

현대백화점 (069960)

소매/유통



이진협

02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	110,000원 (D)
현재주가 (8/8)	71,100원
상승여력	55%

시기총액	16,639억원
총발행주식수	23,402,441주
60일 평균 거래대금	48억원
60일 평균 거래량	59,013주
52주 고	106,000원
52주 저	69,300원
외인지분율	32.99%
주요주주	정지선 외 3 인 36.08%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(10.5) (27.5) (27.6)
상대	(3.8) (18.2) (13.2)
절대(달러환산)	(12.5) (29.9) (32.9)

Quarterly earning Forecasts

	2Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(억원, %)
매출액	5,334	20.6	2.4	5,409	-1.4	
영업이익	507	-32.7	-32.5	543	-6.5	
세전계속사업이익	698	5.4	-24.6	673	3.6	
지배순이익	386	-2.7	-29.0	404	-4.3	
영업이익률 (%)	9.5	-7.5 %pt	-4.9 %pt	10.0	-0.5 %pt	
지배순이익률 (%)	7.2	-1.8 %pt	-3.2 %pt	7.5	-0.3 %pt	

자료: 유안타증권

2Q 리뷰 : 백화점 감익, 면세점 불확실성 당분간 -ing

2Q19 Review : 백화점은 감익, 면세점은 적자지속

2분기 총매출액 15,858억원(+14.0% YoY), 영업이익 507억원(-32.7% YoY)를 기록하며, 컨센서스(543억원)을 소폭 하회하는 실적을 기록했다. **백화점**은 총매출액 14,224억원(+0.5% YoY), 영업이익 699억원(-11.2% YoY)를 기록했다. 기준점성장률은 +2.4% 수준을 기록했으나, 명품, 리빙 등 저마진 상품 카테고리의 고성장세 지속에 따른 상품믹스 악화(관리매출액 기준 GPM - 0.2%p YoY), 공시지가 상승에 따른 재산세/종부세 증가(30억원), 점포 리뉴얼에 따른 감가상각비 증가(26억원) 등이 실적에 부담으로 작용하였다. **면세점**은 총매출액 1,940억원(+23.6% QoQ), 영업적자 -194억원(+42억원 QoQ)를 기록하였다. 일매출액은 19억원 수준이었다. 일매출액 증가 및 마케팅비 감소에 따라 영업적자가 전분기 대비 축소되었다는 점은 긍정적이다. 다만, 2분기부터 일매출액 성장세가 다소 정체되었다는 점은 우려요인이다.

당분간은 -ing

문제는 ‘**백화점의 감익과 면세점에 대한 불확실성이 언제까지 지속되는가?**’이다. **백화점**의 경우, 하반기 천호점 인근 1만세대가 입주함에 따라 천호점 리뉴얼에 따른 감가상각비가 커버될 수 있는지가 관건인 데, 쉽지는 않아 보인다. 천호점이 명품이 입점되지 않은 소형 점포이기 때문이다. 과연, 입주민들이 소형 점포인 천호점을 선택할지는 의문부호가 붙는다. 여기에 백화점의 고질적인 문제인 상품믹스 악화도 지속되고 있는 상황이다. 경쟁사와 같이 압도적인 퍼포먼스 혹은 상품믹스 악화를 감출 만한 구조조정, 출점 이벤트가 부재한 상황이라는 점이 아쉽다. 결국, 신규 출점 이벤트가 발생하는 내년을 기대해봐야 한다. **면세점**은 일매출액 성장세가 둔화되고 있는 상황이다. 이러한 상황에서 과연 마케팅비용 축소만으로 적자축소가 이뤄질 수 있는지에 대한 의문이 있는 상황이다. 8월 입점 예정인 프라다/까르띠에의 효과와 광군제 수요 등에 따른 일매출 상승 여부를 확인해야 한다.

투자의견 Buy, 목표주가 11만원 하향

동사에 대한 이익 전망치 하향을 반영하여, 목표주가를 기준 12.5만원에서 11만원으로 하향한다. 다만, 19년 기준 P/B 0.4배, P/E 7.4배라는 극단적인 저평가 상황을 고려해 투자의견 Buy를 유지한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	18,481	18,622	22,149	23,562	
영업이익	3,937	3,567	3,007	3,477	
지배순이익	2,537	2,390	2,191	2,510	
PER	9.3	9.6	7.4	6.5	
PBR	0.6	0.5	0.4	0.3	
EV/EBITDA	6.2	5.9	5.0	4.7	
ROE	6.6	5.9	5.2	5.7	

자료: 유안타증권

[표 1] 현대백화점 P/E Valuation

(단위: 억원, x 배, 천주, 원)

	19E	20E	12M Forward	비고
지배순이익	2,191	2,510	2,403	
Target P/E	10			최근 2년간 P/E 상단 & 신세계 명동면세점 오픈 시점 P/E 수준
적정 시가총액	24,634			
발행주식수	22,557			자사주 제외
적정 주당가치	109,209			

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 현대백화점 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
총매출액	14,324	13,916	13,742	16,807	15,831	15,858	15,938	18,440	58,789	66,067	69,450
YoY	-1.5%	2.3%	2.0%	5.6%	10.5%	14.0%	16.0%	9.7%	2.2%	12.4%	5.1%
백화점	14,324	13,916	13,742	16,418	14,579	14,224	14,140	16,935	58,400	59,878	61,753
면세점				728	1,569	1,940	2,098	1,805	728	7,412	8,897
순매출액	4,519	4,423	4,370	5,310	5,210	5,334	5,422	6,183	18,622	22,149	23,562
매출총이익	3,658	3,629	3,552	4,278	3,894	3,993	3,897	4,562	15,117	16,346	17,093
영업이익	1,028	753	799	987	751	507	656	1,093	3,567	3,007	3,477
YoY	-25.8%	9.0%	15.0%	-15.4%	-26.9%	-32.7%	-17.9%	10.7%	-9.4%	-15.7%	15.6%
백화점	1,028	753	869	1,238	984	699	832	1,259	3,888	3,775	3,883
면세점				-256	-236	-194	-177	-166	-256	-773	-406
영업이익률	7.2%	5.4%	5.8%	5.9%	4.7%	3.2%	4.1%	5.9%	6.1%	4.6%	5.0%
백화점	7.2%	5.4%	6.3%	7.5%	6.7%	4.9%	5.9%	7.4%	6.7%	6.3%	6.3%
면세점				-35.2%	-15.0%	-10.0%	-8.4%	-9.2%	-35.2%	-10.4%	-4.6%

자료: 현대백화점, 유안타증권 리서치센터

현대백화점 (069960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	18,481	18,622	22,149	23,562	24,794
매출원가	3,119	3,505	5,803	6,469	7,029
매출총이익	15,362	15,117	16,346	17,093	17,765
판관비	11,426	11,551	13,339	13,616	13,775
영업이익	3,937	3,567	3,007	3,477	3,990
EBITDA	5,365	5,116	5,127	5,610	6,100
영업외순익	519	416	726	722	720
외환관련순익	0	1	-5	-4	-4
이자순익	-50	-14	-16	-17	-18
관계기업관련순익	474	193	431	431	431
기타	95	237	316	313	313
법인세비용차감전순순익	4,456	3,983	3,732	4,199	4,710
법인세비용	1,433	1,109	1,053	1,176	1,319
계속사업순순익	3,022	2,874	2,679	3,024	3,391
증단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,022	2,874	2,679	3,024	3,391
지배지분순이익	2,537	2,390	2,191	2,510	2,815
포괄순이익	3,340	2,755	2,549	2,893	3,261
지배지분포괄이익	2,856	2,280	2,135	2,459	2,772

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	10,028	12,588	14,073	13,980	13,233
현금및현금성자산	864	2,410	3,578	3,670	3,140
매출채권 및 기타채권	6,332	6,462	6,555	6,321	6,071
재고자산	605	1,146	1,472	1,522	1,554
비유동자산	57,745	57,298	64,629	68,908	73,972
유형자산	48,106	48,937	50,067	50,016	49,987
관계기업등 지분관련자산	6,408	5,108	5,143	5,143	5,143
기타투자자산	1,486	1,460	4,186	8,530	13,637
자산총계	67,773	69,886	78,702	82,887	87,205
유동부채	17,451	12,932	16,545	18,241	21,134
매입채무 및 기타채무	8,640	9,105	11,868	13,565	16,457
단기차입금	400	0	0	0	0
유동성장기부채	5,797	0	0	0	0
비유동부채	4,145	8,663	11,841	11,841	11,841
장기차입금	0	1,000	1,000	1,000	1,000
사채	0	3,991	3,992	3,992	3,992
부채총계	21,596	21,595	28,386	30,083	32,975
지배지분	39,554	41,325	43,051	45,182	46,403
자본금	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170
자본잉여금	6,121	6,121	6,121	6,121	6,121
이익잉여금	32,871	35,009	36,865	39,126	40,477
비지배지분	6,623	6,966	7,265	7,623	7,828
자본총계	46,177	48,291	50,316	52,805	54,231
순차입금	3,384	287	2,369	2,278	2,807
총차입금	6,197	4,991	8,199	8,199	8,199

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	4,372	4,353	7,871	7,193	8,766
당기순이익	3,022	2,874	2,679	3,024	3,391
감가상각비	1,412	1,534	2,105	2,119	2,097
외환손익	0	0	4	4	4
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-418	-253	2,870	2,068	3,297
기타현금흐름	356	199	213	-21	-24
투자활동 현금흐름	-1,457	-1,341	-3,646	-2,354	-2,353
투자자산	1,111	947	-201	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,144	-2,213	-3,414	-2,068	-2,068
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	576	-76	-31	-286	-285
재무활동 현금흐름	-2,751	-1,465	-477	-501	-522
단기차입금	-1,400	-400	0	0	0
사채 및 장기차입금	-1,000	-811	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-159	-180	-203	-248	-271
기타현금흐름	-192	-74	-274	-253	-251
연결범위변동 등 기타	0	0	-2,579	-4,246	-6,421
현금의 증감	164	1,546	1,168	91	-530
기초 현금	700	864	2,410	3,578	3,670
기말 현금	864	2,410	3,578	3,670	3,140
NOPLAT	3,937	3,567	3,007	3,477	3,990
FCF	537	1,657	3,735	4,637	6,213

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

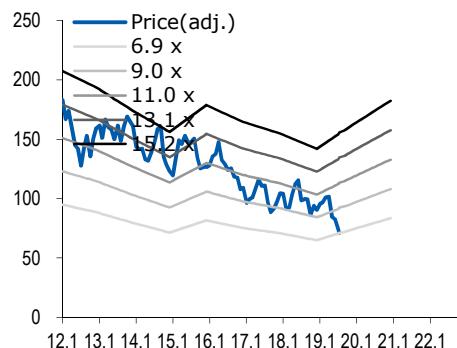
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	10,841	10,211	9,362	10,723	12,028
BPS	175,349	183,201	190,851	200,299	205,711
EBITDAPS	22,923	21,862	21,910	23,973	26,067
SPS	78,972	79,573	94,643	100,682	105,944
DPS	800	900	1,100	1,200	1,200
PER	9.3	9.6	7.4	6.5	5.8
PBR	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.2	5.9	5.0	4.7	4.4
PSR	1.3	1.2	0.7	0.7	0.7
재무비율					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	0.9	0.8	18.9	6.4	5.2
영업이익 증가율 (%)	2.7	-9.4	-15.7	15.6	14.7
지배순이익 증가율 (%)	-8.0	-5.8	-8.3	14.5	12.2
매출총이익률 (%)	83.1	81.2	73.8	72.5	71.7
영업이익률 (%)	21.3	19.2	13.6	14.8	16.1
지배순이익률 (%)	13.7	12.8	9.9	10.7	11.4
EBITDA 마진 (%)	29.0	27.5	23.1	23.8	24.6
ROIC	6.1	5.8	5.0	6.0	7.4
ROA	3.8	3.5	2.9	3.1	3.3
ROE	6.6	5.9	5.2	5.7	6.1
부채비율 (%)	46.8	44.7	56.4	57.0	60.8
순차입금/자기자본 (%)	8.6	0.7	5.5	5.0	6.0
영업이익/금융비용 (배)	33.5	24.3	18.8	17.7	20.3

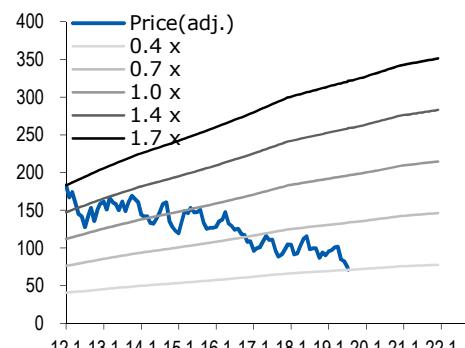
P/E band chart

(천원)



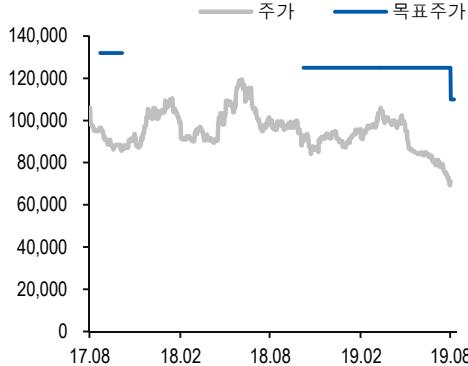
P/B band chart

(천원)



현대백화점 (069960) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표기준 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-08-09	BUY	110,000	1년		
2018-10-15	BUY	125,000	1년	-27.61	-15.20
	담당자 변경				
2018-08-30	1년 경과 이후		1년	-26.69	-24.24
2017-08-30	BUY	132,000	1년	-25.55	-9.47
	담당자 변경				
2017-01-05	BUY	140,000	1년	-28.26	-15.36

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 * - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	87.2
Hold(중립)	12.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-08-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.