

현대백화점 (069960)

소매/유통

이진협



02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	125,000원 (I)
현재주가 (10/12)	91,000원
상승여력	37%

시가총액	21,296억원
총발행주식수	23,402,441주
60일 평균 거래대금	91억원
60일 평균 거래량	93,566주
52주 고	119,500원
52주 저	85,700원
외인지분율	28.77%
주요주주	정몽근 외 3 인 36.08%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.3)	(11.7)	6.2
상대	(1.0)	(6.6)	21.6
절대(달려환산)	(7.6)	(13.1)	5.1

면세점, Valuation Re-Rating의 KEY

투자 의견 BUY, 목표주가 12.5만원으로 커버리지 개시

현대백화점에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 12.5만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Forward 지배순이익에 Target P/E Multiple 10배를 적용한 것이다. P/E Multiple 10배는 최근 2년 간 동사의 P/E Band 상단이며, 신세계의 명동면세점 오픈 시점의 P/E 수준이다. 현 주가 수준은 동사의 Valuation 역사적 최저점으로, 저평가 매력에 부각될 수 있는 주가 수준이라 판단한다.

면세점의 성과가 주가의 향방을 가를 전망

백화점 사업은 호조를 보이고 있다. 소비 양극화 현상이 지속되고 있는 상황에서 수도권 중심의 점포를 운영하고 있는 동사의 상대적 수혜가 예상된다. 영업면적을 지속 확장하면서 점포 대형화(천호점, 김포 아울렛 등)를 꾀하는 것도 긍정적이다. 여기에 마케팅 효율화를 통한 비용 감축은 지속될 전망이며, 2018년 약 300억원의 마케팅비를 절감할 것으로 예상된다.

면세점의 성과가 향후 주가의 향방을 가를 것으로 전망한다. 백화점 사업의 호조에도 불구하고 역사적 Valuation 최저점 수준에 주가가 머물러 있다는 것이 백화점 사업의 호조만으로는 주가의 반등을 이끌기 부족하다는 것을 반증한다. 신규 면세점은 11월 1일 오픈할 예정이며, 오픈 시점에 입점 브랜드는 약 370개 수준이 될 전망이다. 이는 신세계 강남점 오픈 시기의 입점 브랜드 수를 상회하는 것이다. 입지도 나쁘지 않다. 코엑스는 스타필드, SM타운 뮤지엄 등이 자리잡고 있어 외국인 관광객 유치에 우수한 지리적 이점을 지녔다. 이에 따라 중국인 인바운드의 회복에 따른 수혜가 예상된다. 당사는 2019년 면세점 총매출액 3,053억원, 영업이익 -52억원을 전망한다. 관리매출액 기준으로는 4천억원 수준이다.

3Q18E Preview

3분기 총매출액 1.4조원(+4.3% YoY), 영업이익 774억원(+11.3% YoY)을 기록할 전망이다. 기존점 신장률은 +3% 수준을 기록할 전망이다. 추석 효과에 더해 기존점에 포함되는 김포 아울렛의 증축이 완료되었다는 점도 기존점 신장율에 긍정적 영향을 미칠 전망이다. 비용측면에서는 전년대비 약 90억원의 마케팅비 절감이 기대된다

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,423	4.7	0.0	4,378	1.0
영업이익	774	11.3	2.7	764	1.3
세전계속사업이익	911	11.0	37.6	880	3.5
지배순이익	510	2.7	28.6	543	-6.0
영업이익률 (%)	17.5	+1.0 %pt	+0.5 %pt	17.4	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	11.5	-0.3 %pt	+2.5 %pt	12.4	-0.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	18,318	18,481	18,820	22,143
영업이익	3,832	3,937	3,826	4,253
지배순이익	2,758	2,537	2,469	2,903
PER	10.8	9.3	8.6	7.3
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.6	6.2	5.2	4.2
ROE	7.7	6.6	6.1	6.8

자료: 유안타증권

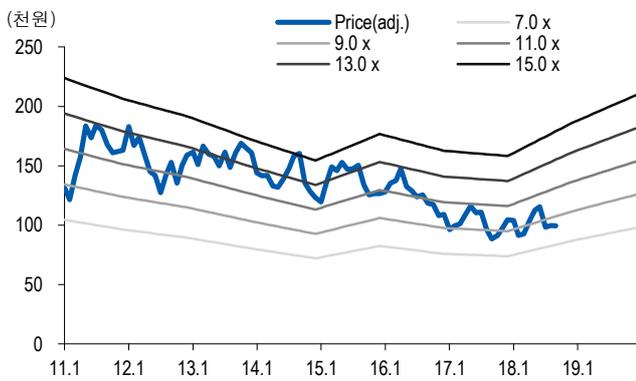
[표 28] 현대백화점 P/E Valuation

(단위: 억원, x 배, 천주, 원)

	18E	19E	12M Forward	비고
지배순이익	2,469	2,903	2,831	
Target P/E	10			최근 2년간 P/E 상단 & 신세계 명동면세점 오픈 시점 P/E 수준
적정 시가총액	28,310			
발행주식수	22,557			자사주 제외
적정 주당가치	125,503			

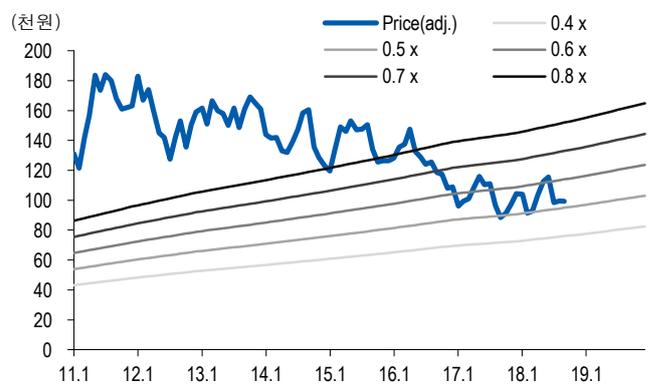
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 87] 현대백화점 P/E(Forward) Band



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 88] 현대백화점 P/B(Forward) Band



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 29] 현대백화점 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
총매출액	14,536	13,605	13,466	15,912	14,324	13,916	14,040	16,678	57,519	58,958	64,868
YoY	9.8%	3.5%	6.7%	8.1%	-1.5%	2.3%	4.3%	4.8%	7.1%	2.5%	10.0%
백화점	14,536	13,605	13,466	15,912	14,324	13,916	14,040	16,318	57,519	58,598	61,814
면세점								360		360	3,053
순매출액	4,952	4,359	4,223	4,948	4,519	4,423	4,423	5,455	18,482	18,820	22,143
매출총이익	4,050	3,659	3,488	4,165	3,658	3,629	3,524	4,325	15,362	15,136	16,283
영업이익	1,385	691	695	1,166	1,028	753	774	1,271	3,937	3,826	4,253
YoY	35.3%	-11.3%	-15.1%	-3.6%	-25.8%	9.0%	11.3%	9.0%	2.7%	-2.8%	11.1%
백화점	1,385	691	695	1,166	1,028	753	774	1,293	3,937	3,847	4,305
면세점								-21		-21	-52
영업이익률	9.5%	5.1%	5.2%	7.3%	7.2%	5.4%	5.5%	7.6%	6.8%	6.5%	6.6%
백화점	9.5%	5.1%	5.2%	7.3%	7.2%	5.4%	5.5%	7.9%	6.8%	6.6%	7.0%
면세점								-5.9%		-5.9%	-1.7%

자료: 현대백화점, 유안타증권 리서치센터

현대백화점 (069960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	18,318	18,481	18,820	22,143	23,657
매출원가	3,152	3,119	3,684	5,860	6,666
매출총이익	15,166	15,362	15,136	16,283	16,991
판매비	11,334	11,426	11,310	12,031	12,340
영업이익	3,832	3,937	3,826	4,253	4,651
EBITDA	5,267	5,365	5,350	5,793	6,208
영업외손익	527	519	414	813	1,079
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-72	-50	44	344	614
관계기업관련손익	387	474	209	361	361
기타	212	95	161	109	104
법인세비용차감전순이익	4,359	4,456	4,240	5,066	5,729
법인세비용	1,148	1,433	1,274	1,546	1,762
계속사업순이익	3,211	3,022	2,966	3,520	3,968
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,211	3,022	2,966	3,520	3,968
지배지분순이익	2,758	2,537	2,469	2,903	3,269
포괄순이익	3,131	3,340	2,795	3,519	3,967
지배지분포괄이익	2,677	2,856	2,306	2,890	3,258

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	11,500	10,028	29,053	52,616	75,814
현금및현금성자산	700	864	15,074	37,794	60,100
매출채권 및 기타채권	6,096	6,332	6,650	7,385	8,178
재고자산	596	605	757	866	964
비유동자산	54,372	57,745	56,625	57,152	57,662
유형자산	45,768	48,106	48,715	49,257	49,781
관계기업등 지분관련자산	5,820	6,408	4,914	4,914	4,914
기타투자자산	1,197	1,486	1,316	1,316	1,316
자산총계	65,873	67,773	85,678	109,768	133,476
유동부채	13,255	17,451	20,929	25,883	30,029
매입채무 및 기타채무	7,927	8,640	9,508	11,703	13,088
단기차입금	1,800	400	2,070	4,830	7,590
유동성장기부채	999	5,797	5,799	5,799	5,799
비유동부채	9,511	4,145	16,527	32,484	48,441
장기차입금	1,798	0	1,000	1,000	1,000
사채	3,994	0	11,969	27,926	43,883
부채총계	22,767	21,596	37,456	58,367	78,470
지배지분	36,938	39,554	41,309	44,031	47,120
자본금	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170
자본잉여금	6,121	6,121	6,121	6,121	6,121
이익잉여금	30,350	32,871	35,053	37,775	40,864
비지배지분	6,168	6,623	6,913	7,369	7,886
자본총계	43,106	46,177	48,222	51,400	55,006
순차입금	4,052	3,384	-495	-4,497	-8,087
총차입금	8,591	6,197	20,838	39,555	58,272

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	4,420	4,372	4,980	6,306	5,922
당기순이익	3,211	3,022	2,966	3,520	3,968
감가상각비	1,419	1,412	1,508	1,526	1,544
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-424	-418	288	1,069	219
기타현금흐름	214	356	218	191	191
투자활동 현금흐름	-5,244	-1,457	-4,892	-1,627	-1,612
투자자산	-21	-23	1,392	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,335	-3,144	-2,275	-2,068	-2,068
유형자산 감소	3	0	0	0	0
기타현금흐름	-1,891	1,709	-4,009	441	456
재무활동 현금흐름	1,084	-2,751	14,394	18,468	18,467
단기차입금	1,390	-1,400	1,670	2,760	2,760
사채 및 장기차입금	0	-1,000	12,968	15,957	15,957
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-160	-159	-229	-229	-229
기타현금흐름	-147	-192	-16	-21	-22
연결범위변동 등 기타	0	0	-272	-427	-470
현금의 증감	260	164	14,210	22,720	22,307
기초 현금	439	700	864	15,074	37,794
기말 현금	700	864	15,074	37,794	60,100
NOPLAT	3,832	3,937	3,826	4,253	4,651
FCF	499	537	2,213	3,497	2,930

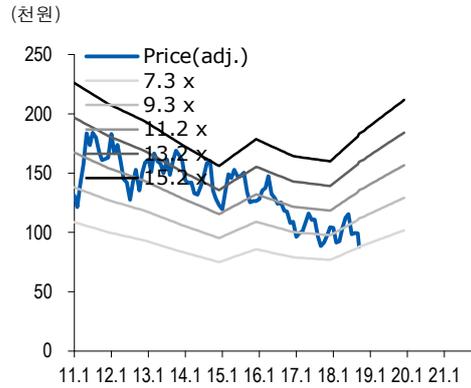
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

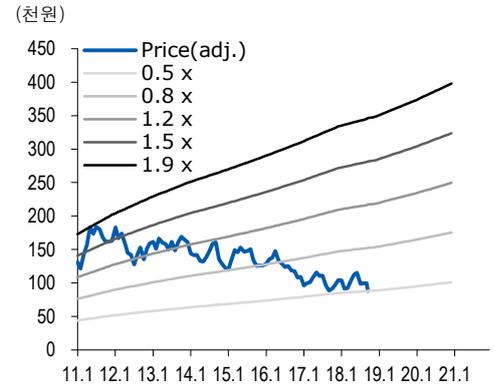
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	11,784	10,841	10,552	12,406	13,969
BPS	162,716	175,349	183,129	195,199	208,890
EBITDAPS	22,504	22,923	22,859	24,756	26,529
SPS	78,274	78,972	80,418	94,620	101,089
DPS	700	800	800	800	800
PER	10.8	9.3	8.6	7.3	6.5
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.6	6.2	5.2	4.2	3.4
PSR	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	10.6	0.9	1.8	17.7	6.8
영업이익 증가율 (%)	5.6	2.7	-2.8	11.2	9.4
지배순이익 증가율 (%)	14.5	-8.0	-2.7	17.6	12.6
매출총이익률 (%)	82.8	83.1	80.4	73.5	71.8
영업이익률 (%)	20.9	21.3	20.3	19.2	19.7
지배순이익률 (%)	15.1	13.7	13.1	13.1	13.8
EBITDA 마진 (%)	28.8	29.0	28.4	26.2	26.2
ROIC	6.8	6.1	6.1	6.8	7.5
ROA	4.3	3.8	3.2	3.0	2.7
ROE	7.7	6.6	6.1	6.8	7.2
부채비율 (%)	52.8	46.8	77.7	113.6	142.7
순차입금/자기자본 (%)	11.0	8.6	-1.2	-10.2	-17.2
영업이익/금융비용 (배)	24.5	33.5	16.4	6.5	3.8

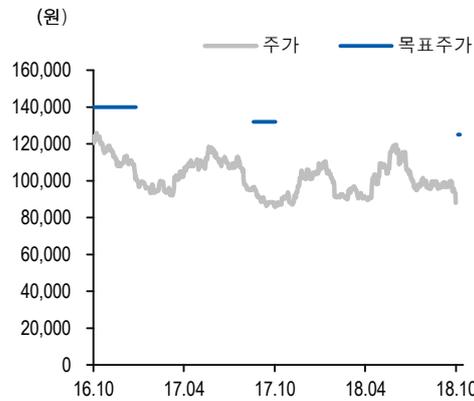
P/E band chart



P/B band chart



현대백화점 (069960) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-15	BUY	125,000	1년		
2018-08-30	담당자 변경				
2018-08-30	1년 경과 이후		1년	-26.69	-24.24
2017-08-30	BUY	132,000	1년	-25.55	-9.47
2017-01-05	담당자 변경				
2017-01-05	BUY	140,000	1년	-28.26	-15.36
2016-11-02	1년 경과 이후		1년	-39.12	-35.33
2015-11-02	BUY	184,000	1년	-31.19	-19.84

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	84.7
Hold(중립)	13.6
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외