

# 영원무역 (111770)

## 강한 펀더멘털 대비 절대 저평가

### 3분기 OP 705억원으로 시장 기대치 부합

3분기 연결 매출과 영업이익 각각 6,826억원(YoY 14.1%), 705억원(YoY 13.9%)으로 시장 기대치에 부합했다(당사 추정치 690억원). 방글라데시 퇴직충당금 회계적 비용은 전분기 대비 축소되며 약 60억원 반영되었으며 이를 제외 시 연결 영업이익률은 11.2%에 달했다(YoY 0.9%p). 1) **OEM**: 달러 매출 약 10% 증가, 영업이익률 13.7%, 일회성 비용을 제한하면 이익률은 15%를 시현했다. 2) **Scott sports**: 원화 기준 매출과 영업이익률은 전년 수준 유지되었다.

### 2020년을 본다면 당장 사야 할 주가

2020년 영원무역은 가파른 이익 성장 구간에 진입할 것으로 예상된다. 2019년 발생했던 방글라데시 근로자 퇴직충당금이 축소되며 이익 증가 폭이 가파라질 것이다. 2019년 3분기 누적 일회성 비용 제외했을 경우, 영원무역의 OEM 영업이익률은 17.5%였다(YoY 2.4%p). 2019년 진행된 방글라데시 최저임금 인상, 퇴직충당금 반영에도 불구하고 탑라인 성장에 기인한 5년래 최고 이익률이다. 이러한 높은 이익률이 2020년에도 유지된다는 가정 하, 달러 오더증가 가정별 이익증가율은 다음과 같다(〈표 1〉 참조). 오더증가율 YoY flat 가정 시 영업이익증가율 30%, 4% 가정 시 37.6%, 8%일 경우 43% 이익 증가 전망한다. 보수적 추정을 위해 매출 성장에 따른 고정비 배분 효과를 반영하지 않았다. 또한, 현재까지 전방 바이어 재고 소진 추세를 보았을 때 2020년 달러 오더 증가율은 최소 미드싱글 수준 이상 시현 가능할 것으로 파악한다.

### 투자 의견 BUY, 목표주가 5.2만원 유지

투자 의견 BUY, 목표주가 5.2만원 유지한다. 현 주가 12MF PER 8.4배로 지속되는 호실적, 2020년 높아지는 실적 가시성 및 본격적인 이익 증가 구간 진입 대비 과도하게 저평가되어 있다. 2019년 지속되었던 강달러 환율 추세는 2020년 역으로 흘러갈 가능성 높으나 견조한 탑라인 오더 증가가 결국 주가에 영향을 미치는 가장 중요한 펀더멘털 요소로 작용할 것이다. 매수 권고한다.

### Earnings Review

**BUY**

! TP(12M): 52,000원 | CP(11월14일): 34,850원

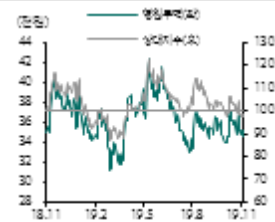
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,139.23
52주 최고/최저(원)	42,300/31,150
시가총액(십억원)	1,544.3
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	44,311.5
60일 평균 거래량(천주)	87.1
60일 평균 거래대금(십억원)	3.1
19년 배당금(예상, 원)	350
19년 배당수익률(예상, %)	1.00
외국인지분율(%)	23.14
주요주주 지분율(%)	
영원무역홀딩스 외 8인	50.83
국민연금공단	11.52
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.8 (4.3) (2.8)
상대	(0.6) (6.8) (6.0)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,333.4	2,438.5
영업이익(십억원)	223.3	252.4
순이익(십억원)	163.5	185.5
EPS(원)	3,565	4,016
BPS(원)	40,388	45,003

#### Stock Price



#### Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,009.3	2,101.3	2,380.2	2,492.1	2,567.5
영업이익	십억원	181.1	201.0	231.1	265.2	282.1
세전이익	십억원	131.1	169.1	208.2	243.1	260.8
순이익	십억원	108.7	113.1	160.3	187.1	200.7
EPS	원	2,453	2,551	3,617	4,222	4,529
증감률	%	(1.2)	4.0	41.8	16.7	7.3
PER	배	12.84	15.03	9.63	8.25	7.69
PBR	배	1.12	1.09	0.86	0.79	0.72
EV/EBITDA	배	6.12	6.64	5.22	4.48	4.05
ROE	%	8.78	8.15	9.64	10.03	9.82
BPS	원	28,107	35,217	40,514	44,386	48,566
DPS	원	300	350	350	350	350



Analyst 허제나  
02-3771-7375  
jn.huh@hanafn.com

표 1. 2020년 OEM 달러 오더 증가율 가정별 영업이익 증가 시나리오 분석

(단위: 십억원, %)

\*주 가정: 2020년 방글라데시 퇴직충당금 1천만불로 축소된다는 가정, OEM부문 영업이익률 17.6% 적용(환율 동일 가정)  
 \*\*17.6% 적용 근거: 2019년 3분기 누적 퇴직충당금 발생하지 않았을 시 OEM 영업이익률

매출 증가율 가정	19F	20F	YoY,%
<b>1) YoY flat</b>			
매출	1,431	1,431	-
영업이익	190	252	32.3
영업이익률	13.3	17.6	
<b>2) YoY +4%</b>			
매출	1,431	1,488	4.0
영업이익	190	262	37.6
영업이익률	13.3	17.6	
<b>3) YoY +8%</b>			
매출	1,431	1,545	8.0
영업이익	190	272	42.9
영업이익률	13.3	17.6	

주: 환율 가정 표4 참고  
 자료: 하나금융투자

표 2. 영원무역 3분기 실적 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	3Q18	3Q19	YoY (%,%p)	컨센서스	괴리율(%)	하나금투 예상치	괴리율(%)
매출액	598	670	683	1.9	14.1	675	1.1
OEM	365	394	442	12.2	21.1		
브랜드유통/기타	233	276	240	(12.9)	3.0		
영업이익	62	90	71	(21.9)	13.9	69	2.4
OEM	51	71	60	(14.2)	17.6		
브랜드유통/기타	11	20	10	(49.4)	(4.6)		
세전이익	57	93	71	(23.6)	24.3		
지배순익	41	66	49	(26.0)	21.3	45	8.2
영업이익률(%)	10.3	13.5	10.3	(3.2)	(0.0)		
OEM	14.1	17.9	13.7	(4.2)	(0.4)		
브랜드유통/기타	4.5	7.2	4.2	(3.0)	(0.3)		
세전이익률(%)	9.5	13.8	10.4	(3.5)	0.9		
순이익률(%)	6.8	9.9	7.2	(2.7)	0.4		

자료: 영원무역, 하나금융투자

표 3. 영원무역 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018년	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2019F
매출	450	575	598	478	2,101	482	670	683	546	2,380
OEM	236	332	365	279	1,213	272	394	442	322	1,431
브랜드유통/기타	213	244	233	199	889	210	276	240	223	949
영업이익	41	78	62	20	201	42	90	71	28	231
OEM	30	61	51	20	162	34	71	60	25	190
브랜드유통/기타	12	17	11	(0)	39	8	20	10	3	41
세전이익	37	75	57	0	169	41	93	71	4	208
지배순익	26	52	41	(5)	113	31	66	49	14	160
영업이익률(%)	9.2	13.6	10.3	4.1	9.6	8.7	13.5	10.3	5.2	9.7
OEM	12.6	18.4	14.1	7.2	13.4	12.6	17.9	13.7	7.7	13.3
브랜드유통/기타	5.5	7.0	4.5	(0.2)	4.4	3.7	7.2	4.2	1.4	4.3
세전이익률(%)	8.2	13.1	9.5	0.1	8.0	8.6	13.8	10.4	0.7	8.7
순이익률(%)	5.7	9.0	6.8	(1.1)	5.4	6.4	9.9	7.2	2.6	6.7

자료: 영원무역, 하나금융투자

표 4. 하나금융투자 환율 가정

(단위: 원, %)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
원/달러(평균)	1,130.5	1,101.0	1,167.0	1,160.0	1,160.0
YoY %	-2.6	-2.6	6.0	-0.6	0.0

자료: 한국은행, 하나금융투자 경제팀

표 5. 영원무역 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	2,009	2,101	2,380	2,492	2,568
OEM	1,203	1,213	1,431	1,508	1,553
브랜드유통/기타	807	889	949	985	1,015
영업이익	181	201	231	265	282
OEM	177	162	190	223	238
브랜드유통/기타	4	39	41	42	44
세전이익	131	169	208	243	261
지배순익	109	113	160	187	201
적정시가총액	1,630	1,696	2,324	2,713	2,910
주식수(천주)	44,311	44,311	44,311	44,311	44,311
적정주가(원)	36,793	38,272	52,451	61,228	65,675
적정PER(배)	15	15	15	15	15
EPS(원)	2,453	2,551	3,617	4,223	4,529
영업이익률(%)	9.0	9.6	9.7	10.6	11.0
OEM	14.7	13.4	13.3	14.8	15.4
브랜드유통/기타	0.6	4.4	4.3	4.3	4.3
매출 (YoY,%)	0.4	4.6	13.3	4.7	3.0
OEM	(1.9)	0.8	18.0	5.4	3.0
브랜드유통/기타	4.0	10.2	6.8	3.7	3.1
영업이익 (YoY,%)	0.9	11.0	15.0	14.7	6.4
OEM	4.4	(8.2)	17.4	17.1	7.0
브랜드유통/기타	(56.4)	767.3	5.0	3.7	3.1
순이익 (YoY,%)	(1.2)	4.0	41.8	16.7	7.3

주1: 환율가정 표 4 참고

주2: Scott Sports 2015년 4월 편입,

자료: 영원무역, 하나금융투자

표 6. 영원무역 SoTP Valuation

	2020F	기타
<b>OEM 사업 가치 (A)</b>	2,183	
매출액	1,508	
영업이익	223	
세전이익	201	
지배주주순익	151	
적정PER(배)	15	
<b>SCOTT 사업 가치 (B)</b>	165	지분율 50.01%
매출	985	
영업이익	42	
지배주주순익	17	
적정PER(배)	10	
총 기업가치(A+B)	2,348	
주식수(천주)	44,311	
<b>적정주가</b>	<b>52,997</b>	

자료: 영원무역, 하나금융투자

추정 재무제표

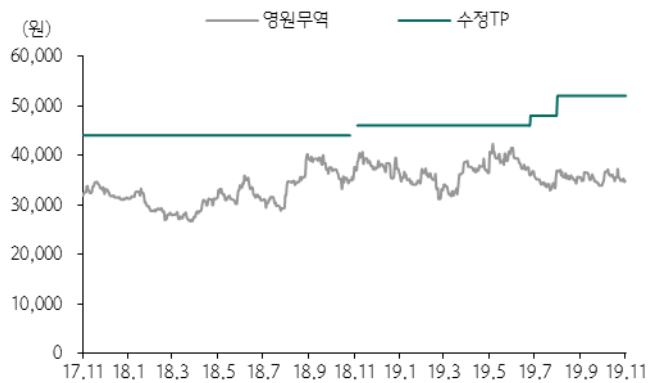
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>2,009.3</b>	<b>2,101.3</b>	<b>2,380.2</b>	<b>2,492.1</b>	<b>2,567.5</b>
매출총가	1,472.2	1,532.1	1,769.5	1,831.9	1,878.8
매출총이익	537.1	569.2	610.7	660.2	688.7
판매비	356.0	368.1	379.6	395.0	406.6
<b>영업이익</b>	<b>181.1</b>	<b>201.0</b>	<b>231.1</b>	<b>265.2</b>	<b>282.1</b>
금융손익	(11.4)	(9.3)	(8.3)	(7.6)	(6.9)
종속/관계기업손익	(2.3)	(2.5)	0.5	0.6	0.7
기타영업외손익	(36.3)	(20.1)	(15.1)	(15.1)	(15.1)
<b>세전이익</b>	<b>131.1</b>	<b>169.1</b>	<b>208.2</b>	<b>243.1</b>	<b>260.8</b>
법인세	36.4	57.8	50.5	58.9	63.2
계속사업이익	94.7	111.3	157.7	184.2	197.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>94.7</b>	<b>111.3</b>	<b>157.7</b>	<b>184.2</b>	<b>197.6</b>
비배주주지분 손익	(14.0)	(1.8)	(2.6)	(2.9)	(3.1)
<b>지배주주순이익</b>	<b>108.7</b>	<b>113.1</b>	<b>160.3</b>	<b>187.1</b>	<b>200.7</b>
지배주주지분포괄이익	(1.4)	327.9	228.2	168.6	180.9
NOPAT	130.8	132.3	175.0	200.9	213.7
EBITDA	240.7	265.2	309.7	347.0	376.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	0.4	4.6	13.3	4.7	3.0
NOPAT증가율	2.9	1.1	32.3	14.8	6.4
EBITDA증가율	1.5	10.2	16.8	12.0	8.6
영업이익증가율	0.9	11.0	15.0	14.8	6.4
(지배주주)순이익증가율	(1.2)	4.0	41.7	16.7	7.3
EPS증가율	(1.2)	4.0	41.8	16.7	7.3
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	26.7	27.1	25.7	26.5	26.8
EBITDA이익률	12.0	12.6	13.0	13.9	14.7
영업이익률	9.0	9.6	9.7	10.6	11.0
계속사업이익률	4.7	5.3	6.6	7.4	7.7
<b>투자지표</b>					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,453	2,551	3,617	4,222	4,529
BPS	28,107	35,217	40,514	44,386	48,566
CFPS	5,693	6,285	7,423	7,666	8,327
EBITDAPS	5,432	5,986	6,989	7,831	8,503
SPS	45,345	47,420	53,715	56,241	57,942
DPS	300	350	350	350	350
<b>주가지표(배)</b>					
PER	12.8	15.0	9.6	8.3	7.7
PBR	1.1	1.1	0.9	0.8	0.7
PCFR	5.5	6.1	4.7	4.5	4.2
EV/EBITDA	6.1	6.6	5.2	4.5	4.0
PSR	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	8.8	8.2	9.6	10.0	9.8
ROA	4.7	4.6	5.5	5.8	5.9
ROIC	9.7	9.8	11.6	12.1	11.8
부채비율	69.7	58.7	66.0	60.7	56.4
순부채비율	(2.6)	(3.4)	(2.4)	(5.0)	(5.8)
이자보상배율(배)	10.3	12.5	12.0	11.6	13.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>1,277.4</b>	<b>1,337.1</b>	<b>1,661.8</b>	<b>1,784.8</b>	<b>1,906.7</b>
금융자산	476.9	439.8	637.2	667.3	662.4
현금성자산	389.0	356.1	541.7	567.3	559.4
매출채권 등	317.2	355.4	405.7	446.2	504.3
재고자산	434.8	493.9	563.8	614.5	682.1
기타유동자산	48.5	48.0	55.1	56.8	57.9
<b>비유동자산</b>	<b>997.5</b>	<b>1,301.9</b>	<b>1,486.0</b>	<b>1,533.6</b>	<b>1,606.9</b>
투자자산	152.1	384.2	466.4	466.8	467.3
금융자산	146.4	10.5	12.0	12.6	13.0
유형자산	552.1	631.7	686.0	737.5	815.5
무형자산	162.0	153.1	156.2	151.9	146.7
기타비유동자산	131.3	132.9	177.4	177.4	177.4
<b>자산총계</b>	<b>2,274.9</b>	<b>2,639.0</b>	<b>3,147.8</b>	<b>3,318.4</b>	<b>3,513.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>551.7</b>	<b>469.4</b>	<b>746.7</b>	<b>764.9</b>	<b>783.4</b>
금융부채	270.4	149.4	398.4	400.8	384.0
매입채무 등	243.3	265.2	302.8	317.9	352.9
기타유동부채	38.0	54.8	45.5	46.2	46.5
<b>비유동부채</b>	<b>382.4</b>	<b>506.4</b>	<b>505.2</b>	<b>489.0</b>	<b>483.4</b>
금융부채	172.3	233.7	194.1	163.2	147.8
기타비유동부채	210.1	272.7	311.1	325.8	335.6
<b>부채총계</b>	<b>934.1</b>	<b>975.8</b>	<b>1,251.9</b>	<b>1,253.8</b>	<b>1,266.9</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,229.5</b>	<b>1,544.5</b>	<b>1,779.3</b>	<b>1,950.9</b>	<b>2,136.1</b>
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	410.9	410.7	410.7	410.7	410.7
자본조정	(15.9)	(15.9)	(15.9)	(15.9)	(15.9)
기타포괄이익누계액	(67.1)	147.8	238.1	238.1	238.1
이익잉여금	879.5	979.9	1,124.3	1,295.9	1,481.1
<b>비배주주지분</b>	<b>111.2</b>	<b>118.6</b>	<b>116.6</b>	<b>113.7</b>	<b>110.6</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,340.7</b>	<b>1,663.1</b>	<b>1,895.9</b>	<b>2,064.6</b>	<b>2,246.7</b>
순금융부채	(34.3)	(56.8)	(44.8)	(103.4)	(130.7)
<b>현금흐름표</b>					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>159.1</b>	<b>183.9</b>	<b>171.9</b>	<b>203.4</b>	<b>210.8</b>
당기순이익	94.7	111.3	157.7	184.2	197.6
조정	111.8	113.7	101.2	81.8	94.7
감가상각비	59.5	64.2	78.6	81.8	94.7
외환거래손익	1.3	0.8	0.3	0.0	0.0
지분법손익	2.3	2.5	0.3	0.0	0.0
기타	48.7	46.2	22.0	0.0	0.0
영업활동자산부채 변동	(47.4)	(41.1)	(87.0)	(62.6)	(81.5)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(167.3)</b>	<b>(116.9)</b>	<b>(134.5)</b>	<b>(133.8)</b>	<b>(171.0)</b>
투자자산감소(증가)	(46.4)	(232.0)	(82.2)	(0.4)	(0.5)
유형자산감소(증가)	(143.0)	(122.8)	(120.9)	(129.0)	(167.5)
기타	22.1	237.9	68.6	(4.4)	(3.0)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(47.1)</b>	<b>(80.4)</b>	<b>139.2</b>	<b>(44.0)</b>	<b>(47.7)</b>
금융부채증가(감소)	(61.0)	(59.6)	209.4	(28.5)	(32.2)
자본증가(감소)	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	25.1	(7.4)	(54.8)	0.0	0.0
배당지급	(11.0)	(13.2)	(15.4)	(15.5)	(15.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>(72.1)</b>	<b>(32.8)</b>	<b>185.6</b>	<b>25.6</b>	<b>(7.9)</b>
Unlevered CFO	252.3	278.5	328.9	339.7	369.0
Free Cash Flow	14.9	56.9	32.3	74.4	43.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

영원무역



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.16	BUY	52,000	-	-
19.7.11	BUY	48,000	-27.92%	-23.13%
18.11.20	BUY	46,000	-19.65%	-8.04%
18.11.20	담당자변경	46,000	-	-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2019년 11월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)는 2019년 11월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.