



하나금융그룹

2019년 3월 6일 | Equity Research

신세계인터내셔날 (031430)

화장품 성장세가 무섭다

비디비치의 멈추지 않는 성장

비디비치의 견조한 우상향 매출 추세가 고무적이다. 춘절 전 성수기 시즌이었던 1월의 일 매출 추이가 현재까지 이어지고 있는 것으로 파악한다(비디비치 1월 매출액 215억원). 기존 인기 제품 스킨 일루미네이션과 페이셜 클렌징 폼을 기반으로 높아진 브랜드 인지도가 마스크팩, 립스틱까지 소비 상품군의 범위를 넓히고 있어 추세적 매출 성장이 가능해 보인다. 신세계 인터내셔널은 비디비치에 대한 2019년 목표 매출액을 1,500 억원으로 제시하고 있는데, 인기 상품군 확대와 더불어 2018년 말 런칭한 뉴오더(비디비치 세컨브랜드)의 초기 양호한 판매 수준을 감안 시 연간 목표 달성이 무리한 수준은 아니라는 판단이다. 비디비치 제품을 구매해가는 따이공들은 중국 현지 소비자로부터 선(先)주문을 받아 후(後)판매를 하는 구조이다. 확실한 소비자 수요를 기반으로 나타나는 매출 확대라는 점에서 중국 내 인기가 견조히 지속되고 있음을 확인할 수 있다 (중국 소비자가 웨이상을 통해 주문을 하고 따이공이 해당 물량만큼 면세점을 통해 구매해가는 형태). 두 번째 자체 브랜드 연작의 경우 신세계 명동 면세점에 정식 입점(2/2일)한 지 한 달이 채 되지 않아 브랜드의 시장 안착에 대한 낙관은 아직 이르다는 판단이나 비디비치 판매 초기와 같이 적극적인 왕홍 마케팅 진행이 예정되어 있다는 점과 2019년 연간 6개 점포(백화점+면세점) 신규 출점이 계획되어 있음을 고려 시 완만한 매출 증가를 기대해볼 수 있을 것으로 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 28.5만원으로 상향

투자의견 BUY 유지, 목표주가를 28.5만원으로 상향 조정한다 (<표4 참조). 목표주가는 12MF EPS에 화장품 사업부 Target PER 23배를 적용했으며 실적 추정치 또한 상향 조정했다(기타 사업부 Target PER 10배 유지). 화장품 부문 타겟 밸류에 이션 상향 근거(기존 20배)는 ①1~2월 면세점 채널 매출 양호한 개선세 지속, 미중 무역분쟁 우려 해소로 업종 평균 밸류에 이션 상승, ②비디비치 면세점 매출 뚜렷한 우상향 추세 확인에 따른 실적 가시성 확대에 기인한다. 현재 하나금융투자는 2019년 연작 매출 2백억원을 가정하나, 향후 브랜드 안착 속도에 따라 실적 추정치와 Target PER의 추가 상향 조정이 가능할 것이다. 주가 조정 시 매수를 권고한다.

Update

BUY

TP(12M): 285,000원(상향) | CP(3월5일): 241,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt) 2,179.23

52주 최고/최저(원) 241,500/83,000

시가총액(십억원) 1,724.3

시가총액비중(%) 0.14

발행주식수(천주) 7,140.0

60일 평균 거래량(천주) 52.1

60일 평균 거래대금(십억원) 10.2

18년 배당금(예상,원) 600

18년 배당수익률(예상,%) 0.31

외국인지분율(%) 7.03

주요주주 지분율(%)

신세계 외 3 인 65.15

국민연금 7.08

주가상승률 1M 6M 12M

절대 13.1 19.9 184.5

상대 14.4 26.0 210.0

Consensus Data

2018 2019

매출액(십억원) 1,265.9 1,394.5

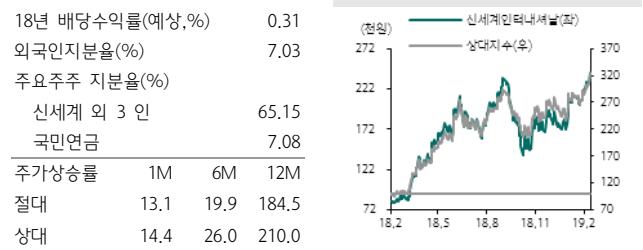
영업이익(십억원) 60.7 86.3

순이익(십억원) 50.9 72.4

EPS(원) 7,067 10,210

BPS(원) 75,604 85,726

Stock Price



Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	1,021.1	1,102.5	1,262.7	1,357.5	1,465.9
영업이익	십억원	27.0	25.4	55.5	84.1	104.8
세전이익	십억원	25.5	31.8	59.1	99.4	121.3
순이익	십억원	17.4	24.1	57.4	80.1	98.0
EPS	원	2,432	3,371	8,039	11,218	13,725
증감률	%	(17.8)	38.6	138.5	39.5	22.3
PER	배	27.22	21.98	24.19	21.53	17.59
PBR	배	0.99	1.07	2.54	2.77	2.41
EV/EBITDA	배	13.38	14.00	19.44	17.84	15.09
ROE	%	3.69	4.96	11.02	13.69	14.64
BPS	원	66,769	69,236	76,651	87,236	100,321
DPS	원	600	600	600	600	600



Analyst 허제나

02-3771-7375

jn.huh@hanafn.com

표 1. 신세계인터내셔날 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018년P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2019년F
매출	304	283	312	363	1,263	346	308	337	367	1,358
본사	265	255	284	315	1,119	307	278	309	310	1,204
해외패션	91	89	89	111	380	92	89	89	112	383
국내패션	89	61	86	85	320	92	62	88	66	308
화장품	40	55	57	70	221	77	74	76	75	303
라이프스타일	45	51	52	53	201	46	53	54	58	211
톰보이	40	28	27	49	144	40	29	28	54	151
풀풀아레	0	0	1	1	3	1	1	1	1	4
영업이익	12	14	11	18	56	17	18	17	32	84
본사	13	19	15	20	67	18	22	21	29	90
해외패션	3	3	1	3	10	1	3	2	3	10
국내패션	2	(0)	(0)	3	4	2	(1)	(0)	2	4
화장품	7	12	11	13	43	14	15	15	16	60
라이프스타일	1	4	4	4	13	2	5	4	5	16
톰보이	2	(1)	(2)	4	4	2	(0)	(2)	4	4
풀풀아레	(3)	(4)	(2)	(5)	(14)	(3)	(3)	(3)	(2)	(10)
세전이익	12	10	13	23	59	20	20	22	37	98
지배순이익	9	11	10	27	57	16	16	18	33	83
영업이익률(%)	3.9	5.0	3.7	4.9	4.4	5.1	6.0	4.9	8.6	6.2
본사	5.0	7.4	5.4	6.3	6.0	6.0	7.8	6.7	9.4	7.5
해외패션	2.8	3.2	1.3	2.8	2.5	0.9	3.9	2.7	3.1	2.7
국내패션	2.3	N/A	N/A	3.4	1.3	2.4	N/A	N/A	3.4	1.3
화장품	18.0	22.5	19.1	18.7	19.6	18.8	19.7	19.3	21.8	19.9
라이프스타일	3.0	8.2	6.9	6.7	6.3	4.3	9.4	6.7	9.1	7.5
톰보이	5.2	N/A	N/A	8.3	2.5	5.0	N/A	N/A	7.5	2.6
세전이익률(%)	4.1	3.7	4.3	6.3	4.7	5.8	6.5	6.4	10.0	7.2
순이익률(%)	3.0	3.8	3.1	7.6	4.5	4.7	5.3	5.3	9.0	6.1

주: 2017년 화장품 매출액 및 영업이익, 2018년 4분기 부문별 세부 실적은 하나금융투자 추정치

자료: 신세계인터내셔날, 하나금융투자

표 2. 신세계인터내셔날 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출	1,021	1,103	1,263	1,358	1,466
본사	894	961	1,119	1,204	1,302
해외패션	370	381	380	383	389
국내패션	339	324	319	308	318
화장품	-	63	219	303	373
라이프스타일	185	193	201	211	221
톰보이	128	144	144	151	161
풀푸아레	-	-	3	4	4
영업이익	27	25	56	84	105
본사	23	29	67	90	109
해외패션	9	6	9	10	12
국내패션	1	4	4	4	3
화장품	-	6	41	60	77
라이프스타일	13	14	13	16	17
톰보이	5	4	4	4	5
풀푸아레	-	(7)	(14)	(10)	(9)
세전이익	25	32	59	99	123
지배순익	17	24	57	80	98
적정시가총액	399	554	1,313	1,833	2,243
주식수(천주)	7,140	7,140	7,140	7,140	7,140
적정주가(원)	55,935	77,526	183,882	256,751	314,127
적정PER	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
EPS(원)	2,432	3,371	7,995	11,163	13,658
영업이익률(%)	2.6	2.3	4.4	6.2	7.2
본사	2.6	3.0	6.0	7.5	8.4
해외패션	2.5	1.6	2.3	2.7	3.0
국내패션	0.2	1.1	1.3	1.3	1.0
화장품	-	9.1	18.9	19.9	20.7
라이프스타일	7.0	7.1	6.3	7.5	7.7
톰보이	3.9	2.6	2.5	2.6	2.8
매출 (YoY, %)	1.6	8.0	14.5	7.5	8.0
본사	1.0	7.5	16.5	7.6	8.2
톰보이	10.8	12.5	(0.1)	4.8	6.8
영업이익 (YoY, %)	35.6	(5.9)	118.3	51.4	24.7
본사	34.1	26.7	132.0	33.9	21.3
톰보이	(2.9)	(24.7)	(5.3)	11.1	15.0
순이익 (YoY, %)	(17.8)	38.6	137.2	39.6	22.3

주: 2017년 화장품 부문 실적 및 2018년 4분기 사업부문별 실적 하나금융투자 추정치

자료: 신세계인터내셔날, 하나금융투자

표 3. 연작 출시 후 연도별 사업가치 및 적정 밸류에이션 수준 분석

(단위: 억원)

	2019F(출시 1년 차)	2020F	2021F	2022F
Case 1: 보수적 가정				
매출액	200	400	800	1,000
YoY		100	100	25
영업이익	(10)	40	160	250
영업이익률	-10	10	20	25
순이익	-	30	120	188
적정PER(배)	23.0	23.0	23.0	23.0
적정 사업가치	-	690	2,760	4,313
Case 2: 공격적 가정				
매출액	1,000	1,500	2,000	2,500
YoY		50	33	25
영업이익	(200)	150	400	625
영업이익률	-20	10	20	25
순이익	-	113	300	469
적정PER(배)	23.0	23.0	23.0	23.0
적정 사업가치	-	2,588	6,900	10,781

주1: 연작 출시는 2018년 10월이나, 비교 편의성을 위해 2019년 초 출시 가정. 출시 3년 차 비디비치와 마찬가지로 OPM 20% 달성 가정

주2: 법인세율 25%, 화장품 부문 적정PER 업종 평균 밸류에이션(23배) 적용

자료: 하나금융투자

표 4. 신세계인터내셔널 SoTP Valuation - 하나금융투자 목표주가: '가정 2' 반영

(단위: 십억원, %)

구분	2019F	2020F	비 고
화장품 부문 (A): 가정 1) 가정 2) 가정 3)			
	1,343	1,726 1,796 1,990	연작저회 기준+보수적연작 기준+공격적연작
1) 기존 화장품 순이익	57	73	
2) 연작 보수적 반영 순이익	-	3	2020년매출400억원가정
3) 연작 공격적 반영 순이익	-	11	2020년매출1,500억원가정
적정PER(배))	23	23	
비화장품 부문 (B)	239	256	하위/극히반작용사지분기지
비화장품 순이익	23	25	
적정PER(배))	10	10	
총 기업가치(A+B): 가정 1)		1,982	
총 기업가치(A+B): 가정 2)	1,583	2,053	
총 기업가치(A+B): 가정 3)		2,246	
주식수(천주)	7,140	7,140	
적정 주가 I (원): 가정 1)	223,846	277,603	
가정 2)	273,783	287,472	현재가치5%할인
가정 3)	299,631	314,613	
적정 주가 II (원): 가정 1)	237,285		-1.7%
가정 2)	285,205		18.3%(UpSide)
가정 3)	303,377		25.6%

주: 2019년 3월 5일 종가 기준

자료: 신세계인터내셔날, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액		1,021.1	1,102.5	1,262.7	1,357.5	1,465.9
매출원가		503.4	527.7	557.2	608.6	654.0
매출총이익		517.7	574.8	705.5	748.9	811.9
판관비		490.7	549.4	650.0	664.8	707.0
영업이익		27.0	25.4	55.5	84.1	104.8
금융수익		(4.8)	(3.2)	(3.5)	(1.0)	(1.5)
종속/관계기업손익		8.5	8.6	12.0	14.7	16.5
기타영업이익		(5.3)	0.9	(4.9)	1.6	1.5
세전이익		25.5	31.8	59.1	99.4	121.3
법인세		8.0	7.6	1.7	2.8	3.4
계속사업이익		17.5	24.1	57.4	96.6	118.0
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		17.5	24.1	57.4	80.1	98.0
비지배주주지분 순이익		0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
지배주주순이익		17.4	24.1	57.4	80.1	98.0
지배주주지분포괄이익		17.0	21.9	57.2	79.9	97.7
NOPAT		18.5	19.3	53.9	81.7	101.9
EBITDA		60.9	62.7	87.9	112.2	129.3
성장성(%)						
매출액증가율		1.6	8.0	14.5	7.5	8.0
NOPAT증가율		12.8	4.3	179.3	51.6	24.7
EBITDA증가율		18.7	3.0	40.2	27.6	15.2
영업이익증가율		35.7	(5.9)	118.5	51.5	24.6
(지배주주)순이익증가율		(17.5)	38.5	138.2	39.5	22.3
EPS증가율		(17.8)	38.6	138.5	39.5	22.3
수익성(%)						
매출총이익률		50.7	52.1	55.9	55.2	55.4
EBITDA이익률		6.0	5.7	7.0	8.3	8.8
영업이익률		2.6	2.3	4.4	6.2	7.1
계속사업이익률		1.7	2.2	4.5	7.1	8.0

투자지표

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,432	3,371	8,039	11,218	13,725
BPS	66,769	69,236	76,651	87,236	100,321
CFPS	9,686	12,388	13,910	18,893	21,498
EBITDAPS	8,526	8,787	12,315	15,715	18,109
SPS	143,014	154,418	176,842	190,128	205,308
DPS	600	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	27.2	22.0	24.2	21.5	17.6
PBR	1.0	1.1	2.5	2.8	2.4
PCFR	6.8	6.0	14.0	12.8	11.2
EV/EBITDA	13.4	14.0	19.4	17.8	15.1
PSR	0.5	0.5	1.1	1.3	1.2
재무비율(%)					
ROE	3.7	5.0	11.0	13.7	14.6
ROA	1.8	2.5	5.9	7.7	8.6
ROIC	2.9	3.0	8.3	12.4	15.4
부채비율	101.9	91.6	82.7	73.8	65.7
순부채비율	71.0	70.1	58.0	44.0	31.3
이자보상배율(배)	3.3	2.9	6.6	9.4	11.7

자료: 하나금융투자

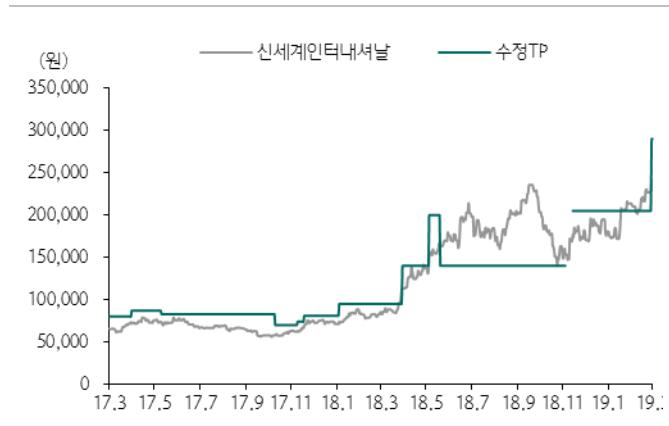
대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018P	2019F	2020F
유동자산		364.1	368.3	435.3	516.2	611.4
금융자산		18.5	10.4	25.5	68.8	120.8
현금성자산		16.8	3.2	17.2	59.9	111.1
매출채권 등		116.7	133.8	153.2	165.3	180.4
재고자산		224.2	218.3	250.0	275.0	302.5
기타유동자산		4.7	5.8	6.6	7.1	7.7
비유동자산		602.1	582.5	568.0	570.4	579.7
투자자산		114.6	123.1	140.9	171.5	205.2
금융자산		37.6	35.1	40.2	43.2	46.7
유형자산		351.4	332.0	304.5	280.6	259.8
무형자산		53.6	46.4	41.5	37.2	33.6
기타비유동자산		82.5	81.0	81.1	81.1	81.1
자산총계		966.2	950.9	1,003.3	1,086.6	1,191.0
유동부채		329.0	303.5	302.3	312.4	325.7
금융부채		203.2	210.9	197.0	199.7	204.4
매입채무 등		118.0	85.9	98.4	105.8	114.3
기타유동부채		7.8	6.7	6.9	6.9	7.0
비유동부채		158.7	151.2	151.7	149.1	146.5
금융부채		155.2	147.2	147.2	144.2	141.2
기타비유동부채		3.5	4.0	4.5	4.9	5.3
부채총계		487.7	454.7	454.0	461.5	472.2
지배주주지분		476.7	494.4	547.3	622.8	716.3
자본금		35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금		121.2	121.2	121.2	121.2	121.2
자본조정		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액		(0.3)	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금		320.2	337.3	390.2	465.8	559.2
비지배주주지분		1.8	1.8	2.0	2.3	2.5
자본총계		478.5	496.2	549.3	625.1	718.8
순금융부채		339.9	347.6	318.7	275.0	224.9

현금흐름표

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
영업활동 현금흐름					
당기순이익	53.5	10.4	51.1	78.6	88.1
조정	17.5	24.1	57.4	80.1	98.0
감가상각비	42.9	47.9	32.4	28.2	24.4
외환거래손익	33.8	37.3	32.4	28.2	24.5
지분법손익	3.4	(16.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(8.5)	(8.6)	0.0	0.0	0.0
영업활동	14.2	35.6	0.0	0.0	(0.1)
자산부채	(6.9)	(61.6)	(38.7)	(29.7)	(34.3)
투자활동 현금흐름					
투자자산감소(증가)	(32.6)	(27.8)	(18.9)	(31.2)	(34.4)
유형자산감소(증가)	(13.8)	(8.4)	(17.9)	(30.6)	(33.7)
기타	(37.5)	(21.3)	0.0	0.0	0.0
변동	18.7	1.9	(1.0)	(0.6)	(0.7)
재무활동 현금흐름					
금융부채증가(감소)	(14.5)	3.7	(18.2)	(4.6)	(2.5)
자본증가(감소)	10.9	(0.3)	(13.9)	(0.3)	1.8
기타재무활동	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	(21.0)	8.3	0.0	0.0	0.0
변동	(4.3)	(4.3)	(4.3)	(4.3)	(4.3)
현금의 증감	6.5	(13.6)	14.0	42.7	51.2
Unlevered CFO	69.2	88.5	99.3	134.9	153.5
Free Cash Flow	16.0	(22.3)	51.1	78.6	88.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

신세계인터내셔널



날짜	투자의견	목표주가	평균		최고/최저
			평균	최고/최저	
19.3.6	BUY	285,000			
18.11.20	BUY	205,000	-6.06%	12.44%	
18.11.20	담당자변경	205,000	-		
18.11.11	담당자변경		-	-	
18.5.26	BUY	140,000	32.25%	68.21%	
18.5.11	BUY	200,000	-20.81%	-16.50%	
18.4.5	BUY	140,000	-8.49%	1.07%	
18.1.10	BUY	95,000	-11.48%	17.37%	
17.11.24	BUY	81,000	-9.11%	-5.93%	
17.11.15	BUY	74,000	-12.32%	-9.46%	
17.10.16	BUY	70,000	-13.82%	-9.14%	
17.7.28	BUY	83,000	-18.62%	-5.30%	
17.5.16	Neutral	83,000	-14.43%	-5.30%	
17.4.6	BUY	87,000	-14.39%	-9.20%	

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.1%	7.4%	0.6%	100.1%

* 기준일: 2019년 3월 4일

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(어제나)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 03월 06일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(어제나)는 2019년 03월 06일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.