산업 리서치: 유통

TOP PICK: 현대백화점(069960)

박 성 현 (4 팀 팀장)
아랍어 19, ttamattima@hufs.ac.kr

김 정 현 (4 팀 부팀장)
경제학 20, elly8062@hufs.ac.kr

남 준 영 (4 팀 팀원)
경영학 19, njy010104@hufs.ac.kr

변 준 원 (4 팀 팀원)
포르투갈어 18, bjwon1999@naver.com

장 상 혁 (4 팀 팀원)
경영학 21, 0418elvin@hufs.ac.kr

CMRC
Capital Market Research Club

C/O/N/T/E/N/T/S

I. 산업 리서치 3

1. 경제지표로 보는 민간소비의 회복, 체감경기 개선은 글쎄
2. 유통업 이슈 점검
3. 오프라인 업종별 분석

II. 기업 리서치 17

1. 기업 소개
2. 투자 포인트
3. 리스크

III. Valuation 32

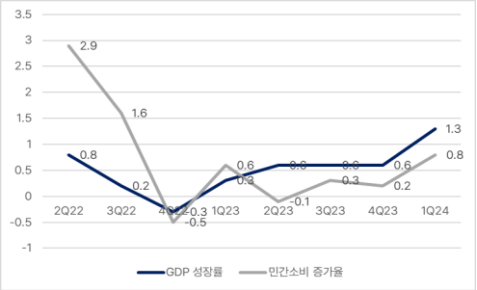
1. 매출 추정
2. 비용 추정
3. DCF Method

I. 산업 리서치

1. 경제지표로 보는 민간소비의 회복, 체감경기 개선은 글쎄

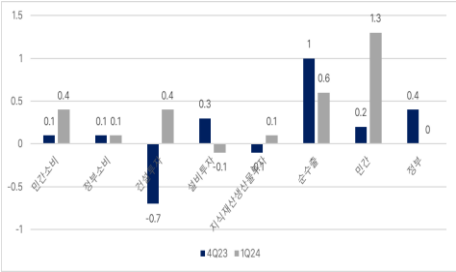
1.1 '24 년 1 분기 GDP 성장률 Review

1 분기 GDP 성장률과 민간소비 증가율



자료: 한국은행, 자본시장연구회 4 팀

GDP 에 대한 성장기여도 (계절조정)



자료: 한국은행, 자본시장연구회 4 팀

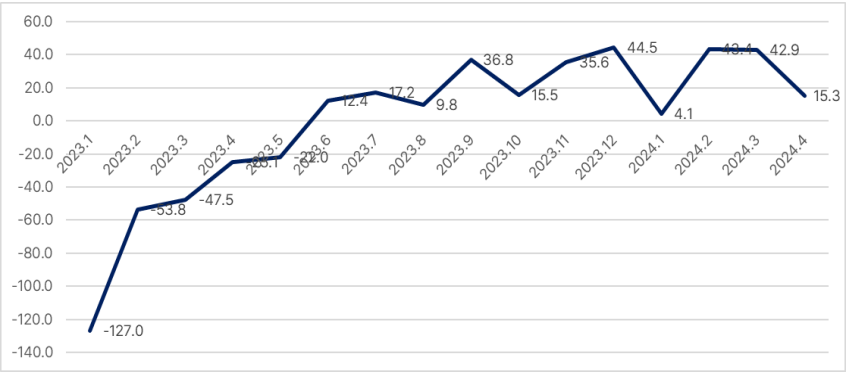
한국은행에 따르면 2024 년 1 분기 GDP 성장률은 + 1.3%로, 시장전망치를 두 배 이상 웃돈 수치로 수출과 민간소비 부문의 깜짝 성장이 이를 견인했다는 해석이다. 특히, 전년 동기 대비 GDP 에 대한 성장기여도를 살펴보았을 때, 수출과 민간 부문의 기여도가 크게 상승한 점을 볼 수 있다. 민간소비 증가율의 경우 + 0.8% 증가하여 정책당국에서 전망하는 '민간 주도 성장'의 개선세가 이어질 것이라는 주장을 뒷받침하고 있다.

분기별로 GDP 성장률을 살펴보면, 2022 년 4 분기 GDP 성장률이 마이너스(-)를 기록한 이래로 상승 반전에 성공하여 저성장 추세를 이어오고 있다. 이에 따라 민간소비 증가율 또한 유사한 추세의 움직임을 보이고 있다.

GDP 성장에 꾸준히 기여하고 있는 순수출의 증가세가 반영되는 무역 수지 또한 11 개월 연속 흑자를 기록하고 있다. 수입이 에너지 분야를 중심으로 14 개월만에 증가하였으나, 수출 호실적에 힘입어 올해 누적 무역수지는 5 년 만에 최대치를 기록했다. 이러한 수출 호조세의 지속과 함께 OECD 는 대한민국의 고금리와 고물가의 영향으로 미약했던 내수가 하반기 이후 금리 인하와 함께 회복될 것으로 전망하고 있다.

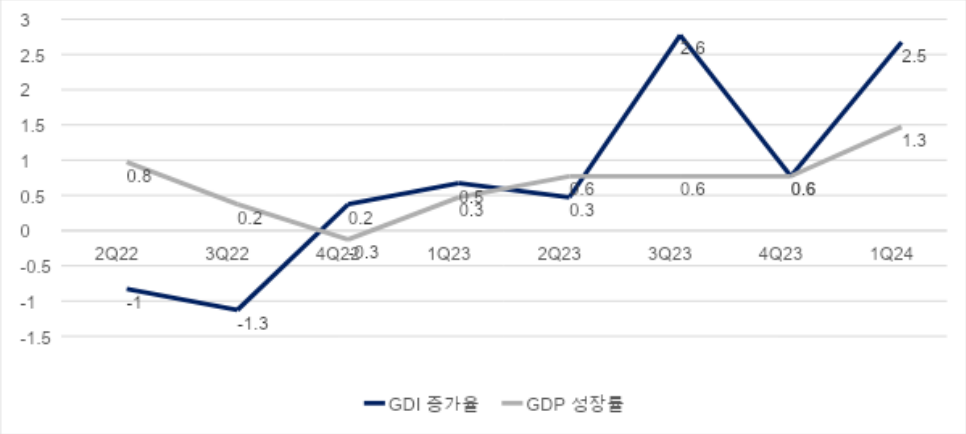
월별 무역수지 추이 (단위: 억달러)

자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀



실질 GDI: 국내에서 생산된 최종생산물의 실질구매력을 나타내는 지표로서, 나라가 일정기간 벌어들인 돈인 '실질 국내총생산(GDP)'에서 환율이나 수출입 단가가 바뀌면서 생긴 무역손실이나 이익, 즉 교역조건 변화에 따른 실질 무역 손익을 더해 산출한 금액이다.

분기별 GDP 및 GDI 성장률 (단위: %) 자료: 한국은행, 자본시장연구회 4 팀



특히, 실질 GDI 성장률이 + 2.5%를 기록하며 직전 분기 대비 큰 반등을 보였는데, 실질 GDI 는 교역조건 변화에 따른 무역의 손익을 반영한 수치이며 무역에서 이득을 많이 남긴 만큼 이후 민간 부문의 구매력 지표 개선으로 이어져 내수 회복에도 긍정적인 요인이 될 수 있다.

GDP 와 민간소비 및 소비자물가 추이 및 전망치 자료: 한국은행, 자본시장연구회 4 팀

(%)	2021	2022	2023	2024F
	연간	연간	연간	연간
GDP	4.0%	2.6%	1.4%	2.1%
민간소비	3.6%	4.0%	1.8%	1.6%
소비자물가	2.5%	5.1%	3.6%	2.6%

2021-2022 년 GDP 성장률은 각각 4.0%, 2.6% 기록했다. 민간소비 성장률 역시 2021 년 3.6%, 2022 년 4.0%로 GDP 성장률과 유사한 양호한 성장률 기록했다. 그러나 2023 년 GDP 성장률이 1.4%로 낮아지면서 민간소비 성장률도 1.8%로 둔화하는 것을 확인할 수 있다. 2024 년 민간소비 성장률 역시 상반기 1.1%, 하반기 2.0%로 GDP 성장률을 넘어서지 못하며 부진할 것으로 전망된다.

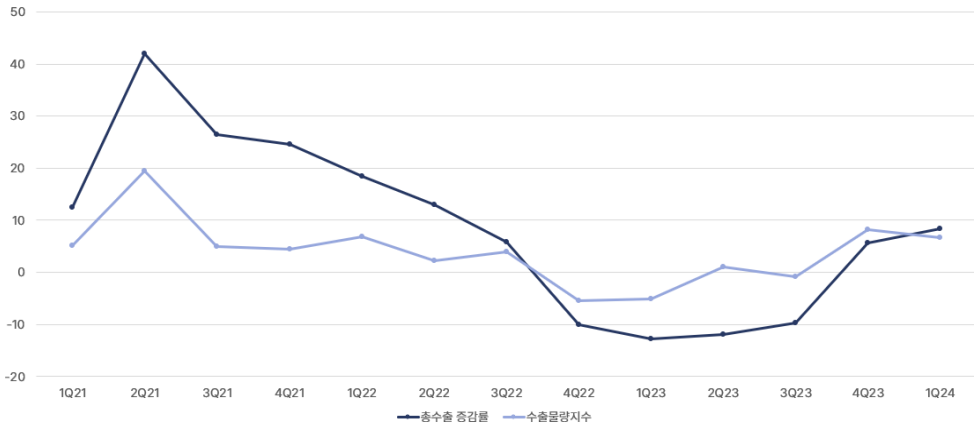
1.2 실제 체감경기 개선은 미지수

다만, 이번 1 분기 깜짝 GDP 성장에서 나타난 민간소비의 회복세가 실제 체감이 가능한가에 대해서는 회의적인 시각이 존재한다. 이유로는 1) 높은 국외 의존도, 2) 상반되게 나타나는 민간 부문의 심리지수로 꼽을 수 있다.

1.2.1 높은 국외 의존도

1) 수출: 증가세는 긍정적이지만 국내 소비 기여할 지에는 의문

총수출 증감률 및 수출물량지수 추이 자료: 관세청 및 관계부처, 자본시장연구회 4 팀

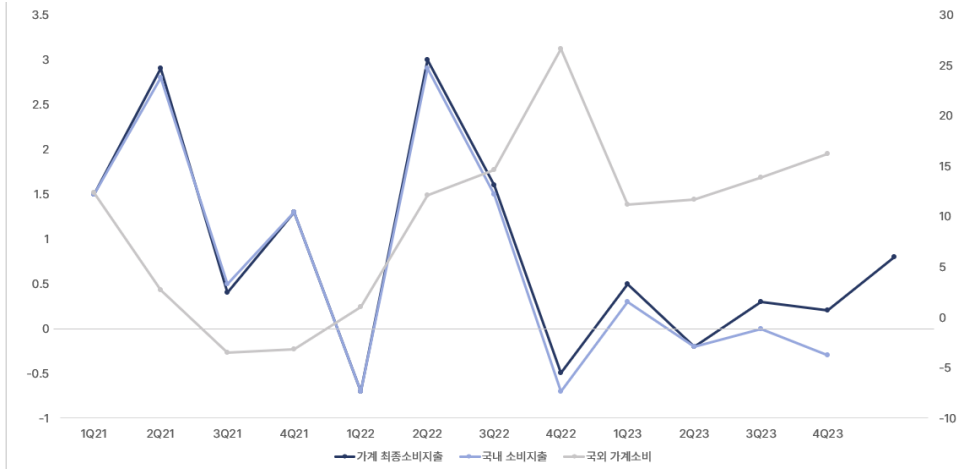


최근 고환율 기조가 지속되며 수출은 회복세에 접어들었다. 총수출 증감률과 수출물량지수는 작년 3 분기부터 회복세를 나타냈으며, 전월 대비 4 월 수출이 13.8% 증가하며 무역수지는 15.3 억 달러 흑자를 기록하였다. 특히 반도체를 포함한 IT 품목 수출이 43.5% 성장하며 수출 전체의 성장을 견인하였지만, 높은 반도체에 대한 의존도는 아쉬운 점으로 지적된다.

이러한 수출 중심의 경제지표 개선이 실제 민간소비에 미치는 영향은 제한적으로 보인다. 경제심리지수나 소매판매액지수 등의 타 지표에서는 아직 체감경기 회복이 시작되었다고 볼만한 시그널이 뚜렷하지 않기 때문이다. 결국 고물가, 고금리의 내수시장 환경에서 수출기업만이 수혜를 입은 것인데, 이러한 수출 중심의 경기회복 훈풍이 내수시장 전체로 전해지기 위해서는 다소 시간이 필요해 보인다.

2) 국외소비의 증가

한국 민간소비지출 증감률과 국외소비의 비중 추이 자료: 한국은행, 자본시장연구회 4 팀



국외소비의 증가로 인한 착시의 가능성도 존재한다. GDP 의 경우, 국내 소매판매액 지수와 달리 자국민이 해외에서 지출한 금액까지 포함되는데, 국외소비의 증가세가 반영된 GDP 의 민간소비 증가세가 국내 내수시장 회복에 기여한 정도는 제한적이라는 해석이다. 실제로,

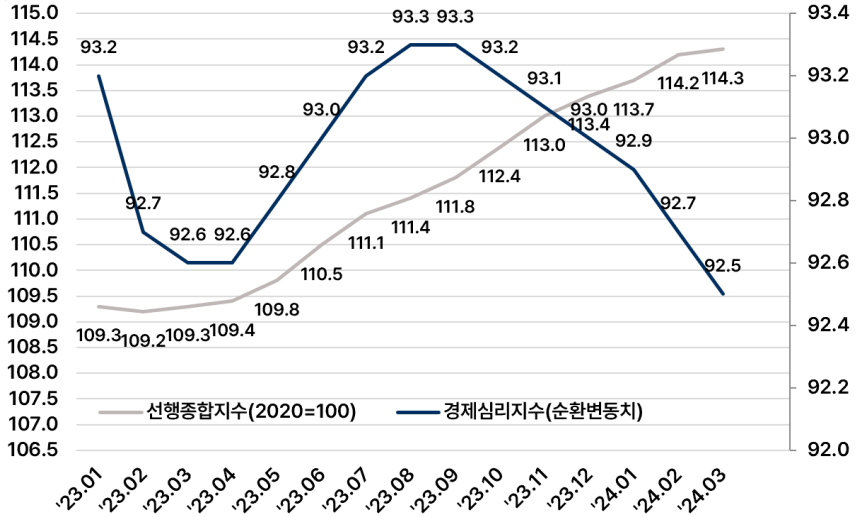
가계 최종소비지출과 국내 소비지출 증감률, 국외 소비지출의 비중을 비교해보면, 민간소비의 추이가 국외 가계소비를 따라가는 경향을 보이고 있다. 특히, 2023 년 2 분기를 기점으로 민간소비와 국내소비 증감률의 디커플링이 시작되어 국내소비가 하락함에도 국외소비 비중이 증가하여 전체 소비지출의 상승을 견인하는 양상을 보여준다.

1.2.2 상반된 소비심리지수

선행종합지수: 생산, 소비, 고용, 금융, 무역 투자 등 경제부문별로 경기대응성이 양호한 경제지표들을 선정한 후 이를 가공, 종합하여 작성한 종합경기지표 중 하나

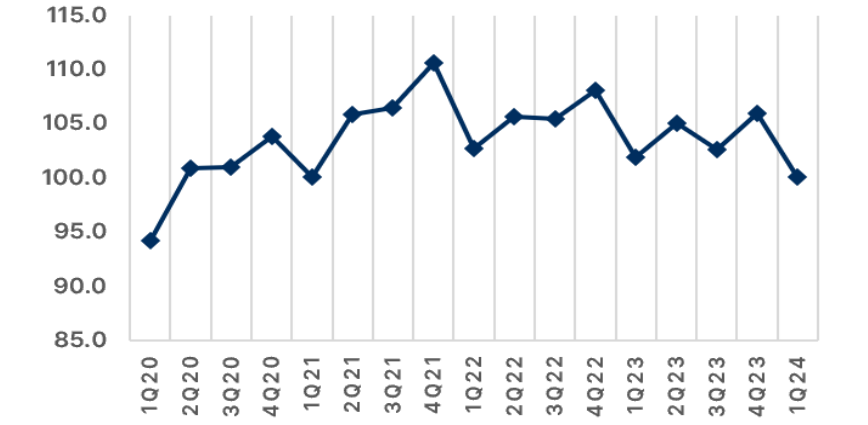
경제심리지수: 기업경기조사(BSI)와 소비자심리지수(CSI)를 종합하여 기업과 소비자 모두를 포함한 민간의 경제상황에 대한 심리를 종합적으로 파악함으로써 경기판단을 위한 경제정보로 활용한다.

선행종합지수와 경제심리지수 월별 추이 자료: 통계청, 한국은행, 자본시장연구회 4 팀



각종 민간부문의 경제활동 지표를 종합한 선행종합지수는 작년 1 분기를 기점으로 꾸준히 상승하여 내수경기에 대한 긍정적인 흐름을 이어오고 있지만, 기업과 소비자의 경제심리지수는 작년 하반기 이후로 꾸준히 감소하여 실제 체감경기 회복에 대한 시장의 비관적인 전망이 이어지고 있음을 알 수 있다.

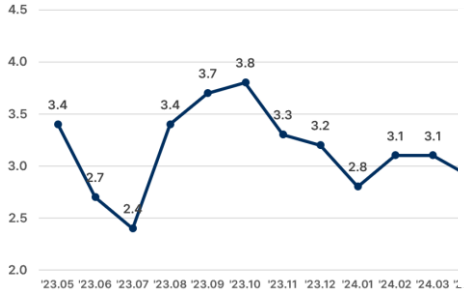
소매판매액지수 (불변지수, 2020=100) 자료: 통계청, 한국은행, 자본시장연구회 4 팀



실제로, 소매판매액지수는 최근 5 년 동안 횡보하는 추세를 보이고 있다. 올해 1 분기의 소매판매액지수는 전년 동기 대비 - 2.7% 감소하였는데, 계절성을 감안하더라도 2023 년과 2022 년 대비 부진한 수치를 보였다. 방한 관광객 증가와 수출 호조 지속 등의 호재에도 불구하고 장기간 이어지는 고금리와 고물가 압박으로 인해 부진한 회복세를 보이고 있다.

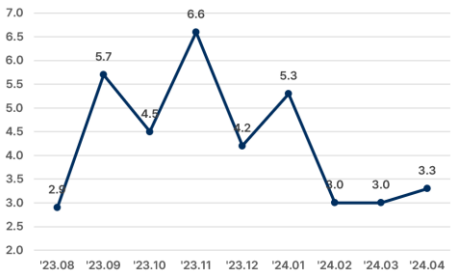
1.2.3 그럼에도 긍정적인 이유 - 내수부진은 저점을 지나는 중

전년 동기 대비 소비자물가 등락률



자료: 통계청, 자본시장연구회 4 팀

전년 동기 대비 카드 국내승인액 등락률



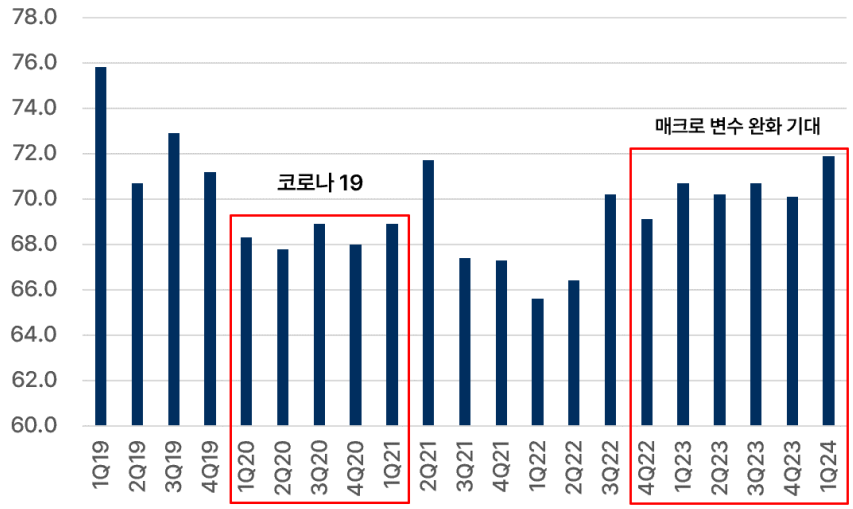
자료: 여신금융협회, 자본시장연구회 4 팀

다만, 기획재정부는 최근 경제동향 5 월호를 통해 소비자물가 상승률이 둔화세에 접어들었고, 소매판매의 경우 카드 승인액 및 방한 관광객 증가세가 긍정적 요인으로 작용하며 지속되는 제조업과 수출 호조세에 더해 내수 회복 조짐이 보인다고 밝혔다. 이와 같이 부문별 회복 속도 차가 좁혀지는 추세가 이어진다면 체감경기 또한 현재 저점을 지나고 있다고 조심스레 전망할 수 있다.

평균소비성향: 가처분소득 대비 소비지출의 비율

평균소비성향 (단위: %)

자료: 통계청, 자본시장연구회 4 팀

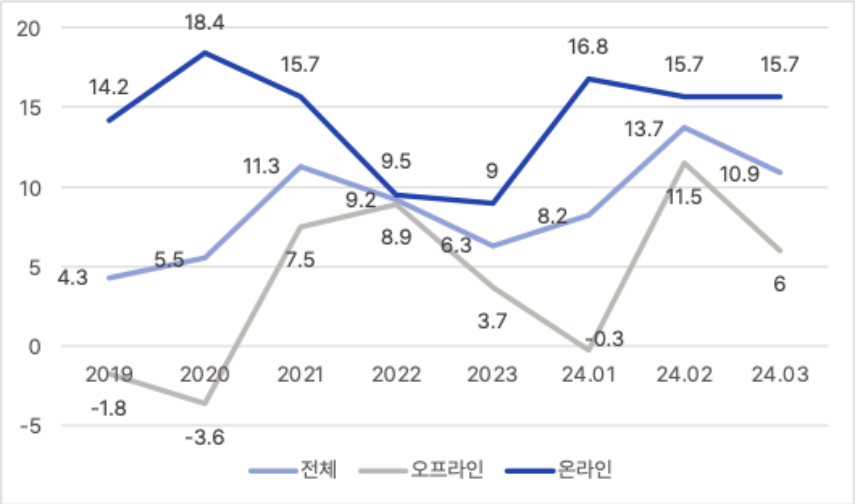


2024 년 1 분기 가계동향조사 결과에서 평균소비성향이 팬데믹 이전인 2019 년 4 분기를 상회하는 수준으로 회복한 것이 확인된다. 소비성향의 상승은 가계의 불확실성에 대한 전망이 완화되었다는 신호로 해석할 수 있는데, 매크로 변수에 따른 불확실성 증가로 인해 침체기를 겪었던 2021~2022 년도 이후 꾸준히 반등하여 심리지수와는 별개로 실제 소비지출은 긍정적인 방향으로 흘러가고 있음을 나타난다.

2. 유통업 이슈 점검

2.1 온라인 vs 오프라인 – 다시 벌어지는 격차

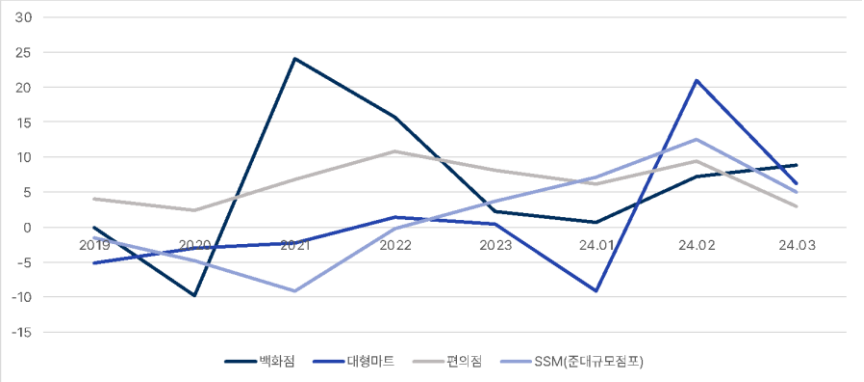
온라인 vs 오프라인 유통업 매출 증감률 추이 자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀



2020 년 코로나 19 로 인해 온라인 채널의 급격한 성장 후 리오프닝 효과에 따라 2022 년까지 온/오프라인 채널의 성장률은 수렴하는 형태를 보였으나, 2023 년도부터 유통업 전반의 성장세가 둔화됨과 동시에 온/오프라인 채널의 성장세의 격차가 다시금 벌어지고 있다. 특히 2024 년 1 월 전체 유통업체의 매출은 성장세를 보였음에도 오프라인은 감소한 반면, 온라인은 2021 년 10 월 이후 최대 성장률을 달성하면서 오프라인과 온라인의 온도 차가 뚜렷하게 나타났다.

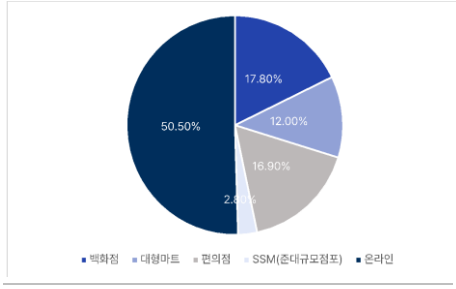
2.1.2 오프라인 업태별 현황

오프라인 업태별 매출 증감률 추이 자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀



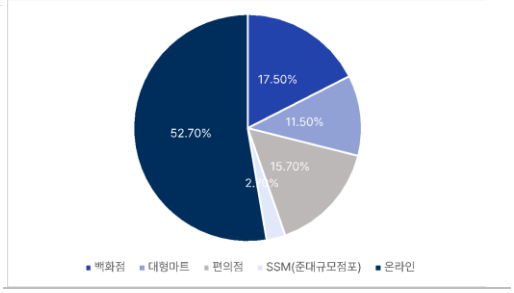
백화점, 대형마트, 편의점, 그리고 SSM(준대규모점포)로 이루어진 오프라인 업태별 매출 증감률을 보았을 때, 2019~2020 년에는 온라인 채널의 성장과 코로나 19 로 인하여 감소하는 모습을 보여줬다. 하지만 2021 년 이후부터는 코로나 기저효과와 잠재된 소비심리의 표출에 따라 2023 년까지 백화점과 편의점을 중심으로 전체 오프라인 업태의 매출이 증가세를 보였다. 이후 2024 년 1 월의 설 특수가 2 월로 분산되면서 대형마트의 매출이 - 9.2% 폭으로 하락한 경우를 제외하면, 물가 상승의 영향과 전년 동월 대비 주말 영업일 증가 등의 영향으로 오프라인 업태의 매출은 2024 년 들어 성장세를 유지하였다.

2023.3 월 업태별 매출 구성비



자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀

2024.3 월 업태별 매출구성비



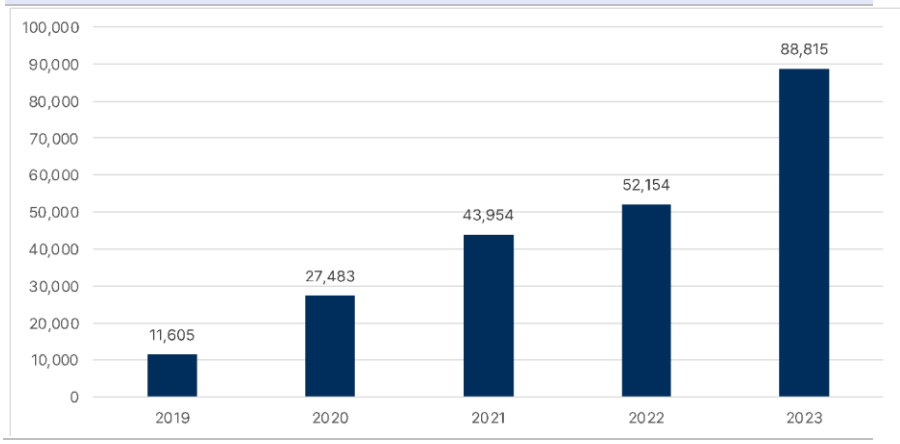
자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀

유통업 전체의 업태별 매출 구성비를 보았을 때에도 모든 오프라인 업태에서 전년 동월 대비 매출액이 상승하였지만, 대형마트(- 0.5%), 백화점(- 0.3%), 편의점(- 1.2%), SSM(- 0.1%) 모두 비중이 감소하였으며, 온라인 매출 비중은 2.2% 증가한 점을 알 수 있다.

2.2 C 커머스의 습격

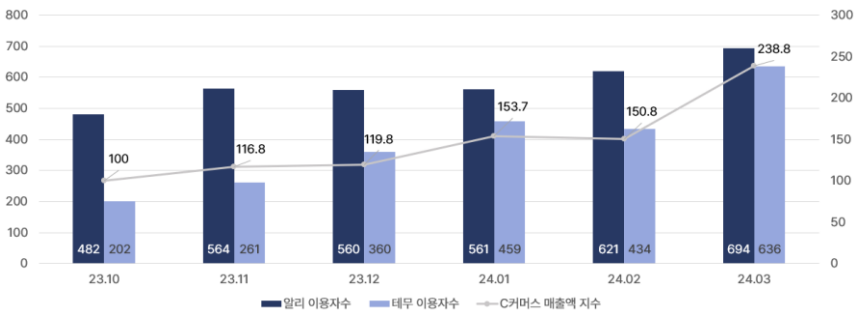
2.2.1 현황

연도별 중국 전자상거래 플랫폼 물품 건수 자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀



'알테쉬(알리익스프레스, 테무, 쉬인)'로 대표되는 중국 쇼핑몰, 이른바 C 커머스의 국내 성장세가 가파르다. 관세청에 따르면 중국에서 온 전자상거래 물품 건수는 2019 년도부터 꾸준히 증가하여 2023 년에는 8,881 만건으로 전년보다 70.3% 늘었다. 계속되는 고물가 속 커져가는 소비자의 부담을 겨냥해 다양한 제품군을 낮은 가격에 제공하는 '초저가 전략'을 앞세워 국내 시장 공세에 나서면서 C 커머스가 가파른 성장세를 보인 것으로 풀이된다.

주요 C 커머스 플랫폼 이용자 수 및 C 커머스 매출액 지수 (2020=100) 자료: 아이지에이웍스, BC 카드, 자본시장연구회 4 팀



특히 큰 인기를 끌고 있는 알리와 테무의 이용자 수 및 매출액은 작년 10 월을 기준으로 증가하는 추세이며, 지난 3 월에는 매출액과 이용자 수 모두 큰 폭으로 증가하였다.

2.2.2 앞으로의 전망 – 영향력은 점차 둔화할 예정

C 커머스가 국내 유통업에 미치는 영향 (단위: %) 자료: 대한상공회의소, 자본시장연구회 4 팀

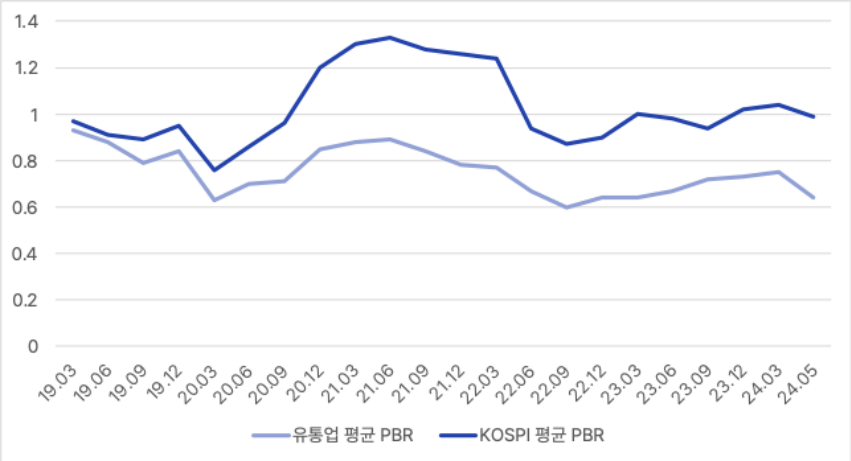
구분	상당한 영향	다소 영향	보통	거의 영향 없음	전혀 영향 없음
온라인쇼핑	27.8	31.3	18.1	20.1	2.7
대형마트	13.4	43.3	26.9	16.4	0
슈퍼마켓	14.8	34.1	20.5	26.1	4.5
편의점	8.3	28.6	32.1	27.4	3.6
백화점	3.1	42.4	24.2	30.3	0

대한상공회의소가 실시한 설문조사에 따르면, C 커머스가 국내 유통업에 미치는 영향력에 대한 질문에 온라인쇼핑, 대형마트, 슈퍼마켓 순으로 상당한 영향을 받을 것이라 답변한 반면에 편의점과 백화점은 상당한 영향을 받을 것이라는 비중이 8.3%와 3.1%로 상대적으로 낮은 위기감을 느끼는 것으로 나타났다.

하지만 발암물질 검출 등 제품 안전성 우려로 인해 4 월 매출액은 전월 대비 40% 감소하였고 C 커머스에 대한 국내 소비자권익 보호를 위한 규제 움직임이 본격화되고 있는 가운데, 앞으로 국내 유통산업에 미칠 영향 또한 이전보다는 다소 둔화할 것으로 보인다.

2.3 밸류업 수혜 섹터

KOSPI 및 유통업 평균 PBR 추이 자료: FnGuide, 자본시장연구회 4 팀

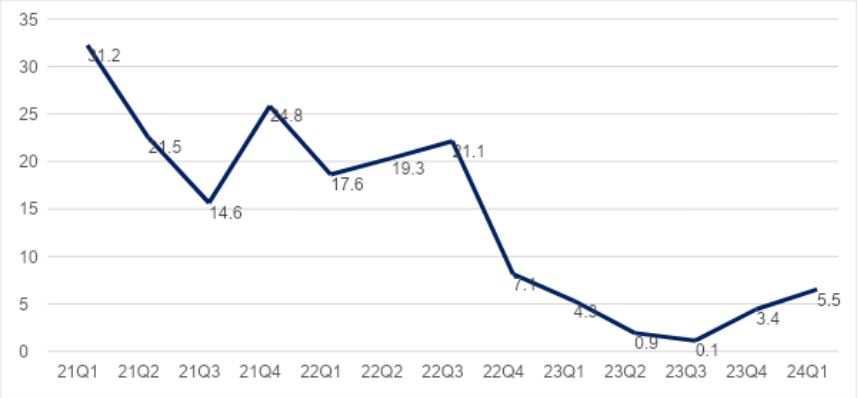


유통업은 대표적인 저 PBR 업종으로, 정부의 '밸류업 프로그램' 발표 이후 롯데쇼핑, 이마트, 현대백화점, 신세계 등 유통 업종 내 저 PBR 종목들 주가가 일주일간 급등한 바 있다. 그러나 정부의 정책적 모호성과 함께 섹터 내 기업들의 재무 건전성과 주주환원 의지의 부족 등이 부각되면서 주가는 상승분을 반납했다. 금융 및 자동차 섹터의 경우 동일한 모멘텀으로 꾸준히 수급이 집중되고 있다는 점과 상반된다. 그럼에도 유통업 내 적극적인 주주환원정책을 펼치는 기업의 경우 앞으로 밸류업 프로그램의 정책적 보완과 함께 수혜를 입을 가능성은 충분하다.

3. 오프라인 업종별 분석

3.1 백화점: 비싸도 잘 팔린다

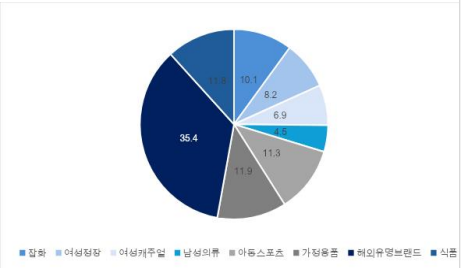
백화점 전년 동기 대비 매출증감률 추이 자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀



백화점의 경우 다른 유통채널과 다르게 코로나 19 직후 매출 증가율이 매우 큰 것으로 나타났다. 이는 상대적으로 고가의 품목을 취급하는 업태의 특성 상 온라인 채널의 영향을 덜 받은 것으로 보이며, 코로나 19 이후 심화된 양극화의 영향과 2020 년도의 기저효과로 인해 2021 년도에 가장 큰 증가율을 보였다. 다만, 리오프닝 이후 급격히 증가율은 둔화하였으나 2023 년 4 분기 이후 다시 반등하는 모습을 보였다.

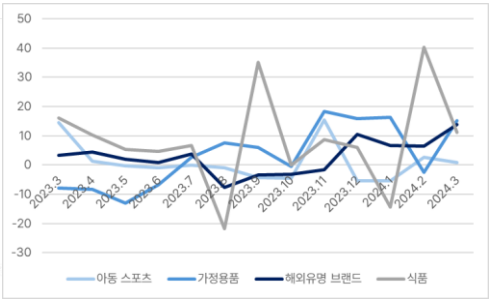
2024 년 1 분기 백화점 성장률은 QoQ 5.5%(1 월 0.7%, 2 월 7.2%, 3 월 8.9%) 상승하며 마감된 것으로 파악된다

2024.3 월 백화점 품목별 매출 비중



자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀

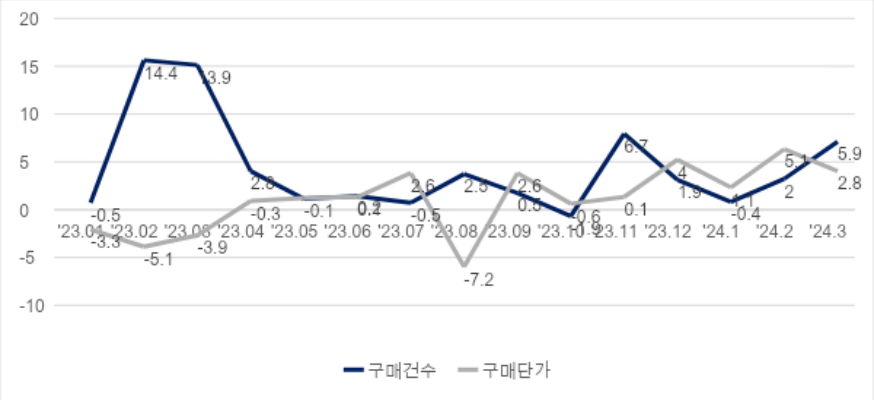
전년 동월 대비 주요 상품군별 매출증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀

주요 상품군은 2024 년 3 월 매출액 비중 상위 3 개 품목 및 최근 백화점 실적을 견인하고 있는 품목 위주로 선정하였고, 최근의 백화점 업종의 성장은 해외유명 브랜드의 꾸준한 매출 증가세에서 기인한 것으로 확인된다.

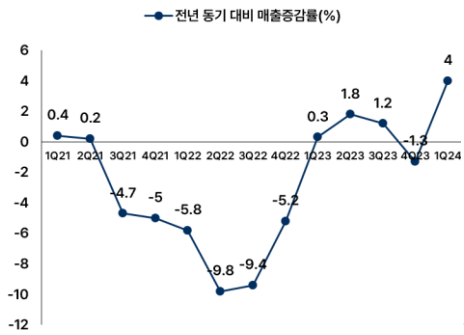
백화점 월별 구매건수 및 구매단가 증감률 자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀



2024 년 1 분기 백화점 매출 실적에 있어 주의 깊게 봐야할 부분은 전체적으로 구매단가가 상승하고 있다는 점이다. 오프라인 채널 전체적으로 구매 단가가 상승하였는데 이는 지난 해와는 다르게 소비자들이 가격 인상을 수용하면서 발생하는 현상이라고 해석할 수 있다. 따라서, 구매단가가 꾸준히 상승함에도 불구하고 구매건수 역시 꾸준히 성장하는 모습이 긍정적인 지표로 보인다.

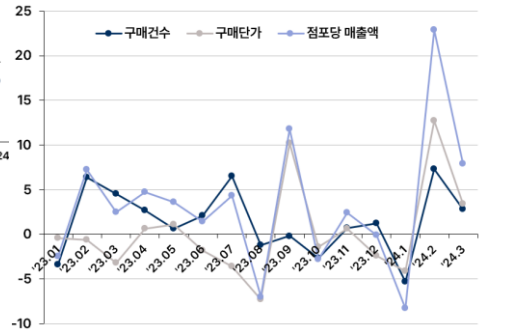
3.3 대형마트: 이제는 편의점이 넘본다

대형마트 전년 동기 대비 매출증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀

대형마트 전년 동기 대비 구매건수, 구매단가, 점포당 매출액 추이

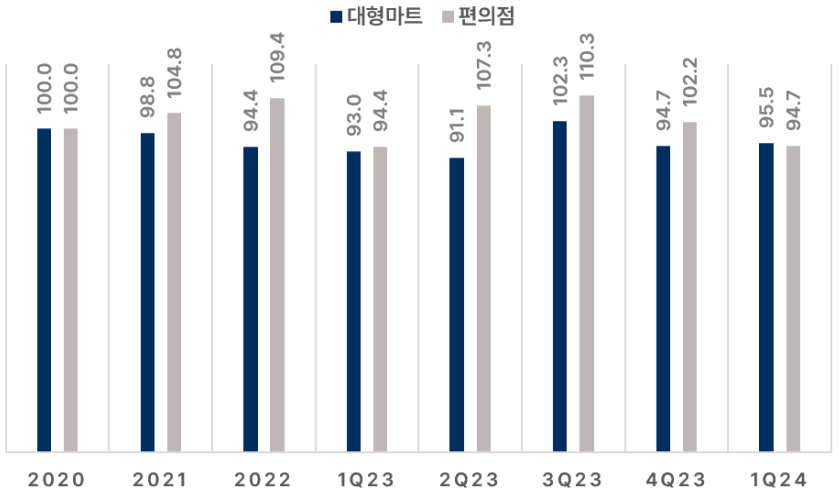


자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀

대형마트의 경우 코로나 19 로 인한 온라인 채널 성장세에 가장 큰 타격을 입었으며, 국민 장바구니 물가와 가장 밀접하게 연관되어 있는 업종의 특성상 고물가에 대한 민감도가 매우 높은 추이를 보였다.

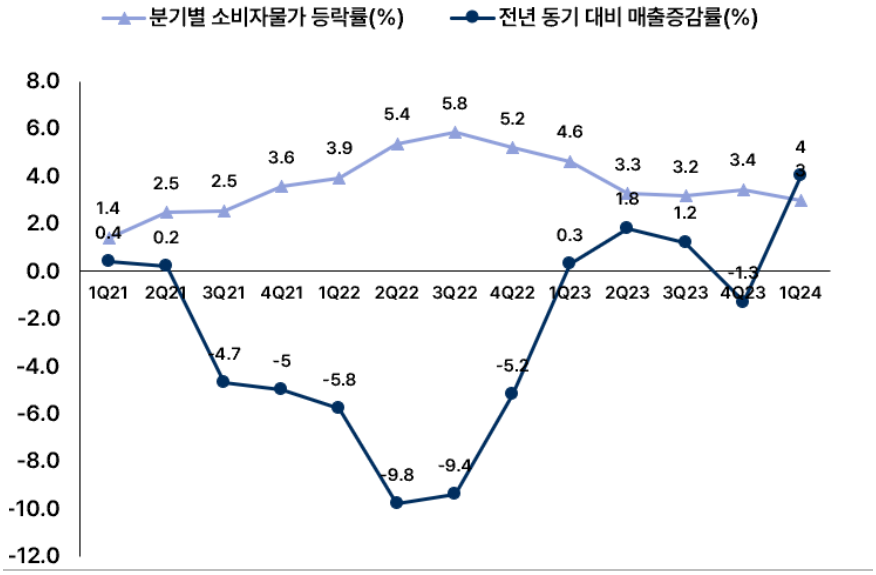
올해 1 분기에는 전년 동기 대비 매출증감률이 4%를 기록하며 크게 회복하는 모습을 보였으나, 2021~2022 년 큰 폭으로 마이너스(-) 성장을 기록했던 여파에서 벗어나지 못하며 여전히 2020 년 대비 낮은 판매액을 보이고 있다.

대형마트 및 편의점 판매액지수 (2020=100) 자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀



대형마트의 성장이 둔화된 모습은 편의점과의 판매액지수 비교를 통해서 여실히 체감할 수 있다. 2021 년 편의점의 판매액지수가 대형마트를 처음으로 추월하여, 작년까지 대형마트의 역성장 추세가 지속되었다. 이는 2021 년 하반기부터 본격화된 고물가 압박과 코로나 19 및 1 인 가구 증가 등에 따른 인구구조의 변화에서 기인한 소비패턴, 구매단위의 변화에서 비롯된 것으로 분석된다. 다만, 편의점 또한 최근 성장세가 둔화하며 올해 1 분기에는 작년까지 수익성 개선을 위한 '숨고르기'에 집중했던 대형마트의 판매액지수가 다시 편의점을 추월하였다.

소비자물가 등락률 및 대형마트 매출증감률 추이 자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀



분기별 소비자물가와 대형마트의 매출증감률 간의 상관계수는 -0.67 로, 소비자물가가 대형마트의 매출에 미치는 영향은 상당히 큰 것으로 나타난다. 실제로, 물가상승률이 정점을 보였던 2022 년에는 대형마트의 매출이 가장 큰 폭으로 감소하였다.

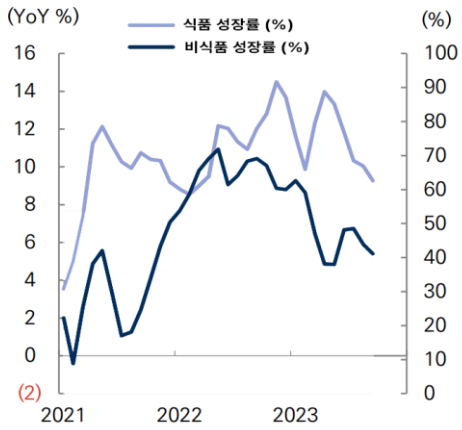
하지만, 최근 소비자물가 상승률이 둔화되고 있다는 점, 유가 및 금리 등 각종 매크로 지표의 개선이 기대된다는 점, 그동안의 대형마트 성장에 걸림돌이 되었던 대형마트의 영업시간과 의무휴업일에 대한 규제 철폐 움직임이 활기를 띠고 있다는 점에서 여러 악재 해소 시 업황 개선의 모멘텀은 중장기적인 관점에서 유효할 것으로 전망한다.

3.4 편의점: 성장세 둔화가 예상되는 시점

편의점 전년 동기 대비 매출증감률 추이

자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀

편의점 품목별 성장률

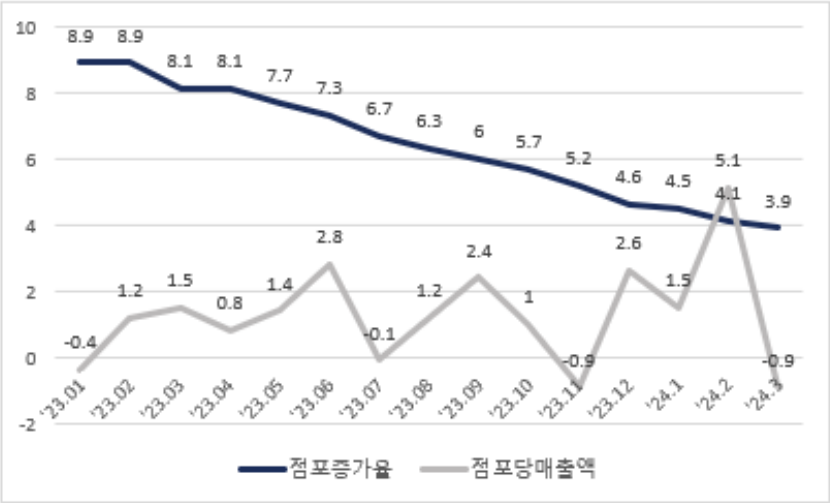


자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권, 자본시장연구회 4 팀

편의점의 경우 2022 년까지 고성장 기조를 이어 왔으나 2023 년부터 성장세가 급격히 둔화되었다. 이는 코로나 19 기간 사회적 거리두기 방침에 따라 2021 년을 기점으로 편의점 이용률이 치솟았다가 엔데믹 국면을 맞아 역기저효과를 보인 것으로 나타났다.

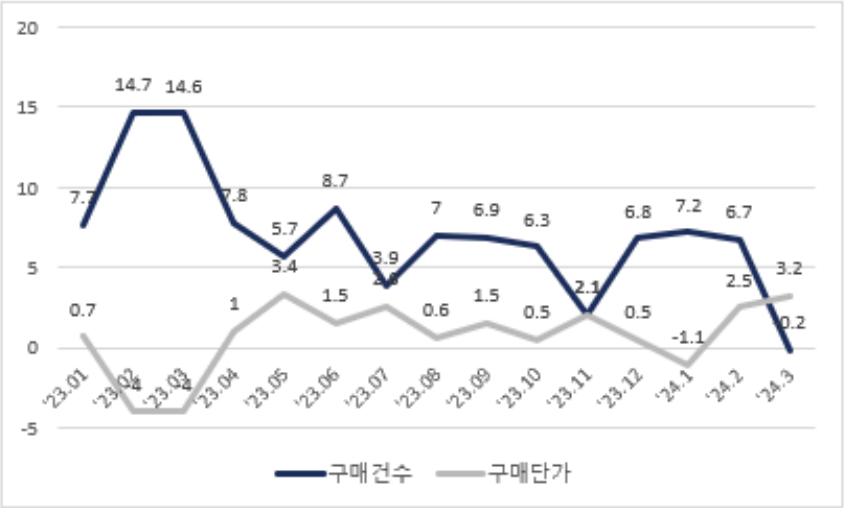
또한, 코로나 19 기간 소비 전반 및 경기 소비재 시장이 둔화되면서 필수 소비재가 상대적으로 선방했다. 이와 함께 편의점 품목별 성장률 중 식품 성장률이 급격히 상승하였음을 알 수 있으며, 고물가 고금리로 인한 소비 저성장 기조에도 상대적으로 양호한 실적을 확인할 수 있었다.

편의점 점포증가율 및 점포당매출액 증감률 자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀



다만, 최근 편의점 업종의 성장세는 둔화되고 있다. 매출증감률뿐만 아니라 점포증가율 또한 감소하는 추세로, 업계 포화에 따른 저성장 기조로의 전환이 전망되는 시점이다. 아울러, 1) 편의점의 구매건수와 구매단가는 반비례 관계를 보이며 주 소비층의 가격 민감도가 높다는 점과 2) 인건비와 전기요금 등을 포함한 판매관리비 상승추이가 지속되고 있다는 점이 편의점 업종에 악재로 작용할 것으로 전망한다.

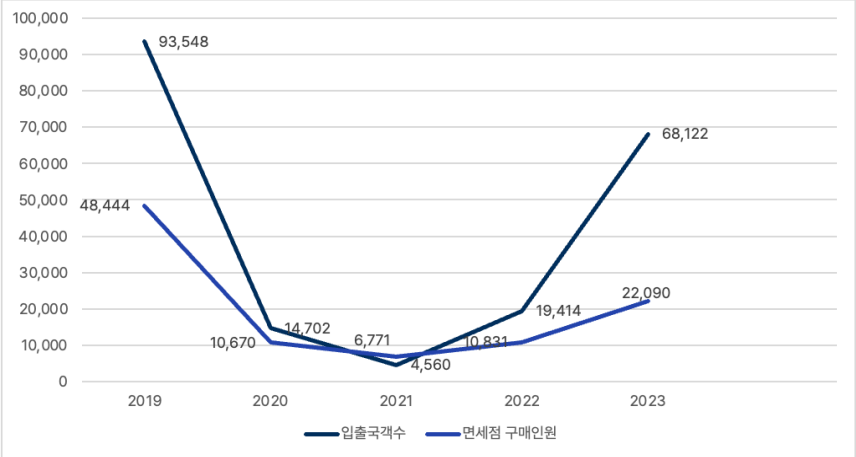
편의점 구매건수 및 구매단가 증감률 자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4 팀



구매건수와 구매단가 증감률을 살펴보면, 구매건수와 구매단가의 증감률이 반비례 관계를 이루고 있음을 살펴볼 수 있다. 이를 통해 상대적으로 주 소비층이 가격변화에 민감하다는 사실을 알 수 있으며, 추후 저성장 기조 지속 및 경쟁 심화 시 구매단가 하락에 따른 수익성 악화 리스크를 내포하고 있음을 확인할 수 있다.

3.5 면세점: 아쉬운 회복세

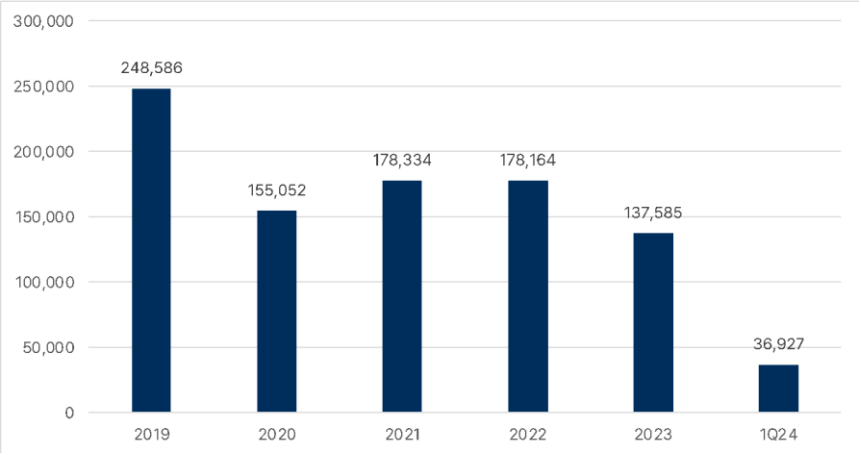
국내 입출국 여객수 및 면세점 구매객수 추이 자료: 법무부, 한국면세점협회, 자본시장연구회 4 팀



면세점 구매인원은 코로나 19 여파로 인해 입출국객수와 같이 급감하였다. 팬데믹 기간 동안 면세점 사업자들은 주요 판매처를 따이공(중국 보따리상)으로 전환하여 객단가를 높이는 전략으로 매출감소 효과를 최소화하였다. 하지만 이는 2022 년까지 따이공 매출 의존도가 90% 이상으로 치닫는 문제가 발생하기 시작하였고, 이들을 유치하기 위한 과도한 수수료 및 리베이트 등으로 수익성 악화 문제가 본격화되었다.

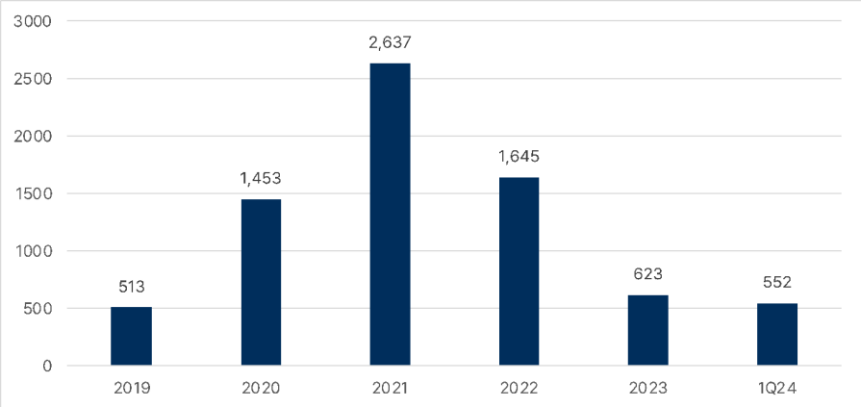
본격적인 리오프닝 수요를 기대한 면세점 업계는 2023 년 따이공에 대한 의존도를 축소하고자 이들에 대한 지급 수수료를 대폭으로 줄이는 전략을 택했으나, 여객수 회복 대비 구매인원 및 매출액 회복은 미미하여 어려움을 겪고 있는 실정이다.

국내 면세점 매출액 추이 (단위: 억원) 자료: 한국면세점협회, 자본시장연구회 4 팀



면세점의 연도별 매출액 추이를 보았을 때 2019 년도에는 24 조 8,586 억원을 기록한 이후 코로나로 인하여 2020 년도에는 전년 대비 37.6% 하락한 15 조 5,052 억원을 기록하였다. 이후 2022 년까지 '따이공 효과'로 팬데믹 기간 동안 매출 부진을 어느정도 만회하였지만, 2023 년 높은 따이공 의존도 해소를 위한 전략과 중국 내수 회복 부진 및 단체관광 재개 지연, 자국 면세점 육성 전략 등에 영향을 받아 여전히 대중국 의존도에서 벗어나지 못하여 회복한 여행수요와 대비해 역성장하는 모습을 보였다.

국내 면세점 객단가 추이 (단위: 천원) 자료: 한국면세점협회, 자본시장연구회 4 팀



따이공의 면세점 매출 기여도는 객단가 추이를 통해 나타났다. 국내 면세점의 연도별 객단가 추이를 살펴보면, 코로나 19 발생 이전인 2019 년에 51 만 3 천원이었으나 2021 년과 2022 년에는 각각 263 만원, 164 만원까지 치솟았다. 하지만 작년에는 따이공에 대한 지급수수료를 줄이는 방식으로 체질개선을 시도하면서 객단가가 62 만원으로 급감하였다. 2024 년 1 분기 객단가는 55 만 2 천원을 기록하면서 코로나 19 이전 수준으로 회귀하는 경향을 보이고 있다.

면세점 업계의 매출액과 객단가는 하락였지만, 따이공과의 거래 축소에 따라 지급 수수료도 큰 폭으로 감소하였다. 그 결과 영업적자는 개선되고 있으며, 외국인 방한의 증가세와 중국의 적극적인 경기부양책, 단체관광 재개 움직임을 고려했을 때 하반기에 실적 개선을 전망하고 있다.

현대백화점(069960)

자본시장연구회 4팀

박성현, 김정현, 남준영, 변준원, 장상혁

백화점 우등생, 발목 잡는 면세점과 지누스

주력사업인 백화점 부문의 견고한 실적 성장세가 강점인 현대백화점.
면세점과 지누스의 실적 개선이 예상보다는 지연되고 있는 점이 아쉽지만,
앞으로의 턴어라운드가 기대되는 시점

꾸준하고 견고한 백화점 부문 성장세

2002년 11월 주식회사 현대그린푸드의 백화점 사업부문이 분할되면서 상장된 국내 3대 백화점 중 하나. 2021년 2월 더현대서울을 신규 오픈한 이래로 16개의 백화점과 7개의 아울렛까지 점포를 늘려가며 백화점 부문 시장점유율의 꾸준한 확장 확인 가능. 2020년 코로나로 인한 매출 하락을 제외하고는 창사 이래로 연평균 약 5.35% 성장 중. 더하여 시대적 변화에 따른 빠른 적응력을 선보이며 현시대 트랜드 세터로서 지위를 확보하고 있는 점이 매력적. 주력사업인 백화점 부문의 지속적인 성장세와 경기 반등에 따른 시너지 효과가 전망됨

올 하반기 면세점, 지누스 부문의 턴어라운드 기대

양호한 백화점 실적에 비해 다소 아쉬웠던 면세점과 지누스. 코로나 19로 인한 방한 외래 관광객 수의 감소와 더불어 과잉 재고, 물류비 및 광고비의 증가, 공장 가동률 감소 등에 따른 수익 구조의 악화가 주 원인.

올 하반기 중국 단체관광 재개를 통한 면세점 부문의 객단가 상승이 기대되며, 지누스가 고객사에 공급했던 과잉재고의 소모가 이루어질 전망. 적극적인 수익구조 개선과 효율화 노력으로 현재 수익의 최저구간을 지나는 중이라 판단. 회복되는 내수경제와 더불어 기저효과까지 가세한 턴어라운드는 전사적인 매출 및 수익성 개선에 큰 힘이 될 전망

목표주가: 65,000원

현재가 ('24.05.31)	49,650원
업종	유통업
시장	KOSPI
코스피 지수	2,636.52
시가총액	11,678억원
상장주식수(보통주)	23,402,441주
52주 최고가 / 최저가	71,700원 / 45,600원
외국인지분율	21.8%
PER	N/A
PBR	0.24배
주요주주	
현대지에프홀딩스 외 2인	36.1%
국민연금공단	8.8%

	2023	2024E	2025E
매출액	42,075	43,570	46,283
증감률	*-16.1%*	*3.6%*	*6.2%*
영업이익	3,035	3,403	3,621
증감률	*-5.4%*	*12.1%*	*6.4%*
영업이익률	*7.2%*	*7.8%*	*7.8%*

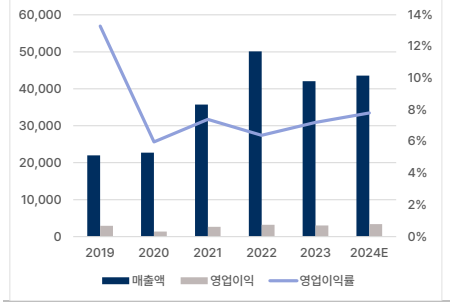
단위: 억원, 주, %　　자료: DART, 자본시장연구회 4팀

회사 개요 및 비즈니스 모델

2002년 11월 25일 주식회사 현대그린푸드의 백화점 사업부문이 분할되어 KOSPI에 재상장되면서 현재의 현대백화점이 되었다. 현대백화점은 백화점업과 면세점업 뿐만 아니라 2022년 6월 지누스를 연결 종속 회사로 편입하면서 가구 제조 부문까지 주요 사업을 확장하였다. 백화점 및 면세점 부문의 고품격 서비스 제공과 고객만족 극대화를 통해 고품질의 가치를 제공하고 있으며, 가구 제조 부문의 사업영역 확대를 통해 캐나다, 한국, 중국, 호주, 일본, 싱가포르, 베트남, 유럽, 인도네시아, 말레이시아, 칠레, 뉴질랜드 등으로의 국가별 진출을 확장해 나가고 있는 중이다.

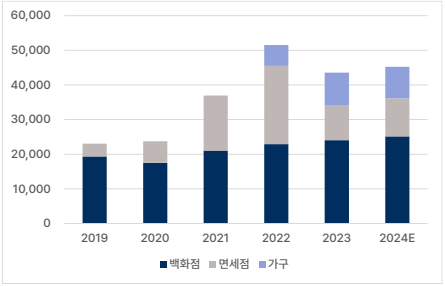
1. 기업 소개

현대백화점 매출액 및 영업이익 추이



단위: 억원, %　　자료: DART, 자본시장연구회 4팀

현대백화점 부문별 매출액 (연결조정 전)

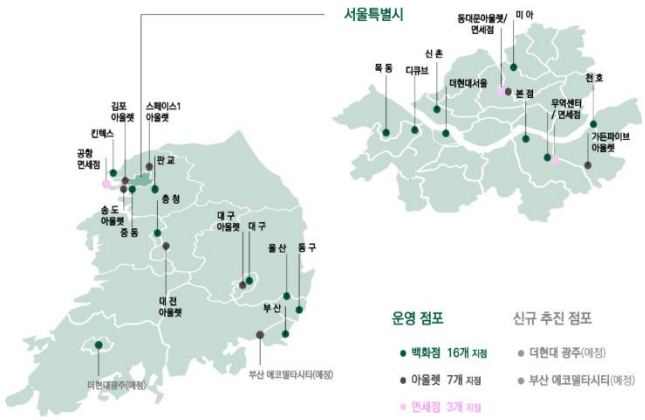


단위: 억원　　자료: DART, 자본시장연구회 4팀

동사는 16개의 백화점과 7개의 아울렛, 3개의 면세점 지점과 함께 가구제조 부문의 종속자회사 지누스를 보유하고 있으며, 각 사업부문별로 시장에서 높은 점유율과 안정적인 성장세를 영위하고 있다.

특히, 백화점 부문의 경우 점유율 Top 3 중 최초로 젊은 층 공략을 위해 공격적으로 팝업스토어와 F&B 확대, 컨템포러리 명품 도입 등의 전략을 취해 코로나 19 이전부터 성장세가 둔화되었던 백화점 업계에서 새로운 성장동력을 확보하였으며 트렌드를 주도하고 있다.

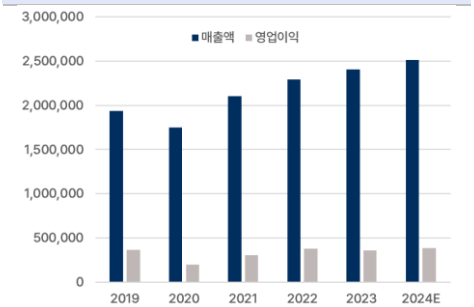
현대백화점 주요 영업점 현황 (자료: 현대백화점 IR, 자본시장연구회 4 팀)



1.1 백화점

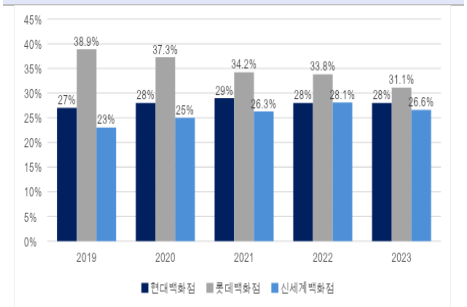
동사의 백화점 부문은 '21년 2월 더현대서울을 신규 오픈하며 현재 16개의 백화점과 7개의 아울렛을 운영 중이다. 또한, 2025년에는 충청북도 청주시에 아울렛 출점을 계획하고 있으며, 부산 에코델타시티 프리미엄 아울렛, 복합쇼핑몰인 '더현대광주'는 2027년 오픈을 목표로 추진 중이다.

백화점 부문 매출액 및 영업이익 추이



단위: 백만원(연결조정 전) 자료: DART, 자본시장연구회 4팀

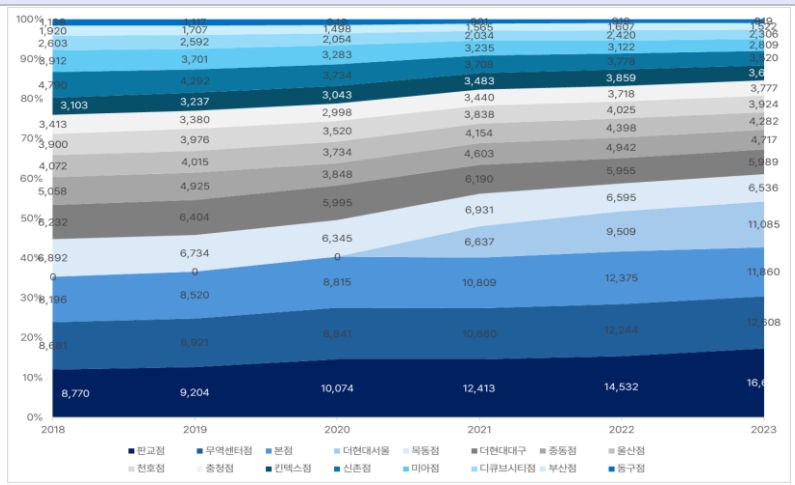
백화점 3사 점유율 추이



단위: % 자료: DART, 자본시장연구회 4팀

동사의 백화점 부문은 Big 3 (롯데, 현대, 신세계)' 중 꾸준히 2위 규모를 유지하고 있다. 현대백화점의 매출액은 2021년 2월 더현대서울 신규 오픈을 기점으로 연간 2조를 넘어서며 2020년 코로나로 인한 매출 하락을 제외하고 CAGR 5.35%로 꾸준히 성장하고 있다. 2024년 1분기 역시 매출액 5,940억원을 기록하며 전년동기 5,727억원 대비 213억원이 증가한 매출액을 기록했다. 영패션, 스포츠, 명품 카테고리 매출의 호조로 전년대비 3.7% 신장했다.

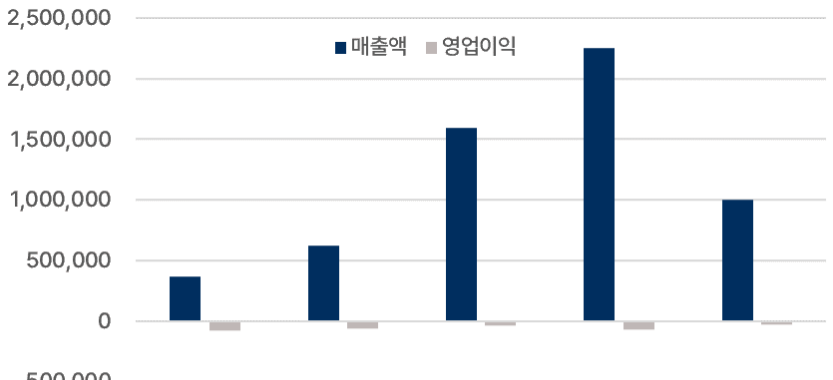
현대백화점 주요 영업점 현황 (단위: 억원, %) (자료: 각 사, 자본시장연구회 4 팀)



현대백화점의 점포별 매출을 살펴보면, 상위 4개 점포(판교점, 무역센터점, 본점, 더현대서울)의 매출비중이 2021년 더현대서울 오픈 이후 급격히 성장하여 전년도 전체 백화점 부문 총 매출액의 절반 이상을 차지하는 것을 확인하였다. 해당 점포들은 컨템포러리 명품 위주의 명품관, 팝업 스토어 등 차별화된 MD 능력으로 젊은 소비자의 발길을 유인하고 있다. 비수도권 점포의 매출 하락세가 산업 전반적인 흐름임을 고려했을 때, 앞으로 이런 양극화 현상은 더욱 확대될 것으로 전망한다.

1.2 면세점

면세점 부문 매출액 및 영업이익 추이 (단위: 백만원) (자료: DART, 자본시장연구회 4 팀)



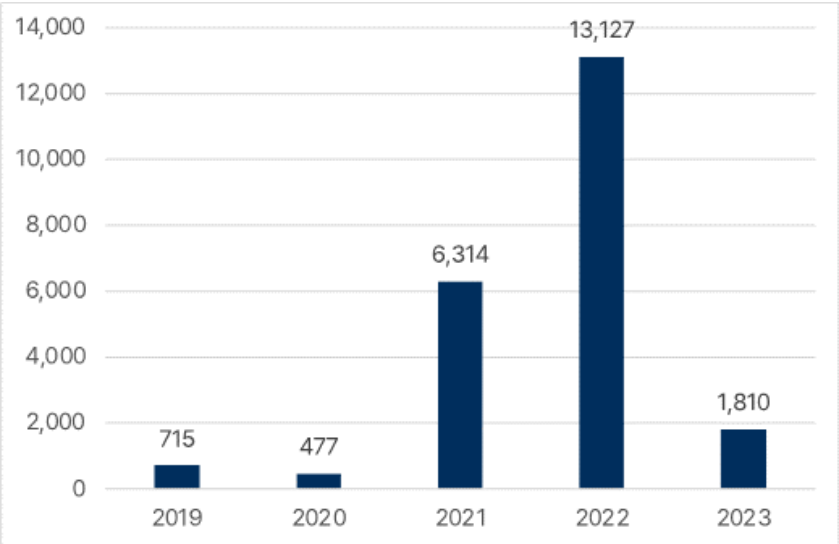
	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	368,834	622,398	1,591,224	2,257,056	997,838
영업이익	-74,184	-65,499	-40,817	-66,087	-31,267

동사의 면세점 부문은 시내면세점인 동대문점, 무역센터점과 공항면세점 등 총 3곳의 영업점을 운영 중이며, 모두 임대 매장으로 운영 중이다. 2018년 10월 첫 시내면세점 특허를 취득하였고, 작년 6월 인천국제공항 제1, 2여객터미널 DF5 구역의 면세점 특허를 추가로 취득하여 운영하고 있다.

경쟁사(롯데면세점, 신라면세점, 신세계면세점)에 이은 국내 면세점 4위 규모로, 꾸준히 15% 내외의 점유율을 기록하고 있다. 코로나 19 이전까지 중국향 수요로 인해 업계 성장세와 같이 성장하였으나, 2021년부터 코로나 19로 인한 이용객 수 감소를 만회하기 위해 따이공과 같은 대량구매고객을 유치해 객단가를 높혀 매출액은 오히려 성장하였다.

2023년 본격적인 여객 수요 회복을 기대해 따이공과의 결별을 선언한 후 객단가 하락 및 매출액 감소로 이어졌다. 하지만 기존 매출액 대비 상당 부분(2020년 58%, 2021년 39.7%)을 차지했던 지급수수료가 2023년 급감하면서 수익성 개선, 영업손실 감소에 기여하였다.

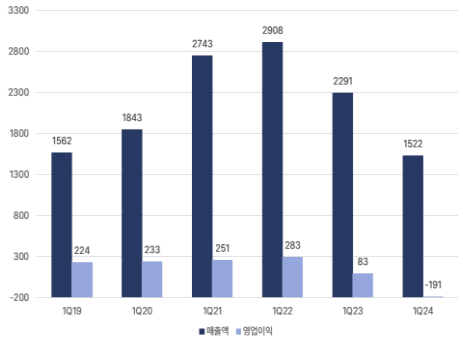
현대백화점 면세점 연도별 지급수수료 추이 (자료: DART, 자본시장연구회 4 팀)

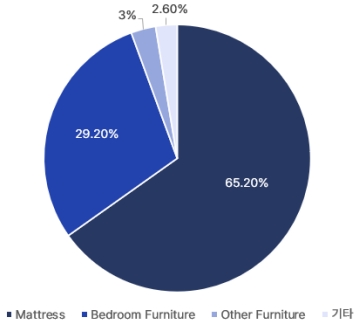


1.3 지누스

지누스 매출액 및 영업이익 추이 (자료: DART, 자본시장연구회 4 팀)

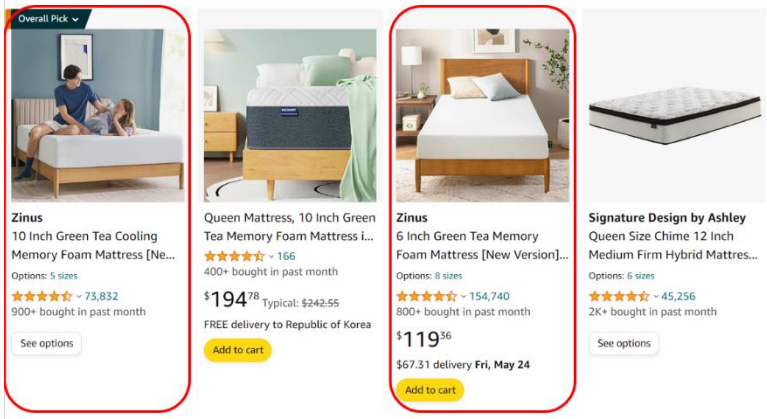
연도	'19년	'20년	'21년	'22년	'23년	1Q23	1Q24
매출액	8,171	9,895	11,238	11,596	9,523	2,291	1,522
영업이익	1,039	867	743	656	183	83	-191





지누스는 현대백화점이 2022년 지분 35.8% 및 신주를 인수하여 종속회사로 편입되어 동년도 하반기부터 실적 합산이 이루어졌다. 작년 기준 현대백화점 매출의 22%가량을 차지하고 있으며, 매출비중은 크게 매트리스(65.2%), 침실가구(29.2%), 기타(5.6%)로 구성되어 있다. 동사는 세계 최초로 매트리스 압축포장기술 등을 도입하여 온라인 중저가 매트리스 시장에서 큰 경쟁력을 갖춰왔으며, 2023년 북미 온라인 매트리스 시장점유율 1위와 아마존 매트리스 부문 누적 판매 1위를 기록하였다,

지누스 주요 제품 (자료: 아마존, 자본시장연구회 4 팀)

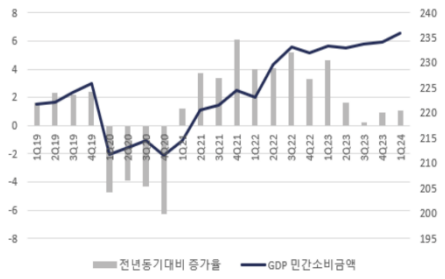


2. 투자 포인트

2.1 매크로

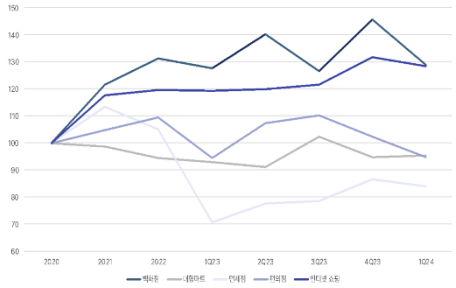
2.1.1 내수 반등의 최고 수혜 업종

민간소비 추이



단위: 조원, %　　자료: ECOS, 자본시장연구회 4팀

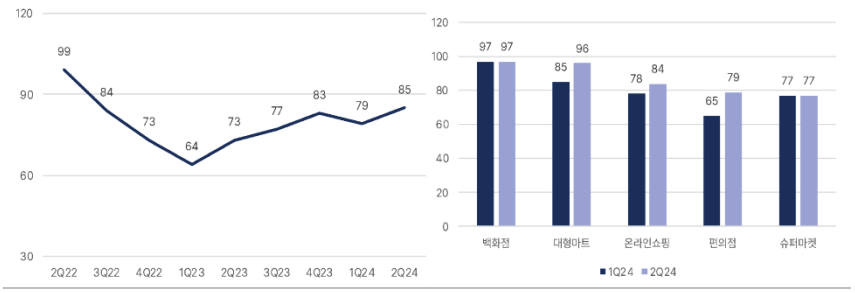
소매업태별 판매액지수 (불변지수, 2020=100)



자료: 통계청, 자본시장연구회 4팀

소매업태별 판매액지수를 살펴보면 오프라인 부문 중 백화점만이 유일하게 온라인 부문을 상회했으며 지속적인 우상향 추세를 확인할 수 있다. 내수경제가 좋지 않아 민간소비의 감소 흐름이 이어졌던 2020년에도 백화점 부문의 판매액지수는 꾸준하게 온라인 부문을 상회하며 견조한 성장세를 이어가고 있는 모습이다.

대한상공회의소 소매유통업 경기전망지수 (자료: 대한상공회의소, 자본시장연구회 4 팀)

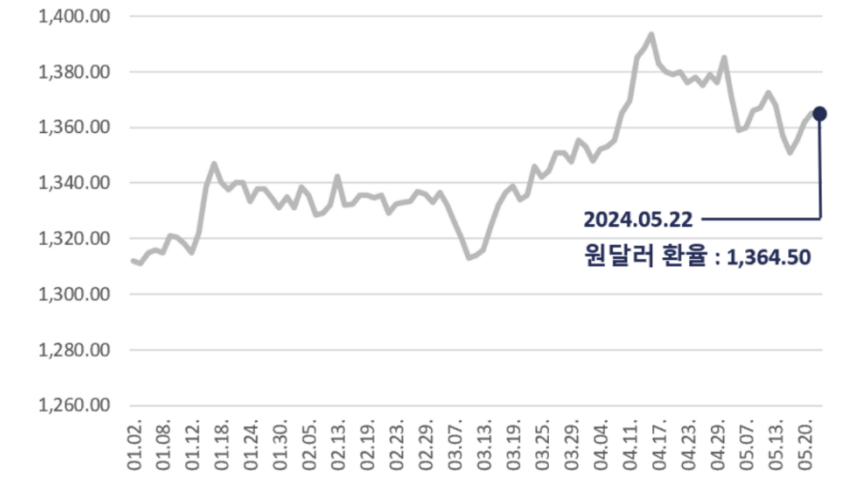


대한상공회의소에서 500개 소매유통업체를 대상으로 조사한 2분기 소매유통업 경기전망지수(RBSI)의 경우, 전망치가 '85' 로 집계되었다. 이는 2024년 1분기 79보다 소폭 상승한 전망치이며 2023년도 1분기 이후 소매유통업 경기에 대한 기대감 상승을 나타낸다. 업태별로 보았을 때 백화점(97)은 기준치(100)에 근접하며 가장 높은 전망치를 보인다.

큰 폭은 아니지만 지난해에 비해 상대적으로 큰 성장을 이끈 2024년 1분기의 민간소비와 함께 뒷받침되는 탄탄한 백화점 산업 부문의 매출 특성은 시너지 효과를 유발하여 백화점 매출액 부문의 더 큰 성장을 불러일으킬 것으로 예상된다. 더하여 심리지수의 선행성을 감안한다면, 소비자들의 낙관적인 인식을 확인할 수 있었던 소매유통업 경기전망지수(RBSI)는 백화점 업계에 있어 긍정적 접근이 추가적으로 요망되는 부분이다.

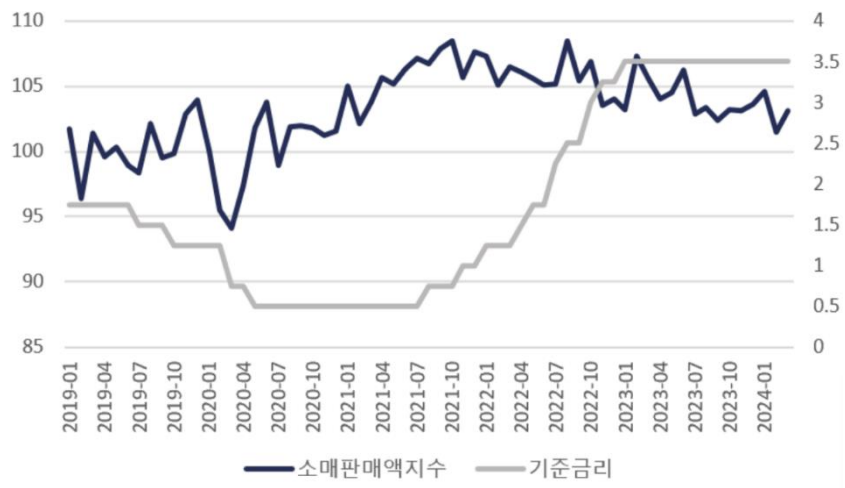
2.1.2 환율과 금리, 고점을 지나 현재는 하락중

원 달러 환율 추이 (단위: 달러당 원) (자료: 서울외국환중개, 자본시장연구회 4 팀)



지난달 16일 원달러 환율은 1400원대를 돌파하면서 17개월 만에 최고치를 달성했다. 원인은 대내외 변수의 불확실성 증가와 견조한 미국 경제지표로 인한 달러 강세로 보인다. 하지만 최근 지정학적 리스크가 경제 지표에 미치는 영향이 둔감해지고 미국의 고용지표의 약화와 물가 하락기조가 이어지면서 환율이 하락 전환하였으며, 하반기에는 금리 인하 실현이 가능할 것으로 예상된다.

소매판매액지수와 기준금리 간의 관계 (자료: 통계청, ECOS, 자본시장연구회 4 팀)



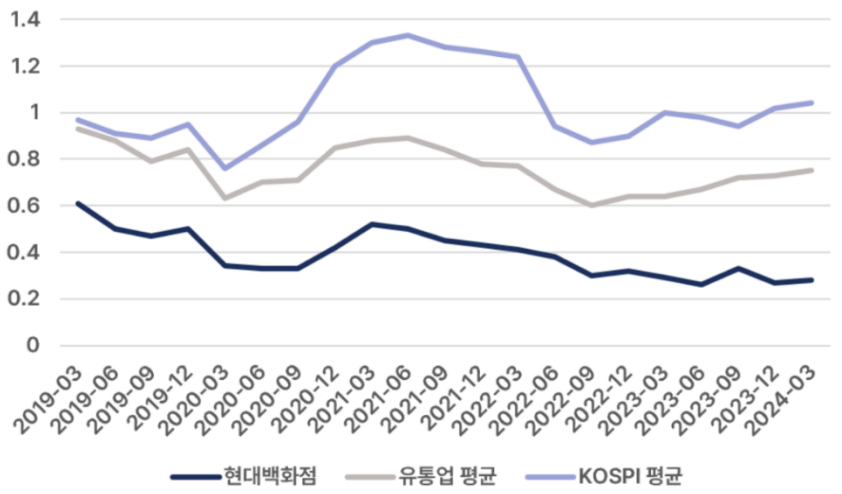
단위: 2020=100, %

2015년부터 기준금리와 소매판매액은 역(-)의 상관관계를 보이고 있다. 이는 금리 인하가 가계부채 부담의 완화로 이어져 소매판매액 증가에 긍정적인 영향을 끼친 것으로 분석된다. 환율 안정세와 함께 하반기 실현될 기준금리 인하에 따른 이자 부담 완화는 소비에 결정적인 영향을 미쳐 전체 GDP의 상승을 견인하고, 이는 현대 백화점에 호재로 작용할 것으로 전망된다.

2.2 Peer 대비 저평가, 자발적인 주주환원정책으로 밸류업 관련 수급 기대

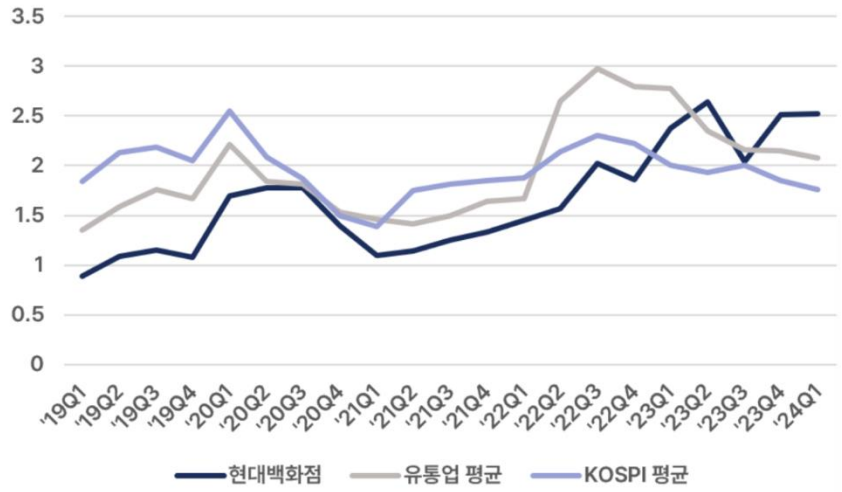
동사의 현재('24.05.31 기준) PBR은 0.24 배로, 현저한 저평가 구간에 속한 것으로 나타난다. 따라서, 정부에서 PBR 1배 미만 기업을 대상으로 적극 장려하는 '밸류업 프로그램'의 수혜 모멘텀을 받을 것으로 기대된다.

현대백화점 분기별 PBR 추이 (단위: 배) (자료: 에프앤가이드, 자본시장연구회 4 팀)



동사는 유통업과 KOSPI의 평균 PBR을 꾸준히 하회하고 있으며, 최근 5분기에는 유통업 섹터의 PBR 배수가 상승 추세로 전환했음에도 불구하고 저평가 흐름이 이어지고 있다. 면세점 부문의 부진과 지주사 전환 이슈 등 동사 특유의 악재의 영향이 있었지만, 앞으로의 실적개선과 리스크 해소가 기대되는 시점에서 괴리가 축소될 것으로 전망한다.

현대백화점 분기별 배당수익률 추이 (단위: %) (자료: 에프앤가이드, 자본시장연구회 4 팀)



저평가된 PBR과 다르게 동사는 2023년을 기준으로 KOSPI의 평균 배당수익률을 초과하였으며, 최근 2분기에는 유통업 평균 배당수익률을 초과한 점이 주목할 만하다. 현대홈쇼핑 지분 매각에 따른 여유자금 확보와 더불어 앞으로의 실적개선세에 따른 재무여력 확대로 배당가능 재원이 확충된다면 중장기적인 관점에서 높은 배당수익률 흐름이 지속될 것으로 전망한다.

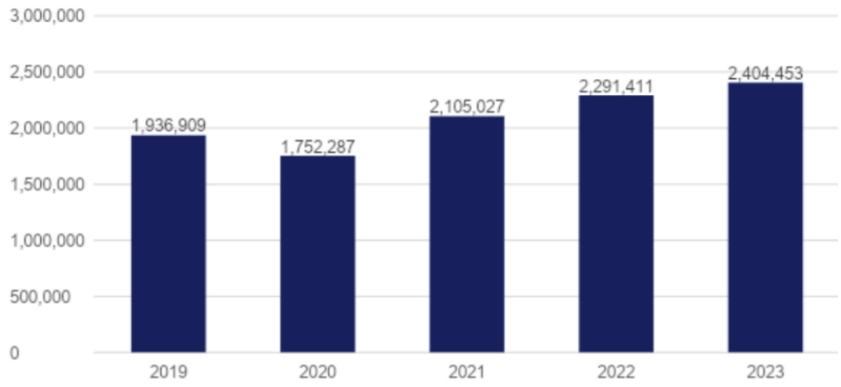
현대백화점 중장기 배당정책(2024~2026) (자료: 현대백화점, 자본시장연구회 4 팀)

최저배당액 상향	기존 주당 1,000원에서 1,300원으로 상향
배당성향 목표치 설정	10~20%대 유지 목표
배당 절차 개선	선(先) 배당액, 후(後) 배당기준일 확정 방식으로의 변경

특히, 현대백화점그룹이 올해 4월에 발표한 주주친화적 중장기 배당정책과 연계하여 '저평가 해소'에 대한 향후 귀추가 주목되는 시점이다.

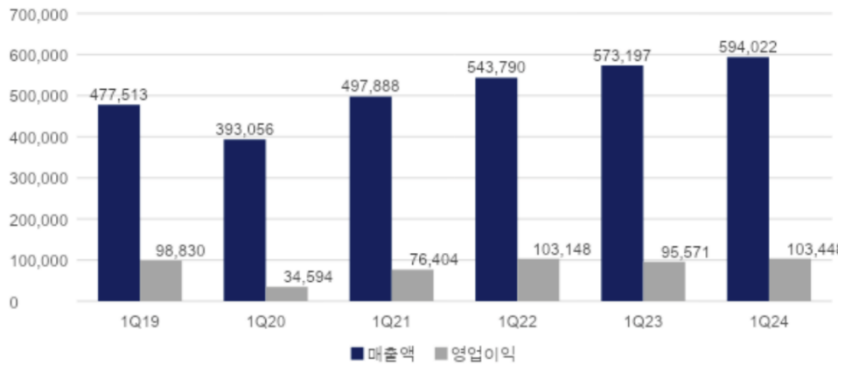
2.3 백화점 부문: MZ 업고 튀어

현대백화점 백화점 부문 매출액 추이 (단위: 백만원) (자료: DART, 자본시장연구회 4 팀)



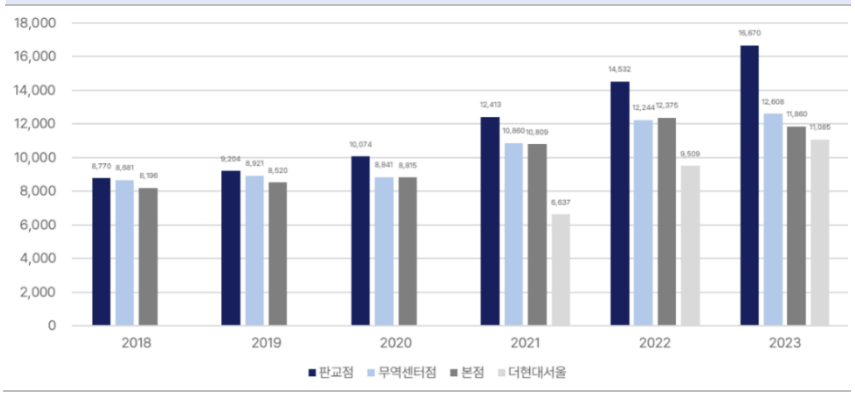
동사의 백화점 부문 매출액 추이를 살펴보면 2020년 코로나로 인해 감소한 이후 2021년 2월 더현대서울의 개점과 함께 2조원을 넘기며 꾸준한 증가세를 보여주고 있다.

현대백화점 백화점 부문 1 분기 매출액 추이 (단위: 백만원) (자료: DART, 자본시장연구회 4 팀)



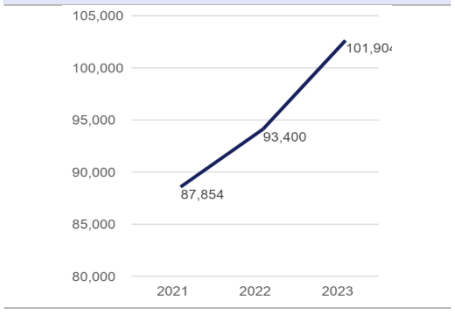
백화점 부문의 1분기 실적 역시 꾸준히 증가하여 2024년 1분기 분기 기준 역대 최대 매출액을 기록했다. 카테고리 별로는 스포츠 17%, 영패션 13%, 명품이 12% 성장하며 외형적인 성장을 견인했으며, 이는 양호한 매출 신장세와 전년도 대전점의 화제에 따른 영업중단에 대한 기저효과까지 더해진 결과이다. 백화점 산업 특성상 판매비 및 마케팅비, 인건비와 같은 고정 비용이 타 산업에 비해 크다. 최근 가파른 물가 상승으로 인한 고정 비용의 증가에도 불구하고 매출액의 꾸준한 증가와 영업이익의 증가는 주목할 필요가 있다.

현대백화점 주요 4 개 점포 매출액 추이 (단위: 억원) (자료: DART, 자본시장연구회 4 팀)



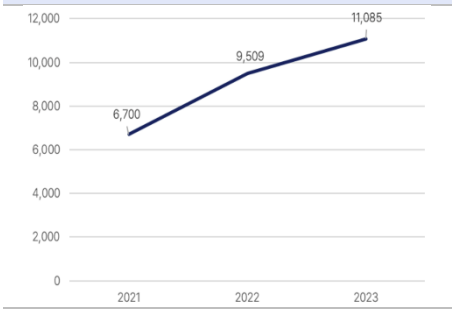
현대백화점 매출액 1조 원 이상 점포 중 성장세가 주목되는 곳은 현대 판교점과 더현대서울로 2023년 각각 14.7%, 16.6%의 신장률을 기록했다. 특히 지난해 더현대서울의 20·30대 매출 비중은 58%로, 더현대서울을 제외한 현대백화점 평균 20·30대 비중(25%)보다 두 배 이상 높다. 이처럼 현대백화점의 견고한 성장세에는 2021년 2월 개장한 더현대서울의 영향력을 빼놓을 수 없다.

더현대서울 매출액 추이 (단위: 억)



자료: DART, 자본시장연구회 4팀

더현대서울 객단가 추이 (단위: 원)



자료: DART, 자본시장연구회 4팀

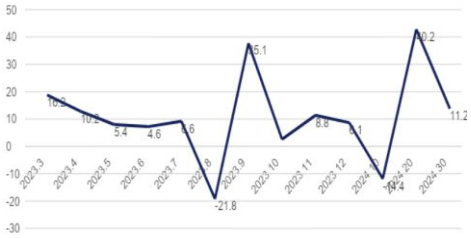
더현대서울은 2021년 2월 26일 오픈 후 33개월만인 2023년 12월에 누적 매출 1조 41억원을 달성했다. 이는 신세계백화점 대구점의 기록을 2년 2개월 앞당긴 수치이다. 더현대서울은 물건만 사서 나가는 목적형 소비 공간과 달라야 한다는 판단 아래 기존에 없었던 '리테일 테라피' 공간을 구현해내며 몰링형 수요를 집중시켰다. 몰링형 수요를 바탕으로 MZ세대 집객에 성공한 더현대서울은 '마뗑킴', '시에(SIE)' 등 2030세대가 열광하는 온라인 기반 패션 브랜드를 백화점 1호로 매장 유치시키는 '역쇼루밍' 전략을 펼치며 영패션 중심으로 매출이 가파르게 신장하는 모습을 보였다.

영패션 중심의 더현대서울 (자료: 마뗑킴, 시에, 자본시장연구회 4 팀)

더현대서울과 같은 대형 점포들이 증가하고, 대형 점포들이 백화점의 실적을 견인할수록 백화점의 오프라인 경쟁력을 제고시켜주는 '팝업스토어'의 활용도도 높아지고 있다. 더현대서울의 2022년 팝업 진행 건수는 210여 건이었지만 이듬해인 2023년에는 그 두 배가 넘는 440여 건에 달했으며, 백화점 측은 더현대 서울의 팝업 공간이 연간 200만 명의 유치 효과가 있다고 보았다.

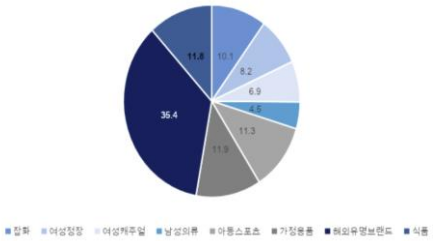
이러한 팝업스토어의 한정된 상품과 짧은 운영 기간은 단기간에 고객을 집결하게 만드는 요인이 된다. 여러 매장이 모여 있는 백화점의 특성상 식음료(F&B)와 휴게 공간, 다른 브랜드 스토어까지도 매출 상승 효과를 볼 수 있는 것이다.

식품 부문 전년 동월 대비 매출증감률



자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4팀

2024년 3월 백화점 매출 비중



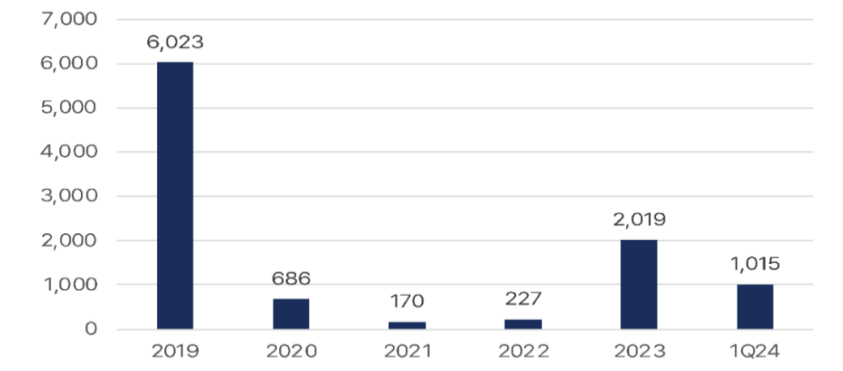
자료: 산업통상자원부, 자본시장연구회 4팀

실제로 백화점에서 식품 부문은 2024년 3월 매출액 기준 해외유명브랜드와 가정용품을 뒤이어 11.8%의 비중을 차지했다. 현대백화점은 이러한 흐름에 발맞춰 F&B 분야에 많은 투자를 하고 있다. 현대백화점 연간 F&B 매출 신장률은 2022년 18.3%에서 2023년 21.0%로 성장세다. 이 중 베이커리와 디저트 브랜드가 식품관 대부분을 차지하고 있는 더현대서울의 경우, 디저트 부문 연간 매출 신장률이 2022년 68.9%, 2023년 44.4%에 달한다.

동사의 면세점 부문은 2023년 매출액이 전년 대비 절반 이상 하락하는 역성장을 기록하였으나, 영업이익 적자폭이 2022년에 -661억원에서 2023년 -310억원으로 수익성이 개선되는 추세를 보였다. 대중국 의존도가 높은 면세점업 특성상 따이공에 대한 지급수수료를 대폭 줄여 객단가와 매출은 줄었지만, 기존 매출액 대비 상당 부분을 차지하던 판관비를 큰 폭으로 감소시켜 오히려 수익성은 개선되었다. 따라서, 관광수요의 회복과 함께 중국인 단체관광 재개로 인한 효과를 보다 온전히 받을 수 있을 것으로 기대된다.

2.4 면세점 부문: 다시 돌아오는 유커

연도별 중국인 입국자 현황(단위: 천명) (자료: 관광지식정보시스템, 자본시장연구회 4 팀)



한국을 찾는 중국인 입국자 현황을 보았을 때 코로나 이후 꾸준히 증가하는 추세를 보이고 있으며 2023년에는 전년 대비 약 9배가량 증가한 201만 9천명이 입국하였다. 2024년 1 분기에만 101만 5천명이 한국을 찾아오며, 전년도 중국인 입국자의 절반을 상회하였다. 원화 약세 흐름의 지속과 중국의 내수 부양책에 따라 중국인 방한은 더욱 늘어날 것으로 전망된다. 과거보다 영향력은 줄었지만 여전히 중국인 단체 관광객에 대한 의존도가 높은 면세점업 특성상 이는 분명이 긍정직인 신호이다.

동사는 이에 발 맞추어 유커 수요를 유치하기 위한 프로모션도 적극적으로 진행 중이다. 온/오프라인 면세점 매장에서 알리페이로 1,000위안 이상 결제하는 고객을 대상으로 50 위안을 즉시 할인해주는 행사와 더불어 은련카드(온라인페이)로 100달러 이상 구매 시 10% 즉시 할인, 인천공항점에서 100달러 이상 구매 시 8% 할인 쿠폰 증정 등 다양한 면세 쇼핑 혜택을 제공해 중국인 관광객을 선점하겠다는 전략을 세우고 있다.

2.5 면세점, 지누스 부문: 좋아질 일만 남았다.

2.5.1 면세점 – 체질개선 중

현대백화점 및 현대백화점면세점 임차료 추이 (단위: 억원) (자료: DART, 자본시장연구회 4 팀)

2023년에는 코로나 19로 인한 인천공항 면세점 대상 임차료 감면 혜택이 중단됐고, 하반기부터 영업을 개시한 인천공항 DF5 구역의 임차료 계약이 이용객당 단가 방식으로 산정됨에 따라 면세점 부문의 임차료가 크게 늘었다. 이는 현대백화점 전체의 임차료 상승으로 이어졌지만 여전히 매출액 대비 임차료가 차지하는 비중은 10% 미만으로 매우 낮다는 점, 큰 폭의 지급수수료 감소를 통해 임차료 상승 효과를 제거했다는 점에서 동사 전체의 수익

성에 미치는 영향은 제로(0)에 가까웠다.

올 하반기 중국 단체관광 재개를 통해 면세점 부문의 객단가 상승이 기대된다는 점, 상대적으로 타사 대비 DF5 구역의 이용객당 계약 단가가 낮다는 점에서 향후 매출 증가세 대비 임차료 상승분은 제한적일 것으로 전망되어 경쟁사 대비 면세점 업황 회복의 수혜를 온전히 받을 수 있을 것으로 전망한다.

2.5.2 지누스 – 과잉재고 해소 기대

동사는 동종업계와 마찬가지로 2022년부터 매출과 영업이익 모두 부진한 모습을 보여주었다. 특히 영업이익은 2019년부터 꾸준히 감소하였는데, 주요 원인은 과잉재고, 물류비 · 광고비의 증가, 공장 가동률 감소 등으로 인한 수익 구조 악화였다. 그러나 동사는 적극적인 수익구조 개선 노력으로 수익 최저구간을 지나고 있는 것으로 보이며, 이로 인한 앞으로의 기저효과가 기대된다.

연도별 변동비율 추이

구분	2020	2021	2022	2023
변동비율	11.4%	12.4%	13.6%	17.7%

자료: 지누스, 자본시장연구회 4팀

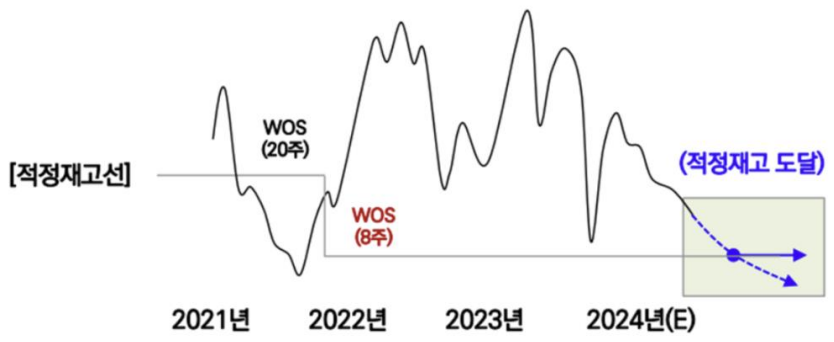
연도별 공장가동률

구분	2022	2023	증감률
중국(3개)	77.8%	64.5%	-13.3%
인니(2개)	68.6%	76.2%	+7.6%
미국(1개)	65.2%	49.3%	-16.0%
전체	73.3%	69.0%	-4.3%

자료: 지누스, 자본시장연구회 4팀

2023년 하반기 이전, 고객사에 공급되었던 과잉재고는 점차 소모되고 있으며, 판촉비 투여를 통한 기존재고 소진 노력으로 근시일 내에 적정재고 수준에 도달할 것으로 추정된다. 특히 미국에서 독립기념일, 신학기 행사, 여름맞이 행사 등이 있는 7월을 기점으로 제품 발주 정상화가 기대된다. 비용 절감을 위한 기술 혁신 및 재고관리 효율화에도 힘쓰고 있다. 기존 포장에 사용되는 박스보다 훨씬 축소된 '스몰박스' 기술을 본격 적용함으로써 기존 대비 물류비를 50%가량 개선할 수 있을 것으로 보인다. 또한, 적자 SKU를 축소하기 위해 생산 중단과 비효율 SKU 창고 면적을 축소 및 통합하는 조치를 통해 재고 및 창고 효율화에 노력하고 있다.

적정재고 대비 고객사 재고 보유량 추이 (자료: 지누스, 자본시장연구회 4 팀)



3. 리스크

예상보다 지속되는 '고금리 · 고물가 · 고환율'의 3고 현상은 소비 심리 개선 및 전반적인 경기 회복에 대한 지연을 가중시킬 리스크로 여전히 남아있기에 지나친 낙관론을 경계하며 투자에 있어 리스크적 요인으로 주의해야 한다.

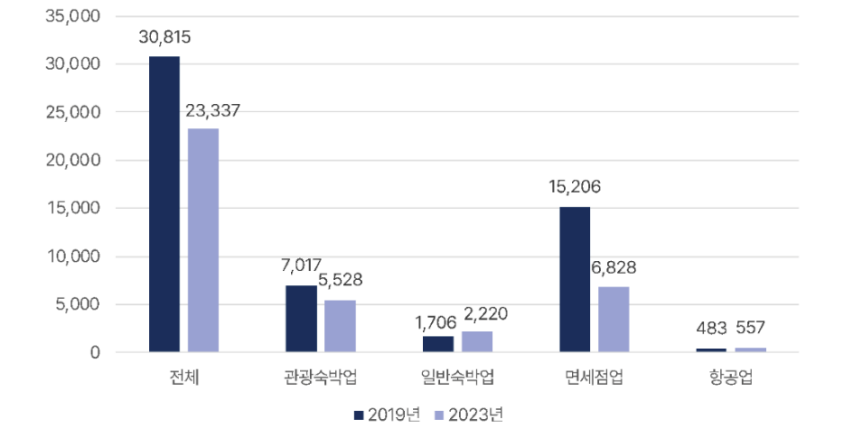
3.1 면세점 - 옛날과는 다른 관광객 소비패턴

방한 중국관광객 쇼핑 행태 변화 (자료: 외래관광객조사, 자본시장연구회 4 팀)

구분	2019년	2023년
고려 요인	1위) 쇼핑 72.5% 2위) 음식/미식 탐방 58.1%	1위) 음식/미식 탐방 60% 2위) 쇼핑 49.5%
참여 활동	1위) 쇼핑 95.1% 2위) 식도락 관광 92.4%	1위) 식도락 관광 70.1% 2위) 쇼핑 68.2%
쇼핑 품목	1위) 향수, 화장품(82.3%) 2위) 식료품(47.3%)	1위) 향수, 화장품(77.5%) 2위) 의류(44.4%)
쇼핑 장소	1위) 시내 면세점(54.9%) 2위) 공항 면세점(40.5%)	1위) 시내 면세점(43%) 2위) 백화점(35.8%)

코로나 이전과 비교하여 중국인이 방한관광을 고려하는 주요 요인 중에서 쇼핑을 고려하는 비중이 2019년 72.5%에서 2023년에는 49.5%로 감소하였으며, 방한 중국관광객이 주로 참여하는 활동은 2019년에는 쇼핑 비중이 95.1%로 1위를 차지하였으나 2023년에는 쇼핑의 비중이 68.2%로 감소하였다. 쇼핑 장소 또한 2019년에는 1위 시내 면세점(54.9%), 2위 공항 면세점(40.5%)이었으나 2023년에는 1위 시내 면세점(43%), 2위 백화점(35.8%)으로 조사되었다. 이러한 방한 중국관광객의 쇼핑 비중 감소와 면세점 방문 비율 하락에 따라 현대백화점면세점 또한 더딘 매출 회복을 보이고 있다.

업종별 중국인 신용카드 지출액 및 회복률 (자료: 문화체육관광부, 자본시장연구회 4 팀)

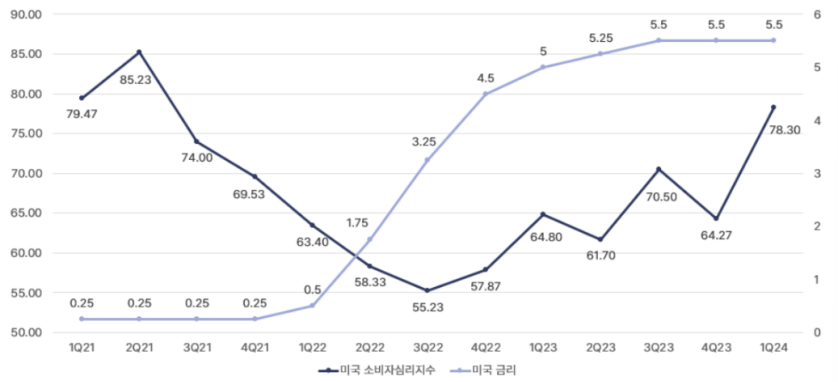


단위: 억원

2023년 중국인 신용카드 지출액은 코로나 발생 이전인 2019년 대비 약 75.1% 수준으로 회복한 것으로 분석되어진다. 면세점업의 경우, 중국인이 면세점에서 지출한 금액은 6,828억원으로 2019년 대비 44.9% 수준으로 낮은 회복세를 보였다. 이는 코로나 이후 중국인의 쇼핑행태가 대량소비를 지양하는 합리적 소비로 전환되고 있으며, 쇼핑관광 비중이 높은 단체관광 수요가 완전 회복되지 않은 시장 상황이 반영된 것으로 분석된다.

3.2 지누스 – 미국 경제지표의 영향

미국 소비자심리지수와 기준금리 추이 (자료: 미시간대, FOMC, 자본시장연구회 4 팀)



단위: 분기평균, %

2024년 1분기 동사는 부진한 실적을 기록하였다. 전년 동기 대비 매출액은 33.5% 감소하였으며, 영업이익은 -190억원으로 적자전환을 하였다. 원인으로는 앞선 투자포인트에서의 수익 구조 악화와 더불어 고금리 · 고물가로 인한 소비 심리 위축이 문제였던 것으로 보인다. 침실가구 산업의 특성상 한번 구매 시 목돈이 들어가 고물가에 소비 심리가 위축된 소비자에게 부담스럽게 다가왔을 것이다. 현재의 고금리 · 고물가의 매크로 환경이 개선되지 않는 이상, 해당 리스크가 쉽게 해소되지 않을 것으로 보인다. 특히, 미국 소비심리지수가 동사 분석에 유효한 이유는 동사의 미국향 매출 의존도가 매우 높기 때문이다. 미국 매출이 다소 감소한 2023년에도 전체 매출액 중 미국향 매출은 79%에 달했다.

그러나, 리스크 개선의 여지도 분명 존재한다. 먼저, 소비자 심리가 2022년 저점을 지나 2023년부터는 금리 상승에도 불구하고 조금씩 개선되는 모습을 보이고 있다. 고금리 · 고물가 완화가 시작되면 민간소비 회복이 활성화될 것이라는 기대감도 존재한다. 또한, 매출에서의 미국 의존도를 낮추고 고객 다변화를 위해 노력하고 있다. 북미뿐만 아니라 EU에서의 판매 본격화, 중동 및 아프리카로의 진출 예정, 생산법인이 위치한 중국, 인도네시아 등 아시아로의 사업 확장 등을 통해 'Non-USA'로의 매출을 증가시키고 있다.

III. Valuation

1. 매출 추정

1.1 백화점 부문

백화점 매출액 추정							
(단위 : 백만 원)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
백화점	594,022	628,161	605,753	685,186	2,513,122	2,626,703	2,694,997
YoY %	*3.6%*	*5.7%*	*4.3%*	*4.4%*	*4.5%*	*4.5%*	*2.6%*

백화점은 소매유통업의 특성상 매출의 계절성 요인이 뚜렷하게 나타나며, 동사의 백화점 부문의 분기별 매출은 2분기와 4분기에 전분기 대비 증가하는 추세를 보였다. 따라서, 1Q24A 매출이 전년 동기 대비 +3.6% 성장하였던 점이 전년 대비 백화점 부문의 성장세를 반영하였다고 가정, 이후 분기에 대한 매출 증감률은 과거 5개년의 연도별 QoQ 매출 증감률의 평균치를 사용하여 추정하였다.

전분기 대비 매출 증감률의 평균			
	2분기	3분기	4분기
QoQ (%)	5.75%	-3.57%	13.11%

2025E의 경우 2024년 상반기에 고금리 및 높은 물가상승률, 지정학적 리스크 등으로 인해 코로나 19 이후 민간소비 회복 모멘텀의 수혜를 온전히 받지 못했기 때문에 하반기 경제지표의 개선과 함께 2024E의 매출 성장률이 그대로 이어질 것이라 예상하여 +4.5%의 YoY 성장률을 가정하였다.

2026E의 경우 기존의 민간소비 회복세가 점차 둔화하여 GDP 성장률로 수렴할 것으로 예상하여 +2.6%의 보수적인 성장률을 가정하였다.

1.2 면세점 부문

면세점 매출액 추정							
(단위 : 백만 원)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
면세점	240,486	266,363	295,024	295,024	1,096,897	1,220,627	1,358,314
YoY %	*-27.6%*	*37.2%*	*24.3%*	*25.9%*	*9.9%*	*11.3%*	*11.3%*

면세점 매출액의 경우 체질개선에 따른 따이공의 매출 기여효과가 급격히 줄어든 전년도 2분기를 제외하고 코로나 19 이후 국내 관광수입의 분기별 증감률과 0.9 이상의 상관계수를 보이며 회복세를 보여왔다. 2022년 평균 분기별 증감률은 +14% 였으나, 2023년의 경우 +10.76%로 기저효과가 감소하는 흐름을 보였다. 다만, 하반기부터 중국 단체관광 재개 및 계절적 성수기를 감안하여 2023년의 평균 분기별 관광수입 증감률인 +10.76%를 분기별 매출 추정에 사용하였다.

GII가 'Global Duty-free Retailing Market 2024-2028' 보고서에서 밝힌 바에 따르면, 2024년부터 2028년까지 전세계 면세 소매업 시장의 CAGR은 +11.28% 일 것으로 전망하였다. 따라서, 동사의 2025E와 2026E의 면세점 부문의 매출액은 해당

성장률을 추종할 것으로 전망하며, 체질개선에 따른 기저효과를 감안하였을 때 보수적인 매출 회복세일 것으로 추정한다.

1.3 지누스 부문

지누스 매출액 추정							
(단위 : 백만 원)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
지누스	152,246	230,517	232,554	296,265	911,582	957,161	1,005,019
YoY %	-33.5%	5.0%	5.0%	5.0%	-4.3%	5.0%	5.0%

동사의 종속기업인 지누스의 IR 자료에 따르면, 2023년과 올해 1분기의 부진은 과잉재고로 인한 비경상적인 영업 침체로, 해당 기간 동안 판촉비 투입 등의 노력을 기울여 기존 재고소진의 성공해 올해 2분기부터 적정재고선에 도달할 것으로 전망하였다. 따라서, 해당 기간의 실적부진은 지누스의 시장경쟁력 악화 등으로 기인한 점이 아니며, 물류비 감소와 시장 트렌드에 부합하는 제품 포트폴리오를 고려하여 2분기부터는 2023년도 분기별 매출액에 Statista에서 전망한 침실가구 시장 CAGR인 +5%를 사용하여 추정하였다. 이후 사업연도에도 동일한 성장 모멘텀을 지속할 것이라 판단하여 2024E 매출액에서 +5%씩 성장하는 것을 가정하였다.

1.4 연결합산 및 요약

연결 매출액 추정												
(단위 : 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,198,950	2,273,152	3,572,433	5,014,124	4,207,453	951,730	1,083,790	1,091,777	1,229,672	4,356,969	4,628,331	4,872,863
YoY %		3.4%	57.2%	40.4%	-16.1%	-13.3%	11.7%	8.7%	8.3%	3.6%	6.2%	5.3%
백화점	1,936,909	1,752,287	2,105,027	2,291,411	2,404,453	594,022	628,161	605,753	685,186	2,513,122	2,626,703	2,694,997
YoY %		-9.5%	20.1%	8.9%	4.9%	3.6%	5.7%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	2.6%
면세점	368,834	622,398	1,591,224	2,257,056	997,838	240,486	266,363	295,024	295,024	1,096,897	1,220,627	1,358,314
YoY %		68.7%	155.7%	41.8%	-55.8%	-27.6%	37.2%	24.3%	25.9%	9.9%	11.3%	11.3%
지누스				604,648	952,283	152,246	230,517	232,554	296,265	911,582	957,161	1,005,019
YoY %					57.5%	-33.5%	5.0%	5.0%	5.0%	-4.3%	5.0%	5.0%
기타 및 연결조정	(106,793)	(101,533)	(123,818)	(138,991)	(147,121)	(35,024)	(41,250)	(41,554)	(46,803)	(164,632)	(176,160)	(185,467)

위에서 추정한 각 부문별 매출액과 기타 및 연결조정을 모두 합산한 동사의 연결 매출액 추정치는 위와 같다.

기타 및 연결조정의 경우 금액적 유의성이 크지 않다는 점과 종속회사가 영위하고 있는 사업부문이 안정적으로 유지되어 지속적인 내부거래 등이 큰 폭의 변동없이 발생할 것이라는 점에 근거하여 과거 5개년의 개별합산 매출액 대비 기타 및 연결조정의 절댓값 금액 비중인 3.67%가 유지될 것으로 가정하였다.

동사는 백화점 부문의 견고한 매출성장세에 따라 2023년 실적부진에서 점진적으로 회복할 것으로 보이나, 면세점 부문과 지누스 부문의 턴어라운드에 따라 향후 전사적인 차원의 회복 속도가 결정될 것으로 판단한다.

2. 비용 추정

2.1 매출원가 추정

매출원가 추정												
(단위 : 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,198,950	2,273,152	3,572,433	5,014,124	4,207,453	951,730	1,083,790	1,091,777	1,229,672	4,356,969	4,628,331	4,872,863
매출원가	572,131	844,955	1,232,154	1,676,675	1,714,821	391,664	443,864	447,135	503,610	1,784,388	1,895,524	1,995,671
매출원가율	26.0%	37.2%	34.5%	33.4%	40.8%	41.2%	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%

동사의 매출원가율은 매출액이 증가함에 따라 함께 증가하였는데, 특히 2023년에 매출원가율이 전년 대비 급격하게 상승하였음을 알 수 있다. 이는 인건비 상승과 함께 면세점 부문의 변동 임차료 도입으로 인한 임차료의 변동비 부분이 매출원가에 가산됨에 따라 증가하였고, 1Q24 실적에서도 높은 매출원가율이 유지됨을 알 수 있다. 따라서, 향후 기존의 30% 대의 매출원가율로 회귀할 요인은 부족하다고 판단하여 2023년과 올해 1분기의 매출원가율의 평균인 40%를 매출원가율로 추정, 이러한 추세가 향후 Flat하게 이어질 것이라 추정하였다.

2.2 판매비와관리비 추정

판매비와관리비 추정												
(단위 : 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,198,950	2,273,152	3,572,433	5,014,124	4,207,453	951,730	1,083,790	1,091,777	1,229,672	4,356,969	4,628,331	4,872,863
판매비와관리비	1,334,573	1,292,333	2,075,914	3,016,520	2,189,162	491,202	553,232	571,707	616,144	2,232,285	2,370,686	2,496,333
% of sale	60.7%	56.9%	58.1%	60.2%	52.0%	51.6%	51.0%	52.4%	50.1%	51.2%	51.2%	51.2%
인건비 및 복리후생비	280,276	295,919	313,463	371,071	424,629	103,852	103,852	119,755	119,755	447,214	474,941	500,113
% of sale	12.7%	13.0%	8.8%	7.4%	10.1%	10.9%	9.6%	11.0%	9.7%	10.3%	10.3%	10.3%
일반관리비	324,436	293,114	921,446	1,649,366	607,512	114,576	156,488	157,641	177,552	606,256	643,844	677,968
% of sale	14.8%	12.9%	25.8%	32.9%	14.4%	12.0%	14.4%	14.4%	14.4%	13.9%	13.9%	13.9%
판매비	471,649	422,843	490,280	565,320	643,182	151,959	165,676	166,897	187,977	672,509	714,204	752,057
% of sale	21.4%	18.6%	13.7%	11.3%	15.3%	16.0%	15.3%	15.3%	15.3%	15.4%	15.4%	15.4%
광고선전비	45,779	38,504	47,007	77,475	105,136	20,681	27,082	27,281	30,727	105,772	112,330	118,283
% of sale	2.1%	1.7%	1.3%	1.5%	2.5%	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
감가상각비	212,101	241,602	303,367	349,941	402,715	98,615	98,615	98,615	98,615	394,458	418,915	441,117
% of sale	9.6%	10.6%	8.5%	7.0%	9.6%	10.4%	9.1%	9.0%	8.0%	9.1%	9.1%	9.1%
연구개발비	332	350	351	3,346	5,988	1,519	1,519	1,519	1,519	6,076	6,452	6,794
% of sale	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

2.2.1 인건비 및 복리후생비

인건비 및 복리후생비의 경우 성수기 판촉행사 진행, 연말 상여금 등으로 인한 계절성 요인을 고려하였다. 리오프닝으로 인해 하반기에 급격하게 인건비가 증가하였던 2022년을 제외한 나머지 4개년의 연도별 QoQ 인건비 및 복리후생비 증감률의 평균치를 사용하여 추정하였다. 이후 연도에는 변동비 성격을 갖는다는 점을 고려하여 매출 성장률과 동일한 성장치를 가정하였다.

2.2.2 일반관리비, 판매비, 광고선전비

해당 비용계정들은 변동비 성격을 갖고 있으며, 과거 추이를 보았을 때 매출액 증가세와 함께 증가하는 추이를 보여왔다. 다만, 과거 5개년의 평균치는 코로나 19 및 리오프닝으로 인한 영업활동의 잦은 변화가 반영되어 앞으로 정상 영업환경에서의 타당하지 않은 추정이라 판단하였다. 특히, 따이공에 대한 지급수수료가 포함된 일반관리비가 2023년에 전년 대비 1조원 이상 감소한 것이 그 예시이다. 따라서, 가장 최근의 사업연도인 2023년의 매출액 대비 비중이 코로나 19 이후의 변화한 영업환경을 반영한 것으로 간주하였고 이러한 추세가 그대로 Flat하게 이어진다고 추정하였다. 이후 연도에는 매출 성장률과 동일한 성장치를 가정하였다.

2.2.3 감가상각비, 연구개발비

해당 비용계정들은 추정기간 내 명확한 상각대상자산의 취득 계획이 공시되어 있지 않고, 업종 특성상 대규모의 유/무형자산 취득과 R&D가 자주 이루어지지 않아 별도의 정교한 추정을 생략하였다. 과거 분기별 비용의 변동폭이 매우 적어 올해 1분기의 비용이 다른 분기에도 유지된다고 가정하였고, 이후 사업연도에는 과거 소폭으로 꾸준히 증가했던 추세를 따라 매출 성장률과 동일한 성장치를 가정하였다.

3. DCF Method

3.1 DCF Method 선정 이유

동사의 적정 목표주가를 산출하기 위한 밸류에이션 방법으로 절대가치평가법 중 하나인 DCF Method를 선정하였다. 그 이유는 하기와 같다.

1) 영위하고 있는 사업부문이 성숙기에 있는 사업이자 오랜기간 큰 폭의 변동없이 내수경기와 GDP 성장률 등 경제지표에 맞춰 성장한 산업이라는 점

2) 영위하고 있는 사업부문에서 일정한 수준의 점유율과 안정적인 성장세를 지속한 기업이라는 점

3) 유가증권시장뿐만 아니라 동일한 섹터에서도 PER과 PBR 등 상대평가 지표가 지나친 저평가 상태라는 점

3.2 영업이익 추정 요약

영업이익 추정 요약								
(단위 : 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,198,950	2,273,152	3,572,433	5,014,124	4,207,453	4,356,969	4,628,331	4,872,863
YoY(%)		*3.37%*	*57.16%*	*40.36%*	*-16.09%*	*3.55%*	*6.23%*	*5.28%*
매출원가	572,131	844,955	1,232,154	1,676,675	1,714,821	1,784,388	1,895,524	1,995,671
매출원가율(%)	*26.0%*	*37.2%*	*34.5%*	*33.4%*	*40.8%*	*41.0%*	*41.0%*	*41.0%*
매출총이익	1,626,818	1,428,197	2,340,279	3,337,449	2,492,632	2,572,581	2,732,807	2,877,191
매출총이익률(%)	*74.0%*	*62.8%*	*65.5%*	*66.6%*	*59.2%*	*59.0%*	*59.0%*	*59.0%*
판매비와관리비	1,334,573	1,292,333	2,075,914	3,016,520	2,189,162	2,232,285	2,370,686	2,496,333
매출액대비판관비율(%)	*60.7%*	*56.9%*	*58.1%*	*60.2%*	*52.0%*	*51.2%*	*51.2%*	*51.2%*
영업이익	*292,245*	*135,864*	*264,365*	*320,929*	*303,470*	*340,297*	*362,121*	*380,859*
YoY(%)		*-53.51%*	*94.58%*	*21.40%*	*-5.44%*	*12.14%*	*6.41%*	*5.17%*
영업이익률(%)	*13.29%*	*5.98%*	*7.40%*	*6.40%*	*7.21%*	*7.81%*	*7.82%*	*7.82%*

3.3 FCFF 추정

FCFF 추정					
(단위 : 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
영업이익	340,297	362,121	380,859	399,902	419,897
법인세 한계세율(%)			26.4%		
세후순영업이익(NOPAT)	**250,458**	**266,521**	**280,312**	**294,328**	**309,044**
감가상각비	394,458	418,915	441,117	466,477	492,247
영업 운전자본의 증감	-153,215	-163,042	-171,478	-180,052	-189,055
CAPEX (자본적지출)	-340,855	-340,855	-340,855	-340,855	-340,855
잉여현금흐름(FCFF)	**150,846**	**181,539**	**209,096**	**239,898**	**271,381**

3.3.1 영업이익 추정

2026E 이후 사업연도(2027E, 2028E)에 대한 영업이익 추정은 매출액 및 비용에 대한 추정을 통해 도출한 2026E까지의 영업이익 증가세가 둔화하는 흐름에 따라 +5%의 보수적인 성장세가 2028E까지 지속될 것으로 가정하였다.

3.3.2 세후순영업이익 (NOPAT) 추정

동사의 NOPAT 추정을 위해 비용추정을 통해 추정한 영업이익에 지방세를 포함한 법인세 한계세율인 26.4%를 적용하여 NOPAT을 추정하였다.

3.3.3 감가상각비 추정

2026E까지의 감가상각비는 앞선 판매비와관리비 추정치를 그대로 사용하였으며, 2027E와 2028E의 경우 해당 연도 이전 3개 사업연도의 감가상각비 증감률의 CAGR을 사용하여 추정하였다.

3.3.4 영업 운전자본의 증감 추정

동사의 영업 운전자본은 과거 매출액의 성장과 함께 재고자산의 선제적인 매입에 기인하여 영업 운전자본의 증가분이 확대되었다. 하지만 2023년의 경우 2013년 이후 이례적으로 재고자산이 감소한 유일한 해로, 이에 따라 큰 폭으로 영업 운전자본이 감소하였다. 따라서, 재고자산이 소진됨에 따라 올해부터는 정상적으로 재고자산 매입이 이루어질 것으로 판단하여 2026E까지의 영업 운전자본의 증감은 2019~2022년의 영업 운전자본 증가분의 CAGR을 사용하여 추정하였다.

이후 2027E, 2028E의 경우, 영업이익 추정에 사용한 +5%의 성장률을 사용하여 추정하였다.

3.3.5 CAPEX 추정

동사의 CAPEX는 사업보고서와 IR 등에 공시된 설비투자, 유/무형자산의 취득 계획을 확인할 수 없어 과거 10개 사업연도의 평균만큼 지속적으로 지출될 것이라 가정하였다.

3.4 WACC 추정

WACC 추정 *(단위 : %)*		
Cost of Equity (자기자본비용)	6.74%	
무위험이자율	3.60%	'24.05.31 기준 국고채권 10년 기간평균수익률
Beta 52W	1.18	
시장수익률	6.26%	WMI500 1년 수익률
Equity Risk Premium	2.66%	
Cost of Debt (타인자본비용)	3.61%	2023 사업보고서 기준 이자비용 / 이자발생부채
Debt-to-Asset Ratio (부채비율)	27.52%	2023 사업보고서 기준 이자발생부채 / 총자산
WACC	5.62%	

1) 무위험이자율은 '24.05.31 기준 국고채권 10년물의 3년 기간평균수익률인 3.6%를 사용하였다.

2) 시장수익률은 WMI500의 1년 수익률인 6.26%를 사용하였다.

3) Cost of Debt (타인자본비용)은 2023 사업보고서 기준 이자비용을 이자발생부채로 나눠준 값을 사용하였다.

4) Debt-to-Asset Ratio (부채비율)은 2023 사업보고서 기준 총자산 대비 이자발생부채의 비중을 사용하였고, 안정적인 영업현금흐름을 바탕으로 주기적인 리파이낸싱과 차입금 상환이 점진적으로 이뤄지고 있는 동사의 특성을 고려하여 현재의 재무비율을 유지할 것으로 가정하였다.

3.5 목표주가 추정

목표주가 추정					
(단위: 백만원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
FCFF (잉여현금흐름)	150,846	181,539	209,096	239,898	271,381
현금흐름의 현재가치					
WACC (가중평균자본비용, %)	5.62%				
Discount Rate (%)	2.73%	10.35%	15.12%	19.63%	23.90%
PV of FCFF	146,727	162,749	177,488	192,807	206,514
Total PV of FCFF (a)	886,284				
PGR (영구성장률, %)	0%				
Terminal Value (2028E 시점)					4,833,045
PV of TV (b)	3,677,819				
Valuation					
Total PV of CF (a + b = A)	4,564,103				
현금성자산 (B)	1,303,779		2023 사업보고서 기준		
비연결 관계기업투자주식 (C)	593,386		2023 사업보고서 기준		
IBD (이자발생부채, D)	3,222,738		2023 사업보고서 기준		
비지배주주 지분 (E)	1,811,611		2023 사업보고서 기준		
추정 EV (A + B + C - D - E)	**1,426,919**				
유통주식수 (주)	21,855,186		2023 사업보고서 기준		
적정주가 (원)	65,290				
목표주가 (원)	**65,000**		**매수 (BUY)**		
현재주가 (원)	49,650		2024.05.31 종가		
상승여력 (%)	30.92%				

추정기간 이후의 현금흐름에 대해서는 동사와 산업의 특성상 장기적으로 한국 경제성장률 대비 초과 성장을 기록할 여력은 부족하다고 판단하여 0%의 보수적인 영구성장률을 가정해 Terminal Value를 추정하였다.

추정 기업가치 산출을 위해 현재가치로 할인한 현금흐름의 총합과 동사가 보유한 현금성자산 및 비연결 관계기업투자주식을 합산하였고, 이자발생부채와 비지배주주 지분을 차감하였다

DCF Method를 통해 추정한 동사의 목표주가는 65,000원으로, 현재주가 대비 약 31%의 상승여력을 가진 것으로 보아 '매수 (BUY)' 의견을 제시한다.

한국외대 자본시장연구회

韓國外大 資本市場硏究會

Compliance Notice

본 보고서는 한국외국어대학교 자본시장연구회의 리서치 결과를 기반으로 작성되었습니다. 본 보고서의 내용은 어떠한 경우에도 투자 추천이나 금융 조언으로 간주되어서는 안 됩니다. 이 보고서에 수록된 내용은 현재의 시장 조건 및 회사의 업적에 대한 종합적인 평가를 반영하고 있습니다. 그러나 미래의 사건이나 결과는 예측할 수 없으며, 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자자는 본 보고서의 정보를 참고하여 자신의 판단에 따라 투자 결정을 내리도록 권장됩니다. 특히, 본 보고서에 기재된 내용은 변경될 수 있으며, 그에 따라 추가적인 조사와 분석이 필요할 수 있습니다.