



신세계인터내셔널 (031430)

반등의 시작

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha. 02-3772-7638 // RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com

Buy (신규)

목표주가(신규): 21,000원

현재 주가(3/18)	15,550원
상승여력	▲ 35.0%
시가총액	5,551억원
발행주식수	35,700천주
52 주 최고가 / 최저가	21,700 / 15,160원
90 일 일평균 거래대금	12.33억원
외국인 지분율	4.7%

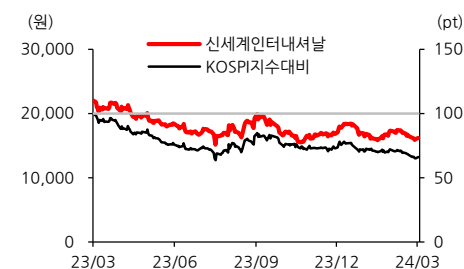
주주 구성	
신세계 (외 2 인)	54.1%
국민연금공단 (외 1 인)	9.1%
네이버 (외 1 인)	6.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.8	-15.4	-20.6	-25.6
상대수익률(KOSPI)	-12.2	-20.1	-24.9	-37.7

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,554	1,354	1,422	1,534
영업이익	115	49	64	83
EBITDA	173	108	122	139
지배주주순이익	118	39	65	83
EPS	3,313	1,098	1,815	2,324
순차입금	201	143	141	94
PER	7.5	16.7	8.6	6.7
PBR	1.1	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.3	7.4	5.7	4.7
배당수익률	2.0	2.2	3.2	3.9
ROE	15.3	4.7	7.4	8.9

주가 추이



이탈 브랜드 영향 사실상 마무리

신세계인터내셔널은 24년 매출액 14,224억원(+5% YoY), 영업이익 642억원(+32% YoY)을 기록할 전망이다. 디스인플레이션 구간 진입에 따른 소비여력 확대가 하반기 기대되기 때문에 상저하고의 실적을 기록할 것으로 기대된다. 지난해 연간 매출액 1,700억원 규모의 CELINE 브랜드 이탈로 인해 실적의 역성장이 불가피했으나, 이에 대한 영향은 사실상 마무리되었으며, 기공개된 The Row 등 해외패션 4개, 코스메틱 3~4개의 신규 브랜드의 가세로 성장 추세로 전환이 예상된다. 잔류 해외 브랜드에 대한 수요 확대 추세는 이어지면서 +10% 중반 수준의 성장세는 이어질 것으로 예상된다.

제조 화장품 턴어라운드에 주목

동사의 밸류에이션은 2019년 P/E 25배 수준에서 현재 9배 수준으로 디레이팅되었다. 소비 경기 부진, CELINE과 같은 빅브랜드의 이탈 등이 영향을 미쳤겠지만, 가장 큰 원인은 비디비치를 필두로 한 제조 화장품부문의 매출 비중 축소에 따른 영향일 것이라고 판단한다. 24년에는 제조 화장품 매출액이 858억원(+9% YoY) 을 기록해 반등이 예상된다. 중국 화장품 소비가 바닥을 다지고 턴어라운드 하고 있으며, 기존 주력 브랜드인 비디비치의 매출 비중은 축소되는 상황에서 연작과 스위스퍼펙션 등 신규 브랜드의 성장으로 매출 비중이 확대되고 있기 때문이다. 제조 화장품 브랜드의 가치가 동사의 밸류에이션을 결정하는 바, 향후 턴어라운드 추세에 주목할 필요가 있겠다.

투자의견 BUY, 목표주가 2.1만원 제시

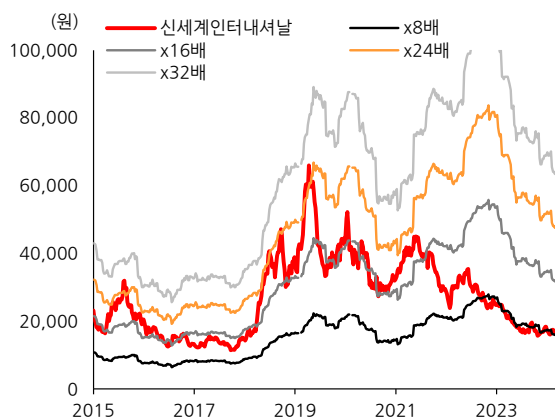
신세계인터내셔널에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 2.1만원을 신규 제시하면서 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24년 지배순이익 전망치 648억원에 목표 P/E 12배를 적용한 것이다. 목표 P/E는 패션 및 해외 화장품 유통 사업 목표 P/E 10배, 자체 화장품 사업 목표 P/E 30배를 적용하여, 매출 비중에 따라 가중 평균하여 산출한 것이다. 해외 상품 소싱에 대한 경쟁력이 높다는 점을 감안하여, 패션 및 해외 화장품 유통 사업 목표 P/E에 대해 업종 목표 P/E 대비 30%의 프리미엄을 적용하였다.

1. 투자의견 Buy 와 목표주가 21,000 원 제시

신세계인터내셔널에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 2.1만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24년 지배순이익 전망치 648억원에 목표 P/E 12배를 적용한 것이다. 목표 P/E는 패션 및 해외 화장품 유통 사업 목표 P/E 10배, 자체 화장품 사업 목표 P/E 30배를 적용하여, 매출 비중에 따라 가중 평균하여 산출한 것이다. 해외 상품 소싱에 대한 경쟁력이 높다는 점을 감안하여, 패션 및 해외 화장품 유통 사업 목표 P/E에 대해 업종 목표 P/E 대비 30%의 프리미엄을 적용하였다.

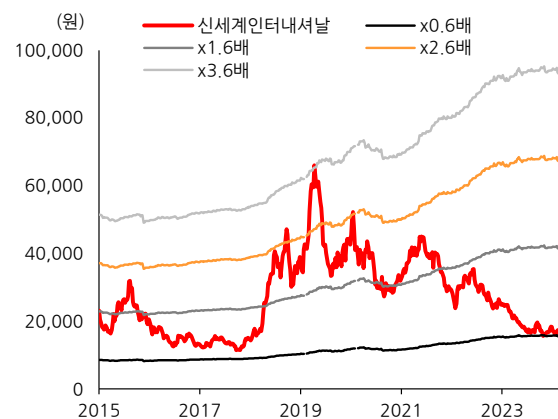
당사 전망치 대비 동사의 현 주가 수준은 P/E 9배 수준이다. 비디비치 등 자체 화장품 사업에 대한 기대감이 커졌던 2019년에는 25배 수준의 멀티플에 거래된 바도 있으나, 비디비치의 성장세가 꺾이고, 기대를 모았던 연작 등 신규 화장품 브랜드의 성장 속도가 더딤에 따라 밸류에이션은 12배 수준으로 디레이팅 되었다. 여기에 연간 1,700억원 수준의 매출을 기록하며, 해외 패션 부문의 중심이 되었던 브랜드인 CELINE의 이탈로 인해 밸류에이션은 24년 한 차례 더 디레이팅이 되며, 10배 이하 수준으로 하락하였다.

[그림1] 신세계인터내셔널 P/E 밴드



자료: Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 신세계인터내셔널 P/B 밴드



자료: Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 신세계인터내셔널 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	24E	비고
지배순이익	648	
목표 P/E	12	패션 목표 P/E 10.4배, 자체 화장품 목표 P/E 30배
목표 시가총액	7,512	
발행주식수(천주)	35,700	
목표주가	21,041	

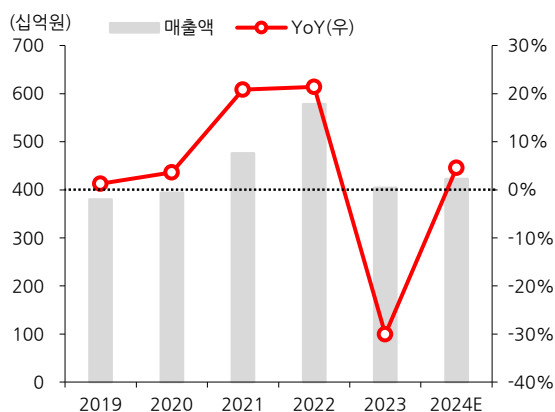
자료: 한화투자증권 리서치센터

이탈 브랜드 영향 마무리, 신규 브랜드 기대

지난해 CELINE 및 Acne, Chloe 등 브랜드의 이탈 영향으로 해외 패션 부문의 매출이 -30% YoY 역성장하였다. Acne와 Chloe 등 브랜드는 각각 지난해 9월, 6월에 이탈했으며, Masion Margiela 등 브랜드를 운영하는 OTB 그룹의 브랜드 역시 25년까지 이탈이 예정되어 있다. 이로 인해 24년 연간 매출액이 400억원 수준의 감소는 불가피하다. 다만 CELINE과 같이 매출액 규모가 크지 않고, BEP 수준에 불과했던 브랜드들의 이탈이기 때문에 영업이익에 미치는 영향은 제한적일 것으로 전망한다.

이탈 브랜드가 있는 가하면, 신규 브랜드의 론칭도 앞두고 있다. 동사는 올해 럭셔리 브랜드를 포함한 해외패션 4개, 코스메틱 브랜드 3~4개의 신규 론칭을 계획하고 있는 데, 그 중 관심을 커질 수 있는 브랜드는 The Row이다. 언론에 따르면 The Row는 3월 20일 신세계 강남점에 첫 부티크를 오픈할 예정이다. The Row는 2006년 미국의 배우인 Olsen 자매가 론칭한 브랜드로 올드머니룩의 대표 브랜드로 자리 잡았다. 국내에선 이 부진 호텔신라 사장과 블랙핑크 제니, 배우 정유미 등 셀러브리티가 착용한 것으로 유명하다. 대표 제품인 마고백의 경우, 사이즈에 따라 1,000만원을 넘기도 하여서 MZ세대와 에르메스라는 별칭을 가지고 있다. 올드머니룩의 대표 주자라는 점에서 알 수 있듯이 브랜드의 로고를 강조하는 로고 플레이보다는 아는 사람, Quiet Luxury를 지향하는 브랜드이다. 동사가 전개하고 있는 브루넬로 쿠치넬리와 맥을 같이 한다. 대중적으로 로고 플레이가 선호될 수 있으나, 브루넬로 쿠치넬리라는 연간 500억원 수준의 매출을 창출하고 있는 것으로 추정되어 동사의 해외 패션 라인업 중 상위권을 차지하고 있기 때문에 The Row의 성과를 기대해볼 수 있겠다.

[그림3] 해외패션 매출액 추이 및 전망



자료: 신세계인터내셔널, 한화투자증권 리서치센터

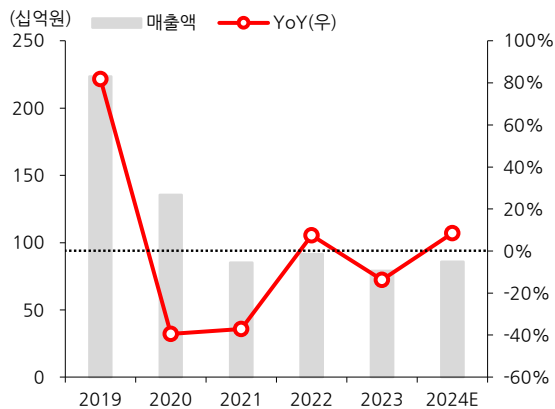
[그림4] 더로우 마고백



자료: 언론보도, 더로우, 한화투자증권 리서치센터

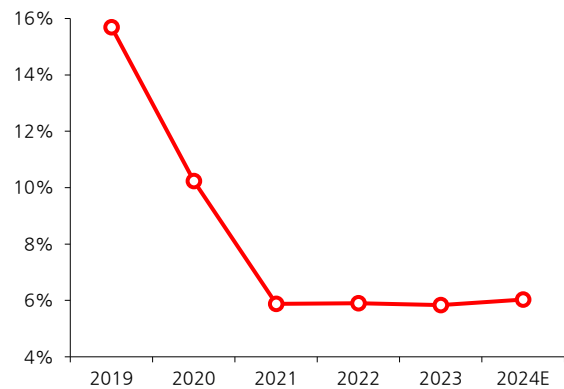
제조화장품 턴어라운드 전망 밸류에이션의 디레이팅을 이끌었던 비디비치 등 제조 화장품 사업의 턴어라운드는 24년 가능할 수 있을 것으로 예상된다. 24년 제조 화장품 매출액은 858억원(+9% YoY)을 기록해 반등이 예상된다. 소비 심리가 바닥을 다진 중국의 화장품 시장은 24년 반등을 모색할 것으로 전망되고 있으며, 비디비치의 매출 비중 감소와 연작 및 스위스퍼펙션 등 신규 브랜드의 매출 비중 확대가 예상되기 때문이다. 지난해 비디비치의 매출액은 500억원 수준으로 22년 670억원 대비 약 25% 감소한 반면, 연작은 96억원(+92% YoY), 스위스퍼펙션 100억원(+14% YoY)로 성장하며 비중을 키워나가고 있기 때문이다. 제조 화장품 브랜드의 매출 비중 확대는 밸류에이션의 확장으로 이어질 수 있을 것으로 예상되기에 향후 방향성을 지켜볼 필요가 있겠다.

[그림5] 제조화장품 매출액 추이 및 전망



자료: 신세계인터내셔널, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 제조화장품 매출비중



자료: 신세계인터내셔널, 한화투자증권 리서치센터

2. 24년 실적 전망

신세계인터내셔널은 24년 매출액 14,224억원(+5% YoY), 영업이익 642억원(+32% YoY)을 기록할 전망이다. 디스인플레이션에 따라 하반기 소비자의 소비여력 개선이 예상되는 바, 상저하교의 실적이 예상된다.

패션부문 매출액은 7,219억원(+3% YoY)을 전망한다. 해외 패션은 4,227억원(+5% YoY), 국내 패션은 2,992억원(flat YoY)이다. 앞서 언급한 바와 같이 해외 패션 브랜드 이탈로 인해 연간 매출액 400억원이 감소할 수 있으나, 잔류 브랜드의 성장은 +13% YoY 수준으로 성장세가 유지될 가능성이 높다. 여기에 3월 20일 신규 전개가 예정된 The Row 외에도 신규 브랜드의 가세가 이어질 수 있을 전망이다. The Row의 매출액은 24년 연간 100억원 수준으로 보수적으로 실적 전망치에 반영했다. 해외 브랜드 이탈에 따른 매출 감소는 불가피하나, 해당 브랜드들이 CELINE과는 달리 BEP 수준에 불과했던 브랜드였던 것으로 파악되기에 영업이익에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.

코스메틱 부문은 매출액 4,245억원(+12% YoY)가 예상된다. 수입브랜드 화장품에 대한 수요 확대(+13% YoY)가 지속되는 상황에서, 중국 화장품 시장 반등과 비디비치 비중 축소, 신규 브랜드 비중 확대 등에 따라 제조브랜드의 턴어라운드(+9% YoY)를 기대한다.

영업이익률은 전년대비 +0.9%p 개선된 4.5%가 예상되는 데, 매출액 반등과 함께 지난해 일회성 성과급 및 재고 손상 등 일회성 비용의 기저가 낮은 것도 영향을 줄 것이다.

[표1] 신세계인터내셔널 실적 테이블

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	312	334	316	393	312	340	340	431	1,354	1,422	1,534
YoY	-11.4%	-13.1%	-18.5%	-8.8%	-0.2%	1.9%	7.7%	9.7%	-12.8%	5.0%	7.9%
패션	163	165	149	227	155	160	157	250	704	722	775
해외패션	85	95	93	130	82	93	99	149	404	423	464
국내패션	78	70	56	96	73	67	58	101	300	299	311
코스메틱	92	97	95	97	98	106	110	111	380	424	478
수입브랜드	72	72	75	82	79	80	87	94	301	339	386
제조브랜드	20	24	19	15	19	27	23	17	79	86	92
라이프스타일	57	72	72	69	59	74	73	71	270	276	282
매출총이익	196	209	186	236	196	213	201	261	828	871	939
GPM	62.8%	62.6%	59.0%	60.2%	62.8%	62.6%	59.0%	60.6%	61.1%	61.2%	61.2%
영업이익	10	18	6	14	14	19	10	22	49	64	83
OPM	3.3%	5.5%	1.9%	3.6%	4.5%	5.5%	2.9%	5.0%	3.6%	4.5%	5.4%
YoY	-69.0%	-52.5%	-75.1%	-27.5%	37.4%	1.7%	61.9%	54.2%	-51.5%	25.5%	20.3%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,451	1,554	1,354	1,422	1,534
매출총이익	857	946	828	871	939
영업이익	92	115	49	64	83
EBITDA	155	173	108	122	139
순이자손익	-6	-3	-4	-5	-5
외화관련손익	-4	-5	-1	0	0
지분법손익	16	16	16	18	20
세전계속사업손익	105	137	61	85	106
당기순이익	83	119	40	65	83
지배주주순이익	82	118	39	65	83
증가율(%)					
매출액	9.5	7.1	-12.8	5.0	7.9
영업이익	172.4	25.3	-57.7	31.7	29.7
EBITDA	58.4	11.4	-37.5	13.0	14.2
순이익	62.2	43.8	-66.6	63.4	28.1
이익률(%)					
매출총이익률	59.1	60.9	61.1	61.2	61.2
영업이익률	6.3	7.4	3.6	4.5	5.4
EBITDA 이익률	10.7	11.1	8.0	8.6	9.1
세전이익률	7.3	8.8	4.5	6.0	6.9
순이익률	5.7	7.6	2.9	4.6	5.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	153	110	115	43	93
당기순이익	83	119	40	65	83
자산상각비	63	57	59	58	56
운전자본증감	-7	-59	5	-62	-26
매출채권 감소(증가)	-16	-7	22	-7	-10
재고자산 감소(증가)	7	-39	4	-58	-25
매입채무 증가(감소)	5	6	-20	3	8
투자현금흐름	-37	-96	-27	-27	-28
유형자산처분(취득)	-35	-39	-25	-36	-36
무형자산 감소(증가)	-11	-9	-9	-9	-12
투자자산 감소(증가)	-18	-38	26	0	0
재무현금흐름	-95	-14	15	-24	-28
차입금의 증가(감소)	-87	-15	30	-10	-10
자본의 증가(감소)	-8	-11	-18	-14	-18
배당금의 지급	-8	-11	-18	-14	-18
총현금흐름	165	186	125	104	119
(-)운전자본증감(감소)	-33	58	-30	62	26
(-)설비투자	36	41	29	36	36
(+)자산매각	-11	-6	-5	-9	-12
Free Cash Flow	151	80	121	-2	45
(-)기타투자	13	12	43	-18	-20
잉여현금	138	69	78	16	65
NOPLAT	72	100	32	49	65
(+) Dep	63	57	59	58	56
(-)운전자본투자	-33	58	-30	62	26
(-)Capex	36	41	29	36	36
OpFCF	132	58	92	9	59

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	460	547	598	655	726
현금성자산	67	84	183	174	211
매출채권	136	149	125	131	141
재고자산	251	289	282	340	365
비유동자산	699	732	726	713	705
투자자산	341	380	405	405	405
유형자산	287	281	254	243	234
무형자산	71	70	67	65	66
자산총계	1,159	1,279	1,324	1,368	1,431
유동부채	204	282	326	319	317
매입채무	114	121	107	110	118
유동성이자부채	66	133	194	184	174
비유동부채	236	163	146	147	147
비유동이자부채	217	152	132	132	132
부채총계	439	445	472	465	464
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	120	120	120	120	120
이익잉여금	561	674	691	741	806
자본조정	0	1	3	3	3
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	720	834	852	902	967

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	2,300	3,313	1,098	1,815	2,324
BPS	100,420	23,264	23,781	25,196	27,020
DPS	300	500	400	500	600
CFPS	4,610	5,210	3,499	2,927	3,335
ROA(%)	7.1	9.7	3.0	4.8	5.9
ROE(%)	12.1	15.3	4.7	7.4	8.9
ROIC(%)	8.6	12.1	3.8	5.8	7.4
Multiples(x, %)					
PER	12.7	7.5	16.7	8.6	6.7
PBR	0.3	1.1	0.8	0.6	0.6
PSR	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
PCR	6.3	4.8	5.2	5.3	4.7
EV/EBITDA	8.1	6.3	7.4	5.7	4.7
배당수익률	1.0	2.0	2.2	3.2	3.9
안정성(%)					
부채비율	61.1	53.4	55.5	51.6	47.9
Net debt/Equity	30.1	24.2	16.8	15.7	9.7
Net debt/EBITDA	139.9	116.7	132.6	115.9	67.7
유동비율	225.6	193.8	183.4	205.3	229.1
이자보상배율(배)	13.8	20.5	5.5	5.5	7.4
자산구조(%)					
투하자본	66.1	65.0	58.2	60.0	59.0
현금+투자자산	33.9	35.0	41.8	40.0	41.0
자본구조(%)					
차입금	28.3	25.5	27.7	25.9	24.0
자기자본	71.7	74.5	72.3	74.1	76.0

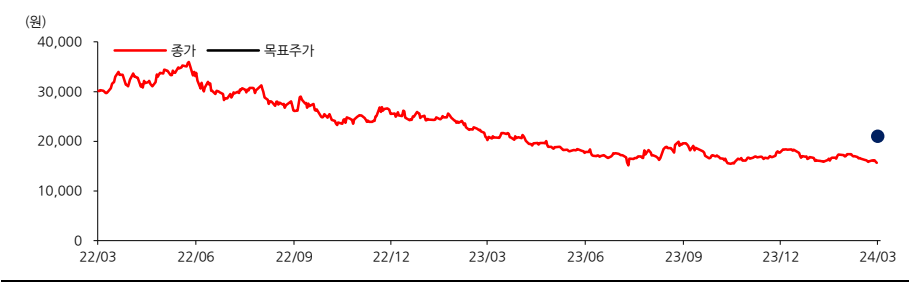
[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 3월 19일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[신세계인터내셔널 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.03.19	2024.03.19			
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy			
목표가격		이진협	21,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.03.19	Buy	21,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%