



KB 증권



더 많은 리포트 보기

신세계인터내셔널 (031430)

4Q22 Review: 기저 부담의 초입

2023년 2월 24일

유통/화장품 Analyst 박신애
02-6114-2930 shinay.park@kbfg.com

목표주가 33,000원으로 하향. 저평가 매력 존재하나, 주가 반등을 위한 트리거 부족

투자 의견 Buy를 유지하지만, 목표주가는 33,000원으로 18% 하향한다 (2023E/24E 영업이익 추정치를 각각 8%/6% 하향). 의류 부문의 실적 모멘텀 둔화가 불가피한 가운데, 화장품 부문의 불확실성은 여전히 높은 상황이다 (국내 면세 시장의 변동성 확대, 자체 브랜드들의 낮은 인지도 등). 밸류에이션 부담은 제한적이나 (현재가 12M Fwd P/E 8.9배 거래 중), 의미 있는 주가 반등을 위한 트리거도 부족한 모습이다.

2023년 매출액 +4%, 영업이익 -7% 전망. 의류 부문의 실적 모멘텀 둔화 불가피

지난 2년간 (2021~22년) 실적 호조를 보인데 따른 기저 부담으로 인해, 2023년 연결 매출액은 4% 성장하고, 영업이익은 7% 감소할 것으로 예상된다. 특히 내수 소비 둔화 및 높은 기저 효과 영향으로 의류 부문의 수익성 하락이 도드라질 것으로 예상된다 (수입의류 OP -13%, 국내 의류 OP -5% 추정). 화장품 부문은 2022년 실적을 바닥으로 매출과 이익이 점차 개선되는 흐름을 보일 전망이다. 생활용품 부문은 인테리어 산업의 성장성 둔화 우려가 존재하지만, 2022년에 BEP 달성에 성공한 이후 2023년부터는 조금씩 흑자폭을 확대해 나갈 전망이다.

4Q22 Review: 영업이익이 컨센서스를 32% 하회. 의류 매출 성장세 둔화되는데, 일회성 비용도 발생

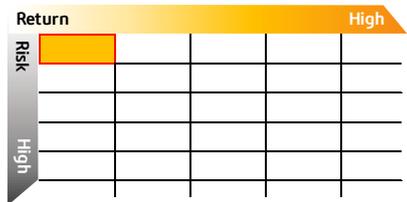
4Q22 연결 매출액은 4,303억원 (+3% YoY), 영업이익은 193억원 (-36% YoY, OPM 4.5%)을 기록했다 (컨센서스 대비 매출액은 부합, 영업이익은 32% 하회). ① **수입 의류** 매출액은 8% 성장했지만, 마케팅비 투자가 확대된 영향으로 영업이익은 10% 감소한 것으로 추정된다 (OPM 1.8%p YoY 하락). ② **국내 의류** (통보이 포함) 매출액과 영업이익은 각각 5%, 11% 하락한 것으로 추정된다 (OPM 6.4%). ‘툼보이’, ‘보브’, ‘지컷’ 등 브랜드의 매출 흐름은 양호했으나, 소싱 사업과 관련된 일회성 비용이 발생한 것으로 파악된다. ③ **화장품** 매출은 10% 성장했지만 (수입브랜드 +23%, 자체브랜드 -28%), 영업적자 24억원 내외를 나타낸 것으로 추정된다. 중국 봉쇄 및 확진자수 급증으로 ‘비디비치’ 매출이 큰 폭 하락한 가운데, 신규 브랜드 육성을 위한 일회성 투자비가 집행되면서 수익성이 악화됐다. ④ **생활용품** 매출은 3% 소폭 성장했으나, 영업적자 6억원 (이익 7억원 YoY 감소)을 기록한 것으로 추정된다.

Buy 유지

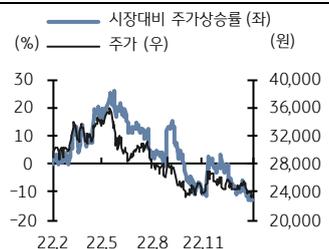
| | |
|--------------------------------|--------|
| 목표주가 (하향, 원) | 33,000 |
| Dividend yield* (%) | 2.1 |
| Total return (%) | 41.9 |
| 현재가 (2/23, 원) | 23,600 |
| Consensus target price (원) | 32,600 |
| 시가총액 (억원) | 8,425 |
| * Dividend Yield는 12개월 Forward | |

| | |
|---|-----------------------|
| Trading Data | |
| Free float (%) | 45.9 |
| 거래대금 (3m, 십억원) | 3.6 |
| 외국인 지분율 (%) | 5.5 |
| 주요주주 지분율 (%) | 신세계 외 1인 54.1 |
| | 국민연금공단 10.0 |
| Stock Price Performance (Total Return 기준) | |
| 주가상승률 (%) | 1M 3M 6M 12M |
| 절대수익률 | -3.3 -0.1 -13.2 -21.5 |
| 시장대비 상대수익률 | -5.0 -2.6 -15.0 -14.8 |

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance

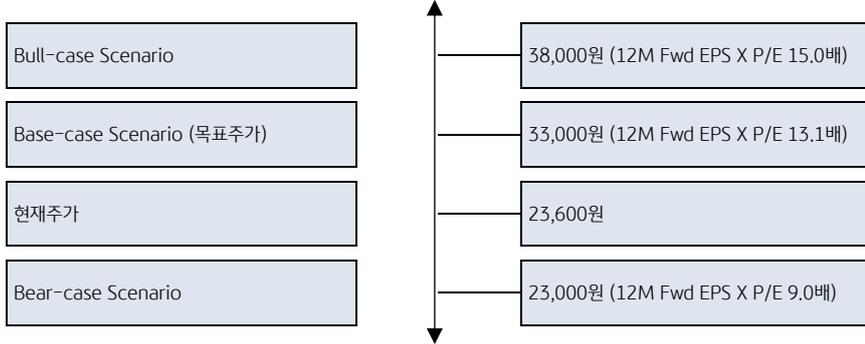


자료: 신세계인터내셔널, KB증권

Earnings Forecast & Valuation

| 결산기말 | 2021A | 2022P | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원) | 1,451 | 1,554 | 1,615 | 1,684 |
| 영업이익 (십억원) | 92 | 115 | 107 | 113 |
| 지배주주순이익 (십억원) | 82 | 118 | 90 | 94 |
| EPS (원) | 2,300 | 3,313 | 2,508 | 2,643 |
| 증감률 (%) | 61.3 | 44.0 | -24.3 | 5.4 |
| P/E (x) | 12.7 | 7.5 | 9.4 | 8.9 |
| EV/EBITDA (x) | 8.0 | 6.1 | 6.3 | 6.0 |
| P/B (x) | 1.4 | 1.1 | 0.9 | 0.9 |
| ROE (%) | 12.1 | 15.3 | 10.4 | 10.1 |
| 배당수익률 (%) | 1.0 | 2.0 | 2.1 | 2.3 |

투자이견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인
 1) 연결 매출액 2022~25E CAGR +4%
 2) 연결 OP 2022~25E CAGR +1%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
 1) 연결 매출액 2022~25E CAGR이 +4%를 상회
 2) 연결 OP 2022~25E CAGR이 +1%를 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
 1) 연결 매출액 2022~25E CAGR이 +4%를 하회
 2) 연결 OP 2022~25E CAGR이 +1%를 하회

실적추정 변경

| (십억원, %) | 수정 전 | | 수정 후 | | 변동률 | |
|----------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 매출액 | 1,597.7 | 1,653.6 | 1,615.4 | 1,683.6 | 1.1 | 1.8 |
| 영업이익 | 116.5 | 120.6 | 106.9 | 112.9 | -8.2 | -6.4 |
| 지배주주순이익 | 95.5 | 98.4 | 89.5 | 94.3 | -6.2 | -4.1 |

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

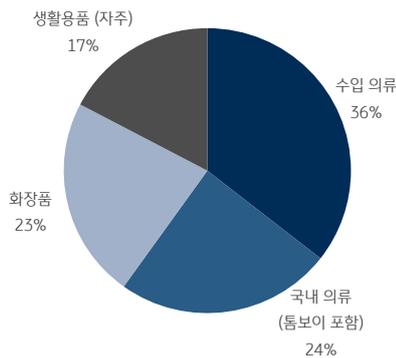
| (십억원, %) | KB증권 | | 컨센서스 | | 차이 | |
|----------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 매출액 | 1,615.4 | 1,683.6 | 1,615.3 | 1,695.7 | 0.0 | -0.7 |
| 영업이익 | 106.9 | 112.9 | 119.1 | 129.6 | -10.2 | -12.9 |
| 지배주주순이익 | 89.5 | 94.3 | 101.8 | 111.0 | -12.0 | -15.0 |

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준: DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정: WACC 7.58%, 영구성장률 1.50% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 38,000원 ~ 23,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 12M Fwd Implied P/E 13.1배, P/B 1.29배

매출액 구성 (%)



자료: 신세계인터내셔널, KB증권

주: 2022년 기준

실적민감도 분석

| (%) | EPS 변동률 | |
|--------------|---------|-------|
| | 2023E | 2024E |
| 환율 10% 상승 시 | +1.10 | +1.20 |
| CPI 1%p 상승 시 | +0.97 | +0.99 |

PEER 그룹 비교

| (십억원, X, %) | 시가총액 | 12M Fwd P/E | EPS 2-yr CAGR | 12M Fwd P/B | 12M Fwd ROE | 12M Fwd EV/EBITDA | EBITDA 2-yr CAGR |
|-------------|---------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------------|------------------|
| 신세계인터내셔널 | 842.5 | 8.9 | -10.7 | 0.85 | 9.6 | 6.2 | -3.6 |
| F&F | 5,416.6 | 10.6 | 10.9 | 3.75 | 35.3 | 6.9 | 10.0 |
| 힐라홀딩스 | 2,384.5 | 8.4 | -2.0 | 1.06 | 12.6 | 3.6 | 10.1 |

자료: KB증권 추정

표 1. 신세계인터내셔널: 연결 기준 4Q22 실적

| (십억원) | 4Q22 | 4Q21 | YoY (%) | 3Q22 | QoQ (%) | 컨센서스 | 차이 (%) |
|--------------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|--------|
| 순매출액 | 430.3 | 417.9 | 3.0 | 387.5 | 11.0 | 441.1 | -2.5 |
| 영업이익 | 19.3 | 30.1 | -35.8 | 24.2 | -20.1 | 28.2 | -31.6 |
| 세전이익 | 37.1 | 34.6 | 7.1 | 21.2 | 74.7 | 36.1 | 2.8 |
| 순이익 (지배) | 42.1 | 29.8 | 41.3 | 16.3 | 159.1 | 26.6 | 58.4 |
| 영업이익률 (%) | 4.5 | 7.2 | | 6.2 | | 6.4 | |
| 세전이익률 (%) | 8.6 | 8.3 | | 5.5 | | 8.2 | |
| 순이익률 (지배, %) | 9.8 | 7.1 | | 4.2 | | 6.0 | |

자료: 신세계인터내셔널, FnGuide, KB증권

표 2. 신세계인터내셔널: 실적 추정 변경 내역

| (십억원) | 변경 전 | | | 변경 후 | | | 변경률 (%) | | |
|--------------|---------|---------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 매출액 | 1,597.7 | 1,653.6 | N/A | 1,615.4 | 1,683.6 | 1,735.2 | 1.1 | 1.8 | N/A |
| 영업이익 | 116.5 | 120.6 | N/A | 106.9 | 112.9 | 119.7 | -8.2 | -6.4 | N/A |
| 세전이익 | 129.4 | 133.4 | N/A | 121.4 | 127.9 | 135.3 | -6.2 | -4.1 | N/A |
| 순이익 (지배) | 95.5 | 98.4 | N/A | 89.5 | 94.3 | 99.9 | -6.2 | -4.1 | N/A |
| EPS (원) | 2,675 | 2,756 | N/A | 2,508 | 2,643 | 2,797 | -6.2 | -4.1 | N/A |
| YoY (%) | | | | | | | | | |
| 매출액 | 2.8 | 3.5 | N/A | 4.0 | 4.2 | 3.1 | | | |
| 영업이익 | 1.1 | 3.5 | N/A | -7.2 | 5.5 | 6.0 | | | |
| 세전이익 | -5.3 | 3.0 | N/A | -11.2 | 5.4 | 5.8 | | | |
| 순이익 (지배) | -19.3 | 3.0 | N/A | -24.3 | 5.4 | 5.8 | | | |
| EPS | -19.3 | 3.0 | N/A | -24.3 | 5.4 | 5.8 | | | |
| 영업이익률 (%) | 7.3 | 7.3 | N/A | 6.6 | 6.7 | 6.9 | | | |
| 세전이익률 (%) | 8.1 | 8.1 | N/A | 7.5 | 7.6 | 7.8 | | | |
| 순이익률 (지배, %) | 6.0 | 5.9 | N/A | 5.5 | 5.6 | 5.8 | | | |

자료: 신세계인터내셔널, KB증권 추정

주: 2022년 8월 23일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. 신세계인터내셔널: 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22P | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022P | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 연결 매출액 | 352.2 | 383.9 | 387.5 | 430.3 | 369.5 | 391.4 | 401.7 | 452.9 | 1,450.8 | 1,553.9 | 1,615.4 | 1,683.6 | 1,735.2 |
| 수입 의류 | 129.0 | 129.7 | 129.6 | 160.1 | 132.9 | 133.6 | 133.5 | 164.9 | 466.4 | 548.4 | 564.8 | 581.8 | 593.4 |
| 국내 의류 | 60.6 | 65.8 | 69.2 | 68.1 | 64.2 | 67.1 | 72.7 | 71.5 | 269.2 | 263.7 | 275.5 | 281.0 | 286.6 |
| 화장품 | 75.5 | 91.5 | 96.9 | 87.9 | 82.4 | 91.2 | 99.9 | 100.2 | 337.7 | 351.8 | 373.6 | 403.1 | 423.5 |
| 생활용품 | 56.7 | 70.1 | 69.8 | 70.3 | 59.5 | 73.6 | 73.3 | 73.8 | 251.3 | 266.9 | 280.2 | 291.4 | 300.2 |
| 툼보이 | 27.8 | 23.5 | 20.4 | 39.8 | 29.0 | 24.4 | 21.2 | 41.4 | 112.8 | 111.5 | 115.9 | 119.4 | 123.0 |
| 기타 자회사 합산 | 5.3 | 5.4 | 3.9 | 4.7 | 5.2 | 5.6 | 5.2 | 5.5 | 22.2 | 19.4 | 21.5 | 25.0 | 28.2 |
| 연결조정 | -2.8 | -2.0 | -2.3 | -0.6 | -1.9 | -2.0 | -2.0 | -2.3 | -8.8 | -7.6 | -8.1 | -8.5 | -8.7 |
| YoY (%) | | | | | | | | | | | | | |
| 연결 매출액 | 3.0 | 12.7 | 10.6 | 3.0 | 4.9 | 1.9 | 3.7 | 5.3 | 9.5 | 7.1 | 4.0 | 4.2 | 3.1 |
| 수입 의류 | 34.4 | 15.4 | 18.0 | 8.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 18.3 | 17.6 | 3.0 | 3.0 | 2.0 |
| 국내 의류 | -11.7 | 10.4 | 4.7 | -9.0 | 6.0 | 2.0 | 5.0 | 5.0 | 2.7 | -2.0 | 4.5 | 2.0 | 2.0 |
| 화장품 | -18.0 | 12.4 | 14.4 | 10.4 | 9.1 | -0.3 | 3.0 | 14.0 | 1.4 | 4.1 | 6.2 | 7.9 | 5.1 |
| 생활용품 | 5.4 | 12.8 | 4.0 | 3.1 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 11.5 | 6.2 | 5.0 | 4.0 | 3.0 |
| 툼보이 | -11.1 | 2.5 | -0.1 | 4.2 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | -3.7 | -1.1 | 4.0 | 3.0 | 3.0 |
| 기타 자회사 합산 | 34.7 | -2.7 | -11.3 | -43.0 | -2.0 | 2.4 | 34.6 | 16.6 | 131.8 | -12.8 | 11.1 | 16.0 | 13.0 |
| 비중 (%) | | | | | | | | | | | | | |
| 연결 매출액 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 수입 의류 | 36.6 | 33.8 | 33.4 | 37.2 | 36.0 | 34.1 | 33.2 | 36.4 | 32.1 | 35.3 | 35.0 | 34.6 | 34.2 |
| 국내 의류 | 17.2 | 17.1 | 17.9 | 15.8 | 17.4 | 17.1 | 18.1 | 15.8 | 18.6 | 17.0 | 17.1 | 16.7 | 16.5 |
| 화장품 | 21.4 | 23.8 | 25.0 | 20.4 | 22.3 | 23.3 | 24.9 | 22.1 | 23.3 | 22.6 | 23.1 | 23.9 | 24.4 |
| 생활용품 | 16.1 | 18.3 | 18.0 | 16.3 | 16.1 | 18.8 | 18.2 | 16.3 | 17.3 | 17.2 | 17.3 | 17.3 | 17.3 |
| 툼보이 | 7.9 | 6.1 | 5.3 | 9.3 | 7.8 | 6.2 | 5.3 | 9.1 | 7.8 | 7.2 | 7.2 | 7.1 | 7.1 |
| 기타 자회사 합산 | 1.5 | 1.4 | 1.0 | 1.1 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.5 | 1.2 | 1.3 | 1.5 | 1.6 |
| 연결 매출총이익 | 212.5 | 243.3 | 229.6 | 260.4 | 221.7 | 242.6 | 237.0 | 271.7 | 857.4 | 945.8 | 973.1 | 1,014.2 | 1,041.0 |
| YoY (%) | 3.6 | 18.5 | 17.4 | 3.6 | 4.3 | -0.3 | 3.2 | 4.3 | 15.3 | 10.3 | 2.9 | 4.2 | 2.6 |
| GPM (%) | 60.3 | 63.4 | 59.3 | 60.5 | 60.0 | 62.0 | 59.0 | 60.0 | 59.1 | 60.9 | 60.2 | 60.2 | 60.0 |
| 연결 영업이익 | 33.1 | 38.7 | 24.2 | 19.3 | 23.8 | 25.6 | 22.8 | 34.7 | 92.0 | 115.3 | 106.9 | 112.9 | 119.7 |
| 수입 의류 | 20.5 | 18.1 | 18.2 | 14.0 | 14.0 | 15.4 | 14.0 | 18.1 | 57.8 | 70.8 | 61.5 | 60.4 | 61.6 |
| 국내 의류 | 3.4 | 8.1 | 1.7 | 0.5 | 3.2 | 3.0 | 2.5 | 5.0 | -2.3 | 13.7 | 13.8 | 14.6 | 14.9 |
| 화장품 | 6.7 | 5.1 | 4.9 | -2.4 | 3.3 | 4.6 | 5.0 | 6.0 | 28.9 | 14.3 | 18.9 | 22.2 | 25.4 |
| 생활용품 | -0.7 | 2.3 | -0.2 | -0.6 | 0.2 | 0.6 | 0.6 | 0.3 | -3.7 | 0.8 | 1.7 | 2.7 | 3.6 |
| 툼보이 | 3.0 | 2.3 | 0.3 | 6.4 | 3.2 | 2.0 | 0.6 | 5.0 | 7.7 | 12.1 | 10.7 | 11.1 | 11.4 |
| 기타 자회사 합산 | 0.7 | 1.9 | -0.6 | -1.1 | -0.3 | -0.2 | -0.3 | -0.1 | 2.3 | 1.0 | -1.0 | 0.5 | 1.2 |
| 연결조정 | -0.5 | 0.9 | 0.0 | 2.6 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.5 | 1.3 | 3.0 | 1.6 | 1.6 | 1.7 |
| YoY (%) | | | | | | | | | | | | | |
| 연결 영업이익 | 55.6 | 46.0 | 71.0 | -35.8 | -28.0 | -34.0 | -5.6 | 80.0 | 172.4 | 25.3 | -7.2 | 5.5 | 6.0 |
| 수입 의류 | 76.4 | 11.4 | 26.9 | -10.0 | -31.9 | -15.1 | -23.0 | 29.5 | 122.2 | 22.5 | -13.2 | -1.7 | 2.0 |
| 국내 의류 | 560.2 | 흑전 | 흑전 | 235.5 | -5.5 | -62.7 | 53.5 | 896.8 | 적지 | 흑전 | 0.9 | 6.1 | 2.0 |
| 화장품 | -38.4 | -34.4 | -31.6 | 적전 | -50.9 | -10.6 | 1.9 | 흑전 | -12.8 | -50.5 | 31.8 | 17.5 | 14.6 |
| 생활용품 | 적지 | 173.5 | 적지 | 적전 | 흑전 | -74.4 | 흑전 | 흑전 | 적지 | 흑전 | 113.6 | 55.2 | 37.0 |
| 툼보이 | 1,435.7 | 124.0 | 흑전 | -16.0 | 5.3 | -16.9 | 111.0 | -22.4 | 흑전 | 56.2 | -11.1 | 3.0 | 3.0 |
| 기타 자회사 합산 | 흑전 | 흑전 | 적지 | 적전 | 적전 | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | -58.2 | 적전 | 흑전 | 119.8 |
| OPM (%) | | | | | | | | | | | | | |
| 연결 영업이익 | 9.4 | 10.1 | 6.2 | 4.5 | 6.5 | 6.5 | 5.7 | 7.7 | 6.3 | 7.4 | 6.6 | 6.7 | 6.9 |
| 수입 의류 | 15.9 | 14.0 | 14.0 | 8.7 | 10.5 | 11.5 | 10.5 | 11.0 | 12.4 | 12.9 | 10.9 | 10.4 | 10.4 |
| 국내 의류 | 5.6 | 12.3 | 2.4 | 0.7 | 5.0 | 4.5 | 3.5 | 7.0 | -0.9 | 5.2 | 5.0 | 5.2 | 5.2 |
| 화장품 | 8.9 | 5.6 | 5.1 | -2.7 | 4.0 | 5.0 | 5.0 | 6.0 | 8.6 | 4.1 | 5.0 | 5.5 | 6.0 |
| 생활용품 | -1.2 | 3.3 | -0.3 | -0.9 | 0.4 | 0.8 | 0.8 | 0.4 | -1.5 | 0.3 | 0.6 | 0.9 | 1.2 |
| 툼보이 | 10.9 | 10.0 | 1.5 | 16.1 | 11.0 | 8.0 | 3.0 | 12.0 | 6.9 | 10.8 | 9.3 | 9.3 | 9.3 |
| 기타 자회사 합산 | 14.0 | 35.8 | -16.1 | -23.5 | -6.5 | -4.5 | -4.9 | -2.3 | 10.3 | 4.9 | -4.5 | 2.2 | 4.2 |
| 연결 세전이익 | 35.5 | 42.9 | 21.2 | 37.1 | 26.2 | 27.9 | 27.7 | 39.6 | 105.4 | 136.7 | 121.4 | 127.9 | 135.3 |
| YoY (%) | 22.0 | 49.4 | 63.7 | 7.1 | -26.2 | -35.0 | 30.3 | 6.8 | 98.9 | 29.7 | -11.2 | 5.4 | 5.8 |
| 세전이익률 (%) | 10.1 | 11.2 | 5.5 | 8.6 | 7.1 | 7.1 | 6.9 | 8.7 | 7.3 | 8.8 | 7.5 | 7.6 | 7.8 |
| 연결 지배 순이익 | 26.7 | 33.2 | 16.3 | 42.1 | 19.3 | 20.6 | 20.4 | 29.2 | 82.1 | 118.3 | 89.5 | 94.3 | 99.9 |
| YoY (%) | 14.1 | 74.0 | 65.9 | 41.3 | -27.6 | -38.0 | 25.6 | -30.6 | 61.2 | 44.1 | -24.3 | 5.4 | 5.8 |
| 지배 순이익률 (%) | 7.6 | 8.7 | 4.2 | 9.8 | 5.2 | 5.3 | 5.1 | 6.5 | 5.7 | 7.6 | 5.5 | 5.6 | 5.8 |

자료: 신세계인터내셔널, KB증권 추정

표 4. 신세계인터내셔널: 화장품 부문 브랜드별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22P | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022P | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 화장품 매출액 | | 78.5 | 94.6 | 98.5 | 89.2 | 84.2 | 93.4 | 101.9 | 102.2 | 347.4 | 360.6 | 381.7 | 412.6 | 434.5 |
| 별도 화장품 | | 75.5 | 91.5 | 96.9 | 87.9 | 82.4 | 91.2 | 99.9 | 100.2 | 337.7 | 351.8 | 373.6 | 403.1 | 423.5 |
| 국내 (자체) 화장품 | | 14.7 | 23.2 | 25.1 | 14.1 | 15.5 | 19.5 | 24.5 | 22.7 | 98.3 | 77.1 | 82.1 | 97.0 | 102.1 |
| 수입 화장품 | | 60.8 | 68.3 | 71.8 | 73.8 | 66.9 | 71.7 | 75.4 | 77.5 | 239.4 | 274.7 | 291.5 | 306.0 | 321.4 |
| 스위스퍼펙션 (자회사) | | 3.0 | 3.1 | 1.4 | 1.3 | 1.8 | 2.2 | 2.0 | 2.1 | 9.7 | 8.9 | 8.1 | 9.6 | 11.0 |
| YoY (%) | 화장품 매출액 | -16.3 | 13.2 | 13.7 | 6.7 | 7.2 | -1.3 | 3.6 | 14.7 | 4.3 | 3.8 | 5.8 | 8.1 | 5.3 |
| | 별도 화장품 | -18.0 | 12.4 | 14.4 | 10.4 | 9.1 | -0.3 | 3.0 | 14.0 | 1.4 | 4.1 | 6.2 | 7.9 | 5.1 |
| | 국내 (자체) 화장품 | -58.2 | 3.4 | 18.6 | -28.2 | 5.5 | -15.9 | -2.5 | 61.2 | -30.9 | -21.6 | 6.6 | 18.1 | 5.3 |
| | 수입 화장품 | 6.9 | 15.8 | 13.1 | 23.0 | 10.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 25.5 | 14.7 | 6.1 | 5.0 | 5.0 |
| | 스위스퍼펙션 (자회사) | 78.6 | 46.9 | -21.6 | -67.6 | -40.0 | -30.0 | 40.0 | 60.0 | | -8.2 | -8.9 | 18.3 | 15.0 |
| 비중 (%) | 화장품 매출액 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| | 별도 화장품 | 96.2 | 96.7 | 98.5 | 98.5 | 97.9 | 97.6 | 98.0 | 98.0 | 97.2 | 97.5 | 97.9 | 97.7 | 97.5 |
| | 국내 (자체) 화장품 | 18.7 | 24.5 | 25.5 | 15.8 | 18.4 | 20.9 | 24.0 | 22.2 | 28.3 | 21.4 | 21.5 | 23.5 | 23.5 |
| | 수입 화장품 | 77.5 | 72.2 | 73.0 | 82.8 | 79.4 | 76.8 | 74.0 | 75.8 | 68.9 | 76.2 | 76.4 | 74.2 | 74.0 |
| | 스위스퍼펙션 (자회사) | 3.8 | 3.3 | 1.5 | 1.5 | 2.1 | 2.4 | 2.0 | 2.0 | 2.8 | 2.5 | 2.1 | 2.3 | 2.5 |
| 화장품 영업이익 | | 8.3 | 7.9 | 5.0 | -2.7 | 3.7 | 5.0 | 5.4 | 6.4 | 33.0 | 18.5 | 20.5 | 24.4 | 28.3 |
| 별도 화장품 | | 6.7 | 5.1 | 4.9 | -2.4 | 3.3 | 4.6 | 5.0 | 6.0 | 28.9 | 14.3 | 18.9 | 22.2 | 25.4 |
| 스위스퍼펙션 (자회사) | | 1.6 | 2.8 | 0.1 | -0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 4.1 | 4.2 | 1.6 | 2.2 | 2.9 |
| YoY (%) | 화장품 영업이익 | -28.5 | -8.1 | -36.7 | 적전 | -56.0 | -37.0 | 7.9 | 흑전 | -0.3 | -43.9 | 10.4 | 19.0 | 16.0 |
| | 별도 화장품 | -38.4 | -34.4 | -31.6 | 적전 | -50.9 | -10.6 | 1.9 | 흑전 | -12.8 | -50.5 | 31.8 | 17.5 | 14.6 |
| | 스위스퍼펙션 (자회사) | 124.6 | 226.0 | -86.3 | 적전 | -77.4 | -84.5 | 300.6 | 흑전 | | 2.6 | -61.8 | 36.1 | 30.0 |
| OPM (%) | 화장품 영업이익 | 10.6 | 8.4 | 5.1 | -3.0 | 4.3 | 5.4 | 5.3 | 6.3 | 9.5 | 5.1 | 5.4 | 5.9 | 6.5 |
| | 별도 화장품 | 8.9 | 5.6 | 5.1 | -2.7 | 4.0 | 5.0 | 5.0 | 6.0 | 8.6 | 4.1 | 5.0 | 5.5 | 6.0 |
| | 스위스퍼펙션 (자회사) | 53.1 | 90.4 | 7.0 | -23.1 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 42.7 | 47.7 | 20.0 | 23.0 | 26.0 |
| 비중 (%) | 화장품 영업이익 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| | 별도 화장품 | 80.8 | 64.2 | 98.0 | 88.9 | 90.2 | 91.2 | 92.5 | 93.5 | 87.5 | 77.2 | 92.1 | 91.0 | 89.9 |
| | 스위스퍼펙션 (자회사) | 19.2 | 35.8 | 2.0 | 11.1 | 9.8 | 8.8 | 7.5 | 6.5 | 12.5 | 22.8 | 7.9 | 9.0 | 10.1 |

자료: 신세계인터내셔널, KB증권 추정

표 5. 신세계인터내셔널: 의류 부문 브랜드별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22P | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022P | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 의류 매출액 | 217.4 | 219.0 | 219.2 | 267.9 | 226.1 | 225.1 | 227.3 | 277.7 | 848.3 | 923.5 | 956.3 | 982.2 | 1,003.0 |
| 별도 의류 | 189.6 | 195.5 | 198.8 | 228.1 | 197.1 | 200.7 | 206.1 | 236.3 | 735.6 | 812.0 | 840.3 | 862.8 | 880.0 |
| 수입 | 129.0 | 129.7 | 129.6 | 160.1 | 132.9 | 133.6 | 133.5 | 164.9 | 466.4 | 548.4 | 564.8 | 581.8 | 593.4 |
| 국내 | 60.6 | 65.8 | 69.2 | 68.1 | 64.2 | 67.1 | 72.7 | 71.5 | 269.2 | 263.7 | 275.5 | 281.0 | 286.6 |
| 통보이 (자회사) | 27.8 | 23.5 | 20.4 | 39.8 | 29.0 | 24.4 | 21.2 | 41.4 | 112.8 | 111.5 | 115.9 | 119.4 | 123.0 |
| YoY (%) | | | | | | | | | | | | | |
| 의류 매출액 | 11.0 | 12.4 | 11.6 | 2.6 | 4.0 | 2.8 | 3.7 | 3.7 | 9.7 | 8.9 | 3.5 | 2.7 | 2.1 |
| 별도 의류 | 15.2 | 13.7 | 13.0 | 2.3 | 4.0 | 2.7 | 3.7 | 3.6 | 12.1 | 10.4 | 3.5 | 2.7 | 2.0 |
| 수입 | 34.4 | 15.4 | 18.0 | 8.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 18.3 | 17.6 | 3.0 | 3.0 | 2.0 |
| 국내 | -11.7 | 10.4 | 4.7 | -9.0 | 6.0 | 2.0 | 5.0 | 5.0 | 2.7 | -2.0 | 4.5 | 2.0 | 2.0 |
| 통보이 (자회사) | -11.1 | 2.5 | -0.1 | 4.2 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | -3.7 | -1.1 | 4.0 | 3.0 | 3.0 |
| 비중 (%) | | | | | | | | | | | | | |
| 의류 매출액 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 별도 의류 | 87.2 | 89.3 | 90.7 | 85.1 | 87.2 | 89.2 | 90.7 | 85.1 | 86.7 | 87.9 | 87.9 | 87.8 | 87.7 |
| 수입 | 59.3 | 59.2 | 59.1 | 59.7 | 58.8 | 59.3 | 58.7 | 59.4 | 55.0 | 59.4 | 59.1 | 59.2 | 59.2 |
| 국내 | 27.9 | 30.1 | 31.6 | 25.4 | 28.4 | 29.8 | 32.0 | 25.7 | 31.7 | 28.6 | 28.8 | 28.6 | 28.6 |
| 통보이 (자회사) | 12.8 | 10.7 | 9.3 | 14.9 | 12.8 | 10.8 | 9.3 | 14.9 | 13.3 | 12.1 | 12.1 | 12.2 | 12.3 |
| 의류 영업이익 | 26.9 | 28.5 | 20.2 | 20.9 | 20.3 | 20.3 | 17.2 | 28.1 | 63.2 | 96.5 | 86.0 | 86.1 | 87.9 |
| 별도 의류 | 23.9 | 26.2 | 19.9 | 14.5 | 17.2 | 18.4 | 16.6 | 23.1 | 55.4 | 84.5 | 75.2 | 75.0 | 76.5 |
| 수입 | 20.5 | 18.1 | 18.2 | 14.0 | 14.0 | 15.4 | 14.0 | 18.1 | 57.8 | 70.8 | 61.5 | 60.4 | 61.6 |
| 국내 | 3.4 | 8.1 | 1.7 | 0.5 | 3.2 | 3.0 | 2.5 | 5.0 | -2.3 | 13.7 | 13.8 | 14.6 | 14.9 |
| 통보이 (자회사) | 3.0 | 2.3 | 0.3 | 6.4 | 3.2 | 2.0 | 0.6 | 5.0 | 7.7 | 12.1 | 10.7 | 11.1 | 11.4 |
| YoY (%) | | | | | | | | | | | | | |
| 의류 영업이익 | 118.3 | 67.9 | 91.6 | -10.4 | -24.4 | -28.8 | -14.7 | 34.5 | 421.4 | 52.8 | -10.9 | 0.1 | 2.1 |
| 별도 의류 | 96.9 | 64.2 | 70.5 | -7.7 | -28.2 | -29.8 | -16.6 | 59.6 | 348.6 | 52.3 | -10.9 | -0.3 | 2.0 |
| 수입 | 76.4 | 11.4 | 26.9 | -10.0 | -31.9 | -15.1 | -23.0 | 29.5 | 122.2 | 22.5 | -13.2 | -1.7 | 2.0 |
| 국내 | 560.2 | 흑전 | 흑전 | 235.5 | -5.5 | -62.7 | 53.5 | 896.8 | 적지 | 흑전 | 0.9 | 6.1 | 2.0 |
| 통보이 (자회사) | 1,435.7 | 124.0 | 흑전 | -16.0 | 5.3 | -16.9 | 111.0 | -22.4 | 흑전 | 56.2 | -11.1 | 3.0 | 3.0 |
| OPM (%) | | | | | | | | | | | | | |
| 의류 영업이익 | 12.4 | 13.0 | 9.2 | 7.8 | 9.0 | 9.0 | 7.6 | 10.1 | 7.4 | 10.5 | 9.0 | 8.8 | 8.8 |
| 별도 의류 | 12.6 | 13.4 | 10.0 | 6.4 | 8.7 | 9.2 | 8.0 | 9.8 | 7.5 | 10.4 | 9.0 | 8.7 | 8.7 |
| 수입 | 15.9 | 14.0 | 14.0 | 8.7 | 10.5 | 11.5 | 10.5 | 11.0 | 12.4 | 12.9 | 10.9 | 10.4 | 10.4 |
| 국내 | 5.6 | 12.3 | 2.4 | 0.7 | 5.0 | 4.5 | 3.5 | 7.0 | -0.9 | 5.2 | 5.0 | 5.2 | 5.2 |
| 통보이 (자회사) | 10.9 | 10.0 | 1.5 | 16.1 | 11.0 | 8.0 | 3.0 | 12.0 | 6.9 | 10.8 | 9.3 | 9.3 | 9.3 |
| 비중 (%) | | | | | | | | | | | | | |
| 의류 영업이익 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 별도 의류 | 88.8 | 91.8 | 98.5 | 69.4 | 84.3 | 90.4 | 96.3 | 82.3 | 87.8 | 87.5 | 87.5 | 87.1 | 87.0 |
| 수입 | 76.1 | 63.4 | 90.3 | 67.0 | 68.6 | 75.5 | 81.5 | 64.5 | 91.4 | 73.3 | 71.5 | 70.2 | 70.1 |
| 국내 | 12.6 | 28.4 | 8.2 | 2.4 | 15.8 | 14.9 | 14.8 | 17.8 | -3.7 | 14.1 | 16.0 | 17.0 | 17.0 |
| 통보이 (자회사) | 11.2 | 8.2 | 1.5 | 30.6 | 15.7 | 9.6 | 3.7 | 17.7 | 12.2 | 12.5 | 12.5 | 12.9 | 13.0 |

자료: 신세계인터내셔널, KB증권 추정

표 6. 신세계인터넷내셔널: DCF (현금흐름할인) Valuation

| (십억원) | | 2022P | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-------------------------------|---------------|--------------|----------------|--------------|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 현금흐름 추정 | | | | | | | | | |
| 영업이익 | a | 115.3 | 106.9 | 112.9 | 119.7 | 125.1 | 128.9 | 132.7 | 136.7 |
| 유효법인세율 (%) | b | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| NOPLAT | $C=a*(1-b)$ | 86.5 | 80.2 | 84.7 | 89.8 | 93.8 | 96.6 | 99.5 | 102.5 |
| 감가상각비 (유형+무형) | d | 55.8 | 49.7 | 46.1 | 43.7 | 42.6 | 41.7 | 40.7 | 39.7 |
| 총 현금흐름 | $E=C+d$ | 142.3 | 129.9 | 130.8 | 133.4 | 136.5 | 138.3 | 140.2 | 142.3 |
| 총 투자 | $F=g+h$ | -71.4 | -69.7 | -56.7 | -58.1 | -65.0 | -65.0 | -65.0 | -65.0 |
| 운전자본 증감 | g | -36.4 | -34.7 | -21.7 | -23.1 | -30.0 | -30.0 | -30.0 | -30.0 |
| 유무형자산의 증가 (Capex) | h | -35.0 | -35.0 | -35.0 | -35.0 | -35.0 | -35.0 | -35.0 | -35.0 |
| FCFF | $I=E+F$ | 70.9 | 60.2 | 74.1 | 75.3 | 71.5 | 73.3 | 75.2 | 77.3 |
| 현금흐름의 현재 가치 | | | | | | | | | |
| Discount Rate | | | | 6.4% | 14.5% | 23.2% | 32.5% | 42.6% | |
| PV of FCFF | | | | 59.1 | 65.8 | 58.0 | 55.3 | 52.8 | |
| Total PV of FCFF (2024E~28E) | j | | 291.0 | | | | | | |
| 영구성장률 (%) | | | 1.50% | | 국고채권 30년 수익률 | | | | |
| Terminal Value (2029E 시점) | | | 1,271.4 | | 2029년 FCFF / (WACC - 영구성장률) | | | | |
| PV of terminal value | k | | 891.9 | | WACC 7.58% (무위험수익률 3.61%, 시장위험프리미엄 5.41%) | | | | |
| Valuation | | | | | | | | | |
| 현금흐름 합산 (현재 가치) | $L=j+k$ | | 1,182.9 | | | | | | |
| 순현금 (순차입금) | m | | -135.1 | | 12M Fwd 기준 | | | | |
| 비연결 관계기업투자 | n | | 126.3 | | 3Q22말 기준 | | | | |
| 비지배주주 자본 | o | | 2.9 | | 3Q22말 기준 | | | | |
| 적정 기업가치 | $P=L+(m+n+o)$ | | 1,171.2 | | | | | | |
| 주식수 (천주) | q | | 35,700 | | | | | | |
| 목표주가 (원) | $R=P/q$ | | 33,000 | | | | | | |
| 현재주가 (원) | | | 23,600 | | 2023.2.23 | | | | |
| 상승여력 (%) | | | 39.8 | | | | | | |
| 목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X) | | | 13.1 | | | | | | |
| 목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X) | | | 1.29 | | | | | | |

자료: 신세계인터넷내셔널, KB증권 추정

표 7. 신세계인터내셔널: WACC 변경 내역

| (십억원, %) | 변경 후 (2022.8.23) | 변경 후 (2023.2.24) | 비고 |
|-------------------------------------|------------------|------------------|--------------------------------------|
| COE (A) = a + b x c | 9.46 | 8.75 | |
| Risk free rate (a) | 2.59 | 3.61 | 최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률 |
| 조정 beta (b) | 0.96 | 0.95 | 52주 adjusted beta |
| Raw Beta | 0.79 | 0.80 | |
| R ² | 0.20 | 0.27 | |
| Risk premium (c = d - e) | 7.16 | 5.41 | |
| Market (d) | 10.61 | 8.72 | 2001년~2022년 WMI500 연평균 Total return |
| Risk free rate (e) | 3.45 | 3.32 | 2001년~2022년 통안채 1년물 연평균 Total return |
| COD (B) | 3.03 | 3.84 | 신세계인터내셔널의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 |
| 적정주주가치 | 1,438.9 | 1,171.2 | 목표주가가 의미하는 유통주식의 가치 |
| 차입금 | 283.8 | 312.0 | 총 금융부채 (3Q22 말) |
| 주식가치 가중치 (j) | 80.0 | 80.0 | |
| 차입금 가중치 (k) | 20.0 | 20.0 | |
| WACC (C) = (A x j) + (B x k) | 8.03 | 7.58 | |

자료: 신세계인터내셔널, KB증권 추정

표 8. 신세계인터내셔널: EV/EBITDA Valuation (참고용)

| | | | | |
|-------------------------------|----------------|---|------------|---------|
| 영업가치 합산 (십억원) | 1,195.8 | | | |
| 화장품 | 258.4 | | | |
| 12M Fwd EBITDA | 28.7 | | | |
| 목표 EV/EBITDA (X) | 9.0 | 해외 화장품 6개 업체들의 12M Fwd EV/EBITDA 중앙값 (median)을 50% 할인 | | |
| 의류/생활용품 | 937.4 | | | |
| 12M Fwd EBITDA | 128.3 | | | |
| 목표 EV/EBITDA (X) | 7.3 | 미국 의류 6개 업체들의 12M Fwd EV/EBITDA 중앙값 (median) | | |
| 공동/관계기업 자산가치 (십억원) | 119.2 | 4Q21말 순자산 가치(십억원) | 적정 PBR (X) | 지분율 (%) |
| 신세계사이먼 | 99.4 | 397.8 | 1.0 | 25.0 |
| 로우로우 | 1.0 | 3.0 | 1.0 | 34.7 |
| 시그나이트파트너스 | 10.7 | 21.4 | 1.0 | 50.0 |
| 스마트신세계시그나이트투자조합 | 5.9 | 29.3 | 1.0 | 20.0 |
| 신세계웰니스투자조합 | 2.2 | 4.4 | 1.0 | 49.5 |
| 순차입금(순현금) (십억원) | 124.6 | 12M Fwd | | |
| 총차입금 | 97.9 | | | |
| 현금성자산 | 222.5 | | | |
| 적정가치 (십억원) | 1,190.4 | | | |
| 수정 발행주식수 (천주) | 35,700 | | | |
| 주당 적정가치 (원) | 33,000 | | | |
| 현재 주가 (원) | 23,600 | 2023.2.23 | | |
| 상승여력 (%) | 39.8 | | | |
| 목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X) | 13.1 | | | |
| 목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X) | 1.29 | | | |

자료: 신세계인터내셔널, KB증권 추정

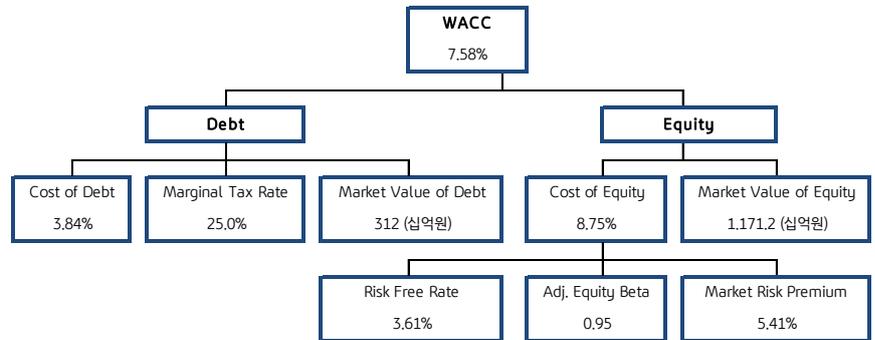
표 9. 신세계인터내셔널: 해외 Peer 업체들의 EV/EBITDA (참고용)

| 화장품 | | L'Oreal | Beiersdorf | Kao | Shanghai Jahwa | Shiseido | Estee Lauder | Median | 12M Fwd |
|-------|-----|---------|------------|---------|----------------|----------|--------------|--------|---------|
| 2023E | (X) | 21.4 | 15.7 | 10.9 | 20.0 | 17.1 | 20.9 | 18.5 | 18.0 |
| 2024E | (X) | 19.4 | 14.0 | 10.0 | 16.5 | 13.9 | 18.2 | 15.2 | |
| 2025E | (X) | 18.0 | 12.0 | 8.9 | 18.7 | 11.5 | 15.7 | 13.9 | |
| 의류 | | PVH | Gap | VF Corp | Ralph Lauren | Tapestry | Levi Strauss | Median | 12M Fwd |
| 2023E | (X) | 5.8 | 6.0 | 9.4 | 7.3 | 7.5 | 8.9 | 7.4 | 7.3 |
| 2024E | (X) | 5.2 | 4.9 | 8.3 | 6.8 | 6.5 | 8.0 | 6.7 | |
| 2025E | (X) | 4.5 | N/A | 7.4 | 7.3 | N/A | 6.9 | 7.1 | |

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권

그림 1. 신세계인터내셔널: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 신세계인터내셔널의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 3.84% 사용. 차입금 가치는 3Q22말 총금융부채
- ② 자기자본비용은 CAPM으로 산출. 무위험수익률은 통안채 1년물 금리의 최근 3개월 평균치. 주식베타는 신세계인터내셔널의 52주 Adjusted 베타, 시장 위험 프리미엄은 WMI500과 통안채 1년물의 과거 평균 수익률의 차이
- ③ 자본가치는 현재 목표주가 기준의 유통주식 가치로 산출



자료: KB증권 추정

표 10. 신세계인터내셔널: WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

| (원) | WACC | Terminal Growth | | | | | | |
|-----|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 0.9% | 1.1% | 1.3% | 1.5% | 1.7% | 1.9% | 2.1% |
| | 6.58% | 36,023 | 37,044 | 38,143 | 39,329 | 40,612 | 42,004 | 43,521 |
| | 6.78% | 34,782 | 35,725 | 36,738 | 37,827 | 39,002 | 40,273 | 41,653 |
| | 6.98% | 33,622 | 34,496 | 35,431 | 36,434 | 37,513 | 38,678 | 39,937 |
| | 7.18% | 32,537 | 33,348 | 34,213 | 35,140 | 36,134 | 37,203 | 38,357 |
| | 7.38% | 31,519 | 32,273 | 33,076 | 33,933 | 34,852 | 35,837 | 36,897 |
| | 7.58% | 30,562 | 31,264 | 32,011 | 33,000 | 33,656 | 34,566 | 35,543 |
| | 7.78% | 29,660 | 30,316 | 31,011 | 31,751 | 32,540 | 33,382 | 34,284 |
| | 7.98% | 28,810 | 29,423 | 30,072 | 30,761 | 31,495 | 32,276 | 33,111 |
| | 8.18% | 28,006 | 28,580 | 29,187 | 29,831 | 30,514 | 31,241 | 32,016 |
| | 8.38% | 27,246 | 27,784 | 28,353 | 28,954 | 29,592 | 30,269 | 30,990 |
| | 8.58% | 26,525 | 27,030 | 27,564 | 28,127 | 28,724 | 29,356 | 30,027 |

자료: 신세계인터내셔널, KB증권 추정

포괄손익계산서

| (십억원) (적용기준) | 2021A (IFRS-C) | 2022P (IFRS-C) | 2023E (IFRS-C) | 2024E (IFRS-C) | 2025E (IFRS-C) |
|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 매출액 | 1,451 | 1,554 | 1,615 | 1,684 | 1,735 |
| 매출원가 | 593 | 608 | 642 | 669 | 694 |
| 매출총이익 | 857 | 946 | 973 | 1,014 | 1,041 |
| 판매비와관리비 | 765 | 831 | 866 | 901 | 921 |
| 영업이익 | 92 | 115 | 107 | 113 | 120 |
| EBITDA | 155 | 171 | 157 | 159 | 163 |
| 영업외손익 | 13 | 21 | 14 | 15 | 16 |
| 이자수익 | 1 | 1 | 1 | 2 | 3 |
| 이자비용 | 7 | 5 | 4 | 4 | 4 |
| 지분법손익 | 16 | 14 | 15 | 15 | 15 |
| 기타영업외손익 | 4 | 11 | 2 | 2 | 2 |
| 세전이익 | 105 | 137 | 121 | 128 | 135 |
| 법인세비용 | 23 | 18 | 32 | 33 | 35 |
| 당기순이익 | 83 | 119 | 90 | 95 | 100 |
| 지배주주순이익 | 82 | 118 | 90 | 94 | 100 |
| 수정순이익 | 82 | 118 | 90 | 94 | 100 |

성장성 및 수익성 비율

| (%) | 2021A | 2022P | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 성장률 | 9.5 | 7.1 | 4.0 | 4.2 | 3.1 |
| 영업이익 성장률 | 172.4 | 25.3 | -7.2 | 5.5 | 6.0 |
| EBITDA 성장률 | 58.4 | 10.4 | -8.5 | 1.5 | 2.7 |
| 지배기업순이익 성장률 | 61.2 | 44.1 | -24.3 | 5.4 | 5.8 |
| 매출총이익률 | 59.1 | 60.9 | 60.2 | 60.2 | 60.0 |
| 영업이익률 | 6.3 | 7.4 | 6.6 | 6.7 | 6.9 |
| EBITDA이익률 | 10.7 | 11.0 | 9.7 | 9.4 | 9.4 |
| 세전이익률 | 7.3 | 8.8 | 7.5 | 7.6 | 7.8 |
| 지배기업순이익률 | 5.7 | 7.6 | 5.5 | 5.6 | 5.8 |

현금흐름표

| (십억원) | 2021A | 2022P | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 153 | 141 | 90 | 104 | 106 |
| 당기순이익 | 83 | 119 | 90 | 95 | 100 |
| 유무형자산상각비 | 63 | 56 | 50 | 46 | 44 |
| 기타비현금손익 조정 | 19 | 18 | 17 | 18 | 20 |
| 운전자본증감 | -7 | -36 | -35 | -22 | -23 |
| 매출채권감소 (증가) | -16 | -4 | -9 | -9 | -10 |
| 재고자산감소 (증가) | 7 | -49 | -30 | -17 | -17 |
| 매입채무증가 (감소) | 5 | 5 | 2 | 2 | 2 |
| 기타운전자본증감 | -3 | 12 | 2 | 2 | 2 |
| 기타영업현금흐름 | -4 | -16 | -32 | -33 | -35 |
| 투자활동 현금흐름 | -37 | -66 | -66 | -67 | -69 |
| 유형자산투자감소 (증가) | -33 | -35 | -35 | -35 | -35 |
| 무형자산투자감소 (증가) | -11 | -8 | -10 | -10 | -10 |
| 투자자산감소 (증가) | 2 | -16 | -19 | -21 | -23 |
| 기타투자현금흐름 | 5 | -7 | -1 | -1 | -1 |
| 재무활동 현금흐름 | -95 | -87 | -6 | -6 | -7 |
| 금융부채 증감 | -86 | -93 | -3 | -3 | -3 |
| 자본의 증감 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 당기지급액 | -8 | -11 | -18 | -18 | -20 |
| 기타재무현금흐름 | -1 | 17 | 15 | 15 | 15 |
| 기타현금흐름 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가 (감소) | 21 | -11 | 18 | 31 | 29 |
| 기말현금 | 48 | 37 | 56 | 86 | 115 |
| 잉여현금흐름 (FCF) | 120 | 106 | 55 | 69 | 71 |
| 순현금흐름 | 125 | 30 | 23 | 35 | 33 |
| 순현금 (순차입금) | -193 | -163 | -140 | -105 | -72 |

자료: 신세계인터내셔널, KB증권 추정

재무상태표

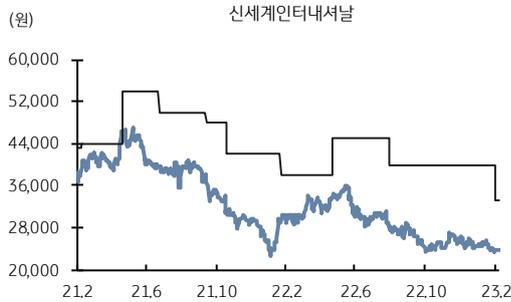
| (십억원) (적용기준) | 2021A (IFRS-C) | 2022P (IFRS-C) | 2023E (IFRS-C) | 2024E (IFRS-C) | 2025E (IFRS-C) |
|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 자산총계 | 1,159 | 1,226 | 1,302 | 1,383 | 1,469 |
| 유동자산 | 460 | 517 | 579 | 640 | 701 |
| 현금 및 현금성자산 | 48 | 37 | 56 | 86 | 115 |
| 단기금융자산 | 18 | 26 | 27 | 28 | 30 |
| 매출채권 | 113 | 121 | 130 | 139 | 149 |
| 재고자산 | 251 | 301 | 331 | 347 | 365 |
| 기타유동자산 | 29 | 32 | 35 | 39 | 43 |
| 비유동자산 | 699 | 709 | 723 | 743 | 767 |
| 투자자산 | 226 | 244 | 263 | 284 | 307 |
| 유형자산 | 287 | 281 | 276 | 274 | 275 |
| 무형자산 | 71 | 70 | 71 | 72 | 72 |
| 기타비유동자산 | 116 | 113 | 113 | 113 | 113 |
| 부채총계 | 439 | 395 | 399 | 404 | 409 |
| 유동부채 | 204 | 207 | 211 | 216 | 221 |
| 매입채무 | 36 | 38 | 40 | 42 | 44 |
| 단기금융부채 | 44 | 63 | 60 | 57 | 54 |
| 기타유동부채 | 124 | 107 | 112 | 117 | 123 |
| 비유동부채 | 236 | 188 | 188 | 188 | 188 |
| 장기금융부채 | 215 | 163 | 163 | 163 | 163 |
| 기타비유동부채 | 20 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 자본총계 | 720 | 831 | 903 | 980 | 1,060 |
| 자본금 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| 자본잉여금 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 기타자본항목 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄손익누계액 | 0 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 이익잉여금 | 561 | 669 | 741 | 817 | 897 |
| 지배자본 계 | 717 | 828 | 899 | 976 | 1,056 |
| 비지배자본 | 3 | 3 | 3 | 4 | 4 |

주요투자지표

| (X, %, 원) | 2021A | 2022P | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Multiples | | | | | |
| P/E | 12.7 | 7.5 | 9.4 | 8.9 | 8.4 |
| P/B | 1.4 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 0.8 |
| P/S | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 8.0 | 6.1 | 6.3 | 6.0 | 5.6 |
| EV/EBIT | 13.4 | 9.1 | 9.2 | 8.4 | 7.7 |
| 배당수익률 | 1.0 | 2.0 | 2.1 | 2.3 | 2.5 |
| EPS | 2,300 | 3,313 | 2,508 | 2,643 | 2,797 |
| BVPS | 20,084 | 23,184 | 25,192 | 27,335 | 29,582 |
| SPS (주당매출액) | 40,638 | 43,526 | 45,250 | 47,160 | 48,604 |
| DPS (주당배당금) | 300 | 500 | 500 | 550 | 600 |
| 배당성향 (%) | 13.1 | 15.1 | 19.9 | 20.8 | 21.5 |
| 수익성지표 | | | | | |
| ROE | 12.1 | 15.3 | 10.4 | 10.1 | 9.8 |
| ROA | 7.2 | 10.0 | 7.1 | 7.1 | 7.0 |
| ROIC | 9.1 | 11.7 | 8.3 | 8.2 | 8.2 |
| 안정성지표 | | | | | |
| 부채비율 | 61.1 | 47.6 | 44.2 | 41.2 | 38.6 |
| 순차입비율 | 26.8 | 19.6 | 15.6 | 10.7 | 6.8 |
| 유동비율 | 2.3 | 2.5 | 2.7 | 3.0 | 3.2 |
| 이자보상배율 (배) | 13.8 | 25.2 | 26.5 | 28.3 | 30.4 |
| 활동성지표 | | | | | |
| 총자산회전율 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.2 |
| 매출채권회전율 | 14.0 | 13.2 | 12.9 | 12.5 | 12.1 |
| 매입채무회전율 | 39.3 | 42.0 | 41.6 | 41.3 | 40.5 |
| 재고자산회전율 | 5.8 | 5.6 | 5.1 | 5.0 | 4.9 |

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



신세계인터넷내셔널 (031430)

| 변경일 | 투자의견 | 애널리스트 | 목표주가 (원) | 과락율 (%) | |
|----------|------|-------|-------------|---------|--------|
| | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 21-01-18 | Buy | 박신애 | 43,000 | -15.80 | |
| 21-03-02 | Buy | 박신애 | 44,000 | -7.02 | 5.23 |
| 21-05-13 | Buy | 박신애 | 54,000 | -20.84 | -12.59 |
| 21-07-16 | Buy | 박신애 | 50,000 | -22.18 | -18.40 |
| 21-10-07 | Buy | 박신애 | 48,000 | -29.50 | -25.42 |
| 21-11-11 | Buy | 박신애 | 42,000 | -32.84 | -25.00 |
| 22-02-14 | Buy | 박신애 | 38,000 | -17.83 | -10.53 |
| 22-05-16 | Buy | 박신애 | 45,000 | -30.09 | -20.11 |
| 22-08-23 | Buy | 박신애 | 40,000 | -36.44 | -27.50 |
| 23-02-24 | Buy | 박신애 | 33,000 | | |

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

| 매수 (Buy) | 중립 (Hold) | 매도 (Sell) |
|----------|-----------|-----------|
| 86.7 | 13.3 | - |

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

| | | |
|-------------|------------------|---------------|
| Buy: 15% 초과 | Hold: 15% ~ -15% | Sell: -15% 초과 |
|-------------|------------------|---------------|

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

| | | |
|--------------------|-------------------|--------------------|
| Positive: 시장수익률 상회 | Neutral: 시장수익률 수준 | Negative: 시장수익률 하회 |
|--------------------|-------------------|--------------------|

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.