

2021. 4. 9



▲ 화장품/섬유의복

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

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

Buy

적정주가 (12개월) 260,000 원

현재주가 (4.8) 206,000 원

상승여력 26.2%

KOSPI 3,143.26pt

시가총액 14,708억원

발행주식수 714만주

유동주식비율 45.92%

외국인비중 3.83%

52주 최고/최저가 218,500원/135,500원

평균거래대금 157.9억원

주요주주(%)

신세계 외 3 인 54.08

국민연금공단 13.31

네이버 6.85

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 1.0 40.1 4.6

상대주가 -3.7 6.6 -39.9

주가그래프



신세계인터내셔널 031430

1Q21 Preview: 서프라이즈

- ✓ 1Q21E: 매출액 3,237억원(Flat), 영업이익 182억원(+53%), 순이익 145억원(+209%)
- ✓ ① 화장품: 수입 호조 → 매출 증가 vs. 면세 비중 감소/브랜드 론칭 비용 → 감익
- ✓ ② 의류: 고단가 해외패션 기여 확대 → 영업이익 +558%
- ✓ ③ 생활용품: 매장 효율화 → 적자 축소(영업손실: 4Q20 -20억원 → 1Q21E -9억원)
- ✓ 화장품 브랜드 확장 및 의류/자주 운영 효율화, 업종 내 최선호주로서 매수 추천

1Q20E 오랜만의 컨센 상회

신세계인터내셔널은 2021년 1분기 매출액 3,237억원(+0.1% YoY; 이하 YoY), 영업이익 182억원(+52.5%), 순이익 145억원(+209.2%)을 기록할 것으로 예상된다. 내수 판매 회복에 힘입어, 시장 컨센서스를 상회할 전망이다(컨센 대비 영업이익 +21.3%).

[화장품] 매출액과 영업이익으로 각각 921억원(+0.4%), 109억원(-29.5%)을 추산한다. 수입 브랜드 호조로 자체 브랜드 부진을 상쇄한다(수입 517억원/+7.3%, 비디비치 381억원/-7.5%, 연작 및 로이비 23억원/-3.2%). 감익은 불가피하다(OPM -5.0%p). 고마진 채널 약화(면세 매출 비중 -20%p → GPM -2%p)와 브랜드 론칭 관련 비용 증가(판관비율 +4%p)를 반영했다.

[의류] 매출액 1,828억원(-0.9%), 영업이익 81억원(+558.3%)을 추정한다. 고단가 해외패션 기여 확대가 수익성을 개선시킨다(OPM: 해외패션 10.1% vs. 국내패션/통보이 -0.4%). 국내 브랜드 또한 개선되고 있다(매출: 4Q20 -19.1% → 1Q21E -7.0%).

[생활용품] 매출액과 영업손실로 각각 488억원(+2.5%), 9억원(적자)을 예상한다. 매장 효율화를 통해 적자 폭은 줄이겠다(영업손실: 4Q20 -20억원 → 1Q21E -9억원).

투자 의견 Buy(유지) 및 적정주가 260,000원(상향) 제시

신세계인터내셔널에 대한 적정주가를 260,000원으로 +8% 상향한다(EPS 변동률: 2021E +4.1%, 2022E +11.9%). 구조적 외형 성장이 기대되는 바, 업종 내 최선호주로서 매수 접근을 추천한다. ① 화장품: 포트폴리오가 확장된다. '스위스퍼펙션' 연결 편입과 '폴푸아레' 론칭이 완료되었다. 2H21E 글로벌 출격 또한 예고되고 있다. 수입 브랜드 판권 또한 지속 추가된다. ② 의류/생활용품: 오프라인 축소와 온라인 강화를 통해 수익성을 개선시킨다(2021E 영업이익: 의류 +132.2%, 자주 흑전).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,425.0	84.5	74.0	10,361	28.3	83,650	21.2	2.6	13.9	13.0	88.4
2020	1,325.5	33.8	50.9	7,131	-31.1	89,514	22.6	1.8	15.4	8.2	78.9
2021E	1,400.7	71.3	63.6	8,901	24.8	97,315	23.1	2.1	13.4	9.5	71.1
2022E	1,496.1	101.4	87.7	12,275	37.9	108,390	16.8	1.9	10.8	11.9	62.2
2023E	1,586.6	126.4	107.5	15,053	22.6	122,243	13.7	1.7	9.1	13.1	54.9

표1 신세계인터내셔널 1Q21 실적 Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	323.7	323.4	0.1	381.1	-15.1	343.2	-5.7
영업이익	18.2	12.0	52.5	17.4	4.6	15.0	21.2
지배순이익	14.5	4.7	209.2	24.8	-41.5	12.1	19.4

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표2 신세계인터내셔널 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,400.7	1,496.1	1,398.7	1,478.5	0.1	1.2	1,452.3	1,521.9
영업이익	71.3	101.4	63.0	84.7	13.2	19.7	70.7	122.7
순이익	63.6	87.7	61.1	78.4	4.1	11.9	62.7	92.3

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표3 신세계인터내셔널 적정주가 산정

(십억원, 원, 배, %)	NOPLAT/NI	Target PER	적정가치	비고
영업가치 (A)				
			1,738	(A1)+(A2)+(A3)
화장품 제조 판매 (A1)	화장품	35.1	31	1,097 글로벌 화장품 Peer 평균 PER에 20% 할인 적용
해외브랜드 사입 판매 (A2)	해외패션	28.0	20	567 글로벌 럭셔리 peer 평균 PER에 40% 할인 적용
생활용품 제조 판매 (A3)	자주	1.9	15	28 일본 생활용품 Peer 평균 PER에 20% 할인 적용
지분가치 (B)				
			175	
신세계사이먼	자문수수료 및 지분법수익	19.4	9	175 국내 유통 Peer 평균 PER 적용
순부채 (C)				
			50	4Q20 장부가 기준, Banker's Usance 단기 차입금 제외
적정 시가총액 (D)				
			1,863	(A)+(B)-(C)
주식 수 (E, 천주)			7,140	
적정주가 (원)				
			260,000	(D)/(E), 반올림
현재주가 (원)			206,000	
상승여력 (%)				
			26.2	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
신세계인터내셔널	1,471	1,401	1,496	71	101	64	88	23.1	16.8	2.1	1.9	9.5	11.9	13.4	10.8
LG생활건강	24,755	8,450	9,150	1,336	1,466	902	1,001	27.8	25.1	5.1	4.4	17.7	17.2	15.8	14.4
아모레퍼시픽	15,024	43,261	45,988	8,312	9,048	6,616	7,143	36.5	33.8	5.4	5.2	15.2	16.3	22.5	20.8
L'Oreal	229,439	40,661	43,367	7,628	8,323	6,022	6,547	38.0	35.1	5.3	5.0	14.0	14.4	23.2	22.0
Estee Lauder	103,151	18,705	19,929	3,472	3,878	2,543	2,841	41.0	36.1	16.1	17.2	45.4	46.4	24.5	22.0
Kao	39,778	15,339	15,864	2,142	2,329	1,526	1,653	26.0	23.9	4.0	3.7	15.5	16.0	13.3	12.5
Shiseido	28,289	10,926	11,750	597	989	390	669	-	43.5	5.6	5.1	8.3	12.3	23.3	17.8
상하이자화	4,278	1,388	1,567	100	152	83	121	49.3	35.4	3.6	3.4	7.0	9.5	32.0	24.7
평균(국내사 제외)								38.6	34.8	4.6	4.3	11.2	13.1	23.3	19.8

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출. 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 신세계인터내셔널 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	323.4	287.2	333.8	381.1	323.7	310.1	351.0	415.9	1,325.5	1,400.7	1,496.1
화장품	91.7	56.3	85.4	99.7	92.1	77.7	96.1	119.0	333.1	384.9	438.5
해외의류	79.1	97.0	95.2	122.8	84.9	101.7	100.2	127.0	394.1	413.8	434.5
국내의류	74.7	50.5	73.0	63.9	69.2	46.9	67.9	62.4	262.1	246.4	253.8
생활용품	47.6	57.9	60.7	59.3	48.8	59.3	62.4	61.4	225.4	232.0	240.8
툼보이	30.5	25.5	21.5	39.6	28.7	24.5	24.4	46.0	117.1	123.6	128.5
영업이익	12.0	-2.5	7.0	17.4	18.2	10.1	17.2	25.7	33.8	71.3	101.4
영업이익률	3.7	-0.9	2.1	4.6	5.6	3.3	4.9	6.2	2.5	5.1	6.8
화장품	15.4	-1.8	9.6	10.0	10.9	7.7	12.4	8.9	33.1	39.8	52.0
해외의류	2.4	5.3	5.5	12.7	8.6	5.1	6.5	13.4	26.0	33.5	37.8
국내의류	-1.8	-4.3	-3.7	-3.9	-1.4	-3.1	-1.1	0.1	-13.6	-5.4	1.5
생활용품	-1.2	0.4	-1.9	-2.0	-0.9	0.6	0.4	0.8	-4.8	0.9	5.3
툼보이	0.6	-0.3	-2.2	2.9	1.0	-0.2	-1.1	3.0	0.9	2.8	5.2
순이익	4.7	16.3	5.2	24.8	14.5	10.0	14.6	24.4	50.9	63.6	87.7
순이익률	1.4	5.7	1.6	6.5	4.5	3.2	4.2	5.9	3.8	4.5	5.9
(% YoY)											
매출액	-11.6	-4.8	-7.3	-4.1	0.1	8.0	5.1	9.1	-7.0	5.7	6.8
화장품	-11.1	-26.5	-6.6	3.0	0.4	38.0	12.5	19.4	-9.5	15.5	13.9
해외의류	-7.8	10.1	3.7	7.2	7.2	4.8	5.3	3.5	3.6	5.0	5.0
국내의류	-17.3	-13.2	-18.1	-19.3	-7.4	-7.1	-6.9	-2.4	-17.3	-6.0	3.0
생활용품	-0.8	12.5	1.8	1.7	2.5	2.5	2.8	3.6	3.7	2.9	3.8
툼보이	-19.5	-6.7	-23.1	-18.8	-6.0	-3.6	13.4	16.1	-17.5	5.6	3.9
영업이익	-59.0	적전	-63.4	-19.8	52.5	흑전	146.4	48.0	-60.0	111.0	42.3
화장품	-36.0	적전	-47.0	-26.0	-29.5	흑전	29.6	-11.6	-51.5	20.2	30.5
해외의류	10.9	58.3	284.1	61.5	251.3	-4.7	17.9	5.1	75.0	28.9	12.8
국내의류	적전	-147.6	-399.7	-18.1	19.2	28.9	71.1	흑전	-308.2	60.2	흑전
생활용품	적전	-81.1	적전	적전	28.9	47.6	흑전	흑전	적전	흑전	487.0
툼보이	-73.2	-72.8	-107.7	-30.9	79.5	42.7	51.8	4.9	-81.4	198.8	87.2
순이익	-79.5	60.2	-76.3	30.8	209.2	-38.4	179.9	-1.3	-31.2	24.8	37.9

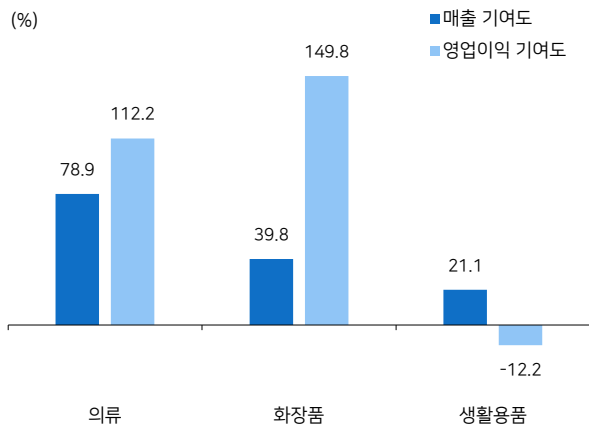
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표6 신세계인터내셔널 화장품 사업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	91.7	56.3	85.4	99.7	92.1	77.7	96.1	119.0	368.0	333.1	384.9	438.5
비디비치	41.2	18.8	38.6	37.0	38.1	37.6	40.5	40.7	229.2	135.6	156.9	171.4
수입브랜드	48.1	35.3	45.4	61.1	51.7	37.7	52.5	74.3	132.0	189.9	216.1	248.5
연작	2.4	2.2	1.4	1.6	1.9	2.0	2.6	3.5	6.8	7.6	10.0	15.1
로이비	-	-	0.0	0.0	0.4	0.4	0.5	0.5	-	0.0	1.8	3.5
(% YoY)												
매출액	-11.1	-26.5	-6.6	3.0	0.4	38.0	12.5	19.4	65.8	-9.5	15.5	13.9
비디비치	-43.2	-59.5	-26.9	-35.5	-7.5	100.0	5.0	10.0	86.4	-40.8	15.7	9.2
수입브랜드	63.1	17.5	17.7	80.4	7.3	6.7	15.6	21.6	34.1	43.9	13.8	15.0
연작	115.0	2,100.0	1,330.0	-71.7	-18.4	-7.9	84.2	121.6	1,260.0	11.1	33.0	50.0

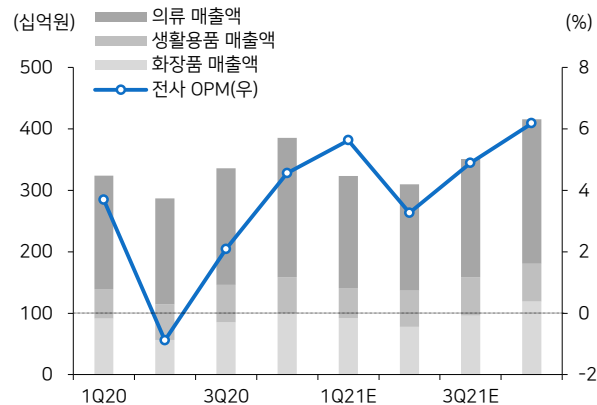
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림1 신세계인터내셔널 부문별 실적 기여도 (1Q21E)



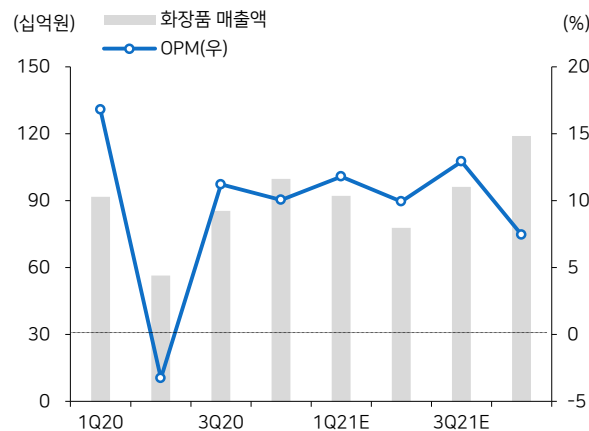
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림2 신세계인터내셔널 부문별 매출액



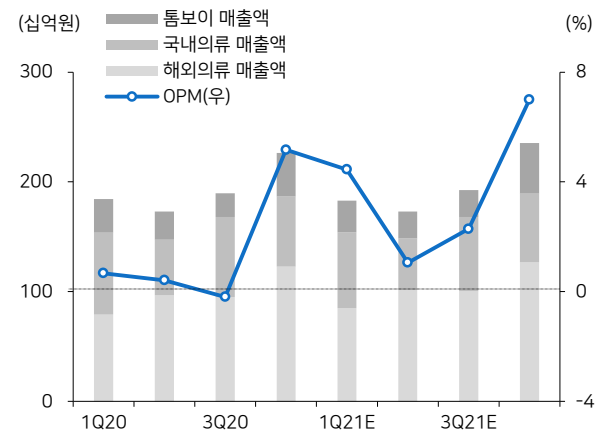
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신세계인터내셔널 화장품 부문 실적



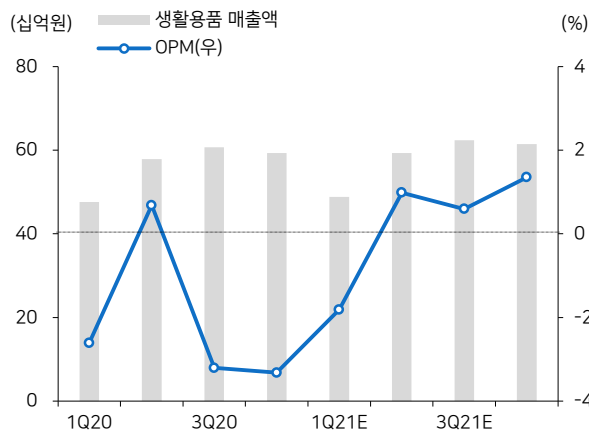
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림4 신세계인터내셔널 의류 부문 실적



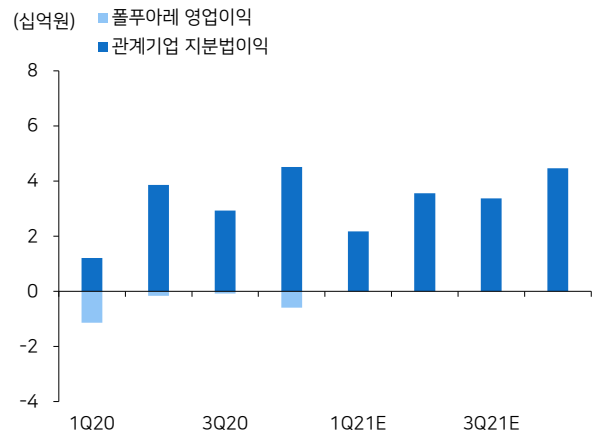
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신세계인터내셔널 생활용품 부문 실적



자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림6 신세계인터내셔널 자회사 이익 추이



자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

신세계인터내셔널 (031430)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,425.0	1,325.5	1,400.7	1,496.1	1,586.6
매출액증가율 (%)	12.9	-7.0	5.7	6.8	6.0
매출원가	588.1	581.7	593.1	618.5	644.6
매출총이익	836.9	743.8	807.6	877.6	941.9
판매관리비	752.4	710.1	736.4	776.2	815.5
영업이익	84.5	33.8	71.3	101.4	126.4
영업이익률	5.9	2.5	5.1	6.8	8.0
금융손익	-8.0	-4.7	-5.3	-5.7	-6.1
종속/관계기업손익	15.0	12.5	13.6	14.3	14.7
기타영업외손익	8.9	11.4	-0.1	-0.4	-0.6
세전계속사업이익	100.4	53.0	79.5	109.6	134.4
법인세비용	26.4	2.1	15.9	21.9	26.9
당기순이익	74.0	51.0	63.6	87.7	107.5
지배주주지분 순이익	74.0	50.9	63.6	87.7	107.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	103.0	104.6	101.4	121.3	138.7
당기순이익(손실)	74.0	51.0	63.6	87.7	107.5
유형자산상각비	49.6	58.2	55.3	50.4	46.4
무형자산상각비	6.1	5.8	6.2	6.2	6.1
운전자본의 증감	-26.1	11.3	-23.6	-22.9	-21.3
투자활동 현금흐름	-25.3	-49.0	-48.0	-48.6	-42.0
유형자산의증가(CAPEX)	-36.4	-39.3	-37.0	-36.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	-14.2	-10.3	-5.0	-5.6	-8.9
재무활동 현금흐름	-85.5	-33.5	-22.7	-26.0	-18.5
차입금의 증감	74.3	-2.1	-14.8	-18.2	-9.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-7.7	22.1	30.8	46.7	78.3
기초현금	12.4	4.7	26.8	57.5	104.2
기말현금	4.7	26.8	57.5	104.2	182.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	436.3	426.8	485.2	559.5	666.7
현금및현금성자산	4.7	26.8	57.5	104.2	182.5
매출채권	106.1	93.6	96.4	100.3	105.9
재고자산	263.4	253.7	276.6	298.7	319.0
비유동자산	692.6	720.7	707.2	699.2	688.7
유형자산	328.2	310.1	291.8	277.4	264.0
무형자산	46.8	67.0	66.8	67.6	61.6
투자자산	154.2	164.5	169.4	175.0	183.9
자산총계	1,128.9	1,147.5	1,192.4	1,258.7	1,355.3
유동부채	292.3	300.2	287.8	273.5	270.1
매입채무	45.2	37.7	39.6	42.6	45.0
단기차입금	55.2	66.4	55.4	39.4	28.4
유동성장기부채	84.6	97.8	97.8	97.8	97.8
비유동부채	237.3	206.1	207.6	209.1	210.2
사채	103.6	42.9	42.9	42.9	42.9
장기차입금	0.0	17.9	17.9	17.9	17.9
부채총계	529.6	506.2	495.4	482.6	480.3
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	119.8	119.8	119.8	119.8	119.8
기타포괄이익누계액	-1.6	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
이익잉여금	443.4	484.8	540.5	619.5	718.4
비지배주주지분	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2
자본총계	599.3	641.2	697.0	776.1	875.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	199,580	185,644	196,173	209,538	222,208
EPS(지배주주)	10,361	7,131	8,901	12,275	15,053
CFPS	20,647	16,136	20,392	23,476	25,865
EBITDAPS	19,629	13,700	18,586	22,125	25,047
BPS	83,650	89,514	97,315	108,390	122,243
DPS	1,100	1,100	1,100	1,200	1,200
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.5	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	21.2	22.6	23.1	16.8	13.7
PCR	10.6	10.0	10.1	8.8	8.0
PSR	1.1	0.9	1.1	1.0	0.9
PBR	2.6	1.8	2.1	1.9	1.7
EBITDA	140.2	97.8	132.7	158.0	178.8
EV/EBITDA	13.9	15.4	13.4	10.8	9.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	8.2	9.5	11.9	13.1
EBITDA 이익률	9.8	7.4	9.5	10.6	11.3
부채비율	88.4	78.9	71.1	62.2	54.9
금융비용부담률	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(x)	8.0	3.4	8.5	12.6	16.1
매출채권회전율(x)	13.7	13.3	14.7	15.2	15.4
재고자산회전율(x)	5.7	5.1	5.3	5.2	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	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 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	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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				커버리지 제외			
2020.07.06	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-37.7	-31.0	
2020.10.05	기업브리프	Buy	210,000	하누리	-26.4	-20.0	
2021.01.13	기업브리프	Buy	220,000	하누리	-19.8	-14.3	
2021.02.09	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-17.3	-11.7	
2021.04.09	기업브리프	Buy	260,000	하누리	-	-	