

신세계인터내셔널(031430)

높은 브랜드 MD, 강한 실적 턴어라운드

실적 턴어라운드 본격화

신세계인터내셔널은 신세계그룹 계열사로 높은 브랜드 소싱 능력과 신세계 그룹의 캡티브 유통망을 핵심 경쟁력으로 확보하고 있다. 2021년 강한 실적 턴어라운드 국면이 예상된다. i) 소비회복으로 주요 판매 채널인 백화점 판매가 빠르게 반등하고 있고, 의류 소비도 가파른 회복세다. ii) 해외 패션브랜드 부문 안정적인 매출 성장세와 국내 의류 및 화장품 부문 실적 회복세로 향후 2년간(2021~2023) 매출은 연평균 7%, 영업이익은 29% 증가할 전망이다.

1분기 영업이익 YoY 44% 증가 전망

1분기 연결 매출은 3,368억원(YoY 4%), 영업이익은 172억원(YoY 44%) 수준으로 추정한다. 해외패션 부문 매출이 YoY 20% 신장하며 실적 개선을 견인할 전망이다. 백화점 회복세와 명품 브랜드 수요 증가에 따른 수혜가 예상된다. 반면, 국내패션 부문 매출은 보브/툼보이 등 여성 브랜드의 실적 부진 영향 YoY -5%에 머물 전망이다. 화장품 부문 매출은 럭셔리 수입 화장품 고성장과 비디비치 매출 회복으로 YoY 4% 증가할 것으로 예상된다. 해외패션 부문 이익 기여도가 높을 것으로 추정되며, 라이프스타일 부문은 작년 구조조정 효과로 영업손실 폭이 크게 축소될 것으로 보인다. 이에 따라 전체 영업이익률은 5.1%(YoY + 1.4%p)까지 상승할 것으로 추정한다. 2021년 연결 매출과 영업이익 각각 전년 대비 8%, 117% 증가한 1조 4,360억원과 733억원 수준이 가능할 전망이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 250,000원 제시

신세계인터내셔널에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 250,000원으로 커버리지를 개시한다. i) 소비심리가 빠르게 회복되는 가운데, ii) 신세계 그룹 캡티브 유통망을 기반으로, iii) 글로벌 브랜드 선호 현상에 따른 해외 패션/화장품 사업 확대가 기대되며, iv) 국내 패션과 화장품 부문 회복으로 높은 실적 모멘텀이 예상된다. 점진적인 면세점 채널 정상화는 추가적인 실적 개선 요인이다. 현재 주가 12MF PER 20.4배로 높은 브랜드 MD 능력에 기반한 실적 턴어라운드 가능성에 주목할 필요가 있다. 비중확대가 유효한 시기다.

Initiation

BUY

| TP(12M): 250,000원 | CP(4월5일): 205,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,120.83
52주 최고/최저(원)	218,500/135,500
시가총액(십억원)	1,467.3
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	7,140.0
60일 평균 거래량(천주)	85.4
60일 평균 거래대금(십억원)	16.1
21년 배당금(예상, 원)	1,100
21년 배당수익률(예상, %)	0.53
외국인지분율(%)	3.69
주요주주 지분율(%)	
신세계 외 3인	54.08
국민연금공단	11.09
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.7 34.8 15.4
상대	(2.3) 1.8 (36.2)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	1,454.1	1,606.2
영업이익(십억원)	70.4	98.1
순이익(십억원)	62.4	82.9
EPS(원)	8,771	11,614
BPS(원)	96,460	106,689

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,425.0	1,325.5	1,435.8	1,526.8	1,633.8
영업이익	십억원	84.5	33.8	73.3	103.2	122.0
세전이익	십억원	100.4	53.0	84.0	116.0	135.9
순이익	십억원	74.0	50.9	63.8	88.1	103.2
EPS	원	10,361	7,131	8,929	12,341	14,450
증감율	%	28.68	(31.17)	25.21	38.21	17.09
PER	배	21.19	22.65	23.01	16.65	14.22
PBR	배	2.62	1.80	2.11	1.89	1.69
EV/EBITDA	배	13.86	15.38	13.67	11.09	9.74
ROE	%	12.98	8.24	9.56	11.99	12.54
BPS	원	83,650	89,514	97,343	108,584	121,934
DPS	원	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100



Analyst 서현정
02-3771-7552
hjs0214@hanafn.com

Analyst 박종대
02-3771-8554
forsword@hanafn.com

CONTENTS

1. 투자 의견 및 Valuation	3
1) 투자 의견 BUY, 목표주가 250,000원 제시	3
2) Valuation	3
2. 1Q21 및 2021년 전망	5
1) 1분기 연결 기준 매출 YoY 4%, 영업이익 44% 성장 전망	5
2) 2020년 연결 기준 매출 YoY 8%, 영업이익 117% 증가 전망	5
3. 기업 개요: 국내 최대 수입 브랜드 MD 업체	8
4. 투자포인트: 경기 회복/캡티브 채널/럭셔리 트렌드	10
1) 경기 회복되면 내구재→옷 산다	10
1-1) 양호한 소비지표	10
1-2) 한번도 어겨본 적이 없는 약속: 백화점 → 의류	11
2) 캡티브 채널 확보	13
2-1) 플랫폼 경쟁 우위 확보	13
2-2) '국내 대표 온라인 럭셔리 플랫폼'이 되다	15
3) 해외 럭셔리브랜드 소비확대 최대 수혜	17
4) 국내 의류와 화장품 기저효과	18
4-1) 국내 의류, 효율화 작업을 통한 손실 폭 축소 기대	18
4-2) 화장품, 면세 채널 회복시 실적 턴어라운드 확대	19
5. 실적 추정	21
1) 해외패션	21
2) 국내패션	22
3) 화장품	23
4) 생활용품(AJU)	24
5) 기타 자회사 및 관계회사	24
6) 매출원가	25
7) 판매관리비	25
6. 영업외손익 주요 변수	27
1) 환율 영향: 원화 강세 수혜	27
2) 신세계사이먼 배당금	27
7. 리스크 요인	28
1) 의류소비 둔화	28
2) MD브랜드 계약 종료에 대한 우려	28
3) 해외직구 증가에 따른 매출 둔화 우려	28
8. 추가 기회 요인	29
브랜드 '보아레'의 성공적인 안착 여부	29

1. 투자 의견 및 Valuation

1) 투자 의견 BUY, 목표주가 250,000원 제시

투자 의견 BUY, 목표주가 25만원으로
커버리지 신규 개시

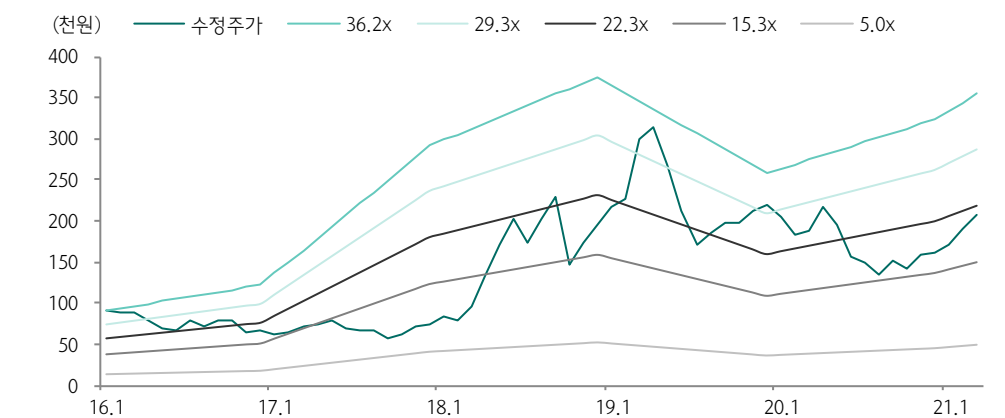
신세계인터내셔널(이하 신세계인터)에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 250,000원으로 커버리지를 개시한다. 매크로에서 마이크로까지 바닥은 벗어났다고 판단한다. 국내 소비심리와 경기가 회복되면서 주요 판매 채널 중 하나인 백화점 기존점 성장률이 반등하고 있다. 이에 따라 코로나19에 가장 많은 타격을 받았던 의류 소비도 회복의 모습을 보이고 있다. 소비가 빠르게 돌아서고 있는 가운데 신세계인터의 실적 턴어라운드가 기대된다. i) 캡티브 유통망을 통한 높은 실적 가시성을 확보하고 있으며, ii) 해외브랜드의 안정적인 실적 개선세가 지속되고 있고, iii) 국내 패션 및 화장품 부문 수익성 개선 효과가 기대되기 때문이다. 현재 주가는 이러한 실적 개선 기대감이 선반영되어 YTD 27% 상승하였다. 1분기 실적 발표 이후 실적 개선 여력이 높아지면서 추가적인 주가 모멘텀이 기대된다.

2) Valuation

목표주가 250,000은 SOTP 방식을 통해 산출하였다. 화장품 부문과 비화장품 부문 적정 PER를 통해 산출된 영업가치와 신세계사이먼 지분가치를 합산해 기업가치를 구하였다. 화장품 부문 적정 PER은 화장품 업종 평균 PER 23배를 적용하였다. 해외패션은 의류 업체 평균 대비 50% 프리미엄을 준 15배를 적용하였다. 캡티브 유통망과 높은 브랜드 인지도 기반 안정적인 성장세를 이어나갈 것으로 기대되기 때문이다. 국내패션과 라이프스타일은 각각 업종 평균인 PER 10배를 적용하였다. 두 사업부문은 당분간 영업적자가 지속될 것으로 예상되기 때문에 전체 기업가치의 할인 요인이다. 신세계사이먼 부문 적정 PER은 프리미엄 아웃렛의 견조한 성장세를 감안하여 유통 업종 평균 대비 할증한 15배를 적용하였다.

그림 1. 신세계인터내셔널 12MF PER band

현재 주가는 12MF PER 20.4배로
평균 22.3배를 하회하고 있음



자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

표 1. 신세계인터내셔널 SoTP Valuation

(단위: 십억원, 배)

구분	항목	2021F	2022F	비고
영업가치(A)		1,145	1,589	
①화장품 부문				
코스메틱	수정순익	39	55	영업이익+기타 영업외손익-법인세
	적정PER	23	23	화장품 업종 평균 Multiple 적용
	적정영업가치	886	1,275	
②비화장품 부문				
해외패션	수정순익	21	21	
	적정PER	15	15	인지도 높은 해외브랜드 프리미엄 적용
	적정영업가치	318	316	
국내패션	수정순익	-4	-3	영업손실 반영
	적정PER	10	10	업종 평균 Multiple
	적정영업가치	-40	-29	할인요인
라이프스타일	수정순익	-2	3	2021년 영업손실 반영
	적정PER	10	10	업종 평균 Multiple
	적정영업가치	-19	28	할인요인
지분가치(B)		519	545	지분율 25%
신세계사이먼	순이익	138	145	
	적정PER	15	15	프리미엄 아웃렛 건조한 성장세
총 기업가치(A+B)		1,664	2,134	
주식수(천주)		7,140	7,140	
적정주가(원)		233,022	298,932	
목표주가(원)		250,000		연도별 시간 가중치 적용
현재주가		205,500		4/5 주가
괴리율(%)		22%		

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

2. 1Q21 및 2021년 전망

1) 1분기 연결 기준 매출 YoY 4%, 영업이익 44% 성장 전망

1분기 영업이익 전년동기대비
44% 증가한 172억원 전망

신세계인터의 1분기 연결 기준 매출은 3,368억원(YoY 4%), 영업이익은 172억원(YoY 44%) 수준을 전망한다. ① 해외패션 부문 매출이 YoY 20% 신장하며 실적 개선을 견인할 전망이다. 백화점 회복세와 더불어 명품 브랜드 수요 증가에 따른 수혜가 예상되기 때문이다. ② 반면, 백화점 의류 소비 회복에도 불구하고 국내패션 부문 매출은 보브/툼보이 등 여성 브랜드의 실적 부진 영향 YoY -5% 역신장이 불가피할 전망이다. ③ 화장품 부문 매출은 럭셔리 수입 화장품의 고성장과 비디비치의 안정적인 매출(월 매출 130억원 수준 유지) 성장세 기반 YoY 4% 증가할 것으로 예상된다. 해외패션 부문은 높은 매출 성장 덕분에 이익 기여도가 높을 것으로 기대되며, 라이프스타일 부문은 작년 구조조정 효과로 고정비 부담이 완화되며 영업 손실 폭이 크게 축소될 것으로 보인다. 이에 따라 전체 영업이익률은 5.1%(YoY + 1.4%p)까지 상승할 것으로 추정한다.

2) 2020년 연결 기준 매출 YoY 8%, 영업이익 117% 증가 전망

2021년은 실적 턴어라운드의
원년이 될 전망,
2021년 영업이익 YoY 117%
고성장세 기대

2021년 연결 기준 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 8%, 117% 증가한 1조 4,358억원과 733억원으로 추정한다. 해외 패션 부문 매출은 2021년 4,217억원(YoY 7%) 규모로 추정한다. 전방 산업(백화점)의 가파른 매출 회복세와 고가 해외 브랜드 선호현상은 우호적인 사업 환경이다. 올해 8월에는 신세계 대전점 신규 출점이 예정되어 있는 만큼, 입점 매장 증가에 따른 추가적인 외형 성장이 기대된다.

국내 패션 부문 2021년 매출은 2,660억원(YoY 2%) 수준으로 전망한다. 의미 있는 매출 회복을 기대하긴 어렵지만, 전년도 낮은 베이스와 브랜드별 채널 구조조정 및 포트폴리오 전략 수정 효과가 기대된다.

화장품 부문 매출은 면세 채널 전년도 기저효과 만으로도 YoY 21% 성장이 가능할 전망이다. 백신 접종률 상승에 따른 글로벌 여행 재개 가능성은 면세점 채널 회복 가능성을 높이는 요인이 될 수 있다. 브랜드 인지도를 높이고 있는 수입화장품 사업의 견조한 외형성장이 예상되며, 자체브랜드 추가 런칭을 통한 중장기 성장 여력이 기대된다. ‘스위스퍼펙션’과 ‘뽀아레’를 신규 전개하고 있는데, 하반기 의미 있는 규모의 매출이 가시화 될 경우 실적 추정 상향 및 리레이팅 근거가 될 수 있다.

라이프스타일 부문 2021년 매출은 2,347억원(YoY 4%)을 기록할 전망이다. 올해는 공격적인 매장 확대는 마무리 짓고, 기존 매장들의 효율화에 주력할 계획이다.

i) 소비심리가 빠르게 회복되는 환경에서 ii) 글로벌 브랜드 선호현상에 따른 해외 패션/화장품 사업 확대 효과가 기대되며, iii) 국내 패션과 화장품 부문이 증익 구간에 진입하여 실적 가시성이 높다. 높은 브랜드 MD 능력에 기반한 실적 턴어라운드 가능성에 주목할 필요가 있다. 점진적인 면세점 채널 정상화는 추가적인 실적 개선 요인이다. 비중확대가 유효한 시기다.

표 2. 신세계인터내셔널 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021년F
매출	323	287	334	381	1,325	337	321	360	418	1,436
해외패션	79	97	95	123	394	95	98	99	129	422
국내패션	75	50	73	64	262	71	50	76	69	266
라이프스타일	48	58	61	59	225	49	57	64	65	235
화장품	92	56	85	100	333	95	94	99	115	403
자회사(통보이)	32	28	24	42	127	31	26	25	44	126
영업이익	12	-3	7	17	34	17	12	15	29	73
해외패션	2	5	6	13	26	9	5	5	9	28
국내패션	-2	-4	-4	-4	-14	-1	-1	-1	-1	-4
라이프스타일	-1	0	-2	-2	-5	0	0	0	-1	-2
화장품	15	-2	10	10	33	10	9	12	23	54
자회사(통보이)	-1	-2	-4	1	-6	0	-1	-1	-1	-2
세전이익	9	14	8	22	53	20	14	17	32	84
지배순익	5	16	5	25	51	15	11	13	25	64
영업이익률(%)	3.7	-0.9	2.1	4.6	2.5	5.1	3.7	4.1	7.1	5.1
해외패션	3.1	5.5	5.8	10.4	6.6	9.5	5.0	5.5	6.9	6.7
국내패션	-2.4	-8.6	-5.1	-6.0	-5.2	-1.5	-2.0	-1.5	-1.1	-1.5
라이프스타일	-2.6	0.7	-3.2	-3.3	-2.1	-1.0	-0.5	-0.5	-1.2	-0.8
화장품	16.8	-3.3	11.2	10.0	10.0	10.0	10.0	12.0	20.0	13.4
자회사(통보이)	-4.2	-6.3	-14.7	1.7	-4.7	1.4	-3.7	-3.5	-1.4	-1.6
세전이익률(%)	2.8	4.8	2.3	5.9	4.0	5.9	4.5	4.8	7.8	5.8
순이익률(%)	1.4	5.7	1.5	6.5	3.8	4.5	3.4	3.7	5.9	4.4
매출액(YoY,%)	-11.6	-4.8	-7.3	-4.1	-7.0	4.2	11.9	7.7	9.7	8.3
해외패션	-7.8	10.1	3.7	7.2	3.6	20.0	1.0	4.5	5.3	7.0
국내패션	-17.3	-13.2	-18.1	-19.3	-17.3	-5.0	-1.0	4.0	8.4	1.5
라이프스타일	-0.8	12.5	1.8	1.7	3.7	3.0	-1.0	5.0	9.1	4.1
화장품	-11.1	-26.5	-6.7	3.0	-9.5	3.8	66.4	16.0	15.4	21.0
자회사(통보이)	-18.1	-1.2	-14.1	-14.9	-13.0	-4.9	-3.9	3.8	3.3	-0.2
영업이익(YoY,%)	-59.0	적전	-63.4	-19.8	-60.0	43.7	흑전	112.4	69.6	117.0
해외패션	10.9	58.3	296.1	61.5	75.5	270.7	-7.8	-1.3	-30.3	8.7
국내패션	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
라이프스타일	적전	-81.1	적전	적전	적전	적지	적전	적지	적지	적지
화장품	-36.0	적전	-46.8	-26.0	-51.5	-38.2	흑전	24.2	129.9	62.3
자회사(통보이)	적전	적지	적지	-74.5	적지	흑전	적지	적지	적전	적지
세전이익(YoY,%)	-70.3	-5.3	-72.9	-17.1	-47.2	121.7	3.5	123.6	44.4	58.4
순이익(YoY,%)	-79.6	60.4	-76.7	31.1	-31.1	222.5	-33.2	156.8	-0.8	25.2

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

표 3. 신세계인터내셔널 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출	1,425	1,325	1,436	1,527	1,634
해외패션	380	394	422	439	456
국내패션	317	262	266	263	260
라이프스타일	217	225	235	245	256
화장품	368	333	403	468	547
자회사(툼보이)	146	127	126	128	130
영업이익	84	34	73	103	122
해외패션	15	26	28	28	29
국내패션	-3	-14	-4	-3	-2
라이프스타일	7	-5	-2	4	5
화장품	68	33	54	75	91
자회사(툼보이)	-2	-6	-2	0	0
세전이익	100	53	84	116	136
당기순이익	74	51	64	88	103
지배순익	74	51	64	88	103
적정시가총액	1,410	1,552	1,707	1,877	2,065
주식수(천주)	7,140	7,140	7,140	7,140	7,140
적정주가(원)	197,547	217,302	239,032	262,936	289,229
적정PER	19	30	27	21	20
EPS(원)	10,364	7,137	8,936	12,351	14,461
영업이익률(%)	5.9	2.5	5.1	6.8	7.5
해외패션	3.9	6.6	6.7	6.4	6.4
국내패션	-1.0	-5.2	-1.5	-1.1	-0.8
라이프스타일	3.1	-2.1	-0.8	1.5	1.8
화장품	18.6	10.0	13.4	16.0	16.6
자회사(툼보이)	-1.6	-4.7	-1.6	0.3	0.2
매출 (YoY,%)	12.9	-7.0	8.3	6.3	7.0
해외패션	1.3	3.6	7.0	4.0	4.0
국내패션	-1.8	-17.3	1.5	-1.3	-0.9
라이프스타일	8.3	3.7	4.1	4.5	4.5
화장품	65.8	-9.5	21.0	16.2	16.8
자회사(툼보이)	1.3	-13.0	-0.2	1.5	1.6
영업이익(YoY,%)	52.2	-60.0	117.0	40.8	18.3
당기순이익(YoY,%)	28.3	-31.1	25.2	38.2	17.1

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

3. 기업 개요: 국내 최대 수입 브랜드 MD 업체

해외/국내패션부문, 화장품,
라이프스타일(자주)
총 4개의 사업부로 구성

신세계인터는 국내 최대 규모의 유통 그룹인 신세계 그룹의 계열사로서 해외 유명브랜드를 국내에 직수입하여 독점적으로 유통시키는 해외패션부문과 자체 브랜드 상품을 기획, 생산, 유통하는 국내패션부문 사업을 전개하고 있다. 해외패션부문은 세계적으로 유명한 약 40여 개 브랜드(엠포리오 아르마니, 쉐린, 끌로에, 브루넬로 쿠치넬리, 제이린드버그, 메종 마르지엘라, 크롬하츠 등) 380여개 매장을 통해 사업을 전개하고 있다.

국내패션부문은 여성캐주얼 브랜드 VOV(보브), G-CUT(지컷)과 라이선스 브랜드 JUICY COUTURE를 전개하고 있으며, 이마트 PL 브랜드인 Daiz(데이즈)를 기획, 제조 업무를 수행하고 있다. 2010년에는 이마트로부터 '자주'를 인수해 생활용품 사업도 전개하고 있다. 2012년에는 '비디비치'를 인수하면서 화장품으로 사업영역으로 확장했다. 자체 제작 브랜드인 '비디비치'와 '윤작'을 백화점과 면세점을 위주로 130여개의 매장을 통해 전개하고 있다. 2014년부터는 유명 해외 화장품 브랜드(딕티크, 바이레도, 산타마리아노벨라, 아워글라스)도 수입해 유통하고 있다.

영업이익 측면 화장품 비중 81%
압도적

2020년 말 기준 총 976개 유통망을 확보하고 있으며, 유통채널별 매출비중은 백화점이 40%로 가장 높고, 대형마트 28%, 면세점 16%, 직영점 등 기타가 15% 이다. 종속회사 신세계토보이를 통해 자체 브랜드인 토보이 의류 제작 및 판매사업을 전개하고 있으며, 관계회사 신세계사이먼(지분율 25%)에서 지분법 이익과 배당금을 수취하고 있다. 부문별 매출 비중은 해외패션 32%, 국내패션 22%, 라이프스타일 19%, 코스메틱 27% (2020년 별도 기준)이다.

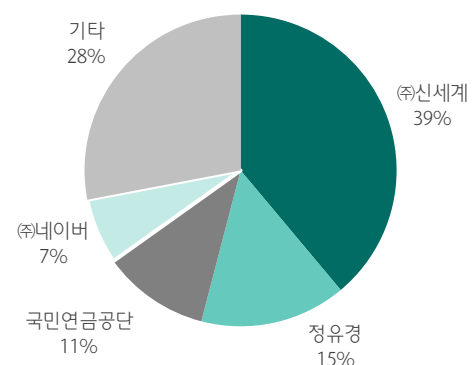
부문별 영업이익 비중은 화장품이 81%로 가장 크다. 화장품 부문은 2018년부터 '비디비치' 매출이 면세점 채널에서 가파르게 성장하기 시작하면서 매출 비중이 27%까지 상승했으며, 영업이익 기여도 역시 2017년 22%에서 2020년 81%까지 상승했다.

표 4. 신세계인터내셔널: 주요 연혁

연혁	내용
1996	(주)신세계인터내셔널 법인 설립
1998	VOV 인수
2007	G-CUT 인수
2010	이마트로부터 '자연주의' 인수
2011	KOSPI 상장
2012	비디비치 지분 인수
2016	SI 빌리지 오픈, 비디비치 흡수합병
2018	중국 및 베트남 현지법인 설립

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

그림 2. 신세계인터내셔널: 주주 현황



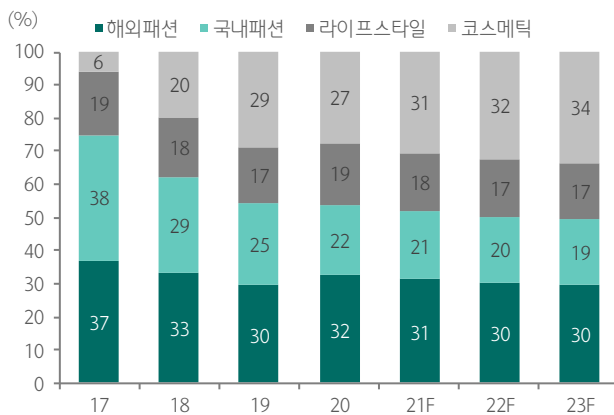
자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

표 5. 신세계인터내셔널 기업 개요

사업부		사업내용	브랜드	유통망
해외패션 부문		해외 유명 브랜드를 국내에 직수입하여 독점 유통	엠포리오 아르마니, 디젤, GAP, 글로에, Brunello Cucinelli, 셀린, UGG 등 40여개	백화점, 전문점, 상설점
국내패션 부문		자체 의류 브랜드 기획, 생산 및 판매	보브, 지컷, 데이즈, 톰보이, 디자인유나이티드, 10MONTH	백화점, 전문점, 상설점
생활용품 부문		토탈라이프스타일 편집샵	자주(AJU)	백화점, 이마트, 복합몰
코스메틱 부문		해외 럭셔리 및 자체 제작 화장품 브랜드 판매	비디비치, 연작, 딥디크, 바이레도, 산타마리아노벨라	백화점, 면세점
종속회사	신세계톰보이	의류 브랜드 제조 및 판매 (지분율 95.78%)	스튜디오톰보이	백화점
	Shinsegae International Vietnam	베트남 법인 (지분율 100%)		
	기이가무역(상해)유한공사	중국 법인 (지분율 100%)		
	Global Skin Care Holdings	‘스위스퍼펙션’ 상표권 보유 (지분율 100%)	스위스퍼펙션	백화점
공동기업		신세계사이먼	아웃렛 비즈니스 (지분율 25%)	
관계기업	신세계셀린	브랜드 CELINE과의 합작법인 (지분율 49%)	셀린	백화점
	로우로우	잡화 브랜드 로우로우 지분투자 (지분율 35%)	로우로우	백화점

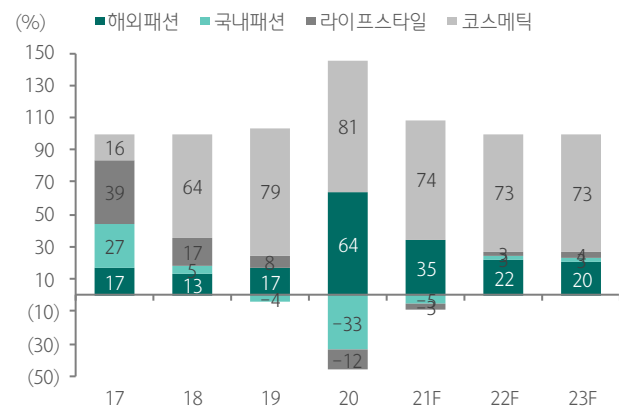
자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

그림 3. 신세계인터내셔널 사업 부문별 매출 비중 추이



주: 별도기준
자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

그림 4. 신세계인터내셔널 사업 부문별 이익 비중 추이



주: 별도기준
자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

4. 투자포인트: 경기회복/캡티브채널/럭셔리 트렌드

1) 경기 회복되면 내구재→옷 산다

의류는 준내구재 성격이 강해
소비 경기에 민감

의류는 준내구재 성격이 강해 소비 경기가 반등할 때 개선 폭이 큰 경향이 있다. 반대로 경기 변동이 급격하게 감소할 때는 일반 소비재보다 훨씬 민감하게 반응한다. 실제로 코로나 19 상황이 본격적으로 악화된 지난 3월 전체 소매판매액은 YoY 7% 감소하였지만, 의류/신발/가방 등의 준내구재 판매액은 32% 역신장하며 감소 폭이 확대되었다.

전방을 형성하고 있는
내수 소비경기가 개선됨에 따라
의류 소비 회복 폭 더 클 듯

2020년에는 코로나19 발병 및 확산으로 경제활동 및 외부활동이 둔화되었고, 이례적인 소비 위축을 불러왔다. 그 중에서도 외부활동과 밀접하게 연관된 의류 산업은 코로나19 직격타를 맞았다. 2020년 전체 의류 소비는 YoY 17% 감소하였고 의류 업종 지수 평균 수익률이 YTD 12% 하락하였다. 2020년 연간 코스피 수익률이 30% 상승한 것을 감안하면 코로나19 피해를 크게 맞은 것이다. 하지만, 최근 백신 접종을 시작으로 경기가 점진적으로 정상화됨에 따라 의류 소비도 회복의 모습을 보이고 있다. 전방을 형성하고 있는 내수 소비경기가 개선됨에 따라 의류산업은 더 큰 폭으로 개선될 것으로 기대한다.

1-1) 양호한 소비지표

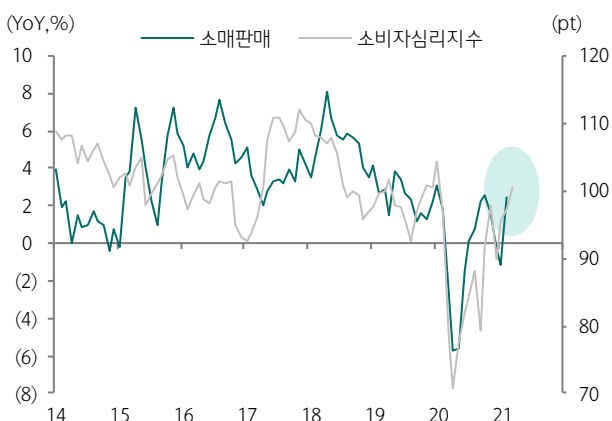
2021년 내수 소비 전망 긍정적

2021년 내수 소비 전망은 긍정적이다. 2021년 국내 소비는 코로나19가 종식되는 2022년이나 2023년보다 더 긍정적일 수 있다. 국내 소비심리와 경기가 완전히 회복되면서, 해외 여행 수요가 빠져나가지 않는 상황이기 때문이다. 해외여행 지급액이 30조원 수준인데, 국내 소매 판매 시장 규모가 360조원 규모라는 점을 감안하면, 전체 소비시장을 14% 나 움직일 수 있는 큰 규모다.

소비지표 양호: 소비심리/수출/
설비투자 등

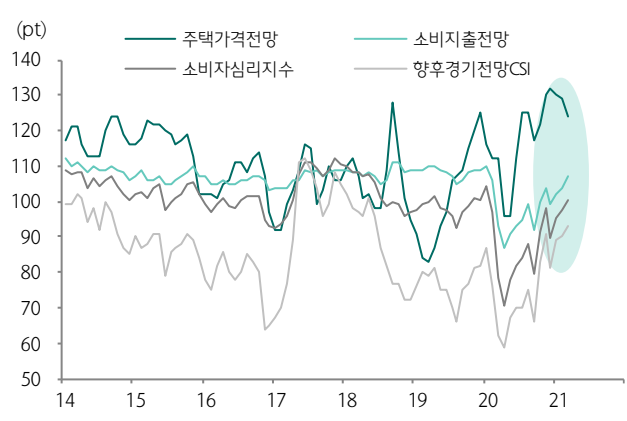
양호한 소비 지표도 고무적이다. 1~2월 소비심리는 가파른 회복세에 있다(12월 91.2, 1월 95.4, 2월 97.4, 3월 100.5). 3월 소비자심리지수는 전월 대비 3.1p 상승한 100.5를 기록하며 3개월 연속 회복세를 이어갔다. 내수 업종과 연관성이 가장 높은 소비지출전망CSI 역시 상승 전환하며 평균치 100을 넘어섰다. 수출과 설비투자도 회복세에 있다. 수출은 전년도 11월부터 YoY(+) 전환되며 올해는 작년 부진을 바탕으로 크게 회복될 것으로 보인다. 코로나19 백신 접종이 본격화되면서 서비스업과 고용지표 회복 또한 기대할 수 있다.

그림 5. 소비자심리지수 3개월 연속 상승



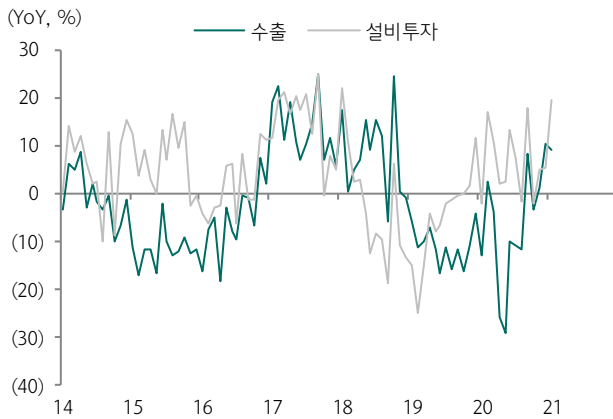
자료: 한국은행, 통계청, 하나금융투자

그림 6. 전반적인 소비심리는 점진적인 회복세를 보이고 있음



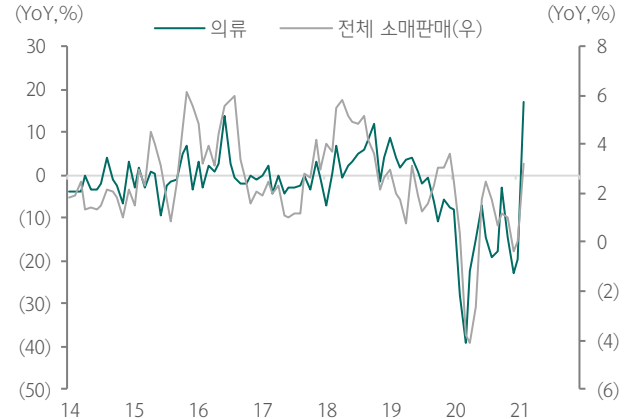
자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 7. 수출과 설비투자 빠른 회복세



자료: 통계청, 한국은행, 하나금융투자

그림 8. 코로나19 이후 의류 소매판매 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

1-2) 한번도 어겨본 적이 없는 약속: 백화점 → 의류

소비심리 회복과 함께 피해가 가장 컸던 백화점 업종의 반등이 강하게 나타나고 있다. 소비자심리지수와 밀접한 연관성을 띠는 백화점은 최근 백신 상용화 기대감/전년도 기저효과/빠른 소비 회복 등으로 2월 중순 이후 50% 이상 고신장하고 있다. 1~2월 누적 백화점 기준점은 YoY 11%, 3월은 50% 이상 신장한 것으로 파악된다. 특히 그 동안 부진을 지속하던 의류 판매가 2월 중순 이후 30% 이상 신장하며 백화점 판매를 견인하는 것으로 파악된다.

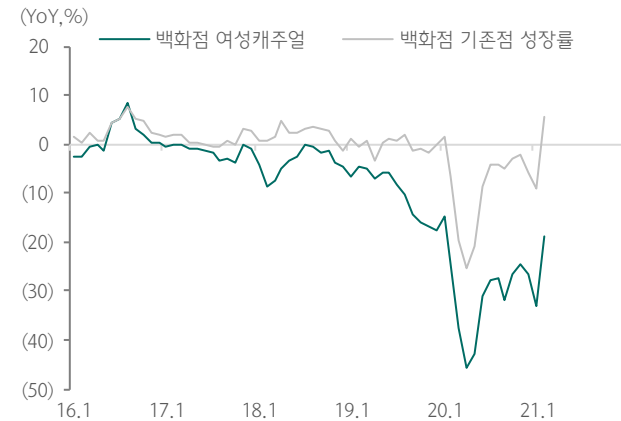
백화점 업체와 의류 업체들의
주가 및 실적모멘텀은
항상 같은 방향성

백화점 업체와 의류업체의 주가 및 실적모멘텀은 항상 같은 방향성을 보여왔다. 여성 의류 및 잡화 비중이 백화점 내에서 40% 이상 비중을 차지하고 있고, 의류업체 매출의 절반 이상이 백화점에서 발생하고 있기 때문이다. 일반적으로 백화점 업체 대비 의류업체들의 주가가 1~2개월 후행하면서 단기적으로 이격도가 확대되는 경향이 있다. 최근에 백화점 매출은 2월부터 크게 개선되어 주가는 큰 폭 반등하였다. 이에 의류업체들의 실적도 바닥을 벗어나는 분위기다.

백화점 실적 개선→
신세계인터 실적/주가모멘텀 기대

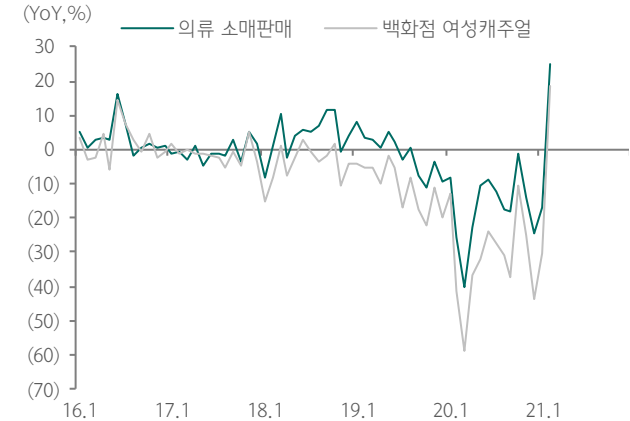
신세계인터는 매출의 40% 이상이 백화점에서 발생해 백화점 경기와 밀접한 관련이 있다. 최근 백신 접종 기대감/양호한 소비지표 등으로 매크로 지표가 개선되고 있고, 1년 이상 의류 소비가 역성장하면서 높은 기저효과 또한 기대할 수 있게 되었다. 코로나19 이후 보복성 소비 심리는 우호적인 조건이다. 특히 높은 매출 비중을 차지하는 백화점의 매출과 주가가 빠르게 회복하며, 신세계인터의 실적/주가모멘텀은 더욱 부각될 것으로 예상된다.

그림 9. 의류 비중이 높은 백화점 업황도 빠른 회복 중



주: 3개월 이동평균
자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

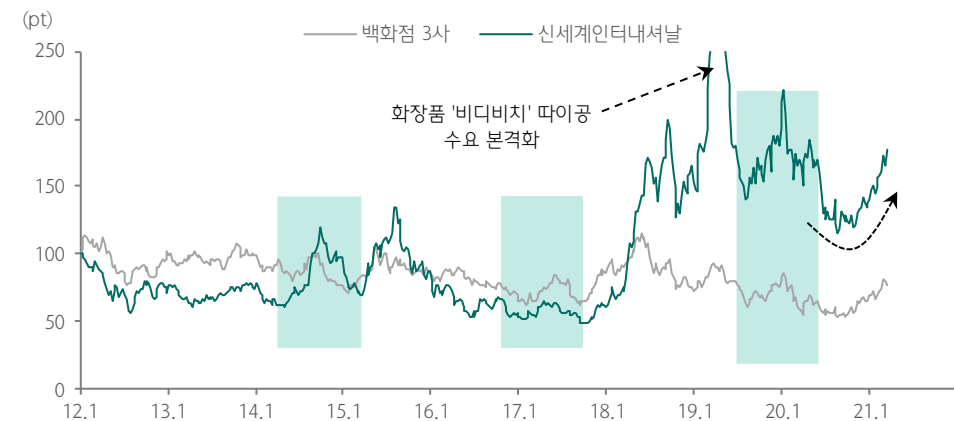
그림 10. 의류 소매판매와 백화점 여성캐주얼 3월부터 기저효과 본격화



자료: 통계청, 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 11. 백화점과 신세계인터는 주가 1~2개월의 시차를 두고 동행하는 모습

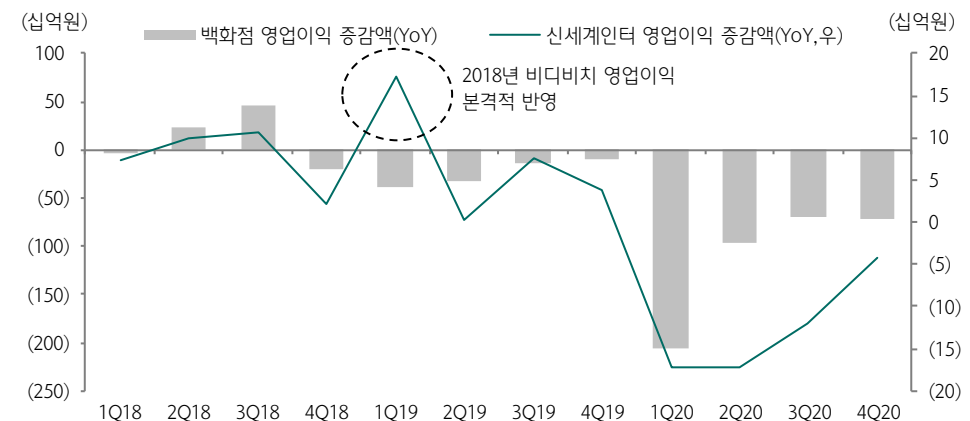
2018~19년 제외(화장품 부문
이익기여도 확대 시기)
신세계인터 주가는 백화점 주가와
1~2개월 시차를 두고 후행



주: 롯데백화점, 현대백화점, 신세계 백화점 3사 주가
자료: Quantiverse, 하나금융투자

그림 12. 백화점과 신세계인터 영업이익 증감액 추이는 높은 동행성을 보이고 있음

백화점 영업이익 증감액 추이와도
높은 동행성을 보임



주: 백화점 3사 합산 영업이익 적용
자료: 각 사, 하나금융투자

최근 이러한 소비 회복 기대감이 선반영되어 의류 업체들의 주가는 저점에서 상당히 올라온 상황이다. 이제는 단순한 업황 회복을 넘어 기업의 중장기 성장 방향성에 주목할 필요가 있다. 신세계인터의 경우 해외 브랜드 수요가 견조한 가운데 실적 부진 폭이 컸던 국내 패션의 수익성 및 화장품 면세점 수요 회복으로 실적 턴어라운드가 전망된다.

신세계인터는 신세계 그룹의 캡티브 유통망을 핵심 경쟁력으로 확보하고 있으며, 장기간에 축적된 탁월한 수입 브랜드 MD 능력을 바탕으로 국내 수입브랜드 시장 지배력을 확대해 나갈 것으로 기대한다. 2020년의 실적 부진을 뒤로하고 2021년 국내 의류 및 화장품 부문 실적 턴어라운드 또한 기대된다.

2) 캡티브 채널 확보

2-1) 플랫폼 경쟁 우위 확보

(1) 유통계열사 보유는 핵심 경쟁력

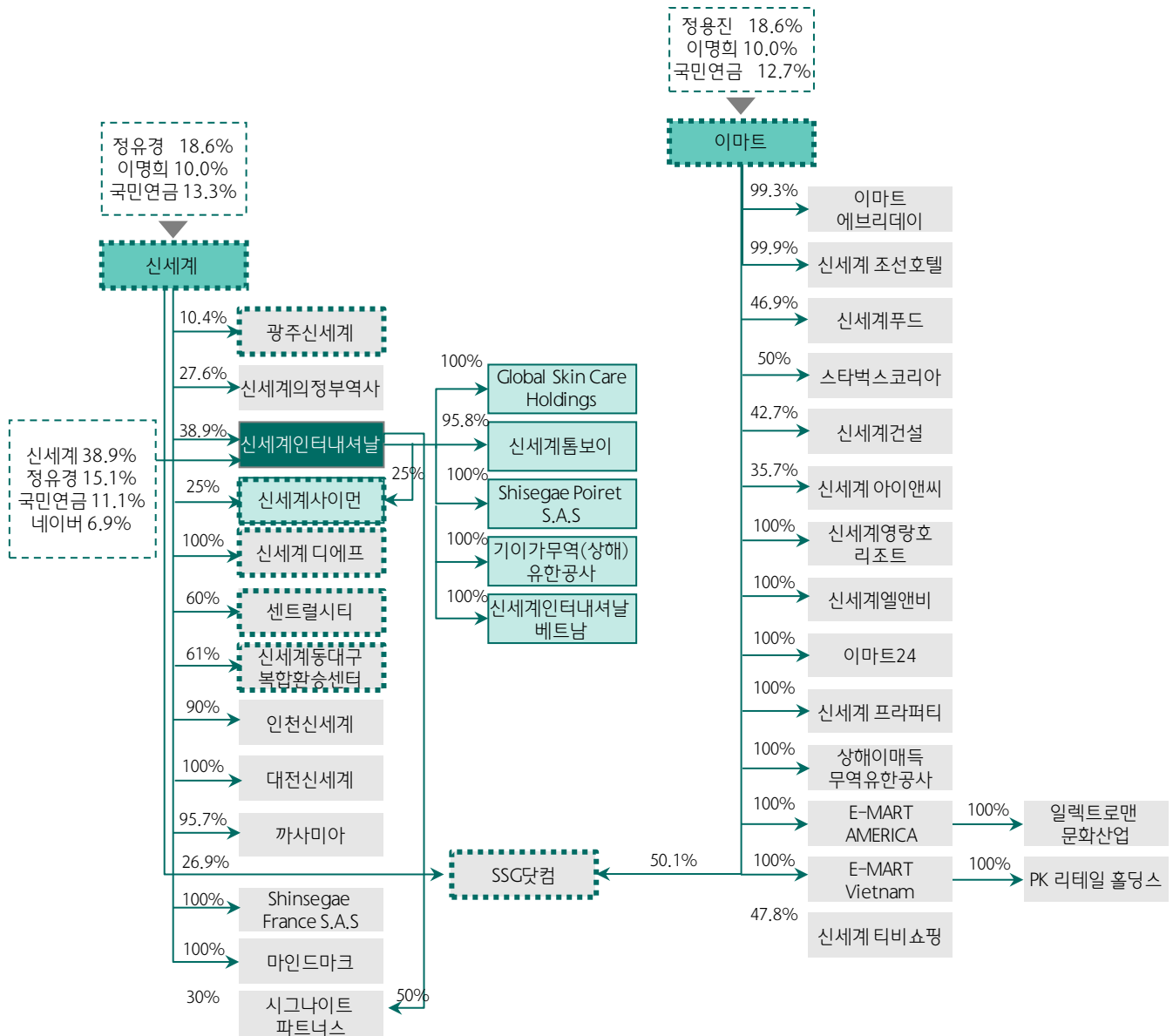
캡티브 유통망에 기반한 브랜드력
제고 및 매장 확대로
실적 가시성 높음

그 어느때보다 유통 플랫폼 확보가 중요한 시기이다. 국내 의류 산업은 약 40조원의 시장 규모에서 거의 성장하지 않는 성숙한 시장이다. 경제가 성숙기에 접어들면서 가계 지출이 둔화되었고 의류비 지출 비중은 축소되고 있다. 시장 침체가 지속되자 많은 패션업체들이 사업 영역 확장 보다는 브랜드 구조조정과 재고 관리, 비용 통제를 유일한 방책으로 삼고 있다. 반면, 유통 계열사를 보유한 브랜드 업체들은 i) 풍부한 자금력과 브랜드 인큐베이터가 되어 주는 캡티브 유통망에 기반한 꾸준한 신규 브랜드 론칭, ii) 기존 브랜드 경쟁력 제고에 유리한 매장 배치, 백화점 MD, 브랜드 광고 등으로 안정적인 사업 확장이 가능하다.

신세계인터는 캡티브 유통망에 기반한 브랜드력 제고 및 매장 확대로 실적 가시성이 높다. 신세계인터는 신세계그룹의 계열사로서 그룹사 유통망을 모두 향유할 수 있다. 신세계 그룹의 전통적인 유통채널인 백화점부터 급성장중인 SSG닷컴, 최근 인기를 끌고 있는 스타필드 등 비교적 수월하게 유통 채널을 확보할 수 있다. 실제로 신세계인터 전 사업부가 그룹사 유통망을 활용 중이다. 의류는 신세계 백화점/면세점/이마트에서, 화장품은 백화점/면세점/시코르, 생활용품은 이마트/스타필드에서 유통, 판매되고 있다.

채널 확장에 용이할 뿐만 아니라, 매장 위치 선점, 마케팅 극대화 등 소비자 점점 확보에서도 유리하다. 예를 들어 신세계인터 신규 화장품 브랜드인 ‘뽀아레’는 백화점에서 가장 명당 자리로 꼽히는 1층 에스컬레이터 주변에 자리잡고 있다. ‘뽀아레’의 초기 안착 또한 모회사가 지지하고 있다. 뽀아레는 현재 운영 중인 매장 모두 신세계 그룹사 채널을 활용하고 있다. 신세계인터는 든든한 모기업의 지원 아래 유통망 선점과 차별화된 매장 콘셉트를 무기로 기회를 창출할 수 있다.

그림 13. 신세계 그룹 지배구조



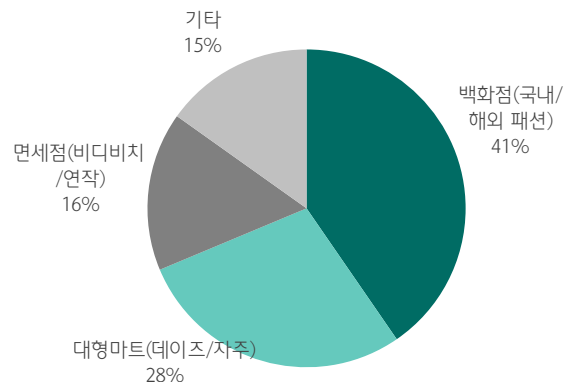
자료: 신세계, 이마트, 신세계인터내셔널, 하나금융투자

그림 14. 신세계 본점(1층) 보아레/비디비치 매장 위치



자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

그림 15. 신세계인터내셔널 채널별 매출 비중(2020년 기준)



자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

(2) 추가적인 신규 출점 모멘텀

신규 출점에 따른 추가적인 실적 모멘텀 기대

신세계인터는 백화점 신규 출점 시 20개 내외의 브랜드가 한번에 입점하면서 연간 추가 매출 200~300억원을 기대할 수 있다. 과거 2년 동안 백화점 3사의 신규 출점은 없었다(갤러리아 광고점 제외). 적은 수의 신규 출점으로 신세계인터의 매출 신장 또한 제한적이었다. 하지만, 2020년부터 유통 대기업 3사의 본격적인 채널 확대가 예상된다. 향후 2020~2024년 출점 예정 점포는 총 24개로 백화점은 5개, 쇼핑몰 11개, 아울렛 8개로 구성되어 있다. 다른 기업을 제쳐두고, 신세계 만으로도 2021년 백화점 1개, 2023년 복합쇼핑몰 1개, 프리미엄아울렛 1개, 2024년 복합쇼핑몰 2개 출점이 예정되어 있다. 대형유통업체 신규 출점은 신세계인터의 판매 채널 확장을 통해 향후 3년간 추가적인 실적 모멘텀이 될 수 있다.

표 6. 유통 3사 신규 출점 계획

(단위: 개)

	신세계	롯데	현대
2021	신세계 대전점 백화점	롯데백화점 동탄점 롯데아울렛 의왕점	더현대서울 여의도 백화점
2022		롯데몰 송도점 롯데프리미엄아울렛 울산점	
2023	스타필드 청라점 프리미엄아울렛 경산점		
2024	스타필드 창원 스타필드 수원		현대시티아울렛 청주점

자료: 각 사, 언론 보도, 하나금융투자

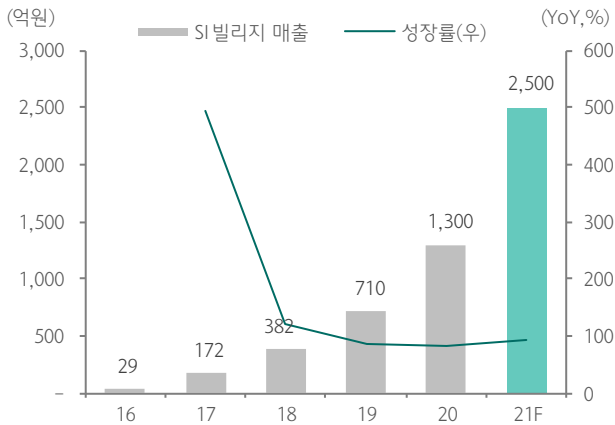
2-2) '국내 대표 온라인 럭셔리 플랫폼'이 되다

소비자의 구매채널 분산이 나타나는 가운데, 대체 채널은 온라인이다. 전체 국내 패션 시장이 2017~2020년 CAGR -1.3%를 기록한 반면, 온라인 채널 의류 판매는 동 기간 CAGR 8.1%의 고성장세를 보였다. 밀레니얼 세대가 소비 주도층이 됨에 따라 온라인 채널의 비중은 더욱 커질 전망이다.

SI 빌리지 고성장

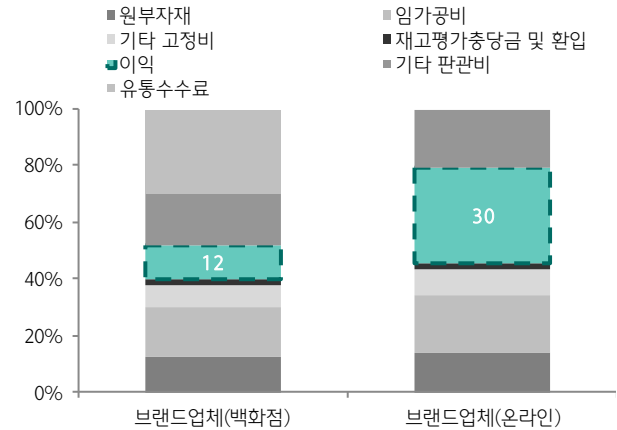
독보적인 오프라인 채널을 확보한 신세계인터는 온라인 사업 확장까지 도모하고 있어 플랫폼 경쟁력 우위를 차지하고 있다. 신세계인터는 최근 SI빌리지를 통해 이커머스 채널 확대에 주력하고 있다. 2017년부터 SI빌리지닷컴을 통해 온라인시장에 진출하였고, 2017년 172억원, 18년 382억원, 19년 710억원, 2020년 1,300억원을 기록했다. 올해는 전년대비 100% 성장한 2,500억원(전체 매출비중 약 17% 추정)을 목표로 하고 있다. 럭셔리 및 해외 브랜드에 대한 선호 현상 수혜가 자사몰 SI빌리지를 통해 더욱 강하게 나타날 것으로 전망한다. 이로 인해 판매 채널 확대뿐 아니라 수익성 개선이 기대된다. 온라인 채널은 영업이익률 30% 내외의 고수익성 채널로 오프라인 고정비 부담을 점차 상쇄할 것으로 기대한다. 물론 이런 높은 수익성은 가격의 비탄력적인 높은 브랜드 인지도 덕분이다. 온라인 실적 기여도 상승과 오프라인 회복으로 영업레버리지 효과가 확대될 전망이다.

그림 16. 신세계인터내셔널 자사몰 SI빌리지 매출 추이



자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

그림 17. 유통채널별 브랜드업체 이익률 비교



자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

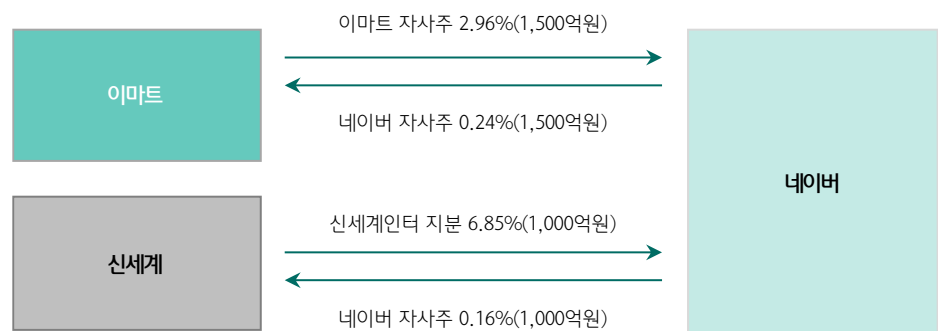
네이버와의 시너지 기대

네이버 브랜드스토어에 입점해 거래액 확대 가능

최근 네이버와 신세계 주식 교환은 신세계인터에게 온라인 플랫폼 확장 측면 긍정적이다. 신세계인터의 최대주주인 신세계가 신세계인터 주식 1,000억원(주식수 488,988주, 지분율 6.8%, 주당 가격 204,500원)과 네이버 주식을 교환하기로 공시했다. 이번 주식 교환을 통해 신세계인터는 이커머스 채널 역량을 강화되고, 의류/화장품/생활용품 카테고리 역량이 한층 제고될 수 있을 것으로 기대한다. 지금까지는 온라인에서 신세계그룹의 유통망인 쓱닷컴과 SI빌리지에 의존했지만, 네이버를 통해 온라인 채널이 추가 될 수 있다. 신세계인터 브랜드들이 네이버의 브랜드스토어에 입점해 거래액 확대가 가능할 전망이다. 명품과 럭셔리 화장품 니치 향수를 판매하는 ‘국내 대표 온라인 럭셔리플랫폼’으로 자리잡으며 위상 자체가 달라질 수 있다.

그림 18. 신세계그룹과 네이버 간 지분 교환 개요

네이버, 신세계그룹과의 주식교환에 따라 신세계인터 지분 6.8% 보유하게 됨



자료: 신세계, 하나금융투자

3) 해외 럭셔리브랜드 소비 확대 최대 수혜

해외여행 지연+ 보복소비 트렌드로
해외 명품 브랜드에 대한 수요는
지속적으로 증가할 것으로 전망

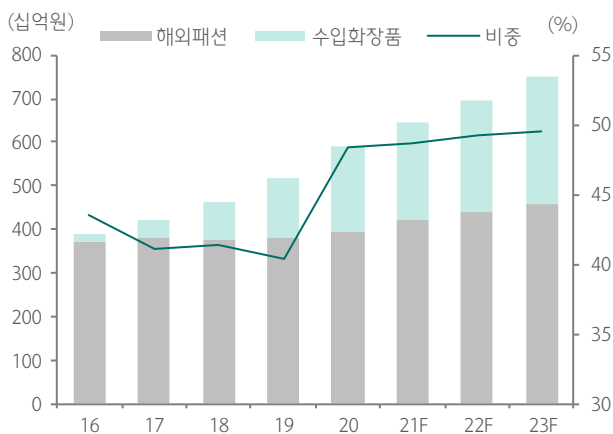
2020년 신세계인터 해외브랜드 매출(해외패션+수입화장품)은 YoY 14% 고성장하며, 코로나 19 상황에서도 안정적인 성장세를 이어나갔다. 지난 4분기 높은 럭셔리 수요에 기반 해외 의류브랜드는 매출 YoY 7%, 영업이익률은 무려 10.4%를 기록하며 역대 최대 수준을 기록하였다. 코로나19 확산으로 소비심리가 위축 됐지만, 백화점에서의 명품 매출액은 4월부터 상승세를 보이며 7월에는 YoY 32%까지 증가했다. 작년 연간 백화점 여성 캐주얼 매출이 YoY 32% 역신장 한 것과 대비 대조적이다. 코로나19로 해외 여행이 어려워지면서 쇼핑 수요가 해외에서 국내로 이전되었고, 젊은 세대를 중심으로 럭셔리 상품을 개성 표출 수단으로 여기는 '플렉스' 문화는 명품 브랜드에 대한 지속적인 수요를 창출하고 있다.

신세계인터는 신세계그룹 계열회사인 동시에 국내 최대 수입브랜드 MD업체로 글로벌 럭셔리 브랜드 수요 확대의 최대 수혜가 예상된다. 신세계인터는 1990년 최초로 해외 명품 브랜드의 직수입과 독점판매를 시작해오며 장기간 축적된 브랜드 선정 안목과 MD인력은 보유하고 있다. 과거 10년간 신세계인터가 수입, 유통한 해외 의류 브랜드는 총 28개에 달하며 현재 기준 신세계인터가 국내판권을 보유한 해외패션과 화장품 브랜드는 50여개에 이른다. 해외 의류부문은 명품 수준의 고가라인업이 주를 이루고 있다. 메종마르지엘라, 셀린, 어그, 아크네 스튜디오 등이 대표적이다. 이 브랜드들은 고객 충성도가 높아 전체 해외 의류 브랜드 매출을 견인하고 있으며 높은 정상가 판매율은 수익성 개선에도 긍정적이다.

업종 내 해외브랜드 수가 가장 많은
기업으로 주목 받을 것

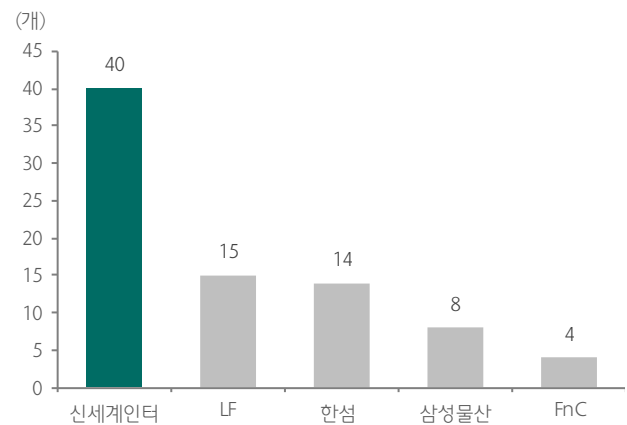
수입화장품 부문에서도 국내에 잘 알려지지 않은 브랜드를 발굴해 단독 브랜드로 키워 론칭하는 등 수입 화장품 사업을 강화하고 있다. 그 결과 작년에는 수입화장품(1,945억원) 매출이 자체 브랜드 비디비치(1,400억원)를 넘어서며 매출과 이익 기여도를 높였다. 높은 브랜드 가치를 보유한 해외 명품 브랜드에 대한 수요는 꾸준히 이어질 것으로 예상된다. 향후 추가적으로 4~5개의 해외 수입브랜드를 유치할 계획이다. 2021년 해외브랜드 매출은 전년 대비 10% 증가한 6,450억원, 매출 비중은 약 50%까지 확대될 것으로 전망한다.

그림 19. 신세계인터내셔널 해외브랜드 매출 추이



자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

그림 20. 패션업체들 수입브랜드 수



자료: 각 사, 언론보도, 하나금융투자

4) 국내 의류와 화장품 기저효과

4-1) 국내 의류, 효율화 작업을 통한 손실 폭 축소 기대

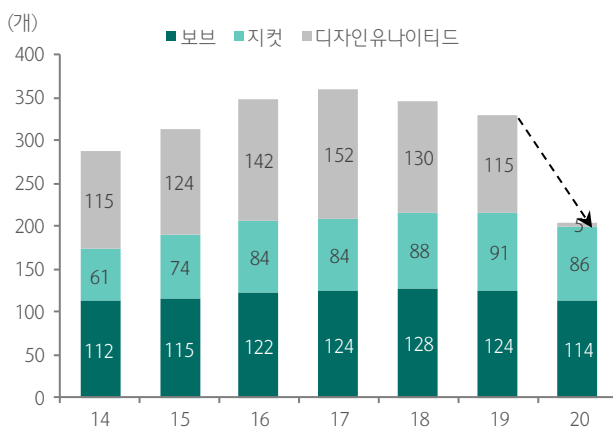
소비회복과 기저효과 영향 2021년
매출 YoY 2% 성장, 영업이익
40억원 감소 전망

소비회복과 기저효과에 힘입어 2021년 매출은 YoY 2% 성장하고 영업이익자가 YoY 40억원 축소될 것으로 기대된다. 국내 의류 부문은 보브(VOV), 지컷(G-CUT) 등의 여성복 브랜드와 ‘디자인 유나이티드’, ‘테이즈’ (이마트의 의류/잡화 PB 브랜드) 및 온라인 전용 브랜드로 개발한 ‘10MONTH’(텐먼스) 등의 SPA 브랜드로 구성되어있다. 브랜드별 매출 비중은 보브, 지컷과 같은 여성복 브랜드 50%, 이마트 PB 브랜드 테이즈가 50%를 차지한다.

국내 의류 부문은 적자를 내고 있는 오프라인 매장을 구조조정하고, 온라인 전용 상품을 강화해 온라인 매출을 확대해 나가고 있다. 온라인 전용 상품은 가격대를 낮춰 가성비를 추구하는 소비자를 공략하고 있다. 신세계인터는 자체 여성복 브랜드 ‘지컷’의 온라인 라인을 선보이며 타겟을 30대 직장인에서 20대 여성들로 연령대를 낮춰 고객 다변화를 꾀하고 있다. 가격 또한 기존 대비 30% 가량 저렴하게 책정해 진입문턱을 낮췄다. 또한 작년 신세계인터의 국내패션부문은 3개 브랜드(보브, 지컷, 디자인유나이티드)의 오프라인 매장을 대거 철수했다. 전년도 3월 말 517개에 달했던 국내브랜드 매장은 작년말 340개까지 축소되었다.

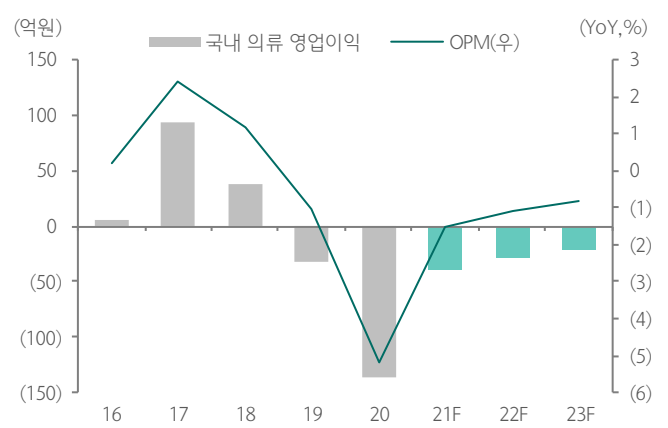
소비회복으로 백화점 내 여성의류 매출이 2월달 중순 이후 YoY 30% 가파르게 상승하고 있고, 전년도 낮은 기저효과(2020 내수브랜드 매출 YoY -17%)로 국내의류 매출은 YoY (+) 전환할 것으로 전망한다. i) 오프라인 매장 구조조정, ii)온라인 채널 강화를 통해 수익성 개선에 힘쓸 계획이다. 영업이익은 2020년 -136억원에서 2021년 -40억원, 2023년 -21억원까지 개선될 것으로 기대한다.

그림 21. 국내 의류 브랜드별 매장수 추이



자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

그림 22. 국내 의류 영업이익 추이 및 전망



자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

4-2) 화장품, 면세 채널 회복시 실적 턴어라운드 확대

화장품 부문은 주요 판매처인 면세점이 코로나19 타격을 받으면서 2020년 매출이 10% 하락하였고, 자체 브랜드인 비디비치 매출은 40% 감소하였다. 2021년 전년도 기저효과 만으로도 신세계인터 화장품 매출액은 21% 성장할 것으로 추정된다. 향후 새롭게 전개되는 브랜드들은 소비자 충성도가 높은 럭셔리 브랜드로 차별화할 계획이다.

2021년 기저효과 만으로도 화장품 매출 YoY 21% 성장 추정

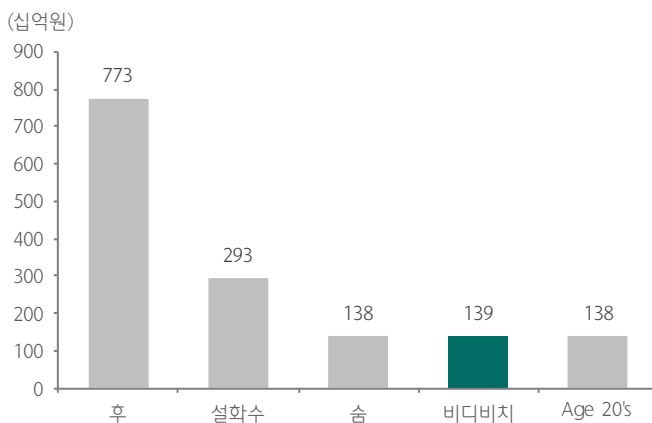
화장품 부문 실적이 비중 있게 반영되기 이전인 16년까지는 신세계인터는 YoY 2~3% 수준의 매출 성장률과 영업이익률을 기록했다. 하지만 2018년 비디비치가 본격적으로 면세점에서 고성장이면서 사업 규모가 레벨업 되었다. 이때 패션 기업에서 화장품 기업으로 12MF PER 15배에서 25배까지 리레이팅 되었다. 화장품 부문의 실적 회복이 주가 반등의 핵심 모멘텀이 될 것이다. 하지만 최근 실적 모멘텀은 크게 위축되었다.

2019년 2,300억원대, 영업이익률 20%를 기록하며 캐시카우로 작용했던 비디비치의 실적 부진 때문이다. 비디비치 매출의 95% 이상이 면세점에서 발생한다. 과거 2016~2019년 연평균 240% 성장하며 높은 성장세를 나타냈으나, 작년에는 매출이 YoY 40% 급감하였다. 물론 주요 판매 채널인 면세점이 코로나19 타격을 받으면서 매출이 감소한 탓이지만, 더 중요한 문제는 대 중국 브랜드력 저하이다.

중국 화장품 프리미엄화로 럭셔리 브랜드 선전 vs. 중저가 브랜드들 판매 부진

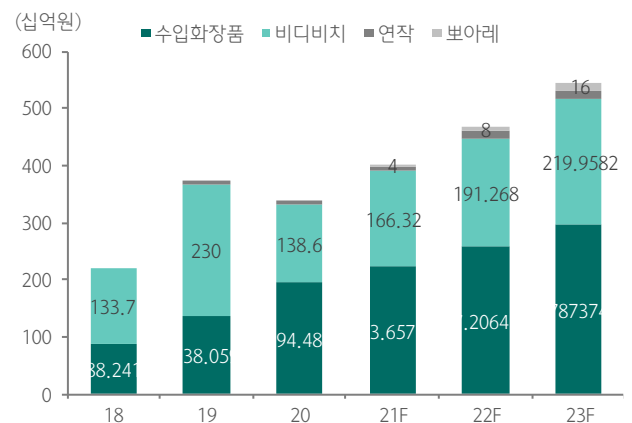
한국 럭셔리 브랜드들의 대 중국 브랜드력은 지속적으로 상승하고 있다. 국내 대표 럭셔리 브랜드인 LG생활건강의 ‘후’와 아모레퍼시픽 ‘설화수’는 코로나19 타격에도 지난해 중국향 매출이 각각 YoY 26%, 21% 고성장이었다. 중국 화장품 시장은 빠르게 프리미엄화 되고 있다. 반면 매스 시장의 경우 로컬 브랜드 업체들의 약진이 두드러지고 있다. 중국 로컬 브랜드들이 빠르게 시장 점유율을 높이면서 한국 화장품 판매와 수출은 크게 둔화되고 있다. 상대적으로 중저가 라인에 위치한 ‘비디비치’는 중국 화장품 수요 시장 변화에 따라가지 못하고 있다.

그림 23. 국내 화장품 브랜드 중국향 매출



자료: 각 사, 신세계인터내셔널, 하나금융투자

그림 24. 코스메틱 사업부 매출 추이



자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

화장품 회복 강도 관건

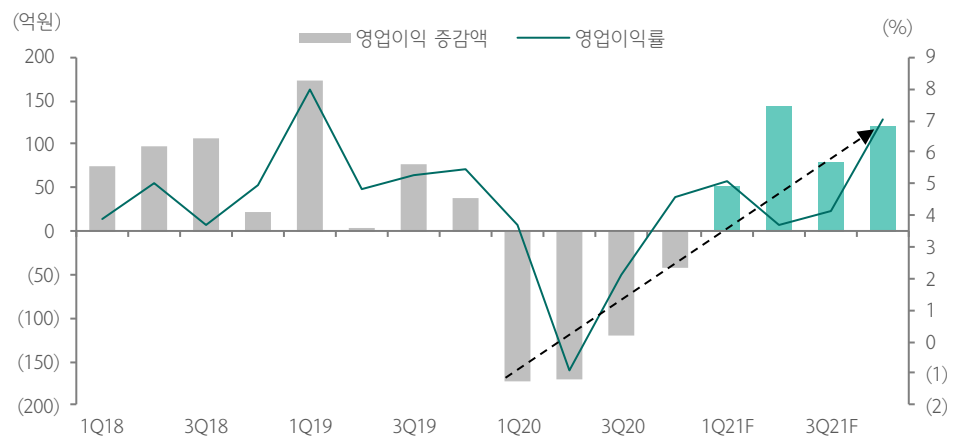
백신 접종률이 상승하면 해외 여행 재개 및 면세점 채널 실적 회복 기대감이 높아질 수 있다. 비디비치 또는 연작의 브랜드 경쟁력 제고가 전제 되어야 하겠으나, 면세 채널에서 매출 복원력도 중요한 변수다. 이익의 절대적인 부분을 차지하는 화장품 부문 매출이 회복된다면 전사 매출과 이익 성장에 가장 크게 기여할 것이다.

신규 브랜드 ‘뽀아레’의
안착 여부 관건

화장품 사업 포트폴리오 강화는 긍정적이다. 2020년 해외 더마코스메틱 ‘가란시아’를 런칭하였고, 스위스 명품 화장품 브랜드 ‘스위스퍼펙션’을 인수, 클린뷰티 컨셉 ‘로이비르’ 런칭, 최근에는 최상위 럭셔리 화장품 ‘뽀아레’를 런칭하였다. ‘뽀아레’는 3월 25일 신세계백화점 본점을 시작으로 올해 말까지 국내 백화점에 순차적으로 입점하고, 해외 진출을 빠르게 추진한다는 계획이다. 신세계인터가 자체 개발한 브랜드로 국내외 사업을 동시에 진행하는건 이번이 처음이다. 뽀아레의 브랜드력 안착 여부가 추가적인 주가 모멘텀으로 작용할 수 있다.

그림 25. 영업이익증감액과 영업이익률 추이

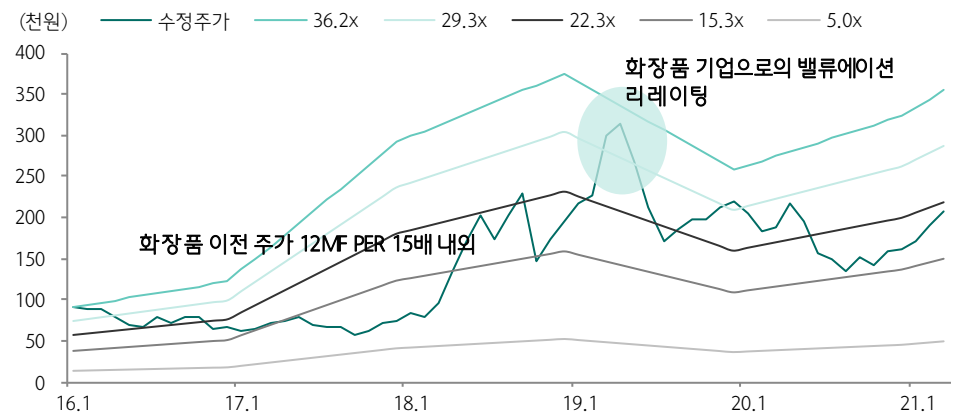
2021년 연간 YoY 117% 증가하는
실적모멘텀 회복 기대



자료: 신세계, 하나금융투자

그림 26. 신세계인터내셔널 12MF PER band

화장품 부문의 실적 회복이
주가 반등의 핵심 모멘텀



자료: 신세계, 하나금융투자

5. 실적 추정

신세계인터는 차별화된 브랜딩 노하우 보유로 시장과 상이한 성장률을 보이고 있다. 이는 매크로요인이 매출에 미치는 영향이 제한적임을 보여준다. 따라서, 마이크로적인 요소를 이용한 매출 추정 방식을 사용한다.

1) 해외패션: 탁월한 MD 능력, 높은 실적 가시성

탁월한 MD능력으로
연간 3~4개의 신규 브랜드 유입을
통해 시장 지배력
확대해나갈 것으로 기대

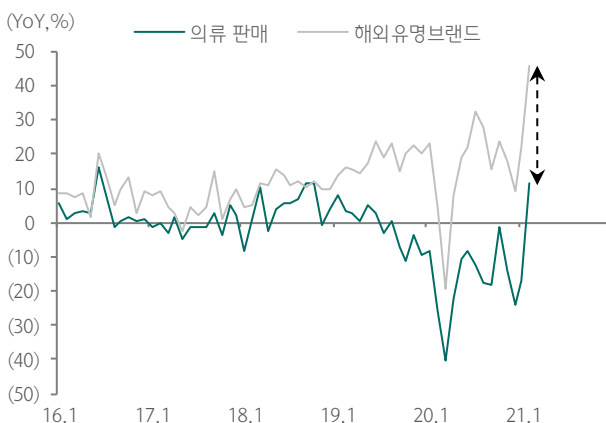
경기 부진에 따른 소비 침체가 지속되는 가운데 해외 유명 브랜드에 대한 소비자의 수요는 꾸준히 늘고 있다. 2020년 의류 소매 판매는 17% 감소한 반면, 해외 유명 브랜드 판매는 15% 성장하며 의류 시장 대비 높은 성장세를 기록하였다. 우호적인 소비 트렌드는 2021년에도 지속될 것으로 보이며, 신세계인터의 탁월한 MD능력으로 연간 3~4개의 신규 브랜드 유입을 통해 시장 내 지배력을 확대해나갈 것으로 기대한다.

백화점 실적 핵심 변수

해외패션부문은 백화점 실적 회복이 무엇보다 중요하다. 해외패션부문 총 매장 수 424개 중 백화점과 상설점 비중이 95%로 절대적이기 때문이다. 보편적으로 신세계인터의 해외브랜드들은 신세계백화점에 주로 입점 되어 있기 때문에 신세계백화점 실적에 크게 연동되는데, 1분기 신세계 백화점 총매출은 30%(관리기준) 이상 신장하며 백화점 3사 대비 가장 성장률이 높다. 특히, 백화점 내에서도 해외명품 브랜드 매출은 백화점 기존점 대비 큰 폭 아웃퍼폼하고 있다.

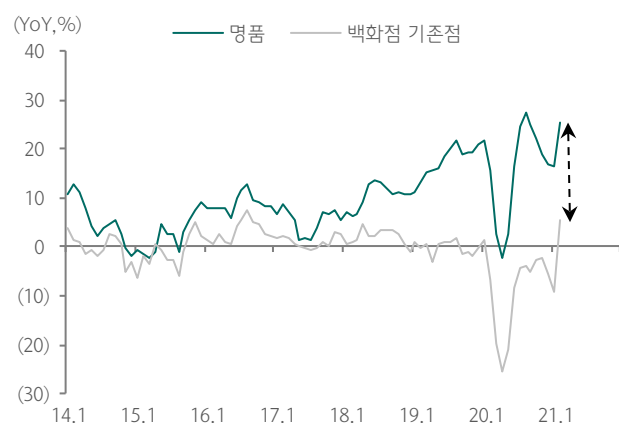
전방 산업(백화점)의 가파른 매출 회복세와 고가 해외 브랜드 선호현상으로 1분기 해외패션 부문 매출은 YoY 20% 성장한 950억원이 가능해 보인다. 연간으로도 i) 해외 여행이 어려워지면서 쇼핑 수요가 해외에서 국내로 이동한 영향이 존재하고, ii) 백신 상용화에 따른 백화점 트래픽 개선, iii) 여기에 자사 온라인 및 네이버 플랫폼을 통한 이커머스 매출이 추가적으로 더해지며 연간 4,217억원(YoY 7%) 성장 달성은 가능하다고 판단한다. 또한 올해 8월에는 신세계 대전점 신규 출점이 예정되어 있다. 신세계 대전점은 영업면적 7만 6,000만m2 규모로 경기 남부권 최대 규모다. 보통 신세계인터는 백화점 1개 신규 출점 시 브랜드 20~30개가 한 번에 입점하며, 연간 200~300억원 정도의 추가적 매출을 발생시키는 구조이다. 신규 출점으로 매출이 추가적으로 더해지며, 작년에 일시적으로 반영된 내수통관 매출(300억원) 기고효과는 상쇄할 수 있을 것으로 판단된다.

그림 27. 의류 판매와 해외유명브랜드 성장률



자료: 통계청, 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 28. 백화점 상품군별 매출(3MA)



자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

표 7. 해외패션 매출 추정

(단위: 억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
해외패션 매출	3,802	3,941	4,217	4,386	4,561
YoY, %	1.3	3.6	7.0	4.0	4.0

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

2) 국내패션: 바닥은 지났다

낮은 기저효과와 브랜드별
포트폴리오 전략 수정으로
2021년은 YoY 2% 성장한
2,660억원 수준 전망

국내패션은 3월부터 기저효과로 본격적인 수익성 개선을 기대한다. 그동안 구조적으로 경쟁력을 잃고 하향 추세였던 백화점 캐주얼 브랜드 업체들의 실적 회복세가 가파르다. 3월 백화점 여성캐주얼 매출은 YoY 30% 이상 신장하는 것으로 파악된다. 국내 의류의 경우 의미 있는 매출 회복을 기대하긴 어렵지만, 기저효과와 채널 구조조정, 포트폴리오 전략 수정으로 2021년은 YoY 2% 성장한 2,660억원 수준을 전망한다.

여성복 매출 역시 백화점 실적이 핵심 변수이다. 총 매장수 200개 중 백화점과 상설점의 비중이 90%로 절대적이기 때문이다. 3월부터 매출 회복세는 백화점 채널을 중심으로 가파르게 상승하고 있다. 1월 백화점 카테고리별 매출 신장률은 여성캐주얼/잡화 YoY -31%, 2월 18%, 3월은 30% 고신장하는 것으로 파악된다.

작년 구조조정으로 매장 수는 215개에서 200개로 감소했지만, 보브와 지컷은 트렌드 변화에 맞춰 온라인 전용 라인 출시 및 중저가 중심 브랜드 재편 등으로 이미지를 탈바꿈하며 질적 성장을 도모하고 있다. 전체 매출 볼륨 자체는 작아지더라도, 감소세는 둔화될 것으로 전망한다(2019~2023년 CAGR -1.1%).

대형마트향 SPA 브랜드
향후 2년간 10% 이상 역성장 가정

대형마트 향 매출은 부진할 전망이다. 대형마트 내 의류 카테고리 매출은 작년 연간 30% 역 신장하였다. 구조조정에서 저가 의류 브랜드인 디자인 유나이티드의 매장 수 감소 폭이 가장 컸다(오프라인 점포 115개에서 5개로 축소). 디자인유나이티드는 향후 온라인을 통해서만 브랜드 영업을 유지할 계획이다. 이마트 PB 브랜드 데이즈는 연간 1,200억원 내외 안정적인 매출을 거두어왔지만 2017년 이래 매출이 정체되고 있다. 이마트가 신세계인터가 아닌 다른 의류 ODM업체에서 직접 데이즈 물량을 소싱하는 비중이 커지고 있다. 이마트향 SPA 브랜드는 2021~2023년까지 CAGR -10% 감소 할 것으로 가정했다.

표 8. 국내브랜드 매출 추정

(단위: 억원)

	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
국내패션 매출(A+B)	3,168	2,621	2,662	2,627	2,604
YoY, %	-1.8	-17.3	1.5	-1.3	-0.9
여성복(A)	1,940	1,634	1,724	1,776	1,829
YoY, %	-3.3	-15.8	5.5	3.0	3.0
SPA 브랜드(B)	1,228	987	938	851	775
YoY, %	0.6	-19.6	-5.0	-9.2	-9.0

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

3) 화장품: 면세점 회복+ 신규브랜드

2021년 화장품 부문 매출은 기저효과만으로도 20% 이상 성장할 것으로 기대된다. 코로나 19가 장기화되고 있어 회복 속도를 가늠하기 어려우나, 저점은 지났다고 판단된다.

면세점 채널 비중이 98% 압도적,
면세 실적 회복이 관건

먼저 자체 브랜드 비디비치와 연작은 면세점 채널 비중이 98%를 차지하는 만큼 면세점이실적을 좌우하는 핵심 요인이다. 작년 전체 면세 시장 매출이 38% 감소하였는데, 비디비치가 연간 40% 감소하였다. 전체 면세 매출 감소율과 비슷하게 하락했다. 코로나19 사태에도 타 경쟁 화장품 브랜드사들의 중국향 매출은 선방했는데(LG생활건강 YoY -14%, 아모레퍼시픽 YoY -38%) 비디비치는 대 중국 브랜드력 약화로 타격이 훨씬 컸다.

i) 비디비치 매출은 면세 시장 성장률을 적용하여 산출하였다. 2021년 연간 1,635억원 수준이 가능할 전망이다. ii) '연작은' 2018년 10월에 출시되었고, 현재 국내 백화점 매장 5개와 면세점 2개에 입점되어 있다. 매출은 대부분 국내 면세점에서 발생하고 있다. 브랜드 인지도가 의미 있게 올라오기 전까지 보수적으로 분기당 평균 매출 20억원을 가정해 2021년 매출 90억원을 전망한다. 2022년부터는 월 평균 매출이 30% 증가를 가정하였다. iii) '뽀아레'는 글로벌 명품 브랜드를 만들고자 하는 신세계인터의 오랜 꿈이 담긴 브랜드다. 3월 25일 신세계백화점 본점에 첫 매장을 연 후, 올해 말까지 신세계백화점 강남점, 센텀시티점 등 국내 주요 백화점에 순차적으로 입점하고, 프랑스/미국 등 해외 진출을 빠르게 추진한다는 계획이다. 출시 초기이기 때문에 성공 가능성을 전망하기 어렵지만, 비디비치의 성장 스토리를 따라간다고 가정한다.

브랜드 소싱력을 활용한
수입화장품 외형 성장 지속

수입화장품은 해외브랜드 선호 현상이 강하게 나타나며 안정적 매출 성장을 시현할 것으로 전망한다. 수입화장품은 최근 3년간 CAGR 70% 성장하며 폭발적인 성장세를 보여주었고, 작년에는 역대 최대 매출을 기록하였다. 최근에는 스위스 초고가 뷰티 브랜드 '스위스 퍼펙션' 인수에 성공하는 등 수입화장품 부문을 강화 하고 있는 점에 미루어 향후 연간 15% 이상의 외형성장이 가능할 전망이다.

표 9. 화장품 부문 매출 추정

(단위: 억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F	비고
매출액	3,681	3,331	4,030	4,682	5,470	
자체브랜드	2,362	1,461	1,753	2,030	2,352	
비디비치	2,300	1,386	1,663	1,913	2,200	면세성장을 적용
연작	62	75	90	117	152	월 매출 20억원 가정
뽀아레			40	80	160	비디비치 실적 흐름 적용
해외화장품	1,381	1,945	2,237	2,572	2,958	
YoY %						
매출액	65.8	-9.5	21.0	16.2	16.8	
자체 브랜드	76.7	-38.1	20.0	15.8	15.9	
비디비치	72.0	-39.7	20.0	15.0	15.0	
연작 외		21.0	20.0	30.0	30.0	
뽀아레				100.0	100.0	
해외화장품	56.5	40.9	15.0	15.0	15.0	

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

4) 생활용품(AJU)

기존 점포 효율화 초점, 점포당
매출 연간 4% 내외 성장 가정

생활용품 부문 2021년 매출액은 2,267억원(YoY 4.1%)을 기록할 전망이다. 원래는 이마트에 흡인숍 형태로 입점되어 왔지만, 국내 대형마트 업황 부진과 출점 여력 제한으로 단독 직영 매장을 오픈하여 판매처를 다변화하려는 전략을 펼치고 있다. 작년에 연간 42개를 공격적으로 출점하였고, 올해 신규 출점 계획은 없다고 발표했다. 2021년부터는 출점 속도를 조절하면서 이익 체질 개선을 도모할 계획이다. 공격적인 매장 확대는 마무리 짓고, 올해부터 확대 매장들의 효율화에 주력할 계획이다. 향후 매장 수 확대는 보수적으로 연간 1개씩으로 가정하였고, 현재 상품 믹스 개선을 통해 판매단가 상승 중으로 기존 점포 매출이 연간 4% 내외의 성장을 하는 것으로 추정했다.

표 10. 생활용품 부문 매출 추정

(단위: 억원)

	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,006	2,173	2,254	2,347	2,453	2,565
YoY, %	3.9	8.3	3.7	4.1	4.5	4.5
매장수(개)	76	174	216	216	217	218
매장당 연간 매출	26	12	10	11	11	12
YoY, %	118.7	-52.7	-16.4	4.1	4.1	4.0

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

5) 기타 자회사 및 관계회사

신세계토포보이 여성복 브랜드
매출 성장률과 동일하게 가정

- ① 신세계 토포보이(지분율 95.78%): 과거 네 개 브랜드로 운영되었으나, 운영효율성 제고를 위해 브랜드 통합 및 철수가 진행되었다. 매출의 대부분이 백화점 등 오프라인 매장에서 판매되고 있다. 매장 수는 2019년 초 187개에서 올해 초 152개까지 감소했다. 현재는 스튜디오토포보이 여성복 브랜드만 남아 있는데, 국내 여성복 브랜드 매출 성장률과 동일하게 추정했다.
- ② 신세계사이먼(지분율 25%): 지분법이익과 영업외수익(배당금 수취) 을 인식한다. 점포별 집객력 회복이 매출 증가의 원동력이다. 소비 트렌드 변화에 따른 아웃렛 시장 고성장세를 감안하여 2021~2023년 연평균 5%의 성장세를 가정했다.

6) 매출원가: 안정적인 원가율

고마진 화장품 비중 상승함에 따라
원가율 점진적으로 하락 전망

신세계인터의 원가율은 원재료비 95%, 외주가공비 5%로 구성된다(2020년 별도 기준). 신세계인터는 전량 아웃소싱을 주고 있다. 인건비, 원재료비 상승 등에 의한 원가 증가분은 판가에 대부분 전가시키기 때문에 원가율의 변동은 제한적이다. 원가율에 변화를 줄 수 있는 요인은 할인율이다. 일반적인 패션업체들은 경기 둔화 시 할인율을 높여 구매를 촉진하는데 이 경우 원가율 상승을 야기한다. 하지만, 신세계인터는 탁월한 재고관리 능력을 보유하고 있어(재고자산회전율: 신세계인터 5.1, 한섬 2.7), 재고자산평가손실/환입에 의한 원가율 변동 가능성은 제한적이다. 2020년은 예외적으로 코로나19 영향 판매부진에 따른 프로모션 증가로 원가율이 YoY +2.6%p 증가하였으나, 영업활동이 정상화되고 고마진 화장품 매출 비중이 상승함에 따라 원가율은 점진적으로 하락할 것으로 추정한다.

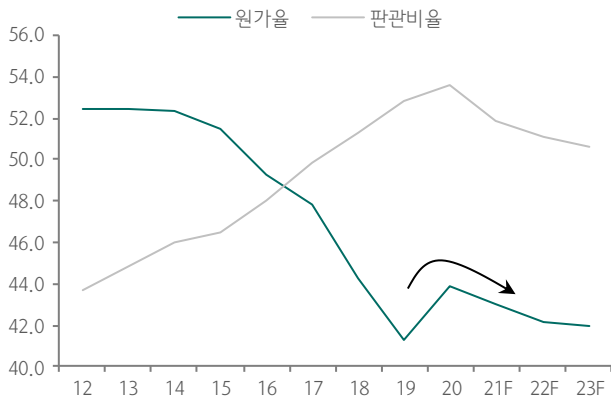
7) 판매관리비: 지급수수료가 핵심

지급수수료 비중 확대,
인건비 하락 전망

- ① 신세계인터의 판관비는 지급수수료 71%, 인건비 21%, 마케팅비 7%, 임차료 1%, 기타 14%로 구성되어 있다(2020년 연결 기준). 절대적인 비중을 차지하는 것은 지급수수료이다. 지급수수료는 매출에 연동되어 발생하는 변동비다. 매출과 함께 유통망이 늘어나면 중간수수료도 증가하는 구조다. 매출 비중이 높은 백화점 채널 수수료가 대부분을 차지한다. 작년에는 코로나19 타격으로 매출이 감소하며 지급수수료 부담이 적었지만, 올해부터 백화점과 면세 채널이 회복세에 있는 만큼 지급수수료 비중은 확대될 것으로 본다.
- ② 인건비는 YoY 2.7% 증가할 것으로 추정했다. 작년 코로나19사태에 따른 실적부진에도 고용유지 등에 따른 인건비 증가로 매출 대비 판관비 비중이 높아졌다. 하지만, 올해부터 인력 구조조정 등을 통해 비용통제화를 강하게 진행하고 있어 인건비는 전년대비 -2.7%p 하락한 YoY 3% 내외에 그칠 것으로 전망한다.
- ③ 마케팅비와 감가상각비는 소폭 증가할 것으로 추정했다. 이는 대부분 화장품 부문에서 발생할 것으로 보인다. 기존 비디비치와 연작의 중국 마케팅 강화에 더불어 신제품 ‘뽀아레’의 출시로 브랜드 초기 런칭 비용이 추가 투입될 것으로 예상된다. 내년에는 프랑스 파리와 미국 뉴욕에 매장 오픈을 계획 중이다. 매장 확대 영향 감가상각비는 소폭 증가할 것으로 예상된다.
- ④ 그 외 국내와 생활용품 부문의 영업이익률은 크게 상승할 것으로 판단한다. 국내 부문에서는 매출이 나오지 않는 비효율 점포는 감소시키고 온라인 채널에 집중하고 있기 때문이다. 생활용품 부문도 작년 공격적인 매장 확대로 본격적 외형성장에 진입했기 때문에 판관비율의 상승은 제한적일 것으로 판단한다.

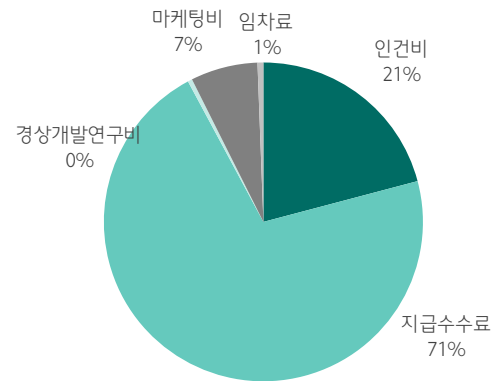
2021년 전체 판관비율은 51.9%(YoY -1.7%p)로 예상된다. 화장품 부문 영업이익이 538억원(YoY 62%, OPM 13.4%)을 나타내면서 전사 이익 성장에 가장 크게 기여할 것으로 기대된다. 국내 의류는 기저효과와 점포 구조조정 효과에 힘입어 영업적자가 40억원 축소될 것으로 추정했다. 생활용품 부문도 트래픽 회복과 부진 점포 효율화 노력이 더해지면서 연간 영업적자가 YoY 19억원 감소될 것으로 기대한다. 2021년 연결 영업이익은 YoY 117% 증가한 733억원(OPM 5.1%)으로 추정한다.

그림 29. 신세계인터내셔널 원가율/판매비율 추이



자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

그림 30. 신세계인터내셔널 판매관리비 구성



주: 2020년 연결 기준
자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

표 11. 신세계인터내셔널 실적 추정

(단위: 십억원)

	18	19	20	21F	22F	23F
매출액	1,263	1,425	1,325	1,436	1,527	1,634
YoY, %	14.5	12.9	-7.0	8.3	6.3	7.0
해외패션	375	380	394	422	439	456
국내패션	323	317	262	266	263	260
라이프스타일	201	217	225	235	245	256
화장품	222	368	333	403	468	547
자회사(툼보이)	144	146	127	126	128	130
매출원가	559	588	582	617	643	685
매출원가율 %	44.3	41.3	43.9	43.0	42.1	41.9
매출총이익	703	837	744	818	883	949
GPM %	55.7	58.7	56.1	57.0	57.9	58.1
판매비	648	752	710	745	780	827
판매비율 %	51.3	52.8	53.6	51.9	51.1	50.6
영업이익	56	84	34	73	103	122
YoY, %	118.3	52.2	-60.0	117.0	40.8	18.3
OPM %	4.4	5.9	2.5	5.1	6.8	7.5
해외패션	2.4	3.9	6.6	6.7	6.4	6.4
국내패션	1.1	-1.0	-5.2	-1.5	-1.1	-0.8
라이프스타일	5.8	3.1	-2.1	-0.8	1.5	1.8
화장품	19.7	18.6	10.0	13.4	16.0	16.6
자회사(툼보이)	-8.0	-1.6	-4.7	-1.6	0.3	0.2
세전이익	59	100	53	84	116	136
YoY, %	85.4	70.5	-47.2	58.4	38.2	17.1
지배주주순이익	57	74	51	64	88	103
YoY, %	138.9	28.3	-31.1	25.2	38.2	17.1

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

6. 영업외손익 주요 변수

1) 환율 영향: 원화 강세 수혜

원화 강세 시 이익 측면 유리

신세계인터는 원화 강세 국면일 때 이익측면에서 유리하다. 원가율 개선 효과와 영업외손익에서 외환차익을 볼 수 있기 때문이다. 해외 유명 브랜드 상품은 외상매입으로 가져온다. 달러 기준 상품 매입가격을 원화로 변경 후 일정률의 판매배수를 적용해 상품 판매 가격을 설정한다. 결제 대금 지급은 6개월 후에 집행되는데, 매입 시점보다 결제 대금 시점에 환율 하락하면 원가율이 개선되는 효과를 볼 수 있다.

신세계인터는 외화순부채를 2020년 말 기준 1,610억원 가지고 있다. 환율 하락 시 이에 대한 외화환산차익을 기대할 수 있다.

2) 신세계사이먼 배당금

신세계사이먼으로부터 배당금 수취

전술한 바와 같이 신세계인터는 신세계사이먼을 지분율 25%에 대한 지분법 이익 및 배당수익을 인식한다. 아웃렛 고성장에 따른 영업외수익 증가로 당기순이익 기여도가 높아질 것으로 기대한다.

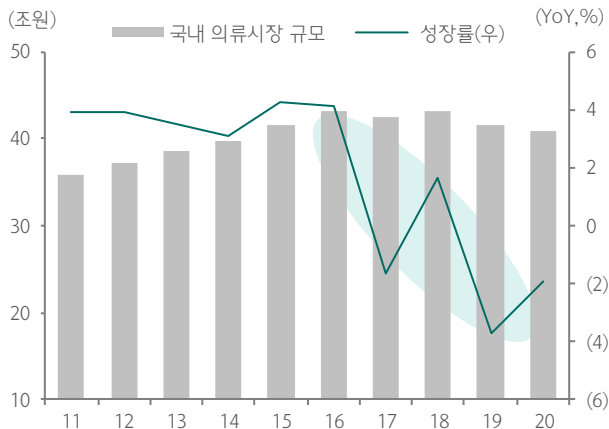
7. 리스크 요인

1) 의류소비 둔화

의류소비 저성장,
내수 의류시장 성장률
낮추는 요인

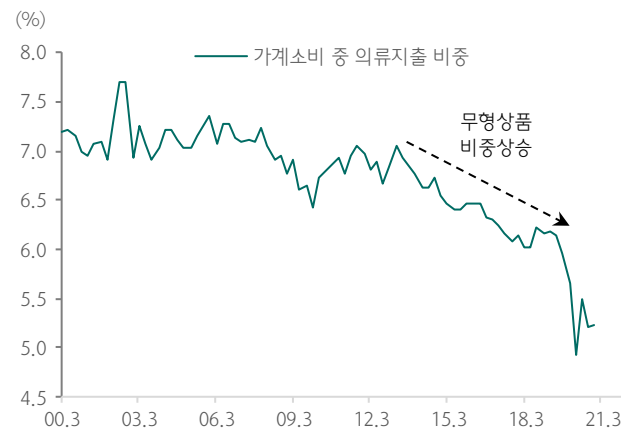
국내 의류 산업은 약 40조원의 시장 규모에서 거의 성장하지 않는 성숙한 시장이다 (2014~2020년 CAGR 1.2%). 경제가 성숙기에 접어들면서 가계 지출이 둔화되었고, 의류비 비중 비중도 정체되어 왔다. 2012년 이후로는 온라인화로 인해 의류 판가가 낮아지며 전통적인 의류 구매 채널인 백화점이 타격을 입기 시작했다. 특히 국내패션 브랜드는 인지도 높은 수입 브랜드의 국내 직진출과, 온라인을 통한 수입 브랜드로의 접근성 향상, 가성비를 추구하는 합리적 소비 행태로 경쟁력이 더욱 약화되었다. 증가 의류시장의 축소와 백화점 여성복 판매증가율 둔화 추세는 내수 의류시장 성장률 낮추는 요인이다.

그림 31. 국내 의류시장 첫성장 기초 지속



자료: 한국섬유산업연합회, 하나금융투자

그림 32. 가계소비 중 의류지출 비중



자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

2) MD브랜드 계약 종료에 대한 우려

브랜드 이탈은 수입브랜드
MD비즈니스의 고유한 특성일 뿐
편더멘탈 훼손과는 무관

패션 브랜드가 타국에 신규 진출할 시 라이선스, 직수입, 직진출의 3가지 방법을 고려할 수 있다. 이 중에서 신세계인터는 직수입 방식으로 수입브랜드의 구매와 유통을 담당하고 있다. 수입브랜드 MD의 경우 브랜드를 사온 것이 아니기 때문에 계약기간 만료 후 브랜드 이탈에 의한 실적 둔화 우려가 존재한다. 실제로 신세계인터가 전개했던 몽클레어도 작년 3월 국내 직진출을 선언하면서 불암감이 커졌다. 하지만 이는 수입브랜드MD 비즈니스의 고유한 특성이다. i) 좋은 조건으로 MD를 해와서, ii) 3~5년 성공적인 전개로 수입업체는 높은 수익을 창출하고, iii) 브랜드력이 높아진 후에는 해당 브랜드의 직진출로 계약이 종료되는 것이 일반적이다. 수입업체는 축적된 자본을 통해서 다시 양호한 조건으로 신규 브랜드를 MD해오는 과정이 순환된다. MD비즈니스는 구조적으로 수익성 개선의 한계와 신규 도입 브랜드 성공 불확실성이 있다. 하지만, 신세계인터는 20여년에 걸친 성공적인 브랜드 MD 히스토리 보유, 캡티브 유통망과 자본 확보를 하고 있어 브랜드 업체에 대한 협상력이 높아 상대적으로 가장 성공 가능성이 크다.

해외직구, 장기적으로
신세계인터의 해외패션 부문 실적
둔화 야기

3) 해외직구 증가에 따른 매출 둔화 우려

해외직구 증가 역시 수입MD 비즈니스를 하는 신세계인터 실적 둔화를 야기시키는 요인이다. 2020년 전체 해외직구액 규모는 4조 1,094억원으로 2014년 1조 6,471억원 대비 3배 가까이 증가했다. 특히나 해외 직구에서 가장 큰 비중을 차지하는 품목은 '패션'이다. 2020년 해외직구액 중 옷과 가방 등 패션 관련 상품이 차지하는 비중은 38.3%(1조 5,746억원)으로 가장 높았다. 과거에는 해외직구 취급 가능 상품의 한계, 상품 구매 관련 서비스(AS, 판매사원 응대 등)의 불확실성으로 저가 브랜드에 국한되었지만, 쇼핑 트렌드가 온라인으로 빠르게 이동하며 '구찌', '발렌시아가', 등 컨템포러리 브랜드까지 확장되었다. 해외 직구와 채널 확대에 따른 구매력 약화 영향으로 장기적으로 신세계인터 해외패션 부문 부정적 영향은 불가피하다.

8. 추가 기회 요인

브랜드 '뽀아레'의 성공적인 안착 여부

럭셔리 브랜드 '뽀아레'가
제 2의 비디비치가 될 지 관건

최근 신세계인터는 연작보다 고가의 프리미엄 화장품 브랜드 발표 뽀아레'를 출시하였다. 뽀아레(POIRET)은 프랑스 패션 하우스 폴 뽀아레 상표권을 인수하며 시작됐다. 신세계가 10년간 준비해온 브랜드로, 전세계 뷰티 시장에서 경쟁할 수 있는 명품으로 육성하겠다는 야망이 담겨있는 브랜드다. 3월 25일부터 신세계 주요 백화점에 순차적으로 입점할 계획이며, 이와 함께 해외 진출도 추진중이다. 현재 유럽 화장품 인증(CPNP) 절차를 모두 완료한 상태이며, 프랑스 파리와 미국 뉴욕에 매장을 오픈하기 위해 현지 파트너사와 협의 중이다. 프랑스의 경우 내년에 매장을 열 것으로 예상된다. 뽀아레의 런칭 성공 시 '비디비치' 단일 브랜드 리스크는 점차 희석될 것으로 전망한다. 또한 한국과 중국에 치우쳐져 있는 매출을 유럽과 미국 등 다른 지역으로 확대해 고객 접점을 넓혔다는 점도 긍정적이다. 단기적으로 사업을 다각화하는 과정에서 투자 확대로 손익이 악화될 수는 있지만, 뽀아레의 의미 있는 실적 성장세가 가시화 될 경우 신세계인터의 실적 추정 상향 및 밸류에이션 리레이팅의 근거가 될 수 있다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,425.0	1,325.5	1,435.8	1,526.8	1,633.8
매출원가	588.1	581.7	617.5	643.5	685.1
매출총이익	836.9	743.8	818.3	883.3	948.7
판매비	752.4	710.1	745.1	780.2	826.6
영업이익	84.5	33.8	73.3	103.2	122.0
금융손익	(8.0)	(4.7)	(5.5)	(5.6)	(6.1)
종속/관계기업손익	15.0	12.5	13.2	13.8	14.5
기타영업외손익	8.9	11.4	3.0	4.6	5.4
세전이익	100.4	53.0	84.0	116.0	135.9
법인세	26.4	2.0	20.1	27.8	32.6
계속사업이익	74.0	51.0	63.8	88.2	103.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	74.0	51.0	63.8	88.2	103.3
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
지배주주순이익	74.0	50.9	63.8	88.1	103.2
지배주주지분포괄이익	70.3	49.9	63.7	88.1	103.1
NOPAT	62.3	32.5	55.7	78.4	92.7
EBITDA	140.2	97.8	131.0	154.8	167.9
성장성(%)					
매출액증가율	12.85	(6.98)	8.32	6.34	7.01
NOPAT증가율	14.52	(47.83)	71.38	40.75	18.24
EBITDA증가율	49.79	(30.24)	33.95	18.17	8.46
영업이익증가율	52.25	(60.00)	116.86	40.79	18.22
(지배주주)순이익증가율	28.70	(31.22)	25.34	38.09	17.14
EPS증가율	28.68	(31.17)	25.21	38.21	17.09
수익성(%)					
매출총이익률	58.73	56.11	56.99	57.85	58.07
EBITDA이익률	9.84	7.38	9.12	10.14	10.28
영업이익률	5.93	2.55	5.11	6.76	7.47
계속사업이익률	5.19	3.85	4.44	5.78	6.32

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	10,361	7,131	8,929	12,341	14,450
BPS	83,650	89,514	97,343	108,584	121,934
CFPS	20,647	16,136	21,743	25,022	26,477
EBITDAPS	19,629	13,700	18,341	21,681	23,510
SPS	199,580	185,644	201,099	213,844	228,820
DPS	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
주가지표(배)					
PER	21.19	22.65	23.01	16.65	14.22
PBR	2.62	1.80	2.11	1.89	1.69
PCFR	10.63	10.01	9.45	8.21	7.76
EV/EBITDA	13.86	15.38	13.67	11.09	9.74
PSR	1.10	0.87	1.02	0.96	0.90
재무비율(%)					
ROE	12.98	8.24	9.56	11.99	12.54
ROA	7.01	4.47	5.42	7.07	7.75
ROIC	9.43	4.39	7.53	10.66	12.67
부채비율	88.37	78.95	73.00	65.52	57.74
순부채비율	62.25	54.49	43.87	29.97	17.27
이자보상배율(배)	8.05	3.35	7.37	10.61	12.97

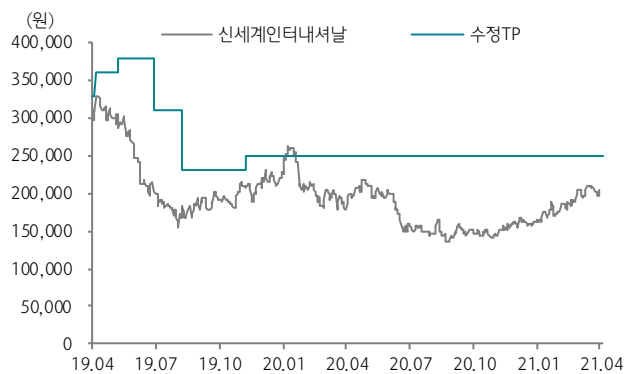
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	436.3	426.8	494.7	585.8	683.5
금융자산	7.7	29.2	64.9	129.5	196.1
현금성자산	4.6	26.7	62.3	126.9	193.3
매출채권	106.1	93.6	101.4	107.9	115.4
재고자산	263.4	253.7	274.9	292.3	312.8
기타유동자산	59.1	50.3	53.5	56.1	59.2
비유동자산	692.6	720.7	711.5	701.1	693.4
투자자산	154.2	164.5	177.0	187.3	199.4
금융자산	61.9	59.4	63.1	66.2	69.8
유형자산	328.2	310.1	288.2	267.5	247.5
무형자산	46.8	67.0	67.2	67.3	67.4
기타비유동자산	163.4	179.1	179.1	179.0	179.1
자산총계	1,128.9	1,147.5	1,206.1	1,286.9	1,376.9
유동부채	292.3	300.2	281.5	260.8	234.0
금융부채	161.9	189.8	161.9	133.7	98.0
매입채무	45.2	37.7	40.9	43.5	46.5
기타유동부채	85.2	72.7	78.7	83.6	89.5
비유동부채	237.2	206.1	227.5	248.7	270.1
금융부채	218.9	188.8	208.8	228.8	248.8
기타비유동부채	18.3	17.3	18.7	19.9	21.3
부채총계	529.6	506.2	509.0	509.4	504.0
지배주주지분	597.3	639.1	695.1	775.3	870.6
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	119.8	119.8	119.8	119.8	119.8
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(1.6)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
이익잉여금	443.4	484.8	540.7	620.9	716.2
비지배주주지분	2.0	2.1	2.1	2.2	2.3
자본총계	599.3	641.2	697.2	777.5	872.9
순금융부채	373.0	349.4	305.9	233.0	150.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	103.0	104.6	117.7	139.7	147.2
당기순이익	74.0	51.0	63.8	88.2	103.3
조정	6	4	7	7	6
감가상각비	55.7	64.1	57.7	51.6	45.8
외환거래손익	3.7	(15.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(15.0)	(12.5)	13.2	13.8	14.5
기타	(38.4)	(32.5)	(63.9)	(58.4)	(54.3)
영업활동 자산부채변동	(26.1)	11.3	(16.9)	(14.0)	(16.4)
투자활동 현금흐름	(25.3)	(49.0)	(48.6)	(41.4)	(38.2)
투자자산감소(증가)	(14.2)	(10.3)	(12.5)	(10.3)	(12.1)
자본증가(감소)	(35.7)	(36.6)	(30.0)	(25.0)	(20.0)
기타	24.6	(2.1)	(6.1)	(6.1)	(6.1)
재무활동 현금흐름	(85.5)	(33.5)	(15.7)	(16.1)	(23.5)
금융부채증가(감소)	74.3	(2.1)	(7.9)	(8.2)	(15.7)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(153.7)	(23.5)	0.1	(0.0)	0.1
배당지급	(6.1)	(7.9)	(7.9)	(7.9)	(7.9)
현금의 증감	(7.7)	22.1	35.6	64.5	66.4
Unlevered CFO	147.4	115.2	155.2	178.7	189.0
Free Cash Flow	66.6	65.3	87.7	114.7	127.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

신세계인터내셔널



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.6	BUY	250,000		
21.3.26	1년 경과		-	-
20.3.26	담당자 변경		-	-
19.11.13	BUY	250,000	-14.68%	5.00%
19.8.12	BUY	230,000	-17.97%	-6.74%
19.7.4	BUY	310,000	-41.59%	-35.32%
19.5.13	BUY	380,000	-34.83%	-20.66%
19.4.10	BUY	360,000	-13.67%	-8.33%
19.3.18	BUY	330,000	-8.73%	-4.24%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

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

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.49%	6.51%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 04월 05일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 4월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2021년 4월 6일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.

여백 페이지입니다

여백 페이지입니다