



신세계 (004170)

4Q22 Review : 중국 리오프닝 수혜주가 5.8배?

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 02-3772-7638

Buy (유지)

목표주가(유지): 300,000원

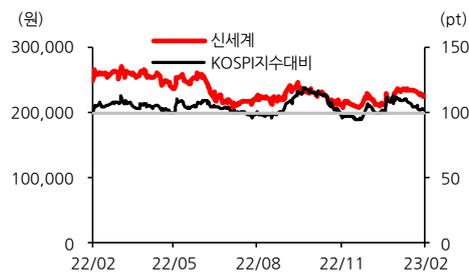
현재 주가(2/8)	227,000원
상승여력	▲ 32.2%
시가총액	22,349억원
발행주식수	9,845천주
52 주 최고가 / 최저가	271,000 / 206,500원
90 일 일평균 거래대금	162.01억원
외국인 지분율	26.0%
주주 구성	
정유경 (외 3 인)	28.6%
국민연금공단 (외 1 인)	11.2%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.2	7.1	0.0	-8.5
상대수익률(KOSPI)	-8.2	3.5	0.4	1.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	6,316	7,813	8,410	9,287
영업이익	517	645	787	842
EBITDA	1,169	1,262	1,448	1,493
지배주주순이익	307	363	380	412
EPS	31,165	36,949	38,586	41,871
순차입금	4,003	3,404	2,946	2,472
PER	8.2	6.4	5.9	5.4
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.6	4.5	3.6	3.2
배당수익률	1.2	1.6	1.8	1.9
ROE	8.5	9.3	8.9	8.9

주가 추이



신세계의 4분기 실적은 부진했지만, 중국 리오프닝이 본격화되면서 나 타날 면세점 업황의 개선에 집중할 시기라 판단됩니다. 중국 리오프닝 의 수혜주인 동사의 P/E 는 23년 기준 5.8 배에 불과하다는 점도 간과 해선 안될 것입니다.

4Q22 Review

신세계는 4분기 총매출액 3.53조원(+11.7% YoY), 영업이익 1,413억원 (-27.6% YoY)를 기록하면서, 영업이익 컨센서스(2,031억원)을 하회하 는 실적을 기록했다. 백화점 법인들의 실적은 당사 예상치에 부합하는 수준이었지만, 면세점과 SI, 신세계까사 등 자회사의 실적이 부진했다. 면세점은 4분기 환율 급락에 따른 원가율 부담(150억원), 특허수수료 총당금(160억원) 등의 영향으로 263억원(적전 YoY)의 적자를 기록했 으며, 신세계까사는 전방시장인 부동산 시장 침체와 원가율 악화로 178억원(-137억원 YoY)의 적자를 기록했다.

면세점 업황 개선에 주목할 시점

중국의 리오프닝이 진행되면서, 면세점의 시장구조가 구매자인 파이공 중심에서 공급자인 면세점 중심으로 빠르게 재편될 것으로 예상된다. 중국 소비 개선으로 파이공의 재고 확충 수요가 늘어날 것으로 기대되 는 데, 파이공 입장에서 리저리 화장품 등 주요 상품을 소싱할 창구 가 국내 면세점 외에는 제한적일 것으로 예상되기 때문이다. 결국 현재 국내 면세점 사업자들이 진행 중인 알선수수료 정상화 캠페인을 수용 할 수 밖에 없을 것이라 판단하며, 그 시기는 1분기말 ~ 2분기초로 예 상한다. 이 시점이 면세점의 매출 확대와 수익성 개선이 본격화되는 시 기일 것이다. 여기에 일반 관광객향 매출 비중이 본격적으로 확대되는 점도 면세점 사업자들의 수익성 제고에 긍정적인 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 30만원 유지

신세계에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 30만원을 유지한다. 중국 리 오프닝에 대한 기대감이 높아지는 가운데 수혜주인 동사의 23년 P/E 는 당사 전망치 기준 5.8배 수준에 불과하다는 점을 간과해서는 안될 것이다. 23년 피크아웃/역성장에 대한 우려가 컸던 백화점도 1분기 안 정적인 성장세를 이어가고 있다.

[표1] 신세계 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022P	2023E	2024E
순매출액	17,665	18,771	19,551	22,141	17,247	20,690	22,117	24,043	78,128	84,097	92,866
YoY	33.8%	34.5%	17.3%	14.5%	-2.4%	10.2%	13.1%	8.6%	23.7%	7.6%	10.4%
신세계	4,430	4,670	4,579	4,978	4,652	4,904	4,808	5,227	18,657	19,590	19,982
신세계인터내셔널	3,522	3,839	3,875	4,303	3,623	3,956	4,046	4,669	15,539	16,294	17,598
센트럴시티	695	800	854	891	765	824	880	918	3,240	3,386	3,454
신세계 DF	7,721	8,132	8,566	9,967	6,943	9,635	10,891	11,618	34,386	39,087	45,635
대구	628	691	655	728	641	705	668	743	2,702	2,756	2,811
광주	426	485	444	494	435	495	453	504	1,849	1,886	1,924
대전	369	389	418	486	404	430	492	455	1,662	1,781	1,797
까사미아	732	678	679	592	586	542	679	710	2,681	2,517	2,867
영업이익	1,636	1,874	1,530	1,413	1,826	1,900	1,872	2,268	6,453	7,867	8,424
YoY	32.4%	94.8%	49.4%	-27.6%	11.6%	1.4%	22.4%	60.5%	24.7%	21.9%	7.1%
신세계	873	825	751	1,031	934	904	843	1,110	3,480	3,791	3,876
신세계인터내셔널	331	387	242	193	296	352	263	346	1,153	1,257	1,446
센트럴시티	153	65	226	189	215	124	230	268	633	836	864
신세계 DF	-21	287	51	-263	131	269	230	95	54	725	840
대구	186	193	195	218	193	200	202	226	792	822	852
광주	150	190	143	173	154	195	147	202	656	698	718
대전	6	3	5	77	47	18	48	99	91	212	128
까사미아	1	-42	-58	-178	-104	-122	-51	-37	-277	-315	-139
영업이익률	9.3%	10.0%	7.8%	6.4%	10.6%	9.2%	8.5%	9.4%	8.3%	9.4%	9.1%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	4,769	6,316	7,813	8,410	9,287
매출총이익	2,400	3,709	5,073	5,466	6,036
영업이익	88	517	645	787	842
EBITDA	745	1,169	1,262	1,448	1,493
순이자손익	-109	-89	-83	-102	-96
외화관련손익	55	-33	-100	0	0
지분법손익	13	-42	-12	0	0
세전계속사업손익	-118	518	522	725	787
당기순이익	-69	389	505	545	591
지배주주순이익	-103	307	363	380	412
증가율(%)					
매출액	-25.4	32.4	23.7	7.6	10.4
영업이익	-81.1	484.7	24.7	21.9	7.1
EBITDA	-34.5	57.0	7.9	14.8	3.1
순이익	적전	흑전	29.8	7.9	8.5
이익률(%)					
매출총이익률	50.3	58.7	64.9	65.0	65.0
영업이익률	1.9	8.2	8.3	9.4	9.1
EBITDA 이익률	15.6	18.5	16.1	17.2	16.1
세전이익률	-2.5	8.2	6.7	8.6	8.5
순이익률	-1.4	6.2	6.5	6.5	6.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	552	1,104	1,090	1,134	1,157
당기순이익	-69	389	505	545	591
자산상각비	656	652	616	661	651
운전자본증감	98	333	54	53	52
매출채권 감소(증가)	35	-103	-11	-42	-40
재고자산 감소(증가)	182	110	-178	-81	-75
매입채무 증가(감소)	-134	264	216	144	134
투자현금흐름	-389	-825	-740	-645	-650
유형자산처분(취득)	-418	-583	-402	-520	-520
무형자산 감소(증가)	-7	-10	-8	-12	-12
투자자산 감소(증가)	-10	-31	-97	-6	-6
재무현금흐름	48	-91	-58	-237	-140
차입금의 증가(감소)	446	-57	-5	-200	-100
자본의 증가(감소)	-35	-22	-30	-37	-40
배당금의 지급	-35	-22	-30	-37	-40
총현금흐름	612	871	1,188	1,081	1,105
(-)운전자본증가(감소)	-177	-497	-78	-53	-52
(-)설비투자	477	584	403	520	520
(+)자산매각	51	-9	-7	-12	-12
Free Cash Flow	363	775	855	602	625
(-)기타투자	32	366	257	107	111
잉여현금	331	409	599	495	514
NOPLAT	64	389	625	591	633
(+) Dep	656	652	616	661	651
(-)운전자본투자	-177	-497	-78	-53	-52
(-)Capex	477	584	403	520	520
OpFCF	420	953	916	785	816

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	1,664	1,910	2,608	2,995	3,490
현금성자산	394	639	1,025	1,283	1,657
매출채권	362	472	494	537	576
재고자산	863	756	941	1,022	1,097
비유동자산	11,105	11,734	11,647	11,625	11,617
투자자산	4,120	4,363	4,074	4,180	4,292
유형자산	6,604	6,943	6,954	6,848	6,751
무형자산	382	428	620	597	575
자산총계	12,769	13,645	14,254	14,620	15,107
유동부채	3,609	3,571	4,669	4,751	4,824
매입채무	1,087	1,409	1,678	1,823	1,957
유동성이자부채	1,889	1,352	2,061	1,961	1,861
비유동부채	4,103	4,312	3,429	3,370	3,412
비유동이자부채	3,102	3,291	2,368	2,268	2,268
부채총계	7,712	7,882	8,098	8,121	8,237
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	348	403	403	403	403
이익잉여금	2,788	3,084	3,415	3,758	4,130
자본조정	257	208	208	208	208
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	5,057	5,762	6,156	6,499	6,871

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-10,512	31,165	36,949	38,586	41,871
BPS	349,650	380,297	413,920	448,725	486,462
DPS	1,500	3,000	3,750	4,100	4,200
CFPS	62,122	88,462	120,657	109,837	112,230
ROA(%)	-0.8	2.3	2.6	2.6	2.8
ROE(%)	-2.8	8.5	9.3	8.9	8.9
ROIC(%)	0.8	4.7	7.6	7.3	8.0
Multiples(x, %)					
PER	-22.8	8.2	6.4	5.9	5.4
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
PCR	3.9	2.9	2.0	2.1	2.0
EV/EBITDA	9.3	5.6	4.5	3.6	3.2
배당수익률	0.6	1.2	1.6	1.8	1.9
안정성(%)					
부채비율	152.5	136.8	131.5	125.0	119.9
Net debt/Equity	90.9	69.5	55.3	45.3	36.0
Net debt/EBITDA	617.2	342.5	269.8	203.5	165.6
유동비율	46.1	53.5	55.9	63.0	72.3
이자보상배율(배)	0.7	4.8	5.5	6.5	7.3
자산구조(%)					
투하자본	64.5	62.5	61.4	59.4	57.1
현금+투자자산	35.5	37.5	38.6	40.6	42.9
자본구조(%)					
차입금	49.7	44.6	41.8	39.4	37.5
자기자본	50.3	55.4	58.2	60.6	62.5

[Compliance Notice]

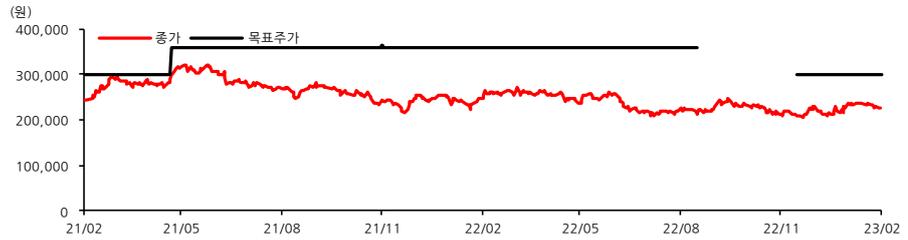
(공표일: 2023년 02월 09일)

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. (이진협)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[신세계 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2021.02.19	2021.04.29	2021.05.13	2021.06.25	2021.07.15
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		300,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일시	2021.08.13	2021.10.18	2021.11.10	2022.02.10	2022.04.21	2022.05.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일시	2022.07.12	2022.11.22	2022.11.22	2023.01.09	2023.02.09	
투자의견	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy	
목표가격	360,000	이진협	300,000	300,000	300,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.29	Buy	360,000	-26.53	-10.56
2022.05.12	Buy	360,000	-36.79	-27.64
2022.11.22	Buy	300,000		

[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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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: 2022년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%