

더네이처홀딩스 (298540/KQ)

4Q23 Pre: 내수 부진과 고정비 증가 부담

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 23,000 원(하향)

현재주가: 15,940 원

상승여력: 44.3%



Analyst
형권훈

kh.hyun@sk.com
3773-9997

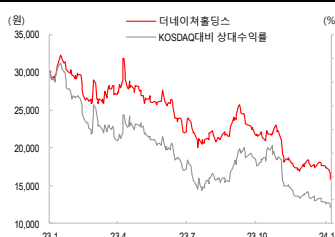
Company Data

발행주식수	1,471 만주
시가총액	234 십억원
주요주주	
박영준(외8)	38.81%
자사주	

Stock Data

주가(24/01/17)	15,940 원
KOSDAQ	833.05 pt
52주 최고가	32,200 원
52주 최저가	15,940 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 영업이익 350 억 원(-25.5% YoY, OPM 16.3%) 예상

4 분기 실적 매출액 2,142 억 원(-2.9% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 350 억 원(-25.5%)으로 추정한다. 브랜드별 매출은 NatGeo 성인(여행용가방 제외) 1,498 억 원(-14.0%), NatGeo 여행용가방 159 억 원(+46.2%), NatGeo 키즈 198 억 원(+7.8%), NatGeo 해외 및 수출 58 억 원(+47.6%), NFL 66 억 원(+4.3%), 마크곤잘레스 23 억 원, 배럴 81 억 원(+30.0%) 기록했을 것으로 추정한다. 4 분기 내수 소비 부진에 더해 평년보다 따뜻한 날씨의 영향으로 동사 NatGeo 아우터 제품군의 판매가 부진했을 것으로 예상된다.

수익성 회복에는 시간이 필요할 것

동사의 영업이익률은 전년 동기 대비 감소 추세에 있다. 내수 소비 부진에 따른 탑라인 축소 영향도 있지만, 신규 브랜드와 해외사업 전개를 위한 인건비, 매장 운영 비용, 설비투자 비용 등 고정비 증가의 영향이 크다고 분석한다. 비용 상쇄를 위해서는 탑라인 성장이 절실한 상황이다. 올해 상반기까지는 내수 소비의 부진이 이어질 것으로 전망하며, 동사의 해외 사업 투자 역시 지속될 것이기에 상반기까지 동사의 실적은 매출 성장성과 수익성 관점에서 부진한 흐름을 이어갈 것으로 전망한다. 반면 하반기부터는 1) 내수 소비의 점진적 회복, 2) 중국 직영 사업의 BEP 도달, 3) 중국 대리상 사업 전개를 전망하며 매출 성장성과 수익성 모두 전년 동기 대비 개선될 것으로 전망한다.

긴 호흡에서 접근할 것

동사는 NatGeo 국내 사업이 가진 성장의 한계치를 돌파하기 위해 1) NatGeo 해외 진출, 2) 마크곤잘레스 전개, 3) 브롬톤 런던 전개 등 여러 신규 사업을 동시에 진행 중이며 이에 따른 고정비 부담이 증가한 상황이다. 따라서 단기적으로 실적 부담이 지속될 것으로 전망한다. 다만 이는 한 단계 도약하기 위한 성장통이며, 동사의 브랜드 포트폴리오가 가진 경쟁력에 기반한 장기적 관점에서의 투자 매력도는 여전히 존재한다고 판단한다. 목표주가는 실적 추정치 하향 조정을 반영해 23,000 원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	293	370	498	560	598	695
영업이익	십억원	54	69	91	72	74	93
순이익(지배주주)	십억원	38	58	69	49	56	72
EPS	원	2,635	4,009	4,541	3,181	3,670	4,700
PER	배	7.5	7.4	7.0	5.5	4.3	3.4
PBR	배	1.8	2.0	1.7	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	4.1	5.8	6.0	5.2	4.5	3.5
ROE	%	32.1	30.4	27.1	15.8	15.9	17.5

더네이처홀딩스 부문별 실적 추정

(단위: 십억 원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	22	23E	24E	25E
매출액	92	89	96	221	131	113	101	214	122	116	114	247	498	560	598	695
/YoY	41.6	49.6	83.7	14.1	41.7	26.7	5.6	-2.9	-6.9	2.6	12.3	15.3	34.4	12.4	6.9	16.2
Nat Geo	88	83	73	206	117	91	71	195	107	94	84	232	452	472	518	619
Nat Geo 내수	86	82	71	203	110	88	66	186	102	87	73	208	443	450	470	490
Nat Geo 성인(w.캐리어)	76	73	64	185	97	78	59	166	88	77	65	188	397	399	417	436
Nat Geo 키즈	11	10	7	18	13	10	7	20	13	11	8	20	46	51	52	53
Nat Geo 해외 관련	1	1	2	4	7	2	4	10	6	7	12	24	8	22	49	129
NFL	4	5	4	6	4	5	4	7	4	3	2	1	19	20	10	0
마크곤잘레스						1	1	2	2	1	1	3		4	7	15
BARREL			18	6	8	16	25	8	9	17	26	8	24	57	60	57
매출총이익	62	63	65	148	84	81	68	146	83	83	76	167	338	379	409	457
/GPM	67.6	70.4	68.2	67.1	64.4	71.9	67.2	68.2	68.1	71.4	67.3	67.7	68.0	67.8	68.4	65.8
영업이익	15	18	11	47	14	18	5	35	9	14	7	44	91	72	74	93
/YoY	56.2	89.7	260.8	0.2	-7.1	-0.6	-53.8	-25.5	-32.4	-23.6	36.9	25.6	31.8	-21.1	3.1	26.0
/OPM	16.1	20.0	11.6	21.3	10.6	15.7	5.1	16.3	7.7	11.7	6.2	17.8	18.2	12.8	12.3	13.4

자료: 더네이처홀딩스, SK 증권 추정

더네이처홀딩스 실적추정치 변경 테이블

(단위: 십억 원, %)

	4Q23E	4Q22	YoY	직전 추정치	vs. 직전 추정치	시장 컨센서스	vs. 시장 컨센서스
매출액	214	221	-2.9	241	-11.1	231	-7.1
영업이익	35	47	-25.5	51	-31.3	46	-23.2
영업이익률	16.3	21.3		21.2		19.8	

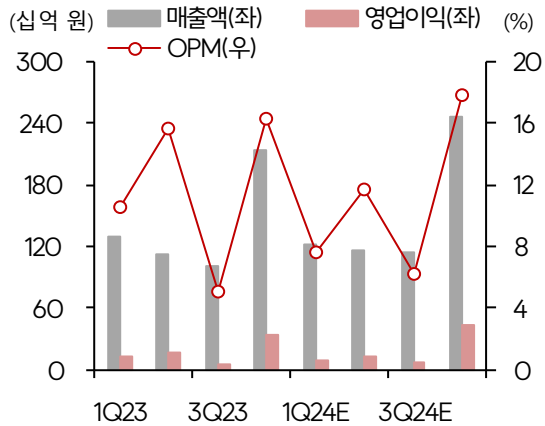
자료: FnGuide, SK 증권

더네이처홀딩스 목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	내용	산식	비고
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	56.1		
상장주식 수	주	(B)	14,710,576		
12MF EPS	원	(C)	3,814	(A)/(B)	
Target PER	배	(D)	6		의류업종 평균 12MF PER
목표주가	원	(E)	23,000	(C)*(D)	
현재 주가	원	(F)	16,600		
업사이드	%	(G)	38.6	(E)/(F)-1	

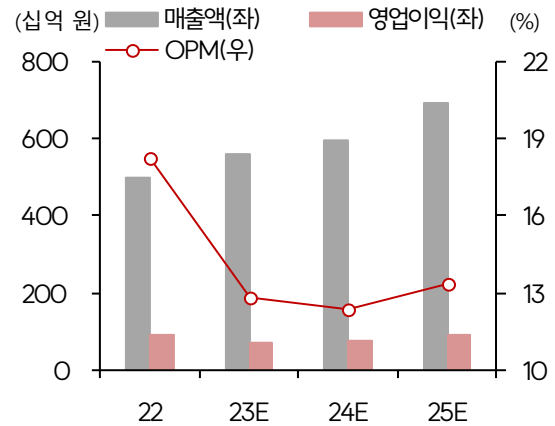
자료: SK 증권 추정

더네이처홀딩스 분기 실적 추정치 추이



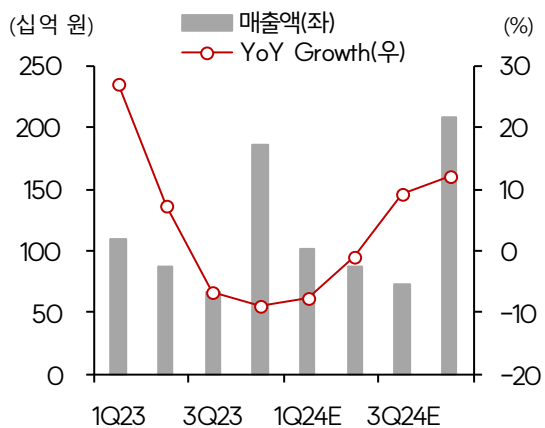
자료 : 더네이처홀딩스, SK 증권 추정

더네이처홀딩스 연간 실적 추정치 추이



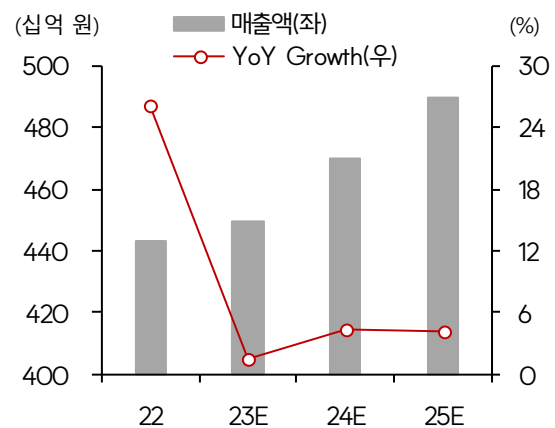
자료 : 더네이처홀딩스, SK 증권 추정

NatGeo 분기 매출 추정치 추이



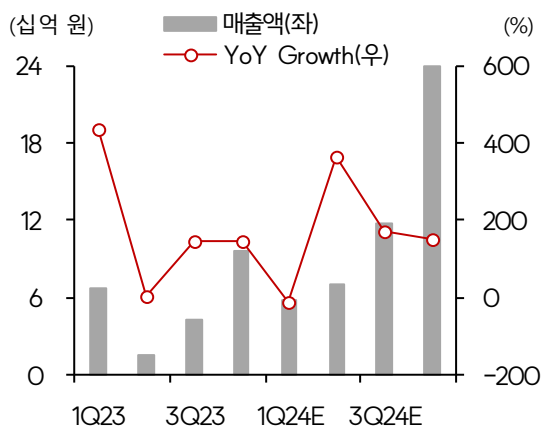
자료 : 더네이처홀딩스, SK 증권 추정

NatGeo 연간 매출 추정치 추이



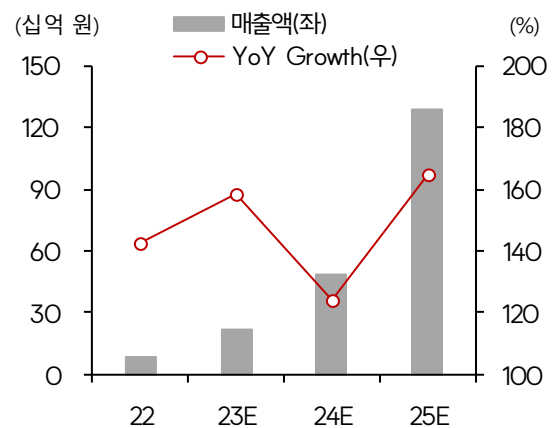
자료 : 더네이처홀딩스, SK 증권 추정

NatGeo 해외관련 분기 매출 추정치 추이



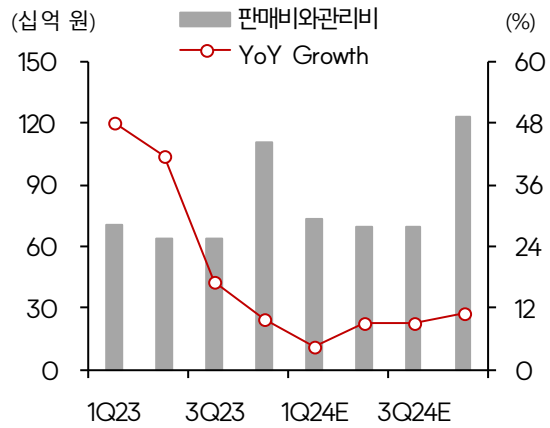
자료 : SK 증권 추정

NatGeo 해외관련 연간 매출 추정치 추이



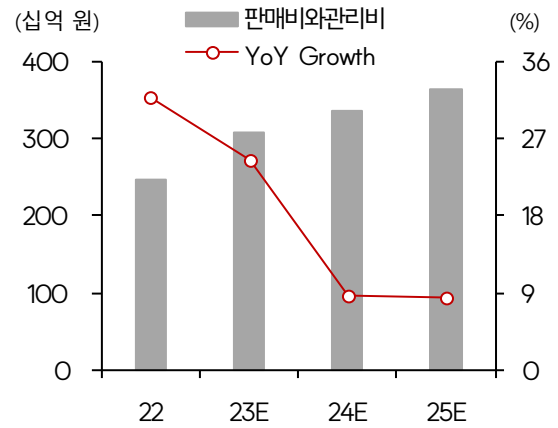
자료 : SK 증권 추정

더네이처홀딩스 분기 판관비 추정치 추이



자료 : 더네이처홀딩스, SK 증권 추정

더네이처홀딩스 연간 판관비 추정치 추이



자료 : 더네이처홀딩스, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	200	247	254	311	347
현금및현금성자산	58	29	46	72	64
매출채권 및 기타채권	32	54	52	61	70
재고자산	82	137	133	154	179
비유동자산	178	320	348	359	387
장기금융자산	5	6	7	7	7
유형자산	162	190	208	214	236
무형자산	2	80	81	82	82
자산총계	378	567	602	670	734
유동부채	116	223	206	222	219
단기금융부채	53	146	142	149	134
매입채무 및 기타채무	40	46	58	67	78
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	42	24	28	30	32
장기금융부채	41	13	17	17	17
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	158	248	234	252	250
지배주주지분	220	287	327	377	443
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	89	89	92	92	92
기타자본구성요소	2	4	-2	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	122	187	230	280	346
비지배주주지분	0	33	41	41	41
자본총계	220	320	368	418	484
부채와자본총계	378	567	602	670	734

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	41	37	60	62	79
당기순이익(손실)	58	69	53	56	72
비현금성항목등	23	33	35	44	49
유형자산감가상각비	7	10	17	22	27
무형자산상각비	0	0	1	1	1
기타	16	23	18	21	21
운전자본감소(증가)	-22	-53	2	-17	-21
매출채권및기타채권의감소(증가)	-8	-18	-10	-8	-10
재고자산의감소(증가)	-23	-38	6	-20	-25
매입채무및기타채무의증가(감소)	13	4	13	9	11
기타	-4	-1	-7	2	3
법인세납부	-18	-13	-29	-15	-19
투자활동현금흐름	-115	-104	-28	-37	-60
금융자산의감소(증가)	-29	4	-1	-3	-4
유형자산의감소(증가)	-86	-20	-33	-28	-50
무형자산의감소(증가)	-1	-3	-2	-2	-1
기타	0	-85	6	-4	-5
재무활동현금흐름	47	24	-31	1	-21
단기금융부채의증가(감소)	47	43	-17	7	-15
장기금융부채의증가(감소)	3	-14	-4	0	0
자본의증가(감소)	-0	0	3	0	0
배당금지급	-3	-3	-6	-6	-6
기타	-1	-3	-7	0	0
현금의 증가(감소)	-27	-29	18	26	-8
기초현금	85	58	29	46	72
기말현금	58	29	46	72	64
FCF	-44	16	27	34	29

자료 : 더네이처홀딩스, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	370	498	560	598	695
매출원가	114	159	180	189	238
매출총이익	257	338	379	409	457
매출총이익률(%)	69.3	68.0	67.8	68.4	65.8
판매비와 관리비	188	248	308	336	364
영업이익	69	91	72	74	93
영업이익률(%)	18.6	18.2	12.8	12.4	13.4
비영업손익	3	-3	-2	-3	-2
순금융손익	-1	-2	-6	-6	-2
외환관련손익	0	1	-1	0	0
관계기업등 투자손익	0	-1	1	0	0
세전계속사업이익	72	88	70	71	91
세전계속사업이익률(%)	19.5	17.7	12.4	11.9	13.1
계속사업법인세	14	19	17	15	19
계속사업이익	58	69	53	56	72
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	58	69	53	56	72
순이익률(%)	15.7	13.9	9.5	9.4	10.3
지배주주	58	69	49	56	72
지배주주귀속 순이익률(%)	15.7	13.8	8.7	9.4	10.3
비지배주주	-0	1	4	0	0
총포괄이익	58	69	53	56	72
지배주주	58	68	16	-17	-22
비지배주주	-0	1	36	73	94
EBITDA	76	102	89	97	121

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	26.3	34.4	12.4	6.9	16.2
영업이익	26.5	31.8	-21.1	3.1	26.0
세전계속사업이익	33.9	22.3	-21.1	1.9	28.1
EBITDA	27.4	33.6	-12.0	8.6	25.0
EPS	52.1	13.3	-29.9	15.3	28.1
수익성 (%)					
ROA	18.4	14.7	9.1	8.8	10.2
ROE	30.4	27.1	15.8	15.9	17.5
EBITDA마진	20.5	20.4	16.0	16.2	17.4
안정성 (%)					
유동비율	172.1	110.5	123.5	140.0	158.7
부채비율	71.8	77.5	63.6	60.3	51.8
순차입금/자기자본	5.3	34.7	25.4	17.2	12.6
EBITDA/이자비용(배)	70.1	35.4	12.3	11.6	46.7
배당성향	5.0	8.5	12.1	10.5	8.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,009	4,541	3,181	3,670	4,700
BPS	15,132	18,989	21,380	24,664	28,979
CFPS	4,494	5,251	4,339	5,182	6,542
주당 현금배당금	200	400	400	400	400
Valuation지표 (배)					
PER	7.4	7.0	5.5	4.3	3.4
PBR	2.0	1.7	0.8	0.6	0.6
PCR	6.6	6.1	4.0	3.1	2.4
EV/EBITDA	5.8	6.0	5.2	4.5	3.5
배당수익률	0.7	1.3	1.8	1.8	1.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.01.18	매수	23,000원	6개월		
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 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------