.8	544.5	707.9	891.3
자본금	200	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	197	196.6	196.6	196.6	196.6
이익잉여금	289	242.3	356.9	520.3	703.7
기타	(109)	(99.1)	(208.9)	(208.9)	(208.9)
비자배지분	0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	577	539.8	544.5	707.9	891.4
총차입금	1,504	1,685.6	1,710.6	1,727.6	1,727.6
순차입금	1,243	1,037.8	768.5	714.4	605.7

현금흐름표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	42	220	271.9	133.6	140.1
당기순이익	27	(50)	122.2	173.5	195.5
자산상각비	128	126	122.6	110.9	93.4
기타비현금성손익	41	115	(281.3)	(246.6)	(223.9)
운전자본증감	(207)	13	115.2	(18.3)	(42.4)
매출채권감소(증가)	(15)	(5)	88.8	(10.8)	(18.9)
재고자산감소(증가)	(2)	71	173.8	(119.8)	(55.2)
매입채무증가(감소)	29	(6)	(148.4)	112.3	31.7
기타	(219)	(47)	1.1	0.0	0.0
<b>투자현금</b>	134	(81)	15.0	(57.5)	(19.4)
단기투자자산감소	1	(1)	55.0	10.9	11.2
장기투자증권감소	0	(2)	6.6	(8.2)	(3.9)
설비투자	22	54	(36.7)	(48.2)	(26.7)
유형자산처분	28	0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	0	0	(10.0)	(12.0)	0.0
<b>재무현금</b>	(180)	146	7.4	(5.0)	(12.0)
차입금증가	(151)	179	15.0	5.0	0.0
자본증가	(8)	(8)	(7.6)	(10.0)	(12.0)
배당금지급	(8)	(8)	7.6	10.0	12.0
<b>현금증감</b>	3	291	294.3	71.1	108.7
기초현금	(240)	(243)	534.1	828.4	899.4
기말현금	243	534	828.4	899.4	1,008.1
Gross Cash flow	248	206	156.8	151.9	182.5
Gross Investment	74	66	(75.1)	86.7	73.0
<b>Free Cash Flow</b>	175	139	231.8	65.2	109.5

자료: 유진투자증권

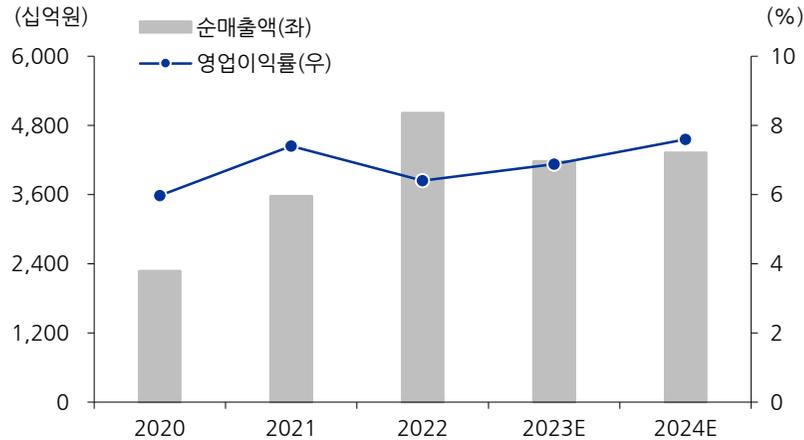
손익계산서 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	3,779	4,922.0	3,666.2	4,816.8	5,346.7
증가율(%)	18.5	30.2	(25.5)	31.4	11.0
매출원가	2,056	2,161.1	2,214.0	2,794.8	3,096.9
<b>매출총이익</b>	1,723	2,760.9	1,452.3	2,022.0	2,249.8
판매 및 일반관리비	1,604	2,682.6	1,330.7	1,765.2	1,964.7
기타영업손익	25	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	119	78.3	121.6	256.8	285.1
증가율(%)	흑전	(34.1)	55.2	111.3	11.0
<b>EBITDA</b>	246	204.7	244.2	367.7	378.5
증가율(%)	537.8	(16.9)	19.3	50.6	2.9
<b>영업외손익</b>	(71)	(138.0)	24.2	(44.6)	(45.9)
이자수익	7	12.9	18.0	18.4	18.8
이자비용	40	42.4	114.5	108.8	115.3
지분법손익	0	0.3	(2.2)	(0.2)	(0.2)
기타영업손익	(38)	(108.7)	122.8	46.1	50.9
<b>세전순이익</b>	48	(59.6)	145.7	212.3	239.2
증가율(%)	흑전	적전	흑전	45.7	12.7
법인세비용	21	(9.5)	23.5	38.8	43.7
<b>당기순이익</b>	27	(50.2)	122.2	173.5	195.5
증가율(%)	흑전	적전	흑전	42.0	12.7
지배주주지분	27	(50.2)	122.2	173.5	195.5
증가율(%)	흑전	적전	흑전	42.0	12.7
비지배지분	(0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
<b>EPS(원)</b>	690	(1,278)	3,113	4,420	4,980
증가율(%)	흑전	적전	흑전	42.0	12.7
수정EPS(원)	690	(1,278)	3,108	4,413	4,973
증가율(%)	흑전	적전	흑전	42.0	12.7

주요투자지표	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	690	(1,278)	3,113	4,420	4,980
BPS	14,411	13,494	13,612	17,698	22,284
DPS	200	200	250	300	350
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	113.1	n/a	27.8	19.6	17.4
PBR	5.4	6.2	6.4	4.9	3.9
EV/EBITDA	17.7	21.2	17.2	11.3	10.7
배당수익률	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
PCR	12.6	16.1	22.1	22.8	19.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	3.1	1.6	3.3	5.3	5.3
EBITDA이익율	6.5	4.2	6.7	7.6	7.1
순이익율	0.7	(1.0)	3.3	3.6	3.7
ROE	4.5	(9.0)	22.5	27.7	24.4
ROIC	3.8	3.4	7.2	15.7	16.4
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	215.5	192.3	141.1	100.9	68.0
유동비율	107.5	113.2	128.7	132.7	143.3
이자보상배율	3.0	1.8	1.1	2.4	2.5
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	1.4	1.8	1.3	1.6	1.7
매출채권회전율	24.1	23.0	17.9	29.0	29.5
재고자산회전율	6.1	8.3	7.8	10.9	10.1
매입채무회전율	7.8	9.4	7.1	9.7	9.4

# 현대백화점 TP: 73,000원 하향

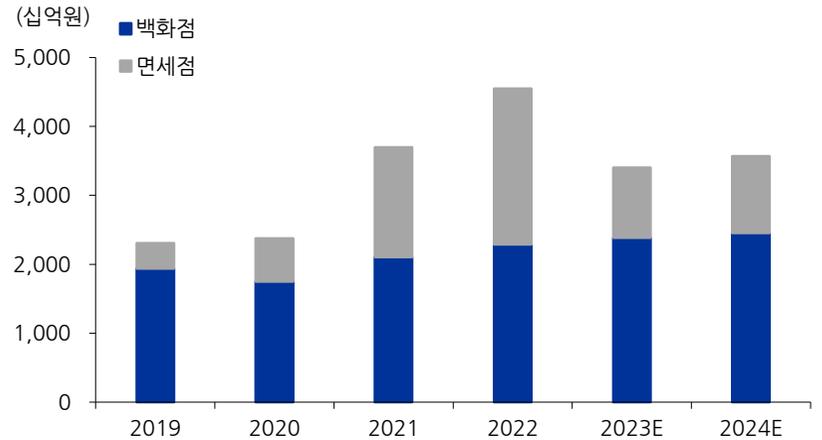
- 4Q23E 매출액 1.11조원(-30.0%, 이하 yoy), 영업이익 800억원(16.6%) 전망
- 2023E 매출액 4.18조원(-16.6%, 이하 yoy), 영업이익 2,874억원(-10.4%) 전망
- 백화점: 매출액은 대전점 영업재개 효과 반영하며 미드싱글 성장 예상. 12월부터는 더현대 루이비통 입점되며 명품 카테고리가 매출에 기여
- 면세점: 면세 경쟁강도 심해지며 일매출 다소 하락했고, 소량의 재고 처리 및 광고비 집행 영향으로 소폭 적자 기록할 것
- 지누스: 아마존의 발주 강도 약해지며 전분기와 비슷한 수준의 실적 예상

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

사업부 매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

# 현대백화점 분기별 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
순매출액	449.6	516.6	662.3	644.6	683.2	863.8	924.8	1,100.6	934.4	1,125.2	1,372.1	1,582.4	1,097.7	970.3	1,004.2	1,107.4	2,273.2	3,572.4	5,014.1	4,179.6	4,327.3
백화점	393.1	425.0	430.5	502.8	497.9	543.8	495.4	566.6	543.3	588.8	560.7	596.8	572.7	594.1	580.2	637.4	1,751.3	2,103.7	2,289.6	2,384.4	2,453.5
면세점	80.0	117.2	255.4	169.9	215.3	350.7	457.0	568.1	424.3	570.3	558.0	704.4	332.0	194.2	237.3	254.6	622.4	1,591.1	2,257.0	1,018.1	1,114.6
지누스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	290.8	264.2	322.1	318.4	229.1	219.5	221.5	255.5	0.0	0.0	1,195.5	925.6	913.2
매출총이익	319.1	353.6	393.5	362.0	424.4	549.0	609.4	757.5	653.3	814.1	863.6	1,006.5	659.2	586.3	591.8	666.0	1,428.2	2,340.3	3,337.4	2,503.3	2,608.1
GPM(%)	71.0	68.5	59.4	56.1	62.1	63.6	65.9	68.8	69.9	72.3	62.9	63.6	60.0	60.4	58.9	60.1	62.8	65.5	66.6	59.9	60.3
영업이익	14.9	8.1	44.7	68.1	65.0	57.7	47.5	94.2	88.9	71.2	92.2	68.6	77.9	55.6	74.0	80.0	135.9	264.4	320.9	287.4	328.6
OPM(%)	3.3	1.6	6.8	10.6	9.5	6.7	5.1	8.6	9.5	6.3	6.7	4.3	7.1	5.7	7.4	7.2	6.0	7.4	6.4	6.9	7.6
백화점	35.0	26.2	96.4	81.8	76.4	69.3	98.6	104.9	102.7	89.0	89.0	94.5	95.2	61.3	79.8	96.8	239.4	349.2	375.2	333.1	365.3
면세점	(19.3)	(18.1)	(11.8)	(110.3)	(11.2)	(7.7)	(11.3)	(10.1)	(14.0)	(13.8)	(13.8)	(23.3)	(15.7)	(0.8)	1.0	(2.6)	(159.4)	(40.3)	(64.9)	(18.1)	8.5
지누스	23.3	28.8	34.5	0.2	25.1	13.4	19.7	16.2	28.3	9.2	10.6	17.4	8.3	5.2	3.2	5.5	86.7	74.3	65.6	22.2	23.5
지배순이익	16.2	8.5	28.4	17.2	43.4	40.5	53.6	51.9	62.5	45.7	49.9	(14.1)	56.6	17.9	54.3	44.0	70.3	189.4	144.1	172.7	223.3
NPM(%)	3.6	1.6	4.3	2.7	6.3	4.7	5.8	4.7	6.7	4.1	3.6	(0.9)	5.2	1.8	5.4	4.0	3.1	5.3	2.9	4.1	5.2
< % yoy >																					
순매출액	(13.7)	(3.1)	24.5	5.3	52.0	67.2	39.6	70.7	36.8	30.3	48.4	43.8	17.5	(13.8)	(26.8)	(30.0)	3.4	57.2	40.4	(16.6)	3.5
백화점	(17.7)	(10.3)	(6.1)	(4.6)	26.7	28.0	15.1	12.7	9.1	8.3	13.2	5.3	5.4	0.9	3.5	6.8	(9.6)	20.1	8.8	4.1	2.9
면세점	14.4	37.3	158.1	48.1	169.3	199.3	78.9	234.4	97.0	62.6	22.1	24.0	(21.8)	(65.9)	(57.5)	(63.9)	68.7	155.6	41.8	(54.9)	9.5
지누스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(21.2)	(16.9)	(31.2)	(19.8)	-	-	-	(22.6)	(1.3)
영업이익	(80.2)	(84.0)	(26.5)	(35.5)	336.3	609.6	6.3	38.2	36.7	23.5	94.1	(27.2)	(12.4)	(21.9)	(19.8)	16.6	(53.5)	94.6	21.4	(10.4)	14.3
백화점	(64.4)	(62.9)	23.5	(31.4)	118.3	164.5	2.3	28.2	34.4	28.4	(9.7)	(9.9)	(7.3)	(31.1)	(10.3)	2.4	(34.7)	45.9	7.4	(11.2)	9.7
면세점	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
지누스	4.1	44.6	7.7	(99.4)	7.7	(53.6)	(42.9)	9,466.7	13.1	(30.8)	(46.3)	7.2	(70.7)	(43.7)	(69.8)	(68.2)	(16.5)	(14.3)	(11.8)	(66.1)	5.6
순이익	(70.2)	(77.6)	(30.2)	(71.8)	167.9	377.5	88.6	201.1	44.1	12.9	(6.8)	적전	(9.4)	(60.9)	8.7	흑전	(63.8)	169.3	(23.9)	19.9	29.3

자료: 유진투자증권

# 현대백화점(069960.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	8,969	12,069	11,727.9	11,959.8	12,195.5
유동자산	1,945	3,116	3,247.7	3,717.7	4,176.8
현금성자산	65	238	680.9	1,096.0	1,503.5
매출채권	794	1,161	893.2	924.7	954.3
재고자산	365	707	664.2	687.6	709.6
비유동자산	7,024	8,954	8,480.2	8,242.0	8,018.7
투자자산	1,648	1,785	1,600.7	1,634.3	1,665.7
유형자산	5,298	5,614	5,363.2	5,130.2	4,913.4
기타	78	1,555	1,516.2	1,477.6	1,439.6
<b>부채총계</b>	3,744	5,702	5,389.7	5,429.9	5,467.9
유동부채	1,978	3,660	3,340.1	3,374.5	3,406.7
매입채무	1,051	1,295	973.3	1,007.7	1,039.9
유동성이자부채	343	1,588	1,589.9	1,589.9	1,589.9
기타	585	777	776.9	776.9	776.9
비유동부채	1,765	2,042	2,049.5	2,055.3	2,061.2
비유동이자부채	1,459	1,447	1,448.6	1,448.6	1,448.6
기타	306	595	601.0	606.8	612.6
<b>자본총계</b>	5,226	6,367	6,338.2	6,529.9	6,727.6
자배지분	4,421	4,584	4,555.4	4,747.0	4,944.7
자본금	117	117	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612	612	612.1	612.1	612.1
이익잉여금	3,869	4,030	4,173.9	4,365.6	4,563.2
기타	(177)	(174)	(347.7)	(347.7)	(347.7)
비자배지분	805	1,783	1,782.9	1,782.9	1,782.9
<b>자본총계</b>	5,226	6,367	6,338.2	6,529.9	6,727.6
총차입금	1,802	3,034	3,038.4	3,038.4	3,038.4
순차입금	1,737	2,796	2,357.5	1,942.5	1,534.9

현금흐름표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	500	489	502.6	466.3	453.2
당기순이익	233	186	211.2	264.7	276.0
자산상각비	303	361	375.2	359.6	345.1
기타비현금성손익	17	145	(504.9)	(547.3)	(588.9)
운전자본증감	(77)	(94)	(11.8)	(20.6)	(19.3)
매출채권감소(증가)	(188)	(181)	267.8	(31.5)	(29.5)
재고자산감소(증가)	(134)	(23)	42.5	(23.5)	(22.0)
매입채무증가(감소)	86	53	(322.1)	34.4	32.2
기타	158	57	0.0	0.0	0.0
<b>투자현금</b>	42	(1,133)	(33.7)	(19.7)	(10.5)
단기투자자산감소	335	(182)	25.3	32.8	45.3
장기투자증권감소	(1)	0	26.4	35.4	34.5
설비투자	263	258	(83.6)	(86.5)	(89.3)
유형자산처분	3	1	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(3)	(2)	(1.8)	(1.4)	(1.0)
<b>재무현금</b>	(530)	797	(26.4)	(31.6)	(35.1)
차입금증가	(482)	827	2.0	0.0	0.0
자본증가	(42)	(24)	(28.4)	(31.6)	(35.1)
배당금지급	22	24	28.4	31.6	35.1
<b>현금증감</b>	12	148	442.5	415.0	407.6
기초현금	35	47	195.0	637.5	1,052.5
기말현금	47	195	637.5	1,052.5	1,460.1
Gross Cash flow	635	730	514.4	486.9	472.5
Gross Investment	370	1,045	708.7	73.1	75.2
<b>Free Cash Flow</b>	265	(315)	443.6	413.8	397.4

자료: 유진투자증권

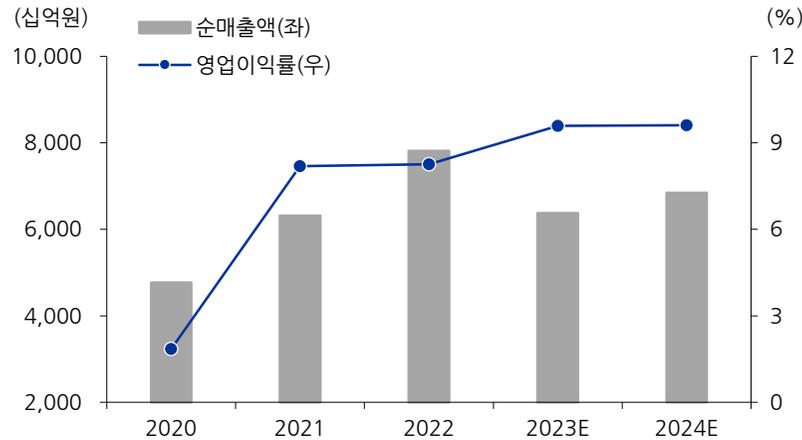
손익계산서 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	3,572	5,014	4,179.6	4,327.3	4,465.5
증가율(%)	57.2	40.4	(16.6)	3.5	3.2
매출원가	1,232	1,677	1,676.4	1,719.2	1,770.7
<b>매출총이익</b>	2,340	3,337	2,503.3	2,608.1	2,694.8
판매 및 일반관리비	2,076	3,017	2,215.9	2,279.5	2,363.6
기타영업손익	61	45	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	264	321	287.4	328.6	331.2
증가율(%)	94.6	21.4	(10.4)	14.3	0.8
<b>EBITDA</b>	568	682	662.6	688.2	676.2
증가율(%)	50.4	20.1	(2.8)	3.9	(1.7)
<b>영업외손익</b>	52	(74)	(0.5)	10.8	22.7
이자수익	25	30	37.7	34.7	35.4
이자비용	41	70	105.1	104.0	104.0
지분법손익	0	0	32.2	35.4	34.5
기타영업손익	68	(34)	34.7	44.8	56.9
<b>세전순이익</b>	317	247	287.0	339.4	353.9
증가율(%)	115.7	(22.1)	16.3	18.3	4.3
법인세비용	83	61	75.8	74.7	77.8
<b>당기순이익</b>	233	186	211.2	264.7	276.0
증가율(%)	122.2	(20.3)	13.5	25.4	4.3
지배주주지분	189	144	172.7	223.3	232.8
증가율(%)	169.3	(23.9)	19.9	29.3	4.3
비지배지분	44	42	38.5	41.5	43.3
<b>EPS(원)</b>	8,092	6,157	7,379	9,540	9,946
증가율(%)	169.3	(23.9)	19.9	29.3	4.3
<b>수정EPS(원)</b>	8,092	6,157	7,379	9,540	9,946
증가율(%)	169.3	(23.9)	19.9	29.3	4.3

주요투자지표	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	8,092	6,157	7,379	9,540	9,946
BPS	188,909	195,892	194,653	202,843	211,289
DPS	1,100	1,300	1,350	1,500	1,500
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	9.3	9.6	7.0	5.4	5.2
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	6.2	6.1	5.4	4.6	4.1
배당수익률	1.5	2.2	2.6	2.9	2.9
PCR	2.8	1.9	2.4	2.5	2.6
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	7.4	6.4	6.9	7.6	7.4
EBITDA이익률	15.9	13.6	15.9	15.9	15.1
순이익률	6.5	3.7	5.1	6.1	6.2
ROE	4.4	3.2	3.8	4.8	4.8
ROIC	3.1	3.3	2.6	3.2	3.3
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	33.2	43.9	37.2	29.7	22.8
유동비율	98.3	85.1	97.2	110.2	122.6
이자보상배율	6.4	4.6	2.7	3.2	3.2
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	5.1	5.1	4.1	4.8	4.8
재고자산회전율	11.9	9.4	6.1	6.4	6.4
매입채무회전율	3.6	4.3	3.7	4.4	4.4

# 신세계 TP: 240,000원 하향

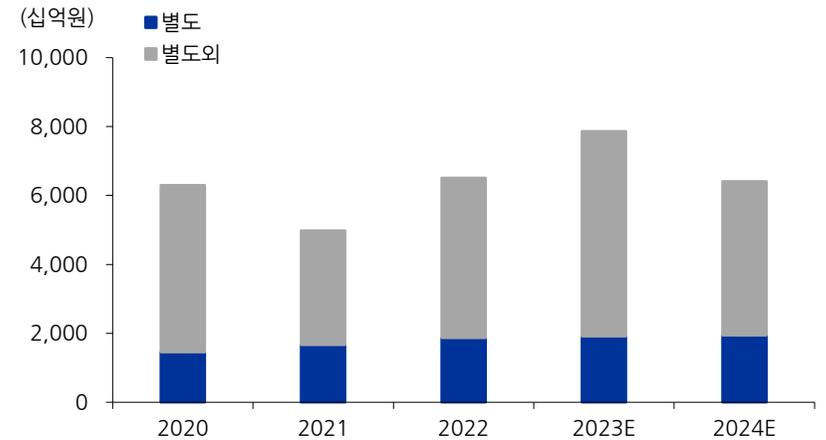
- 4Q23E 매출액 1.74조원(-21.5%, 이하 yoy), 영업이익 1,775억원(+25.6%) 전망
- 2023E 매출액 6.38조원(-18.4%, 이하 yoy), 영업이익 6,114억원(-5.3%) 전망
- 백화점: 낮은 기온과 연말 효과로 전년대비 선방. 명품 매출은 전년과 비슷한 수준이지만 패션, 잡화, 생활, 식품이 성장 견인
- 면세점: 다이오 유의미한 회복 지연 및 공항 면세점 입점 준비에 따른 영업율 하락으로 실적 하락 예상
- 인터넷서널: 판매 촉진을 위한 마케팅비 증액으로 영업이익 소폭 하향

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

사업부 매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

# 신세계 분기별 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
연결 순매출액	1,196.9	1,014.4	1,214.4	1,343.6	1,320.0	1,395.3	1,667.1	1,934.0	1,766.5	1,877.1	1,955.1	2,214.0	1,563.4	1,575.9	1,497.5	1,738.2	4,769.3	6,316.4	7,812.8	6,375.0	6,845.8
별도(백화점)	331.1	353.8	363.8	411.1	399.5	399.7	392.9	479.5	443.0	467.0	457.9	497.8	462.2	469.7	455.5	528.3	1,459.8	1,671.6	1,865.7	1,915.6	1,947.1
별도의	865.8	660.6	850.6	932.5	920.4	995.6	1,274.2	1,454.5	1,323.5	1,410.1	1,497.2	1,716.2	1,101.3	1,106.2	1,042.0	1,209.9	3,309.5	4,644.8	5,947.1	4,459.4	4,898.7
디에프(면세점)	488.9	310.7	437.2	455.9	478.9	560.5	796.9	823.3	772.1	813.2	856.6	996.7	511.2	485.1	436.1	518.2	1,692.7	2,659.6	3,438.6	1,950.6	2,230.1
인터내셔널	323.4	287.2	333.8	381.1	341.9	340.7	350.2	417.9	352.2	383.9	387.5	430.3	312.2	333.8	315.8	394.1	1,325.5	1,450.7	1,553.9	1,355.9	1,465.0
센트럴시티	55.6	52.8	58.1	62.2	59.7	65.6	60.3	77.4	69.5	80.0	85.4	89.1	84.3	89.1	94.2	97.9	228.7	263.0	324.0	365.5	378.1
까사미아	33.9	38.2	46.8	44.6	49.5	48.3	60.2	72.1	73.2	67.8	67.9	59.2	52.7	55.1	62.3	58.5	163.5	230.1	268.1	228.6	231.6
영업이익	3.3	(43.1)	25.2	103.2	123.6	96.2	102.4	195.2	163.6	187.4	153.0	141.4	152.4	149.6	131.8	177.5	88.5	517.4	645.4	611.4	658.1
OPM(%)	0.3	(4.3)	2.1	7.7	9.4	6.9	6.1	10.1	9.3	10.0	7.8	6.4	9.7	9.5	8.8	10.2	1.9	8.2	8.3	9.6	9.6
별도(백화점)	22.6	14.3	28.2	61.7	61.2	47.4	55.2	97.7	87.3	82.5	75.1	103.2	70.5	54.3	59.7	85.1	126.8	261.5	348.0	269.6	289.6
별도 외	(19.3)	(57.4)	(3.0)	41.4	62.4	48.8	47.2	97.5	76.4	104.9	77.9	38.2	81.9	95.3	72.2	92.5	(38.3)	255.9	297.4	341.8	405.9
디에프(면세점)	(32.4)	(37.0)	(20.5)	2.6	23.1	19.2	22.9	12.3	(2.1)	28.7	5.1	(26.3)	24.3	40.2	13.3	12.6	(87.3)	77.5	5.4	90.4	108.0
인터내셔널	12.0	(2.5)	7.0	17.4	21.3	26.5	14.1	30.1	33.1	38.7	24.2	19.3	10.3	18.4	6.0	17.3	33.9	92.0	115.3	52.0	88.5
센트럴시티	11.7	(2.5)	14.0	17.5	15.8	4.1	10.3	22.4	15.3	6.5	22.6	18.9	21.8	8.7	24.9	24.5	40.7	52.6	63.3	79.9	82.6
까사미아	(2.7)	(2.0)	(2.0)	(2.9)	(1.0)	(2.6)	(1.1)	(4.1)	0.1	(4.2)	(5.8)	(17.8)	(8.8)	(5.3)	(1.8)	0.7	(9.6)	(8.8)	(27.7)	(15.2)	2.6
지배순이익	(1.5)	(108.5)	(5.6)	12.2	70.0	4.1	175.6	57.2	121.0	50.7	68.2	166.1	106.4	56.5	56.5	73.5	(103.5)	306.8	406.1	292.8	322.0
NPM(%)	(0.1)	(10.7)	(0.5)	0.9	5.3	0.3	10.5	3.0	6.9	2.7	3.5	7.5	6.8	3.6	3.8	4.2	(2.2)	4.9	5.2	4.6	4.7
< % yoy >																					
연결 순매출액	(21.1)	(32.6)	(24.2)	(24.0)	10.3	37.6	37.3	43.9	33.8	34.5	17.3	14.5	(11.5)	(16.0)	(23.4)	(21.5)	(25.4)	32.4	23.7	(18.4)	7.4
별도	(11.7)	(3.7)	(5.5)	(4.4)	20.7	13.0	8.0	16.6	10.9	16.9	16.5	3.8	4.3	0.6	(0.5)	6.1	(6.3)	14.5	11.6	2.7	1.6
별도의	(24.2)	(42.0)	(30.1)	(30.3)	6.3	50.7	49.8	56.0	43.8	41.6	17.5	18.0	(16.8)	(21.5)	(30.4)	(29.5)	(31.6)	40.3	28.0	(25.0)	9.9
디에프(면세점)	(30.5)	(59.6)	(44.4)	(47.5)	(2.0)	80.4	82.3	80.6	61.2	45.1	7.5	21.1	(33.8)	(40.3)	(49.1)	(48.0)	(45.9)	57.1	29.3	(43.3)	14.3
인터내셔널	(11.6)	(4.8)	(7.3)	(4.1)	5.7	18.6	4.9	9.7	3.0	12.7	10.7	3.0	(11.4)	(13.1)	(18.5)	(8.4)	(7.0)	9.4	7.1	(12.7)	8.0
센트럴시티	(15.8)	(21.5)	(17.7)	(8.5)	7.4	24.2	3.8	24.4	16.4	22.0	41.6	15.1	21.3	11.4	10.3	9.8	(15.9)	15.0	23.2	12.8	3.5
까사미아	24.2	52.8	50.0	27.8	46.0	26.4	28.6	61.7	47.9	40.4	12.8	(17.9)	(28.0)	(18.7)	(8.2)	(1.1)	38.1	40.7	16.5	(14.7)	1.3
영업이익	(97.0)	적전	(73.8)	(46.9)	3,659.2	흑전	307.1	89.2	32.4	94.7	49.4	(27.5)	(6.9)	(20.2)	(13.9)	25.6	(81.1)	484.7	24.7	(5.3)	7.6
순이익	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	367.6	72.9	1,137.4	(61.1)	190.5	(12.1)	11.3	(17.2)	(55.8)	적전	흑전	32.3	(27.9)	10.0

자료: 유진투자증권

# 신세계(004170.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	13,645	14,348	13,990.9	14,394.7	14,746.1
유동자산	1,910	2,654	3,273.4	3,540.4	3,805.0
현금성자산	639	1,042	1,706.6	1,890.5	2,101.7
매출채권	472	559	524.0	562.7	583.2
재고자산	756	865	855.8	900.3	933.1
비유동자산	11,734	11,695	10,717.5	10,854.2	10,941.1
투자자산	4,363	4,063	3,591.4	3,745.7	3,827.6
유형자산	6,943	7,011	6,521.5	6,516.0	6,529.3
기타	428	621	604.7	592.5	584.2
<b>부채총계</b>	7,882	8,097	7,672.9	7,792.0	7,849.6
유동부채	3,571	4,850	4,418.7	4,530.3	4,580.3
매입채무	1,409	1,689	1,257.5	1,369.2	1,419.1
유동성이자부채	1,352	2,214	2,214.0	2,214.0	2,214.0
기타	810	947	947.1	947.1	947.1
비유동부채	4,312	3,247	3,254.2	3,261.7	3,269.3
비유동이자부채	3,291	2,445	2,445.3	2,445.3	2,445.3
기타	1,021	801	808.9	816.5	824.1
<b>자본총계</b>	5,762	6,252	6,318.0	6,602.6	6,896.5
자배지분	3,744	4,114	4,179.9	4,464.5	4,758.4
자본금	49	49	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	403	403	402.6	402.6	402.6
이익잉여금	3,084	3,479	3,735.2	4,019.8	4,313.7
기타	208	182	(7.2)	(7.2)	(7.2)
비자배지분	2,018	2,138	2,138.1	2,138.1	2,138.1
<b>자본총계</b>	5,762	6,252	6,318.0	6,602.6	6,896.5
총차입금	4,643	4,659	4,659.3	4,659.3	4,659.3
순차입금	4,003	3,617	2,952.7	2,768.8	2,557.5

현금흐름표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	1,104	903	808.8	820.1	877.1
당기순이익	389	548	371.5	408.5	421.0
자산상각비	652	578	586.8	585.6	586.3
기타비현금성손익	(176)	(61)	180.2	(255.4)	(179.5)
운전자본증감	333	(39)	(386.3)	28.5	(3.4)
매출채권감소(증가)	(103)	(80)	35.4	(38.7)	(20.5)
재고자산감소(증가)	110	(94)	9.5	(44.4)	(32.8)
매입채무증가(감소)	264	237	(431.2)	111.6	49.9
기타	63	(101)	0.0	0.0	0.0
<b>투자현금</b>	(825)	(774)	(107.3)	(598.8)	(628.0)
단기투자자산감소	(31)	(131)	(23.0)	(27.3)	(32.7)
장기투자증권감소	8	(37)	(3.2)	(3.5)	(3.9)
설비투자	584	381	(63.8)	(547.7)	(567.6)
유형자산처분	1	3	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(10)	(10)	(17.3)	(20.3)	(23.7)
<b>재무현금</b>	(91)	233	(36.9)	(37.4)	(37.9)
차입금증가	(57)	277	0.0	0.0	0.0
자본증가	(22)	(54)	(36.9)	(37.4)	(37.9)
배당금지급	22	54	36.9	37.4	37.9
<b>현금증감</b>	189	360	664.6	183.9	211.2
기초현금	389	578	938.0	1,602.5	1,786.5
기말현금	578	938	1,602.5	1,786.5	1,997.7
Gross Cash flow	871	1,106	1,195.1	791.7	880.5
Gross Investment	462	682	470.6	543.0	598.7
<b>Free Cash Flow</b>	409	424	724.5	248.6	281.9

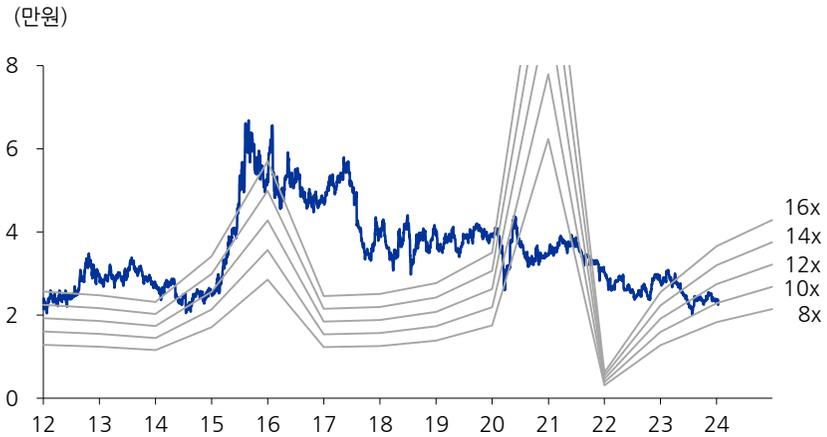
자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	6,316	7,813	6,375.0	6,845.8	7,095.3
증가율(%)	32.4	23.7	(18.4)	7.4	3.6
매출원가	2,607	2,728	2,426.1	2,604.0	2,691.9
<b>매출총이익</b>	3,709	5,085	3,948.9	4,241.8	4,403.5
판매 및 일반관리비	3,192	4,440	3,337.6	3,583.7	3,721.4
기타영업손익	38	39	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	517	645	611.4	658.1	682.1
증가율(%)	484.7	24.7	(5.3)	7.6	3.6
<b>EBITDA</b>	1,169	1,224	1,198.1	1,243.7	1,268.4
증가율(%)	57.0	4.7	(2.1)	3.8	2.0
<b>영업외손익</b>	23	(78)	(126.7)	(134.3)	(142.3)
이자수익	18	39	35.3	37.0	32.4
이자비용	107	120	156.6	164.5	146.9
지분법손익	0	7	(3.2)	(3.5)	(3.9)
기타영업손익	111	(4)	(2.1)	(3.3)	(23.9)
<b>세전순이익</b>	518	522	484.7	523.8	539.7
증가율(%)	흑전	0.8	(7.1)	8.1	3.0
법인세비용	129	(26)	113.2	115.2	118.7
<b>당기순이익</b>	389	548	371.5	408.5	421.0
증가율(%)	흑전	40.8	(32.2)	10.0	3.0
지배주주지분	307	406	292.8	322.0	331.8
증가율(%)	흑전	32.3	(27.9)	10.0	3.0
비지배지분	82	142	78.7	86.5	89.2
<b>EPS(원)</b>	31,165	41,245	29,738	32,707	33,702
증가율(%)	흑전	32.3	(27.9)	10.0	3.0
<b>수정EPS(원)</b>	31,165	41,245	29,738	32,707	33,702
증가율(%)	흑전	32.3	(27.9)	10.0	3.0

주요투자지표	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	31,165	41,245	29,738	32,707	33,702
BPS	380,297	417,836	424,566	453,473	483,326
DPS	3,000	3,750	3,800	3,850	3,900
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	8.2	5.3	7.0	6.4	6.2
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	5.6	4.7	4.2	3.9	3.6
배당수익률	1.2	1.7	1.8	1.8	1.9
PCR	2.9	2.0	1.7	2.6	2.3
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	8.2	8.3	9.6	9.6	9.6
EBITDA이익률	18.5	15.7	18.8	18.2	17.9
순이익률	6.2	7.0	5.8	6.0	5.9
ROE	8.5	10.3	7.1	7.5	7.2
ROIC	4.7	5.6	5.8	6.6	6.7
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	69.5	57.9	46.7	41.9	37.1
유동비율	53.5	54.7	74.1	78.1	83.1
이자보상배율	4.8	5.4	3.9	4.0	4.6
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5
매출채권회전율	15.2	15.2	11.8	12.6	12.4
재고자산회전율	7.8	9.6	7.4	7.8	7.7
매입채무회전율	5.1	5.0	4.3	5.2	5.1

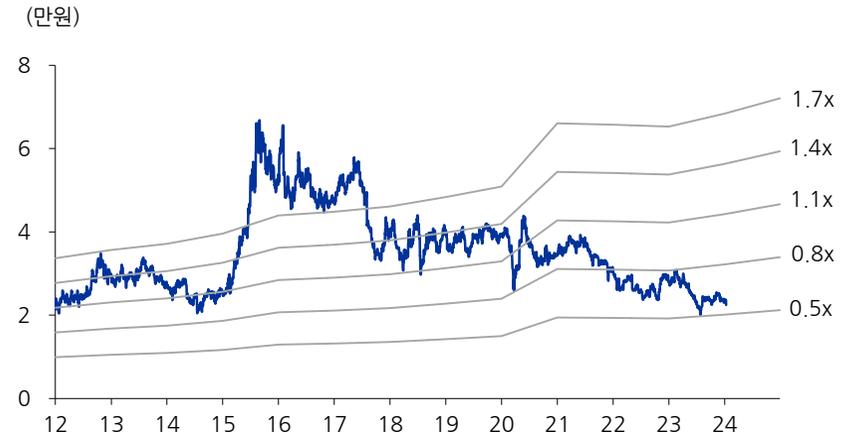
# PER, PBR BAND CHART

## GS리테일 PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

## GS리테일 PBR BAND



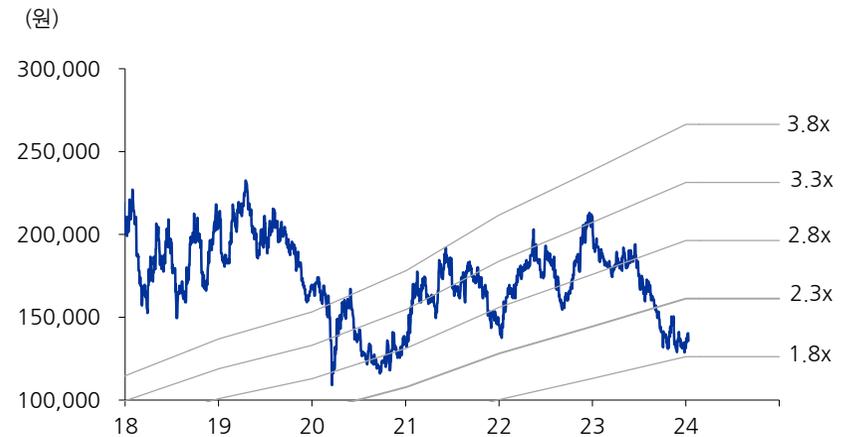
자료: QuantiWise, 유진투자증권

## BGF리테일 PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

## BGF리테일 PBR BAND

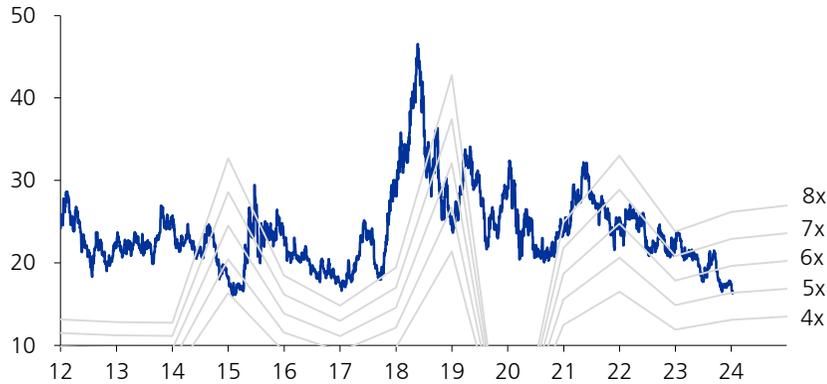


자료: QuantiWise, 유진투자증권

# PER, PBR BAND CHART

## 신세계 PER BAND

(만원)



자료: QuantiWise, 유진투자증권

## 신세계 PBR BAND

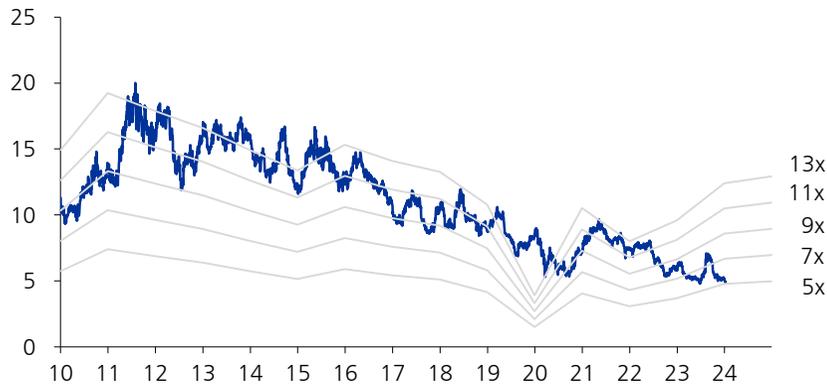
(만원)



자료: QuantiWise, 유진투자증권

## 현대백화점 PER BAND

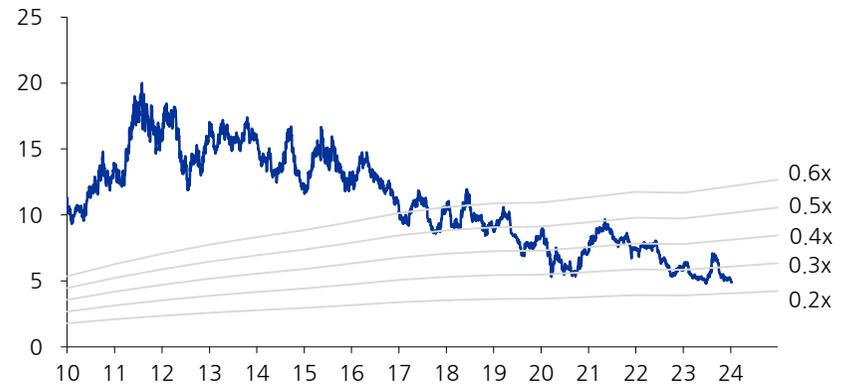
(만원)



자료: QuantiWise, 유진투자증권

## 현대백화점 PBR BAND

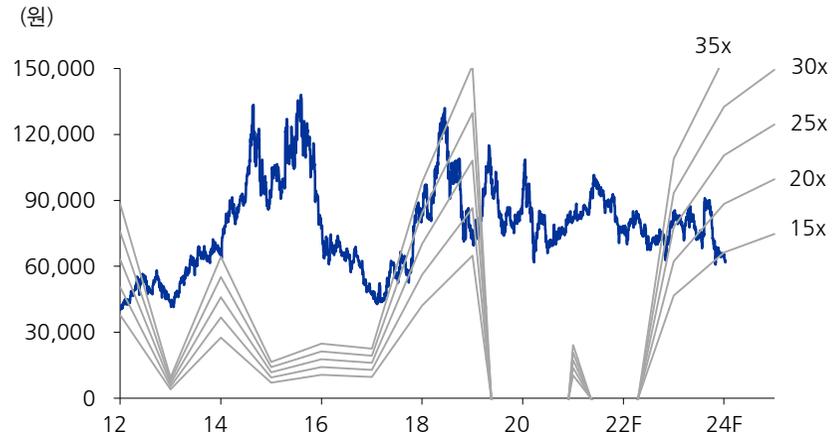
(만원)



자료: QuantiWise, 유진투자증권

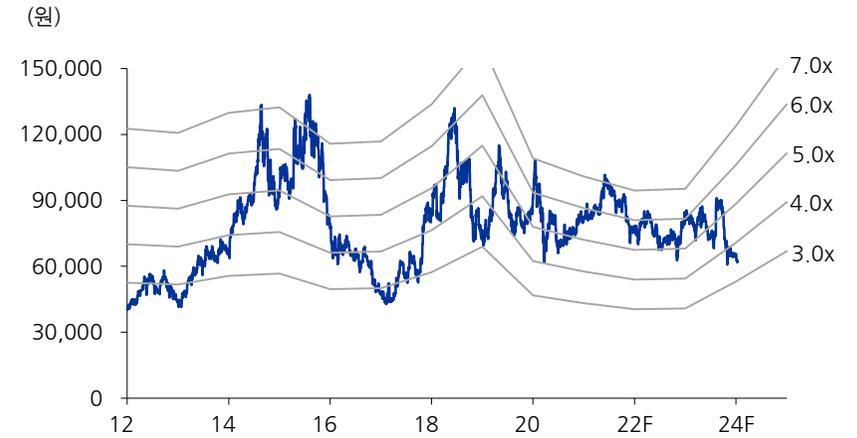
# PER, PBR BAND CHART

## 호텔신라 PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

## 호텔신라 PBR BAND



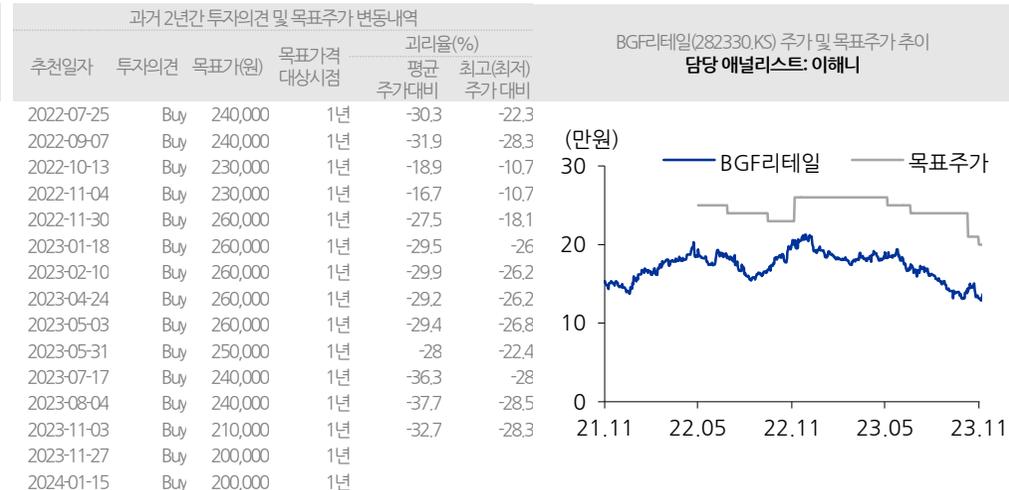
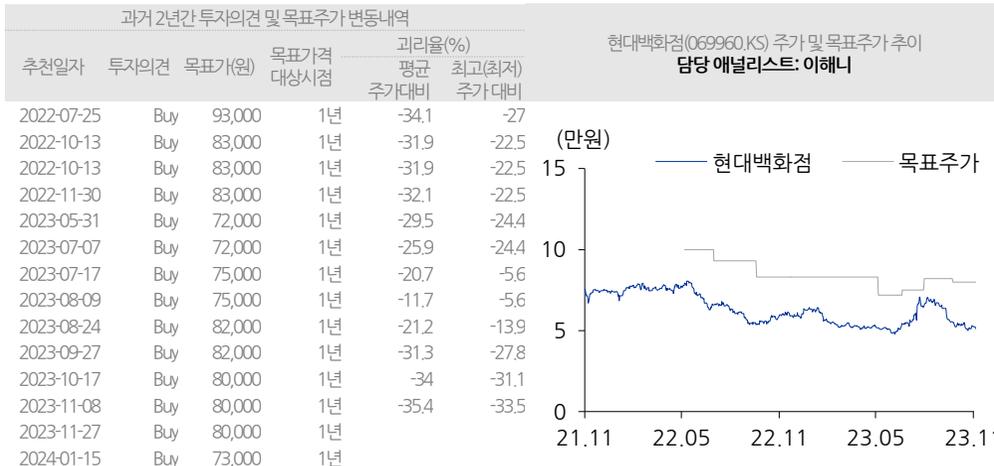
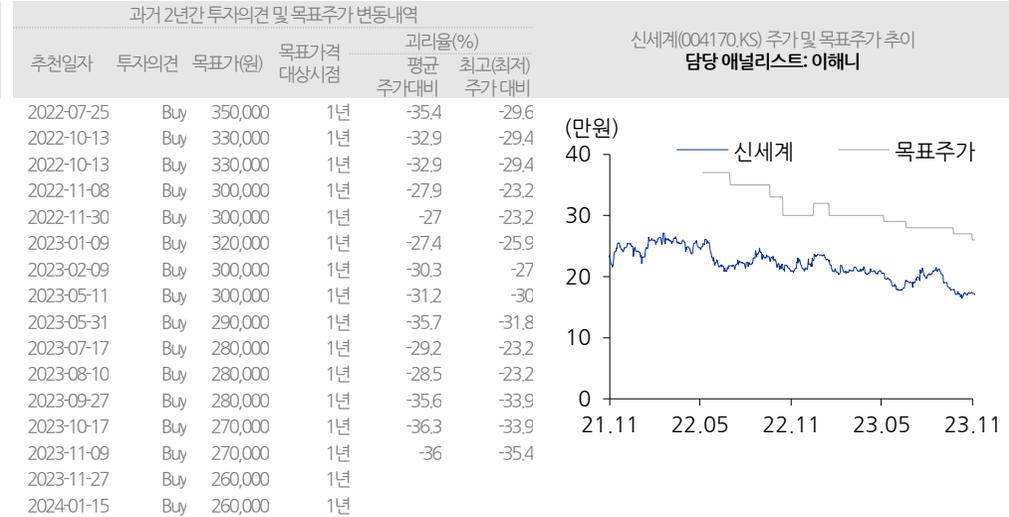
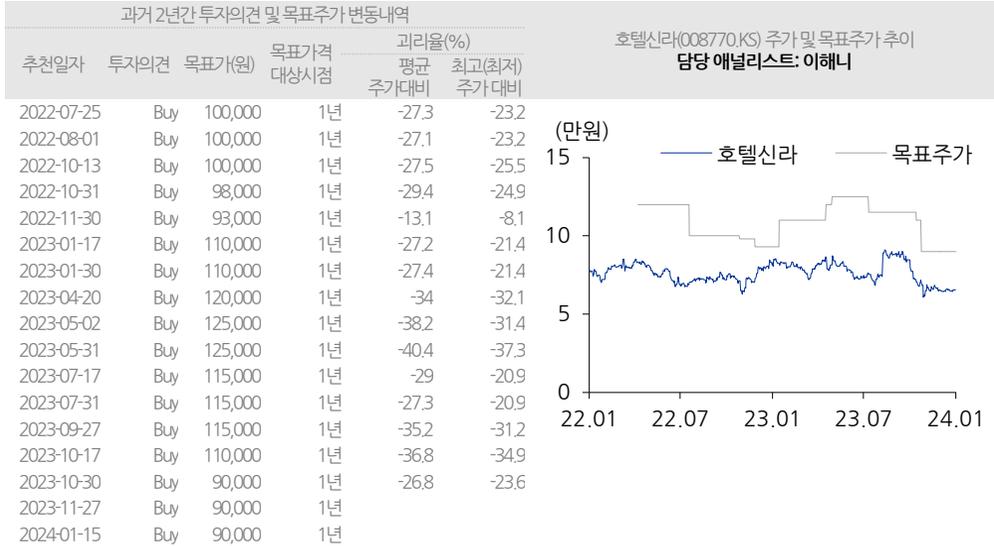
자료: QuantiWise, 유진투자증권

# Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율			당사 투자의견 비율 (%)
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)			
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상		0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만		96%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만		3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만		1%

(2023.12.31 기준)



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가격 (만원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2022-11-30	Buy	34,000	1년	-15.5	-10
2023-01-19	Buy	34,000	1년	-15.2	-10
2023-02-13	Buy	37,000	1년	-30.4	-16.6
2023-05-10	Buy	37,000	1년	-36.9	-28.2
2023-05-31	Buy	37,000	1년	-38.5	-32.7
2023-07-17	Buy	37,000	1년	-41.8	-38.5
2023-08-09	Buy	35,000	1년	-31.3	-27.4
2023-11-08	Buy	35,000	1년	-28.5	-27.6
2023-11-27	Buy	35,000	1년		
2024-01-15	Buy	35,000	1년		

GS리테일(007070.KS) 주가 및 목표주가 추이  
담당 애널리스트: 이해니

