

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**

**전영현**

yj6752@sk.com  
02-3773-9181

## Company Data

자본금	36 십억원
발행주식수	714 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,375 십억원
주요주주	
(주)신세계(의2)	65.13%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	9.40%
배당수익률	0.40%

## Stock Data

주가(19/07/12)	192,500 원
KOSPI	2086.66 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	330,000 원
52주 최저가	140,000 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-20.1%	-19.3%
6개월	10.6%	10.0%
12개월	4.6%	14.6%

## 신세계인터내셔널 (031430/KS | 매수(유지) | T.P 270,000 원(하향))

### 화장품 원브랜드 리스크 부각

- 2 분기 매출액 3,000 억원(YoY +5.9%), 영업이익 176 억원(YoY +23.4%) 추정
- 매출액과 영업이익 모두 컨센서스 하회 전망
- 실적 하회의 주요 원인은 화장품 부문의 비디비치 성장을 둔화에 기인
- 국내 의류의 경우, 트래픽 감소에 의한 외형 축소로 고정비 부담이 증가하는 국면
- 투자의견 Buy 유지하나, 연간 실적 추정치 하향으로 목표주가는 270,000 원으로 하향

### 2 분기 영업이익 176 억원으로 컨센서스 하회 예상

2 분기 연결 매출액과 영업이익 각각 3,000 억원(YoY +5.9%)과 영업이익 176 억원(YoY +23.4%)을 추정한다. 예상보다 더딘 화장품 성장으로 영업이익 컨센서스 216 억원을 하회할 전망이다. 1) 화장품 매출액 774 억원(YoY +41.1%)과 영업이익 163 억원(YoY +32.7%)을 예상한다. 1 분기 723 억을 기록했던 비디비치 매출이 2 분기에는 481 억에 그칠 것으로 전망하는데, 이는 라이언 재고 조정과 경쟁 심화에 따른 소비자 수요 위축 영향이 겹쳐진 것으로 보인다. 수입 화장품의 경우, 판매는 견조했으나 할인 및 판촉 강화로 수익성은 다소 악화될 것으로 예상한다. 2) 해외 의류 매출은 YoY -2.9% 역성장과 영업이익률 2.7%를 예상한다. 달러 강세로 원가율이 상승하였고, 비수기에 접어들어 따라 할인이 강화되며 마진이 소폭 감소한 것으로 보인다. 3) 국내 의류 매출은 YoY -6.9% 감소와 소폭 적자를 전망한다. 국내 의류 매출의 약 40% 비중을 차지하고 있는 데이지가 오프라인 트래픽 감소로 매출액이 큰 폭 역신장 함에 따라 고정비 부담이 증가하고 있다. 4) 라이프스타일은 매출 YoY +3.4%와 영업이익률은 6.5%를 추정한다. 스타필드 등 대형몰 출점이 진행되고 있으나, 이마트 점포 매출이 부진한 상황이다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 270,000 원으로 하향

신세계인터내셔널에 대한 투자의견 Buy 를 유지하며, 화장품 부문 매출 하향 조정으로 목표주가는 270,000 원으로 하향한다. 실적 추정치 하향과 더불어 최근 주가 센터먼트가 좋지 않은 상황인데, 이는 YoY, QoQ 모두 고성장을 시현하며 가려져있던 동사의 원브랜드 리스크가 금번 실적으로 부각되었기 때문이다. 화장품 매출이 QoQ 로 감소했다는 사실보다 당초 예상보다 훨씬 이른 시점에 매출이 큰 폭 꺾였다는 점이 향후 브랜드 존립 여부에 대한 의구심을 자아내고 있다. 특히, 1) 동사의 국내 브랜드 인지도가 상대적으로 낮다는 점과 2) 분기별 실적 변동성이 크다는 점이 불확실성을 키우고 있다. 다만, 자체 브랜드 비디비치가 여전히 YoY 고성장을 지속하고 있고, 최근의 우려가 주가에 모두 반영되어 있는 현 시점에서는 밸류에이션에 큰 부담이 없다. 향후 안정적인 화장품 매출 개선세가 확인될 시, 기업가치 상승으로 이어질 전망이다.

## 영업실적 및 투자지표

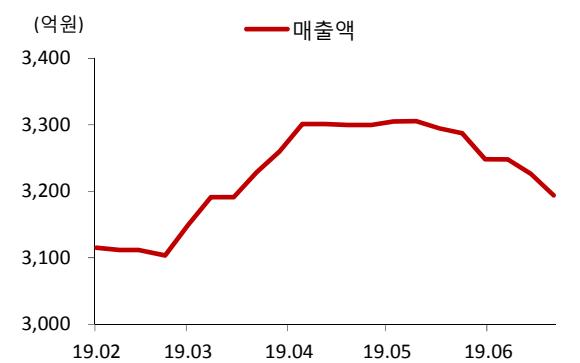
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	1,021	1,103	1,263	1,403	1,476	1,536
yoY %	%	1.6	8.0	14.5	11.1	5.2	4.1
영업이익	십억원	27	25	56	98	119	136
yoY %	%	35.6	-5.9	118.3	75.9	22.2	13.6
EBITDA	십억원	61	63	94	139	155	167
세전이익	십억원	25	32	59	102	126	142
순이익(자배주주)	십억원	17	24	57	81	101	113
영업이익률%	%	2.7	2.3	4.4	7.0	8.1	8.8
EBITDA%	%	6.0	5.7	7.4	9.9	10.5	10.9
순이익률	%	1.7	2.2	4.6	5.8	6.8	7.4
EPS	원	2,432	3,371	8,052	11,341	14,075	15,836
PER	배	27.2	22.0	24.2	16.3	13.1	11.7
PBR	배	1.0	1.1	2.6	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	배	13.4	14.0	18.0	11.2	9.4	8.0
ROE	%	3.7	5.0	11.1	14.1	15.5	15.1
순차입금 부채비율	십억원	340	348	288	223	113	-12
부채비율	%	101.9	91.6	80.3	92.4	82.4	73.8

## 신세계인터내셔날 2Q19 Preview

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	y-y %	q-q %	컨센서스	(단위: 십억원) 차이
매출액	304.4	283.4	311.8	363.1	365.9	300.0	5.9%	-18.0%	318.0	-5.7%
영업이익	11.8	14.3	11.5	17.9	29.2	17.6	23.4%	-39.7%	21.6	-18.6%
순이익	9.1	10.7	9.7	28.2	22.9	14.6	36.4%	-36.2%	17.1	-14.8%
OPM%	3.9%	5.0%	3.7%	4.9%	8.0%	5.9%	0.8%p	-2.1%p	6.8%	-0.9%p

자료: Quantwise, SK 증권

## 신세계인터내셔날 2Q19 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

## 신세계인터내셔날 2Q19 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

## 신세계인터내셔날 PER Valuation

	단위	12M Fwd NOPLAT	Multiple	Value	비고
<b>영업가치 (A)</b>	<b>십억원</b>			<b>1,913.1</b>	<b>(a1+a2+a3)</b>
Fashion (a1) (국내패션+해외패션)	십억원	10.8	13.4	145.3	국내 의류 peer 평균 12m fwd PER 적용
Cosmetics (a2) (비디비치+수입화장품)	십억원	684	23.7	1,621.4	국내 화장품 peer 평균 12m fwd PER 10% 할인 적용
Life Style (a3) (JAU)	십억원	9.0	16.2	146.4	글로벌 peer 평균 12m fwd PER을 10% 할인 적용
<b>지분가치 (B)</b>	<b>십억원</b>			<b>334.9</b>	<b>(b1+b2+b3)</b>
신세계사이먼(25%)	십억원	45.0	8.6	96.9	국내 유통업 평균 12m fwd PER 적용
몽클레르(49%)	십억원	18.0	26.7	235.8	몽클레어 12m fwd PER 적용
인터코스(50%)	십억원	4.4	2.2	9.9	1Q19 기준 장부가치지분율
<b>순현금(순차입금) (C)</b>	<b>십억원</b>			<b>-292.7</b>	<b>12m fwd 예상 순차입금</b>
<b>Total Value (D)</b>	<b>십억원</b>			<b>1,955.4</b>	<b>(A)+(B)+(C)</b>
Shares outstanding(000) (E)	천주	7,140.0			보통주 발행주식수 - 자기주식수
적정주가	원			<b>273,859</b>	<b>(D)/(E)</b>
목표주가	원			270,000	Upside +40.3%

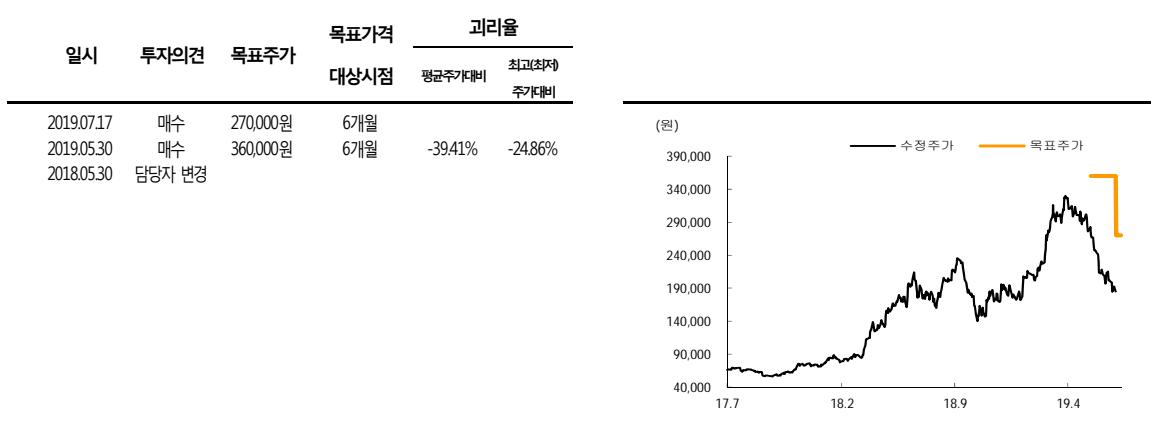
자료: Bloomberg, SK 증권

신세계인터내셔널 분기별 실적 추정											(단위: 십억원)	
		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales	매출액	304.4	283.4	311.8	363.1	365.9	300.0	330.3	406.4	1,262.7	1,402.7	1,475.5
	해외의류	91.2	88.9	89.0	106.3	85.8	86.3	88.6	108.4	375.4	369.1	374.1
	국내의류	89.1	60.8	85.6	87.3	90.4	56.6	80.5	85.9	322.8	313.4	320.6
	화장품	39.9	54.8	56.8	70.5	103.2	77.4	79.3	105.6	221.9	365.4	403.0
	라이프스타일	45.1	50.6	52.4	52.6	48.0	52.3	53.8	56.1	200.6	210.1	223.7
	톰보이	39.6	28.4	27.5	46.2	38.0	27.0	26.1	48.5	141.7	139.5	145.1
	풀푸아레	0.0	0.0	1.4	0.6	1.1	0.6	1.5	1.7	2.0	4.9	7.7
	연결 조정	-0.5	-0.2	0.6	0.3	0.6	-0.2	0.6	0.3	0.2	5.1	9.0
y-y %	매출액	11.9%	18.3%	16.0%	12.7%	20.2%	5.9%	5.9%	11.9%	14.5%	11.1%	5.2%
	해외의류	-2.7%	-0.1%	-14%	-13%	-5.9%	-2.9%	-0.4%	1.9%	-1.4%	-1.7%	1.4%
	국내의류	-10.2%	-17.9%	-15.1%	-22.6%	1.5%	-6.9%	-6.0%	-1.6%	-16.6%	-2.9%	2.3%
	화장품	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	158.6%	41.1%	39.7%	49.9%	0.0%	64.6%	10.3%
	라이프스타일	3.8%	5.3%	4.4%	2.2%	6.5%	3.4%	2.7%	6.6%	3.9%	4.7%	6.5%
	톰보이	6.2%	-0.8%	-1.7%	-8.8%	-4.2%	-5.0%	-5.0%	5.0%	-1.9%	-1.5%	4.0%
GP	매출총이익	161.5	164.4	166.5	211.0	217.2	179.7	184.7	248.2	703.4	829.9	889.9
GPM %	매출총이익률	53.1%	58.0%	53.4%	58.1%	59.4%	59.9%	55.9%	61.1%	55.7%	59.2%	60.3%
OP	영업이익	11.8	14.3	11.5	17.9	29.2	17.6	18.5	32.4	55.5	97.7	119.3
	영업이익 y-y %	169.1%	222.1%	1161.5%	14.2%	146.4%	23.4%	60.8%	80.9%	118.2%	75.9%	22.2%
	영업이익률 %	3.9%	5.0%	3.7%	4.9%	8.0%	5.9%	5.6%	8.0%	4.4%	7.0%	8.1%
	해외의류	2.6	2.9	1.2	2.3	2.2	2.4	1.1	2.7	8.9	8.4	9.3
	국내의류	2.1	-0.4	-0.3	2.4	2.4	-0.6	-0.3	2.7	3.7	4.2	4.6
	화장품	7.2	12.3	10.8	13.3	24.1	16.3	16.6	22.9	43.7	80.0	89.4
	라이프스타일	1.3	4.1	3.6	2.5	0.9	3.4	3.0	2.8	11.6	10.1	13.3
	톰보이	2.0	0.6	0.0	2.9	2.1	-0.5	0.4	2.7	5.5	4.6	7.3
	풀푸아레	-3.1	-3.8	-2.1	-4.6	-2.2	-3.3	-1.6	-1.0	-13.5	-8.1	-3.5
	연결 조정	-0.3	-1.5	-1.7	-0.9	-0.3	-0.1	-0.8	-0.3	-4.4	-1.5	-1.1
OPM %	해외의류	2.8%	3.2%	1.3%	2.1%	2.6%	2.7%	1.3%	2.5%	24%	23%	2.5%
	국내의류	2.3%	-0.7%	-0.3%	2.7%	2.7%	-1.0%	-0.3%	3.1%	1.1%	14%	1.4%
	화장품	18.0%	22.5%	19.1%	18.9%	23.3%	21.1%	21.0%	21.7%	19.7%	21.9%	22.2%
	라이프스타일	3.0%	8.2%	6.9%	4.8%	1.9%	6.5%	5.5%	5.0%	5.8%	4.8%	5.9%
	톰보이	5.2%	2.0%	0.0%	6.3%	5.5%	-2.0%	1.5%	5.5%	3.9%	3.3%	5.0%

자료: 신세계인터내셔널, SK 증권

신세계인터내셔널 회장품 부문 분기별 실적 추정										(단위: 십억원)	
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>39.9</b>	<b>54.8</b>	<b>56.8</b>	<b>70.5</b>	<b>103.2</b>	<b>77.4</b>	<b>79.3</b>	<b>105.6</b>	<b>222</b>	<b>365</b>	<b>403</b>
비디비치 매출액	25.5	37.6	30.6	36.6	73.2	48.1	47.5	66.0	130	235	261
수입브랜드 매출액	14.4	17.2	26.1	33.3	28.4	27.5	29.8	36.2	91	122	130
연작 매출액				0.5	1.5	1.7	2.0	3.5	1	9	12
<b>y-y %</b>	<b>251.9%</b>	<b>278.3%</b>	<b>260.4%</b>	<b>229.0%</b>	<b>158.6%</b>	<b>41.1%</b>	<b>39.7%</b>	<b>49.9%</b>	<b>252%</b>	<b>65%</b>	<b>10%</b>
비디비치 y-y %	2695.5%	938.0%	412.1%	280.2%	186.8%	28.0%	55.0%	80.0%	547%	80%	11%
수입브랜드 y-y %	37.8%	58.4%	167.4%	182.9%	97.8%	60.0%	14.0%	8.5%	112%	34%	7%
연작 y-y %								600.0%		1640%	38%
<b>회장품 전사 매출 기여도 %</b>	<b>13.1%</b>	<b>19.3%</b>	<b>18.2%</b>	<b>19.4%</b>	<b>28.2%</b>	<b>25.8%</b>	<b>24.0%</b>	<b>26.0%</b>	<b>18%</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>
비디비치 비중 %	64%	69%	54%	52%	71%	62%	60%	62%	59%	64%	65%
수입브랜드 비중 %	36%	31%	46%	47%	28%	36%	38%	34%	41%	33%	32%
연작 비중 %					1%	1%	2%	3%	3%	0%	2%
<b>OP</b>	<b>7.2</b>	<b>12.3</b>	<b>10.8</b>	<b>13.3</b>	<b>24.1</b>	<b>16.3</b>	<b>16.6</b>	<b>22.9</b>	<b>44</b>	<b>80</b>	<b>89</b>
<b>YoY %</b>	<b>2427%</b>	<b>2061%</b>	<b>443%</b>	<b>368%</b>	<b>234%</b>	<b>33%</b>	<b>54%</b>	<b>72%</b>	<b>666.4%</b>	<b>83.0%</b>	<b>11.8%</b>
비디비치	4.7	8.0	6.6	7.6	17.6	10.5	100	14.8	27	53	59
수입브랜드	2.5	4.3	4.3	5.7	6.5	5.8	6.7	8.0	17	27	30
연작				0.0	0	0.0	0.0	0.0	0	0	0
<b>회장품 전사 이익 기여도 %</b>	<b>61%</b>	<b>86%</b>	<b>94%</b>	<b>74%</b>	<b>82%</b>	<b>93%</b>	<b>90%</b>	<b>71%</b>	<b>78.7%</b>	<b>81.9%</b>	<b>74.9%</b>
비디비치 비중 %	66%	65%	61%	57%	73%	64%	60%	65%	61.5	66.1	66.1
수입브랜드 비중 %	34%	35%	39%	43%	27%	36%	40%	35%	38.5	33.8	33.8
연작 비중 %				-15%	0%	1%	0%	0%	0.0	0.1	0.1
<b>OPM %</b>	<b>18.0%</b>	<b>22.5%</b>	<b>19.1%</b>	<b>18.9%</b>	<b>23.3%</b>	<b>21.1%</b>	<b>21.0%</b>	<b>21.7%</b>	<b>19.7%</b>	<b>21.9%</b>	<b>22.2%</b>
비디비치 OPM	18.5%	21.2%	21.4%	20.8%	24.0%	21.8%	21.0%	22.5%	20.6%	22.5%	22.7%
수입브랜드 OPM	17.2%	25.2%	16.4%	17.2%	22.8%	21.2%	22.4%	22.2%	18.5%	22.2%	23.2%
연작 OPM				-4.0%	0.0%	0.1%	0.5%	1.0%	-4.0%	0.5%	1.0%

자료 신세계인터내셔널, SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 7월 17일 기준)

매수	90.98%	증립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	368	404	615	748	892
현금및현금성자산	3	12	178	287	412
매출채권및기타채권	134	139	155	164	171
재고자산	218	236	264	279	290
<b>비유동자산</b>	583	579	551	524	502
장기금융자산	0	2	4	4	4
유형자산	332	328	305	275	250
무형자산	46	43	43	44	45
<b>자산총계</b>	951	982	1,166	1,273	1,394
<b>유동부채</b>	304	246	260	270	277
단기금융부채	211	123	121	121	121
매입채무 및 기타채무	64	79	89	94	98
단기충당부채	0	1	3	5	6
<b>비유동부채</b>	151	191	299	305	315
장기금융부채	147	186	287	287	287
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	2	4	5	7
<b>부채총계</b>	455	438	560	575	592
<b>지배주주지분</b>	494	543	604	696	800
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	121	120	120	120	120
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	337	389	453	547	654
<b>비자본주주지분</b>	2	2	2	2	3
<b>자본총계</b>	496	545	606	698	802
<b>부채와자본총계</b>	951	982	1,166	1,273	1,394

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	22	114	208	126	139
당기순이익(순실)	24	58	81	101	113
비현금성항목등	64	55	55	55	54
유형자산감가상각비	32	32	35	30	25
무형자산상각비	6	6	6	6	6
기타	36	14	-3	1	5
운전자본감소(증가)	-58	-14	73	-14	-9
매출채권및기타채권의 감소증가)	-16	-4	-12	-9	-7
재고자산감소(증가)	-3	-21	-22	-15	-11
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-21	12	13	5	4
기타	-18	-1	94	5	5
법인세납부	-8	16	-1	-15	-19
<b>투자활동현금흐름</b>	-31	-42	-16	0	4
금융자산감소(증가)	-7	-1	0	0	0
유형자산감소(증가)	-21	-26	-10	0	0
무형자산감소(증가)	1	-5	-7	-7	-7
기타	-4	-10	1	7	10
<b>재무활동현금흐름</b>	-5	-63	-27	-17	-17
단기금융부채증가(감소)	-82	-121	-4	0	0
장기금융부채증가(감소)	90	97	-13	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	4	4	-6	-6	-6
기타	-9	-35	-10	-11	-11
<b>현금의 증가(감소)</b>	-14	9	165	109	125
<b>기초현금</b>	17	3	12	178	287
<b>기말현금</b>	3	12	178	287	412
<b>FCF</b>	-12	67	67	106	118

자료 : 신세계인터내셔널 SK증권

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	1,103	1,263	1,403	1,476	1,536
<b>매출원가</b>	528	559	573	586	598
<b>매출총이익</b>	575	703	830	890	938
매출총이익률 (%)	52.1	55.7	59.2	60.3	61.1
<b>판매비와관리비</b>	549	648	732	771	803
영업이익	25	56	98	119	136
영업이익률 (%)	2.3	4.4	7.0	8.1	8.8
비영업손익	6	3	4	7	7
<b>순금융비용</b>	8	8	8	4	1
외환관련손익	21	-6	-1	-1	-1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	9	11	12	12	12
세전계속사업이익	32	59	102	126	142
세전계속사업이익률 (%)	2.9	4.7	7.3	8.6	9.3
계속사업법인세	8	1	21	26	29
<b>계속사업이익</b>	24	58	81	101	113
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	24	58	81	101	113
<b>순이익률 (%)</b>	2.2	4.6	5.8	6.8	7.4
<b>지배주주</b>	24	57	81	101	113
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	21.8	4.55	5.77	6.81	7.36
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	22	54	78	98	110
<b>지배주주</b>	22	54	78	98	110
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	63	94	139	155	167

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	8.0	14.5	11.1	5.2	4.1
영업이익	-5.9	118.3	75.9	22.2	13.6
세전계속사업이익	24.8	85.4	72.9	24.0	12.7
EBITDA	3.1	49.2	48.1	12.1	7.4
EPS(계속사업)	38.6	138.9	40.9	24.1	12.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	50	11.1	14.1	15.5	15.1
ROA	2.5	6.0	7.6	8.3	8.5
EBITDA/마진	5.7	7.4	9.9	10.5	10.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	121.4	164.0	236.1	277.4	321.8
부채비율	91.6	80.3	92.4	82.4	73.8
순차입금/자기자본	70.1	53.0	36.8	16.3	-1.5
EBITDA/이자비용(배)	7.3	11.5	13.3	14.4	15.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,371	8,052	11,341	14,075	15,836
BPS	69,236	76,024	84,579	97,409	112,000
CFPS	8,595	13,389	17,077	19,118	20,208
주당 현금배당금	600	850	850	850	850
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	23.4	29.3	29.1	23.5	20.8
PER(최저)	16.6	8.8	15.2	12.2	10.9
PBR(최고)	1.1	3.1	3.9	3.4	3.0
PBR(최저)	0.8	0.9	2.0	1.8	1.5
PCR	8.6	14.5	10.8	9.7	9.2
EV/EBITDA(최고)	14.6	21.1	18.7	16.0	14.2
EV/EBITDA(최저)	12.0	8.6	10.6	8.8	7.4