

현대백화점(069960)

넘어진 김에 잠깐 쉬어 가자

영업이익이 시장 기대치를 34.8% 하회

현대백화점의 2022년 4분기 연결기준 매출액은 1조 5,824억원(+43.8% YoY), 영업이익은 686억원(-27.2% YoY)을 기록했다. 매출액은 당사 추정치에 부합, 시장 기대치는 7.8% 상회했다. 영업이익은 시장 기대치와 당사 추정치(963억원)를 각각 34.8%, 28.8% 하회했다. 현대백화점은 지난 4분기부터 지누스(지분 36.9%, 인수금액 약 8,900억원) 인수에 따라 발생한 무형자산상각비(Purchase Price Allocation)를 인식하기 시작했다. 지난 4분기에는 3분기 비용까지 합산한 200억원을 반영했다(향후 17년간 매 분기 100억원씩 총 6,900억원). 그러나 PPA 상각비를 제외해도 영업이익은 시장 기대치와 당사 추정치를 각각 15.7%, 8.0% 하회했다. 또한 지누스의 영업권 손상(약 360억원) 및 대전점(화재로 영업 정지, 22년 9월 26일~) 관련한 영업외비용 발생 등으로 순적자로 전환했다.

백화점 부진은 이미 반영, 면세점 회복에 주목

2022년 4분기 백화점 사업의 영업이익은 945억원(-9.9% YoY)을 기록하여 당사 추정치인 1,041억원을 하회했다. 작년의 연말 쇼핑 시즌에 광고관측비 등을 평소보다 많이 지출했기 때문이다. 4분기 면세 부문의 영업적자는 233억원으로 당사 추정치인 영업적자 243억원에 부합했다. 백화점의 기존점 신장률 둔화가 지난 3분기부터 나타나고 있었기 때문에 백화점 사업부의 부진은 이미 주가에 반영되어 있다. 향후 현대백화점의 주가는 면세 사업의 회복과 함께 이루어질 것이다. 현재 면세점 업계는 송객수수료 재정립에 따라서 부진한 매출 흐름을 보이고 있다. 양회(3월 3~4일) 전후로 중국 소비가 본격적으로 회복한다고 가정 시 면세 산업의 파이공 매출 회복도 유사한 시점에 이루어질 것으로 전망한다.

넘어진 김에 잠깐 쉬어 가자

현대백화점에 대하여 투자 의견 매수를 유지하고 목표주가를 기존 90,000원에서 80,000원으로 11% 하향 조정한다. PPA 상각비를 반영하고, 백화점/면세점의 영업이익 추정을 소폭 하향했다. 이에 따라 2023년 순이익 추정을 12.9% 하향했고, 적용 배수는 기존과 동일하게 7.9배(표1 참고)를 적용하였다. 현대백화점의 모든 사업부에 대한 기대감이 낮기 때문에 주가 하방 경직성은 높다고 판단한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2020A	2,273	136	70	3,172	(63.3)	377	22.5	8.5	0.4	1.7	1.4
2021A	3,572	264	189	8,652	172.8	568	8.7	6.1	0.4	4.4	1.5
2022F	5,014	321	145	6,616	(23.5)	632	8.9	4.7	0.3	3.2	2.2
2023F	6,399	433	242	11,085	67.6	751	5.3	3.3	0.3	5.2	2.2
2024F	7,520	561	324	14,819	33.7	886	4.0	2.5	0.3	6.6	2.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 80,000원(하향)

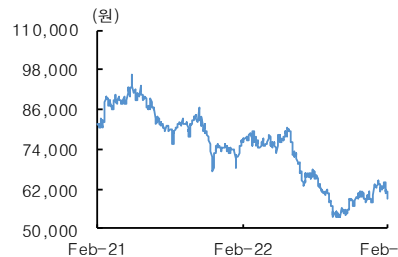
Stock Data

KOSPI(2/13)	2,453
주가(2/13)	59,200
시가총액(십억원)	1,385
발행주식수(백만)	23
52주 최고/최저가(원)	80,500/53,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,305
유동주식비율/외국인지분율(%)	57.3/25.1
주요주주(%)	정지선 외 3인 36.1
	국민연금공단 8.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.4)	(9.2)	(22.5)
KOSPI 대비(%p)	(8.2)	(6.2)	(11.8)

주가추이



자료: FnGuide

김명주

myoungjoo.kim@koreainvestment.com

<표 1> 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, %)

		비교
2023년 순이익	242	2019년의 9.6배와 2022년(영업외 일회성을 제외한 조정 배수)의 6.2배의 평균 PER 적용 (기존에도 동일하게 7.9배 적용)
목표 PER	7.9	
적정시가총액	1,914	
발행주식수(천주)	23,402	
목표주가(원)	80,000	
현재주가(원)	59,200	
상승여력	35.1	

주1: 2023년 2월 13일 종가 기준

주2: 현대백화점 관점에서 지누스와 시너지에 대한 의구심이 여전히 존재하기 때문에 지누스 지분을 인수(22년 6월 인수)했던 2022년의 조정 PER를 적용. 2022년 조정 PER은 2022년 영업외 일회성 비용(지누스 영업권 손상 및 대전점 영업외손상, 자회사 손상)을 제외한 값임(지누스 인수 관련 PPA 상각비는 반영. 17년동안 인식하기 때문에 일회성으로 보기 어려움)

주3: 2022년에 코로나19의 실질적인 종료로 생활 정상화가 이루어진다는 점을 고려하여 2019년 PER을 반영

자료: 한국투자증권

<표 2> 현대백화점 2022년 4분기 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q21	3Q22	4Q22			성장률	
			실제	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,101	1,372	1,582	1,576	1,467	43.8	15.3
영업이익	94	92	69	96	105	(27.2)	(25.7)
영업이익률	8.6	6.7	4.3	6.1	7.2	(4.2)	(2.4)
지배주주 순이익	52	50	(14)	51	64	N.M	N.M

자료: 현대백화점, 한국투자증권

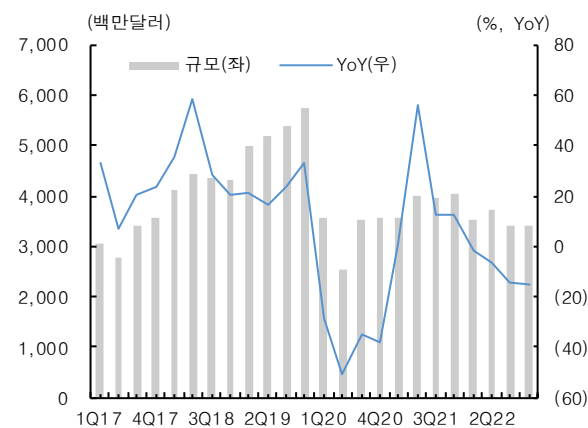
<표 3> 현대백화점 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변동률		변경사유
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	
매출액	5,008	6,314	5,014	6,399	0.1	1.3	- PPA 상각비 반영(연간 400억원 영업비용) - 백화점/면세 부문 손익 소폭 추정 변경
영업이익	349	510	321	433	(8.1)	(15.0)	
영업이익률(%)	7.0	8.1	6.4	6.8	(0.6)	(1.3)	
순이익	209	278	145	242	(30.8)	(12.9)	

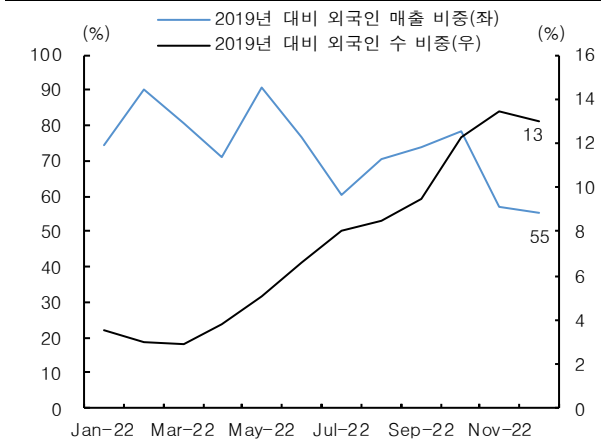
자료: 한국투자증권

[그림 1] 한국 면세 시장 분기별 추이



자료: 한국면세점협회, 한국투자증권

[그림 2] 19년 대비 22년의 월별 외국인 매출/인원수 비중



자료: 한국면세점협회, 한국투자증권

<표 4> 현대백화점 주요 사업부 영업이익 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	변경 전		변경 후		변동률		사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
백화점	440.4	461.4	419.0	451.6	(4.8)	(2.1)	- 2022년 4분기에 이어 2023년 1분기~2분기에도 평년보다 많은 광고 판촉비 집행이 이어진다고 가정.
면세점	(41.7)	1.7	(44.8)	4.6	적자확대	169.3	- 송객 수수료 기준 재정립에 따른 면세 업계 내 불확실성이 1월에 이어 2월까지 이어지고 있음을 반영

자료: 한국투자증권

<표 5> 현대백화점 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
총매출액	2,034	2,308	2,216	2,565	2,282	2,432	2,319	3,143	2,314	2,687	2,684	3,215	9,122	9,971	10,900	12,214
순매출액	683	864	925	1,101	934	1,125	1,372	1,582	1,334	1,531	1,647	1,888	3,572	5,014	6,399	7,520
영업이익	65	58	48	94	89	71	92	69	102	82	112	137	264	321	433	561
백화점	76	65	57	105	103	85	97	94	107	91	99	122	303	379	419	452
면세점	(11)	(8)	(11)	(11)	(14)	(14)	(15)	(23)	(17)	(14)	(9)	(4)	(41)	(66)	(45)	5
지누스							11	17	22	16	31	30			99	145
세전이익	77	66	88	86	104	73	97	(28)	98	81	133	151	317	246	463	619
순이익	43	41	54	52	62	46	50	(14)	51	42	70	79	189	145	242	324
YoY (%)																
순매출액	52.0	67.2	39.6	70.7	36.8	30.3	48.4	43.8	42.7	36.0	20.0	19.3	57.2	40.4	27.6	17.5
영업이익	336.3	609.6	6.3	38.2	36.7	23.5	94.1	(27.2)	15.0	15.6	20.9	100.4	94.6	21.4	35.1	29.5
순이익	167.9	377.5	88.6	201.1	44.1	12.9	(6.8)	NM	(17.8)	(7.2)	39.4	NM	169.3	(23.7)	67.6	33.7

주1: 순이익은 지배주주기준

주2: 지누스의 실적은 2022년 3분기부터 현대백화점 실적에 연결로 반영

자료: 현대백화점 한국투자증권

<표 6> 지누스 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
매출	274	251	275	323	291	264	286	318	306	295	351	399	1,124	1,160	1,351	1,625
미국	249	219	231	284	253	214	244	267	252	240	285	324	983	977	1,100	1,320
캐나다	5	7	21	13	10	7	7	10	12	10	11	15	45	34	48	60
한국	7	11	7	7	7	24	9	12	18	21	24	25	31	52	87	105
기타	14	15	16	20	21	20	26	29	25	25	31	35	65	97	116	139
매출총이익	84	72	76	81	87	69	82	97	94	93	113	121	313	336	421	510
영업이익	25	13	20	16	28	9	11	17	22	16	31	30	74	66	99	145
순이익	19	8	18	6	19	4	12	(5)	16	10	22	21	52	29	69	101
YoY (%)																
매출	48.8	12.0	1.3	4.5	6.0	5.1	4.0	(1.4)	5.2	11.7	22.6	25.4	13.6	3.2	16.5	20.2
영업이익	7.7	(53.6)	(42.9)	9,466.5	13.1	(30.8)	(46.3)	7.2	(21.1)	69.3	196.9	71.1	(14.3)	(11.8)	51.3	46.3
순이익	11.8	(54.5)	(10.0)	NM	(2.2)	(48.3)	(34.2)	NM	(16.2)	133.0	87.8	NM	12.8	(43.1)	134.4	47.0

주: 순이익은 지배주주기준

자료: 지누스, 한국투자증권

기업개요

현대백화점은 백화점과 면세점 사업을 영위하고 있으며 2022년 4분기 현재 백화점 15개, 아울렛 7개, 면세점 3개를 운영하고 있음. 2022년 6월 매트리스를 생산 및 판매하는 지누스의 지분을 36.88% 인수하여 최대주주로 등극함

손익계산서

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	2,273	3,572	5,014	6,399	7,520
매출원가	845	1,232	1,938	3,367	4,129
매출총이익	1,428	2,340	3,076	3,032	3,391
판매관리비	1,292	2,076	2,755	2,599	2,830
영업이익	136	264	321	433	561
영업이익률(%)	6.0	7.4	6.4	6.8	7.5
EBITDA	377	568	632	751	886
EBITDA Margin(%)	16.6	15.9	12.6	11.7	11.8
영업외수익	11	53	(75)	30	58
금융수익	20	31	39	55	62
금융비용	35	44	67	86	64
기타영업외손익	5	26	(56)	28	27
관계기업관련손익	21	39	9	33	33
세전계속사업이익	147	317	246	463	619
법인세비용	42	83	59	127	170
연결당기순이익	105	233	187	336	449
지배주주지분순이익	70	189	145	242	324
지배주주순이익률(%)	3.1	5.3	2.9	3.8	4.3
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	3.4	57.2	40.4	27.6	17.5
영업이익 증가율	(53.5)	94.6	21.4	35.1	29.5
지배주주순이익 증가율	(63.8)	169.3	(23.7)	67.6	33.7
EPS 증가율	(63.3)	172.8	(23.5)	67.6	33.7
EBITDA 증가율	(25.2)	50.4	11.2	19.0	17.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	259	500	1,023	1,585	1,168
당기순이익	105	233	187	336	449
유형자산감가상각비	229	288	290	292	293
무형자산상각비	13	15	21	26	31
자산부채변동	(82)	(77)	487	863	296
기타	(6)	41	38	68	99
투자활동현금흐름	(1,085)	42	(1,041)	(1,145)	(835)
유형자산투자	(515)	(263)	(291)	(293)	(294)
유형자산매각	2	3	3	3	3
투자자산순증	(523)	323	(295)	(259)	(202)
무형자산순증	(7)	(3)	(52)	(56)	(55)
기타	(42)	(18)	(406)	(540)	(287)
재무활동현금흐름	806	(530)	37	(421)	(319)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	851	(482)	108	(299)	(165)
배당금지급	(22)	(22)	(24)	(28)	(28)
기타	(23)	(26)	(47)	(94)	(126)
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	(19)	12	19	18	15
FCF	(470)	(51)	590	900	639

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

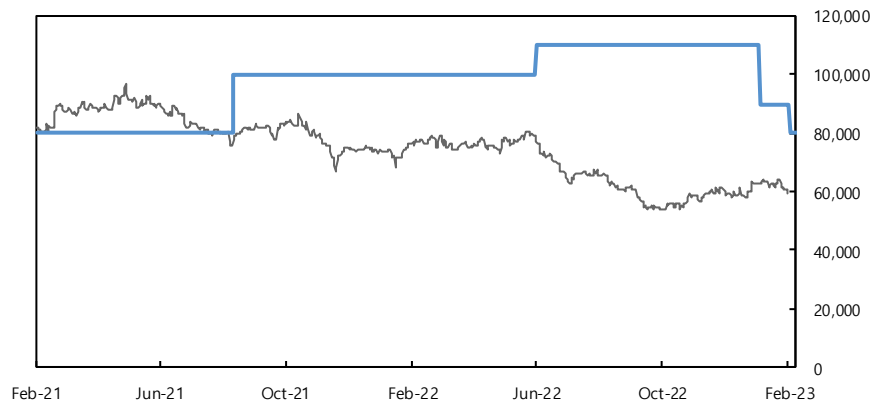
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	8,707	8,969	10,199	11,295	12,119
유동자산	1,986	1,945	2,698	3,188	3,671
현금성자산	35	47	65	84	98
매출채권및기타채권	608	794	1,064	1,166	1,295
재고자산	234	365	512	654	768
비유동자산	6,721	7,024	7,501	8,107	8,448
투자자산	716	778	1,092	1,394	1,638
유형자산	5,300	5,298	5,296	5,294	5,292
무형자산	81	78	109	140	164
부채총계	3,675	3,744	4,802	5,577	5,967
유동부채	2,276	1,978	2,863	3,795	4,213
매입채무및기타채무	923	1,051	1,254	1,600	1,805
단기차입금및단기사채	505	116	163	178	188
유동성장기부채	350	120	120	70	70
비유동부채	1,399	1,765	1,939	1,782	1,754
사채	352	650	600	475	500
장기차입금및금융부채	716	809	909	759	609
자본총계	5,032	5,226	5,397	5,718	6,152
지배주주지분	4,267	4,421	4,547	4,771	5,076
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
기타자본	(160)	(185)	(185)	(185)	(185)
이익잉여금	3,695	3,869	3,985	4,199	4,495
비지배주주지분	766	805	850	947	1,076
순차입금	920	1,073	887	306	(88)

주요 투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	3,172	8,652	6,616	11,085	14,819
BPS	188,430	195,859	201,260	210,805	223,836
DPS	1,000	1,100	1,300	1,300	1,300
수익성(%)					
ROA	1.3	2.6	1.9	3.1	3.8
ROE	1.7	4.4	3.2	5.2	6.6
배당수익률	1.4	1.5	2.2	2.2	2.2
배당성향	31.4	12.7	19.7	11.7	8.8
안정성					
부채비율(x)	73.0	71.6	89.0	97.5	97.0
차입금/자본총계비율(%)	39.2	34.5	35.4	28.2	23.5
이자보상배율(x)	4.4	6.4	5.0	5.2	9.2
순차입금/EBITDA(x)	2.4	1.9	1.4	0.4	-0.1
Valuation(x)					
PER	22.5	8.7	8.9	5.3	4.0
최고	28.8	11.2	12.2	5.8	4.3
최저	16.6	7.7	7.9	5.1	3.8
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
최고	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
최저	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PSR	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.5	6.1	4.7	3.3	2.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대백화점 (069960)	2020.03.25	매수	80,000원	-15.6	12.5
	2021.03.25	1년경과		8.6	20.9
	2021.08.23	매수	100,000원	-22.7	-13.6
	2022.06.13	매수	110,000원	-44.0	-30.3
	2023.01.16	매수	90,000원	-30.7	-28.6
	2023.02.14	매수	80,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2023년 2월 14일 현재 현대백화점 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가 등락 기준임

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

■ 투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
86.4%	13.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 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
- 중립 : 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 증목들은 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.