

2020. 10. 5



▲ 화장품/섬유업

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

RA **정은수**
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **210,000 원**

현재주가 (9.29) **152,000 원**

상승여력 **38.2%**

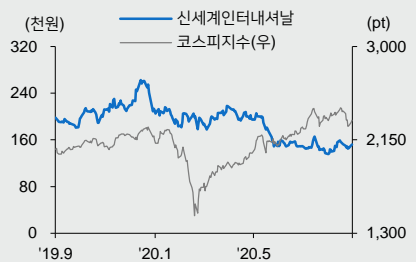
KOSPI	2,327.89pt
시가총액	10,853억원
발행주식수	714만주
유동주식비율	39.07%
외국인비중	4.71%
52주 최고/최저가	262,500원/135,500원
평균거래대금	83.9억원

주요주주(%)

신세계 외 3인	60.93
국민연금공단	13.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.4	-22.1	-24.6
상대주가	12.6	-42.5	-33.6

주가그래프



신세계인터넷내셔널 031430

3Q20 Preview: 나아지고 있다

- ✓ 3Q20P: 매출액 3,308억원(-8.1% YoY; 이하 YoY), 영업이익 61억원(-67.8%)
- ✓ ① 화장품: 비디비치 개선(+117% QoQ) + 수입 브랜드 견조
- ✓ ② 의류: 국내의류(-17.0%) 성과 저조 → 적자 지속(-36억원)
- ✓ ③ 생활용품: 출점 확대 및 오프라인 트래픽 감소로 비용 부담 증가
- ✓ 포트폴리오 다각화 통한 구조적 성장 기대 유효, 매수 접근 추천

3Q20P 마진 축소 불가피

신세계인터넷내셔널은 2020년 3분기 매출액 3,308억원(-8.1% YoY; 이하 YoY), 영업이익 61억원(-67.8%), 순이익 95억원(-56.8%)을 기록할 것으로 예상된다. 고마진 화장품과 고비용 패션의 매출 감소로 인해 이익 폭이 크겠다.

[화장품] 매출액과 영업이익으로 각각 784억원(-14.3%), 97억원(-46.4%)을 추산한다. 비디비치(408억원, +117% QoQ) 월매출이 100억원대를 되찾은 것으로 파악된다 (월평균 매출액: 2Q20 63억원 → 3Q20E 136억원). 수입 브랜드(355억원)와 연착(21억원)은 직전분기와 유사하겠다.

[의류] 매출액 1,913억원(-8.4%), 영업손실 36억원(적지)을 추정한다. 자체 브랜드 부진(-17.0%; 통보이 합산 기준)이 수입 브랜드(+2.6%) 호조를 희석시키겠다.

[생활용품] 매출액과 영업이익으로 각각 610억원(+2.3%), 4억원(-84.9%)을 예상한다. 출점 확대 및 오프라인 트래픽 감소로 인한 고정비 부담 증가를 감안했다.

투자 의견 Buy(유지) 및 적정주가 210,000원(하향) 제시

신세계인터넷내셔널에 대한 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 210,000원으로 -12% 하향한다. ① 자회사 신세계인터넷코스코리아 매각에 따른 지분가치 축소를 반영하였고, ② 국내의류 사업(국내의류 + 통보이)을 가치 산정에서 제외하였다. 브랜드 효율화 성과가 손익 개선으로 이어지는 시점, 재반영 가능하겠다.

포트폴리오 다각화를 통한 구조적 성장에의 기대는 유효한 바, 매수 접근을 추천한다. 수입 추가(1Q21E '스위스퍼펙션' 연결 편입, 1H21E '에르메스' 라인업 확장) 및 신규 출시(4Q20E 중저가 '로이비', 2Q21E 초고가 토탈 브랜드)가 예고되고 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,262.7	55.5	57.5	8,052	138.9	76,024	24.2	2.6	17.9	11.1	80.3
2019	1,425.0	84.5	74.0	10,361	28.3	83,650	21.2	2.6	13.9	13.0	88.4
2020E	1,323.8	33.2	50.7	7,095	-31.5	88,528	21.4	1.7	15.6	8.2	81.4
2021E	1,423.4	64.2	65.6	9,185	29.4	96,613	16.5	1.6	12.6	9.9	69.4
2022E	1,498.8	84.8	82.5	11,551	25.8	106,964	13.2	1.4	10.2	11.3	55.6

표1 신세계인터내셔널 3Q20 실적 Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	330.8	360.0	-8.1	287.2	15.2	340.2	-2.8
영업이익	6.1	19.1	-68.1	-2.5	-344.0	8.1	-24.7
지배순이익	9.5	22.1	-57.0	16.3	-41.7	7.5	26.7
영업이익률(%)	1.8	5.3	-3.5	-0.9	2.7	2.4	-0.5

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표2 신세계인터내셔널 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		Consensus	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	1,323.8	1,423.4	1,327.9	1,444.9	-0.3	-1.5	1,347.8	1,466.3
영업이익	33.2	64.2	35.6	70.4	-6.7	-8.8	37.4	76.6
순이익	50.7	65.6	49.8	66.6	1.8	-1.5	45.2	67.5

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표3 신세계인터내셔널 적정주가 산정

(십억원, 원, 배, %)	NOPLAT/NI	Target PER	적정가치	비고
영업가치 (A)			1,321	(A1)+(A2)+(A3)
화장품 (A2)			995	
화장품 제조 판매	화장품	32.7	30	995 글로벌 화장품 Peer 평균 PER 적용
의류 (A1)			284	
해외브랜드 사입 판매	해외패션	17.5	16	284 글로벌 럭셔리 peer 평균 PER에 40% 할인 적용
자체브랜드 제조 판매	국내패션+통보이	-	-	- 적자 지속, 가치 산정 제거
생활용품 (A3)			42	
생활용품 제조 판매	자주	2.9	15	42 일본 생활용품 Peer 평균 PER에 20% 할인 적용
지분가치 (B)			207	
신세계사이먼	자문수수료 및 지분법수익	18.9	10	190 국내 유통 Peer 평균 PER 적용
셀린신세계	지분법수익	1.0	16	16 글로벌 럭셔리 peer 평균 PER에 40% 할인 적용
순부채 (C)			76	
순부채			76	2Q20 장부가 기준, Banker's Usance 단기 차입금 제외
적정 시가총액 (D)			1,528	(A)+(B)-(C)
주식 수 (E)			7,140	
적정주가 (원)			210,000	(D)/(E)
현재주가 (원)			152,000	
상승여력 (%)			38.2	
12개월 선행 EPS (원)			7,998	
12개월 선행 Implied PER (배)			26.3	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

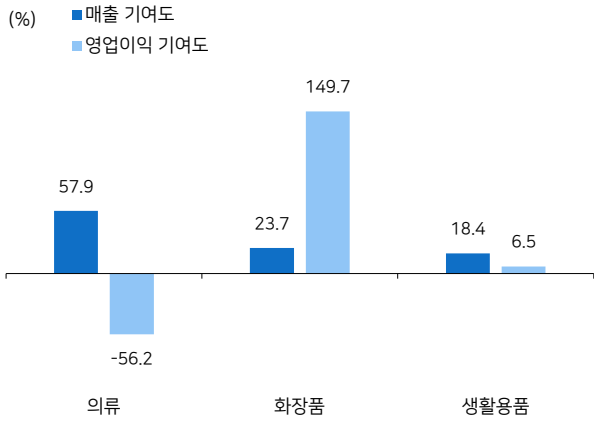
(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	365.9	301.7	360.0	397.4	323.4	287.2	330.8	382.5	1,425.0	1,323.8	1,423.4
해외의류	85.8	88.1	91.8	114.5	79.1	97.0	94.2	119.1	380.3	389.4	408.1
국내의류	90.4	58.1	89.1	79.2	74.7	50.5	70.4	70.5	316.9	266.2	260.8
화장품	103.2	76.6	91.5	96.8	91.7	56.3	78.4	85.1	368.0	311.5	379.1
생활용품	48.0	51.5	59.6	58.3	47.6	57.9	61.0	60.6	217.3	227.1	238.5
툼보이	37.9	27.3	27.9	48.8	30.5	25.5	26.8	47.2	142.0	129.9	136.8
영업이익	29.2	14.6	19.1	21.7	12.0	-2.5	6.1	17.7	84.5	33.2	64.2
영업이익률	8.0	4.8	5.3	5.5	3.7	-0.9	1.9	4.6	5.9	2.5	4.5
해외의류	2.2	3.4	1.4	7.9	2.4	5.3	3.5	8.6	14.9	19.8	22.1
국내의류	2.4	-1.7	-0.7	-3.3	-1.8	-4.3	-5.4	-4.7	-3.3	-16.2	-11.2
화장품	24.1	12.8	18.1	13.5	15.4	-1.8	9.7	8.9	68.4	32.1	46.0
생활용품	0.9	2.1	2.8	1.0	-1.2	0.4	0.4	0.5	6.8	0.1	4.4
툼보이	2.1	-0.2	-1.1	4.1	0.6	-0.3	-1.7	3.2	5.0	1.8	4.0
순이익	22.8	10.2	22.1	18.9	4.7	16.3	9.5	20.2	74.0	50.7	65.6
순이익률	6.2	3.4	6.1	4.8	1.4	5.7	2.9	5.3	5.2	3.8	4.6
(% YoY)											
매출액	20.2	6.5	15.5	9.4	-11.6	-4.8	-8.1	-3.8	12.9	-7.1	7.5
해외의류	-5.9	-0.9	3.2	7.7	-7.8	10.1	2.6	4.0	1.3	2.4	4.8
국내의류	1.5	-4.4	4.1	-9.2	-17.3	-13.2	-21.0	-10.9	-1.8	-16.0	-2.0
화장품	158.6	39.7	61.1	37.3	-11.1	-26.5	-14.3	-12.1	65.8	-15.4	21.7
생활용품	6.5	1.7	13.8	10.8	-0.8	12.5	2.3	4.0	8.3	4.5	5.0
툼보이	-4.2	-4.0	1.8	6.5	-19.5	-6.7	-4.2	-3.4	0.5	-8.5	5.3
영업이익	146.4	2.2	66.0	20.8	-59.0	적전	-67.8	-18.6	52.1	-60.7	93.2
해외의류	-14.2	16.4	25.2	249.0	10.9	58.3	139.6	9.0	67.9	33.1	11.9
국내의류	16.9	-317.2	-150.3	적전	적전	-147.6	-634.5	-43.4	적전	-385.0	31.0
화장품	234.2	3.6	66.6	1.5	-36.0	적전	-46.4	-34.1	56.6	-53.0	42.9
생활용품	-31.9	-49.4	-22.1	-61.3	적전	-81.1	-84.9	-50.7	-41.5	-99.2	7,729.4
툼보이	1.8	75.9	-2.6	84.2	-73.2	-72.8	-55.3	-23.5	93.2	-64.1	121.8
순이익	152.8	-6.4	126.4	-32.1	-79.5	60.2	-56.8	6.6	28.7	-31.5	29.4

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	103.2	76.6	91.5	96.8	91.7	56.3	78.4	85.1	221.9	368.0	311.5	379.1
비디비치	72.6	46.4	57.6	52.6	45.0	18.8	40.8	42.1	123.0	229.2	146.7	168.6
수입브랜드	29.5	30.1	33.8	38.7	44.3	35.3	35.5	39.3	98.5	132.0	154.4	194.5
연작	1.1	0.1	0.1	5.5	2.4	2.2	2.1	3.4	0.5	6.8	10.1	14.1
로이비	-	-	-	-	-	-	0.0	0.3	-	-	0.3	1.9
(% YoY)												
매출액	158.6	39.7	61.1	37.3	-11.1	-26.5	-14.3	-12.1	252.3	65.8	-15.4	21.7
비디비치	184.1	54.0	87.9	43.6	-38.0	-59.5	-29.1	-20.0	510.0	86.4	-36.0	15.0
수입브랜드	105.4	21.9	29.4	16.0	50.2	17.5	5.0	1.7	129.8	34.1	17.0	26.0
연작	-	-	-	1,000.0	115.0	2,100.0	2,034.0	-38.8	-	1,260.0	48.0	40.0

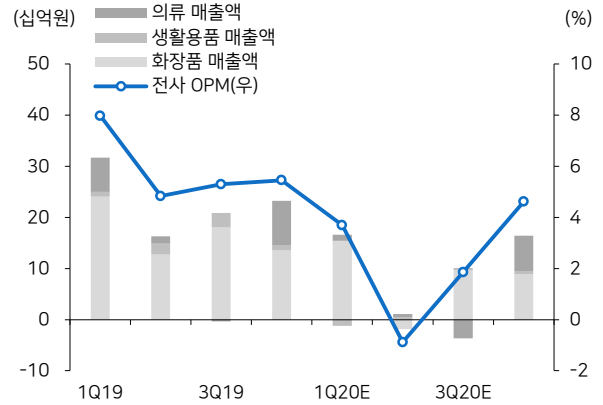
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림1 신세계인터내셔널 부문별 실적 기여도 (3Q20E)



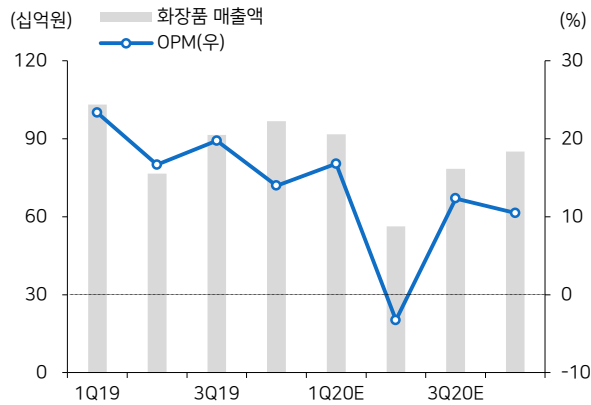
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림2 신세계인터내셔널 부문별 매출액



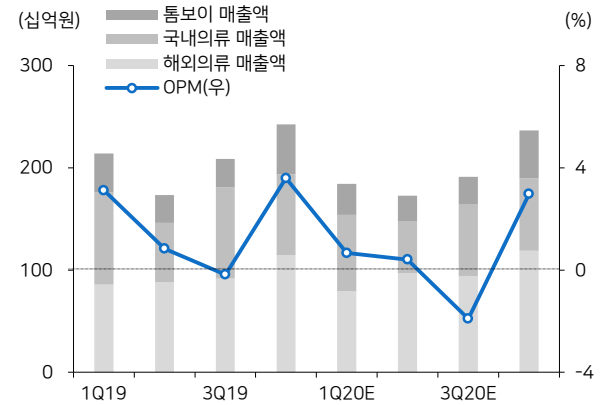
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신세계인터내셔널 화장품 부문 실적



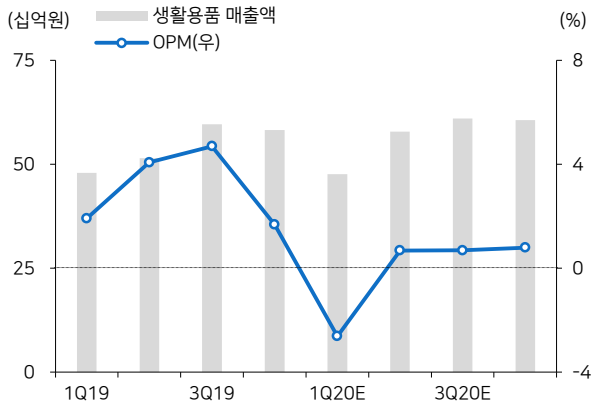
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림4 신세계인터내셔널 의류 부문 실적



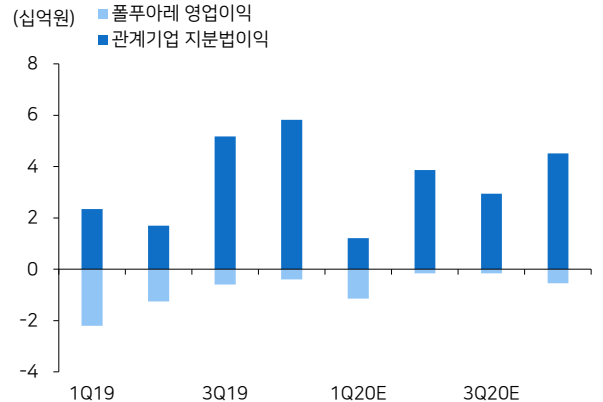
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신세계인터내셔널 생활용품 부문 실적



자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림6 신세계인터내셔널 자회사 이익 추이



자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

신세계인터내셔널 (031430)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,262.7	1,425.0	1,323.8	1,423.4	1,498.8
매출액증가율 (%)	14.5	12.9	-7.1	7.5	5.3
매출원가	559.2	588.1	571.8	595.2	617.4
매출총이익	703.4	836.9	752.0	828.2	881.4
판매관리비	647.9	752.4	718.8	764.0	796.6
영업이익	55.5	84.5	33.2	64.2	84.8
영업이익률	4.4	5.9	2.5	4.5	5.7
금융손익	-6.6	-8.0	-0.3	1.7	1.6
중속/관계기업손익	11.0	15.0	12.5	13.6	14.0
기타영업외손익	-0.9	8.9	15.7	2.6	2.7
세전계속사업이익	58.9	100.4	61.1	82.0	103.1
법인세비용	1.2	26.4	10.4	16.4	20.6
당기순이익	57.7	74.0	50.7	65.6	82.5
지배주주지분 순이익	57.5	74.0	50.7	65.6	82.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	106.7	103.0	50.2	102.0	118.1
당기순이익(손실)	57.7	74.0	50.7	65.6	82.5
유형자산상각비	32.4	49.6	54.7	43.2	41.7
무형자산상각비	5.8	6.1	5.0	4.2	4.5
운전자본의 증감	-15.0	-26.1	-39.1	-11.0	-10.6
투자활동 현금흐름	-42.1	-25.3	8.9	-51.0	-42.8
유형자산의증가(CAPEX)	-26.5	-36.4	-20.8	-40.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-16.9	-14.2	-9.2	-5.0	-5.7
재무활동 현금흐름	-55.3	-85.5	-52.5	-48.6	-66.8
차입금의 증감	-51.6	74.3	-8.7	-40.7	-58.9
자본의 증가	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	9.2	-7.7	6.7	2.4	8.6
기초현금	3.2	12.4	4.7	11.4	13.8
기말현금	12.4	4.7	11.4	13.8	22.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	403.7	436.3	460.7	478.8	501.6
현금및현금성자산	12.4	4.7	11.4	13.8	22.4
매출채권	101.9	106.1	108.2	110.4	112.6
재고자산	235.8	263.4	276.6	287.7	297.7
비유동자산	578.8	692.6	689.6	693.1	689.7
유형자산	328.3	328.2	281.4	278.2	266.5
무형자산	43.3	46.8	46.5	48.3	50.8
투자자산	140.0	154.2	163.4	168.4	174.2
자산총계	982.5	1,128.9	1,150.2	1,171.9	1,191.3
유동부채	246.2	292.3	309.5	290.7	255.2
매입채무	42.6	45.2	44.3	46.5	48.9
단기차입금	60.9	55.2	37.2	29.2	0.0
유동성장기부채	61.2	84.6	127.9	116.9	108.9
비유동부채	191.5	237.3	206.5	189.4	170.2
사채	163.0	103.6	39.2	20.2	0.0
장기차입금	20.0	0.0	19.0	19.0	19.0
부채총계	437.6	529.6	516.1	480.0	425.4
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	119.8	119.8	119.8	119.8	119.8
기타포괄이익누계액	-1.5	-1.6	-1.4	-1.4	-1.4
이익잉여금	388.9	443.4	478.0	535.7	609.6
비지배주주지분	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1
자본총계	544.8	599.3	634.2	691.9	765.8

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	176,842	199,580	185,401	199,349	209,917
EPS(지배주주)	8,052	10,361	7,095	9,185	11,551
CFPS	15,844	20,647	15,995	19,171	21,759
EBITDAPS	13,114	19,629	13,008	15,630	18,345
BPS	76,024	83,650	88,528	96,613	106,964
DPS	850	1,100	1,100	1,100	1,200
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.7	0.7	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	24.2	21.2	21.4	16.5	13.2
PCR	12.3	10.6	9.5	7.9	7.0
PSR	1.1	1.1	0.8	0.8	0.7
PBR	2.6	2.6	1.7	1.6	1.4
EBITDA	93.6	140.2	92.9	111.6	131.0
EV/EBITDA	17.9	13.9	15.6	12.6	10.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.1	13.0	8.2	9.9	11.3
EBITDA 이익률	7.4	9.8	7.0	7.8	8.7
부채비율	80.3	88.4	81.4	69.4	55.6
금융비용부담률	0.6	0.7	0.8	0.6	0.5
이자보상배율(x)	6.8	8.0	3.2	7.2	11.1
매출채권회전율(x)	12.0	13.7	12.4	13.0	13.4
재고자산회전율(x)	5.6	5.7	4.9	5.0	5.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

신세계인터내셔널 (031430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.19	산업분석	Buy	240,000	양지혜	-21.4	-8.5	
2019.02.21	산업브리프	Buy	270,000	양지혜	4.4	22.2	
2019.04.16	기업브리프	Buy	400,000	양지혜	-37.2	-18.3	
2019.07.24	기업브리프	Buy	250,000	양지혜	-25.6	-14.2	
2019.11.13	산업분석	Buy	280,000	양지혜	-24.2	-17.7	
2019.12.31				담당자 변경			
2020.04.22	산업분석	Buy	280,000	하누리	-32.0	-22.0	
2020.07.06	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-37.7	-31.0	
2020.10.05	기업브리프	Buy	210,000	하누리	-	-	