

더네이처홀딩스 (298540/KQ)

뚜렷한 모멘텀은 아직이다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 19,000 원(하향)

현재주가: 14,410 원

상승여력: 31.9%



Analyst
형권훈

kh.hyoung@sks.co.kr
3773-9997

Company Data

발행주식수 1,475 만주

시가총액 213 십억원

주요주주

박영준(외8) 38.71%

자사주

Stock Data

주가(24/04/19) 14,410 원

KOSDAQ 841.91pt

52주 최고가 31,750 원

52주 최저가 13,850 원

60일 평균 거래대금 1 십억원

주가 및 상대수익률



1Q24 Preview: 감익 지속

동사의 1분기 매출액 1,254 억 원(-4.0% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 52 억 원(-62.0%, OPM 4.2%) 기록한 것으로 추정한다. 브랜드별 매출은 Nat Geo 성인(여행용가방 제외) 717 억 원(-11.7%), Nat Geo 여행용가방 161 억 원(+5.0%), Nat Geo 키즈 142 억 원(+7.4%), NatGeo 해외 및 수출 67 억 원(-7.9%), NFL 35 억 원(-20.3%), 마크곤잘레스 15 억 원, 배럴 101 억 원(+17.1%) 기록했을 것으로 추정한다.

대내외적으로 어려운 구간

1분기 실적이 전년 동기 대비 부진할 것으로 추정한 이유는 ① 작년 1분기에 내수 소비의 기저가 높았고, ② 라이선스 브랜드의 의류 산업 내 경쟁력이 약화되고 있고, ③ 신규 브랜드를 런칭하고 Nat Geo의 해외 사업을 확장함에 따라 고정비 성격의 판관비가 증가했기 때문이다. 이는 작년 하반기부터 이어진 실적 부진의 원인이며, 현재까지도 지속적인 실적의 하방 압력으로 작용하고 있다. 실적 턴어라운드를 위해서는 ① 내수 의류 소비의 회복, ② 브랜드 경쟁력 회복, ③ Nat Geo 해외 사업의 성장기 진입이 필요하다. 당장 가시성이 높은 것은 2분기부터 점진적으로 진행될 내수 의류 소비의 회복이다. 해외사업의 경우 대만과 홍콩 지역에서 매출이 고 성장하고 있음은 고무적이거나, 핵심 지역인 중국에서의 사업 확장 속도가 다소 더딘 모습을 보이고 있고, 기 출점한 매장의 경우 아직 BEP를 넘지 못하고 있는 것으로 파악된다. 해외 사업이 유의미하게 이익에 기여하기까지는 아직 시간이 더 필요하다.

하반기 내수 소비 회복과 해외사업 모멘텀에 주목

당장의 실적 모멘텀은 부재하며, 하반기에는 내수 소비 회복을 전망하고 실적의 기저가 낮아지므로 실적 성장 흐름을 보일 것으로 전망한다. 또한 하반기에 Nat Geo의 중국 대리상 사업 전개가 예정되어 있어 해외 사업 모멘텀이 한층 강화될 것이다. 더네이처홀딩스 투자 의견 '매수' 유지하며, 목표주가는 라이선스 의류 브랜드 피어 기업인 F&F의 최근 추가 하락을 반영해 기존 23,000 원에서 19,000 원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 십억원 | 370 | 498 | 548 | 599 | 659 | 726 |
| 영업이익 | 십억원 | 69 | 91 | 67 | 74 | 92 | 101 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 58 | 69 | 49 | 52 | 66 | 73 |
| EPS | 원 | 4,009 | 4,541 | 3,237 | 3,421 | 4,307 | 4,747 |
| PER | 배 | 7.4 | 7.0 | 5.4 | 4.2 | 3.3 | 3.0 |
| PBR | 배 | 2.0 | 1.7 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| EV/EBITDA | 배 | 5.8 | 6.0 | 4.9 | 3.7 | 2.8 | 2.3 |
| ROE | % | 30.4 | 27.1 | 16.1 | 14.9 | 16.3 | 15.5 |

| 더네이처홀딩스 부문별 실적 추정치 | | | | | | | | | | (단위: 십억 원, %) | | | |
|--------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|---------------|-------|------|------|
| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | | 22 | 23 | 24E | 25E |
| 매출액 | 131 | 113 | 101 | 202 | 125 | 116 | 114 | 244 | | 498 | 548 | 599 | 659 |
| /YoY | 41.7 | 26.7 | 5.7 | -8.2 | -4.0 | 3.0 | 12.4 | 20.4 | | 34.4 | 10.2 | 9.3 | 9.9 |
| Nat Geo | 117 | 91 | 71 | 186 | 109 | 93 | 83 | 227 | | 452 | 464 | 511 | 564 |
| Nat Geo 내수 | 110 | 88 | 66 | 175 | 102 | 85 | 70 | 202 | | 442 | 439 | 459 | 472 |
| Nat Geo 성인(캐리어 포함) | 97 | 78 | 59 | 155 | 88 | 74 | 63 | 181 | | 396 | 388 | 405 | 417 |
| Nat Geo 키즈 | 13 | 10 | 7 | 21 | 14 | 11 | 8 | 21 | | 46 | 51 | 54 | 55 |
| Nat Geo 해외관련 | 7 | 3 | 5 | 10 | 7 | 9 | 12 | 24 | | 11 | 25 | 52 | 92 |
| NFL | 4 | 5 | 4 | 6 | 4 | 3 | 2 | 1 | | 19 | 19 | 10 | 0 |
| 마크곤잘레스 | | 1 | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 | 3 | | | 3 | 7 | 15 |
| BARREL | 8 | 16 | 25 | 9 | 10 | 17 | 27 | 10 | | 24 | 58 | 64 | 68 |
| 매출총이익 | 84 | 81 | 68 | 135 | 81 | 83 | 77 | 170 | | 338 | 368 | 412 | 459 |
| /GPM | 64.4 | 71.9 | 67.1 | 66.5 | 64.9 | 71.6 | 67.6 | 69.9 | | 68.0 | 67.1 | 68.7 | 69.6 |
| 영업이익 | 14 | 18 | 5 | 30 | 5 | 14 | 8 | 47 | | 91 | 67 | 74 | 92 |
| /YoY | -7.1 | -0.6 | -53.8 | -35.5 | -62.0 | -21.3 | 50.9 | 55.3 | | 31.8 | -26.3 | 10.5 | 24.2 |
| /OPM | 10.6 | 15.7 | 5.1 | 15.0 | 4.2 | 12.0 | 6.8 | 19.3 | | 18.2 | 12.2 | 12.3 | 13.9 |

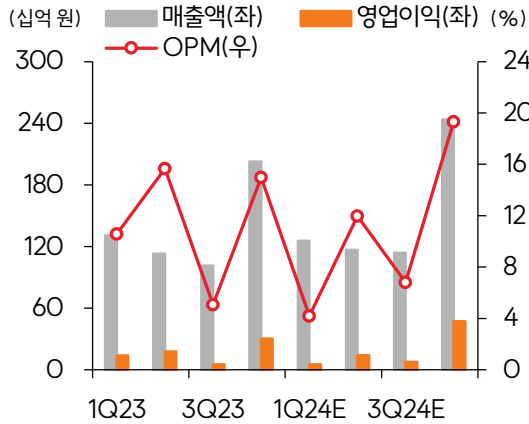
자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

더네이처홀딩스 목표주가 산정 로직

| 항목 | 단위 | 구분 | 내용 | 산식 | 비고 |
|--------------|------|-----|------------|-------------|------------------|
| 12MF 지배주주순이익 | 십억 원 | (A) | 56.9 | | |
| 상장주식 수 | 주 | (B) | 14,710,576 | | |
| 12MF EPS | 원 | (C) | 3,870 | (A)/(B) | |
| F&F 12MF PER | 배 | (D) | 6.1 | | 과거 6개월 평균치 |
| 멀티플 할인율 | % | (E) | 20 | | 해외 매출 비중의 차이를 반영 |
| Target PER | 배 | (F) | 4.8 | (D)*(1-(E)) | |
| 목표주가 | 원 | (G) | 19,000 | (C)*(D) | |
| 현재 주가 | 원 | (H) | 14,410 | | |
| 업사이드 | % | (I) | 31.9 | (E)/(F)-1 | |

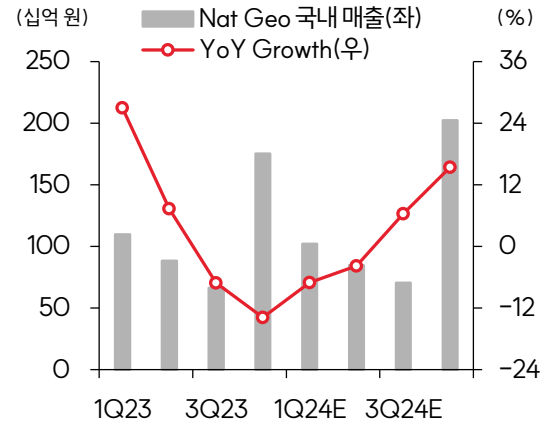
자료: SK 증권

더네이처홀딩스 분기 실적 추정치



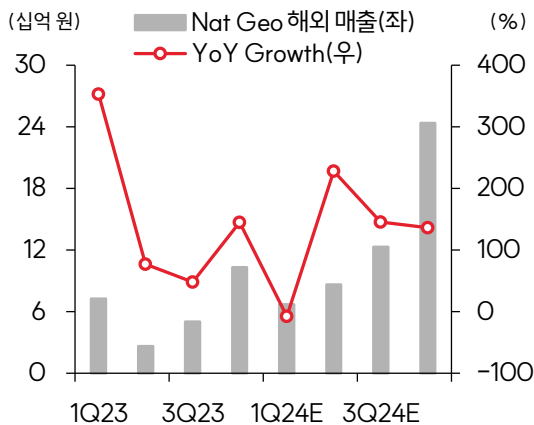
자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

Nat Geo 국내 매출 추정치



자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

Nat Geo 해외관련 매출 추정치



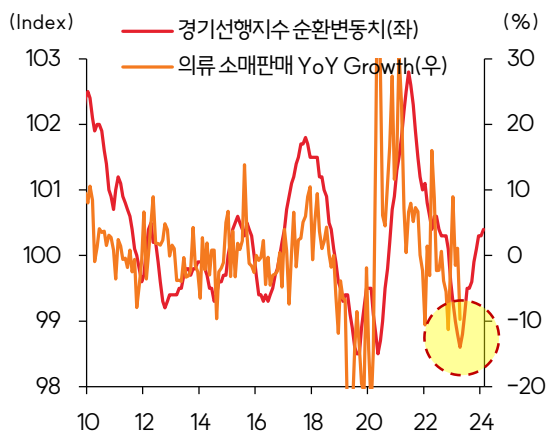
자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

Nat Geo 해외매장 수 추정치



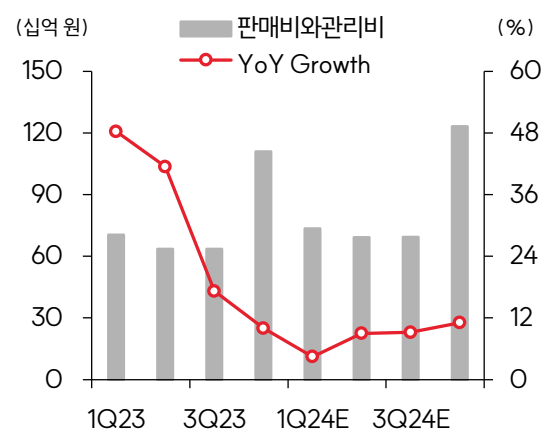
자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

한국 경기선행지수 vs. 의류 소매판매



자료: KOSIS, SK 증권

더네이처홀딩스 판매비와관리비 추정치



자료: 전자공시시스템, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 247 | 290 | 317 | 351 | 392 |
| 현금및현금성자산 | 29 | 39 | 37 | 44 | 53 |
| 매출채권 및 기타채권 | 54 | 47 | 51 | 56 | 62 |
| 재고자산 | 137 | 166 | 182 | 200 | 220 |
| 비유동자산 | 320 | 351 | 364 | 381 | 395 |
| 장기금융자산 | 8 | 11 | 12 | 13 | 15 |
| 유형자산 | 190 | 209 | 219 | 232 | 241 |
| 무형자산 | 80 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| 자산총계 | 567 | 640 | 681 | 732 | 787 |
| 유동부채 | 223 | 243 | 232 | 217 | 200 |
| 단기금융부채 | 146 | 169 | 152 | 129 | 103 |
| 매입채무 및 기타채무 | 46 | 42 | 46 | 51 | 56 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 24 | 28 | 30 | 32 | 35 |
| 장기금융부채 | 13 | 16 | 17 | 18 | 19 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 부채총계 | 248 | 271 | 262 | 249 | 235 |
| 지배주주지분 | 287 | 329 | 376 | 436 | 501 |
| 자본금 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 자본잉여금 | 89 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| 기타자본구성요소 | 4 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 187 | 231 | 278 | 338 | 403 |
| 비지배주주지분 | 33 | 40 | 43 | 47 | 52 |
| 자본총계 | 320 | 369 | 419 | 483 | 553 |
| 부채와자본총계 | 567 | 640 | 681 | 732 | 787 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 34 | 46 | 63 | 78 | 85 |
| 당기순이익(손실) | 69 | 52 | 56 | 70 | 77 |
| 비현금성항목등 | 33 | 32 | 37 | 43 | 47 |
| 유형자산감가상각비 | 10 | 17 | 19 | 21 | 23 |
| 무형자산상각비 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타 | 23 | 14 | 17 | 21 | 23 |
| 운전자본감소(증가) | -53 | -12 | -13 | -15 | -17 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -18 | -5 | -4 | -5 | -6 |
| 재고자산의감소(증가) | -38 | -26 | -15 | -18 | -20 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 4 | 8 | 4 | 5 | 5 |
| 기타 | -28 | -48 | -31 | -38 | -43 |
| 법인세납부 | -13 | -22 | -15 | -19 | -21 |
| 투자활동현금흐름 | -105 | -43 | -38 | -44 | -43 |
| 금융자산의감소(증가) | 4 | -9 | -3 | -4 | -4 |
| 유형자산의감소(증가) | -20 | -31 | -30 | -34 | -32 |
| 무형자산의감소(증가) | -3 | -0 | 0 | -1 | -1 |
| 기타 | -85 | -2 | -5 | -5 | -6 |
| 재무활동현금흐름 | 41 | 7 | -22 | -28 | -32 |
| 단기금융부채의증가(감소) | 43 | 7 | -17 | -23 | -26 |
| 장기금융부채의증가(감소) | -14 | -7 | 1 | 1 | 1 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -3 | -6 | -6 | -6 | -7 |
| 기타 | 15 | 10 | 0 | -0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | -29 | 11 | -2 | 6 | 10 |
| 기초현금 | 58 | 29 | 39 | 37 | 44 |
| 기말현금 | 29 | 39 | 37 | 44 | 53 |
| FCF | 14 | 15 | 33 | 44 | 53 |

자료 : 더네이처홀딩스, SK증권

포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 498 | 548 | 599 | 659 | 726 |
| 매출원가 | 159 | 180 | 187 | 200 | 220 |
| 매출총이익 | 338 | 368 | 412 | 459 | 505 |
| 매출총이익률(%) | 68.0 | 67.1 | 68.7 | 69.6 | 69.6 |
| 판매비와 관리비 | 248 | 301 | 338 | 367 | 404 |
| 영업이익 | 91 | 67 | 74 | 92 | 101 |
| 영업이익률(%) | 18.2 | 12.2 | 12.3 | 13.9 | 13.9 |
| 비영업손익 | -3 | 1 | -4 | -3 | -3 |
| 순금융손익 | -2 | -6 | -3 | -2 | -2 |
| 외환관련손익 | 1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 관계기업등 투자손익 | -1 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 88 | 68 | 70 | 89 | 98 |
| 세전계속사업이익률(%) | 17.7 | 12.4 | 11.7 | 13.4 | 13.5 |
| 계속사업법인세 | 19 | 15 | 15 | 19 | 21 |
| 계속사업이익 | 69 | 52 | 56 | 70 | 77 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 69 | 52 | 56 | 70 | 77 |
| 순이익률(%) | 13.9 | 9.6 | 9.3 | 10.6 | 10.6 |
| 지배주주 | 69 | 49 | 52 | 66 | 73 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 13.8 | 9.0 | 8.7 | 10.0 | 10.0 |
| 비지배주주 | 1 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| 총포괄이익 | 69 | 53 | 56 | 70 | 77 |
| 지배주주 | 68 | 50 | 52 | 66 | 73 |
| 비지배주주 | 1 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| EBITDA | 102 | 85 | 94 | 114 | 125 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 34.4 | 10.2 | 9.3 | 9.9 | 10.2 |
| 영업이익 | 31.8 | -26.3 | 10.5 | 24.1 | 10.2 |
| 세전계속사업이익 | 22.3 | -23.2 | 3.9 | 25.7 | 11.0 |
| EBITDA | 33.6 | -16.5 | 10.7 | 21.5 | 9.6 |
| EPS | 13.3 | -28.7 | 5.7 | 25.9 | 10.2 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 14.7 | 8.7 | 8.4 | 9.9 | 10.1 |
| ROE | 27.1 | 16.1 | 14.9 | 16.3 | 15.5 |
| EBITDA마진 | 20.4 | 15.5 | 15.6 | 17.3 | 17.2 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 110.5 | 119.3 | 136.4 | 161.6 | 196.1 |
| 부채비율 | 77.5 | 73.4 | 62.6 | 51.6 | 42.4 |
| 순차입금/자기자본 | 34.6 | 31.3 | 23.7 | 14.0 | 5.4 |
| EBITDA/이자비용(배) | 35.4 | 11.3 | 32.6 | 44.3 | 57.0 |
| 배당성향 | 8.5 | 11.9 | 11.3 | 11.2 | 12.2 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 4,541 | 3,237 | 3,421 | 4,307 | 4,747 |
| BPS | 18,989 | 21,542 | 24,522 | 28,444 | 32,709 |
| CFPS | 5,251 | 4,402 | 4,714 | 5,752 | 6,299 |
| 주당 현금배당금 | 400 | 400 | 400 | 500 | 600 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 7.0 | 5.4 | 4.2 | 3.3 | 3.0 |
| PBR | 1.7 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| PCR | 6.1 | 4.0 | 3.1 | 2.5 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 6.0 | 4.9 | 3.7 | 2.8 | 2.3 |
| 배당수익률 | 1.3 | 2.3 | 2.9 | 3.6 | 4.3 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|---------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2024.04.22 | 매수 | 19,000원 | 6개월 | | |
| 2024.01.18 | 매수 | 23,000원 | 6개월 | -34.15% | -28.91% |
| 2023.10.24 | 매수 | 30,000원 | 6개월 | -37.20% | -23.33% |



Compliance Notice

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 04월 22일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 96.53% | 중립 | 3.47% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|