



화장품/섬유의복

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

Buy

적정주가 (12개월)	280,000 원
현재주가 (8.12)	201,500 원
상승여력	39.0%
KOSPI	3,208.38pt
시가총액	14,387억원
발행주식수	714만주
유동주식비율	45.95%
외국인비중	5.74%
52주 최고/최저가	236,000원/135,500원
평균거래대금	73.4억원
주요주주(%)	
신세계 외 1 인	54.05
국민연금공단	13.36
네이버	6.85
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	1.0 8.6 27.5
상대주가	2.2 5.0 -3.3

주가그래프



신세계인터내셔날 031430

2Q21 Review: 바닥 다졌다

- ✓ 2Q21: 매출액 3,407억원(+19%), 영업이익 265억원(흑전), 순이익 191억원(+17%)
- ✓ ① 화장품: 수입(+64%) 강세 & 자체(비디 +2%, 연작 +91%) 회복 = 영업이익 흑전
- ✓ ② 의류: 해외(매출 +16%/OPM 15%) 정상을 상승, 국내(매출 +9%/흑전) 성장 전환
- ✓ ③ 생활용품: 임대차 계약 변경(고정 → 변동) = 영업이익 +113%
- ✓ 제품(수입 선호 → P↑) 및 채널(운영 효율화 → C↓) 구조적 체질 개선 기대

2Q21 실적 서프라이즈

신세계인터내셔널은 2021년 2분기 매출액 3,407억원(+18.6% YoY; 이하 YoY), 영업이익 265억원(흑전), 순이익 191억원(+17.4%)을 기록하면서, 시장 기대치를 크게 상회했다(컨센서스 대비 매출액 +5.3%, 영업이익 +64.6%). 해외의류/화장품의 정상 판매 증가에 국내의류/생활용품의 운영 효율화에 기인한다.

[화장품] 매출액과 영업이익으로 각각 814억원(+44.6%), 78억원(흑전; OPM 9.5%)을 실현했다. 수입 브랜드 강세에 자체 브랜드 회복이 더해졌다(브랜드별: 수입 590억 원/+64%, 비디비치 192억원/+2%, 연작 27억원/+91%, 로이비&뿌아레 5억원/신규).

[의류] 매출액 1,949억원(+12.7%), 영업이익은 172억원(+2,309.4%)에 달했다. 해외패션 선전이 부각된다(매출액 +15.9%, 영업이익 +206.1%). 고가 제품의 정상 판매 증가가 역대 최고 마진율을 이끌었다(OPM 14.5%). 국내패션도 호조였다(톰보이 합산 매출액 +8.6%, 영업이익 흑전). 여성복 기저, 수입 브랜드 이관 및 인력 감축 모두 주효했다. **[생활용품]** 매출액과 영업이익으로 각각 622억원(+7.4%), 8억원(+112.9%)을 기록했다. 임대차 계약 변경(고정 임대료 → 변동 임대료)으로 증익 폭이 컸다.

투자의견 Buy 및 적정주가 280,000원 유지

바닥은 충분히 다졌다(12개월 선행 PER 12.3배). 구조적 체질 개선이 기대되는 바, 매수 접근을 추천한다. ① 제품: 수입품 선호 증가에 따른 수혜가 계속된다. 단가는 높고, 할인율은 낮아 매출과 이익 모두에 긍정적이다. 2021E 수입 화장품(OPM 18%) 및 해외패션(OPM 12%) 합산 매출 비중은 47%이다. ② 채널: 매장 효율화를 통한 수익성 개선 또한 유효하다. 2021E 국내의류 및 생활용품의 BEP 전환이 연결 영업이익을 +19% 끌어올리겠다. 자사물(+53.6%)의 고성장도 한 몫 한다.

(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	1,454.5	99.8	103.4	14,485	100.7	101,836	13.9	2.0	10.7	15.1	65.2
2022E	1,567.5	124.2	124.9	17,490	21.6	118,225	11.5	1.7	9.0	15.9	54.7
2023E	1,664.4	144.7	143.2	20,050	14.6	137,075	10.1	1.5	7.6	15.7	47.0

표1 신세계인터내셔날 2Q21P 실적 Review

(십억원, %, %p)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	340.7	287.2	18.6	341.9	-0.4	323.5	5.3	314.6	8.3
영업이익	26.5	-2.5	흑전	21.3	24.6	16.1	64.6	15.5	71.0
순이익	19.1	16.3	17.4	23.4	-18.5	14.3	33.5	15.8	20.8
영업이익률	7.8	-0.9	8.6	6.2	1.5	5.0	2.8	4.9	2.9

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표2 신세계인터내셔날 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,454.5	1,567.5	1,426.6	1,523.0	2.0	2.9	1,444.5	1,549.7
영업이익	99.8	124.2	85.7	117.9	16.5	5.3	83.8	105.5
순이익	103.3	124.9	88.8	112.9	16.3	10.6	76.2	91.3

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표3 신세계인터내셔날 적정주가 산정

(십억원, 원, 배, %)	NOPLAT/NI	Target PER	적정가치 비고
영업가치 (A)	1,778 (A1) + (A2) + (A3) + (A4)		
화장품 제조 판매 (A1) 화장품	38.1	25.1	955 글로벌 화장품 Peer 평균 PER에 45% 할인 적용
해외브랜드 사업 판매 (A2) 해외패션	46.8	13.1	615 글로벌 럭셔리 Peer 평균 PER에 75% 할인 적용
국내브랜드 자체 (A3) 해외패션	12.3	14.3	176 글로벌 내셔널 의류 Peer 평균 PER 적용
생활용품 제조 판매 (A4) 자주	2.3	14.0	32 일본 생활용품 Peer 평균 PER에 20% 할인 적용
지분가치 (B)	239		
신세계사이언스	자문수수료 및 지분법수익	21.3	11.2 239 국내 유통 Peer 평균 PER 적용
순부채 (C)	50 4Q20 장부가 기준, Banker's Usance 단기 차입금 제외		
적정 시가총액 (D)	1,967 (A)+(B)-(C)		
주식 수 (E, 천주)			7,140
적정주가 (원)	280,000 (D)/(E), 반올림		

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
신세계인터내셔날	1,439	1,455	1,568	100	124	103	125	13.9	11.5	2.0	1.7	15.1	15.9	10.7	9.0
LG생활건강	22,194	8,352	8,849	1,309	1,410	860	937	30.4	27.9	5.5	4.8	17.2	16.7	17.2	15.8
아모레퍼시픽	13,124	4,939	5,358	414	457	291	336	49.9	43.2	3.5	3.3	6.4	7.0	15.8	16.6
L'Oreal	301,394	41,916	45,224	7,992	8,755	6,406	6,963	47.2	43.0	7.3	6.9	15.4	16.1	28.7	26.5
Estee Lauder	136,190	18,380	21,007	3,416	4,050	2,609	3,003	52.7	45.7	22.3	18.6	47.9	48.8	32.4	27.6
Shiseido	31,790	10,908	11,468	419	934	415	622	81.0	51.9	6.0	5.6	7.7	11.7	28.0	19.5
Kao	33,336	15,040	15,664	1,869	2,073	1,342	1,474	25.0	22.6	3.4	3.2	13.7	14.6	12.4	11.6
상하이자화	6,088	1,470	1,662	113	174	93	141	65.1	43.3	4.9	4.5	7.5	10.7	41.0	29.5
평균(국내사 제외)								47.5	38.7	9.5	8.3	21.1	22.6	28.6	23.8

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출.

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 신세계인터내셔널 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	323.4	287.2	333.8	381.1	341.9	340.7	354.2	417.6	1,325.5	1,454.5	1,567.5
화장품	91.7	56.3	85.4	99.7	92.1	81.4	85.3	101.1	333.1	359.9	420.7
해외의류	79.1	97.0	95.2	122.8	96.0	112.4	105.2	135.8	394.1	449.3	476.2
국내의류	74.7	50.5	73.0	63.9	68.6	59.6	74.3	70.1	262.1	272.6	280.8
생활용품	47.6	57.9	60.7	59.3	53.8	62.2	65.2	64.7	225.4	245.9	258.2
틈보이	30.5	25.5	21.5	39.6	31.3	22.9	24.3	45.9	117.1	124.4	131.5
영업이익	12.0	-2.5	7.0	17.4	21.3	26.5	20.3	31.7	33.8	99.8	124.2
영업이익률	3.7	-0.9	2.1	4.6	6.2	7.8	5.7	7.6	2.5	6.9	7.9
화장품	15.4	-1.8	9.6	10.0	10.9	7.8	9.6	10.5	33.1	38.7	50.3
해외의류	2.4	5.3	5.5	12.7	11.6	16.3	10.9	14.3	26.0	53.0	59.0
국내의류	-1.8	-4.3	-3.7	-3.9	0.5	-0.3	-0.8	0.6	-13.6	-0.01	2.8
생활용품	-1.2	0.4	-1.9	-2.0	-2.2	0.8	0.8	0.7	-4.8	0.2	4.1
틈보이	0.6	-0.3	-2.2	2.9	0.4	1.2	-0.1	3.5	0.9	4.9	7.3
순이익	4.7	16.3	5.2	24.8	23.4	19.1	19.1	41.7	50.9	103.3	124.9
순이익률	1.4	5.7	1.6	6.5	6.8	5.6	5.4	10.0	3.8	7.1	8.0
(% YoY)											
매출액	-11.6	-4.8	-7.3	-4.1	5.7	18.6	6.1	9.6	-7.0	9.7	7.8
화장품	-11.1	-26.5	-6.6	3.0	0.4	44.6	-0.2	1.5	-9.5	8.0	16.9
해외의류	-7.8	10.1	3.7	7.2	21.3	15.9	10.4	10.6	3.6	14.0	6.0
국내의류	-17.3	-13.2	-18.1	-19.3	-8.2	18.0	1.8	9.6	-17.3	4.0	3.0
생활용품	-0.8	12.5	1.8	1.7	13.0	7.4	7.5	9.2	3.7	9.1	5.0
틈보이	-19.5	-6.7	-23.1	-18.8	2.5	-10.0	13.1	15.9	-17.5	6.3	5.7
영업이익	-59.0	적전	-63.4	-19.8	78.1	흑전	191.4	82.3	-60.0	195.5	24.4
화장품	-36.0	적전	-47.0	-26.0	-29.2	흑전	-0.2	4.5	-51.5	16.7	29.9
해외의류	10.9	58.3	284.1	61.5	377.5	206.1	95.8	12.2	75.0	103.8	11.4
국내의류	적전	-147.6	-399.7	-18.1	흑전	적지	적지	흑전	-308.2	적지	흑전
생활용품	적전	-81.1	적전	적전	적지	112.9	흑전	흑전	적전	흑전	1,821.5
틈보이	-73.2	-72.8	-107.7	-30.9	-36.0	흑전	적지	21.1	-81.4	428.5	48.6
순이익	-79.5	60.2	-76.3	30.8	400.4	17.4	265.0	68.4	-31.2	102.8	20.9

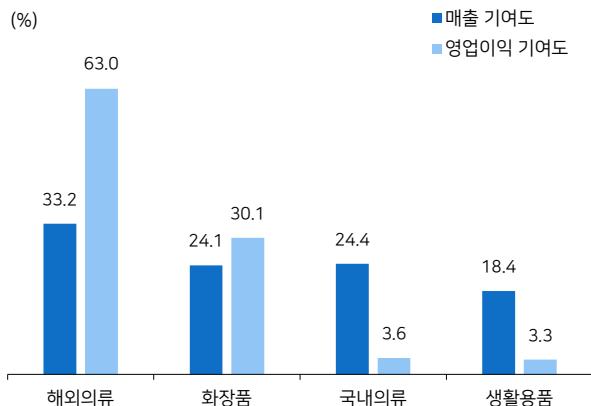
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표6 신세계인터내셔널 화장품 사업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	91.7	56.3	85.4	99.7	92.1	81.4	85.3	100.8	368.0	333.1	359.9	420.7
비디비치	41.2	18.9	38.6	37.0	33.6	19.2	27.0	37.0	229.2	135.7	116.8	137.3
수입브랜드	48.2	36.0	45.4	61.1	56.9	59.0	55.2	61.2	132.0	190.7	232.3	267.1
연작	2.3	1.4	1.4	1.6	1.6	2.7	2.5	2.0	6.8	6.7	8.7	12.2
(% YoY)												
매출액	-11.1	-26.5	-6.6	3.0	0.4	44.6	-0.2	1.2	65.8	-9.5	8.0	16.9
비디비치	-43.2	-59.3	-26.9	-35.5	-18.4	1.7	-30.0	0.0	86.4	-40.8	-13.9	17.5
수입브랜드	63.3	19.7	17.7	80.4	18.1	63.9	21.6	0.1	34.1	44.4	21.8	15.0
연작	110.0	1,330.0	1,330.0	-71.7	-32.1	90.8	71.7	28.0	1,260.0	-1.0	30.0	40.0

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

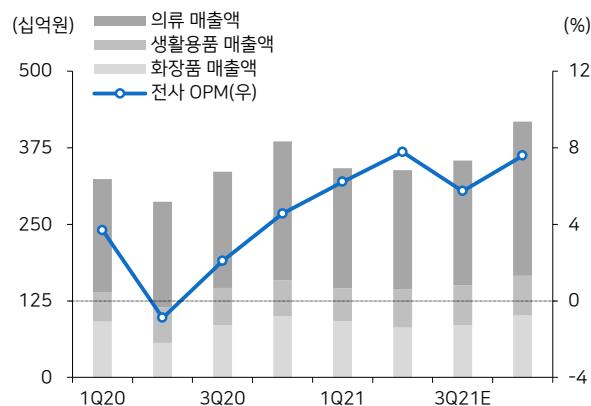
그림1 신세계인터내셔날 부문별 실적 기여도 (2Q21P)



주: 국내의류는 투보이 합산 기준

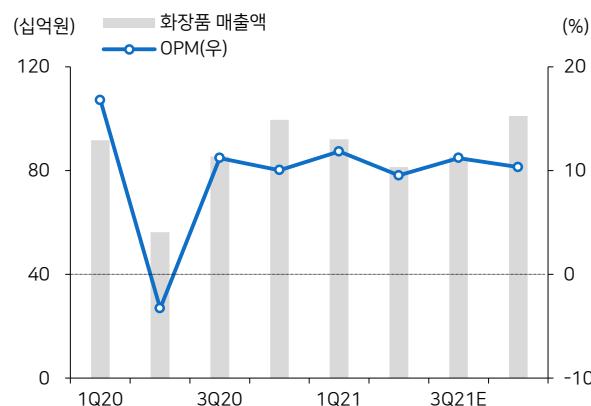
자료: 신세계인터내셔날, 메리츠증권 리서치센터

그림2 신세계인터내셔날 부문별 매출액



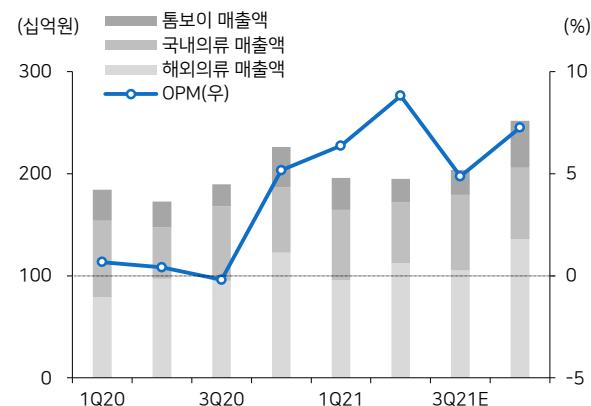
자료: 신세계인터내셔날, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신세계인터내셔날 화장품 부문 실적



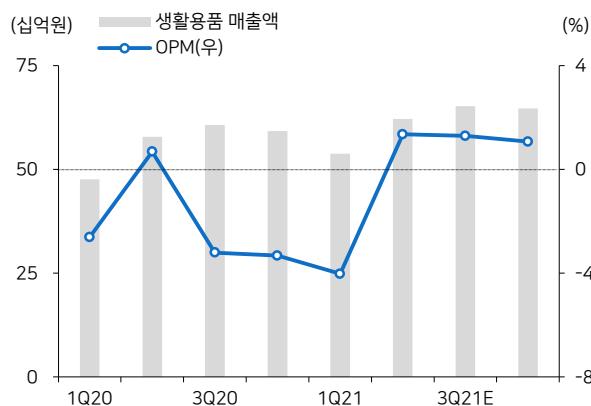
자료: 신세계인터내셔날, 메리츠증권 리서치센터

그림4 신세계인터내셔날 의류 부문 실적



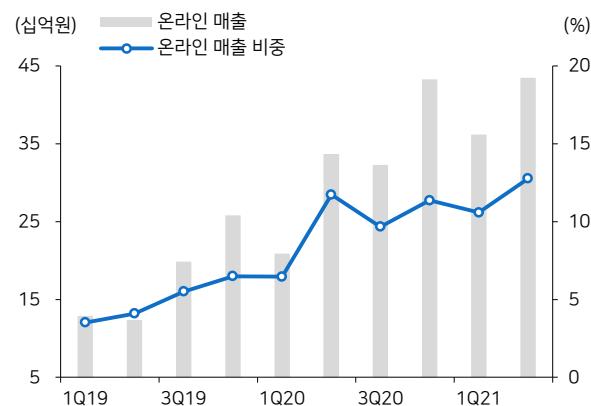
자료: 신세계인터내셔날, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신세계인터내셔날 생활용품 부문 실적



자료: 신세계인터내셔날, 메리츠증권 리서치센터

그림6 신세계인터내셔날 온라인 매출액



자료: 신세계인터내셔날, 메리츠증권 리서치센터

신세계인터내셔널 (031430)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,425.0	1,325.5	1,454.5	1,567.5	1,664.4
매출액증가율 (%)	12.9	-7.0	9.7	7.8	6.2
매출원가	588.1	581.7	598.3	632.3	662.7
매출총이익	836.9	743.8	856.2	935.2	1,001.7
판매관리비	752.4	710.1	756.4	811.0	857.1
영업이익	84.5	33.8	99.8	124.2	144.7
영업이익률	5.9	2.5	6.9	7.9	8.7
금융손익	-8.0	-4.7	0.1	1.4	2.8
종속/관계기업손익	15.0	12.5	14.1	15.6	16.4
기타영업외손익	8.9	11.4	10.9	10.4	9.9
세전계속사업이익	100.4	53.0	124.8	151.6	173.8
법인세비용	26.4	2.1	22.5	27.3	31.3
당기순이익	74.0	51.0	102.3	124.3	142.5
지배주주지분 순이익	74.0	50.9	103.4	124.9	143.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	103.0	104.6	113.0	154.7	172.3
당기순이익(손실)	74.0	51.0	102.3	124.3	142.5
유형자산상각비	49.6	58.2	56.7	51.6	47.3
무형자산상각비	6.1	5.8	4.9	4.1	3.7
운전자본의 증감	-26.1	11.3	-45.9	-25.4	-21.2
투자활동 현금흐름	-25.3	-49.0	-34.6	-41.6	-42.4
유형자산의증가(CAPEX)	-36.4	-39.3	-40.4	-36.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	-14.2	-10.3	-5.0	-5.6	-9.3
재무활동 현금흐름	-85.5	-33.5	-44.2	-26.0	-18.4
차입금의 증감	74.3	-2.1	-35.4	-18.2	-9.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-7.7	22.1	34.1	87.0	111.5
기초현금	12.4	4.7	26.8	60.8	147.8
기말현금	4.7	26.8	60.8	147.8	259.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	436.3	426.8	498.3	615.4	756.1
현금및현금성자산	4.7	26.8	60.8	147.8	259.2
매출채권	106.1	93.6	101.1	107.2	112.6
재고자산	263.4	253.7	281.7	304.2	324.9
비유동자산	692.6	720.7	704.7	690.7	682.0
유형자산	328.2	310.1	297.3	281.7	267.5
무형자산	46.8	67.0	64.7	60.6	56.9
투자자산	154.2	164.5	169.4	175.0	184.4
자산총계	1,128.9	1,147.5	1,203.0	1,306.1	1,438.1
유동부채	292.3	300.2	218.5	203.9	200.8
매입채무	45.2	37.7	39.6	42.3	44.8
단기차입금	55.2	66.4	38.7	22.7	11.7
유동성장기부채	84.6	97.8	45.2	45.2	45.2
비유동부채	237.3	206.1	256.4	257.7	258.9
사채	103.6	42.9	101.1	101.1	101.1
장기차입금	0.0	17.9	17.5	17.5	17.5
부채총계	529.6	506.2	475.0	461.6	459.7
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	-0.9	-0.9	-0.9
이익잉여금	443.4	484.8	572.5	689.6	824.1
비지배주주지분	2.0	2.1	0.9	0.4	-0.2
자본총계	599.3	641.2	728.1	844.5	978.5

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	199,580	185,644	203,711	219,544	233,111
EPS(지배주주)	10,361	7,131	14,485	17,490	20,050
CFPS	20,647	16,136	25,604	29,529	31,550
EBITDAPS	19,629	13,700	22,590	25,187	27,406
BPS	83,650	89,514	101,836	118,225	137,075
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	13.9	11.5	10.1
PCR	10.6	10.0	7.9	6.8	6.4
PSR	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9
PBR	2.6	1.8	2.0	1.7	1.5
EBITDA	140.2	97.8	161.3	179.8	195.7
EV/EBITDA	13.9	15.4	10.7	9.0	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	8.2	15.1	15.9	15.7
EBITDA 이익률	9.8	7.4	11.1	11.5	11.8
부채비율	88.4	78.9	65.2	54.7	47.0
금융비용부담률	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(X)	8.0	3.4	12.2	16.1	19.2
매출채권회전율(X)	13.7	13.3	14.9	15.0	15.1
재고자산회전율(X)	5.7	5.1	5.4	5.4	5.3

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 간접 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	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

신세계인터넷내셔날 (031430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2019.07.24	기업브리프	Buy	250,000	양지혜	-25.6	-14.2	(원)	300,000
2019.11.13	산업분석	Buy	280,000	양지혜	-24.2	-17.7	300,000	300,000
2019.12.31			Univ Out.	-	-28.0	-	300,000	300,000
2020.07.06	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-37.7	-31.0	200,000	200,000
2020.10.05	기업브리프	Buy	210,000	하누리	-26.4	-20.0	200,000	200,000
2021.01.13	기업브리프	Buy	220,000	하누리	-19.8	-14.3	100,000	100,000
2021.02.09	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-17.3	-11.7	100,000	100,000
2021.04.09	기업브리프	Buy	260,000	하누리	-21.2	-11.0	100,000	100,000
2021.05.10	기업브리프	Buy	280,000	하누리	-20.0	-10.0	100,000	100,000

