

2021. 4. 13



▲ 화장품/섬유이복

Analyst **하누리**  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

RA **정은수**  
02. 6454-4887  
esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **50,000 원**

현재주가 (4.12) **40,300 원**

상승여력 **24.1%**

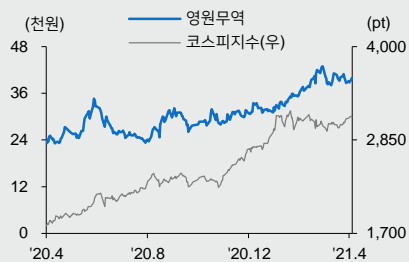
KOSPI	3,135.59pt
시가총액	17,858억원
발행주식수	4,431만주
유동주식비율	48.25%
외국인비중	25.84%
52주 최고/최저가	42,950원/23,100원
평균거래대금	70.1억원

주요주주(%)

영원무역홀딩스 외 7인	50.74
국민연금공단	12.55
Hermes Investment Management Ltd	6.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.6	40.2	60.6
상대주가	0.9	7.5	-4.7

주가그래프



# 영원무역 111770

## 1Q21 Preview: OEM 회복

- ✓ 1Q21E: 매출액 5,775억원(+9%), 영업이익 558억원(+10%), 순이익 478억원(+13%)
- ✓ ① OEM: Eclat 매출(1Q21E +37%) 감안, 아웃도어/스포츠향 업황 개선 추정
- ✓ ② 브랜드: Scott 판매 호조 지속 + 판촉 비용 감소
- ✓ 서구권 경기 회복 따른 낙수효과 기대 → 매수 접근 추천
- ✓ 2H21E Scott 역기저 부담 감안 필요

### 1Q21E OEM 성장 전환 + Scott 호조 지속

영원무역은 2021년 1분기 매출액 5,775억원(+9.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 558억원(+10.3%), 순이익 478억원(+12.8%)을 기록할 것으로 예상된다. OEM 본업이 제 자리를 찾아가는 가운데, Scott의 판매 호조가 연결 실적을 끌어올리겠다.

[OEM] 매출액과 영업이익으로 각각 2,923억원(+8.6%; 달러 기준 +16.4%), 412억원(+7.8%; OPM 14.2%)을 추산한다. 경쟁사 Eclat의 매출 동향을 감안(1Q21E +37%), 아웃도어/스포츠향 수주가 원활했던 것으로 보인다. 매출원가율(-0.8%p) 또한 경 상 수준을 되찾을 것으로 추정했다(2020년 방글라데시 최저 임금 인상 및 퇴직 충 당금 반영 완료).

[브랜드] 매출액 2,853억원(+9.8%), 영업이익은 159억원(+23.3%)에 달할 전망이다. Scott 호조가 돋보인다. 비대면 이동 수단으로 자전거 부상하면서, 전 카테고리 (MTB, E-bike 등) 판매가 늘고 있다. 비용 감소에 따른 수익성 개선 또한 기대된다. 코로나로 인해 프로모션 활동이 위축되면서 판촉비 집행이 줄어든 결과이다.

### 투자 의견 Buy(유지) 및 적정주가 50,000원(상향) 제시

영원무역에 대한 적정주가를 50,000원으로 +11% 상향한다. 적용 멀티플이 상승한 영향이다(Eclat 12개월 선행 PER 30% 할인 값: 기존 10.9배 → 변경 12.6배). 서구권 경기 회복에 따른 낙수효과가 기대되는 바, 매수 관점에서 접근을 추천한다. 단, 국내 동종 업체인 화승엔터프라이즈 및 한세실업 대비 투자 매력도는 낮다고 판단한다. 2H21E Scott 역기저 부담으로 감익이 불가피하기 때문이다(연결 영업이익: 3Q21E -10.8%, 4Q21E -13.6%).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,388.3	237.7	166.3	3,753	56.6	41,602	9.1	0.8	4.9	9.8	57.7
2020	2,466.4	259.7	147.7	3,332	4.7	41,408	9.5	0.8	3.4	8.0	52.4
2021E	2,698.7	283.1	170.0	3,837	15.2	44,711	10.5	0.9	4.3	8.9	47.5
2022E	2,820.2	300.1	187.9	4,241	10.5	48,378	9.5	0.8	3.9	9.1	44.2
2023E	2,933.1	314.0	200.9	4,533	6.9	52,337	8.9	0.8	3.3	9.0	41.0

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	577.5	529.0	9.2	584.2	-1.1	564.6	2.3
영업이익	55.8	50.6	10.3	48.3	15.4	55.3	0.9
지배순이익	47.8	42.4	12.8	3.9	1,118.6	38.4	24.6
영업이익률(%)	9.7	9.6	0.1	8.3	1.4	9.8	-0.1

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

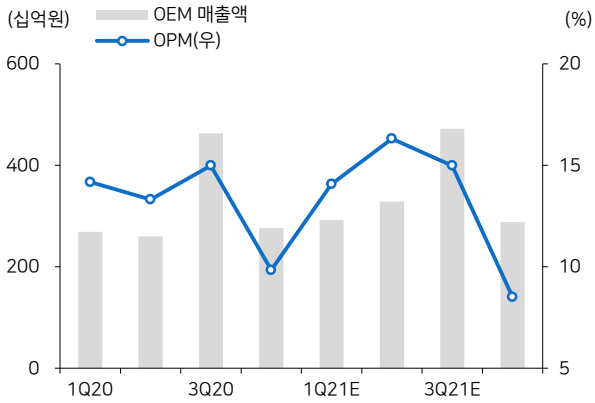
(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	3,972	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	12.6	Eclat 12개월 선행 PER에 30% 할인 적용
<b>적정가치 (원)</b>	<b>50,000</b>	
현재주가 (원)	40,300	
<b>상승여력 (%)</b>	<b>24.1</b>	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>529.0</b>	<b>545.5</b>	<b>807.6</b>	<b>584.2</b>	<b>577.5</b>	<b>701.2</b>	<b>824.0</b>	<b>596.0</b>	<b>2,466.4</b>	<b>2,698.7</b>	<b>2,820.2</b>
OEM	269.2	260.1	463.0	276.8	292.3	328.6	472.2	288.7	1,269.1	1,381.8	1,437.4
브랜드	259.8	285.5	344.6	307.4	285.3	372.6	351.8	307.3	1,197.2	1,317.0	1,382.8
<b>매출총이익</b>	<b>142.2</b>	<b>142.6</b>	<b>196.2</b>	<b>147.4</b>	<b>159.8</b>	<b>191.0</b>	<b>205.9</b>	<b>143.8</b>	<b>628.3</b>	<b>700.5</b>	<b>740.1</b>
매출총이익률	26.9	26.1	24.3	25.2	27.7	27.2	25.0	24.1	25.5	26.0	26.2
<b>영업이익</b>	<b>50.6</b>	<b>51.7</b>	<b>109.0</b>	<b>48.3</b>	<b>55.8</b>	<b>88.2</b>	<b>97.2</b>	<b>41.8</b>	<b>259.7</b>	<b>283.1</b>	<b>300.1</b>
영업이익률	9.6	9.5	13.5	8.3	9.7	12.6	11.8	7.0	10.5	10.5	10.6
OEM	38.2	34.6	69.4	27.2	41.2	53.6	70.8	24.6	169.5	190.1	201.9
브랜드	12.9	20.2	39.6	18.6	15.9	33.5	26.4	17.1	91.8	92.9	99.2
<b>순이익</b>	<b>42.4</b>	<b>29.2</b>	<b>72.2</b>	<b>3.9</b>	<b>47.8</b>	<b>54.3</b>	<b>55.5</b>	<b>12.4</b>	<b>147.7</b>	<b>170.0</b>	<b>187.9</b>
순이익률	8.0	5.3	8.9	0.7	8.3	7.7	6.7	2.1	6.0	6.3	6.7
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>9.7</b>	<b>-18.6</b>	<b>18.3</b>	<b>5.5</b>	<b>9.2</b>	<b>28.5</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>3.3</b>	<b>9.4</b>	<b>4.5</b>
OEM	-1.0	-34.0	4.6	-15.3	8.6	26.4	2.0	4.3	-11.6	8.9	4.0
브랜드	23.7	3.5	43.5	35.5	9.8	30.5	2.1	0.0	25.7	10.0	5.0
<b>매출총이익</b>	<b>7.4</b>	<b>-21.3</b>	<b>19.8</b>	<b>14.7</b>	<b>12.4</b>	<b>33.9</b>	<b>5.0</b>	<b>-2.5</b>	<b>3.7</b>	<b>11.5</b>	<b>5.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>20.3</b>	<b>-42.7</b>	<b>54.6</b>	<b>39.0</b>	<b>10.3</b>	<b>70.5</b>	<b>-10.8</b>	<b>-13.6</b>	<b>9.3</b>	<b>9.0</b>	<b>6.0</b>
영업이익률	0.4	-4.1	3.2	4.2	0.9	-0.9	1.5	0.7	1.0	0.5	0.1
OEM	9.6	-48.8	15.8	-21.5	7.8	54.8	2.0	-9.9	-14.0	12.2	6.2
브랜드	65.1	2.0	295.5	163.1	23.3	65.8	-33.3	-8.1	105.3	1.2	6.8
<b>순이익</b>	<b>38.3</b>	<b>-56.1</b>	<b>46.8</b>	<b>-80.4</b>	<b>12.8</b>	<b>86.2</b>	<b>-23.1</b>	<b>216.3</b>	<b>-11.2</b>	<b>15.2</b>	<b>10.5</b>

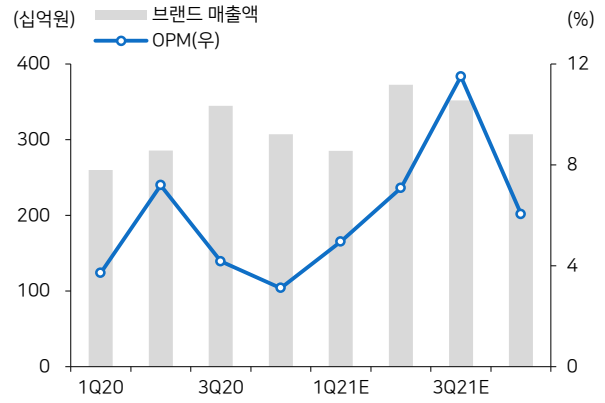
주: 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림1 영원무역 OEM 부문 실적 추이



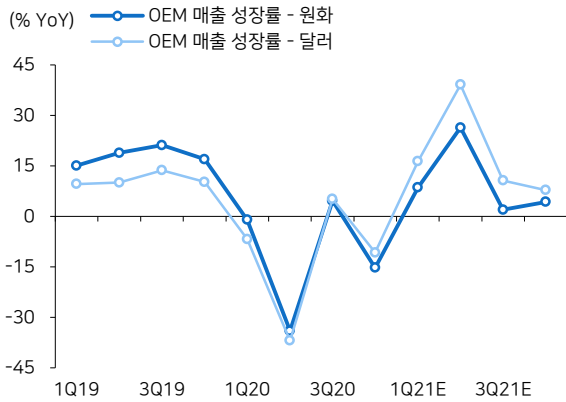
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림2 영원무역 브랜드 부문 실적 추이



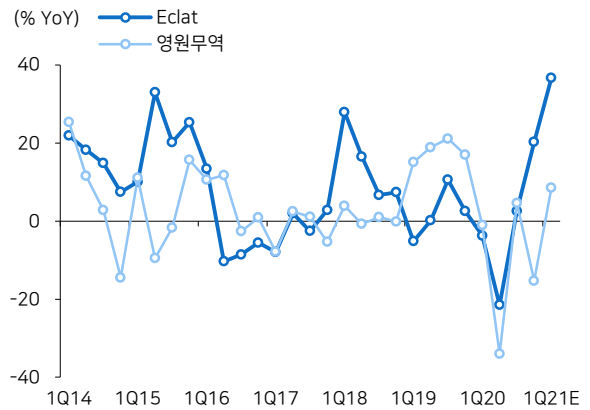
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림3 영원무역 OEM 매출 성장률: 원화 vs. 달러



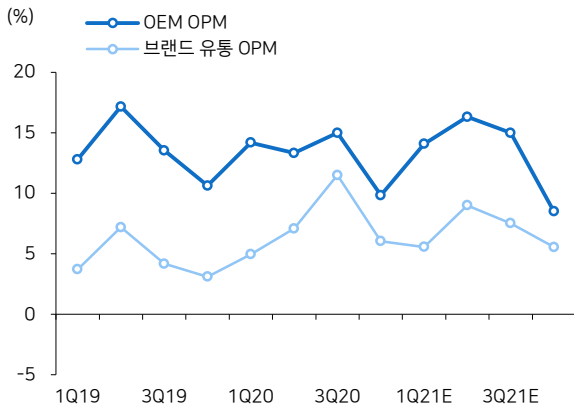
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림4 OEM 매출 성장률: 영원무역 vs. Eclat



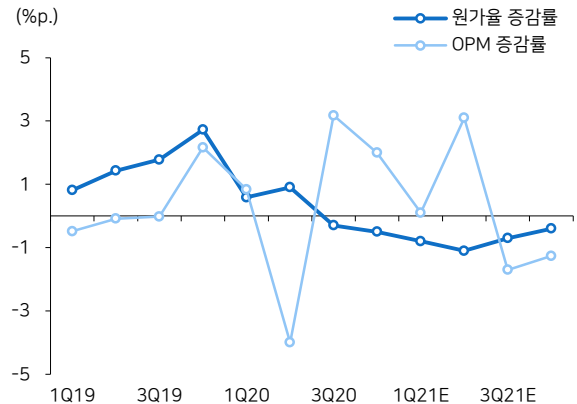
자료: 영원무역, Eclat, 메리츠증권 리서치센터

그림5 영원무역 부문별 OPM



자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림6 영원무역 원가율 및 OPM 증감률



자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

## 영원무역 (111770)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>2,388.3</b>	<b>2,466.4</b>	<b>2,698.7</b>	<b>2,820.2</b>	<b>2,933.1</b>
매출액증가율 (%)	13.7	3.3	9.4	4.5	4.0
매출원가	1,782.4	1,838.0	1,998.2	2,080.2	2,163.4
매출총이익	605.9	628.3	700.5	740.1	769.7
판매관리비	368.2	368.7	417.5	440.0	455.7
<b>영업이익</b>	<b>237.7</b>	<b>259.7</b>	<b>283.1</b>	<b>300.1</b>	<b>314.0</b>
영업이익률	10.0	10.5	10.5	10.6	10.7
금융손익	-10.6	-10.3	-10.8	-11.4	-11.9
중속/관계기업손익	-0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
기타영업외손익	7.2	-0.4	7.4	20.4	28.4
세전계속사업이익	233.7	249.4	280.1	309.6	330.9
법인세비용	59.4	67.0	70.0	77.4	82.7
<b>당기순이익</b>	<b>174.3</b>	<b>182.4</b>	<b>210.1</b>	<b>232.2</b>	<b>248.2</b>
지배주주지분 손이익	166.3	147.7	170.0	187.9	200.9

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>231.8</b>	<b>346.1</b>	<b>221.7</b>	<b>282.0</b>	<b>307.6</b>
당기순이익(손실)	174.3	182.4	210.1	232.2	248.2
유형자산상각비	77.9	78.4	64.3	69.6	74.2
무형자산상각비	4.5	5.5	4.5	4.4	4.2
운전자본의 증감	-72.1	48.6	-57.2	-24.2	-19.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-111.7</b>	<b>7.3</b>	<b>-137.1</b>	<b>-161.4</b>	<b>-106.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-126.2	-90.0	-108.0	-110.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-161.5	236.8	-25.2	-40.7	-0.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-25.1</b>	<b>-128.7</b>	<b>-48.4</b>	<b>-50.3</b>	<b>-40.1</b>
차입금의 증감	80.0	-74.5	-26.5	-26.6	-14.7
자본의 증가	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	90.8	218.0	36.1	70.3	161.4
기초현금	356.1	446.9	664.9	701.0	771.3
기말현금	446.9	664.9	701.0	771.3	932.7

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>1,500.9</b>	<b>1,684.6</b>	<b>1,798.6</b>	<b>1,947.4</b>	<b>2,164.5</b>
현금및현금성자산	446.9	664.9	701.0	771.3	932.7
매출채권	354.1	335.5	359.0	382.0	397.3
재고자산	540.4	497.9	542.7	580.6	612.6
<b>비유동자산</b>	<b>1,603.6</b>	<b>1,353.7</b>	<b>1,418.1</b>	<b>1,494.8</b>	<b>1,516.7</b>
유형자산	607.8	599.3	643.0	683.4	709.1
무형자산	159.5	160.0	155.5	151.1	146.9
투자자산	545.2	308.8	334.0	374.7	375.0
<b>자산총계</b>	<b>3,104.6</b>	<b>3,038.3</b>	<b>3,216.7</b>	<b>3,442.2</b>	<b>3,681.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>622.9</b>	<b>595.0</b>	<b>580.6</b>	<b>566.4</b>	<b>568.4</b>
매입채무	180.3	178.4	198.0	213.9	224.6
단기차입금	136.5	217.6	192.6	174.6	159.6
유동성장기부채	165.4	19.1	19.1	19.1	19.1
<b>비유동부채</b>	<b>512.7</b>	<b>449.3</b>	<b>455.7</b>	<b>488.7</b>	<b>502.9</b>
사채	0.0	49.9	49.9	49.9	49.9
장기차입금	79.7	13.9	13.9	13.9	13.9
<b>부채총계</b>	<b>1,135.6</b>	<b>1,044.3</b>	<b>1,036.3</b>	<b>1,055.1</b>	<b>1,071.3</b>
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	410.5	410.5	410.5	410.5	410.5
기타포괄이익누계액	296.5	61.3	61.3	61.3	61.3
이익잉여금	1,130.3	1,356.9	1,503.3	1,665.7	1,841.2
비지배주주지분	125.5	159.2	199.2	243.4	290.7
<b>자본총계</b>	<b>1,969.0</b>	<b>1,994.0</b>	<b>2,180.4</b>	<b>2,387.1</b>	<b>2,609.8</b>

### Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	53,897	55,660	60,904	63,646	66,192
EPS(지배주주)	3,753	3,332	3,837	4,241	4,533
CFPS	8,182	8,223	8,033	8,791	9,350
EBITDAPS	7,223	7,753	7,940	8,443	8,857
BPS	41,602	41,408	44,711	48,378	52,337
DPS	400	500	540	580	580
배당수익률(%)	1.2	1.6	1.3	1.4	1.4
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	9.1	9.5	10.5	9.5	8.9
PCR	4.2	3.9	5.0	4.6	4.3
PSR	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
PBR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
EBITDA	320.1	343.5	351.8	374.1	392.5
EV/EBITDA	4.9	3.4	4.3	3.9	3.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.8	8.0	8.9	9.1	9.0
EBITDA 이익률	13.4	13.9	13.0	13.3	13.4
부채비율	57.7	52.4	47.5	44.2	41.0
금융비용부담률	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	13.2	15.5	22.9	26.0	28.6
매출채권회전율(x)	7.0	7.2	7.8	7.6	7.5
재고자산회전율(x)	4.6	4.8	5.2	5.0	4.9

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**영원무역 (111770) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.12.12	산업브리프	Buy	44,000	김정욱	-16.5	-3.9	
2019.06.28				커버리지 제외			
2020.04.22	산업분석	Buy	35,000	하누리	-20.2	-1.0	
2020.11.17	기업브리프	Buy	40,000	하누리	-20.5	-15.4	
2021.01.18	기업브리프	Buy	45,000	하누리	-14.6	-4.6	
2021.04.13	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-	-	