

한화갤러리아타임월드(027390)

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

요원한 면세점 실적 개선

영업이익 9,300만원으로 흑자 전환했으나 컨센서스 하회
백화점 부문, 외형과 이익 동반 성장하며 양호한 실적 시현
면세점 부문 적자는 줄고 있으나 BEP 달성까지는 시간이 걸릴 것, 중립 유지

Facts : 영업이익 0.9억원에 그쳐 컨센서스 하회

2분기 매출액은 862억원으로 전년동기대비 24.4% 늘고, 영업이익은 9,300만원으로 흑자 전환했다. 컨센서스와 우리 추정치에는 미치지 못했는데 면세점 손실 축소폭이 예상보다 적었다. 2014년 4월 20일부터 운영해온 갤러리아면세점 제주 국제공항점은 작년 7월 3일 영업 종료를 결정하고 차기 운영자에게 인수 인계한 이후 2018년 2월 28일부로 철수해 이번 분기부터 실적에 반영되지 않는다. 세전 이익은 154억원, 순이익은 78억원으로 전분기대비 671.6%, 360.9% 증가했는데 대전 갤러리아타임월드점 주차장 부지 매각으로 164억원의 매각처분이익이 반영됐기 때문이다.

Pros & cons : 양호한 백화점 vs. 이익 개선이 쉽지 않은 면세점

백화점은 외형과 이익이 동반 성장하며 견조한 실적을 시현했다. 매출액은 전년동기대비 5.5% 늘고 영업이익은 64억원으로 10% 증가한 것으로 추정된다. 대전 지역 내 확고한 입지에 힘입어 매출 증가와 함께 수익성도 개선됐다. 백화점 영업 이익률은 18.5%로 0.7%p 상승했다. 반면 면세점 부문은 전년동기(-97억원)와 전분기(-67억원)대비 손실 규모는 줄었으나 적자가 지속됐다. 국내 면세점 시장 규모가 성장함에 따라 서울 시내점 매출도 40% 이상 증가해 외형은 커졌으나 손익분기점에는 여전히 도달하지 못했다.

Action : 시내 면세점 이익 턴어라운드엔 시간 필요, 중립 유지

한화갤러리아타임월드에 대해 중립 의견을 유지한다. 백화점 사업은 지역 내에서 경쟁력 있는 MD 구성 등에 기반해 안정적인 수익을 창출하고 있다. 그러나 서울 시내면세점의 실적 개선 속도가 더딘 상황으로 이익 턴어라운드가 적잖은 시간이 소요될 것이다. 금년 면세점 손실은 219억원으로 전년대비(-439억원) 축소될 전망으로 전사 영업이익은 155억원으로 흑자 전환할 것이다.

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(8/3)	2,288
주가(8/3)	33,050
시가총액(십억원)	198
발행주식수(백만)	6
52주 최고/최저가(원)	57,000/23,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,838
유동주식비율/외국인지분율(%)	28.9/1.7
주요주주(%) 한화갤러리아	69.5

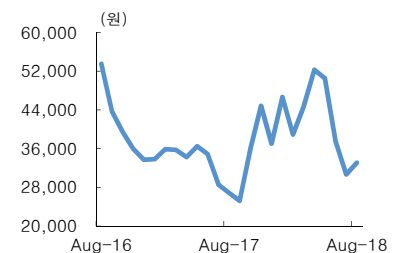
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	NM	13.2	13.6
PBR(x)	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	(4.4)	6.0	5.6
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	24.4	8.5	6.2
EPS(원)	0	2,507	2,437
BPS(원)	40,463	42,118	44,304

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.8)	(29.7)	17.4
KOSPI 대비(%p)	(5.4)	(20.3)	21.6

주가추이



자료: WISEfn

최민하

mhchoi@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %p)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	69.3	86.9	95.6	88.9	86.2	(3.0)	24.4	82.9
영업이익	(9.2)	0.1	6.6	0.0	0.1	200.0	흑전	3.6
영업이익률(%)	(13.3)	0.2	6.9	0.0	0.1	0.1	13.4	4.4
세전이익	(10.2)	(3.4)	4.3	2.0	15.4	671.6	흑전	0.7
순이익	(7.9)	(2.7)	3.2	1.7	7.8	360.9	흑전	0.5

자료: 한화갤러리아타임월드, FnGuide, 한국투자증권

〈표 2〉 분기별 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %)

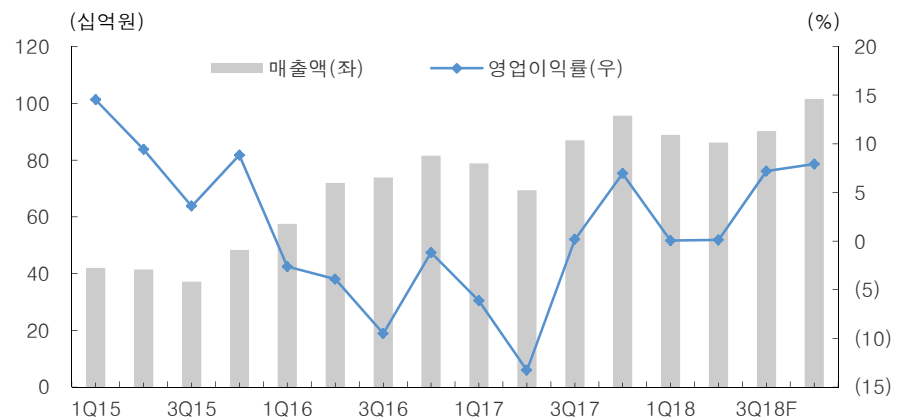
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
매출액	57.5	72.0	73.8	81.5	78.9	69.3	86.9	95.6	88.9	86.2	90.2	101.5
백화점	33.3	32.2	31.0	39.2	34.5	32.8	36.0	40.1	35.4	34.6	38.3	41.6
면세점	24.2	39.8	42.8	42.3	44.4	36.5	50.9	55.6	53.5	51.6	52.0	59.9
영업이익	(1.5)	(2.8)	(7.0)	(1.0)	(4.8)	(9.2)	0.1	6.6	0.0	0.1	6.5	8.0
영업이익률	(2.6)	(3.9)	(9.5)	(1.2)	(6.1)	(13.3)	0.2	6.9	0.0	0.1	7.2	7.9
백화점	7.2	5.9	6.0	12.4	7.8	5.8	10.9	12.1	6.6	6.4	11.4	12.2
면세점	(8.7)	(8.7)	(13.1)	(13.4)	(12.7)	(15.0)	(10.8)	(5.4)	(6.5)	(6.3)	(4.9)	(4.2)
제주공항	(0.3)	0.7	0.4	(1.6)	(2.7)	(5.3)	(2.9)	0.6	0.2	0.0	0.0	0.0
서울 시내	(8.4)	(9.5)	(13.5)	(11.8)	(10.0)	(9.7)	(7.9)	(6.0)	(6.7)	(6.3)	(4.9)	(4.2)
영업외	(1.3)	(4.6)	(1.8)	(3.5)	0.4	(1.0)	(3.6)	(2.4)	2.0	14.5	(2.5)	(3.0)
세전이익	(2.8)	(7.4)	(8.9)	(4.5)	(4.5)	(10.2)	(3.4)	4.2	2.0	15.4	4.0	5.1
순이익	(2.1)	(6.0)	(8.4)	(2.1)	(3.3)	(7.9)	(2.7)	3.2	1.7	7.8	2.0	3.8
YoY												
매출액	37.0	73.6	98.7	68.8	37.2	(3.7)	17.7	17.4	12.7	24.4	3.8	6.1
백화점	7.9	6.9	5.8	6.0	3.6	1.9	16.1	2.4	2.7	5.5	6.4	3.8
면세점	117.4	250.0	445.5	273.4	83.2	(8.3)	18.9	31.3	20.6	41.3	2.0	7.7
영업이익	(적전)	(적전)	(적전)	(적전)	(적지)	(적지)	(흑전)	(흑전)	(흑전)	(흑전)	4,673.2	21.1
영업이익률	(17.1)	(13.3)	(13.1)	(10.0)	(3.5)	(9.4)	9.7	8.1	6.2	13.4	7.0	1.0
백화점	2.0	(1.6)	(1.2)	15.0	8.9	(1.8)	80.7	(2.5)	(15.7)	9.8	4.7	1.2
면세점	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)
제주공항	(적지)	(흑전)	(흑전)	(적지)	(적지)	(적전)	(적전)	(흑전)	(흑전)	-	-	-
서울 시내	-	-	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)
영업외	(적전)	(적지)	(적지)	(적지)	(흑전)	(적지)	(적지)	(적지)	410.0	(흑전)	(적지)	(적지)
세전이익	(적전)	(적전)	(적지)	(적전)	(적지)	(적지)	(적지)	(흑전)	(흑전)	(흑전)	(흑전)	18.9
순이익	(적전)	(적전)	(적지)	(적전)	(적지)	(적지)	(적지)	(흑전)	(흑전)	(흑전)	(흑전)	18.9

주: 1. 1Q18 사업부문별 수치는 공시 이전으로 한국투자증권 추정치 기준, 면세점 영업장별 수치는 한국투자증권 추정치 기준

2. 제주공항 면세점은 18년 2월 말 사업 종료

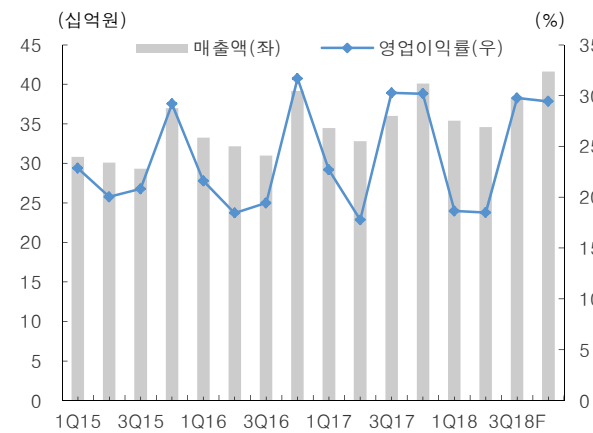
자료: 한화갤러리아타임월드, 한국투자증권

[그림 1] 분기 매출액과 영업이익률



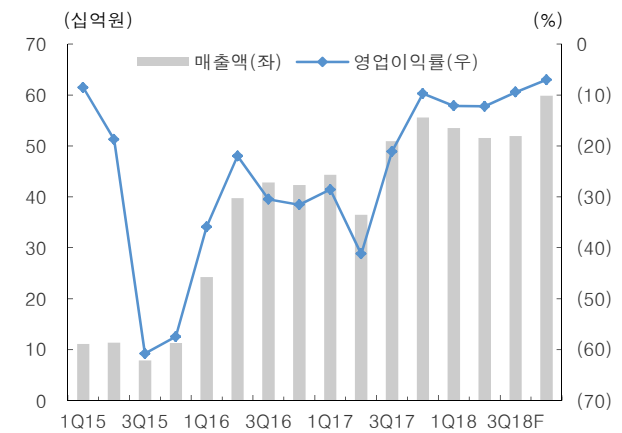
자료: 한화갤러리아타임월드, 한국투자증권

[그림 2] 백화점 사업부 분기 실적



자료: 한화갤러리아타임월드, 한국투자증권

[그림 3] 면세점 사업부 분기 실적

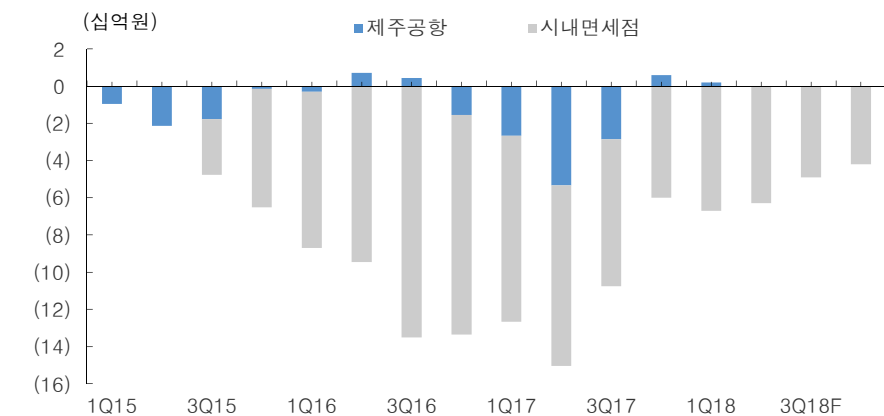


주: 1. 서울 시내점 15년 12월 28일 프리오픈(pre-open)했으나 오픈 이전에도 컨설팅비 등이 발생해 면세점 사업부 실적에 포함

2. 제주공항 면세점은 18년 2월 말 사업 종료

자료: 한화갤러리아타임월드, 한국투자증권

[그림 4] 면세점 영업이익 추이와 전망



주: 제주공항 면세점은 18년 2월 말 사업 종료

자료: 한화갤러리아타임월드, 한국투자증권

〈표 3〉 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	109.0	116.5	128.3	126.1	124.9	160.3	168.9	284.8	330.7	366.7	385.5
백화점	109.0	116.5	128.3	126.1	124.9	126.7	127.2	135.6	143.4	149.9	155.1
면세점	-	-	-	-	-	33.6	41.7	149.2	187.4	216.9	230.3
제주공항	-	-	-	-	-	33.6	41.2	45.2	22.3	1.7	-
서울 시내	-	-	-	-	-	-	0.5	104.0	165.1	215.1	230.3
영업이익	25.8	32.1	36.6	36.8	35.8	33.4	15.6	(12.3)	(7.3)	14.7	25.5
영업이익률	23.7	27.6	28.5	29.2	28.7	20.8	9.2	(4.3)	(2.2)	4.0	6.6
백화점	25.8	32.1	36.6	36.8	35.8	33.3	30.0	31.6	36.6	36.6	37.9
면세점	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	(14.4)	(43.9)	(43.9)	(21.9)	(12.4)
제주공항	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	(5.0)	(0.7)	(10.3)	0.2	0.0
서울 시내	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(9.4)	(43.2)	(33.6)	(22.1)	(12.4)
영업외	(3.1)	(2.3)	(1.8)	11.0	(4.4)	(1.7)	(4.0)	(11.3)	(6.6)	10.9	(6.4)
세전이익	22.7	29.8	34.8	47.8	31.5	31.7	11.6	(23.6)	(13.8)	26.4	19.1
순이익	17.4	22.6	25.4	38.6	12.2	24.5	8.5	(18.7)	(10.7)	15.3	14.4
YoY											
매출액	16.0	7.0	10.1	(1.7)	(0.9)	28.3	5.4	68.6	16.1	10.9	5.1
백화점	16.0	7.0	10.1	(1.7)	(0.9)	1.4	0.4	6.6	5.7	4.6	3.5
면세점	-	-	-	-	-	-	24.3	257.7	25.6	15.7	6.2
제주공항	-	-	-	-	-	-	22.8	9.6	(50.7)	(92.4)	-
서울 시내	-	-	-	-	-	-	-	21,780.7	58.7	30.3	7.1
영업이익	16.6	24.5	13.9	0.6	(2.8)	(6.7)	(53.3)	(적전)	(적지)	(흑전)	74.2
영업이익률	0.1	3.9	1.0	0.7	(0.5)	(7.8)	(11.6)	(13.6)	2.1	6.2	2.6
백화점	16.6	24.5	13.9	0.6	(2.8)	(7.1)	(9.9)	5.3	16.1	(0.0)	3.5
면세점	-	-	-	-	-	-	(적전)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)
제주공항	-	-	-	-	-	-	(적전)	(적지)	(적지)	(흑전)	-
서울 시내	-	-	-	-	-	-	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)
영업외	(적지)	(적지)	(적지)	(흑전)	(적전)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(흑전)	(적전)
세전이익	33.8	31.2	16.6	37.5	(34.2)	0.8	(63.3)	(적전)	(적지)	(흑전)	(27.7)
순이익	39.7	30.5	12.2	52.1	(68.4)	100.3	(65.2)	(적전)	(적지)	(흑전)	(5.9)

주: 제주공항 면세점은 18년 2월 말 사업 종료

자료: 한화갤러리아타임월드, 한국투자증권

〈표 4〉 한화갤러리아타임월드 면세점 현황

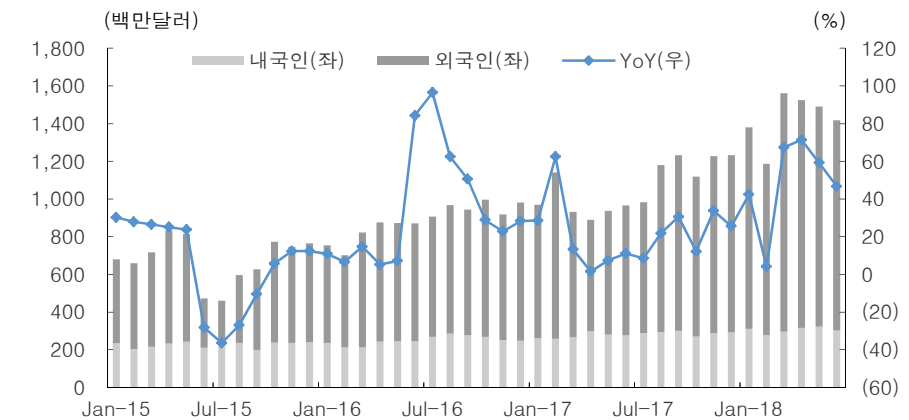
구분	위치	면적	영업장	영업개시	운영 기간
제주공항	제주국제공항	409.35㎡	국제선 3층 출국장	2015년 4월	~2018.2월(영업 종료)
시내	여의도 63빌딩	10,072㎡	지하1층~별관1~3층(4층)	2015년 12월	5년*

주: 1. 제주공항은 2014년 4월 임시매장, 6월 본매장 오픈, 2017년 7월, 조기 반납 결정 공시 2. 서울 시내면세점은 2015년 12월 28일 프리오픈, 2016년 7월 그랜드오픈

3. 제주공항 면세점은 17년 7월 철수 공시 이후 18년 2월 말 영업 종료

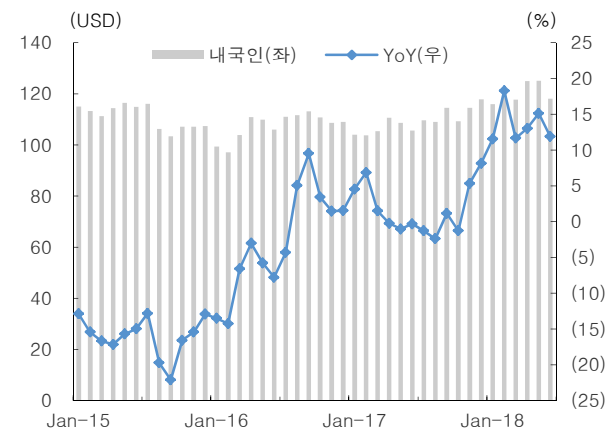
자료: 한화갤러리아타임월드, 한국투자증권

[그림 5] 월간 면세점 매출액 추이



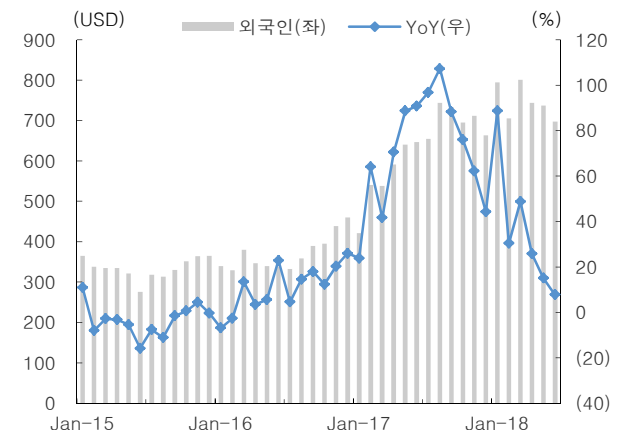
자료: 한국면세점협회, 한국투자증권

[그림 6] 국내 면세점 ASP 추이



자료: 한국면세점협회, 한국투자증권

[그림 7] 국내 면세점 외국인 ASP 추이



자료: 한국면세점협회, 한국투자증권

〈표 5〉 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	369.1	366.7	(0.6)	400.4	385.5	(3.7)
영업이익	20.4	14.7	(28.0)	35.5	25.5	(28.0)
영업이익률	5.5	4.0	(1.5)	8.9	6.6	(2.2)
세전이익	15.4	26.4	72.1	28.9	19.1	(33.8)
순이익	11.8	15.3	29.9	21.7	14.4	(33.8)

기업개요 및 용어해설

한화갤러리아타임월드는 대전 지역에서 백화점을 운영, 2014년 2분기부터 제주국제공항 면세점을 운영하고 있으나 2017년 7월, 8월까지 영업 후 특허권 조기 반납을 공시, 2018년 2월말 영업종료. 2015년 7월 서울 시내 면세점 신규 사업자로 선정돼 15년 말부터 여의도 63빌딩에서 면세점을 운영 중. 모회사는 한화갤러리아로 지분 69.5%를 보유.

- 면세점: 해외로 출국하는 내외국인을 대상으로 관세, 소비세(부가가치세, 개별소비세, 주세, 담배소비세) 등 세금을 면제해 물건을 판매하는 상점. 면세점은 사전에 관세청 특허를 받아야 함. 우리가 흔히 말하는 면세점은 '사전면세점'에 해당

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	71	99	86	89	94
현금성자산	3	30	4	5	5
매출채권및기타채권	23	24	28	29	31
재고자산	35	38	40	41	42
비유동자산	413	390	406	419	438
투자자산	162	151	162	170	183
유형자산	240	229	234	238	243
무형자산	2	2	2	2	2
자산총계	484	489	492	508	532
유동부채	168	206	208	211	221
매입채무및기타채무	119	118	118	120	122
단기차입금및단기사채	38	25	25	25	25
유동성장기부채	10	61	61	56	56
비유동부채	70	42	33	33	32
사채	48	20	16	16	13
장기차입금및금융부채	0	2	0	0	0
부채총계	238	248	241	244	253
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	21	21	21	21	21
기타자본	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	203	193	208	223	239
자본총계	246	241	251	264	279

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(39)	6	16	37	46
당기순이익	(19)	(11)	15	14	19
유형자산감가상각비	17	19	18	18	18
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(42)	(3)	(9)	5	7
기타	5	1	(8)	0	2
투자활동현금흐름	(38)	11	(36)	(32)	(40)
유형자산투자	(31)	(10)	(23)	(22)	(24)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(9)	0	(9)	(9)	(15)
무형자산순증	0	0	(0)	(0)	(0)
기타	2	21	(4)	(1)	(1)
재무활동현금흐름	21	10	(6)	(5)	(6)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	28	11	(6)	(5)	(3)
배당금지급	(6)	0	0	0	0
기타	(1)	(1)	0	0	(3)
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	(56)	27	(26)	0	0

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

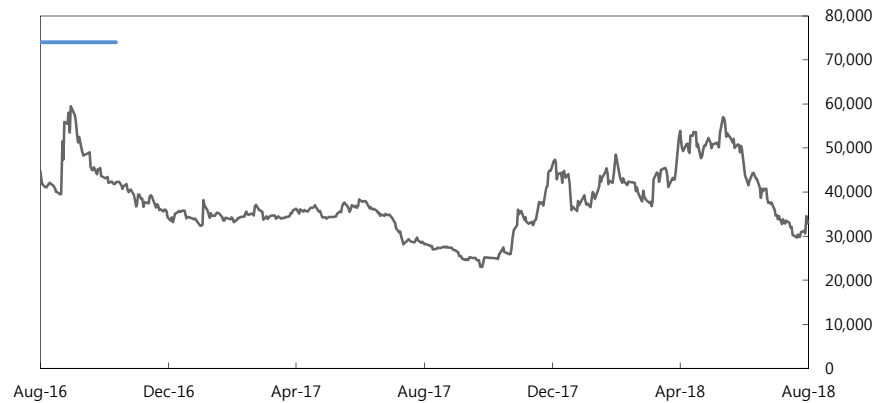
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	285	331	367	385	417
매출원가	80	135	160	168	181
매출총이익	204	195	207	218	236
판매관리비	217	202	192	192	204
영업이익	(12)	(7)	15	26	32
금융수익	3	2	3	2	3
이자수익	1	1	3	2	3
금융비용	3	4	4	3	3
이자비용	3	4	4	3	3
기타영업외손익	(4)	(7)	10	(5)	(4)
관계기업관련손익	(9)	3	1	(1)	(2)
세전계속사업이익	(24)	(14)	26	19	26
법인세비용	(5)	(3)	11	5	6
당기순이익	(19)	(11)	15	14	19
기타포괄이익	(10)	6	(5)	(1)	(1)
총포괄이익	(28)	(5)	10	13	18
EBITDA	5	12	33	44	50

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	0	0	2,507	2,437	3,290
BPS	41,283	40,463	42,118	44,304	46,838
DPS	0	0	0	0	500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	68.6	16.1	10.9	5.1	8.2
영업이익증가율	NM	NM	NM	74.2	24.6
순이익증가율	NM	NM	NM	(2.8)	35.0
EPS증가율	NM	NM	NM	(2.8)	35.0
EBITDA증가율	(80.0)	147.8	185.7	33.0	14.3
수익성(%)					
영업이익률	(4.3)	(2.2)	4.0	6.6	7.6
순이익률	(6.6)	(3.2)	4.0	3.7	4.7
EBITDA Margin	1.6	3.5	9.0	11.4	12.0
ROA	(3.7)	(2.2)	3.0	2.9	3.7
ROE	(7.1)	(4.4)	6.0	5.6	7.1
배당수익률	-	-	-	-	1.5
배당성향	NM	NM	0.0	0.0	15.2
안정성					
순차입금(십억원)	88	73	90	84	80
차입금/자본총계비율(%)	38.7	45.0	40.8	36.9	33.8
Valuation(X)					
PER	NM	NM	13.2	13.6	10.0
PBR	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	57.6	24.4	8.5	6.2	5.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한화갤러리아타임월드(027390)	2016.07.25	매수	74,000원	-37.4	-19.6
	2016.10.17	중립	-	-	-
	2017.10.17	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 3일 현재 한화갤러리아타임월드 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

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

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

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