

2024.02.14.(수) 증권사리포트

만든 날짜: 2024-02-14 오전 4:23

수정한 날짜: 2024-02-14 오전 4:37

2024.02.14.(수) 증권사리포트

크래프톤

PUBG의 부활과 다크앤다커M을 통한 스케일업 기대

[\[출처\] 유안타증권 이창영 애널리스트](#)

4Q23 Review

매출액 5,346억원(QoQ +19%, YoY+13%), 영업이익 1,643억원(QoQ -13%, YoY+30%), 지배순손실 128억원. 시장기대치 상회. 신규 맵 '론도' 출시로 MAU가 상승하며 PC 매출 1,671억원(QoQ +38%, YoY+20%), BGMI 매출액, 트래픽 모두 역대 최고치 경신하며 모바일 매출 3,427억원(QoQ +11%, YoY+35%) 기록. 인건비, 마케팅비, 주식보상비용 모두 증가에도 YoY 영업이익(률) 개선

2024년 전망

기존 PUBG게임이 PC, 모바일, 콘솔 모두에서 매출이 상승 중인 가운데, STEAM에서 인기게임 1위를 기록했던 글로벌 IP '다크 앤다커'(이후 D&D) 모바일 게임이 2분기 출시 예정이며, 'INZOI(초실사 라이프 시뮬)', '블랙버짓(Extraction Shooter)', 'Dinkum M(샌드박스게임)', '서브노티카2(어드벤처)' 5개 신작 게임이 2024년 동사 실적 성장성을 가속화시킬 것으로 기대됨

투자의견 BUY로 상향, 목표주가 27만원으로 상향 조정

동사는 시기술을 게임개발에 적용, 장기적으로 게임 개발 원가를 낮추는 노력을 진행하면서, 수십~수백 여개의 새로운 IP 발굴을 통한 개발력의 규모확대(Scale-up)를 추진하고 있음. 또한, 기존 PUBG IP의 멀티 프로덕트화(플랫폼, 지역, 연령, 장르 다변화)를 통해 전체 성장성 및 실적 개선이 기대되고 있음

24년 실적을 상향조정하여, 목표주가를 27만원으로 상향 조정, 투자의견을 BUY로 상향함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,346	12.9	18.7	4,354	22.8
영업이익	1,643	19.8	-13.2	1,100	49.4
세전계속사업이익	263	흑전	-90.6	966	-72.8
지배순이익	-128	적지	적전	723	-117.7
영업이익률 (%)	30.7	+1.7 %pt	-11.3 %pt	25.3	+5.4 %pt
지배순이익률 (%)	-2.4	적지	적전	16.6	-19.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

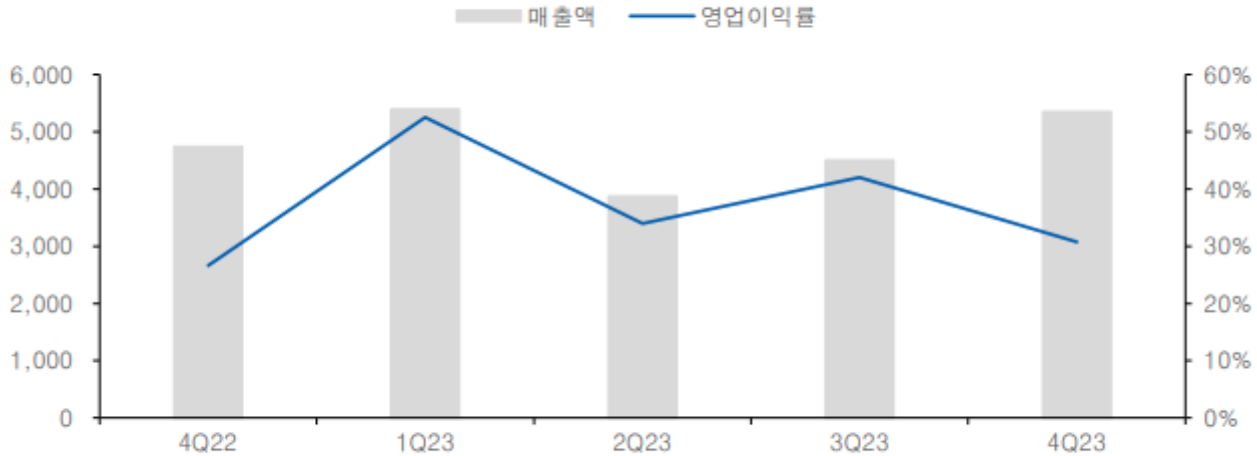
(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023P	2024F
매출액	18,854	18,540	19,106	25,542
영업이익	6,506	7,516	7,681	9,568
지배순이익	5,199	5,002	5,954	7,208
PER	42.3	24.4	15.8	14.4
PBR	4.0	2.3	1.6	1.6
EV/EBITDA	29.3	10.9	7.7	6.3
ROE	17.9	10.3	11.1	12.2

자료: 유안타증권

크래프톤 매출액 & 영업이익률

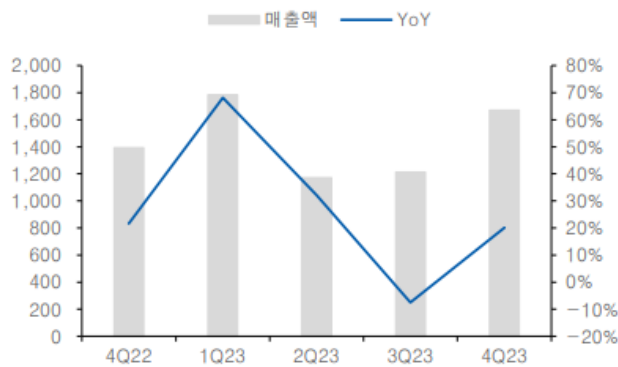
(단위: 억원)



자료: 크래프톤, 유안타증권 리서치센터

PC 매출액 & YoY 성장률

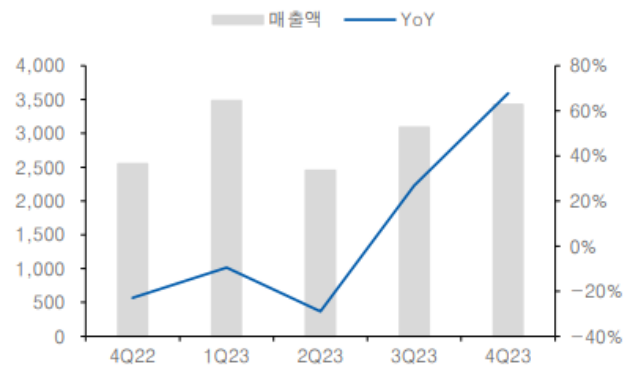
(단위: 억원)



자료: 크래프톤, 유안타증권 리서치센터

모바일 매출액 & YoY 성장률

(단위: 억원)



자료: 크래프톤, 유안타증권 리서치센터



신한지주

타행대비 준수한 이익, PE 지분 오버행 우려는 상존

[\[출처\] 하나증권 최정욱 애널리스트](#)

일회성 요인에도 불구하고 타행대비 준수한 이익 시현. CET 1 13% 상회도 긍정적

신한지주에 대한 투자의견 매수와 목표주가 54,000원을 유지. 4분기 순이익은 전년동기대비 68.2% 증가한 5,500억원을 시현해 우리 예상치에 거의 부합. 4분기 실적의 특징은 1) 민생 금융비용 2,936억원 반영과 해외대체자산 평가손 및 부동산 PF 추가 총당금 4,156억원 적립에도 불구하고 타행들보다는 상대적으로 준수한, 예상에 부합하는 이익을 시현했다는 점과 2) 배당과 자사주 소각 등의 주주환원에도 불구하고 CET 1 비율이 13.13%로 전분기대비 21bp나 개선되었다는 점임. 특히 대출 성장에도 환율 하락 등에 따라 RWA가 1.7조원 감소한 점도 자본비율 개선에 기여. 4분기 중 원화대출이 약 1.4% 증가하고 은행 NIM 하락폭이 1bp에 그치면서 그룹 순이자이익은 증가세가 지속됐지만 그룹 수수료이익은 증권수탁 수수료 감소 등으로 다소 감소. 또한 은행 희망퇴직 규모가 전년동기대비 축소되면서 판관비는 예상치를 하회. 4분기 그룹 대손비용은 7,670억원이었는데 담보대출 LGD 상향 및 PF 추가 총당금 3,272억원과 태영건설 총당금 544억원까지 제외한 경상 총당금은 약 3,900억원 내외로 3분기의 경상 총당금 3,900억원 수준이 그대로 유지되는 모습이었음

보수적인 가정하에서의 배당 정책. 자사주 매입·소각 규모 커질 수 밖에 없을 전망

균등배당 정책에 따라 4분기 결산배당은 주당 525원으로 연간 2,100원이었고, 자사주 매입·소각분 4,860억원을 포함시 총주주환원율은 36.0%를 기록. 2024년 배당으로는 2,160원(분기당 540원), 1분기 자사주 매입·소각 규모는 1,500억원으로 결정. 올해 상당폭의 이익 개선이 예상된다는 점을 감안하면 배당 규모가 예상보다 크지 않았는데 그 이유는 1) 배당은 DPS를 안정적으로 우상향시키고, 자사주 매입·소각을 통해 총주주환원율을 상향시키는 전략을 우선시하며 2) 2024년에도 국내 매크로 환경이 쉽지 않은 상황임을 감안할 때 회사측의 이익 목표치가 시장의 기대보다 높지 않은 것으로 추정되기 때문. 다만 3~4%의 대출성장률과 NIM YoY 5bp 이내 하락, 전년도 수준의 대손비용률 관리 등을 가정시에도 상당폭 이익 개선이 예상된다. 점에서 총주주환원율을 2023년 36%에서 더욱 상향시키기 위해서는 연간 자사주 매입·소각 규모가 최소 6,000억원 이상을 훌쩍 뛰어넘을 수 밖에 없다고 판단. 우리는 동사의 2024년 추정 순이익을 약 4.8조원, 전년대비 10% 가량 증가할 것으로 기대

어피니티 블록딜 매각으로 촉발된 PE 보유 지분들의 오버행 우려는 상존

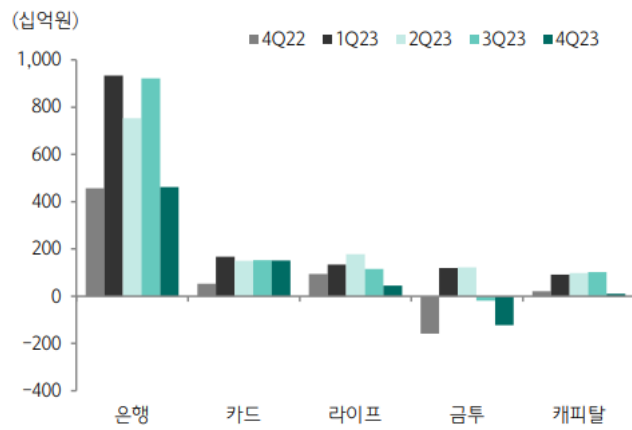
1월말과 2월초 두 차례의 어피니티 블록딜 매각으로 2020년 유상증자 참여 PE들의 지분 매각 우려가 현실화. 어피니티는 금번 매각에 따라 이제 잔여 지분은 994만주(약 1.8%)이고, 베어링도 1,869만주(약 3.6%)를 보유한 것으로 추정(유상증자 가격은 주당 29,600원). 취득단가가 주당 42,900원으로 다소 높기는 하지만 2019년에 IMM PE에 발행한 1,748만주(약 3.4%)의 전환우선주도 보통주로 전환되어 있는 상태. 주주구성 다변화 측면이기는 했지만 PE의 경우 일정기간내 exit이 수반된다는 점에서 오버행 우려는 한동안 지속될 것으로 전망

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

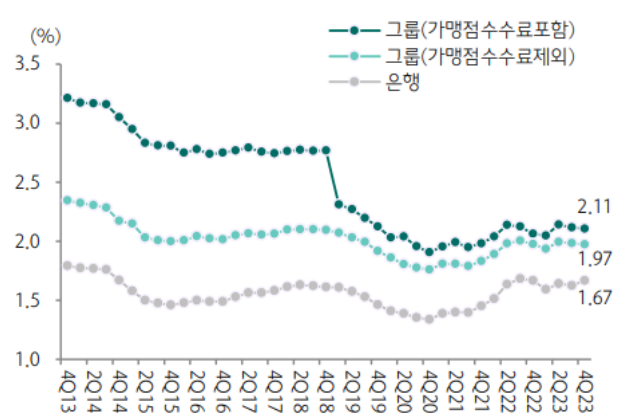
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
총영업이익	13,219	14,247	14,894	15,634
세전이익	6,349	5,965	6,515	6,843
지배순이익	4,642	4,368	4,796	5,037
EPS	8,145	7,853	8,623	9,057
(증감율)	17.1	-3.6	9.8	5.0
수정BPS	89,939	102,661	109,920	117,589
DPS	2,065	2,100	2,160	2,450
PER	4.3	5.1	5.1	4.9
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	9.9	8.7	8.8	8.6
ROA	0.7	0.6	0.7	0.7
배당수익률	5.9	5.2	4.9	5.5

도표 3. 그룹사별 순이익 추이



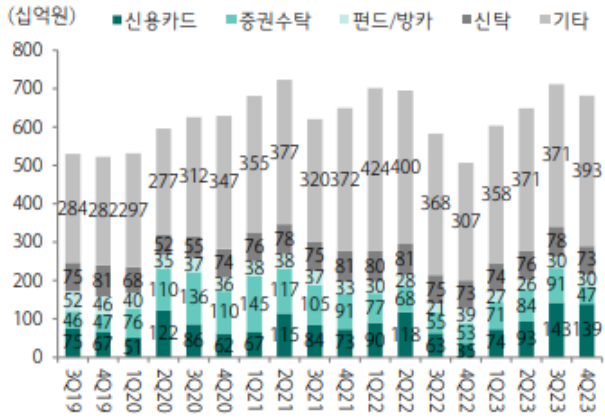
자료: 하나증권

도표 4. NIM 추이



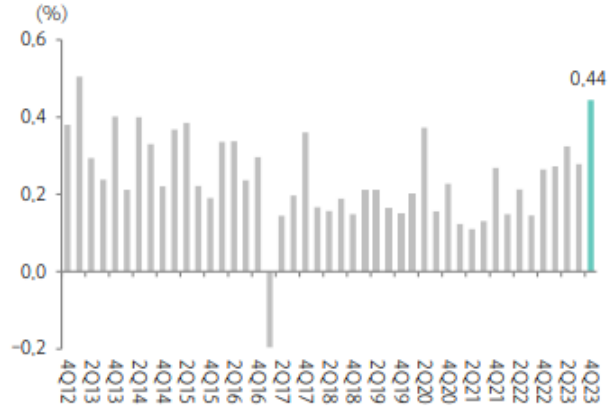
주: 분기 NIM 기준
자료: 하나증권

도표 7. 그룹 수수료이익 추이



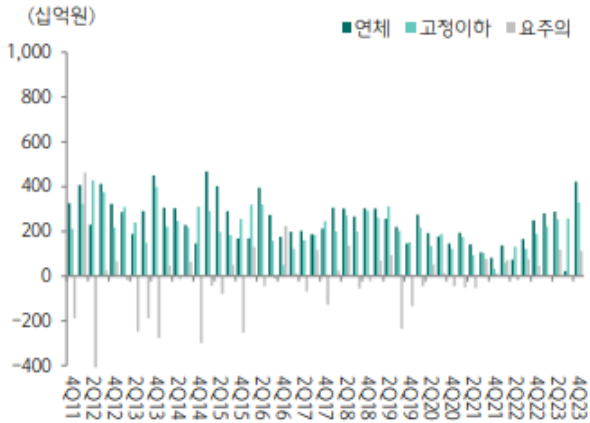
자료: 하나증권

도표 8. 그룹 총자산대비 대손비용률 추이



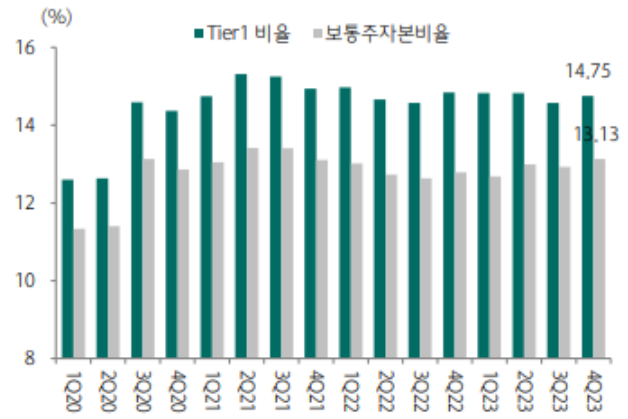
주: 총자산은 평잔 기준, 분기 연율화 기준
자료: 하나증권

도표 9. 은행 실질 연체 및 NPL 순증액 추이



주: 매-상각전 실질 순증액 기준
자료: 하나증권

도표 10. 그룹 자본비율 추이



주: 그룹 연결 기준
자료: 하나증권



한국항공우주

지속적인 신규 수출 수주 기대

[\[출처\] 키움증권 이한결 애널리스트](#)

4분기 영업이익 1,543억원, 어닝 서프라이즈 달성

4분기 매출액 1조 5,100억원(yoy +73.8%), 영업이익 1,543억원(yoy +311.2%, OPM 10.2%)로 어닝 서프라이즈를 시현하였다. 폴란드항 FA-50 납품 8대와 PL 형상 매출이 일부 인식되면서 완제기 수출 부문의 실적이 큰 폭으로 성장하였다. 폴란드 FA-50 수출 물량에 대한 수익성이 공정 숙련도가 올라가면서 상향된 점이 어닝 서프라이즈의 요인으로 추정한다. 국내 사업 부문도 견조한 성장세를 보였고 기체 부품 사업은 연간 가이던스를 충족하는 실적을 달성하였다. 다만, 이라크 기지 재건 사업이 지난해 마무리되지 못하고 납기가 올해 1분기로 연장된 점은 아쉬운 부분이다. 이라크 기지 재건 사업 연장 등에 따른 추가 총당금을 반영한 손실 총당금과 마린온 소송 관련 총당금 환입으로 약 650억원의 일회성 비용이 발생한 것으로 파악된다.

긍정적인 수주 가이던스 제시

동사는 올해 실적 가이던스로 매출 3조 7,684억원과 신규 수주 5조 9,147억원을 제시하였다. 동사의 평균적인 연간 신규 수주가 3~4조원 수준이었음을 감안하면 올해 신규 수주 목표는 긍정적이라고 판단한다. 이에 24년말 수주잔고는 약 23.9조원으로 23년말 대비 9.8% 성장할 것으로 기대한다. 국내 사업 부문에서는 올해 상반기 KF-21 최초 양산 계약 1.5조원을 포함한 약 1.8조원 규모의 신규 수주가 예상된다. 또한, 완제기 수출 부문에서도 중동항 회전의 최초 수출과 중앙아시아항 FA-50 추가 수출 등을 고려해 약 3조원 규모의 신규 수주가 기대된다. 기체 부품 사업 부문은 글로벌 민간 항공 산업 공급망의 견조한 회복세에 힘입어 약 1.1조원의 신규 수주를 달성할 것으로 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 69,000원 유지

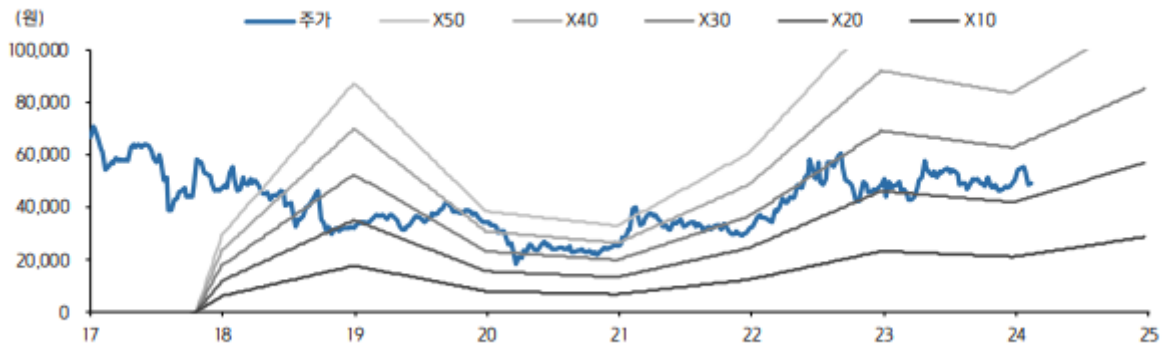
2024년 매출액 3조 7,953억원(yoy -0.6%) 영업이익 2,467억원(yoy -0.4%, OPM 6.5%) 달성을 전망한다. 올해도 국내 사업 부문에서 안정적인 체계 개발사업 진행과 총 12대의 납품을 기반으로 견조한 실적을 기대한다. 완제기 수출부문은 폴란드항 FA-50 캡필러 물량에 대한 기저가 부담되지만 PL 형상 및 말레이시아 매출이 일부 반영되고 이라크 CLS 사업, T-50 태국 수출 등에 힘입어 소폭 감소할 것으로 전망한다. 기체부품 사업 부문은 글로벌 항공 업황의 개선에 힘입어 회복세가 지속될 것으로 예상된다. 투자의견 BUY와 목표주가 69,000원을 유지한다

투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,562.3	2,786.9	3,819.3	3,795.3
영업이익	58.3	141.6	247.5	246.7
EBITDA	207.0	276.8	385.5	425.0
세전이익	54.4	122.1	260.9	253.3
순이익	53.3	115.9	221.8	201.1
지배주주지분순이익	63.9	118.5	224.5	203.5
EPS(원)	656	1,215	2,303	2,088
증감률(% YoY)	-14.4	85.4	89.5	-9.3
PER(배)	49.5	41.9	21.7	23.5
PBR(배)	2.49	3.47	2.90	2.51
EV/EBITDA(배)	16.1	14.2	11.2	10.6
영업이익률(%)	2.3	5.1	6.5	6.5
ROE(%)	5.2	8.8	14.4	11.3
순차입금비율(%)	11.1	-72.0	-34.6	-15.1

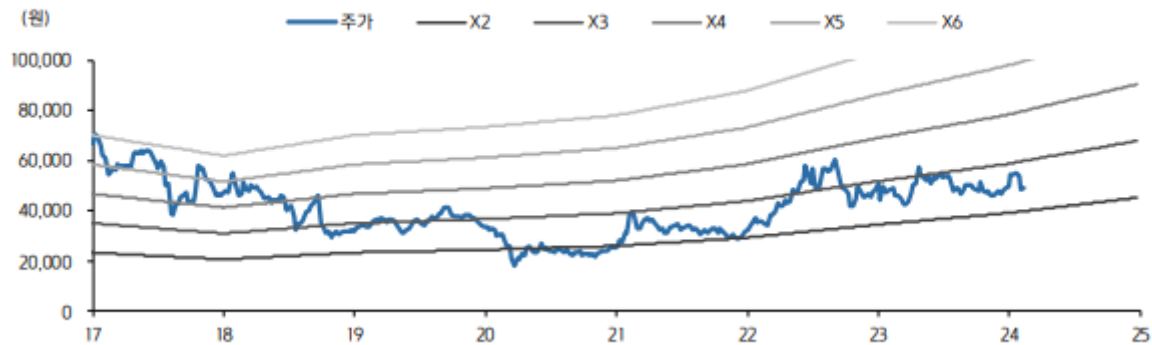
자료: 키움증권 리서치센터

한국항공우주 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 12M Forward P/B 밴드 차트



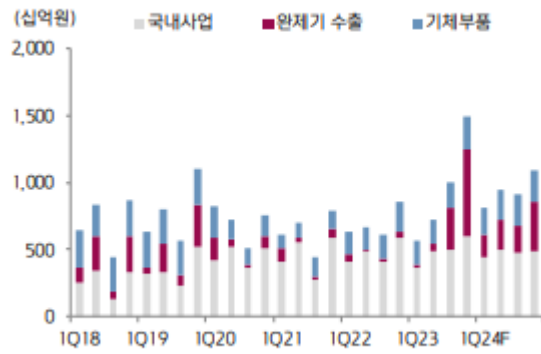
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



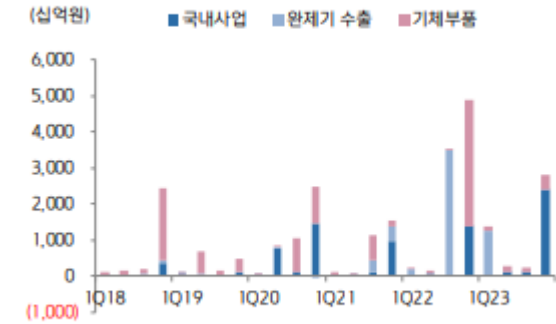
자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 부문별 매출 추이 및 전망



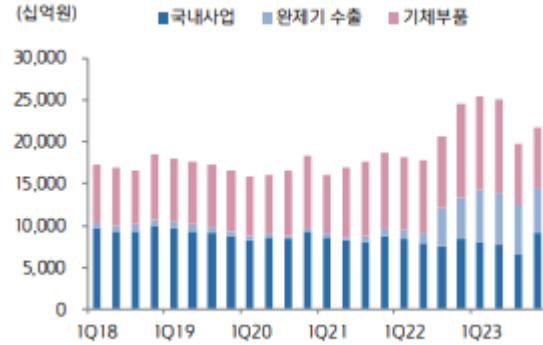
자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 부문별 신규 수주 추이

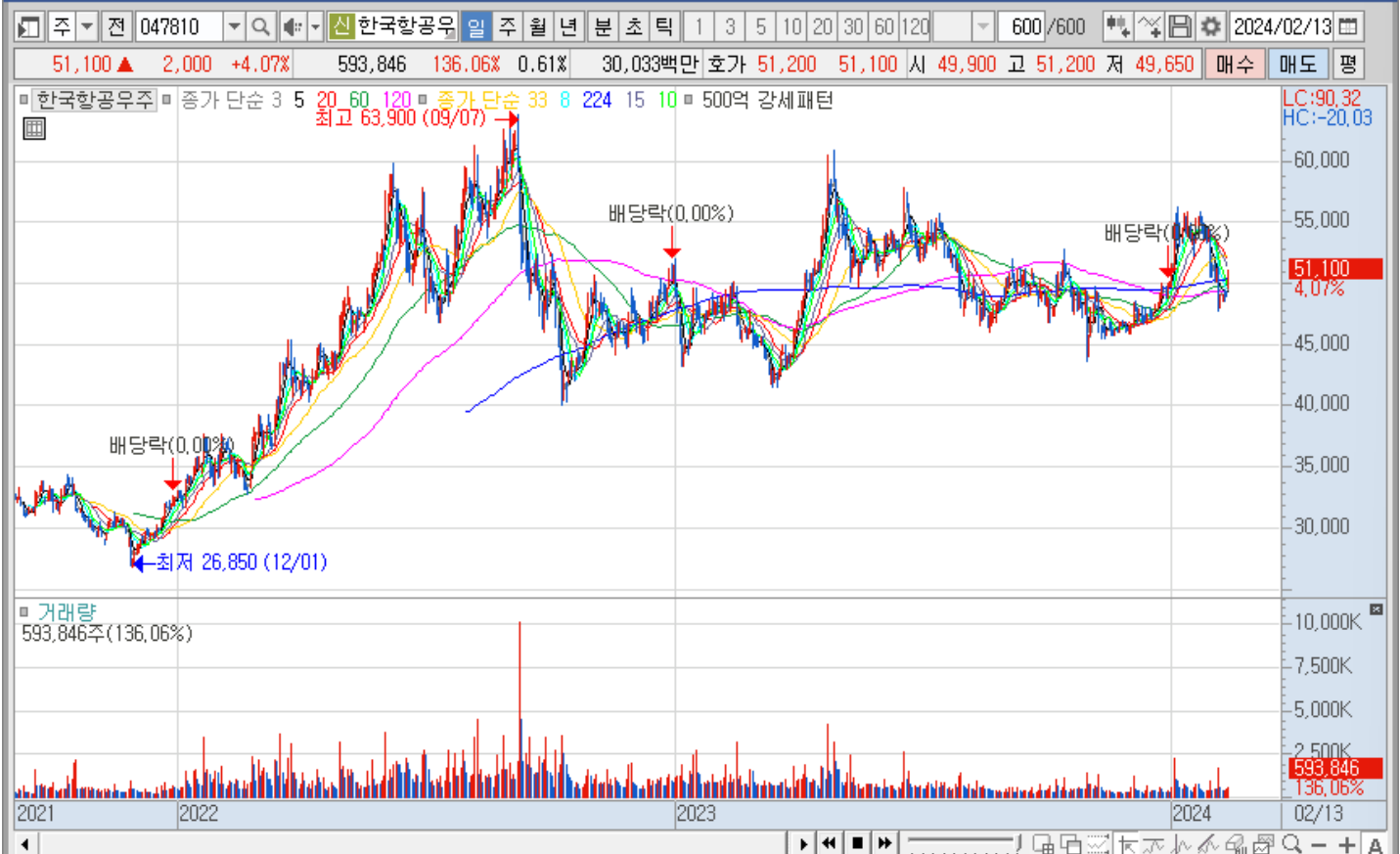


자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 부문별 수주 잔고 추이



자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터



삼성카드

자사주 소각 못할 이유는 없다

[\[출처\] 하나증권 최정욱 애널리스트](#)

4분기 순익 컨센서스 큰폭 상회. 취약차주 미사용한도에 대한 충당금 환입 때문

삼성카드에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 42,000원으로 상향. 목표가 상향은 소폭의 이익추정치 상향과 더불어 목표주가에 적용되는 BPS 기준을 2023년말에서 2024년말로 변경했기 때문. 4분기 순익은 전분기대비 28.6% 증가한 1,794억원을 시현해 컨센서스를 큰폭 상회. 실적이 예상을 상회한 주요 배경은 취약차주들의 미사용한도를 대폭 축소하면서 4분기 중 약 500억원의 미사용한도 충당금 환입이 발생했기 때문. 1) 수익성 중심의 경영 전략으로 마케팅비용을 축소시키면서 4분기 개인신판 취급고는 YoY 2.6% 증가에 그쳐 시장 전체 성장률인 6.5%에 비해 낮았고, 2) 개인회생신청 접수 규모가 분기당 1,500억원 내외에서 4분기에는 1,600억원대로 늘어나 4분기 경상 대손비용은 2,100억원으로 증가(환입을 감안한 표면 대손비용은 1,580억원). 3) 다만 마케팅비용 축소 등으로 영업수익률이 큰폭 상승해 영업수익이 다소 크게 증가했으며, 4) 신규 조달 금리 상승에도 총차입금리 상승 폭이 10bp에 그쳐 금융비용 증가 폭 또한 크지 않았던 점 등이 실적이 양호했던 배경임

대손비용 크게 낮아지기 어렵지만 2024년 순익은 전년과 유사한 6,120억원 예상

3분기 중 18.6%로 상승했던 개인신판 M/S는 4분기에 17.9%로 큰폭 하락해 현대카드의 M/S 18.5%보다도 낮아진 것으로 추정. 이는 수익성 위주 영업 전략에 따른 당연한 결과. 4분기 총상품자산 연체율은 1.17%로 전분기대비 11bp 상승했고, 대손상각 규모를 감안한 1개월 실질연체율도 2.16%로 상승하고 있는데 여기에 2월부터 코로나 피해가 없어도 지원이 가능한 새출발기금 소상공인 채무조정 대상 확대 등에 따라 대손비용률이 당장 낮아질 가능성도 낮은 편. 회사측은 올해 대손비용이 2023년 수준을 넘어설 수도 있을 것으로 예상하고 있는데 우리는 금리 인하 사이클과 맞물려 하반기에는 다소 안정화될 것으로 기대. 2024년 추정 순익은 약 6,120억원으로 2023년과 유사한 수준을 기록할 것으로 전망

정부 의지와 유통주식수, 과잉자본 이슈 등을 고려시 자사주 소각 충분히 검토 가능

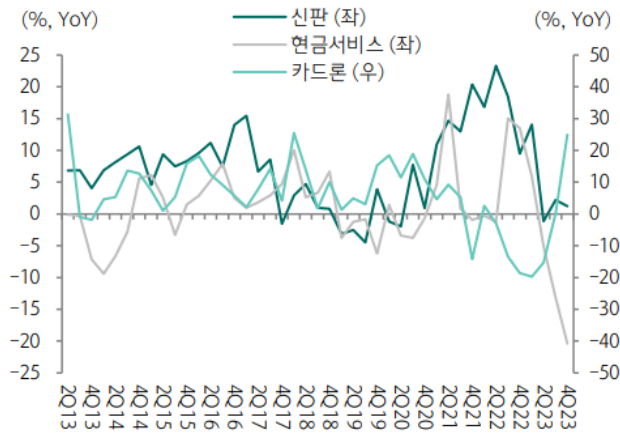
삼성카드는 과거 주가 부양을 위해 매입한 자사주 약 9.1백만주(발행주식수대비 약 7.9%)를 수년째 보유 중. 그동안 투자자들은 주주가치 제고를 위한 소각 결정을 내심 기대해 왔지만 이렇다할 분위기는 없었음. 그러나 최근 저평가 해소를 위한 기업 밸류업 프로그램 도입 등 정부 차원의 강력한 의지를 감안할 때 동사도 소각을 긍정적으로 검토할 가능성이 높다고 판단. 현재 삼성카드 대주주는 71.9%를 보유한 삼성생명으로 자사주까지 제외하면 유통주식수는 20.2%에 불과. 동사는 유통주식수 추가 축소에 대한 우려로 자사주 매입 또한 자제해 왔는데 기보유 자사주는 유통주식수에서 제외되어 있는데다 소각시에는 오히려 유통주식수 비율이 확대되는 장점이 있고, 상품자산 대비 레버리지비율이 약 3.0배에 불과해 타카드사대비 과잉자본 상태에 있다는 점에서 소각 결정을 하지 못할 이유는 없다고 판단

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

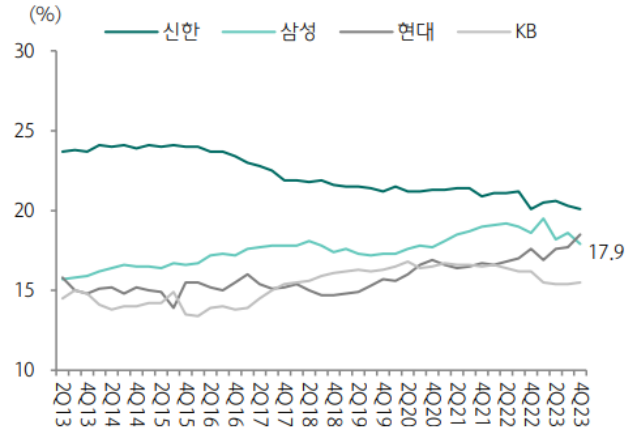
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
총영업이익	1,291	1,530	1,519	1,557
세전이익	851	811	816	859
지배순이익	622	609	612	644
EPS	5,362	5,242	5,263	5,544
(증감율)	12.7	-2.2	0.4	5.3
수정BPS	67,979	69,981	72,653	75,406
DPS	2,500	2,500	2,600	2,800
PER	5.5	6.2	6.7	6.4
PBR	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE	8.1	7.6	7.4	7.5
ROA	2.2	2.1	2.1	2.1
배당수익률	8.5	7.7	7.3	7.9

도표 2. 삼성카드 취급액 성장률 추이



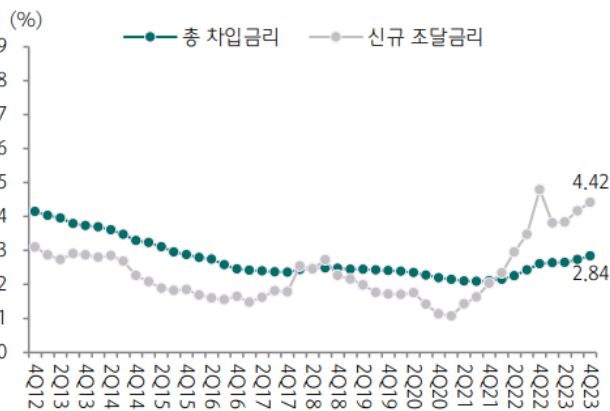
주: 전년동기대비 기준
자료: 하나증권

도표 3. 카드사 M/S 추이



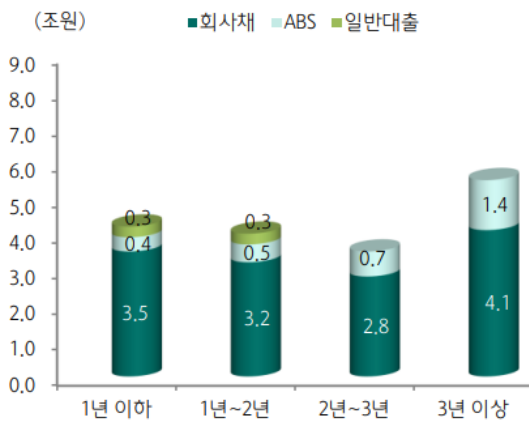
주: 개인신용판매 취급고 기준
자료: 하나증권

도표 4. 삼성카드 차입금 조달비용 추이



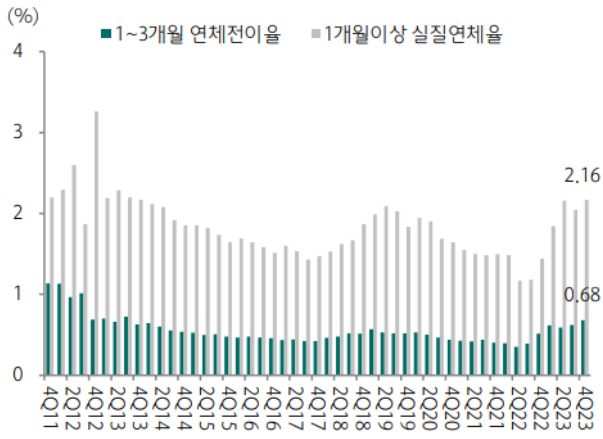
주: 조달금리는 이자비용/차입금평균잔
자료: 하나증권

도표 5. 삼성카드 차입금 만기 구조 현황



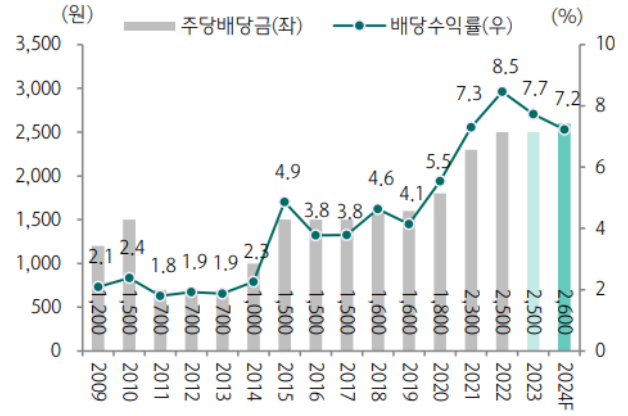
주: 2023년 4분기말 기준
자료: 하나증권

도표 10. 연체 전이율과 실질 연체율 추이



주: 실질 연체율은 상각전 실질 연체 기준
자료: 하나증권

도표 11. 삼성카드 주당배당금 및 배당수익률 추이 및 전망



주: 2024F 주당배당금은 하나증권 추정치
자료: 하나증권



슈프리마

높아지는 이익 체력 속 밸류업 요인 주목

[\[출처\] 키움증권 오현진 애널리스트](#)

4Q23 영업이익 87억원, 23년 연간 순이익 233억원

동사의 4분기 실적은 매출액 302억원(YoY 18%, QoQ 44%), 영업이익 87억원(YoY 39%, QoQ 144%)을 기록했다. 23년 상반기 발생한 해외 지사 비용 등이 해소되었으며, 유럽 등 일부 해외 지역의 이연되었던 매출이 인식됨에 따라 외형과 수익성이 동시에 개선되었다. 또한 동사 자체 AI 기술을 적용한 얼굴 인식 제품 '바이오 스테이션 3' 등 고부가 제품 판매 비중 증가에 따른 ASP 상승 효과도 반영된 것으로 파악된다. 환율 효과 및 금융상품 평가 이익 등이 추가로 반영됨에 따라 23년 실적은 매출액 946억원(YoY 6%), 영업이익 167억원(YoY -7%), 당기순이익 233억원(YoY 30%)을 기록했다.

24년 실적 성장 본격화

24년 동사 실적 성장세는 지속될 전망이다. 특히 동사는 중동 지역 신규 수주를 통한 성장이 기대된다. 네옴 시티 건설 현장 내 네옴 병원에 이어 네옴 빌라에 출입통제 솔루션을 수주했으며, 향후 네옴시티 건설에 따른 후속 수주를 예상한다. 또한 데이터센터 향 23년 이연 수주 및 신규 수주 증가도 예상된다. 글로벌 데이터센터 업체의 증설과 요구되는 보안 기술 고도화에 따라 동사 제품 수요가 증가 중이다. 동사는 데이터센터 보안시스템 시장 내 선도적인 점유율을 차지하고 있는 것으로 파악된다. 소프트웨어 매출 증가에 따른 수익성 개선도 주목된다. 통합보안 시스템 내 '바이오스타' 비중이 증가 추세로 파악되며, 갤럭시 S24 등에 탑재된 지문인식 알고리즘 '바이오사인'은 탑재 모델 판매량 증가 및 ASP 상승 효과 반영을 기대한다. 이에 24년 동사 실적은 매출액 1,085억원(YoY 15%), 영업이익 220억원(YoY 32%)을 전망한다.

밸류에이션 re-rating 본격화 시점

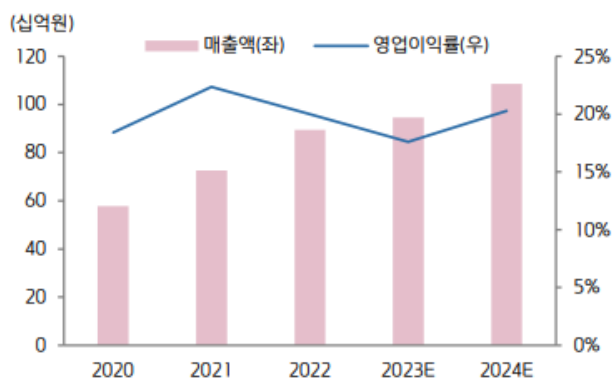
과거 동사의 주가는 견고한 이익 체력에도 성장성이 부각되지 못하면서 저평가 국면에 위치해 있었다. 그러나 최근 동사 실적 성장을 이끄는 요인들이 데이터센터 향 등 중장기 성장이 예상되는 시장 중심이라는 점 외에도 온 디바이스 AI 시대 속 자체 개발 AI 기술이 적용된 고부가 제품 비중 중심 성장이라는 점을 주목한다. 또한 자사주 취득 등을 통한 주주 친화 정책 및 M&A 등을 통한 영상분석 시장 진출 가능성 또한 동사의 밸류업을 가능케 하는 요인이다. 최근 주가 상승에도 24년 기준 동사 PER은 7.6배이다

투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	72.6	89.4	94.6	108.5
영업이익	16.2	17.9	16.7	22.0
EBITDA	19.1	21.0	19.7	24.4
세전이익	23.5	19.5	24.6	26.2
순이익	22.7	17.9	23.3	24.8
지배주주지분순이익	22.7	17.9	23.3	24.8
EPS(원)	3,149	2,484	3,241	3,443
증감률(%YoY)	140.4	-21.1	30.5	6.2
PER(배)	7.9	8.7	6.4	7.6
PBR(배)	1.08	0.86	0.73	0.82
EV/EBITDA(배)	6.6	3.7	2.4	2.6
영업이익률(%)	22.3	20.0	17.7	20.3
ROE(%)	14.5	10.3	12.1	11.4
순차입금비율(%)	-31.7	-43.3	-50.2	-54.4

자료: 키움증권

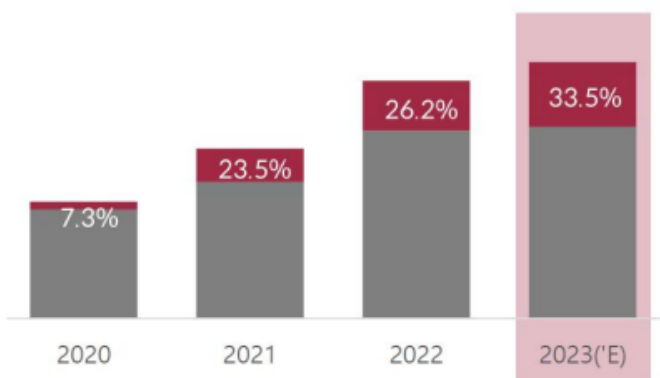
슈프리마 실적 추이 및 전망



자료: 슈프리마, 키움증권

AI 기술 적용 제품 비중 증가

AI제품 매출비중



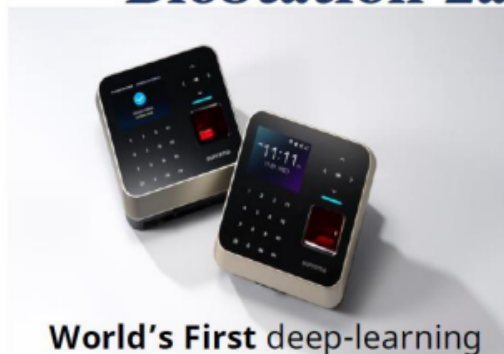
자료: 슈프리마, 키움증권

슈프리마 해외 지사 현황



자료: 슈프리마, 키움증권

BioStation 2a



World's First deep-learning based fingerprint algorithm

- AI제품
- 일반제품

중동 시장 진출한 슈프리마 제품



자료: 슈프리마, 키움증권



현대백화점

업황이 추가로 악화될 가능성은 제한적

[\[출처\] 키움증권 박상준 애널리스트](#)

4분기 영업이익 960억원으로 시장 컨센서스 부합

현대백화점의 4분기 연결기준 영업이익은 960억원(+40% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 다만, 순이익은 지누스 영업권 손상차손 2,583억원을 인식하면서 적자전환 하였다.

백화점의 4분기 기존점 매출은 이른 추위에 따른 매출 증가, 전년동기 대전점 화재에 따른 기저효과로 인해, 전년동기 대비 +7% 증가하였다. 면세점은 다이고 경로 매출 감소, 광고선전비 증가, 체화재고 소진 등의 영향으로 인해, 전분기 대비 이익이 감소하였다. 지누스는 신제품 출시를 위한 기존 제품 공급 감소로 인해, 매출과 영업이익이 전년동기 대비 모두 감소하였다.

업황이 추가로 악화될 가능성은 제한적

내수 및 중국 소비경기 회복 지연에도 불구하고, 동사의 24년 연결기준 영업이익은 전년대비 증가할 것으로 전망된다. 백화점은 소비 양극화 심화 및 신규 브랜드 유치에 따른 명품 매출 증가, 대전점 영업중단에 따른 기저효과, 지주사 전환에 따른 관리비용 효율화로 이익 증가가 무난하다. 향후 금리 인하가 단행된다면, 내수 소비경기 회복에 대한 기대감도 확대될 수 있다. 면세점도 인천공항 면세점의 안정적 운영과 해외 여행 수요 회복에 힘입어, 전년대비 이익 개선이 가능할 것으로 판단된다.

더불어, 동사는 업종 내 저PBR 기업 중에서 부채비율이 낮고, 배당 확대 의지도 강한 편이기 때문에 정부의 '기업 밸류업 프로그램' 운영에 따른 기대감도 여전히 높은 상황이다.

투자의견 BUY, 목표주가 78,000원 유지

현대백화점에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 78,000원을 유지한다. 동사는 내수 및 중국 소비경기 회복 지연에도 불구하고, 올해 비용 효율화와 해외 여행 수요 회복 등에 힘입어, 백화점과 면세점을 중심으로 무난한 이익 증가가 가능할 전망이다

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023P	2024F
매출액	3,572.4	5,014.1	4,207.5	4,469.0
영업이익	264.4	320.9	303.5	345.6
EBITDA	462.7	569.2	577.2	621.1
세전이익	316.9	246.7	41.5	309.1
순이익	233.4	186.0	-40.9	241.2
지배주주지분순이익	189.4	144.1	-80.8	200.8
EPS(원)	8,092	6,157	-3,453	8,581
증감률(% YoY)	169.3	-23.9	적전	흑전
PER(배)	9.3	9.6	-17.1	6.9
PBR(배)	0.40	0.30	0.31	0.30
EV/EBITDA(배)	6.1	7.6	7.4	7.3
영업이익률(%)	7.4	6.4	7.2	7.7
ROE(%)	4.4	3.2	-1.8	4.4
순차입금비율(%)	4.9	18.6	16.8	19.8



BGF리테일

4분기 딱 예상했던 수준

[\[출처\] IBK투자증권 남성현 애널리스트](#)

4분기 예상치 부합

BGF리테일 연결기준 4분기 매출액과 영업이익은 각각 2조 402억 원(전년동기대비 +4.7%), 511억 원(전년동기대비 -2.3%)으로 당시 및 시장 추정치에 부합하는 실적을 달성하였다. 4분기 실적 성장이 제한된 이유는 1) 지난해 높은 기저에 따른 부담과, 2) 소비경기 악화 및 비우호적인 계절성 여파에 따른 집객력 감소와, 3) 고마진 상품군 판매 감소에 따른 상품믹스 하락 효과가 나타났기 때문이다. 4분기 기존점 성장률은 플랫폼을 기록하였고, 특히 11월의 경우 높은 기저에 따라 전년동월대비 -1.7% 감소하였다.

2024년은 기저와 전략적 성과 기대되는 구간

4분기 영업실적은 부진했지만, 크게 2가지 측면에서 긍정적이라 판단한다. 첫째, 신규점 출점이 예상치를 상회하였다는 점이다. 2023년 점포 순증수는 975점으로 시장 및 동사 가이던스를 상회하였는데, 이는 공급수요 증가와 상위업체 점유율 확대에 기인하고 있다는 판단이다. 2024년에도 동 추세는 이어질 것으로 보여 긍정적이다.

둘째, 본부임차를 통한 성장이 지속되고 있다는 점이다. 본부임차를 통한 신규점 출점은 약 45% 수준에 달하고 있고, 이는 전년대비 +2.3%p 증가한 수치이다. 이는 가맹수수료율 증가를 이끄는 요소라는 점에서 장기적인 관점에서 수익성은 더욱 견고해질 수 있다는 판단이다.

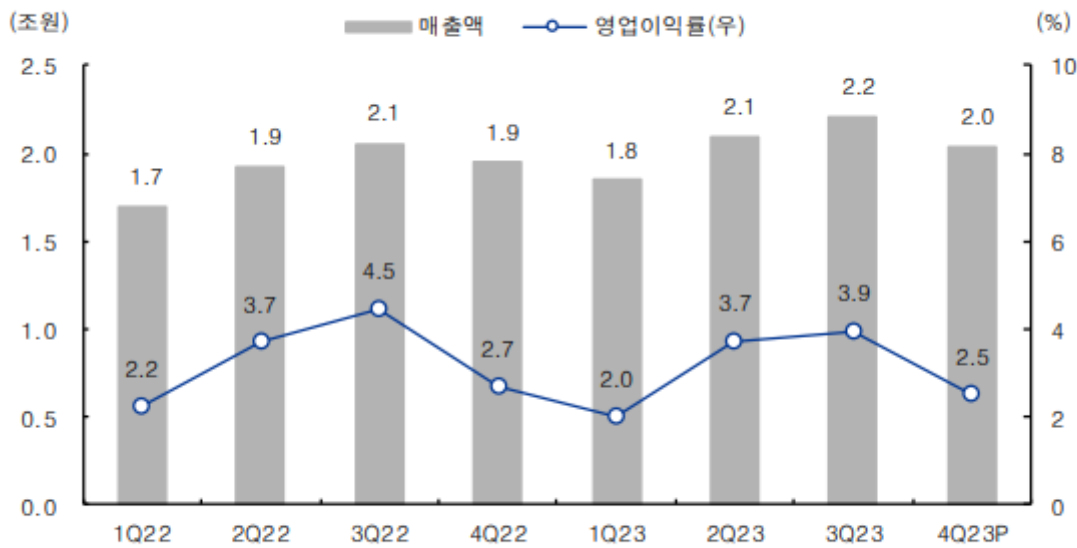
투자의견 매수, 목표주가 22만원 유지

동사에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 22만원을 유지한다. 2024년 본부 임차 비중 확대에 따른 효과가 더욱 돋보일 것으로 전망되어 긍정적 시각을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	6,781	7,616	8,195	8,890	9,440
영업이익	199	252	253	290	318
세전이익	193	254	253	343	391
지배주주순이익	148	194	197	264	301
EPS(원)	8,542	11,198	11,422	15,295	17,430
증가율(%)	20.3	31.1	2.0	33.9	14.0
영업이익률(%)	2.9	3.3	3.1	3.3	3.4
순이익률(%)	2.2	2.5	2.4	3.0	3.2
ROE(%)	19.6	21.8	19.3	22.4	21.7
PER	17.0	18.8	11.5	8.9	7.8
PBR	3.1	3.8	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	5.0	5.8	2.3	1.9	1.2

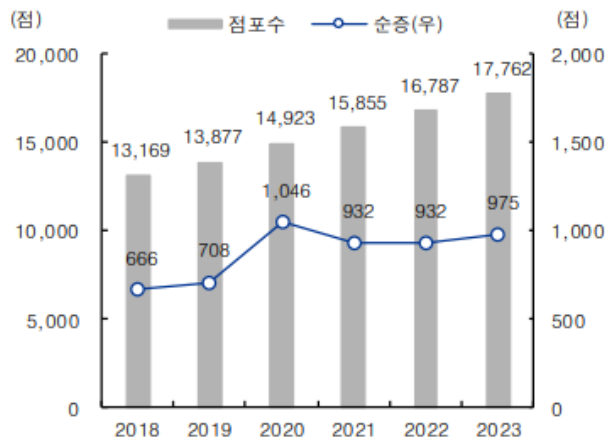
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. BGF리테일 영업실적 추이



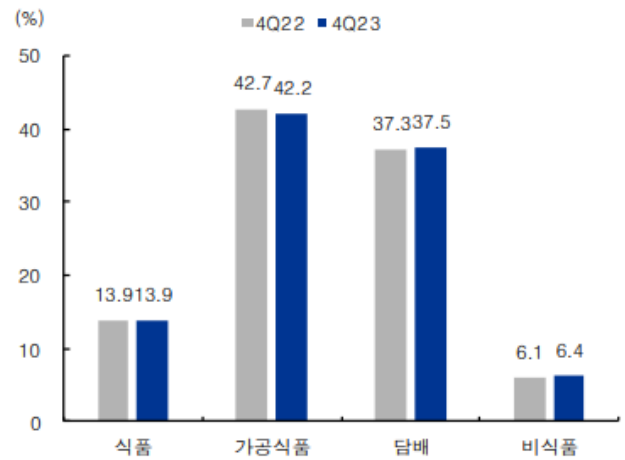
자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 2. BGF리테일 연도별 점포 수 추이



자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 3. BGF리테일 상품 MIX



자료: BGF리테일, IBK투자증권

