Corporate Analysis

(주)신세계인터내셔날

평가일: 2016. 12. 20

■ 평가담당자

김혜원 선임연구원 CPA
02-368-5363
hwkim@korearatings.com

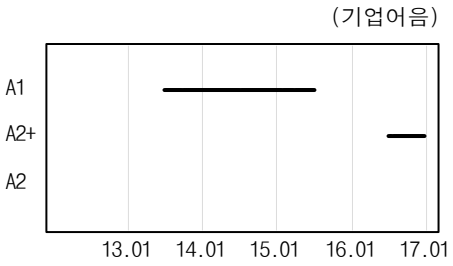
유준기 책임연구원 CFA
02-368-5315
yoojk@korearatings.com

강철구 평가3실
평가전문위원 CPA, FRM
02-368-5340
cgkang@korearatings.com

■ 평가 개요

기업어음	A2+
평가종류	정기평가
기업신용등급(ICR)	A+/안정적
무보증사채	NR

■ 등급 추이



■ 주요 재무지표

(단위: 억원, 배, %)

	2012(12)	2013(12)	2014(12)	2015(12)	2016(09)
매출액	7,883	7,900	8,462	8,845	6,495
EBIT(영업이익)	333	265	207	171	122
EBITDA	485	437	445	446	340
총자산	6,133	7,423	8,152	8,333	8,544
총차입금	1,215	2,142	2,837	3,124	3,159
순차입금	1,215	2,140	2,836	3,113	3,158
EBIT/매출액(영업이익률)	4.2	3.4	2.4	1.9	1.9
EBITDA마진	6.2	5.5	5.3	5.0	5.2
EBITDA/금융비용	20.3	10.8	7.8	6.9	6.8
순차입금/EBITDA	2.5	4.9	6.4	7.0	7.0
부채비율	52.5	73.6	90.3	91.2	99.8
차입금의존도	19.8	28.9	34.8	37.5	37.0
적용재무제표	별도	별도	별도	별도	별도

주 1. K-IFRS기반 표준재무지표로 조정 재구성한 수치임
2. EBITDA = EBIT(영업이익)+감가상각비+무형자산상각비

■ 평정요지

한국기업평가는 ㈜신세계인터내셔날(이하 '동사')의 기업어음 신용등급을 **A2+**로 유지하며, 주요 평정요인은 다음과 같다.

- 우수한 브랜드력과 계열 유통망에 기반한 우수한 사업안정성
- 수익성 및 커버리지 열위하나, 우수한 레버리지로 양호한 재무안정성 보유
- 지속적 투자계획 불구 재무부담 확대폭은 제어 가능 전망
- 자산기반의 재무융통성과 신세계그룹의 우수한 대외신인도 반영
- 유동성 대응능력 적정

회사 개요

동사는 신세계백화점 내 해외사업부로 시작하여 1980년 분할된 신설회사인 ㈜한국유통산업연구소를 모태로 설립되었으며, 현재 신세계 그룹내 패션 비즈니스 전문기업으로 해외 유명 브랜드 수입·유통, 국내 패션 브랜드 기획·생산·유통 등을 주요사업으로 영위하고 있다.

평정논거(Key Rating Rationale)

우수한 브랜드력과 계열사 유통망에 기반하여 사업안정성이 우수하다. 브랜드 포트폴리오 내에 수입 컨템포러리, 명품 브랜드가 다수 포함되어 있어 전반적인 브랜드력은 우수한 수준이다. 또한, 신세계백화점, 신세계사이먼 프리미엄아울렛, 이마트 등 계열의 우수한 유통망을 확보하고 있어 유통효율성이 매우 우수하다.

열위한 수익성 및 차입금 커버리지 불구, 우수한 레버리지로 양호한 재무안정성을 보유하고 있다. 내수경기회복과 소비심리개선 지연에 따라 수년간 수익성이 지속적으로 하락하였으며, 순영업현금흐름을 상회하는 대규모 투자에 대한 자금 소요로 차입금이 증가하여 차입금 커버리지 지표는 열위한 수준이다. 다만, 2011 년 유가증권시장 상장시 유상증자 자금이 유입됨에 따라 우수한 레버리지 수준을 유지하고 있어 전반적인 재무안정성은 양호한 수준이다.

제한적 수익성 개선 및 지속적 투자계획에도 불구하고 재무부담 확대폭은 제어 가능할 것으로 전망된다. 해외브랜드부문 매장효율화 정책 및 국내브랜드부문 상품성 강화로 일부 브랜드의 적자폭이 축소될 것으로 예상되며, 화장품부문 및 라이프스타일 부문의 성장세를 기반으로 제한적 수준의 수익성 개선이 가능할 것으로 전망된다. 2017 년 이후에도 매장 리뉴얼 및 신규 브랜드 런칭 등 자금소요가 계획되어 있으나, 연간 300~400 억원 수준의 순영업현금흐름을 창출할 것으로 예상되어 재무부담 확대폭은 제어할 수 있을 것으로 전망된다.

자산기반의 재무융통성과 신세계그룹의 우수한 대외신인도는 동사의 신용도를 지지하는 주요 요인으로 작용하고 있다. 강남구 청담동 및 신사동의 무담보 상태의 부동산 보유에 따른 우수한 재무융통성은 동사의 신인도를 지지하는 요인으로 작용하고 있다. 또한, 신인도가 우수한 신세계그룹 내의 중요도 및 통합도 등에 따른 지원가능성을 신용도에 반영하였다.

■ 주요 평정요인(Key Rating Factors)

사업 요인

다각화된 브랜드 다수를 계열의 우수한 유통망을 통하여 전개

동사는 아르마니, 지방시, 갭 등의 해외브랜드, VOV, G-CUT 의 국내 여성복 브랜드, D.UNITED 등의 이마트 유통브랜드, 라이프스타일 브랜드 JAJU 등 40 여개 브랜드를 보유하고 있으며, 특히 수입브랜드의 경우 수입 컨템포러리, 명품 브랜드를 다수 포함하고 있어 전반적인 브랜드력은 우수한 수준이다. 신세계백화점, 신세계사이먼 프리미엄아울렛, 이마트 등 계열의 우수한 유통망을 확보하고 있어 유통효율성이 매우 우수하며, 계열 유통망 내 신규 브랜드의 선제적 입점을 통해 브랜드 도입 경쟁력 및 전개능력이 뛰어난 것으로 평가된다. 한편, 동사는 여성복, 남성복, 잡화, 화장품 등 다양한 복종에서 고가, 중가, 저가를 아우르는 다양한 중대형의 브랜드를 보유하고 있어 다각화 측면 또한 우수한 것으로 판단된다.

해외브랜드부문 역성장 불구 이마트 브랜드 및 라이프스타일 부문 기반 성장세 지속

2015 년에는 몽클레르 브랜드가 합작회사 설립을 통하여 분리되었으며, SPA 시장의 경쟁심화 등으로 수입 SPA 매출액도 감소하며 해외브랜드부문의 외형이 전년대비 5.8% 축소되었다. 그러나 국내 여성복 브랜드, 이마트 유통 브랜드 및 라이프스타일 부문의 성장세로 전체 매출액은 전년대비 4.5% 증가하였다. 2016 년에는 화장품부문에서 본격적으로 매출액이 발생하기 시작한 가운데, 이마트 유통 브랜드와 라이프스타일 브랜드의 견조한 성장세에 힘입어 2016 년 3 분기(누적)에도 전년동기대비 매출액이 4.4% 증가하며 성장세를 이어가고 있다.

최근 수년간 영업수익성 하락세 지속

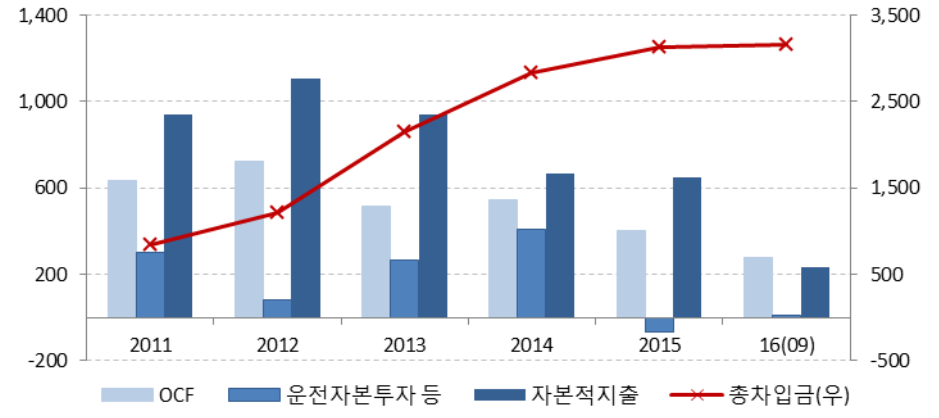
내수경기회복과 소비심리개선이 지연되는 가운데, 전반적인 영업 수익성 하락세가 지속되어 2015 년 및 2016 년 3 분기(누적) 기준 영업이익률은 모두 1.9%의 낮은 수준을 기록하였다. 해외브랜드부문의 경우 최근 런칭한 신규 브랜드들이 고성장세를 보이며 이익창출에 기여하고 있으나, 전개한지 오래된 알마니, 디젤, 갭 등 일부 브랜드들의 판매부진과 영업적자로 전체 수익성이 개선되지 못하고 있다. 국내브랜드부문의 경우 2016 년부터 국내여성복 브랜드 디자인실 강화 등으로 회복세를 보이고 있으나, 대형마트 유통브랜드는 할인판매 및 행사매출 증가로 영업적자 기조가 계속되고 있다. 또한, 최근 런칭 및 육성을 시작한 화장품부문의 경우 아직까지 초기투자비용을 감당하는 수준의 매출이 발생하지 못하면서 국내브랜드부문 수익성 회복에 제약이 되고 있다. 라이프스타일부문은 매출 비중은 20% 내외이나, 비교적 양호한 수준의 이익률을 시현하며 2015 년 이후 가장 높은 이익 비중을 차지하고 있다.

재무 요인

차입금 커버리지 열위하나, 낮은 운전자본부담과 우수한 레버리지 보유

내수소비심리 침체에 의한 할인 판매 증가, 신규 브랜드 런칭에 대한 초기 투자부담 등으로 수익성이 지속적으로 하락하여 EBITDA 마진은 열위한 수준을 나타내고 있다. 물류센터와 사옥 신축 및 브랜드와 해외사업부 신규오픈 등으로 2015 년까지 순영업현금흐름을 상회하는 자본적 지출이 발생하면서 차입금이 증가하여 차입금 커버리지 지표 또한 열위한 수준에 그치고 있다. 반면, 2011 년 유가증권시장에 상장하면서 1,282 억원의 유상증자 자금이 유입됨에 따라 차입금의존도는 우수한 수준이다. 수입브랜드를 주력으로 백화점 위주의 유통구조를 확보하고 있어 운전자본부담이 낮다.

자본적지출 확대에 따른 차입금 증가 추이 (단위: 억원)



자료: 감사보고서, 검토보고서

총영업현금흐름을 상회하는 운전자본투자 및 자본적지출로 차입부담 확대

최근 수익성 저하세에도 불구하고 400 억원을 상회하는 안정적인 총영업활동현금흐름(OCF)을 창출하고 있으나, 지속적인 신규 브랜드 런칭에 따른 운전자본 부담 확대 및 물류센터와 사옥 건설 관련 대규모 자본적지출 발생으로 잉여현금흐름(FCF)의 적자기조가 지속되었다. 2015 년에도 신축건물 투자에 357 억원, 브랜드 런칭 및 유통망 확장 등에 171 억원 등 총 646 억원의 자본적 지출이 발생하는 등 2011 년말 837 억원에 불과했던 차입금이 2015 년말 3,124 억원까지 증가하였다. 과거대비 차입부담이 확대됨에 따라 커버리지 및 레버리지 등 재무안정성이 저하되었다.

다만, 최근에는 대규모 신규 건설투자가 대부분 마무리되면서 과거대비 자본적지출 금액이 감소하여 2016 년 9 월말에는 전년말과 비슷한 수준의 총차입금을 유지하고 있으며, 동 시점 기준 순차입금/EBITDA 와 차입금의존도는 각각 7.0 배, 37.0%를 기록하고 있다.

향후 전망

라이프스타일 브랜드 성장기조에 힘입어 소폭의 외형성장 전망

소비양극화 트렌드로 최근 런칭한 신규 해외브랜드들의 성장세는 지속될 것으로 예상되나, 실적저하로 일부 매장 철수를 진행하고 있는 갭 등 해외 SPA 브랜드로 인하여 해외브랜드부문의 성장폭은 제한적일 것으로 전망된다. 반면, 이마트를 통해 판매되는 PL 브랜드, 회복세를 보이는 국내여성복, 신규 투자를 확대하고 있는 화장품부문 및 라이프스타일 브랜드 JAJU 의 견조한 외형 확대 기조가 지속될 것으로 예상된다. 특히 JAJU 의 경우 상품 범주가 주방·욕실 용품부터 가구, 홈데코레이션, 여행용품 등 라이프스타일 전반을 아우르는 수준으로 확대되면서 전사적인 성장을 견인할 것으로 전망되며, 이에 따라 매출액 성장세는 현 수준을 유지할 것으로 판단된다.

제한적 수익성 개선 및 지속적 투자계획 불구 재무부담 확대폭 제어 가능 전망

해외브랜드부문 실적저하의 주된 원인이었던 갭 등 기존 브랜드들에 대한 매장효율화, 재고자산 발주량 축소 등으로 동 부문의 수익성이 소폭 개선될 것으로 예상된다. 국내브랜드부문에서는 국내여성복 브랜드의 디자인실 강화로 상품성 강화 및 고객충성도 확보를 도모하고 있는 점, 화장품부문의 매출액 증가로 고정비를 감내할 수 있을 것으로 판단되는 점 등을 감안할 때 국내브랜드부문의 적자폭 역시 축소될 것으로 보인다. 한편, 2017 년에도 라이프스타일부문 JAJU 의 매장확대가 10 여개 예정되어 있어 외형 성장에 따른 이익기여도 상승할 것으로 예상되며, 전사적으로는 제한적인 수준의 수익성 개선이 가능할 것으로 전망된다.

2017~2019 년에도 신규 브랜드 런칭, 매장 리뉴얼 및 지분투자 등으로 연간 500 억원 내외의 자금소요가 계획되어 있으나, 2016 년 이후 연간 300~400 억원 수준의 순영업현금흐름(NCF)을 창출할 것으로 예상되는 점을 감안할 때 재무부담 확대폭은 제어할 수 있을 것으로 전망된다.

기타 요인

자산가치 기반의 재무융통성 반영

동사는 2016 년 9 월말 기준 강남구 청담동 및 신사동 등에 소재한 유형자산(토지 및 건물 장부가액 2,644 억원) 및 투자부동산(장부가액 417 억원)을 보유하고 있으며, 동 자산은 전액이 무담보 자산으로 구성되어 있다. 동시점 기준 차입금 규모가 3,159 억원인 점을 감안하면, 유형자산 및 투자부동산의 담보여력 또는 매각가치가 총차입금을 상쇄할 만큼 높은 수준으로 판단되며, 이에 따른 우수한 재무융통성은 동사의 신인도를 지지하는 주요 요인이다.

신세계그룹의 우수한 대외신인도 반영

신세계그룹은 소매유통, 호텔, 음식료 등 안정적인 내수소비시장 내 우수한 시장지위를 바탕으로 확고한 사업기반을 유지하고 있으며, 우수한 입지여건과 자산가치 등을 바탕으로 안정적인 이익창출과 재무상태를 견지하고 있다. 동사는 주력사인 ㈜신세계의 자회사(2016 년 9 월말 기준 특수관계인 포함 지분율 68.1%)로 다수의 브랜드가 신세계백화점, 이마트, 신세계사이먼 프리미엄아울렛 등 계열 유통망에 입점한 가운데, ㈜신세계 및 ㈜이마트와 브랜드 및 재고자산 양수도 계약을 체결하는 등 긴밀한 사업적 연관성을 유지하고 있다. 그룹 내 동사의 중요도 및 통합도를 감안할 때 신세계그룹의 우수한 대외신인도는 동사의 신인도를 지지하는 주요 요인이다.

유동성 분석

유동성 대응능력 적정

2016 년 9 월말 총차입금 3,163 억원 가운데 단기성 차입금이 2,186 억원으로 69.1%의 비중을 차지하고 있어 만기구조는 단기에 집중되어 있다. 단기차입금은 기업어음 621 억원, 유산스 557 억원, 당좌차월 7 억원, 단기일반대출 300 억원 등으로 구성되어 있다. 현금성자산의 규모가 작고 및 FCF 가 부(-)의 기조를 지속하고 있으나 연간 400 억원을 상회하는 영업현금창출력, 미사용여신한도(2,965 억원), 담보여력 등을 감안할 때 유동성 대응능력은 적정한 수준으로 분석된다. 또한, 신세계그룹 계열사로서의 우수한 대외신인도 및 유가증권시장 상장사로서 직접금융시장에서의 자금조달 가능성 등도 존재하고 있다.

(단위: 억원, %)

구분	2016.09	기간별 만기도래 금액			
	잔액	1년	2년	3년	이후
단기차입금	1,486	1,486	-	-	-
장기차입금	719	400	319	-	-
회사채	958	300	658	-	-
총차입금(B/S)	3,163	2,186	977	0	0
(비중)	100.0	69.1	30.9	0.0	0.0

주: 사채관련 조정계정 미반영
자료: 분기검토보고서, 회사제시

■ 패션산업 평가방법론 적용 결과

구분		AAA	AA	A	BBB	BB	B
사업 항목	브랜드력			○			
	브랜드 관리능력			○			
	다각화			○			
	유통효율성		○				
	매출액			○			
재무 항목	EBITDA마진					○	
	순차입금/EBITDA					○	
	EBITDA/총금융비용			○			
	(매출채권+재고자산)/매출액			○			
	차입금의존도			○			
모델등급				○			

주: ⊙ 표시는 상대적으로 중요한 지표를 의미

본 평가는 당사의 공시된 패션산업 평가방법론과 KR 신용평가일반론, 계열신용평가방법론을 적용하였습니다. 공시된 신용평가방법론은 당사 홈페이지 www.rating.co.kr 의 리서치/평가방법론에서 찾아볼 수 있습니다.

〈유의사항〉

(1) 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 현재 시점에서의 한국기업평가㈜의 의견입니다. 신용등급은 특별한 언급이 없는 경우 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용평가는 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니라, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상환능력에 대해 예측한 독자적인 의견으로, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.

(2) 본 보고서상 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있으며, 신용평가 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.

(3) 신용평가 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 본 보고서 내용의 정확성 및 완전성을 보증하거나 확약하지 않습니다. 본 보고서의 모든 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 본 보고서상 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.

(4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 신용등급은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 신용등급 및 본 보고서는 당사 고유의 평가기준에 따른 의견으로만 해석되어야 하며, 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다.

〈예측정보 관련 유의사항〉

본문 내 전망과 관련된 모든 정보는 평가시점에 있어 당사의 합리적인 분석방법과 절차에 의하여 생성된 예측정보이며, 이는 분석대상업체의 핵심지표 관련 당사의 전망에 기초한 영업손익 추정과 분석대상업체가 제시한 사업계획 등을 근거로 하고 있습니다. 향후 핵심지표의 변화 폭이 당초의 예상범위를 크게 이탈하고, 이러한 추세가 구조적인 요인에 기인하는 것으로 판단되는 경우 당사는 이를 반영한 Credit 검토를 토대로 신용등급 또는 등급전망을 변경할 수 있습니다. 예측정보는 수급요인이나 환율, 금리 등과 같은 외생변수를 포함한 대내외적인 환경변화에 따라 실제 결과 치와 차이가 발생할 수 있습니다. 또한, 예측정보는 상기 〈유의사항〉의 적용을 받습니다.

다음은 '표준내부통제기준' 제38조 · 제44조 제6항 · 제46조 제4항, '금융투자업규정' 제8-19조의9 제2항에 따라 제공되는 내용이며, 평가의견의 일부입니다.

【단기 채무자 신용등급 정의】

등급기호	등급의 정의
A1	단기적인 채무상환능력이 매우 우수하며, 예측 가능한 장래의 환경변화에 영향을 받을 가능성이 낮다.
A2	단기적인 채무상환능력이 우수하지만, 장래의 환경변화에 의해 영향을 받을 가능성이 상위 등급에 비해서는 높다.
A3	단기적인 채무상환능력은 있으나, 장래의 환경변화에 따라 저하될 가능성이 내포되어 있다.
B	최소한의 단기적인 채무상환능력은 인정되나, 그 안정성은 가변적이어서 투기적이다.
C	단기적인 채무상환능력이 의문시되며, 채무불이행이 발생할 가능성이 높다.
D	현재 채무불이행 상태에 있다.

주1: A2부터 B까지는 동일 등급내에서 상대적인 우열을 나타내기 위하여 "+" 또는 " - "의 기호를 부가할 수 있음.

주2: 조건부 신용평가의 경우 신용등급 앞에 "C"를, 미공시 등급의 경우 신용등급 앞에 "U"를 부기함

주3: 구조화금융거래와 관련한 신용평가의 경우 신용등급 뒤에 "(sf)"를, 집합투자기구 신용평가의 경우 신용등급 뒤에 "(f)"를 부기함.

.

- 당사가 본 건 신용평가에 이용한 중요자료는 감사보고서, 사업보고서, 경영공시자료, 차입금현황 등 입니다.
- 본 신용평가의 평가개시일은 2016.12.12이고, 평가종료일은 2016.12.20입니다.
- 최근 2년간 의뢰인과 체결한 다른 신용평가계약 건수 및 총액은 각각 3건, 35백만원(정기평가 포함)입니다. 당사는 신용평가일 현재 수행중인 의뢰인의 다른 신용평가용역은 없습니다. 또한 의뢰인은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 따른 기업집단에 속하며, 동 기업집단의 직전년도 수수료 비중은 신용평가 수수료 총액의 0.7%에 해당합니다.
- 신용평가일 기준 2년 이내 비평가용역계약 체결내역은 없습니다. 또한 의뢰인은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 따른 기업집단에 속하며, 동 기업집단의 직전년도 비평가수수료 비중은 비평가 수수료 총액의 0%에 해당합니다. 한편, 신용평가일 현재 수행중인 비평가용역은 없습니다.

Copyright© 2016 : Korea Ratings. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500 FAX: 368-5599.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가㈜의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.