

2022. 2. 11



▲ **유동**

Analyst **최윤희**
02. 6454-4888
yoonhee.choi@meritz.co.kr

RA **오지우**
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 100,000 원

현재주가 (2.10) 76,700 원

상승여력 30.4%

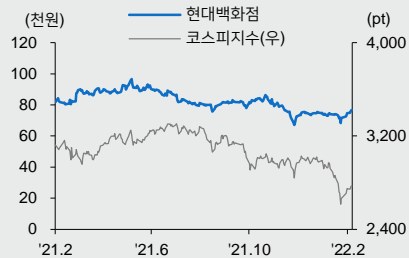
KOSPI	2,771.93pt
시가총액	17,950억원
발행주식수	2,340만주
유동주식비율	57.30%
외국인비중	18.37%
52주 최고/최저가	96,700원/67,100원
평균거래대금	61.9억원

주요주주(%)

정지선 외 3인	36.08
국민연금공단	11.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.1	-4.0	-6.3
상대주가	10.9	12.3	4.8

주가그래프



현대백화점 069960

4Q21 Review: 백화점 호조 및 면세 개선

- ✓ 4Q21: 연결 총매출액 2조 5,645억원(+22.6% YoY, 이하 YoY), 영업이익 942억원(+38.3%)
- ✓ 백화점: 전 카테고리 고성장(기준점 성장률 +11.6%) → GPM +0.2%p/OPM +0.5%p
- ✓ 면세점: 실적 개선(적자축소)= 고무적 성과 → 2022E 흑자 전환 시점 도래
- ✓ 2022년 면세점 흑자 전환 목표 → EPS 증가에 기반한 주가 상승 유효
- ✓ 투자의견 Buy 및 적정주가 100,000원 유지

4Q21: 백화점 호조 및 면세 개선

현대백화점은 2021년 4분기 연결 총매출액 2조 5,645억원(+22.6% YoY, 이하 YoY), 영업이익 942억원(+38.3%)을 기록하며 당사 예상치에 부합했다. 백화점의 약진과 면세점의 적자 개선세가 두드러졌다.

[백화점] 총매출액 1조 8,887억원(+17.0%), 순매출액 5,666억원(+12.7%), 영업이익 1,049억원(+28.2%)을 기록했다. 오미크론 바이러스 확산에 따른 비우호적 영업 환경에도 전 카테고리에서의 견조한 실적이 증익을 이끌었다(기준점 성장률 +11.6%). 특히 패션 부문의 회복세가 수익성 향상을 도모했다(GPM +0.2%p). 매출 증가를 위한 판촉비 투입이 강화됐으나, 전 카테고리 호실적이 이를 상쇄했다(판관비율 -0.3%p, OPM +0.5%p).

[면세점] 순매출액 5,681원(+234.4%), 영업적자 106억원(적자지속)을 시현했다. 10~11월 일매출의 견조한 성과가 매출 고성장에 기여했다. 다이고 믹스 변화(대형 ↓ vs. 소형 ↑)로 리베이트 비용을 인식하는 회계계정 변경 영향도 반영됐다(매출 차감 ↓ vs. 판관비 ↑). 판관비 증가를 감안 시, 전년비 적자 축소폭(57억원)이 상당한 점도 고무적이다. 경쟁사 대비 앞선요율 개선 여지가 충분한 가운데, 전분기와 달리 일회성 비용 이슈가 부재한 덕분이다. 2022E 면세 사업부의 흑자 전환을 목표로 두고 있다.

투자의견 Buy 및 적정주가 100,000원 유지

2022E 백화점 성장률 둔화(·2021년 기저 효과 및 보복 소비 특수 반영 완료)와 국내 면세가 직면한 구조적 배경 모두 밸류에이션 확장에는 부담이다. 다만 면세점의 흑자 전환 시점이 다가온 만큼, EPS 증가에 기반한 주가 상승은 유효하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,199.0	292.2	194.1	8,296	-15.5	181,264	10.0	0.5	6.1	4.6	53.1
2020	2,273.2	135.9	70.3	3,005	-56.8	182,313	23.8	0.4	8.9	1.7	73.0
2021P	3,572.4	264.4	189.3	8,088	122.1	188,749	9.3	0.4	6.2	4.4	98.1
2022E	3,858.6	367.8	247.7	10,584	23.5	198,399	7.2	0.4	4.9	5.5	89.2
2023E	4,081.3	438.5	293.5	12,542	18.5	210,007	6.1	0.4	4.0	6.1	86.3

표1 현대백화점(연결) 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
총매출액	1,383.7	1,555.2	1,802.4	2,091.7	2,033.8	2,307.6	2,215.7	2,564.5	6,833.0	9,121.6	9,978.9
백화점	1,228.5	1,338.8	1,327.2	1,614.2	1,576.6	1,688.6	1,515.9	1,888.7	5,508.7	6,669.8	7,358.5
면세(DF)	183.1	247.4	503.5	511.8	492.9	656.0	733.8	715.5	1,445.8	2,598.2	2,774.8
순매출액	449.6	516.6	662.3	644.6	683.2	863.8	924.8	1,100.6	2,273.2	3,572.4	3,858.6
백화점	393.1	425.0	430.5	502.8	497.9	543.8	495.4	566.6	1,752.3	2,103.7	2,207.5
면세(DF)	80.0	117.2	255.4	169.9	215.3	350.7	457.0	568.1	622.4	1,591.2	1,770.6
매출총이익	319.1	353.6	393.5	362.0	424.4	549.0	609.4	757.5	1,428.2	2,340.3	2,450.0
매출총이익률	23.1	22.7	21.8	17.3	20.9	23.8	27.5	29.5	20.9	25.7	24.6
판매비	304.2	345.5	348.8	293.8	359.4	491.3	561.9	663.3	1,292.3	2,075.9	2,082.1
판매비율	22.0	22.2	19.4	14.0	17.7	21.3	25.4	25.9	18.9	22.8	20.9
영업이익	14.9	8.1	44.7	68.1	65.0	57.7	47.5	94.2	135.9	264.4	367.8
백화점	34.6	26.6	56.4	81.8	76.4	65.3	58.6	104.9	199.4	305.2	366.2
면세(DF)	-19.4	-18.1	-11.8	-16.3	-11.2	-7.7	-11.3	-10.6	-65.5	-40.8	2.1
영업이익률	1.1	0.5	2.5	3.3	3.2	2.5	2.1	3.7	2.0	2.9	3.7
백화점	2.8	2.0	4.2	5.1	4.8	3.9	3.9	5.6	3.6	4.6	5.0
면세(DF)	-10.6	-7.3	-2.3	-3.2	-2.3	-1.2	-1.5	-1.5	-4.5	-1.6	0.1
(% YoY)											
총매출액	-12.6	-1.9	16.0	15.0	47.0	48.4	22.9	22.6	4.5	33.5	9.4
백화점	-15.7	-5.9	-3.3	-0.5	28.3	26.1	14.2	17.0	-6.2	21.1	10.3
면세(DF)	16.7	27.5	138.8	121.1	169.2	165.2	45.7	39.8	82.3	79.7	6.8
순매출액	-13.7	-3.1	24.5	5.3	52.0	67.2	39.6	70.7	3.4	57.2	8.0
백화점	-17.7	-10.3	-6.1	-4.6	26.7	28.0	15.1	12.7	-9.5	20.1	4.9
면세(DF)	14.4	37.3	158.1	48.1	169.3	199.3	78.9	234.4	68.7	155.6	11.3
매출총이익	-18.0	-11.4	1.9	-19.9	33.0	55.2	54.9	109.3	-12.2	63.9	4.7
판매비	-3.2	-0.9	7.3	-15.2	18.1	42.2	61.1	125.7	-3.2	60.6	0.3
영업이익	-80.2	-84.0	-26.5	-35.5	336.3	609.6	6.3	38.3	-53.5	94.6	39.1
백화점	-65.0	-62.2	-27.8	-32.1	120.9	145.8	3.9	28.2	-45.8	53.1	20.0
면세(DF)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전

자료: 현대백화점, 메리츠증권 리서치센터

표2 백화점 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
매출액											
총매출액	1,228.5	1,338.8	1,327.2	1,614.2	1,576.6	1,688.6	1,515.9	1,888.7	5,508.7	6,669.8	7,358.5
순매출액	393.1	425.0	430.5	502.8	497.9	543.8	495.4	566.6	1,752.3	2,103.7	2,207.5
순매출액/총매출액	32.0	31.7	32.4	31.1	31.6	32.2	32.7	30.0	31.8	31.5	30.0
매출총이익	301.8	329.1	329.9	401.8	393.2	421.3	379.0	473.8	1,362.6	1,667.3	1,861.5
매출총이익률	24.6	24.6	24.9	24.9	24.9	24.9	25.0	25.1	24.7	25.0	25.3
판매비	267.2	302.5	273.5	320.0	316.8	356.0	320.4	368.9	1,163.2	1,362.1	1,495.4
판매비율	21.8	22.6	20.6	19.8	20.1	21.1	21.1	19.5	21.1	20.4	20.3
영업이익	34.6	26.6	56.4	81.8	76.4	65.3	58.6	104.9	199.4	305.2	366.2
영업이익률	2.8	2.0	4.2	5.1	4.8	3.9	3.9	5.6	3.6	4.6	5.0
(% YoY)											
매출액											
총매출액	-15.7	-5.9	-3.3	-0.5	28.3	26.1	14.2	17.0	-6.2	21.1	10.3
순매출액	-17.7	-10.3	-6.1	-4.6	26.7	28.0	15.1	12.7	-9.5	20.1	4.9
매출총이익	-16.6	-8.7	-4.3	-2.5	30.3	28.0	14.9	17.9	-7.9	22.4	11.6
판매비	1.6	4.2	2.6	9.8	18.5	17.7	17.2	15.3	4.7	17.1	9.8
영업이익	-65.0	-62.2	-27.8	-32.1	120.9	145.8	3.9	28.2	-45.8	53.1	20.0

자료: 현대백화점, 메리츠증권 리서치센터

표3 면세점 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
총매출액	183.1	247.4	503.5	511.8	492.9	656.0	733.8	715.5	1,445.8	2,598.2	2,774.8
시내점	183.1	247.4	502.5	509.5	490.5	653.4	731.2	737.3	1,442.5	2,587.5	2,760.9
무역점	128.2	197.9	351.8	356.6	255.1	372.4	380.2	377.5	1,034.3	1,370.7	1,466.6
동대문	54.9	49.5	150.8	152.8	235.5	280.9	351.0	359.8	408.2	1,216.8	1,294.2
공항점	-	-	1.0	2.3	2.4	2.6	2.6	3.2	3.3	10.7	13.9
인천T1(DF7)	-	-	1.0	2.3	2.4	2.6	2.6	3.2	3.3	10.7	13.9
순매출액	80.0	117.2	255.4	169.9	215.3	350.7	457.0	568.1	622.4	1,591.2	1,770.6
시내점	80.0	117.2	254.9	169.1	214.3	349.3	455.4	459.2	609.0	1,572.4	1,761.7
무역점	56.0	93.7	178.4	118.4	111.4	199.1	236.8	235.1	436.6	833.0	935.8
동대문	24.0	23.4	76.5	50.7	102.9	150.2	218.6	224.1	172.3	739.5	825.9
공항점	-	-	0.5	0.8	1.0	1.4	1.6	2.0	1.4	6.5	8.9
인천T1(DF7)	-	-	0.5	0.8	1.0	1.4	1.6	2.0	1.4	6.5	8.9
영업이익	-19.4	-18.1	-11.8	-16.3	-11.2	-7.7	-11.3	-10.6	-65.5	-40.8	2.1
시내점	-19.4	-18.1	-8.5	-13.0	-7.9	-4.6	-8.3	-10.8	-58.9	-37.9	14.3
무역점	-14.2	-13.6	-6.4	-9.2	-4.9	-2.9	-5.8	-3.0	-43.4	-28.2	-4.1
동대문	-5.2	-4.5	-2.1	-3.8	-3.1	-1.8	-2.5	-7.7	-15.6	-9.7	18.4
공항점	-	-	-3.3	-3.3	-3.3	-3.1	-3.0	-3.1	-6.6	-12.5	-12.2
인천T1(DF7)	-	-	-3.3	-3.3	-3.3	-3.1	-3.0	-3.1	-6.6	-12.5	-12.2
영업이익률	-10.6	-7.3	-2.3	-3.2	-2.3	-1.2	-1.5	-1.5	-4.5	-1.6	0.1
시내점	-10.6	-7.3	-1.7	-2.6	-1.6	-0.7	-1.1	-1.5	-4.1	-1.5	0.5
무역점	-11.0	-6.9	-1.8	-2.6	-1.9	-0.8	-1.5	-0.8	-4.2	-2.1	-0.3
동대문	-9.5	-9.0	-1.4	-2.5	-1.3	-0.6	-0.9	-2.2	-3.8	-0.8	1.4
공항점	-	-	-323.0	-144.1	-137.2	-119.9	-115.1	-97.7	-198.4	-117.0	-88.2
인천T1(DF7)	-	-	-323.0	-144.1	-137.2	-119.9	-115.1	-97.7	-198.4	-117.0	-88.2
(% YoY)											
총매출액	16.7	27.5	138.8	121.1	169.2	165.2	45.7	39.8	82.3	79.7	6.8
시내점	16.7	27.5	138.3	120.1	167.9	164.1	45.5	44.7	81.9	79.4	6.7
무역점	-18.3	2.0	66.8	54.1	99.0	88.2	8.1	5.8	30.4	32.5	7.0
동대문	-	-	-	-	328.6	467.8	132.8	135.4	-	198.1	6.4
공항점	-	-	-	-	-	-	158.1	39.4	-	223.0	30.0
인천T1(DF7)	-	-	-	-	-	-	158.1	39.4	-	223.0	30.0
순매출액	14.4	37.3	158.1	48.1	169.3	199.3	78.9	234.4	68.7	155.6	11.3
시내점	14.4	37.3	157.6	47.5	168.0	198.1	78.7	171.5	68.3	158.2	12.0
무역점	-19.9	9.9	80.3	3.2	99.1	112.4	32.7	98.6	20.7	90.8	12.4
동대문	-	-	-	-	328.8	540.9	185.9	341.7	-	329.1	11.7
공항점	-	-	-	-	-	-	216.9	161.6	-	365.0	36.5
인천T1(DF7)	-	-	-	-	-	-	216.9	161.6	-	365.0	36.5
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
시내점	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
무역점	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
동대문	-	-	-	-	적지	적지	적지	적지	적전	적지	흑전
공항점	-	-	-	-	-	-	적지	적지	적전	적지	적지
인천T1(DF7)	-	-	-	-	-	-	적지	적지	적전	적지	적지

자료: 현대백화점, 메리츠증권 리서치센터

현대백화점 (069960)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	2,199.0	2,273.2	3,572.4	3,858.6	4,081.3
매출액증가율 (%)	18.1	3.4	57.2	8.0	5.8
매출원가	572.1	845.0	1,232.1	1,408.6	1,452.5
매출총이익	1,626.8	1,428.2	2,340.3	2,450.0	2,628.9
판매관리비	1,334.6	1,292.3	2,075.9	2,082.1	2,190.4
영업이익	292.2	135.9	264.4	367.8	438.5
영업이익률	13.3	6.0	7.4	9.5	10.7
금융손익	0.2	-15.3	5.1	6.0	7.0
중속/관계기업손익	27.0	21.1	46.5	21.8	22.4
기타영업외손익	19.2	5.2	0.8	2.2	3.5
세전계속사업이익	338.6	146.9	316.8	397.8	471.4
법인세비용	95.6	41.9	83.5	109.8	130.1
당기순이익	243.0	105.1	233.3	288.0	341.3
지배주주지분 순이익	194.1	70.3	189.3	247.7	293.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,365.3	1,985.9	2,866.8	2,965.0	3,358.5
현금및현금성자산	53.7	34.6	163.4	266.6	514.6
매출채권	584.3	545.0	930.4	927.5	1,010.8
재고자산	183.7	233.7	399.0	397.7	433.4
비유동자산	6,257.8	6,721.1	7,472.4	7,413.7	7,456.9
유형자산	5,059.3	5,299.9	5,364.6	5,319.6	5,271.6
무형자산	40.9	81.2	73.3	63.1	54.8
투자자산	682.3	715.5	1,173.1	1,169.6	1,269.2
자산총계	7,623.1	8,707.0	10,339.2	10,378.6	10,815.4
유동부채	1,443.4	2,276.2	3,073.6	2,894.9	2,990.7
매입채무	46.5	52.5	89.7	89.4	97.4
단기차입금	22.0	505.0	547.0	382.9	268.0
유동성장기부채	0.0	349.9	100.0	93.0	86.5
비유동부채	1,200.4	1,398.5	2,045.1	1,997.1	2,018.7
사채	399.4	351.9	650.0	611.0	586.5
장기차입금	100.0	200.0	120.0	112.8	108.3
부채총계	2,643.8	3,674.7	5,118.7	4,892.0	5,009.4
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
기타포괄이익누계액	8.7	3.1	10.8	10.8	10.8
이익잉여금	3,648.4	3,694.8	3,861.9	4,087.8	4,359.4
비지배주주지분	737.3	765.7	803.3	843.6	891.4
자본총계	4,979.3	5,032.3	5,220.5	5,486.6	5,806.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	377.5	259.4	1,099.4	584.5	753.1
당기순이익(손실)	243.0	105.1	233.3	288.0	341.3
유형자산상각비	210.5	229.1	289.4	290.4	286.1
무형자산상각비	1.6	12.6	13.8	10.2	8.4
운전자본의 증감	-45.4	-81.9	571.0	-4.1	117.4
투자활동 현금흐름	-502.0	-1,084.7	-873.1	-241.8	-340.6
유형자산의증가(CAPEX)	-273.5	-514.8	-378.8	-245.4	-238.1
투자자산의감소(증가)	36.4	-33.2	-457.6	3.5	-99.6
재무활동 현금흐름	-62.9	806.3	-97.6	-239.4	-164.6
차입금의 증감	433.5	1,040.2	240.1	-217.6	-142.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-187.4	-19.1	128.8	103.3	248.0
기초현금	241.0	53.7	34.6	163.4	266.6
기말현금	53.7	34.6	163.4	266.6	514.6

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	93,962	97,133	152,651	164,878	174,397
EPS(지배주주)	8,296	3,005	8,088	10,584	12,542
CFPS	23,653	18,453	25,901	30,261	32,831
EBITDAPS	21,551	16,129	24,255	28,563	31,317
BPS	181,264	182,313	188,749	198,399	210,007
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	10.0	23.8	9.3	7.2	6.1
PCR	3.5	3.9	2.9	2.5	2.3
PSR	0.9	0.7	0.5	0.5	0.4
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDA	504.4	377.5	567.6	668.4	732.9
EV/EBITDA	6.1	8.9	6.2	4.9	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.6	1.7	4.4	5.5	6.1
EBITDA 이익률	22.9	16.6	15.9	17.3	18.0
부채비율	53.1	73.0	98.1	89.2	86.3
금융비용부담률	0.8	1.3	1.2	1.0	0.9
이자보상배율(x)	16.3	4.4	6.4	9.5	12.3
매출채권회전율(x)	3.7	4.0	4.8	4.2	4.2
재고자산회전율(x)	14.7	10.9	11.3	9.7	9.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대백화점 (069960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

