

## 신세계인터내셔날

BUY(유지)

031430 기업분석 | 패션&amp;화장품

목표주가(하향)	245,000원	현재주가(11/09)	153,500원	Up/Downside	+59.6%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 11. 12

## 지금은 좋지만, 불확실성도 커지는 시기

## Comment

**화장품 QoQ 매출 성장 추정, 무난했던 3Q18:** 신세계 그룹 공시에 따르면 동사의 3Q18 연결매출 3,118억원(+16%YoY), 영업이익 115억원(+1,156%YoY)으로 당사 추정치(116억원)와 컨센서스에 부합했다. 화장품 매출이 전분기(548억원) 대비 감소할 것으로 예상했으나 면세점 채널의 실적 호조로 QoQ 50억원 이상 증가한 것으로 추정된다. 화장품 사업부의 인력 충원 및 유통사 지급수수료 증가 영향으로 영업이익률이 더 크게 개선되진 못했을 것으로 예상하지만 기존의 패션사업과는 차별화된 이익 구조를 떠며 높은 ROE를 유지하고 있어 긍정적이다. 반면 7~8월 패션 사업 매출이 부진했을 것으로 판단되어 국내 패션 부문 이익은 BEP 수준을 예상하며, 투보이는 영업적자를 축소하는 추세로 4분기에는 흑자 전환을 전망한다.

**4Q18 실적 성장 강세 전망, 반면 중국 유통 규제 강화로 불확실성 증대:** 4Q18에도 화장품 면세점 채널의 매출 성장세가 강할 것으로 예상된다. 19년 1월 라이선스 규제 강화를 앞두고 선수요가 발생할 것으로 보이기 때문이며, 신규 브랜드 '연작'이 본격적으로 출점을 하고 있어 점진적으로 매출이 발생할 전망이다. 올해 백화점 3개 출점을 시작으로 내년에는 백화점과 면세점, 멀티매장 등으로 출점 목표하고 있고, 신세계그룹이 가지고 있는 유통채널 확장성과 브랜딩 역량이 연작을 더욱 돋보이게 할 것이라 기존의 판단은 변함이 없다. 다만 중국 전자상거래 규제 강화가 업종 전반에 걸쳐 성장성에 불확실성을 남기며, 패션사업의 저조한 성장세로 타겟 밸류에이션 조정이 필요해 보인다.

## Action

**업종 분위기 반영해 타겟 밸류에이션 하향:** 화장품 사업 추정치를 5% 상향 했으나 업종 추세를 반영해 목표 밸류에이션 수준을 글로벌 Peer와 동일하게 가정하는 것이 합리적으로 보인다. 목표주가를 245,000원으로 하향하며 신규 브랜드 확장 속도를 지켜보면서 투자 접근 할 것을 권고한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)		Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	62,100/235,500원	
<b>매출액</b>	1,021	1,103	1,288	1,415	1,547	KOSDAQ /KOSPI	694/2,093pt	
(증가율)	1.6	8.0	16.8	9.9	9.3	시가총액	11,460억원	
영업이익	27	25	65	87	109	60일-평균거래량	68,070	
(증가율)	35.6	-5.9	155.7	33.8	25.5	외국인지분율	7.4%	
자배주주순이익	17	24	52	72	92	60일-외국인지분율변동추이	+3.0%	
EPS	2,432	3,371	7,235	10,052	12,939	주요주주	신세계 외 3 인 65.2%	
PER (H/L)	43.2/25.1	23.8/16.4	22.2	16.0	12.4	(천원)	(pt)	
PBR (H/L)	1.6/0.9	1.2/0.8	2.1	1.9	1.6	신세계인터내셔날(최)		
EV/EBITDA (H/L)	17.6/12.9	14.6/12.0	14.0	11.6	9.6	KOSPI지수대비(우)		
영업이익률	2.6	2.3	5.1	6.2	7.1	주가상승률	1M 3M 12M	
ROE	3.7	5.0	10.0	12.5	14.2	절대기준	-18.9 -7.0 154.8	
						상대기준	-12.7 2.3 210.7	

도표 1. 신세계인터내셔날 연결 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E
연결매출	3,044	2,834	3,118	3,885	3,347	3,071	3,449	4,281	10,211	11,025	12,880	14,149
%YoY	11.8	18.3	16.0	20.6	10.0	8.4	10.6	10.2	1.6	8.0	16.8	9.9
영업이익	118	143	115	275	181	176	183	331	270	254	651	871
%of sales	3.9	5.0	3.7	7.1	5.4	5.7	5.3	7.7	2.6	2.3	5.1	6.2
%YoY	169.2	222.1	1,156.0	75.2	53.3	23.1	59.8	20.2	35.6	-5.9	155.7	33.8

자료: 신세계인터내셔날, DB금융투자

도표 2. 신세계인터내셔날 별도 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E
별도매출	2,253	2,551	2,823	3,359	2,939	2,772	3,140	3,724	8,938	9,607	10,986	12,575
%YoY	-4.7	20.9	17.0	23.5	30.5	8.7	11.2	10.9	1.0	7.5	14.4	14.5
해외브랜드	912	889	885	1,088	930	907	911	1,142	3,697	3,806	3,773	3,890
%YoY	-2.7	-0.1	-2.0	1.0	2.0	2.0	3.0	5.0	-5.6	2.9	-0.9	3.1
국내브랜드	891	608	842	981	846	602	851	1,000	3,394	3,869	3,323	3,300
%YoY	-10.2	-17.9	-16.5	-13.0	-5.0	-1.0	1.0	2.0	6.4	14.0	-14.1	-0.7
코스메틱	399	548	580	755	698	740	841	1,019	300	620	2,282	3,298
%YoY					75.0	35.0	45.0	35.0		106.7	268.1	44.5
리빙	451	506	517	535	464	523	537	562	1,846	1,931	2,008	2,087
%YoY	3.8	5.3	3.0	4.0	3.0	3.5	4.0	5.0	6.2	4.6	4.0	3.9

자료: 신세계인터내셔날, DB금융투자

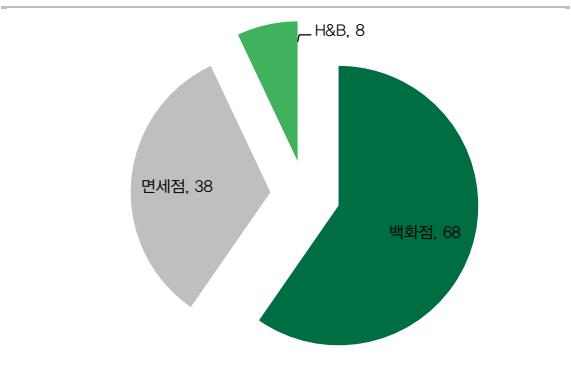
주: 3Q18 실적은 당사 추정치 기준으로 분기 보고서 확인 후 수정 예정

도표 3. 신규 기초 브랜드 '연작'



자료: 신세계인터내셔날, DB금융투자

도표 4. 화장품 브랜드 유통채널별 매장수



자료: 신세계인터내셔날, DB금융투자

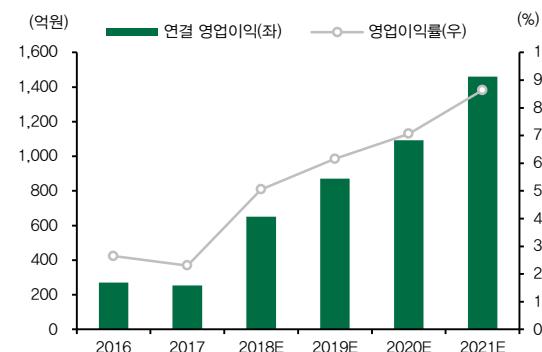
주: VIDMCI, DIPTYQUE, BYREDO, SANTA MARIA NOVELLA, LA PERLA, HOURGLASS 총 매장수, 2H18 말 기준

도표 5. 신세계인터내셔널 전사 매출 성장 추세



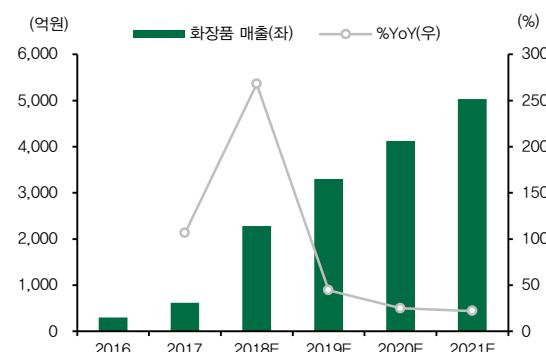
자료: 신세계인터내셔널, DB금융투자

도표 6. 신세계인터내셔널 영업이익률 개선 추세



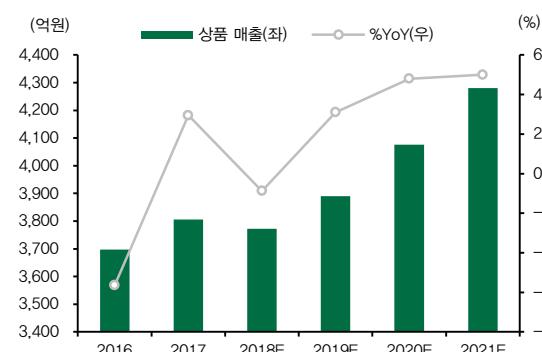
자료: 신세계인터내셔널, DB금융투자

도표 7. 화장품 사업 매출 고성장세 지속



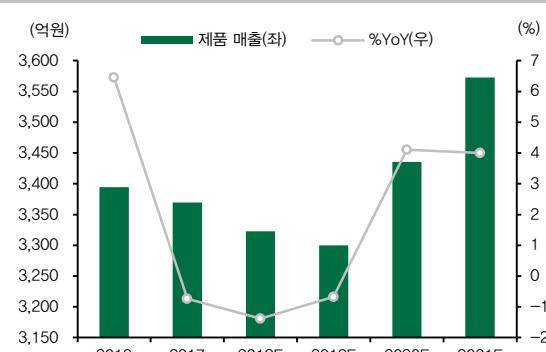
자료: 신세계인터내셔널, DB금융투자

도표 8. 해외 브랜드 매출 성장을 개선 전망



자료: 신세계인터내셔널, DB금융투자

도표 9. 국내 브랜드 매출 성장 저조



자료: 신세계인터내셔널, DB금융투자

도표 10. 라이프스타일 매출 저성장 기조 유지



자료: 신세계인터내셔널, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(상여원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	364	368	444	548	659
현금및현금성자산	17	3	16	76	143
매출채권및기타채권	117	134	144	159	174
재고자산	224	218	267	291	317
비유동자산	602	583	575	545	520
유형자산	351	332	330	305	284
무형자산	54	46	41	36	32
투자자산	115	123	123	123	123
자산총계	966	951	1,018	1,093	1,179
유동부채	329	304	324	332	330
매입채무및기타채무	118	86	107	114	113
단기应付 및 단기차입	108	98	98	98	98
유동성장기부채	95	106	106	106	106
비유동부채	159	151	151	151	151
사채및장기차입금	151	142	142	142	142
부채총계	488	455	475	483	481
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	121	121	121	121	121
이익잉여금	320	337	384	451	538
비자본주자분	2	2	2	2	2
자본총계	479	496	543	610	698

## 현금흐름표

12월 결산(상여원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	54	10	68	80	86
당기순이익	17	24	52	72	93
현금유동이없는비용및수익	52	64	73	66	67
유형및무형자산상각비	34	37	40	35	31
영업관련자산부채변동	-7	-62	-40	-34	-44
매출채권및기타채권의감소	-5	-16	-10	-15	-15
재고자산의감소	-18	-3	-49	-24	-25
매입채무및기타채무의증가	17	-21	21	8	-2
투자활동현금흐름	-33	-28	-42	-6	-5
CAPEX	-38	-33	-33	-5	-6
투자자산의순증	-14	-8	0	0	0
재무활동현금흐름	-14	4	-13	-14	-14
사채및차입금의증가	11	0	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4	-4	-4	-5	-5
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	6	-14	13	60	67
기초현금	10	17	3	16	76
기말현금	17	3	16	76	143

자료: 신세계인터내셔널, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(상여원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,021	1,103	1,288	1,415	1,547
매출원가	503	528	576	616	661
매출총이익	518	575	712	799	886
판관비	491	549	647	712	777
영업이익	27	25	65	87	109
EBITDA	61	63	105	122	140
영업외손익	-2	7	4	9	13
금융순익	-5	-3	-6	-2	-3
투자순익	8	9	9	10	15
기타영업외손익	-5	1	1	1	1
세전이익	25	32	68	96	123
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	24	52	72	93
자자주주지분순이익	17	24	52	72	92
비자자주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	17	22	52	72	93
증감률(%YoY)					
매출액	1.6	8.0	16.8	9.9	9.3
영업이익	35.6	-5.9	155.7	33.8	25.5
EPS	-17.8	38.6	114.6	38.9	28.7

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(% 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,432	3,371	7,235	10,052	12,939
BPS	66,769	69,236	75,770	85,123	97,362
DPS	600	600	700	700	700
Multiple(배)					
P/E	27.2	22.0	22.2	16.0	12.4
P/B	1.0	1.1	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	13.4	14.0	14.0	11.6	9.6
수익성(%)					
영업이익률	2.6	2.3	5.1	6.2	7.1
EBITDA마진	6.0	5.7	8.2	8.6	9.1
순이익률	1.7	2.2	4.0	5.1	6.0
ROE	3.7	5.0	10.0	12.5	14.2
ROA	1.9	2.5	5.3	6.8	8.2
ROI	2.9	3.0	7.5	9.6	12.0
안정성및기타					
부채비율(%)	101.9	91.6	87.5	79.2	69.0
이자보상배율(배)	3.3	2.9	7.5	10.1	12.6
배당성향(배)	24.5	17.7	9.6	6.9	5.4

자료: 신세계인터내셔널, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주주업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 별행주식수 변동 시 목표주기와 고리율은 수정주기를 기준으로 신출하고 있습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%), 중립(24.8%), 매도(0.0%)

## 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

## 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 신세계인터내셔널 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
18/04/09	Buy	135,000	-2.8	10/09			
18/05/11	Buy	200,000	-9.1	8/5			
18/09/12	Buy	280,000	-33.7	-15/9			
18/11/12	Buy	245,000	-	-			