신세계(004170)

2Q25 Preview: 하반기가 기대돼요

영업이익이 시장 기대치를 9.3% 하회할 전망

2025년 2분기 신세계의 연결 기준 매출액은 1조 6,319억원(+1.7% YoY), 영업이익은 875억원(-25.5% YoY, OPM +5.4%)으로 영업이익이 시장 기대치를 9.3% 하회할 전망이다. 하회의 주된 요인은 주요 자회사인 신세계인터내셔날의 부진이다. 감가상각비 부담과 상품 믹스 악화로 1분기(OP -5.0% YoY)에 이어 2분기(-7.3% YoY)에도 백화점 사업부의 영업이익은 YoY 감익할 전망이다. 2분기 면세 사업부의 일매출은 1분기 유사한 92억원 수준을 예상한다. 회사의 수익성 개선 노력 덕분에 판매 할인율이 1분기대비 소폭 하락했다. 덕분에 2분기 면세 사업의 적자는 특허 수수료 환입으로 시장 우려보다 양호했던 1분기 수준(OP 1Q25 -25억원 vs. 2Q25 -39억원)을 기록하며 선방할 전망이다.

면세 산업의 회복은 보너스

올해 4월에 가져갔던 기대감 대비해서 5~6월의 면세 흐름은 다소 아쉽다. 또한 최근 중국향 화장품 수출 등을 보면 연초 시장이 기대했던 것보다 중국 화장품 산업의 회복이 굉장히 더딤을 예상할 수 있다. 다행히 현재 신세계 주가에는 면세 산업에 대한 기대감은 반영되어 있지 않다. 언론에 따르면, 한국 정부는 조만간 중국 단체관광객 무비자 입국 정책을 시행할 계획이며, 상시화 또한 검토하고 있다. 시장 예상과 달리 하반기 중국 화장품 산업이 빠르게 회복하거나 무비자 정책에 따라서 중국인 단체관광 혹은 소형 따이공이 크게 증가할 경우 신세계 주가는 민감하게 반응할 것이다.

목표주가를 16.3% 상향

신세계에 대하여 투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 기존 215,000원에서 250,000원으로 16.3% 상향한다(표1). 최근 관광수지 적자가 빠르게 줄어드는 동시에 정부의 추경 등에 따라서 소비 심리 또한 회복되고 있다. 올해 들어 한국의 출생아수와 혼인건수의 반등이 이루어지고 있기 때문에 유통 섹터로 우호적인 수급 유입은 지속될 전망이다. 최근 아웃바운드가 둔화(5월 +5.4% YoY)되고 인바운드가 크게 증가(+14.9% YoY)하면서, 일본 백화점 산업의 매출은 부진하고 한국 백화점 산업의 매출 흐름은 양호하다. 2023~24년 한국 백화점 산업의 부진에 따라서 외국인 지분율이 크게 하락했던 신세계한테는 매우 긍정적인 흐름이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2023A	6,357	640	225	23,574	(42.9)	1,137	7.4	6.7	0.4	5.4	2.3
2024A	6,570	477	108	11,776	(50.0)	958	11.3	8.1	0.3	2.5	3.4
2025F	6,804	525	232	26,496	125.0	997	7.3	7.9	0.4	5.3	2.4
2026F	7,013	614	301	34,340	29.6	1,088	5.6	7.0	0.4	6.5	2.5
2027F	7,216	666	347	39,617	15.4	1,150	4.9	6.8	0.3	6.9	2.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

매수(유지)

목표주가: 250,000원 (상향)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
55	38	68	58

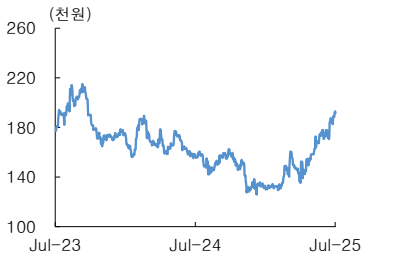
Stock Data

KOSPI(7/3)		3,116
주가(7/3)		191,500
시가총액(십억원)		1,847
발행주식수(백만)		10
52주 최고/최저가(원)		192,900/125,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)		5,391
유동주식비율/외국인지분율(%)		61.7/12.0
주요주주(%)	정유경 외 2 인	29.2
	국민연금공단	11.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.1	46.4	23.1
KOSPI 대비(%p)	(3.3)	18.8	11.5

주가추이



자료: FnGuide

김명주
myoungjoo.kim@koreainvestment.com

전유나
jeonynki@koreainvestment.com

<표 1> 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, %)

		비교
12MF 순이익	264	**기존 7.4배에서 9.1배로 상향 조정.** 9.1배는 2019년(일회성 수익/비용을 제외한 배수)과 2016년 배수의 평균. 아웃바운드의 더딘 증가와 양호한 인바운드 증가, 그리고 출산율 회복(2025년 1~4월 평균 0.81명 vs. 19년 0.92명 vs. 역대 최저였던 2023년은 0.72), 정부의 추경 등으로 내수 소비 환경이 코로나19 전으로 회복되고 있음. 면세 또한 회복세를 보이고 있고 기대감이 존재하지만, 여전히 리스크가 있다는 점을 고려하여 사드가 발생했던 2016년의 PER과 2019년 PER 평균을 사용
목표 PER	9.1	
적정시가총액	2,402	
발행주수(천주)	9,645	
목표주가(원)	**250,000**	
현재주가(원)	191,500	
상승여력	30.5	

주1: 2025년 7월 3일 종가 기준
주2: 2025년 소매산업 +3.1% YoY, 백화점 산업 +2.4% YoY로 추정. 2019년 소매산업은 +1.8% YoY, 백화점 산업은 1.4% YoY 기록함
자료: 한국투자증권

<표 2> 신세계 2025년 2분기 실적

(단위:십억원,%,%p)

	2Q25F	기존추정	차이	컨센서스	차이	1Q25	증감률	2Q24	증감률
매출	**1,632**	**1,645**	**(0.8)**	**1,676**	**(2.6)**	**1,666**	**(2.0)**	**1,604**	**1.7**
백화점	487	487	0.0			493	(1.2)	574	(15.2)
면세	533	531	0.5			562	(5.0)	492	8.3
영업이익	**87**	**97**	**(10.0)**	**97**	**(9.3)**	**132**	**(33.9)**	**117**	**(25.5)**
백화점	76	79	(4.1)			108	(29.8)	82	(7.3)
면세	(4)	(6)	NM			(3)	NM	9	NM
영업이익률(%)	**5.4**	**5.9**	**(0.5)**	**5.8**	**(0.4)**	**4.7**	**0.7**	**7.3**	**(2.0)**
지배주주순이익	32	38	(15.4)	26	21.4	58	(44.3)	37	(12.5)

자료: 한국투자증권

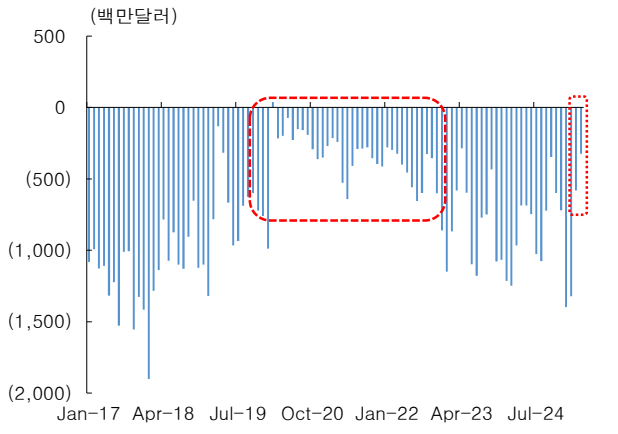
<표 3> 신세계 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경후		변경전		증감률		
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	**6,804**	**7,013**	**6,831**	**7,033**	**(0.4)**	**(0.3)**	
영업이익	**525**	**614**	**542**	**631**	**(3.2)**	**(2.7)**	
영업이익률	7.7	8.8	7.9	9.0	(0.2)	(0.2)	
지배주주순이익	232	301	242	306	(4.3)	(1.5)	- 주요 자회사인 신세계인터내셔날의 영업이익 추정을 하향(기존 추정대비 25년 -25.8%, 26년 -21.3% 하향)
EPS	26,496	34,340	27,674	34,855	(4.3)	(1.5)	
BPS	487,647	520,023	488,721	521,569	(0.2)	(0.3)	
ROE(%)	5.3	6.5	5.5	6.5	(0.2)	(0.1)	

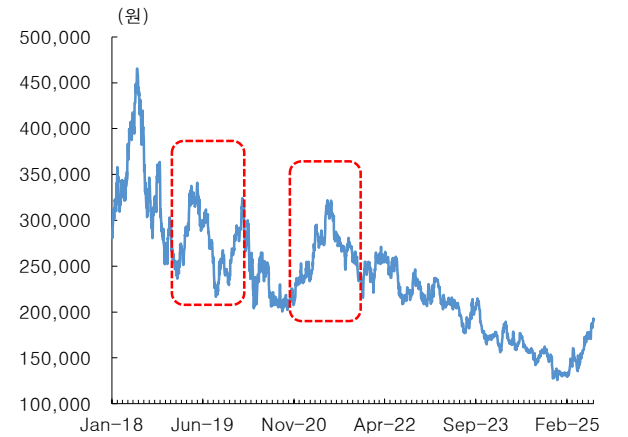
자료: 한국투자증권

[그림 1] 관광수지 적자 추이. 코로나19가 발생했던 2021년 적자폭이 가장 적었음. 최근 관광수지 적자가 줄어들고 있음



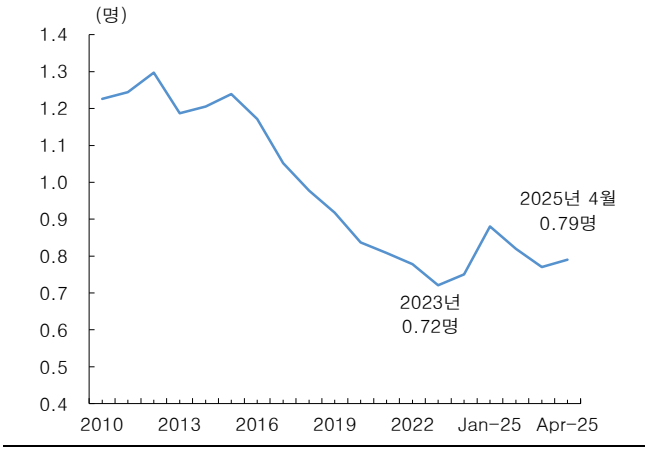
자료: KOSIS, 한국투자증권

[그림 2] 신세계의 주가 추이. 신세계의 주가는 2019년 평균주가 대비 31%, 2021년 평균주가대비 29% 하락한 상태



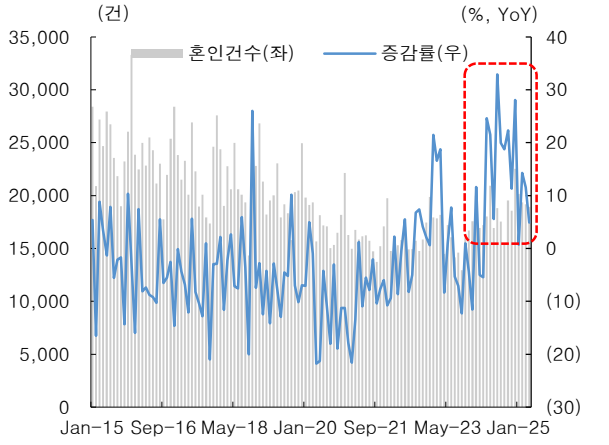
주: 25년 7월 3일 종가 기준
자료: Dataguide, 한국투자증권

[그림 3] 한국 출산율 추이. 2023년 역대 최저를 기록한 후 차츰 회복세를 보이고 있음



자료: 국가통계포털, 한국투자증권

[그림 4] 혼인건수 추이. 1991~1995년생이 결혼 적령기에 진입하면서 최근 혼인건수가 증가하고 있음



자료: 국가통계포털, 한국투자증권

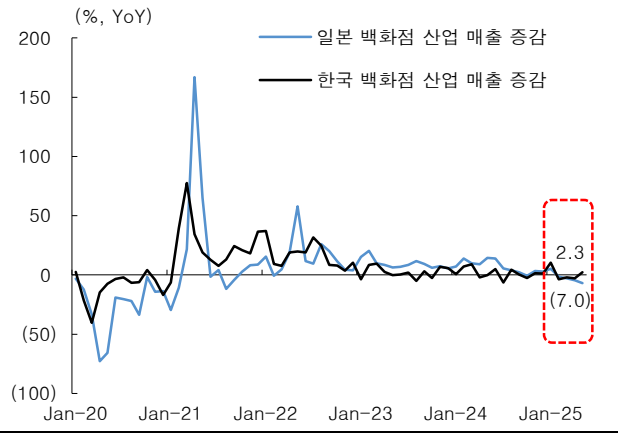
<표 4> 신세계 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
총매출액	**2,819**	**2,782**	**2,709**	**3,121**	**2,819**	**3,065**	**3,066**	**3,517**	**3,201**	**3,181**	**3,171**	**3,635**	**11,132**	**11,431**	**12,466**	**13,188**	**13,569**
순매출액	**1,605**	**1,604**	**1,540**	**1,821**	**1,666**	**1,632**	**1,639**	**1,867**	**1,700**	**1,692**	**1,693**	**1,928**	**6,357**	**6,570**	**6,804**	**7,013**	**7,216**
백화점	593	574	552	642	493	487	481	559	507	504	495	576	2,276	2,362	2,020	2,082	2,148
신세계인터	309	328	296	382	304	297	293	395	310	303	298	403	1,354	1,316	1,289	1,315	1,354
신세계씨티	89	95	94	97	89	96	99	99	95	98	102	102	350	375	383	396	407
신세계디에프	487	492	472	555	562	533	549	562	559	560	574	587	1,916	2,006	2,206	2,281	2,330
매출총이익	**979**	**998**	**938**	**874**	**1,028**	**1,010**	**917**	**900**	**1,032**	**1,059**	**941**	**929**	**3,855**	**3,790**	**3,855**	**3,960**	**4,068**
영업이익	**163**	**117**	**93**	**104**	**132**	**87**	**127**	**178**	**152**	**109**	**152**	**202**	**640**	**477**	**525**	**614**	**666**
백화점	114	82	88	125	108	76	88	130	109	82	96	142	440	409	402	429	458
신세계인터	11	14	2	0	5	2	8	10	8	5	9	13	49	28	25	35	39
신세계씨티	26	11	26	23	22	10	26	27	25	10	27	27	80	86	85	90	93
신세계디에프	4	9	(16)	(36)	(3)	(4)	1	7	5	6	15	15	106	(39)	1	41	58
세전이익	**155**	**74**	**51**	**(85)**	**105**	**53**	**94**	**143**	**125**	**82**	**125**	**179**	**453**	**195**	**395**	**510**	**588**
순이익	**103**	**37**	**21**	**(53)**	**58**	**32**	**57**	**86**	**74**	**48**	**74**	**106**	**225**	**108**	**232**	**301**	**347**
YoY (%)																	
총매출액	5.4	1.8	4.0	0.0	0.0	10.1	13.2	12.7	13.6	3.8	3.4	3.4	(10.9)	2.7	9.1	5.8	2.9
순매출액	2.6	1.8	2.8	5.9	3.8	1.7	6.4	2.5	2.1	3.7	3.3	3.3	(18.6)	3.4	3.6	3.1	2.9
매출총이익	0.1	3.5	5.4	(14.5)	5.0	1.2	(2.3)	3.0	0.4	4.8	2.6	3.2	(24.2)	(1.7)	1.7	2.7	2.7
영업이익	6.9	(21.5)	(29.5)	(49.7)	(18.8)	(25.5)	36.2	72.0	14.9	24.1	19.8	13.1	(0.9)	(25.4)	10.0	17.0	8.5
순이익	(3.3)	(35.2)	(51.4)	NM	(44.1)	(12.5)	169.5	NM	28.2	50.3	29.7	23.3	(44.6)	(52.1)	115.2	29.8	15.4

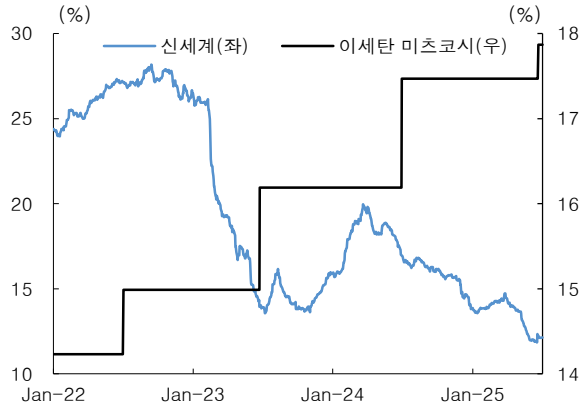
주1: 순이익은 지배주주 기준
주2: 백화점은 별도와 백화점 사회사(광주,대구,대전)의 실적 합산임
자료: 신세계, 한국투자증권

[그림 5] 한국과 일본 백화점 산업 매출 증감 추이. 5월은 한국 백화점 산업 매출(+2.3% YoY)이 일본(-7.0% YoY)보다 양호



자료: KOSIS, 일본백화점협회, 한국투자증권

[그림 6] 신세계와 일본 대표 백화점인 이세탄미츠코시홀딩스의 외국인의 지분율 비교. 엔저가 지속되었던 2023~24년 외국인들은 한국백화점 보다 일본 백화점의 투자를 선호했던 걸로 추정



자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

백화점(신세계, 인천/대구/대전신세계), 패션/화장품/가구(신세계인터내셔날, 까사미아), 면세점(신세계디에프) 등 유통업을 주요사업으로 영위함. 2024년 3분기 기준 백화점 12개, 면세점 3개, 아울렛 5개 점포 운영 중

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**6,357**	**6,570**	**6,804**	**7,013**	**7,216**
매출원가	2,502	2,518	2,949	3,054	3,148
매출총이익	3,855	4,053	3,855	3,960	4,068
판매관리비	3,215	3,576	3,330	3,346	3,402
영업이익	**640**	**477**	**525**	**614**	**666**
영업이익률(%)	*10.1*	*7.3*	*7.7*	*8.8*	*9.2*
EBITDA	1,137	958	997	1,088	1,150
EBITDA Margin(%)	*17.9*	*14.6*	*14.7*	*15.5*	*15.9*
영업외수익	(187)	(282)	(130)	(104)	(78)
금융수익	140	143	129	131	127
금융비용	231	301	250	236	205
기타영업외손익	(88)	(113)	(2)	0	(1)
관계기업관련손익	(7)	(12)	(8)	0	0
세전계속사업이익	**453**	**195**	**395**	**510**	**588**
법인세비용	141	8	100	127	146
연결당기순이익	312	187	295	383	442
지배주주지분순이익	**225**	**108**	**232**	**301**	**347**
지배주주순이익률(%)	*3.5*	*1.6*	*3.4*	*4.3*	*4.8*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	(18.6)	3.4	3.6	3.1	2.9
영업이익 증가율	(0.9)	(25.4)	10.0	17.0	8.5
지배주주순이익 증가율	(44.6)	(52.1)	115.2	29.8	15.4
EPS 증가율	(42.9)	(50.0)	125.0	29.6	15.4
EBITDA 증가율	(7.1)	(15.8)	4.1	9.1	5.7

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**14,752**	**15,072**	**15,504**	**15,903**	**16,212**
유동자산	2,674	2,343	2,582	2,662	2,739
현금성자산	802	582	760	783	806
매출채권및기타채권	716	597	618	637	655
재고자산	891	979	1,014	1,045	1,075
비유동자산	12,078	12,729	12,921	13,241	13,473
투자자산	2,298	2,239	2,319	2,390	2,459
유형자산	7,280	7,795	7,812	7,975	8,054
무형자산	560	574	594	613	630
부채총계	**8,412**	**8,697**	**8,805**	**8,796**	**8,639**
유동부채	4,944	4,947	5,202	5,341	5,039
매입채무및기타채무	1,787	1,803	1,750	1,744	1,825
단기차입금및단기사채	1,190	1,075	1,018	786	914
유동성장기부채	1,001	1,072	966	1,037	932
비유동부채	3,468	3,750	3,604	3,455	3,600
사채	1,523	2,093	1,993	1,843	1,826
장기차입금및금융부채	1,074	872	798	774	911
자본총계	**6,340**	**6,375**	**6,698**	**7,107**	**7,573**
지배주주지분	4,209	4,265	4,511	4,823	5,179
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	403	424	424	424	424
기타자본	(87)	(193)	(193)	(193)	(193)
이익잉여금	3,655	3,718	3,909	4,167	4,469
비지배주주지분	**2,131**	**2,110**	**2,187**	**2,284**	**2,393**
순차입금	3,874	4,518	4,012	3,662	3,790

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**791**	**776**	**1,228**	**1,215**	**673**
당기순이익	312	187	295	383	442
유형자산감가상각비	444	426	415	415	423
무형자산상각비	53	55	57	59	61
자산부채변동	(121)	(41)	373	260	(364)
기타	103	149	88	98	111
투자활동현금흐름	**(912)**	**(981)**	**(621)**	**(742)**	**(664)**
유형자산투자	(601)	(895)	(443)	(588)	(513)
유형자산매각	5	10	10	10	10
투자자산순증	(8)	95	(33)	(17)	(15)
무형자산순증	(13)	(13)	(78)	(78)	(79)
기타	(295)	(178)	(77)	(69)	(67)
재무활동현금흐름	**(16)**	**(17)**	**(429)**	**(449)**	**14**
자본의증가	0	4	0	0	0
차입금의순증	179	203	(326)	(324)	154
배당금지급	(79)	(82)	(39)	(40)	(43)
기타	(116)	(142)	(64)	(85)	(97)
기타현금흐름	1	2	0	0	0
현금의증가	**(136)**	**(220)**	**177**	**23**	**23**
FCF	286	(179)	701	523	26

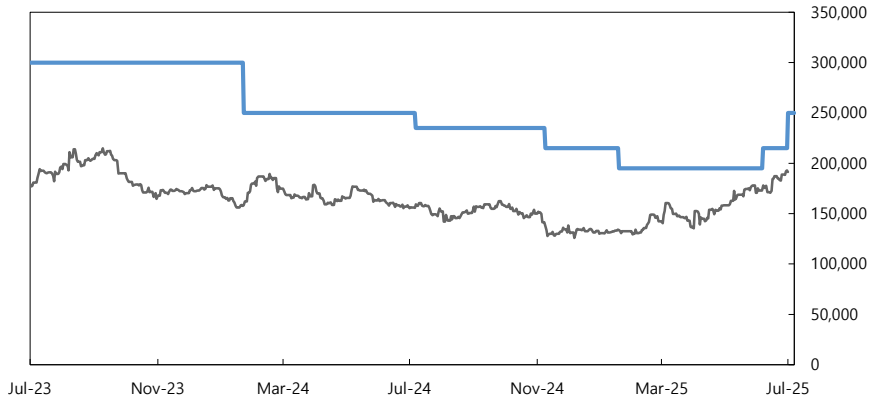
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	23,574	11,776	26,496	34,340	39,617
BPS	436,364	452,779	487,647	520,023	556,923
DPS	4,000	4,500	4,600	4,900	5,200
수익성(%)					
ROA	2.1	1.3	1.9	2.4	2.8
ROE	5.4	2.5	5.3	6.5	6.9
배당수익률	2.3	3.4	2.4	2.5	2.7
배당성향	16.8	36.6	17.4	14.3	13.1
안정성					
부채비율(x)	132.7	136.4	131.5	123.8	114.1
차입금/자본총계비율(%)	76.7	81.5	72.7	63.9	62.0
이자보상배율(x)	3.8	2.4	3.2	4.3	5.8
순차입금/EBITDA(x)	3.4	4.7	4.0	3.4	3.3
Valuation(x)					
PER	7.4	11.3	7.3	5.6	4.9
최고	10.2	16.2	7.3	5.6	4.9
최저	6.8	10.6	4.8	3.7	3.2
PBR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
최고	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
최저	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.7	8.1	7.9	7.0	6.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
신세계 (004170)	2023.04.10	매수	300,000원	-37.3	-28.0
	2024.01.25	매수	250,000원	-32.7	-24.2
	2024.07.09	매수	235,000원	-35.2	-30.9
	2024.11.11	매수	215,000원	-38.6	-35.7
	2025.01.21	매수	195,000원	-22.7	-8.8
	2025.06.09	매수	215,000원	-15.2	-10.3
	2025.07.04	매수	250,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 7월 4일 현재 신세계 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.8%	21.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.