



현대백화점

| Bloomberg Code (069960 KS) | Reuters Code (069960.KS)

2023년 11월 8일

[유통]

조상훈 연구위원

☎ 02-3772-2578

✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

면세점 이익 기여 시작



매수
(유지)



현재주가 (11월 7일)
54,000 원



목표주가
75,000 원 (하향)



상승여력
38.9%

- ◆ 3Q23 영업이익 740억원(-19.8%, YoY) 기록, 컨센서스 17% 하회
- ◆ 면세사업자로서의 가치가 부각될 때
- ◆ 백화점 반등 기대, 주주환원 정책 강화와 밸류에이션 매력에 주목



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

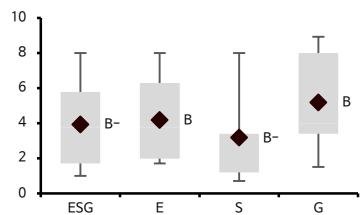
시가총액	1,263.7십억원
발행주식수	23.4백만주
유동주식수	13.4백만주(57.3%)
52 주 최고가/최저가	70,800 원/47,850 원
일평균 거래량 (60 일)	133,424 주
일평균 거래액 (60 일)	8,383 백만원
외국인 지분율	21.00%
주요주주	
현대지에프홀딩스 외 2 인	36.08%
국민연금공단	11.11%
절대수익률	
3개월	-11.2%
6개월	5.3%
12개월	-4.9%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-6.2%
6개월	7.7%
12개월	-7.7%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



3Q23 영업이익 740억원(-19.8%, YoY), 컨센서스 17% 하회

3Q23 매출과 영업이익은 1조 42억원(-26.8% YoY), 740억원(-19.8% YoY)을 기록하며, 컨센서스를 17% 하회했다. 면세가 드디어 흑자전환했으나, 백화점과 지누스 부진이 이어졌다.

백화점 기존점 성장률은 +3.5%를 기록하며 높은 기저에도 선방했으나, 고정비(인건비, 유틸리티 비용) 부담으로 영업이익은 17% 감소했다. 면세점은 영업 효율화(지급수수료, 프로모션 축소) 및 공항점 호조로 창립 이래 처음으로 흑자를 기록(3Q22: -150억원→3Q23: 10억원)했다. 지누스는 주요 고객사 발주 제한이 지속되며 매출과 영업이익은 각각 23%, 70% 줄었다.

면세사업자로서의 가치가 부각될 때

지난 2년간 양호한 백화점 실적에 비해 면세점은 다소 아쉬웠다. 경쟁업체들 대비 업력이 짧고 입점 브랜드가 많지 않으며 규모의 경제가 충분히 발현되지 않았기 때문이다. 또한 공항점 비중이 상대적으로 낮아 출국 수요 증가에 따른 수혜를 더디게 누렸던 점도 그렇다.

3Q23 창립 이래 처음으로 면세점은 흑자를 기록했는데, 일시적인 것이 아닌 구조적이라 판단한다. 1) 중국 단체관광객 입국에 따른 매출 회복과 알선수수료를 하락으로 수익성 개선이 기대된다. 2) 면세점 내 브랜드 라인업 교체 작업은 목표치의 약 60%를 달성한 것으로 파악된다. 브랜드 교체 작업이 끝난 후 점유율 상승과 바잉 파워 개선, 이에 따른 면세점 경쟁력 제고가 기대된다. 3) 인천공항 4기 면세점 영업(DF 5구역)도 긍정적이다. 과거 대비 유리해진 조건(비용 부담 완화, 계약기간 장기화, 사업권역 통합 조정)에 경쟁업체들 대비 임차료 부담도 크게 낮다. 이제는 면세사업자로서의 가치가 부각될 때이다.

백화점 반등 기대, 주주환원 정책 강화와 밸류에이션 매력에 주목

백화점 비용 증가와 지누스 실적 부진 장기화를 반영해 2024년 영업이익 추정치를 5% 하향하고, 목표주가도 75,000원으로 6% 하향한다. 지난 2년동안 양호한 백화점 실적에도 불구하고 피크아웃 우려로 기업가치는 하락해왔다. 4Q23부터는 대전점 영업 재개와 주요 점포 리뉴얼 효과에 따라 백화점 반등이 기대된다. 또한 단일 지주회사 체제로의 변화에 따른 주주환원 정책 강화와 밸류에이션 매력(12M FWD PER 5배)에도 주목한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	3,572.4	264.4	189.4	8,092	188,909	9.3	6.4	0.4	4.4	20.5
2022	5,014.1	320.9	144.1	6,157	195,892	9.6	7.5	0.3	3.2	30.5
2023F	4,298.8	312.8	184.6	7,888	204,396	6.8	7.7	0.3	3.9	41.7
2024F	4,579.9	394.3	258.1	11,030	215,699	4.9	6.6	0.3	5.3	37.3
2025F	4,998.2	431.4	289.1	12,353	228,288	4.4	6.0	0.2	5.6	33.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

현대백화점 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	3Q23P			2023F			2024F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	1,089	1,004	(7.8)	4,474	4,299	(3.9)	5,026	4,580	(8.9)
영업이익	84	74	(12.2)	326	313	(4.2)	413	394	(4.5)
순이익	63	63	0.3	225	223	(1.1)	310	300	(3.4)
영업이익률	7.7	7.4		7.3	7.3		8.2	8.6	
순이익률	5.8	6.3		5.0	5.2		6.2	6.5	

자료: 신한투자증권

인천공항 신규 입찰 면세사업권 구성

구분	사업권	매장(수)	면적(㎡)	판매품목	낙찰임차료(원)	사업자 선정	예상임차료(십억원)
일반 사업권	DF1-2022	17	4,258	향수, 화장품/주류, 담배	8,987	호텔신라	319.7
	DF2-2022	16	4,709	향수, 화장품/주류, 담배	9,163	신세계	320.8
	DF3-2022	12	4,649	패션, 액세서리, 뷰티크	2,690	호텔신라	90.0
	DF4-2022	13	5,198	패션, 액세서리, 뷰티크	2,506	신세계	89.1
	DF5-2022	5	2,078	뷰티크	1,056	현대백화점	39.4
합계		63	20,892				
중소중견 사업권	DF8-2022	1	1,459	전 품목	583	경북공면세점	
	DF9-2022	2	1,821	전 품목	710	시티플러스	
합계		3	3,280				

자료: 언론 자료, 신한투자증권

현대백화점 목표주가 산정내역

구분	적정가치 (십억원)	주당가치 (원)	비중 (%)	비고
영업가치 (A)	3,926	179,638	238.9	
백화점	3,439	157,372	209.3	
면세점	487	22,267	29.6	글로벌 백화점 업종 평균 대비 20% 할인 호텔신라 30% 할인
비영업가치 (B)	262	11,975	15.9	
공동기업 및 관계기업	84	3,845	5.1	2023년 11월 7일 시가 적용 후 30% 할인
시장성 있는 투자유가증권	123	5,627	7.5	2023년 11월 7일 시가 적용 후 30% 할인
시장성 없는 투자유가증권	5	252	0.3	2Q23말 장부가 적용 후 30% 할인
투자부동산	49	2,251	3.0	투자부동산 장부가치를 50% 할인
순현금 (C)	(2,545)	(116,431)	(154.9)	2024년 말 연결기준 예상
합계 (D = A + B + C)	1,643	75,182	100.0	

자료: 신한투자증권

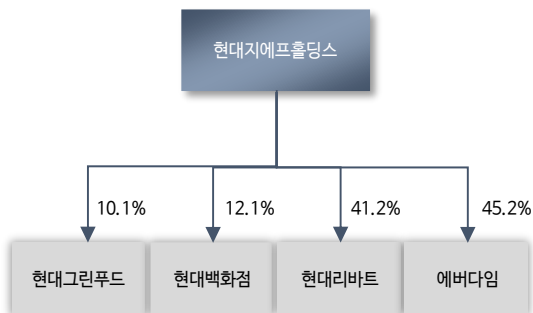
현대백화점 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	934	1,125	1,372	1,582	1,098	970	1,004	1,227	5,014	4,299	4,580
백화점	543	589	561	597	573	594	580	620	2,290	2,367	2,408
면세점	424	570	558	704	332	194	237	351	2,257	1,114	1,269
지누스	291	264	286	318	229	220	222	283	1,160	953	1,008
기타 및 연결조정	(33)	(34)	(33)	(37)	(37)	(38)	(35)	(27)	(137)	(136)	(105)
전년대비 (%)	36.8	30.3	48.4	43.8	17.5	(13.8)	(26.8)	(22.5)	40.4	(14.3)	6.5
백화점	9.1	8.3	13.2	5.3	5.5	0.9	3.5	3.8	8.8	3.4	1.7
면세점	97.0	62.6	22.1	24.0	(21.8)	(65.9)	(57.5)	(50.2)	41.8	(50.6)	13.9
지누스	6.0	5.1	4.0	(1.4)	(21.2)	(16.9)	(22.6)	(11.1)	3.2	(17.8)	5.8
기타 및 연결조정	10.7	10.3	18.7	9.3	10.0	10.8	6.2	(27.4)	12.0	(0.9)	(22.6)
영업이익	89	71	92	69	78	56	74	105	321	313	394
백화점	103	85	97	96	95	61	80	106	380	342	384
면세점	(14)	(14)	(15)	(23)	(16)	(1)	1	2	(66)	(13)	19
지누스	28	9	11	17	8	5	3	7	66	24	31
기타 및 연결조정	0	0	0	(22)	(10)	(10)	(10)	(10)	(21)	(40)	(40)
영업이익률 (%)	9.5	6.3	6.7	4.3	7.1	5.7	7.4	8.6	6.4	7.3	8.6
백화점	18.9	14.4	17.2	16.1	16.6	10.3	13.8	17.1	16.6	14.5	15.9
면세점	(3.3)	(2.4)	(2.7)	(3.3)	(4.7)	(0.4)	0.4	0.6	(2.9)	(1.2)	1.5
지누스	9.7	3.5	3.7	5.5	3.6	2.4	1.4	2.5	5.7	2.5	3.1
기타 및 연결조정	(0.5)	(0.1)	(0.4)	58.1	27.2	26.8	28.7	37.0	15.5	29.4	38.0
세전이익	104	73	97	(27)	91	41	87	86	247	304	394
순이익	75	54	69	(12)	69	26	63	65	186	223	300

자료: 신한투자증권

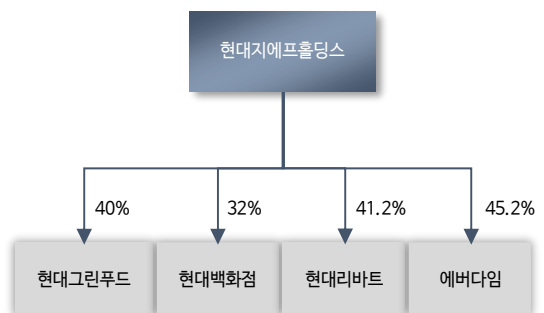
주: 3Q22부터 지누스 실적 반영

현물출자 전 현대백화점그룹 지배구조



자료: 회사 자료, 신한투자증권

현물출자 후 현대백화점그룹 지배구조



자료: 회사 자료, 신한투자증권

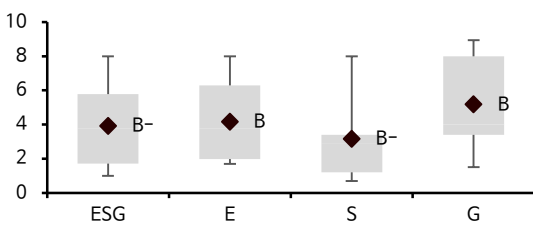
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 생산, 유통, 폐기의 사업 전 과정에서 친환경 가치 창출. 또한 환경보존 활동을 통해 기후 변화에 대응 노력
- ◆ 2006년 현대백화점 사회복지재단 설립을 통해 체계적인 사회공헌 사업 수행
- ◆ 공정한 거래문화 정착을 위해 협력사와 소상공인 및 지역경제, 우수기업을 육성하는 다양한 노력 지속

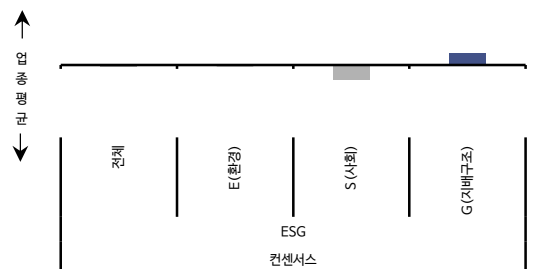
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차

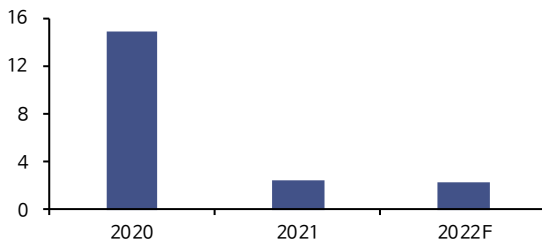


자료: 신한투자증권

Key Chart

환경 투자 금액 추이 및 계획

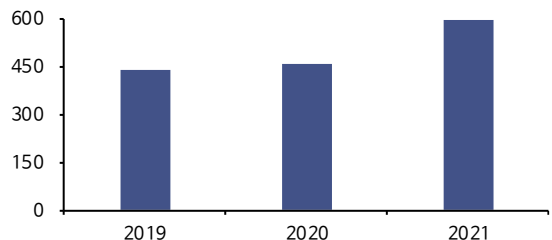
(십억원)



자료: 현대백화점, 신한투자증권

친환경 소재 포장재 적용 현황

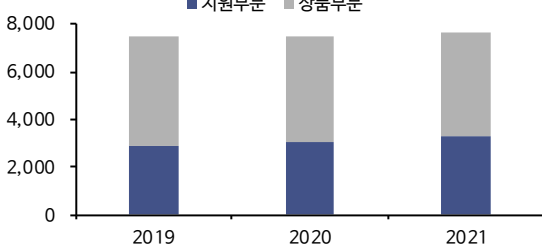
(백만원)



자료: 현대백화점, 신한투자증권

협력사 수 추이

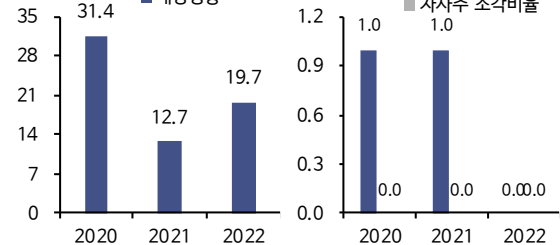
(개)



자료: 현대백화점, 신한투자증권

배당 성향 및 자사주 매입비율 추이

(%)



자료: 현대백화점, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	8,969.2	12,069.2	12,274.1	12,753.0	13,269.2
유동자산	1,945.3	3,115.5	3,275.6	3,589.9	3,958.5
현금및현금성자산	46.6	195.0	403.0	750.9	1,066.3
매출채권	706.5	1,055.4	993.0	953.0	982.2
재고자산	365.0	706.6	689.1	661.6	667.6
비유동자산	7,023.9	8,953.7	8,998.5	9,163.1	9,310.7
유형자산	5,298.0	5,613.8	5,443.7	5,251.5	5,065.0
무형자산	77.9	1,555.4	1,534.8	1,509.2	1,478.9
투자자산	778.2	798.8	745.6	760.5	775.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,743.6	5,702.0	5,707.8	5,922.3	6,143.8
유동부채	1,978.5	3,660.3	3,597.7	3,735.9	3,877.0
단기차입금	116.0	1,037.0	1,088.9	1,143.3	1,200.5
매입채무	64.6	128.3	129.9	133.1	153.3
유동성장기부채	120.0	431.2	452.8	475.4	499.2
비유동부채	1,765.1	2,041.8	2,110.1	2,186.4	2,266.8
사채	650.1	627.0	659.4	692.4	727.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	808.7	813.9	854.6	897.4	942.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,225.6	6,367.2	6,566.3	6,830.8	7,125.4
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
기타자본	(184.7)	(185.0)	(185.0)	(185.0)	(185.0)
기타포괄이익누계액	7.5	10.6	16.4	16.4	16.4
이익잉여금	3,869.0	4,029.6	4,228.7	4,493.2	4,787.8
지배주주지분	4,420.9	4,584.3	4,783.4	5,047.9	5,342.5
비지배주주지분	804.7	1,782.9	1,782.9	1,782.9	1,782.9
*충차입금	1,801.5	3,028.6	3,181.1	3,340.2	3,507.2
*순차입금(순현금)	1,073.4	1,943.1	2,736.4	2,547.0	2,397.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	500.2	489.4	677.1	782.9	747.1
당기순이익	233.4	186.0	223.1	299.6	329.7
유형자산상각비	288.4	320.0	412.4	430.2	446.4
무형자산상각비	15.0	41.0	24.8	28.9	33.6
회계환산손실(이익)	3.9	13.6	(5.3)	4.1	4.2
자산처분손실(이익)	2.8	5.2	3.1	4.8	4.7
지분법, 종속, 관계기업손익(이익)	(39.0)	(17.5)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(77.3)	(94.2)	50.3	37.3	(32.3)
(법인세납부)	(49.0)	(112.2)	(85.2)	(93.0)	(105.0)
기타	122.0	147.5	53.9	71.0	65.8
투자활동으로인한현금흐름	42.1	(1,133.2)	(246.8)	(237.2)	(255.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(263.2)	(258.3)	(250.2)	(245.2)	(267.5)
유형자산의감소	2.9	1.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(2.9)	(2.5)	20.7	25.6	30.3
투자자산의감소(증가)	331.9	(163.7)	(17.2)	(17.6)	(17.9)
기타	(26.6)	(709.8)	(0.1)	0.0	(0.1)
FCF	215.3	(31.5)	(526.3)	602.5	541.4
재무활동으로인한현금흐름	(530.3)	796.6	(222.3)	(197.9)	(176.6)
차입금의 증가(감소)	(425.8)	913.6	113.2	118.9	124.8
자기주식의처분(취득)	19.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(22.1)	(24.0)	(35.1)	(35.1)	(35.1)
기타	(101.9)	(93.0)	(300.4)	(281.7)	(266.3)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(4.4)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	12.0	148.4	208.0	347.9	315.4
기초현금	34.6	46.6	195.0	403.0	750.9
기말현금	46.6	195.0	403.0	750.9	1,066.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,572.4	5,014.1	4,298.8	4,579.9	4,998.2
증감률 (%)	57.2	40.4	(14.3)	6.5	9.1
매출원가	1,232.2	1,676.7	1,763.1	1,834.2	2,064.5
매출총이익	2,340.3	3,337.4	2,535.7	2,745.7	2,933.7
매출총이익률 (%)	65.5	66.6	59.0	60.0	58.7
판매관리비	2,075.9	3,016.5	2,222.9	2,351.5	2,502.3
영업이익	264.4	320.9	312.8	394.3	431.4
증감률 (%)	94.6	21.4	(2.5)	26.0	9.4
영업이익률 (%)	7.4	6.4	7.3	8.6	8.6
영업외손익	52.5	(74.2)	(8.4)	(0.0)	2.5
금융손익	(12.7)	(46.6)	(36.7)	(33.2)	(36.4)
기타영업외손익	26.2	(45.1)	10.3	5.5	5.0
중속 및 관계기업관련손익	39.0	17.5	18.0	27.7	33.9
세전계속사업이익	316.9	246.7	304.4	394.2	433.8
법인세비용	83.5	60.7	81.3	94.6	104.1
계속사업이익	233.4	186.0	223.1	299.6	329.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	233.4	186.0	223.1	299.6	329.7
증감률 (%)	122.2	(20.3)	19.9	34.3	10.1
순이익률 (%)	6.5	3.7	5.2	6.5	6.6
(지배주주)당기순이익	189.4	144.1	184.6	258.1	289.1
(비지배주주)당기순이익	44.0	41.9	38.5	41.5	40.6
총포괄이익	246.6	220.2	235.2	299.6	329.7
(지배주주)총포괄이익	201.1	187.7	202.4	266.5	296.3
(비지배주주)총포괄이익	45.4	32.5	32.8	33.1	33.5
EBITDA	567.7	681.9	750.0	853.4	911.4
증감률 (%)	50.4	20.1	10.0	13.8	6.8
EBITDA 이익률 (%)	15.9	13.6	17.4	18.6	18.2

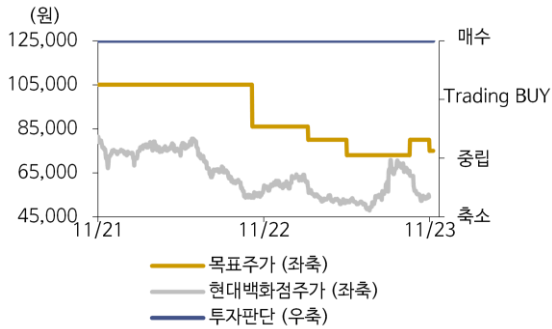
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	9,973	7,949	9,532	12,802	14,089
EPS (지배순이익, 원)	8,092	6,157	7,888	11,030	12,353
BPS (자본총계, 원)	223,294	272,076	280,580	291,882	304,471
BPS (지배지분, 원)	188,909	195,892	204,396	215,699	228,288
DPS (원)	1,100	1,300	1,500	1,500	1,500
PER (당기순이익, 배)	7.5	7.4	5.7	4.2	3.8
PER (지배순이익, 배)	9.3	9.6	6.8	4.9	4.4
PBR (자본총계, 배)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR (지배지분, 배)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA (배)	6.4	7.5	7.7	6.6	6.0
배당성향 (%)	12.7	19.7	17.8	12.7	11.3
배당수익률 (%)	1.5	2.2	2.8	2.8	2.8
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	15.9	13.6	17.4	18.6	18.2
영업이익률 (%)	7.4	6.4	7.3	8.6	8.6
순이익률 (%)	6.5	3.7	5.2	6.5	6.6
ROA (%)	2.6	1.8	1.8	2.4	2.5
ROE (지배순이익, %)	4.4	3.2	3.9	5.3	5.6
ROIC (%)	3.9	8.3	3.0	3.9	4.4
안정성					
부채비율 (%)	71.6	89.6	86.9	86.7	86.2
순차입금비율 (%)	20.5	30.5	41.7	37.3	33.7
현금비율 (%)	2.4	5.3	11.2	20.1	27.5
이자보상배율 (배)	6.4	4.6	3.8	6.1	6.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(8.3)	(21.8)	10.0	5.4	6.2
재고자산회수기간 (일)	30.6	39.0	59.3	53.8	48.5
매출채권회수기간 (일)	63.9	64.1	87.0	77.5	70.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

현대백화점(069960)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 10월 27일	매수	105,000	(27.8)	(20.3)
2022년 04월 28일		6개월경과	(35.7)	(23.3)
2022년 10월 14일	매수	86,000	(30.9)	(25.2)
2023년 02월 14일	매수	80,000	(33.2)	(28.5)
2023년 05월 10일	매수	73,000	(21.3)	(3.0)
2023년 09월 26일	매수	80,000	(31.3)	(20.5)
2023년 11월 08일	매수	75,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 조상훈)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 06일 기준)

매수 (매수)	92.98%	Trading BUY (중립)	4.96%	중립 (중립)	2.07%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------