

# SK COMPANY Analysis



Analyst

조은애

goodkid@sk.com

02-3773-8826

## Company Data

자본금	357 억원
발행주식수	714 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,077 억원
주요주주	
(주)신세계(외3)	67.98%
국민연금공단	7.27%
외국인지분률	3.40%
배당수익률	0.80%

## Stock Data

주가(16/11/15)	71,100 원
KOSPI	19,744 pt
52주 Beta	0.67
52주 최고가	115,500 원
52주 최저가	62,500 원
60일 평균 거래대금	21 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.7%	-10.5%
6개월	-7.4%	-7.8%
12개월	-32.3%	-32.3%

신세계인터내셔널 (031430/KS | 매수(유지) | T.P 91,000 원(유지))

3Q16 Review: 이익 개선폭 기대 이하였으나 전 사업부 이익률 개선 확인

3Q16 매출액 2,448 억원(+6% YoY), 영업이익 6 억원(흑자전환 YoY)

- 3Q16 누적 영업이익은 116 억원(+17% YoY)으로 3 년래 최대

- 영업이익 개선은 국내 브랜드 매출 성장 및 살로몬 철수에 따른 영업비용 감소에 기인

- 다만, 이익 개선폭이 기대에 못 미쳤는데 이는 O2O 사업 개시에 따른 비용 발생 때문

- 동사 중장기 투자포인트인 ① JAU 성장, ② 지분가치 확대에 대한 의견 유지

3Q16 Review: 3 년래 최대 3 분기 누적 영업이익(116 억원, +17% YoY) 기록

3Q16 매출액은 2,448 억원(+6% YoY), 영업이익은 6 억원(흑자전환 YoY)을 기록하면서 3 년래 최대 3 분기 누적 영업이익을 기록했다. 매출액은 SK 추정치(2,441 억원)에 부합했으나 영업이익은 추정치(21 억원)를 하회했다. 이익 개선폭이 기대에 못 미친 것은 당사 온라인몰인 SI 빌리지 오픈에 따른 비용(10 억원 내외) 발생에 기인한다.

중장기 투자포인트인 ① JAU 성장, ② 지분가치(아울렛) 확대 의견을 유지

'16 년 예상 JAU 와 신세계사이먼(아울렛) 매출액은 각각 1,942 억원(+11% YoY, OPM 8%), 1,259 억원(+8% YoY, OPM 43%)를 전망한다. 두 사업부의 '16 년 예상 이익 기여도(영업이익+관계기업투자손익)는 59%로 향후 동사 이익 방향성의 주 관전 포인트가 될 것이다. JAU 사업부는 최근 이마트(70~100 평)를 벗어난 대형 가두점 형태(200 평 이상)로의 출점으로 점당 매출의 견조한 증가세가 이어지고 있는 것으로 추정된다. 신세계사이먼(아울렛)은 기타 유통채널 대비 양호한 집객 효과와 내년도 출점(시흥)으로 안정적인 지분가치 확대가 가능할 전망이다.

현재 주가 수준 '17F PER 11 배

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 91,000 원을 유지한다. '16~'18 년은 동사 핵심사업부 성장과 Captive 유통사(신세계) 출점에 따른 실적 모멘텀이 지속될 전망이다. '16 년 예상 연간 매출액은 1.2 조원(+7% YoY), 영업이익 286 억원(+43% YoY)이다. 현재 주가는 '16F PER 31 배, '17F PER 11 배로 저평가 되어 있다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	8,031	9,119	10,052	10,767	11,790	12,870
yoy	%	1.6	13.5	10.2	7.1	9.5	9.2
영업이익	억원	221	159	199	286	432	510
yoy	%	-28.4	-28.2	25.6	43.3	51.1	18.3
EBITDA	억원	399	419	513	618	772	865
세전이익	억원	391	258	255	252	607	696
순이익(지배주주)	억원	324	204	211	163	460	527
영업이익률%	%	2.8	1.7	2.0	2.7	3.7	4.0
EBITDA%	%	5.0	4.6	5.1	5.7	6.5	6.7
순이익률	%	3.9	2.1	2.1	1.5	3.9	4.1
EPS	원	4,537	2,863	2,958	2,280	6,439	7,381
PER	배	19.8	39.8	34.7	31.2	11.0	9.6
PBR	배	1.5	1.8	1.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	21.6	26.9	20.9	14.2	11.2	9.9
ROE	%	7.7	4.6	4.6	3.5	9.3	9.7
순차입금	억원	2,160	3,102	3,372	3,629	3,514	3,380
부채비율	%	73.2	97.4	96.7	103.0	96.1	90.4

### 3Q16 매출액 +6% YoY, 영업이익 흑자전환(YoY)

동사 3Q16 매출액은 2,448 억원(+6% YoY), 영업이익은 6 억원(흑자전환 YoY)를 기록했다. 사업부별로는 JAJU(라이프스타일) 매출액이 전년도 높은 베이스(3Q15 +10% YoY)에도 +9% YoY 증가했다. 이는 대형매장 출점으로 매장당 면적 확대와 상품군 다양화로 ASP 상승 효과가 동시에 나타난 것으로 추정된다. 국내브랜드(여성복, SPA, 코스메틱)는 +18% YoY(3Q15 +16%)의 매출증가세를 기록했다. 특히, 코스메틱 사업부 매출액은 면세점 등 출점으로 두 배 이상 증가했다.

영업이익은 6 억원으로 흑자전환(YoY, OPM 0.2%)했다. 전 사업부 마진이 개선되었으나 개선폭이 SK 추정치(21 억원)를 하회한 것은 O2O 사업 개시에 따른 비용 발생에 기인한다. 당기(3Q)에 반영된 온라인몰 비용은 총 10 억원 내외로 파악되는데 비용은 초기 마케팅 비용이 60% 수준을 차지하고 있는 것으로 추정된다. 광고선전비는 동사 브랜드 제휴사이트 등 온라인 채널 위주로 집행되었다.

패션기업의 온라인몰 유지비용(서버비용, 상품촬영비, 배송비)은 상대적으로 크지 않다. 다만, 온라인몰 운영 특성상 초기 마케팅 비용(광고비 등)이 추가로 집행될 것으로 예상됨에 따라 실적 추정은 소폭 하향 조정하였다. 동사의 차별화 된 브랜드 구성(명품 등) 감안할 때 내년도 온라인 운영 BEP 달성을 전망한다.

동사가 운영하는 온라인 몰 'SI 빌리지([www.sivillage.com](http://www.sivillage.com))'에서는 동사가 국내 판권을 보유한 고가의 명품 브랜드부터 중저가 의류 브랜드, 화장품, 라이프스타일(JAJU) 등 총 32 개 브랜드 제품을 구입할 수 있다.

신세계인터내셔널 사업부별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	2,417	2,270	2,300	3,065	2,482	2,360	2,448	3,478	10,052	10,767	11,790
패션1본부(해외)	939	910	905	1,255	895	898	877	1,381	4,009	4,052	4,290
패션2본부(국내, 화장품)	789	682	737	898	848	739	867	1,028	3,106	3,482	3,856
라이프스타일	389	436	432	489	425	466	478	573	1,746	1,942	2,177
툼보이	284	231	217	428	309	260	232	496	1,159	1,298	1,467
매출액성장률(% YoY)	17.9%	15.5%	4.5%	5.7%	2.7%	3.9%	6.4%	13.5%	10.2%	7.1%	9.5%
패션1본부(해외)	-5.0%	0.1%	-8.0%	-4.7%	-4.7%	-1.3%	-3.0%	10.0%	-4.5%	1.1%	5.9%
패션2본부(국내, 화장품)	14.7%	16.6%	16.1%	12.9%	7.5%	8.4%	17.6%	14.5%	14.9%	12.1%	10.7%
라이프스타일	15.1%	11.1%	9.6%	11.2%	9.4%	7.0%	9.3%	17.0%	11.7%	11.2%	12.1%
툼보이	30.3%	28.8%	26.2%	28.0%	8.9%	12.9%	7.0%	16.0%	28.4%	12.0%	13.0%
영업이익	80	37	(18)	100	35	75	6	170	199	286	432
관계기업투자손익	18	15	19	50	14	7	20	58	103	98	154

자료: 신세계인터내셔널 SK 증권

## SI 빌리지(온라인몰) 운영 내용

URL	www.sivillage.com
서버 운영 방식	별도의 자체 서버
운영방식	사내
운영인력	10명 내외
VS. 오프라인 가격	할인&정가 제품 모두 구성
가격대	30,000~10,000,000대 까지 다양
브랜드 수	32개
구성 브랜드	ALEXANDER WANG, ANYA HINDMARCH, ARMANI, DSQUARED2 STUDIO TOMBOY, MAN ON THE BOON, VOV, G-CUT DU 등

자료 : 신세계인터넷내셔널, SK 증권

## 인터넷 쇼핑몰 초기 개발비용 예시

초기 개발비 분류	평균 지출 금액	비율
하드웨어 구입	1,654	37%
쇼핑몰 프로그램 개발	2,375	54%
운영체제(OS) 및 프로그램	500	9%
합계	4,529	100%

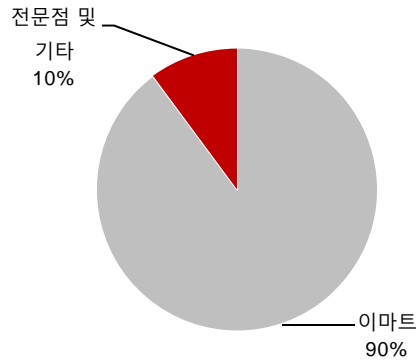
자료 : 리서치애드(2011), SK 증권

## 패션기업 인터넷 쇼핑몰 월평균 고정비용 현황 예시:

월 평균 고정비 분류	평균 지출 금액	비율
서버호스팅/전용선 비용	265	33%
상품촬영비	360	48%
상품배송비	158	19%

자료 : 리서치애드(2011), SK 증권

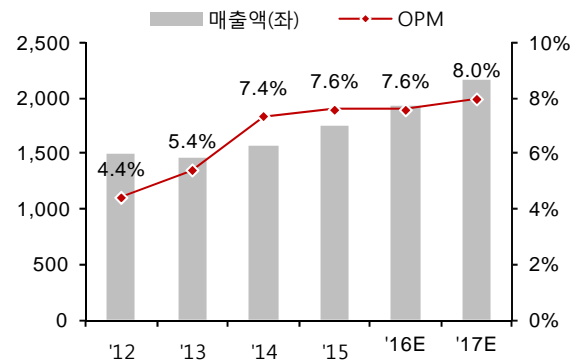
JAJU 유통망 구성



자료 : 신세계인터내셔널 SK 증권

JAJU 매출액 추이 및 전망

(단위 : 억원)



자료 : 신세계인터내셔널 SK 증권

신세계, '16년부터 출점 사이클 진입

	'14년	'15년	'16년	'17년	'18년
신세계		2월 여주 프리미엄 아울렛 (리뉴얼/증축)	2월 강남 백화점 (리뉴얼/증축)	시흥 프리미엄 아울렛 ★★★	대전 복합쇼핑몰
			3월 부산 백화점 (리뉴얼/증축)	고양 복합쇼핑몰	청라 복합쇼핑몰
			5월 서울 시내면세점		본점 백화점(리뉴얼)
			6/23 김해 백화점		
			9월 하남 복합쇼핑몰		
			12월 동대구 복합쇼핑몰		
현대	5월 가산 시티아울렛	2월 김포 프리미엄아울렛	3월 동대문 시티아울렛(임차)		
		5월 신도림 현대백화점(임차)	4월 송도 프리미엄 아울렛		
		8월 판교 쇼핑몰	8월 문정동 시티아울렛(임차)		

자료 : 각 사, SK 증권 정리

신세계 프리미엄아울렛 현황

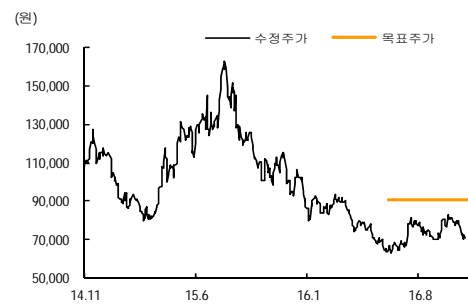
위치	오픈 시기	영업면적	SK증권 추정 매출액
여주	2007년 6월	2.6만㎡ ('16.2 5.3만㎡ 확장)	3,000억원 내외
파주	2011년 3월	3.1만㎡	3,500억원 내외
부산	2013년 8월	3.3만㎡	3,800억원 내외
시흥(예정)	17년 상반기	3.7만㎡	4,000억원 내외

자료 : 신세계사이먼 언론 보도, SK 증권

주식: 여주아울렛 추정 매출액은 영업장 확장전 수치

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.11.15	매수	91,000원
2016.10.28	매수	91,000원
2016.08.17	매수	91,000원
2016.07.27	매수	91,000원
2016.06.20	매수	91,000원



## Compliance Notice

- 작성자(조은애)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 11월 15일 기준)

매수	94.63%	중립	5.37%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	3,398	3,305	3,690	3,859	4,146
현금및현금성자산	89	103	8	103	245
매출채권및기타채권	1,075	1,116	1,266	1,371	1,480
재고자산	2,205	2,050	2,295	2,261	2,293
<b>비유동자산</b>	5,480	5,837	5,981	6,294	6,629
장기금융자산	6	42	12	12	12
유형자산	3,382	3,693	3,641	3,718	3,778
무형자산	490	530	586	631	672
<b>자산총계</b>	8,878	9,142	9,672	10,153	10,776
<b>유동부채</b>	3,484	3,222	2,651	2,490	2,380
단기금융부채	2,489	2,288	1,591	1,341	1,141
매입채무 및 기타채무	827	691	784	849	916
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	897	1,272	2,256	2,485	2,736
장기금융부채	704	1,187	2,126	2,355	2,563
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	2	3	3	3
<b>부채총계</b>	4,381	4,494	4,907	4,975	5,116
<b>지배주주지분</b>	4,492	4,641	4,757	5,170	5,650
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	1,227	1,213	1,213	1,213	1,213
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,914	3,079	3,198	3,615	4,099
비지배주주지분	5	7	8	8	9
<b>자본총계</b>	4,497	4,648	4,765	5,178	5,659
<b>부채외자본총계</b>	8,878	9,142	9,672	10,153	10,776

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	76	557	235	650	675
당기순이익(손실)	193	210	163	460	528
비현금성항목등	507	396	399	311	338
유형자산감가상각비	233	277	288	291	302
무형자산감가상각비	28	37	44	49	53
기타	220	47	29	-59	-61
운전자본감소(증가)	-514	16	-266	4	-44
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-158	-41	-147	-106	-109
재고자산감소(증가)	-305	184	-198	34	-32
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	100	-116	108	65	67
기타	-151	-11	-29	10	29
법인세납부	-110	-65	-61	-125	-146
<b>투자활동현금흐름</b>	-593	-654	-494	-425	-399
금융자산감소(증가)	5	0	-80	0	0
유형자산감소(증가)	-672	-589	-288	-368	-362
무형자산감소(증가)	-32	-70	-94	-94	-94
기타	106	5	-32	37	57
<b>재무활동현금흐름</b>	605	122	165	-131	-133
단기금융부채증가(감소)	513	-201	-998	-250	-200
장기금융부채증가(감소)	200	445	1,262	229	209
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-43	-43	-43	-43	-43
기타	-65	-79	-57	-67	-99
<b>현금의 증가(감소)</b>	88	13	-94	94	142
기초현금	2	89	103	8	103
기말현금	89	103	8	103	245
FCF	-865	-229	-148	190	203

자료 : 신세계인테리어, SK증권

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	9,119	10,052	10,767	11,790	12,870
<b>매출원가</b>	4,769	5,179	5,471	6,007	6,508
<b>매출총이익</b>	4,350	4,874	5,296	5,784	6,361
매출총이익률 (%)	47.7	48.5	49.2	49.1	49.4
<b>판매비와관리비</b>	4,191	4,674	5,010	5,352	5,851
영업이익	159	199	286	432	510
영업이익률 (%)	1.7	2.0	2.7	3.7	4.0
<b>비영업손익</b>	99	55	-33	176	186
<b>순금융비용</b>	40	60	49	31	43
외환관련손익	13	-19	-7	-7	-7
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	89	104	98	154	174
세전계속사업이익	258	255	252	607	696
세전계속사업이익률 (%)	2.8	2.5	2.3	5.2	5.4
계속사업법인세	66	45	89	147	168
<b>계속사업이익</b>	193	210	163	460	528
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	193	210	163	460	528
<b>순이익률 (%)</b>	2.1	2.1	1.5	3.9	4.1
<b>지배주주</b>	204	211	163	460	527
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.24	2.1	1.51	3.9	4.09
<b>비지배주주</b>	-12	-1	1	1	1
<b>총포괄이익</b>	171	205	160	456	524
<b>지배주주</b>	183	206	159	456	523
<b>비지배주주</b>	-12	-1	1	1	1
<b>EBITDA</b>	419	513	618	772	865

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	13.5	10.2	7.1	9.5	9.2
영업이익	-28.2	25.6	43.3	51.1	18.3
세전계속사업이익	-34.0	-1.3	-1.0	140.7	14.6
EBITDA	4.9	22.3	20.5	24.9	12.2
EPS(계속사업)	-36.9	3.3	-22.9	182.4	14.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	4.6	4.6	3.5	9.3	9.7
ROA	2.3	2.3	1.7	4.6	5.0
EBITDA마진	4.6	5.1	5.7	6.5	6.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	97.5	102.6	139.2	155.0	174.2
부채비율	97.4	96.7	103.0	96.1	90.4
순차입금/자기자본	69.0	72.6	76.2	67.9	59.7
EBITDA/이자비용(배)	7.5	7.1	10.2	11.5	8.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,863	2,958	2,280	6,439	7,381
BPS	62,912	64,998	67,471	73,408	80,270
CFPS	6,509	7,346	6,932	11,201	12,351
주당 현금배당금	600	600	600	600	600
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	49.4	55.1	45.0	15.9	13.9
PER(최저)	25.2	27.1	27.4	9.7	8.5
PBR(최고)	2.3	2.5	1.5	1.4	1.3
PBR(최저)	1.1	1.2	0.9	0.9	0.8
PCR	17.5	14.0	10.3	6.4	5.8
EV/EBITDA(최고)	31.6	29.4	17.8	14.1	12.5
EV/EBITDA(최저)	19.8	17.8	13.2	10.4	9.2