

2021. 5. 13



▲ 화장품/섬유업
Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **280,000 원**

현재주가 (5.12) **231,500 원**

상승여력 **21.0%**

KOSPI 3,161.66pt

시가총액 16,529억원

발행주식수 714만주

유동주식비율 45.92%

외국인비중 4.33%

52주 최고/최저가 231,500원/135,500원

평균거래대금 136.4억원

주요주주(%)

신세계 외 3 인 54.08

국민연금공단 13.31

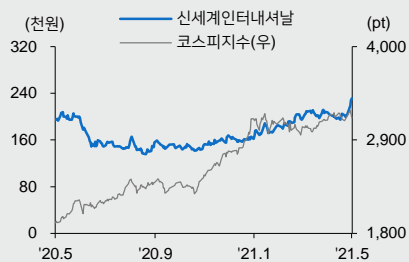
네이버 6.85

주가상승률(%)

절대주가 11.6 51.3 19.0

상대주가 10.6 18.5 -27.6

주가그래프



신세계인터내셔널 031430

1Q21 Review: 훌륭하다

- ✓ 1Q21P: 매출액 3,419억원(+6%), 영업이익 213억원(+78%), 순이익 234억원(+400%)
- ✓ ① 화장품: 수입 호조 → 매출 증가 vs. 할인 증가/브랜드 론칭 비용 → 이익 감소
- ✓ ② 의류: 해외 고가 제품 정상을 확대로 역대 최고 마진율, 국내 여성복 성장 전환
- ✓ ③ 생활용품: 오프라인 효율화 및 신규점 관련 비용 발생 지속
- ✓ 내수 회복 + 보복 소비 + 수입 선호 + 해외 진출 + 자사몰 성장 = 최선호주 유지

1Q21 컨센서스 상회

신세계인터내셔널은 2021년 1분기 매출액 3,419억원(+5.7% YoY; 이하 YoY), 영업이익 213억원(+78.1%), 순이익 234억원(+400.4%)을 기록하면서, 기대치를 상회했다.

[화장품] 매출액과 영업이익으로 각각 921억원(+0.4%), 109억원(-29.2%)을 실현했다. 수입 브랜드 호조가 자체 브랜드 부진을 상쇄했다(브랜드별 추정: 수입 569억원/+18.2%, 비디비치 336억원/-18.4%, 연작 15억원/-33.7%). 판촉 확대 및 신규 브랜드 론칭 비용으로 수익성은 훼손되었다(OPM -5.0%p).

[의류] 매출액 1,960억원(+6.2%), 영업이익은 125억원(+913.8%)에 달했다. 해외패션 선전이 부각된다(매출액 +21.3%, 영업이익 +377.5%). 고가 제품의 정상 판매 증가가 역대 최고 마진율을 이끌었다(OPM 12.1%). 국내패션 또한 개선되고 있다(매출액 -5.0%, 영업이익 흑전). 여성복(보복/지켓 +9.8%, 톱보이 +2.6%)이 성장 전환한 가운데, 수입 브랜드 이관 영향(매출 +125억원 추정)이 또한 한 몫 했다.

[생활용품] 매출액과 영업손실로 각각 538억원(+13.0%), 22억원(적지)을 기록했다. 오프라인 효율화 및 신규점 출점 관련 비용 부담에 기인한다.

투자 의견 Buy(유지) 및 적정주가 280,000원(상향) 제시

신세계인터내셔널에 대한 적정주가를 280,000원으로 +8% 상향한다. 내수 판매 회복과 보복 소비 성향 및 수입 선호 증대까지, 영업 환경이 매우 우호적이다. 브랜드 포트폴리오 다각화를 통한 구조적 외형 성장 또한 계속된다. 4Q21E 자체 럭셔리 화장품 '스위스퍼펙션'과 '뽀아레'의 글로벌 출격 또한 예고되고 있다. 자사몰 S1 빌리지의 성장률은 업계 최고 수준이다(2021E 2,200억원/+70% 추정). 업종 내 최선호주 의견을 유지한다.

(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	1,417.3	84.1	86.9	12,170	70.4	100,584	19.0	2.3	13.3	12.8	68.8
2022E	1,513.2	116.3	110.1	15,426	26.9	114,810	15.0	2.0	10.7	14.3	58.6
2023E	1,604.2	141.1	131.4	18,403	19.3	132,013	12.6	1.8	9.0	14.9	50.8

(십억원, %, %p)	1Q21P	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	341.9	323.4	5.7	381.1	-10.3	338.8	0.9	323.7	5.6
영업이익	21.3	12.0	78.0	17.4	22.4	17.5	21.6	18.2	16.9
순이익	23.4	4.7	400.8	24.8	-5.4	13.6	72.2	14.5	61.5
영업이익률	6.2	3.7	2.5	4.6	1.7	5.2	1.1	5.6	0.6

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,417.3	1,513.2	1,400.7	1,496.1	1.2	1.1	1,425.3	1,515.9
영업이익	84.1	116.3	71.3	101.4	18.0	14.7	74.1	98.0
순이익	86.9	110.1	63.6	87.7	36.6	25.5	62.6	82.7

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 원, 배, %)	NOPLAT/NI	Target PER	적정가치	비고
영업가치 (A)			1,852	(A1)+(A2)+(A3)
화장품 제조 판매 (A1)	화장품	36.0	28	1,024 글로벌 화장품 Peer 평균 PER에 20% 할인 적용
해외브랜드 사입 판매 (A2)	해외패션	39.6	16	651 글로벌 럭셔리 peer 평균 PER에 50% 할인 적용
생활용품 제조 판매 (A3)	자주	0.4	15	6 일본 생활용품 Peer 평균 PER에 20% 할인 적용
지분가치 (B)			172	
신세계사이먼	자문수수료 및 지분법수익	19.6	9	172 국내 유통 Peer 평균 PER 적용
순부채 (C)			50	4Q20 장부가 기준, Banker's Usance 단기 차입금 제외
적정 시가총액 (D)			1,974	(A)+(B)-(C)
주식 수 (E, 천주)			7,140	
적정주가 (원)			280,000	(D)/(E), 반올림
현재주가 (원)			231,500	
상승여력 (%)			21.0	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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	1,653	1,417	1,513	84	116	87	110	19.0	15.0	2.3	2.0	12.8	14.3	13.3	10.7
LG생활건강	23,896	8,544	9,176	1,361	1,492	906	1,004	27.5	24.8	5.0	4.4	17.8	17.2	15.4	14.0
아모레퍼시픽	17,099	4,969	5,533	479	603	343	451	45.3	34.2	3.8	3.5	7.4	9.1	15.8	14.8
L'Oreal	268,228	44,495	47,377	8,510	9,215	6,779	7,343	39.1	36.1	6.0	5.7	15.6	16.3	23.8	22.5
Estee Lauder	121,023	20,510	22,278	3,971	4,517	2,950	3,369	41.8	36.4	17.3	16.3	48.9	51.6	25.1	22.3
Kao	34,048	15,266	15,721	2,050	2,208	1,460	1,578	22.7	20.7	3.3	3.1	14.7	15.0	11.9	11.2
Shiseido	32,477	11,386	12,154	930	1,354	583	837	56.1	38.5	6.1	5.4	11.9	15.9	20.3	16.4
상하이자화	6,647	1,611	1,808	167	220	137	182	49.3	36.8	5.0	4.5	10.5	12.4	34.5	26.9
평균(국내사 제외)								38.0	30.7	6.3	5.8	18.0	19.8	20.8	17.6

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

표5 신세계인터내셔널 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	323.4	287.2	333.8	381.1	341.9	309.0	354.6	411.8	1,325.5	1,417.3	1,513.2
화장품	91.7	56.3	85.4	99.7	92.1	73.1	94.7	113.5	333.1	373.6	421.0
해외의류	79.1	97.0	95.2	122.8	96.0	102.7	102.2	132.7	394.1	433.5	455.2
국내의류	74.7	50.5	73.0	63.9	68.6	46.9	67.9	59.1	262.1	242.5	249.8
생활용품	47.6	57.9	60.7	59.3	53.8	60.6	65.5	63.5	225.4	243.5	255.6
툼보이	30.5	25.5	21.5	39.6	31.3	25.7	24.3	43.1	117.1	124.4	131.5
영업이익	12.0	-2.5	7.0	17.4	21.3	14.2	16.7	31.9	33.8	84.1	116.3
영업이익률	3.7	-0.9	2.1	4.6	6.2	4.6	4.7	7.7	2.5	5.9	7.7
화장품	15.4	-1.8	9.6	10.0	10.9	5.6	9.8	11.3	33.1	37.9	50.3
해외의류	2.4	5.3	5.5	12.7	11.6	9.5	8.7	16.1	26.0	45.9	51.2
국내의류	-1.8	-4.3	-3.7	-3.9	0.5	-1.2	0.6	0.1	-13.6	0.0	7.0
생활용품	-1.2	0.4	-1.9	-2.0	-2.2	0.4	-1.3	1.1	-4.8	-2.0	3.0
툼보이	0.6	-0.3	-2.2	2.9	0.4	-0.2	-1.1	3.6	0.9	2.8	5.1
순이익	4.7	16.3	5.2	24.8	23.4	14.6	15.8	33.1	50.9	86.9	110.1
순이익률	1.4	5.7	1.6	6.5	6.8	4.7	4.5	8.0	3.8	6.1	7.3
(% YoY)											
매출액	-11.6	-4.8	-7.3	-4.1	5.7	7.6	6.2	8.1	-7.0	6.9	6.8
화장품	-11.1	-26.5	-6.6	3.0	0.4	29.8	10.9	13.8	-9.5	12.2	12.7
해외의류	-7.8	10.1	3.7	7.2	21.3	5.9	7.3	8.1	3.6	10.0	5.0
국내의류	-17.3	-13.2	-18.1	-19.3	-8.2	-7.1	-6.9	-7.6	-17.3	-7.5	3.0
생활용품	-0.8	12.5	1.8	1.7	13.0	4.8	7.9	7.2	3.7	8.0	5.0
툼보이	-19.5	-6.7	-23.1	-18.8	2.6	1.0	13.1	8.8	-17.5	6.3	5.7
영업이익	-59.0	적전	-63.4	-19.8	78.0	흑전	140.3	83.6	-60.0	149.6	38.0
화장품	-36.0	적전	-47.0	-26.0	-29.2	흑전	2.0	12.9	-51.5	14.4	32.7
해외의류	10.9	58.3	284.1	61.5	377.5	79.3	57.1	26.5	75.0	76.7	11.4
국내의류	적전	-147.6	-399.7	-18.1	흑전	71.2	흑전	흑전	-308.2	99.9	흑전
생활용품	적전	-81.1	적전	적전	-74.1	4.8	33.8	흑전	적전	58.4	흑전
툼보이	-73.2	-72.8	-107.7	-30.9	-30.1	39.9	51.9	27.2	-81.4	200.8	81.0
순이익	-79.5	60.2	-76.3	30.8	400.8	-10.3	201.8	33.7	-31.2	70.6	26.7

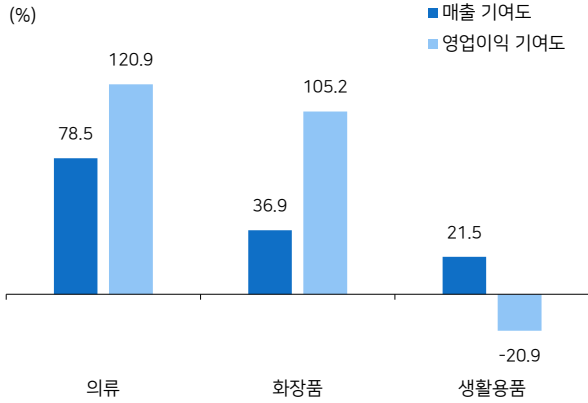
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표6 신세계인터내셔널 화장품 사업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	91.7	56.3	85.4	99.7	92.1	73.1	94.7	113.5	368.0	143.2	373.6	421.0
비디비치	41.2	18.8	38.6	37.0	33.6	25.4	39.0	40.7	229.2	135.6	138.6	146.1
수입브랜드	48.1	35.3	45.4	61.1	56.9	45.5	52.9	68.4	132.0	189.9	223.7	257.3
연작	2.4	2.2	1.4	1.6	1.6	1.9	2.4	3.9	6.8	7.6	9.8	14.7
(% YoY)												
매출액	-11.1	-26.5	-6.6	3.0	0.4	29.8	10.9	13.8	65.8	-61.1	161.0	12.7
비디비치	-43.2	-59.5	-26.9	-35.5	-18.4	35.0	1.0	9.9	86.4	-40.8	2.2	5.4
수입브랜드	63.1	17.5	17.7	80.4	18.2	28.8	16.6	12.0	34.1	43.9	17.8	15.0
연작	115.0	2,100.0	1,330.0	-71.7	-33.7	-15.0	70.1	153.3	1,260.0	11.1	30.0	50.0

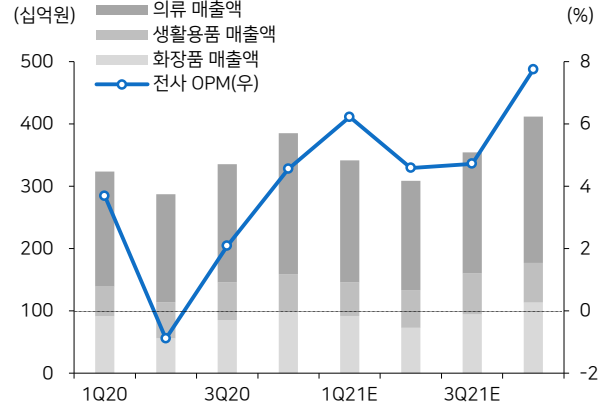
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림1 신세계인터내셔널 부문별 실적 기여도 (1Q21P)



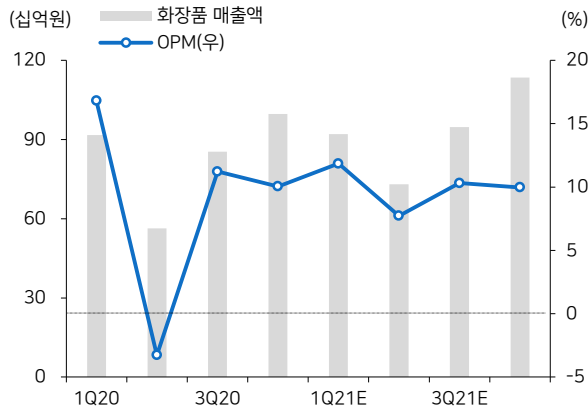
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림2 신세계인터내셔널 부문별 매출액



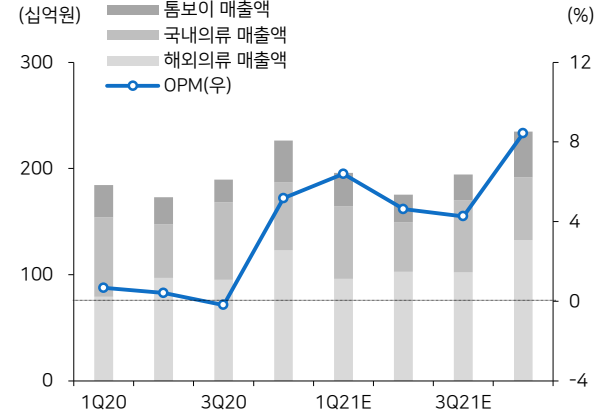
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신세계인터내셔널 화장품 부문 실적



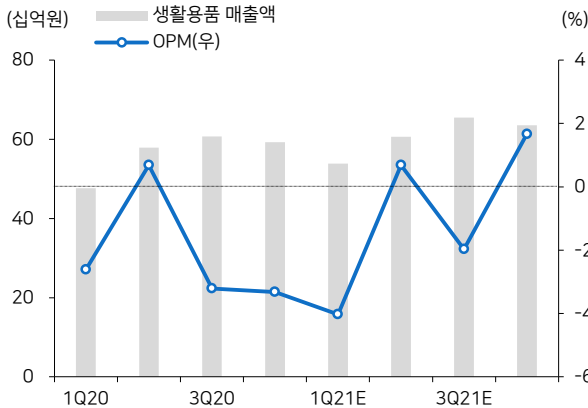
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림4 신세계인터내셔널 의류 부문 실적



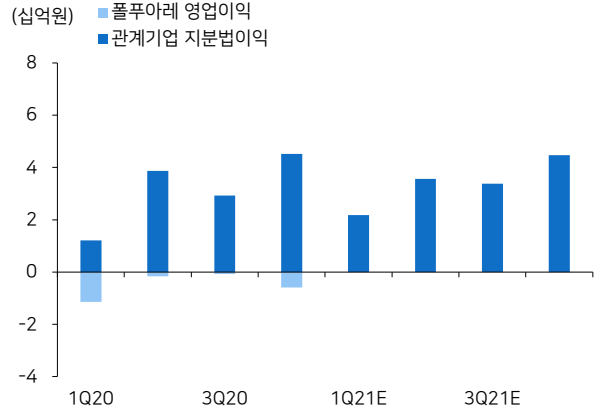
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

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	1,417.3	1,513.2	1,604.2
매출액증가율 (%)	12.9	-7.0	6.9	6.8	6.0
매출원가	588.1	581.7	581.5	605.2	631.5
매출총이익	836.9	743.8	835.9	908.0	972.7
판매관리비	752.4	710.1	751.8	791.7	831.7
영업이익	84.5	33.8	84.1	116.3	141.1
영업이익률	5.9	2.5	5.9	7.7	8.8
금융손익	-8.0	-4.7	0.1	1.4	2.8
중속/관계기업손익	15.0	12.5	13.6	14.3	14.7
기타영업외손익	8.9	11.4	8.8	3.3	2.7
세전계속사업이익	100.4	53.0	106.6	135.2	161.3
법인세비용	26.4	2.1	19.7	25.0	29.8
당기순이익	74.0	51.0	86.8	110.2	131.5
지배주주지분 순이익	74.0	50.9	86.9	110.1	131.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	103.0	104.6	124.4	143.4	162.6
당기순이익(손실)	74.0	51.0	86.8	110.2	131.5
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	-23.8	-23.4	-21.3
투자활동 현금흐름	-25.3	-49.0	-48.0	-48.6	-42.4
유형자산의증가(CAPEX)	-36.4	-39.3	-37.0	-36.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	-14.2	-10.3	-5.0	-5.6	-9.3
재무활동 현금흐름	-85.5	-33.5	-22.7	-26.0	-18.4
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	53.8	68.7	101.7
기초현금	12.4	4.7	26.8	80.5	149.2
기말현금	4.7	26.8	80.5	149.2	251.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	436.3	426.8	508.2	604.5	735.6
현금및현금성자산	4.7	26.8	80.5	149.2	251.0
매출채권	106.1	93.6	96.4	100.3	106.1
재고자산	263.4	253.7	276.6	298.7	319.0
비유동자산	692.6	720.7	707.2	699.2	689.1
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	184.3
자산총계	1,128.9	1,147.5	1,215.4	1,303.7	1,424.6
유동부채	292.3	300.2	287.8	273.2	270.1
매입채무	45.2	37.7	39.6	42.3	44.8
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	207.4	208.7	209.9
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	495.2	481.9	479.9
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	563.8	665.4	788.2
비지배주주지분	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2
자본총계	599.3	641.2	720.2	821.8	944.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	199,580	185,644	198,505	211,927	224,683
EPS(지배주주)	10,361	7,131	12,170	15,426	18,403
CFPS	20,647	16,136	24,093	26,814	29,210
EBITDAPS	19,629	13,700	20,389	24,205	27,100
BPS	83,650	89,514	100,584	114,810	132,013
DPS	1,100	1,100	1,100	1,200	1,200
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	21.2	22.6	19.0	15.0	12.6
PCR	10.6	10.0	9.6	8.6	7.9
PSR	1.1	0.9	1.2	1.1	1.0
PBR	2.6	1.8	2.3	2.0	1.8
EBITDA	140.2	97.8	145.6	172.8	193.5
EV/EBITDA	13.9	15.4	13.3	10.7	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	8.2	12.8	14.3	14.9
EBITDA 이익률	9.8	7.4	10.3	11.4	12.1
부채비율	88.4	78.9	68.8	58.6	50.8
금융비용부담률	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(x)	8.0	3.4	10.0	14.5	18.0
매출채권회전율(x)	13.7	13.3	14.9	15.4	15.5
재고자산회전율(x)	5.7	5.1	5.3	5.3	5.2

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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	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

신세계인터넷내셔널 (031430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-21.2	-11.0	
2021.05.13	기업브리프	Buy	280,000	하누리	-	-	