

2023. 4. 17



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) 60,000 원

현재주가 (4.14) 44,600 원

상승여력 34.5%

KOSPI 2,571.49pt

시가총액 19,763억원

발행주식수 4,431만주

유동주식비율 48.26%

외국인비중 30.31%

52주 최고/최저가 51,300원/37,100원

평균거래대금 34.2억원

주요주주(%)

영원무역홀딩스 외 7인 50.74

국민연금공단 10.08

Hermes Investment Management Ltd 5.03

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -2.7 2.1 -12.2

상대주가 -11.1 -12.2 -7.2

주가그래프



영원무역 111770

1Q23E Preview: 비교 우위

- ✓ 1Q23E 매출액 8,564억원(+12%), 영업이익 1,410억원(-3%, OPM 17%)
- ✓ OEM: 기온 상승 → 믹스 훼손(스포츠 ↑ & 아웃도어 ↓) → 원화 +3%, 달러 -3%
- ✓ Scott: 공급 안정화(4Q22 재고 +134%) & 비용 증가 → 매출 +24%, 영업이익 +3%
- ✓ 주가 방어(영원 -11%, 의류 전체 -17%, 한세 -37%, 화승 -43%) → 보름 피싱 열위
- ✓ 3Q23E 전방 Re-stocking 진입 시, 경쟁사 주가 반등 동행 예상

1Q23E 비교 우위

영원무역은 2023년 1분기 매출액 8,564억원(+11.8% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,410억원(-3.3%, OPM 16.5%), 순이익 888억원(-10.2%)을 기록할 전망이다.

[OEM] 매출액과 영업이익으로 각각 4,453억원(원화 +2.7%; 달러 -3.1%), 984억원(-5.9%)을 추정한다. 기온 상승으로 제품 믹스가 훼손되었을 것으로 본다(스포츠 증가 + 아웃도어 감소 = 판가 하락). 최대 거래선 VFC(The North Face 모회사)와 롤루레몬의 재고가 무거운 상황이기도 하다(4Q22 재고자산: VFC +101.4% YoY/-5.7% QoQ, 롤루레몬 +49.8% YoY/-16.9% QoQ; 결산월 통일 조정).

[브랜드] 매출액 4,111억원(+23.6%), 영업이익 426억원(+3.4%)을 예상한다. Scott의 원부자재 공급 안정화(4Q22 재고자산 +133.9%)와 판관비(광판비, 지급수수료 등 합산 판관비율 +0.4%p) 증가를 반영했다.

투자의견 Buy 및 적정주가 60,000원 제시

싼 데 손이 안 간다. ① 빠진 게 없다(2022년 4월 4일 최고가 vs. 전일 종가: 영원무역 -11% < 의류 전체 -17% < 한세 -37% < 화승 -43%). 보름 피싱 수요에서 열위에 있다. ② 신성장동력이 부재하다. 주력 거래선은 견조하나, 신규 거래선이 미비하다. ③ 수익성이 하락한다(OEM OPM: 2013~2020년 평균 14% → Re-stocking 폭증 2021년 21%, 2022년 27%, 2023E 23%, 2024E 20%). 2024년 방글라데시 총선 또한 원가에 부담이다(2014년 2019년 총선 각각 최저 임금 +50.0%, +50.9% 상승). 갈 때 같이 간다. 3Q23E 전방 Re-stocking 진입 시, 경쟁사 주가 반등에 동행하겠다. 거래선 구성과 Valuation 매력 또한 돋보이는 바, 매수 접근을 추천한다.

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2021 | 2,792.5 | 442.5 | 298.1 | 6,727 | 83.3 | 50,076 | 6.5 | 0.9 | 3.1 | 14.7 | 45.7 |
| 2022 | 3,911.0 | 823.0 | 674.5 | 15,222 | 122.3 | 63,517 | 3.1 | 0.7 | 1.9 | 26.8 | 44.9 |
| 2023E | 3,683.9 | 657.0 | 393.2 | 8,873 | -39.6 | 70,875 | 5.0 | 0.6 | 2.1 | 13.2 | 36.9 |
| 2024E | 3,740.0 | 596.3 | 364.1 | 8,216 | -7.4 | 77,570 | 5.4 | 0.6 | 2.0 | 11.1 | 33.8 |
| 2025E | 3,874.7 | 619.0 | 388.3 | 8,763 | 6.7 | 84,736 | 5.1 | 0.5 | 1.7 | 10.8 | 31.4 |

| (십억원) | 1Q23E | 1Q22 | (% YoY) | 4Q22 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) |
|----------|-------|-------|---------|---------|---------|-------|-----------|
| 매출액 | 856.4 | 766.4 | 11.8 | 1,036.7 | -17.4 | 806.6 | 6.2 |
| 영업이익 | 141.0 | 145.9 | -3.3 | 193.1 | -27.0 | 144.0 | -2.1 |
| 순이익 | 88.8 | 98.8 | -10.2 | 178.2 | -50.2 | 93.6 | -5.2 |
| 영업이익률(%) | 16.5 | 19.0 | -2.6 | 18.6 | -2.2 | 17.9 | -1.4 |

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

| (십억원) | 신규 추정 | | 이전 추정 | | 변화율(%) | | 컨센서스 | |
|-------|---------|---------|---------|---------|--------|-------|---------|---------|
| | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 매출액 | 3,683.9 | 3,740.0 | 3,602.7 | 3,663.4 | 2.3 | 2.1 | 3,818.7 | 3,925.1 |
| 영업이익 | 657.0 | 596.3 | 625.3 | 569.1 | 5.1 | 4.8 | 690.8 | 710.4 |
| 순이익 | 393.2 | 364.1 | 383.0 | 355.0 | 2.7 | 2.5 | 488.4 | 510.1 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

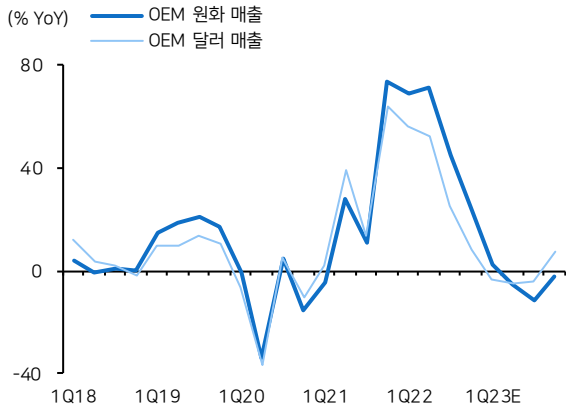
| (원, 배, %) | 적정 가치 | 비고 |
|-----------------|---------------|--|
| 12개월 선행 EPS | 8,709 | 12개월 선행 지배주주 EPS 예상치 |
| Target PER | 7 | Eclat 및 Makalot 12개월 선행 PER 평균에 50% 할인 |
| 적정주가 (원) | 60,000 | |
| 현재주가 (원) | 44,600 | |
| 상승여력 (%) | 34.5 | |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

| (십억원, %) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 766.4 | 945.6 | 1,162.3 | 1,036.7 | 856.4 | 961.9 | 991.3 | 874.3 | 3,911.0 | 3,683.9 | 3,740.0 |
| OEM | 433.8 | 570.1 | 744.6 | 598.0 | 445.3 | 539.8 | 661.1 | 582.7 | 2,346.5 | 2,228.9 | 2,241.3 |
| 브랜드 | 332.5 | 375.6 | 417.7 | 438.7 | 411.1 | 422.0 | 330.2 | 291.6 | 1,564.5 | 1,455.0 | 1,498.6 |
| 영업이익 | 145.9 | 208.1 | 275.9 | 193.1 | 141.0 | 169.4 | 194.7 | 152.0 | 823.0 | 657.0 | 596.3 |
| 영업이익률 | 19.0 | 22.0 | 23.7 | 18.6 | 16.5 | 17.6 | 19.6 | 17.4 | 21.0 | 17.8 | 15.9 |
| OEM | 104.5 | 162.2 | 222.5 | 146.7 | 98.4 | 129.3 | 164.5 | 119.2 | 635.9 | 511.4 | 453.9 |
| 브랜드 | 41.2 | 48.8 | 53.7 | 42.2 | 42.6 | 41.4 | 31.0 | 29.7 | 185.9 | 144.7 | 141.5 |
| 순이익 | 98.8 | 171.0 | 226.5 | 178.2 | 88.8 | 102.4 | 118.5 | 83.5 | 674.5 | 393.2 | 364.1 |
| 순이익률 | 12.9 | 18.1 | 19.5 | 17.2 | 10.4 | 10.6 | 12.0 | 9.5 | 17.2 | 10.7 | 9.7 |
| (% YoY) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 34.9 | 39.5 | 46.2 | 37.9 | 11.8 | 1.7 | -14.7 | -15.7 | 40.1 | -5.8 | 1.5 |
| OEM (원화) | 68.7 | 71.0 | 45.1 | 24.5 | 2.7 | -5.3 | -11.2 | -2.6 | 48.1 | -5.0 | 0.6 |
| OEM (달러) | 56.1 | 52.0 | 25.4 | 8.5 | -3.1 | -5.2 | -4.4 | 7.5 | 31.3 | -2.1 | 5.0 |
| 브랜드 | 6.9 | 9.1 | 48.1 | 61.8 | 23.6 | 12.4 | -20.9 | -33.5 | 29.5 | -7.0 | 3.0 |
| 영업이익 | 97.2 | 98.3 | 96.7 | 56.6 | -3.3 | -18.6 | -29.4 | -21.3 | 86.0 | -20.2 | -9.3 |
| 영업이익률 | 6.0 | 6.5 | 6.1 | 2.2 | -2.6 | -4.4 | -4.1 | -1.2 | 5.2 | -3.2 | -1.9 |
| OEM | 184.6 | 114.7 | 81.6 | 56.6 | -5.9 | -20.3 | -26.1 | -18.7 | 93.6 | -19.6 | -11.2 |
| 브랜드 | 10.1 | 57.3 | 194.2 | 41.6 | 3.4 | -15.3 | -42.3 | -29.5 | 59.6 | -22.2 | -2.2 |
| 순이익 | 100.5 | 176.1 | 96.3 | 149.3 | -10.2 | -40.1 | -47.7 | -53.2 | 126.3 | -41.7 | -7.4 |

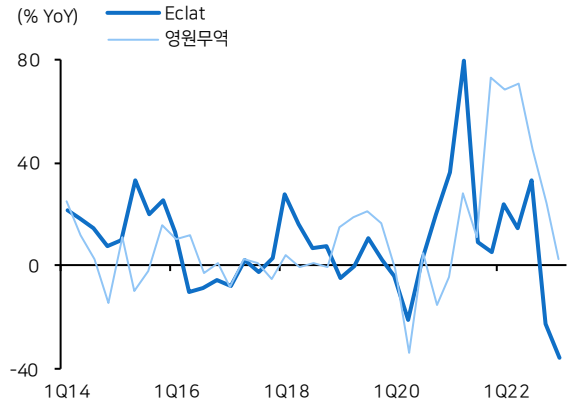
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림1 영원무역 OEM 매출: 원화 vs. 달러



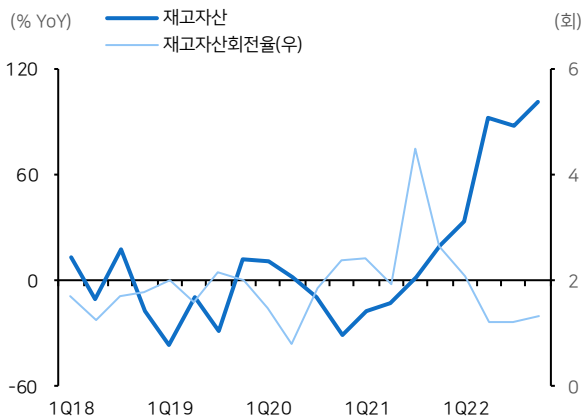
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림2 매출: 영원무역 vs. Eclat



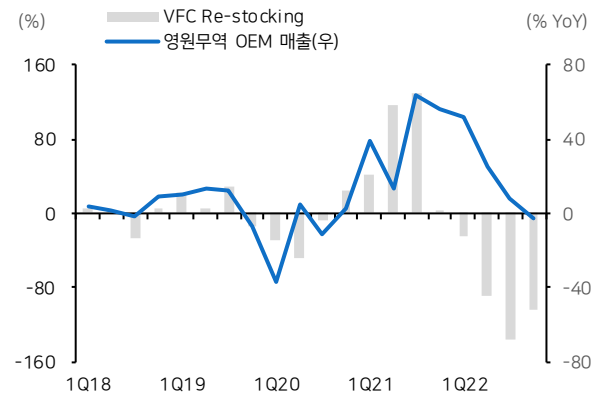
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 VFC 재고자산



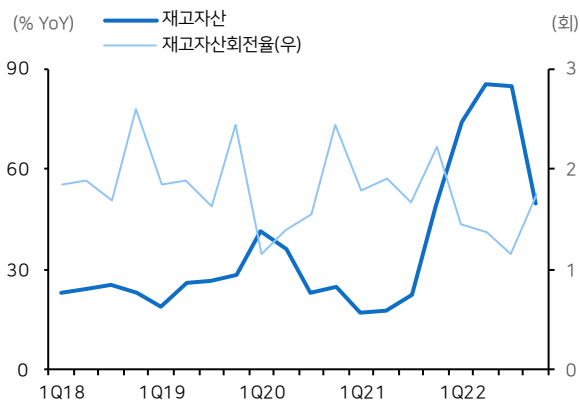
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 VFC Re-stocking vs. 영원무역 OEM 매출



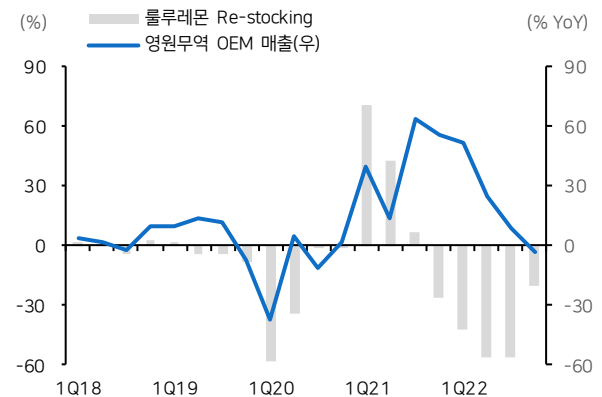
주: 영원무역 매출 1개 분기 후행 적용
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 툴루레몬 재고자산



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 툴루레몬 Re-stocking vs. 영원무역 OEM 매출



주: 영원무역 매출 1개 분기 후행 적용
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

영원무역 (111770)

Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 2,792.5 | 3,911.0 | 3,683.9 | 3,740.0 | 3,874.7 |
| 매출액증가율 (%) | 13.2 | 40.1 | -5.8 | 1.5 | 3.6 |
| 매출원가 | 1,964.9 | 2,594.3 | 2,521.3 | 2,622.9 | 2,714.8 |
| 매출총이익 | 827.6 | 1,316.6 | 1,162.6 | 1,117.0 | 1,159.9 |
| 판매관리비 | 385.1 | 493.6 | 505.5 | 520.8 | 540.9 |
| 영업이익 | 442.5 | 823.0 | 657.0 | 596.3 | 619.0 |
| 영업이익률 | 15.8 | 21.0 | 17.8 | 15.9 | 16.0 |
| 금융손익 | -14.4 | -6.7 | -12.0 | -12.8 | -13.6 |
| 중속/관계기업손익 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 기타영업외손익 | 22.3 | 64.6 | -32.6 | -16.5 | -0.7 |
| 세전계속사업이익 | 451.3 | 881.8 | 613.2 | 567.8 | 605.6 |
| 법인세비용 | 117.0 | 138.6 | 164.7 | 152.5 | 162.6 |
| 당기순이익 | 334.3 | 743.2 | 448.5 | 415.3 | 442.9 |
| 지배주주지분 손이익 | 298.1 | 674.5 | 393.2 | 364.1 | 388.3 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 2,044.8 | 2,821.5 | 3,026.3 | 3,317.0 | 3,652.1 |
| 현금및현금성자산 | 641.8 | 735.9 | 884.5 | 1,083.4 | 1,321.1 |
| 매출채권 | 387.2 | 509.8 | 550.6 | 567.2 | 591.9 |
| 재고자산 | 644.0 | 983.9 | 1,092.1 | 1,152.2 | 1,202.4 |
| 비유동자산 | 1,502.9 | 1,692.2 | 1,758.2 | 1,825.9 | 1,887.8 |
| 유형자산 | 694.1 | 712.9 | 791.8 | 863.5 | 928.8 |
| 무형자산 | 168.2 | 178.8 | 173.4 | 168.1 | 163.1 |
| 투자자산 | 293.3 | 448.2 | 440.8 | 442.0 | 443.8 |
| 자산총계 | 3,547.6 | 4,513.6 | 4,784.5 | 5,142.9 | 5,539.9 |
| 유동부채 | 525.3 | 822.7 | 800.6 | 819.6 | 840.1 |
| 매입채무 | 245.6 | 340.2 | 357.2 | 375.1 | 391.4 |
| 단기차입금 | 101.6 | 224.6 | 219.8 | 215.4 | 211.2 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 38.8 | 38.8 | 38.8 | 38.8 |
| 비유동부채 | 588.2 | 576.6 | 488.2 | 479.7 | 484.0 |
| 사채 | 49.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 82.5 | 133.2 | 98.6 | 81.3 | 72.7 |
| 부채총계 | 1,113.4 | 1,399.3 | 1,288.8 | 1,299.3 | 1,324.1 |
| 자본금 | 22.2 | 22.2 | 22.2 | 22.2 | 22.2 |
| 자본잉여금 | 410.5 | 410.5 | 410.5 | 410.5 | 410.5 |
| 기타포괄이익누계액 | 169.2 | 134.2 | 134.2 | 134.2 | 134.2 |
| 이익잉여금 | 1,633.0 | 2,263.7 | 2,589.8 | 2,886.4 | 3,204.0 |
| 비지배주주지분 | 215.3 | 299.8 | 355.1 | 406.4 | 461.0 |
| 자본총계 | 2,434.2 | 3,114.3 | 3,495.7 | 3,843.6 | 4,215.8 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업활동 현금흐름 | 287.4 | 458.8 | 336.4 | 451.0 | 491.2 |
| 당기순이익(손실) | 334.3 | 743.2 | 448.5 | 415.3 | 442.9 |
| 유형자산상각비 | 79.2 | 86.1 | 71.3 | 80.1 | 88.0 |
| 무형자산상각비 | 7.4 | 6.9 | 5.5 | 5.3 | 5.1 |
| 운전자본의 증감 | -173.4 | -419.0 | -188.9 | -49.6 | -44.8 |
| 투자활동 현금흐름 | -211.6 | -389.5 | -78.7 | -163.4 | -170.6 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -129.2 | -145.6 | -150.2 | -151.7 | -153.3 |
| 투자자산의감소(증가) | 16.3 | -154.1 | 7.5 | -1.2 | -1.8 |
| 재무활동 현금흐름 | -104.4 | 90.5 | -109.2 | -88.7 | -82.9 |
| 차입금의 증감 | -29.3 | 154.2 | -42.1 | -21.3 | -12.2 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -23.1 | 94.2 | 148.5 | 199.0 | 237.7 |
| 기초현금 | 664.9 | 641.8 | 735.9 | 884.5 | 1,083.4 |
| 기말현금 | 641.8 | 735.9 | 884.5 | 1,083.4 | 1,321.1 |

Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 63,020 | 88,261 | 83,136 | 84,402 | 87,443 |
| EPS(지배주주) | 6,727 | 15,222 | 8,873 | 8,216 | 8,763 |
| CFPS | 12,666 | 22,713 | 15,588 | 14,636 | 15,554 |
| EBITDAPS | 11,941 | 20,674 | 16,560 | 15,381 | 16,070 |
| BPS | 50,076 | 63,517 | 70,875 | 77,570 | 84,736 |
| DPS | 1,000 | 1,530 | 1,537 | 1,612 | 1,720 |
| 배당수익률(%) | 2.3 | 3.3 | 3.4 | 3.6 | 3.9 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 6.5 | 3.1 | 5.0 | 5.4 | 5.1 |
| PCR | 3.4 | 2.1 | 2.9 | 3.0 | 2.9 |
| PSR | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| PBR | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| EBITDA | 529.1 | 916.1 | 733.8 | 681.6 | 712.1 |
| EV/EBITDA | 3.1 | 1.9 | 2.1 | 2.0 | 1.7 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 14.7 | 26.8 | 13.2 | 11.1 | 10.8 |
| EBITDA 이익률 | 18.9 | 23.4 | 19.9 | 18.2 | 18.4 |
| 부채비율 | 45.7 | 44.9 | 36.9 | 33.8 | 31.4 |
| 금융비용부담률 | 0.8 | 0.5 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 이자보상배율(x) | 20.6 | 40.8 | 26.4 | 25.6 | 27.5 |
| 매출채권회전율(x) | 7.7 | 8.7 | 6.9 | 6.7 | 6.7 |
| 재고자산회전율(x) | 4.9 | 4.8 | 3.5 | 3.3 | 3.3 |

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 종가대비 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 | 85.3% |
| 중립 | 14.7% |
| 매도 | 0.0% |

2023년 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) | |
| 2021.04.13 | 기업브리프 | Buy | 50,000 | 하누리 | -14.4 | -3.6 | |
| 2021.05.18 | 기업브리프 | Buy | 57,000 | 하누리 | -23.8 | -13.8 | |
| 2021.11.15 | 기업브리프 | Buy | 65,000 | 하누리 | -32.9 | -25.5 | |
| 2022.01.13 | 기업브리프 | Buy | 70,000 | 하누리 | -33.7 | -25.1 | |
| 2022.05.17 | 기업브리프 | Buy | 80,000 | 하누리 | -40.9 | -37.0 | |
| 2022.05.25 | 산업분석 | Buy | 70,000 | 하누리 | -40.7 | -32.2 | |
| 2022.08.17 | 기업브리프 | Buy | 80,000 | 하누리 | -42.8 | -38.1 | |
| 2022.10.11 | 기업브리프 | Buy | 75,000 | 하누리 | -39.2 | -34.7 | |
| 2022.11.09 | 산업분석 | Buy | 70,000 | 하누리 | -32.9 | -26.7 | |
| 2023.01.10 | 기업브리프 | Buy | 60,000 | 하누리 | - | - | |