

현대백화점 (069960)

터널의 끝이 보인다

백화점: 높은 실적 가시성, 2020년 증익 전환 예상

현대백화점 기존점 성장률은 2분기 2.4%에 이어 3분기에도 3% 내외 견조한 성장세를 지속하고 있다. 문제는 판관비다. 전년도 최저임금 상승과 천호점 등 신규 투자 확대에 따른 감가상각비 증가로 하반기에도 감익이 불가피해 보인다. 다만, 백화점 사업 실적 가시성은 높다. 1) 온라인 채널 침투가 일단락 되어, 온라인화에 의한 실적 저하 가능성이 낮고, 2) 명품 중심 고소득층 소비 채널로 안정적 수요층을 확보하고 있으며, 3) 대형 백화점 3사로 과점화 돼 있기 때문이다. 2020년부터 최저임금 상승 둔화 영향 고정비 부담이 완화되고, 리뉴얼/신규 점포 확대 효과로 증익 전환이 가능해 보인다. 올해 그랜드 오픈한 천호점 정상화, 무역점의 면세점 영향 집객 확대는 물론, 대전(2020년 6월)/남양주(11월) 프리미엄 아울렛 오픈 효과 첫째 각각 2,500억원 3,500억원 (총)매출 증가를 기대하고 있다.

면세점 정상화 국면, 프리미엄 식품 온라인 사업 기대

면세점 사업은 3분기 이후 손실 폭을 크게 줄이면서, 정상화 과정에 들어갈 듯 하다. 까르띠에가 7월 말 입점하고, 코엑스 패키지 그룹 투여 고객이 증가하면서 (총)매출은 목표 대비 130% 달성하고 있다. 매출이 예상보다 높은 수준을 기록하면서 1) 메이저 업체 대비 9%p 높은 매출대비 판촉비율을 낮추고 수익성 제고에 초점을 맞춘다는 방침이다. 2) 고마진 내국인(3%→5%)/패키지 관광 고객(3%→10%) 비중이 상승하고 있는 점도 고무적이다. 3) 전체 화장품 매출에서 고마진 글로벌 화장품 비중을 현재 40%에서 4분기 60%까지 늘린다는 계획이다. 한편, 온라인 사업 전략은 종합몰을 지양하고, 대중적 백화점몰/프리미엄 전문몰/프리미엄 식품온라인 3개 방향을 잡고 있다. 특히, 프리미엄 식품온라인 사업은 1) 기존 백화점 고객들로 수요층이 분명하고, 2) 수요가 크게 증가하고 있으며, 3) 현대그린푸드의 검증된 공급 역량을 감안하면 성공 가능성이 높다는 판단이다. 현재 백화점 수퍼 신선식품의 80%를 현대그린푸드에서 공급하고 있다.

목표주가 10.5만원. 투자이견 '중립' ->'매수'로 상향 조정

10.5만원은 12MF PER 10배 수준이다. 1) 백화점 사업 증익 전환 가시성이 돋보이고, 2) 면세점 사업 정상화로 불확실성이 크게 완화될 수 있으며, 3) 프리미엄 식품 온라인 사업이 가시화될 경우 추가적인 밸류에이션 프리미엄 요인이 될 수 있다. 현재 주가는 12MF PER 6.7배, PBR 0.44배로 현저히 저평가된 상태다. 불확실성 완화와 실적 턴어라운드 시기를 대비한 비중확대 전략으로 전환이 유효하다.

Update

BUY

| TP(12M): 105,000원(상향) | CP(8월 28일): 71,000원

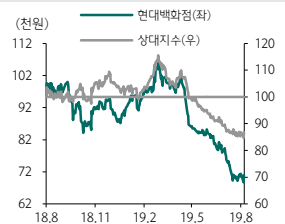
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,941.09
52주 최고/최저(원)	106,000/6,700
시가총액(십억원)	1,661.6
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	23,402.4
60일 평균 거래량(천주)	59.3
60일 평균 거래대금(십억원)	4.6
19년 배당금(예상, 원)	900
19년 배당수익률(예상, %)	1.27
외국인지분율(%)	32.25
주요주주 지분율(%)	
정지선 외 3인	36.08
국민연금공단	10.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(6.3) (26.7) (28.6)
상대	(0.3) (17.0) (15.3)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,233.9	2,437.5
영업이익(십억원)	303.7	350.8
순이익(십억원)	261.7	296.8
EPS(원)	9,216	10,608
BPS(원)	192,565	202,504

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,848.1	1,862.2	2,062.2	2,180.2	2,263.3
영업이익	십억원	393.7	356.7	290.9	357.2	373.4
세전이익	십억원	445.6	398.3	353.1	420.1	437.1
순이익	십억원	253.7	239.0	218.0	260.3	271.8
EPS	원	10,841	10,211	9,317	11,122	11,613
증감률	%	(8.0)	(5.8)	(8.8)	19.4	4.4
PER	배	9.64	8.85	7.62	6.38	6.11
PBR	배	0.60	0.50	0.37	0.36	0.34
EV/EBITDA	배	6.42	5.55	5.21	4.44	4.23
ROE	%	6.63	5.91	5.15	5.85	5.79
BPS	원	173,714	181,282	189,732	199,989	210,737
DPS	원	800	900	900	900	900



Analyst 박종대
02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 서현정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com

3분기 면세점 손실 폭 축소, 4분기 연결 영업이익 증익 전환으로 주가 모멘텀

3분기 면세점 수익성 제고 시그널로 주가 모멘텀 회복 시작

3분기 영업이익은 전년 동기대비 21% 감소한 630억원 수준에 그칠 전망이다. 백화점 부문은 양호한 외형 성장에도 불구하고, 인건비/감가상각비 등 고정비 부담으로 YoY 11% 감익이 예상된다. 면세점 부문 영업손실이 160억원으로 전분기 대비 손실 폭을 축소할 전망이다. 4분기는 전년도 베이스가 낮다. 백화점 사업은 감익을 지속하지만, 면세점 영업손실이 전년 동기대비 150억원 감소하면서 연결 영업이익이 추세적인 증익 국면으로 전환이 가능할 전망이다. 1) 3분기 실적에서 면세점 수익성 제고 시그널이 잡히고, 2) 4분기부터 연결 영업이익이 증익 전환, 3) 2020년 1분기부터 백화점 영업이익까지 증익 전환하면서 추세적인 주가 회복 및 상승을 이어갈 전망이다.

3분기 연결기준 총매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 16% 증가, 21% 감소한 1조 5,950억원과 630억원 규모에 그칠 전망

표 1. 현대백화점 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018년	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2019년
총매출	1,432	1,392	1,374	1,681	5,879	1,583	1,586	1,595	1,846	6,610
백화점	1,405	1,364	1,346	1,583	5,697	1,398	1,363	1,362	1,602	5,726
면세점				70	70	157	194	204	215	770
영업이익	103	75	80	99	357	75	51	63	102	291
백화점	104	79	89	122	394	98	70	79	112	359
면세점	(3)	(4)	(10)	(25)	(42)	(24)	(19)	(16)	(10)	(69)
세전이익	125	66	92	114	398	93	68	75	117	353
지배주주 순이익	79	40	54	66	239	54	38	47	79	218
영업이익률(%)	7.2	5.4	5.8	5.9	6.1	4.7	3.2	4.0	5.5	4.4
백화점	7.4	5.8	6.6	7.7	6.9	7.0	5.1	5.8	7.0	6.3
면세점				(35.9)	(59.9)	(15.0)	(10.0)	(7.9)	(4.8)	(9.0)
YoY %										
총매출	(1.5)	2.3	2.0	5.6	2.2	10.5	14.0	16.0	9.8	12.4
백화점	(1.1)	2.8	2.6	1.6	1.4	(0.5)	(0.0)	1.2	1.2	0.5
면세점									207.7	1000.0
영업이익	(25.8)	9.1	14.9	(15.4)	(9.4)	(26.9)	(32.7)	(20.9)	3.3	(18.4)
백화점	(26.0)	10.0	22.7	2.5	(2.5)	(5.3)	(11.2)	(11.2)	(8.5)	(8.8)
면세점						적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	(23.1)	(20.1)	12.5	(2.6)	(10.6)	(26.2)	3.4	(18.5)	2.3	(11.3)
지배주주순이익	(23.6)	(23.8)	9.6	35.3	(5.8)	(30.9)	(4.5)	(13.3)	18.7	(8.8)

자료: 현대백화점, 하나금융투자

2020년 백화점과 면세점 사업이
모두 정상화되면서 실적과 주가
모멘텀을 형성할 전망

표 2. 현대백화점 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
총매출	5,752	5,879	6,610	6,988	7,254
백화점	5,616	5,697	5,726	6,025	6,204
면세점		70	770	847	932
매출총이익	1,536	1,512	1,699	1,831	1,901
영업이익	394	357	291	357	373
백화점		394	359	387	392
면세점		(42)	(69)	(30)	(19)
세전이익	446	398	353	420	437
지배주주 순이익	254	239	218	260	272
적정시가총액	2,537	2,390	2,180	2,603	2,718
주식수(천주)	23,403	23,404	23,404	23,404	23,404
적정주가(천원)	108	102	93	111	116
적정PER	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
EPS(원)	10,841	10,210	9,316	11,122	11,613
매출총이익률(%)	26.7	25.7	25.7	26.2	26.2
영업이익률(%)	6.8	6.1	4.4	5.1	5.1
백화점		6.9	6.3	6.4	6.3
면세점		(59.9)	(9.0)	(3.5)	(2.0)
YoY %					
총매출	1.4	2.2	12.4	5.7	3.8
영업이익	2.7	(9.4)	(18.4)	22.8	4.5
지배주주순이익	(8.0)	(5.8)	(8.8)	19.4	4.4

자료: 현대백화점, 하나금융투자

추정 재무제표

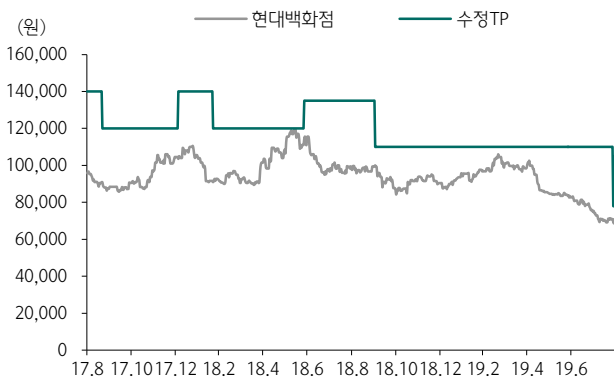
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,848.1	1,862.2	2,062.2	2,180.2	2,263.3
매출원가	311.9	350.5	363.5	348.8	362.1
매출총이익	1,536.2	1,511.7	1,698.7	1,831.4	1,901.2
판매비	1,142.6	1,155.1	1,407.8	1,474.1	1,527.8
영업이익	393.7	356.7	290.9	357.2	373.4
금융손익	(2.7)	5.5	1.5	2.1	2.6
중속/관계기업손익	47.4	19.3	36.1	36.3	36.7
기타영업외손익	7.2	16.9	24.6	24.5	24.4
세전이익	445.6	398.3	353.1	420.1	437.1
법인세	143.3	110.9	93.4	110.0	113.3
계속사업이익	302.2	287.4	259.7	310.1	323.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	302.2	287.4	259.7	310.1	323.8
비지배주주지분 순이익	48.5	48.5	41.7	49.8	52.0
지배주주순이익	253.7	239.0	218.0	260.3	271.8
지배주주지분포괄이익	285.6	228.0	214.9	256.6	267.9
NOPAT	267.0	257.4	214.0	263.7	276.6
EBITDA	536.5	511.6	454.0	527.9	551.2
성장성(%)					
매출액증가율	0.9	0.8	10.7	5.7	3.8
NOPAT증가율	(5.4)	(3.6)	(16.9)	23.2	4.9
EBITDA증가율	1.9	(4.6)	(11.3)	16.3	4.4
영업이익증가율	2.7	(9.4)	(18.4)	22.8	4.5
(지배주주)순이익증가율	(8.0)	(5.8)	(8.8)	19.4	4.4
EPS증가율	(8.0)	(5.8)	(8.8)	19.4	4.4
수익성(%)					
매출총이익률	83.1	81.2	82.4	84.0	84.0
EBITDA이익률	29.0	27.5	22.0	24.2	24.4
영업이익률	21.3	19.2	14.1	16.4	16.5
계속사업이익률	16.4	15.4	12.6	14.2	14.3
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	10,841	10,211	9,317	11,122	11,613
BPS	173,714	181,282	189,732	199,989	210,737
CFPS	24,864	23,718	21,409	24,500	25,438
EBITDAPS	22,923	21,862	19,398	22,557	23,554
SPS	78,972	79,573	88,119	93,159	96,711
DPS	800	900	900	900	900
주가지표(배)					
PER	9.6	8.9	7.6	6.4	6.1
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
PCFR	4.2	3.8	3.3	2.9	2.8
EV/EBITDA	6.4	5.6	5.2	4.4	4.2
PSR	1.3	1.1	0.8	0.8	0.7
재무비율(%)					
ROE	6.6	5.9	5.2	5.8	5.8
ROA	3.8	3.5	3.0	3.4	3.4
ROIC	6.0	5.6	4.6	5.4	5.5
부채비율	46.8	44.7	45.5	44.8	43.6
순부채비율	7.3	0.6	(0.5)	(1.8)	(2.7)
이자보상배율(배)	33.5	24.3	22.2	27.3	28.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,002.8	1,258.8	1,346.8	1,435.9	1,518.5
금융자산	281.3	470.5	526.8	596.7	653.9
현금성자산	86.4	241.0	297.3	367.2	409.1
매출채권 등	633.2	646.2	665.6	682.2	702.7
재고자산	60.5	114.6	126.9	129.4	134.4
기타유동자산	27.8	27.5	27.5	27.6	27.5
비유동자산	5,774.5	5,729.8	6,019.9	6,306.6	6,591.5
투자자산	789.4	656.9	710.0	767.4	830.1
금융자산	148.6	19.4	21.5	22.7	23.6
유형자산	4,810.6	4,893.7	5,132.2	5,362.9	5,586.4
무형자산	43.9	42.3	40.8	39.4	38.0
기타비유동자산	130.6	136.9	136.9	136.9	137.0
자산총계	6,777.3	6,988.6	7,366.7	7,742.5	8,110.0
유동부채	1,745.1	1,293.2	1,397.3	1,464.8	1,517.2
금융부채	619.7	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	864.0	910.5	983.4	1,032.5	1,071.9
기타유동부채	261.4	382.7	413.9	432.3	445.3
비유동부채	414.5	866.3	905.7	928.9	945.3
금융부채	0.0	499.1	499.1	499.1	499.1
기타비유동부채	414.5	367.2	406.6	429.8	446.2
부채총계	2,159.6	2,159.5	2,303.0	2,393.8	2,462.5
지배주주지분	3,955.4	4,132.5	4,330.2	4,570.3	4,821.8
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
자본조정	(126.5)	(127.2)	(127.2)	(127.2)	(127.2)
기타포괄이익누계액	65.6	29.7	29.7	29.7	29.7
이익잉여금	3,287.1	3,500.9	3,698.6	3,938.6	4,190.2
비지배주주지분	662.3	696.6	733.5	778.5	825.7
자본총계	4,617.7	4,829.1	5,063.7	5,348.8	5,647.5
순금융부채	338.4	28.7	(27.6)	(97.6)	(154.8)
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	437.2	435.3	534.6	552.4	545.0
당기순이익	302.2	287.4	259.7	310.1	323.8
조정	176.8	173.2	163.1	170.6	177.9
감가상각비	142.8	155.0	163.0	170.7	177.9
외환거래손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(47.4)	(19.3)	0.0	0.0	0.0
기타	81.4	37.5	0.1	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(41.8)	(25.3)	111.8	71.7	43.3
투자활동 현금흐름	(145.7)	(134.1)	(458.0)	(462.2)	(482.9)
투자자산감소(증가)	(87.4)	108.5	(58.0)	(62.2)	(67.5)
유형자산감소(증가)	(314.4)	(221.2)	(400.0)	(400.0)	(400.0)
기타	256.1	(21.4)	0.0	0.0	(15.4)
재무활동 현금흐름	(275.1)	(146.5)	(20.3)	(20.2)	(20.2)
금융부채증가(감소)	(239.4)	(120.5)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(19.8)	(8.0)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(15.9)	(18.0)	(20.3)	(20.2)	(20.2)
현금의 증감	16.4	154.6	56.3	69.9	41.8
Unlevered CFO	581.9	555.1	501.0	573.4	595.3
Free Cash Flow	122.8	214.0	134.6	152.4	145.0

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대백화점



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.29	BUY	105,000		
19.8.27	Neutral	78,000	-11.92%	-11.92%
18.10.2	Neutral	110,000	-18.46%	-3.64%
18.6.26	BUY	135,000	-25.99%	-14.44%
18.2.20	BUY	120,000	-16.79%	-0.42%
18.1.3	BUY	140,000	-26.02%	-21.07%
17.9.20	BUY	120,000	-21.92%	-11.67%
17.8.28	BUY	140,000	-33.72%	-31.00%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.5%	10.8%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 8월 29일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 2019년 08월 29일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.