

2021. 11. 15



▲ 화장품/섬유이복  
Analyst **하누리**  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) **65,000 원**

현재주가 (11.12) **44,500 원**

상승여력 **46.1%**

KOSPI	2,968.80pt
시가총액	19,719억원
발행주식수	4,431만주
유동주식비율	48.26%
외국인비중	27.45%
52주 최고/최저가	49,150원/29,250원
평균거래대금	65.7억원

### 주요주주(%)

영원무역홀딩스 외 7인	50.74
국민연금공단	10.53
Hermes Investment Management Ltd	5.03

### 주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.0	-7.7	50.8
상대주가	-3.7	-1.7	25.8

### 주가그래프



(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	2,626.2	381.0	234.8	5,300	49.8	47,071	8.4	0.9	3.6	12.0	47.0
2022E	2,820.5	388.7	224.3	5,061	-4.5	51,598	8.8	0.9	3.2	10.3	43.4
2023E	2,981.5	403.0	234.2	5,284	4.4	56,308	8.4	0.8	2.7	9.8	40.6

# 영원무역 111770

## 3Q21 Review: OEM 을 사야하는 이유

- ✓ 3Q21: 매출액 7,952억원(-2%), 영업이익 1,403억원(+29%, OPM +4%p)
- ✓ OEM: 수주 증가 + 판가 인상 + Full CAPA 가동 → 마진율(24%) 역대 최고
- ✓ Scott: 역기저 영향 → 매출액 -21%, 영업이익 -55%(3Q19 영업이익 대비 +253%)
- ✓ 전방 수요(매출) +10% 및 판가 인상(비용 부담 판가 전가) = OEM 투자성 증대
- ✓ OEM 고성장 > Scott 역기저 = 2022E 영업이익 +2% → 매수 접근 추천

### 3Q21 OEM OPM 역대 최고치 달성

영원무역은 2021년 3분기 매출액 7,952억원(-1.5% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,403억원(+28.7%, OPM 17.6%), 순이익 1,154억원(+59.8%)을 기록하면서, 시장 기대치를 웃돌았다. OEM의 영업 레버리지 효과가 Scott 역기저 우려를 해소하고도 남았다.

[OEM] 매출액과 영업이익으로 각각 5,133억원(+10.8%; 달러 기준 +13.7%), 1,225억원(+76.5%)을 실현했다. 글로벌 수급 차질의 수혜를 입었다. 주력 거점인 방글라데시(CAPA 비중 80%)를 통해 전방 재고 비축 수요에 대응 가능했고(Q↑), 단가 협상력 증대로 원재료가 인상을 판가에 전가시켰다(P↑). Full CAPA 가동(C↓) 기반에 역대 최고 OPM(23.9%; +8.9%p)을 경신한 배경이다.

[브랜드] 매출액 2,819억원(-18.2%), 영업이익은 183억원(-54.5%)을 시현했다. Scott 역기저 영향이다(매출액 -21.4%, 영업이익 -55.2%). 3Q19 대비 성장 정도를 감안(매출액 +15.7%, 영업이익 +252.9%), 자전거 시장 자체는 견조하다고 해석한다.

### 투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 65,000원(상향) 제시

금번 영원무역의 성과로 하여금, OEM 전반에 투자 매력도가 증대될 것으로 본다. 전방 수요(= 달러 매출 +10% 이상 성장)와 판가 인상(= 대형 OEM사 비용 부담 전가 가능)을 정량적으로 증명했기 때문이다. 베트남 록다운 영향권에서 벗어나고 있는 경쟁사(한세실업, 화승엔터 등) 또한 귀추가 주목, OEM 업체들에 대한 바스켓 접근을 추천한다. Scott 역기저 부담을 감안, 연결 실적 성장은 상대적으로 낮겠으나(2022E 영업이익 성장률: 화승엔터 +421%, 한세실업 +30%, 영원무역 +2%), 본업에 대한 기대는 유효하다(2022E 영원무역 매출액: OEM +13% vs. 브랜드 -1%).

(십억원, %, %p)	3Q21	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	795.2	807.6	-1.5	677.7	17.3	842.9	-5.7	846.9	-6.1
영업이익	140.3	109.0	28.7	105.0	33.7	109.9	27.7	118.6	18.3
순이익	115.4	72.2	59.8	62.0	86.2	70.5	63.7	72.7	58.6
영업이익률	17.6	13.5	4.1	15.5	2.2	13.0	4.6	14.0	3.6

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	2,626.2	2,820.5	2,698.2	2,912.1	-2.7	-3.1	2,717.6	2,897.9
영업이익	381.0	388.7	348.6	356.3	9.3	9.1	342.2	354.2
순이익	234.8	224.3	201.3	204.8	16.7	9.5	205.5	218.2

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	5,081	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	12.8	Eclat 12개월 선행 P/E에 50% 할인
<b>적정가치 (원)</b>	<b>65,000</b>	반내림
현재주가 (원)	44,500	
상승여력 (%)	46.1	

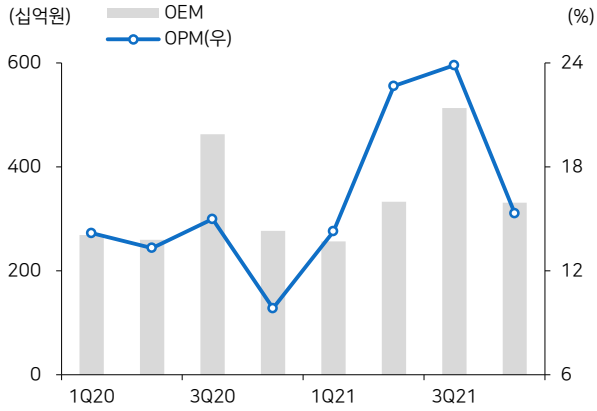
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>529.0</b>	<b>545.5</b>	<b>807.6</b>	<b>584.2</b>	<b>568.2</b>	<b>677.7</b>	<b>795.2</b>	<b>585.2</b>	<b>2,466.4</b>	<b>2,626.2</b>	<b>2,820.5</b>
OEM	269.2	260.1	463.0	276.8	257.1	333.3	513.3	331.3	1,269.1	1,435.0	1,605.4
브랜드	259.8	285.5	344.6	307.4	311.1	344.3	281.9	253.9	1,197.2	1,191.2	1,215.1
매출총이익	142.2	142.6	196.2	147.4	163.4	204.6	235.4	165.2	628.3	768.6	814.5
매출총이익률	26.9	26.1	24.3	25.2	28.8	30.2	29.6	28.2	25.5	29.3	28.9
<b>영업이익</b>	<b>50.6</b>	<b>51.7</b>	<b>109.0</b>	<b>48.3</b>	<b>74.0</b>	<b>104.9</b>	<b>140.3</b>	<b>61.8</b>	<b>259.7</b>	<b>381.0</b>	<b>388.7</b>
영업이익률	9.6	9.5	13.5	8.3	13.0	15.5	17.6	10.6	10.5	14.5	13.8
OEM	38.2	34.6	69.4	27.2	36.7	75.6	122.5	50.7	169.5	285.6	297.5
브랜드	12.9	20.2	40.1	18.6	37.4	31.0	18.3	8.7	91.8	95.4	91.3
<b>순이익</b>	<b>42.4</b>	<b>29.2</b>	<b>72.2</b>	<b>3.9</b>	<b>49.3</b>	<b>62.0</b>	<b>115.4</b>	<b>8.2</b>	<b>147.7</b>	<b>234.8</b>	<b>224.3</b>
순이익률	8.0	5.3	8.9	0.7	8.7	9.1	14.5	1.4	6.0	8.9	8.0
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>9.7</b>	<b>-18.6</b>	<b>18.3</b>	<b>5.5</b>	<b>7.4</b>	<b>24.2</b>	<b>-1.5</b>	<b>0.2</b>	<b>3.3</b>	<b>6.5</b>	<b>7.4</b>
OEM (원화)	-1.0	-34.0	4.6	-15.3	-4.5	28.2	10.8	19.7	-11.6	13.1	11.9
OEM (달러)	-6.8	-36.9	5.2	-10.8	2.4	39.5	13.7	16.7	-12.9	17.9	11.0
브랜드	23.7	3.5	43.5	35.5	19.7	20.6	-18.2	-17.4	25.7	-0.5	2.0
매출총이익	7.4	-21.3	19.8	14.7	14.9	43.5	20.0	12.1	3.7	22.3	6.0
<b>영업이익</b>	<b>20.3</b>	<b>-42.7</b>	<b>54.6</b>	<b>39.0</b>	<b>46.2</b>	<b>102.8</b>	<b>28.7</b>	<b>27.8</b>	<b>9.3</b>	<b>46.7</b>	<b>2.0</b>
영업이익률	0.8	-4.0	3.2	2.0	3.5	6.0	4.1	2.3	0.6	4.0	-0.7
OEM	9.6	-48.8	15.8	-21.5	-3.8	118.1	76.5	86.3	-14.0	68.5	4.2
브랜드	65.1	2.0	300.3	159.9	190.6	53.5	-54.5	-53.3	104.9	3.9	-4.3
<b>순이익</b>	<b>38.3</b>	<b>-56.1</b>	<b>46.8</b>	<b>-80.4</b>	<b>16.3</b>	<b>112.3</b>	<b>59.8</b>	<b>109.6</b>	<b>-11.2</b>	<b>59.0</b>	<b>-4.5</b>

주: 순이익은 지배주주 귀속 순이익

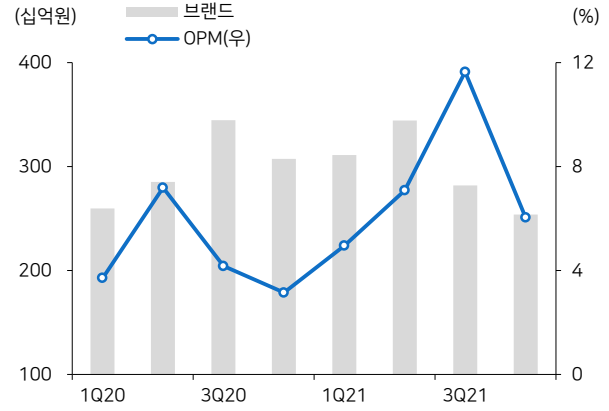
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림1 영원무역 OEM 부문 실적 추이



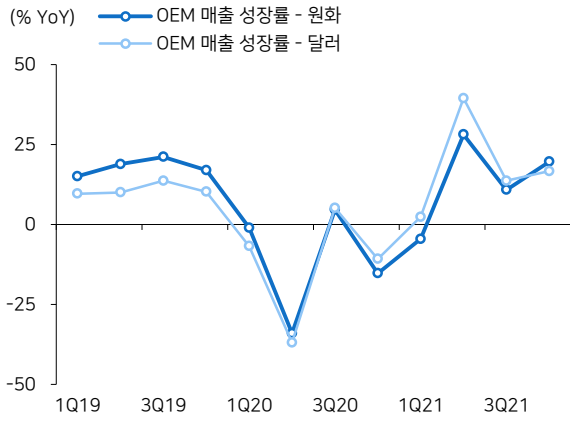
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림2 영원무역 브랜드 부문 실적 추이



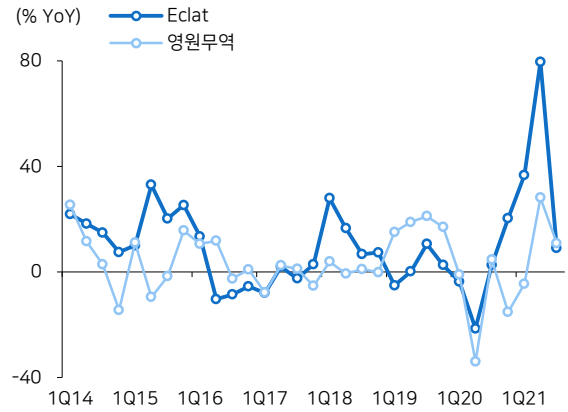
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림3 영원무역 OEM 매출 성장률: 원화 vs. 달러



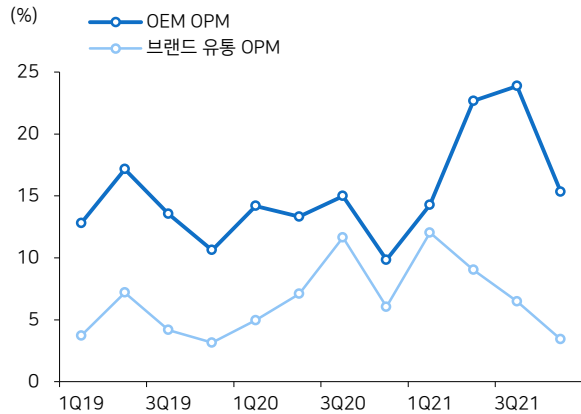
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림4 OEM 매출 성장률: 영원무역 vs. Eclat



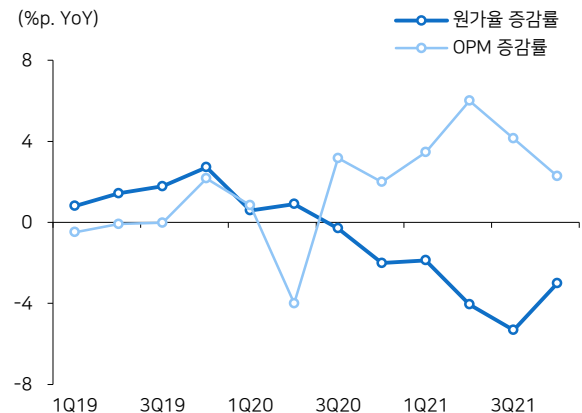
자료: 영원무역, Eclat, 메리츠증권 리서치센터

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>2,626.2</b>	<b>2,820.5</b>	<b>2,981.5</b>
매출액증가율 (%)	13.7	3.3	6.5	7.4	5.7
매출원가	1,782.4	1,838.0	1,857.6	2,006.0	2,122.6
매출총이익	605.9	628.3	768.6	814.5	858.8
판매관리비	368.2	368.7	387.6	425.7	455.9
<b>영업이익</b>	<b>237.7</b>	<b>259.7</b>	<b>381.0</b>	<b>388.7</b>	<b>403.0</b>
영업이익률	10.0	10.5	14.5	13.8	13.5
금융손익	-10.6	-10.3	-13.4	-14.0	-14.7
중속/관계기업손익	-0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
기타영업외손익	7.2	-0.4	5.5	-18.4	-16.2
세전계속사업이익	233.7	249.4	373.6	356.8	372.5
법인세비용	59.4	67.0	100.3	95.8	100.0
<b>당기순이익</b>	<b>174.3</b>	<b>182.4</b>	<b>273.2</b>	<b>261.0</b>	<b>272.4</b>
지배주주지분 손이익	166.3	147.7	234.8	224.3	234.2

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>231.8</b>	<b>346.1</b>	<b>341.8</b>	<b>336.9</b>	<b>352.9</b>
당기순이익(손실)	174.3	182.4	273.2	261.0	272.4
유형자산상각비	77.9	78.4	84.2	91.3	93.3
무형자산상각비	4.5	5.5	5.5	5.2	5.0
운전자본의 증감	-72.1	48.6	-32.9	-20.6	-17.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-111.7</b>	<b>7.3</b>	<b>-199.6</b>	<b>-161.4</b>	<b>-110.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-126.2	-90.0	-174.2	-110.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-161.5	236.8	-2.6	-40.7	-0.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-25.1</b>	<b>-128.7</b>	<b>-51.6</b>	<b>-50.3</b>	<b>-39.9</b>
차입금의 증감	80.0	-74.5	19.4	-26.6	-14.4
자본의 증가	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	90.8	218.0	101.4	125.3	202.8
기초현금	356.1	446.9	664.9	766.3	891.5
기말현금	446.9	664.9	766.3	891.5	1,094.3

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>1,500.9</b>	<b>1,684.6</b>	<b>1,863.8</b>	<b>2,067.6</b>	<b>2,342.4</b>
현금및현금성자산	446.9	664.9	766.3	891.5	1,094.3
매출채권	354.1	335.5	359.0	382.0	407.7
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>1,504.3</b>	<b>1,558.4</b>	<b>1,560.7</b>
유형자산	607.8	599.3	713.1	731.8	738.4
무형자산	159.5	160.0	158.9	153.7	148.7
투자자산	545.2	308.8	311.7	352.4	353.0
<b>자산총계</b>	<b>3,104.6</b>	<b>3,038.3</b>	<b>3,368.1</b>	<b>3,626.0</b>	<b>3,903.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>622.9</b>	<b>595.0</b>	<b>564.0</b>	<b>549.8</b>	<b>556.1</b>
매입채무	180.3	178.4	198.0	213.9	224.6
단기차입금	136.5	217.6	195.1	177.1	162.1
유동성장기부채	165.4	19.1	0.1	0.1	0.1
<b>비유동부채</b>	<b>512.7</b>	<b>449.3</b>	<b>512.2</b>	<b>547.1</b>	<b>570.8</b>
사채	0.0	49.9	49.9	49.9	49.9
장기차입금	79.7	13.9	36.3	36.3	36.3
<b>부채총계</b>	<b>1,135.6</b>	<b>1,044.3</b>	<b>1,076.2</b>	<b>1,096.9</b>	<b>1,126.9</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	99.3	99.3	99.3
이익잉여금	1,130.3	1,356.9	1,569.8	1,770.4	1,979.1
비지배주주지분	125.5	159.2	206.1	242.8	281.1
<b>자본총계</b>	<b>1,969.0</b>	<b>1,994.0</b>	<b>2,291.9</b>	<b>2,529.2</b>	<b>2,776.2</b>

### Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	53,897	55,660	59,267	63,651	67,284
EPS(지배주주)	3,753	3,332	5,300	5,061	5,284
CFPS	8,182	8,223	11,095	10,636	10,980
EBITDAPS	7,223	7,753	10,623	10,952	11,312
BPS	41,602	41,408	47,071	51,598	56,308
DPS	400	500	540	580	580
배당수익률(%)	1.2	1.6	1.2	1.3	1.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	9.1	9.5	8.4	8.8	8.4
PCR	4.2	3.9	4.0	4.2	4.1
PSR	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
PBR	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
EBITDA	320.1	343.5	470.7	485.3	501.3
EV/EBITDA	4.9	3.4	3.6	3.2	2.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.8	8.0	12.0	10.3	9.8
EBITDA 이익률	13.4	13.9	17.9	17.2	16.8
부채비율	57.7	52.4	47.0	43.4	40.6
금융비용부담률	0.8	0.7	1.1	1.2	1.1
이자보상배율(x)	13.2	15.5	13.3	11.8	12.7
매출채권회전율(x)	7.0	7.2	7.6	7.6	7.6
재고자산회전율(x)	4.6	4.8	5.0	5.0	5.0

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**영원무역 (111770) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

