

영원무역(111770)

최저임금 인상, 과도한 우려 지양

방글라데시 최저임금 인상 영향은?

1월부터 방글라데시 월 최저임금이 기존 5,300타카에서 8,000타카로 51% 인상됐다. 5년 만의 인상으로 동사의 인건비 급증에 대한 우려가 크다. 한편 우려는 과도한 것으로 판단되는데, 1) 방글라데시 인건비가 원가에서 차지하는 비중이 12% 내외로 절대적인 변수는 아니고, 2) 방글라데시 평균임금 상승폭은 10%를 넘지 않을 것으로 추정, 최저임금 상승폭보다 낮을 것으로 예상되며, 3) 고임금 국가인 중국에서 사업을 철수하고 있어 인건비 감소 부분도 있을 것이다.

방글라데시 평균임금 상승률 10% 가정시 금년 인건비 6% 증가

Scott을 인수한 2015년 이후 OEM 부문 원가 파악이 어렵다. 작년 국가별 평균임금은, 방글라데시의 경우 숙련공을 기준으로 10%보다 높은 임금 수준을 적용했을 때 동사의 전체 인건비는 연간 1,870억원, 이 중 방글라데시 인건비는 1,090억원으로 전체 인건비의 57%, 전체 원가의 12%를 차지하는 것으로 추정된다(원가율 74% 가정). 동사의 생산 인력 비중이 방글라데시 82%, 베트남 12%, 중국 3%, 남미 3%인 것을 감안하면 방글라데시 인건비 비중은 낮다.

방글라데시 평균임금 상승률을 10%로 가정했을 때 방글라데시 인건비는 원화 기준 13% 증가, 금년 전체 인건비는 1,990억원으로 전년대비 6% 증가가 예상된다. OEM 원화 매출 증가율을 6.3%로 가정하기 때문에 수익성 하락 요인은 아니다. 일반적으로 최저임금이 매년 조정되는 것과 다르게 방글라데시는 최저임금 인상이 5년에 한번씩 이루어졌다. 그러나 평균적으로는 매년 임금이 상승했고 2014년 최저임금이 77% 상승했을 때도 숙련공 기준 임금은 5.6%, 비숙련공 기준 임금은 11.7% 상승한 바 있다. 이에 영원무역은 숙련공 이상의 임금을 지급하는 것으로 추정, 평균임금 상승률이 10%를 상회하지는 않을 것으로 예상된다. 또한 중국 공장을 전면 철수하고 있다. 중국의 인력 비중은 3%이나 인건비 비중은 15%에 달하는 것으로 추정된다. 철수 속도에 따라 방글라데시 인건비 증가 영향은 더욱 낮아질 수 있다. 2014~2016년 인건비 증가폭이 컸던 것은 전체 인력 증가 영향도 컸던 것으로 판단된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	2,002	179	110	2,489	(15.1)	237	12.3	6.1	1.1	9.1	0.8
2017A	2,009	181	109	2,477	(0.5)	241	12.7	6.1	1.1	8.8	1.0
2018F	2,140	208	143	3,250	31.2	270	10.9	5.7	1.1	11.0	1.0
2019F	2,264	225	157	3,588	10.4	289	9.9	5.2	1.0	11.0	1.1
2020F	2,388	250	174	3,969	10.6	316	8.9	4.6	0.9	11.1	1.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 53,000원(유지)

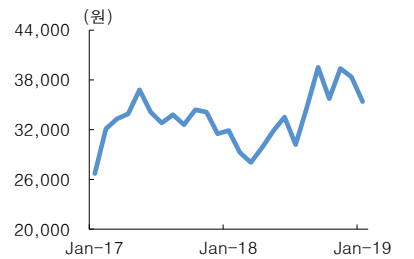
Stock Data

KOSPI(1/24)	2,145
주가(1/24)	35,400
시가총액(십억원)	1,569
발행주식수(백만)	44
52주 최고/최저가(원)	40,650/26,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,591
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.2/26.9
주요주주(%)	영원무역홀딩스 외 10 인 50.8
	국민연금 10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.0)	14.2	9.4
KOSPI 대비(%p)	(10.4)	20.1	24.9

주가추이



자료: FnGuide

나은채

ec.na@truefriend.com

글로벌사 대비 저평가, 꾸준히 성장하는 글로벌 OEM

‘매수’와 목표주가 53,000원(2019F PER 15배, 글로벌사 대비 30% 할인)을 유지한다. 2019F PER 10배로 대만 경쟁사들 대비 약 50% 할인되어 있다. 의미 있는 주가 re-rating을 위해서는 OEM 본업이나 Scott 브랜드의 성장, 그리고 업종 내 가장 낮은 배당 성향(금년 예상 10%, 배당수익률 1.1%)이 개선될 필요가 있다. 그러나 진입 장벽 높은 스포츠의류 OEM으로 스포츠의류 시장 성장과 높은 마진을 향유하고 있고, 원가 경쟁력과 증설 등 성장 잠재력에 주목한다. 최근 우려는 과도한 것으로 판단되어 매수 기회로 활용할 것을 권유한다.

〈표 1〉 방글라데시 월 임금 추이

(단위: BDT, % YoY)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F
최저임금	3,000	3,000	5,300	5,300	5,300	5,300	5,300	8,000
평균임금								
비숙련	4,700	5,037	5,627	6,499	6,766	7,243	7,357	NA
숙련	6,540	6,948	7,335	7,935	8,583	9,116	9,585	NA
최저임금 증감률	-	-	76.7	-	-	-	-	50.9
평균임금 증감률								
비숙련	(5.8)	7.2	11.7	15.5	4.1	7.1	1.6	NM
숙련	4.8	6.2	5.6	8.2	8.2	6.2	5.2	NM

자료: Bangladesh Bureau of Statistics, 한국투자증권

〈표 2〉 Global peer valuation

(단위: 백만달러, 배, %, % YoY)

		동남아 스포츠의류 OEM			동남아 캐주얼 의류 OEM		중국 대형	Agency	자전거		
		Youngone	Eclat	Feng Tay	Makalot	Shenzhou			Yue Yuen	LI & FUNG	Giant
Mkt Cap.		1,389	3,068	4,053	1,257	17,607	5,368	1,420	1,930	1,480	12,758
PER	2018F	11.8	21.4	23.8	25.5	25.4	15.0	9.8	23.8	26.1	25.7
	2019F	10.1	18.9	20.7	21.2	21.2	13.2	7.6	21.1	20.1	24.9
	2020F	9.1	17.0	19.0	18.6	17.8	11.7	6.4	18.1	17.5	22.9
PBR	2018F	1.2	5.6	7.7	4.5	5.2	1.2	0.9	2.8	3.7	2.9
	2019F	1.1	5.1	6.7	4.3	4.5	1.2	0.8	2.7	3.3	2.6
	2020F	1.0	4.7	6.1	4.0	3.9	1.2	0.8	2.5	3.1	2.4
EV/EBITDA	2018F	6.2	15.1	13.8	15.9	19.2	8.5	7.0	14.0	23.4	13.7
	2019F	5.3	13.3	12.2	13.3	16.4	7.7	6.9	13.0	19.3	12.0
	2020F	4.7	12.1	11.0	12.0	14.0	7.0	6.2	11.3	17.2	11.0
ROE	2018F	11.0	27.6	34.2	17.8	22.4	8.7	5.3	12.0	14.7	12.4
	2019F	11.0	28.1	34.1	20.7	23.8	9.8	12.8	13.2	17.2	11.7
	2020F	11.1	28.9	34.2	22.3	24.5	10.6	14.0	14.5	18.2	11.6
DY	2018F	0.9	3.3	3.0	3.4	2.0	5.4	7.2	2.5	2.2	1.0
	2019F	1.1	3.9	3.6	4.1	2.4	5.4	8.4	2.9	3.0	1.1
	2020F	1.1	4.4	3.9	4.7	2.9	5.8	10.2	3.3	3.8	1.1
EPS	2018F	37.3	43.1	17.9	15.7	20.4	(30.0)	NM	20.5	115.3	42.8
	2019F	10.4	13.0	14.9	20.4	19.8	13.6	29.4	12.4	30.2	2.9
	2020F	10.6	11.5	8.9	13.8	19.4	12.7	18.2	16.8	15.0	8.8
OPM	2018F	9.7	19.4	11.3	8.2	24.4	5.6	2.3	6.1	5.2	19.7
	2019F	9.9	19.8	11.8	8.9	25.0	6.0	2.3	6.3	5.9	19.9
	2020F	10.5	20.2	12.1	9.4	25.4	6.1	2.5	6.6	6.4	20.5
Sales	2018F	11.4	13.5	9.1	5.7	15.4	4.5	(6.5)	7.6	15.7	5.3
	2019F	5.8	13.1	9.9	11.7	16.5	3.6	(1.6)	6.1	11.4	5.9
	2020F	5.5	9.2	8.8	9.0	16.1	4.7	0.9	6.3	9.6	5.8

주: 1월 23일 종가 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

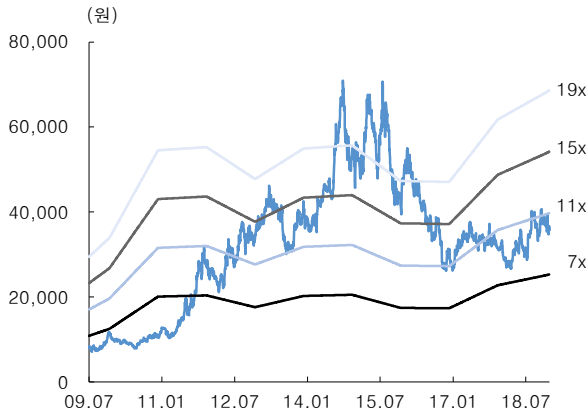
<표 3> 영원무역 해외공장 인건비 추정

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
인건비 합계(십억원)	122	139	146	168	186	187	187	199
방글라데시	53	63	72	90	107	109	109	124
베트남	22	27	33	37	41	42	41	44
중국	46	45	37	34	31	28	28	21
엘살바도르	0	4	4	6	8	9	9	10
인건비 합계(백만달러)	108	127	137	148	160	166	170	176
방글라데시	47	57	67	80	92	97	99	110
베트남	20	25	31	33	35	37	37	39
중국	41	41	35	30	26	24	25	19
엘살바도르	NA	4	4	5	7	8	9	9
월 평균임금(달러)	151	166	164	165	169	172	177	185
방글라데시	88	98	104	112	120	124	126	139
베트남	214	242	256	264	284	300	317	339
중국	550	629	695	734	745	795	868	929
엘살바도르	NA	259	264	276	268	283	311	327
평균 인력(명)	59,442	63,717	69,290	74,835	79,250	80,050	80,235	79,500
방글라데시	44,397	48,547	53,805	59,455	64,000	64,950	65,715	65,930
베트남	7,743	8,568	10,015	10,340	10,250	10,250	9,800	9,600
중국	6,238	5,438	4,150	3,450	2,950	2,550	2,420	1,670
엘살바도르	1,065	1,165	1,320	1,590	2,050	2,300	2,300	2,300
기말 인력(명)	59,824	67,610	70,970	78,700	79,800	80,300	80,170	78,830
방글라데시	44,793	52,300	55,310	63,600	64,400	65,500	65,930	65,930
베트남	7,786	9,350	10,680	10,000	10,500	10,000	9,600	9,600
중국	6,175	4,700	3,600	3,300	2,600	2,500	2,340	1,000
엘살바도르	1,070	1,260	1,380	1,800	2,300	2,300	2,300	2,300
인건비 합계 증감률(원화 기준, % YoY)	7.6	14.2	4.8	15.3	10.8	0.7	0.0	6.3
방글라데시	6.6	18.5	14.4	26.4	18.6	1.9	(0.0)	13.4
베트남	3.6	21.7	20.0	13.3	9.1	3.0	(1.8)	7.7
중국	10.7	(2.9)	(18.2)	(6.7)	(10.9)	(10.1)	0.8	(24.1)
엘살바도르	NM	NM	12.1	33.8	28.3	15.5	7.0	7.9
인건비 합계 증감률(달러 기준, % YoY)	5.7	17.3	8.0	8.5	8.1	3.3	2.8	3.5
방글라데시	4.8	21.8	17.8	18.9	15.7	4.5	2.8	10.4
베트남	1.8	25.0	23.6	6.6	6.5	5.6	0.9	4.8
중국	8.8	(0.3)	(15.7)	(12.2)	(13.1)	(7.8)	3.6	(26.2)
엘살바도르	NM	NM	15.5	25.9	25.2	18.5	10.0	5.0
평균임금 증감률(현지통화 기준, % YoY)								
방글라데시	4.8	6.2	5.6	8.2	8.2	6.2	5.2	10.0
베트남	13.1	13.9	6.6	6.8	9.6	7.3	7.0	7.0
중국	13.6	11.5	10.6	7.7	7.5	8.4	7.0	7.0
엘살바도르	NM	NM	1.9	4.5	(2.9)	5.6	10.0	5.0
평균임금 증감률(달러 기준, % YoY)	0.4	9.4	(0.7)	0.4	2.1	2.3	2.6	4.4
방글라데시	(5.1)	11.4	6.3	7.6	7.5	3.0	1.6	10.0
베트남	11.9	13.0	5.7	3.3	7.4	5.6	5.5	7.0
중국	16.4	14.4	10.4	5.6	1.6	6.7	9.2	7.0
엘살바도르	NM	NM	1.9	4.5	(2.9)	5.6	10.0	5.0
평균 인력 증감률(% YoY)	5.3	7.2	8.7	8.0	5.9	1.0	0.2	(0.9)
방글라데시	10.5	9.3	10.8	10.5	7.6	1.5	1.2	0.3
베트남	(9.0)	10.7	16.9	3.2	(0.9)	0.0	(4.4)	(2.0)
중국	(6.5)	(12.8)	(23.7)	(16.9)	(14.5)	(13.6)	(5.1)	(31.0)
엘살바도르	(2.5)	9.4	13.3	20.5	28.9	12.2	0.0	0.0
기말 인력 증감률(% YoY)	1.3	13.0	5.0	10.9	1.4	0.6	(0.2)	(1.7)
방글라데시	1.8	16.8	5.8	15.0	1.3	1.7	0.7	0.0
베트남	1.1	20.1	14.2	(6.4)	5.0	(4.8)	(4.0)	0.0
중국	(2.0)	(23.9)	(23.4)	(8.3)	(21.2)	(3.8)	(6.4)	(57.3)
엘살바도르	0.9	17.8	9.5	30.4	27.8	0.0	0.0	0.0

주: 1. 영원무역 인건비 추정은 회사 수치가 아닌 우리 수치임, 2. 방글라데시 평균 인건비는 숙련공 기준에 10% 할증 적용

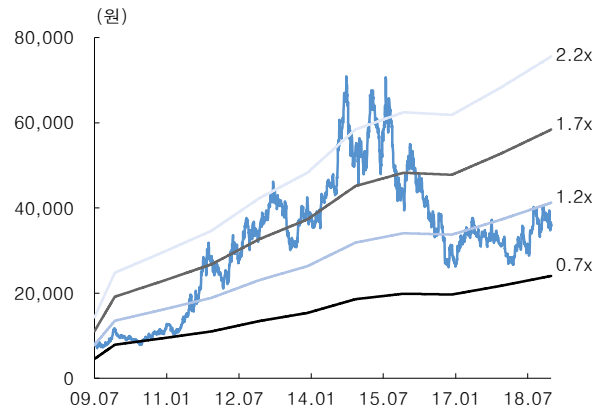
자료: CEIC, ILO, 영원무역, 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

영원무역은 2009년 7월 1일 (주)영원무역홀딩스로부터 분할되어 설립된 회사로서 나이키 및 노스페이스 등 약 40여개의 유명 바이어로부터 주문을 받아 방글라데시, 베트남, 중국 및 엘살바도르에 소재한 현지법인 공장에서 아웃도어 및 스포츠 의류제품을 OEM방식으로 생산 및 수출하고 있음. 국내 내수시장에서는 YOUNGONE이라는 브랜드 제품을 비롯한 아웃도어 및 스포츠 의류제품을 생산하여 영원프라자 유통망을 통하여 판매하고 있으며 최근에는 니트제품, 메리노울, 특수 원단 R&D 및 스카자전거 판매까지 회사의 영업범위를 확대하고 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,414	1,277	1,322	1,409	1,530
현금성자산	461	389	428	453	525
매출채권및기타채권	352	317	321	340	358
재고자산	481	435	460	482	509
비유동자산	976	997	1,071	1,134	1,191
투자자산	106	152	162	171	181
유형자산	566	552	597	632	662
무형자산	216	162	172	182	192
자산총계	2,390	2,275	2,393	2,543	2,721
유동부채	621	552	630	637	655
매입채무및기타채무	269	243	300	317	334
단기차입금및단기사채	247	233	233	233	233
유동성장기부채	70	27	27	27	27
비유동부채	391	382	290	288	285
사채	50	50	10	10	10
장기차입금및금융부채	136	122	122	122	122
부채총계	1,012	934	921	926	940
지배주주지분	1,245	1,230	1,357	1,497	1,653
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	411	411	411	411	411
기타자본	(13)	(16)	(16)	(16)	(16)
이익잉여금	782	880	1,007	1,147	1,303
비지배주주지분	133	111	116	120	128
자본총계	1,378	1,341	1,472	1,617	1,781

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	102	159	222	180	216
당기순이익	109	95	147	162	181
유형자산감가상각비	53	55	58	60	62
무형자산상각비	5	4	4	4	4
자산부채변동	(102)	(47)	8	(52)	(39)
기타	37	52	5	6	8
투자활동현금흐름	(102)	(163)	(132)	(141)	(127)
유형자산투자	(69)	(144)	(104)	(96)	(93)
유형자산매각	13	1	1	1	1
투자자산순증	(42)	(19)	(10)	(9)	(9)
무형자산순증	(4)	(2)	(14)	(14)	(14)
기타	0	1	(5)	(23)	(12)
재무활동현금흐름	9	(52)	(51)	(14)	(16)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	98	(37)	(32)	8	8
배당금지급	(9)	(11)	(13)	(15)	(18)
기타	(80)	(4)	(6)	(7)	(6)
기타현금흐름	(1)	(17)	0	0	0
현금의증가	8	(72)	39	25	73

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

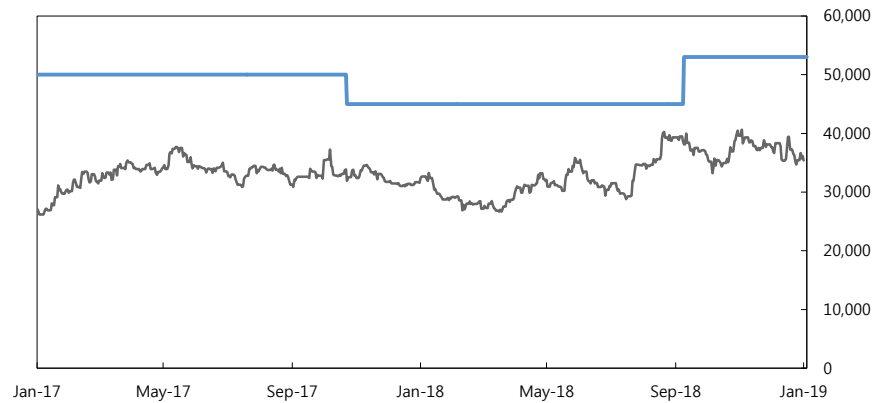
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,002	2,009	2,140	2,264	2,388
매출원가	1,475	1,472	1,548	1,590	1,664
매출총이익	527	537	592	674	724
판매관리비	348	356	384	449	474
영업이익	179	181	208	225	250
금융수익	4	6	6	7	7
이자수익	3	5	5	5	6
금융비용	13	18	16	16	16
이자비용	13	18	16	16	16
기타영업외손익	(15)	(36)	0	0	0
관계기업관련손익	(2)	(2)	0	0	0
세전계속사업이익	154	131	199	216	242
법인세비용	45	36	52	54	60
연결당기순이익	109	95	147	162	181
지배주주지분순이익	110	109	143	157	174
기타포괄이익	(5)	(117)	0	0	0
총포괄이익	104	(22)	147	162	181
지배주주지분포괄이익	111	(1)	143	157	174
EBITDA	237	241	270	289	316

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,489	2,477	3,250	3,588	3,969
BPS	28,390	28,107	30,978	34,134	37,667
DPS	250	300	350	400	400
성장성(% , YoY)					
매출증가율	26.3	0.4	6.5	5.8	5.5
영업이익증가율	(8.8)	0.9	15.0	8.1	11.2
순이익증가율	(15.3)	(1.2)	31.2	10.4	10.6
EPS증가율	(15.1)	(0.5)	31.2	10.4	10.6
EBITDA증가율	(4.6)	1.5	12.2	7.1	9.3
수익성(%)					
영업이익률	9.0	9.0	9.7	9.9	10.5
순이익률	5.5	5.4	6.7	7.0	7.3
EBITDA Margin	11.8	12.0	12.6	12.8	13.2
ROA	4.7	4.1	6.3	6.6	6.9
ROE	9.1	8.8	11.0	11.0	11.1
배당수익률	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1
배당성향	10.0	12.1	10.8	11.1	10.1
안정성					
순차입금(십억원)	(31)	(34)	(121)	(162)	(240)
차입금/자본총계비율(%)	36.6	33.0	26.7	24.3	22.1
Valuation(X)					
PER	12.3	12.7	10.9	9.9	8.9
PBR	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.1	6.1	5.7	5.2	4.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
영원무역 (111770)	2016.11.05	매수	50,000원	-36.0	-24.6
	2017.11.05	1년경과		-33.8	-32.3
	2017.11.15	매수	45,000원	-29.6	-10.6
	2018.10.02	매수	53,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 24일 현재 영원무역 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.