

2023. 7. 5



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) 80,000 원

현재주가 (7.4) 63,800 원

상승여력 25.4%

| | |
|------------|-----------------|
| KOSPI | 2,593.31pt |
| 시가총액 | 28,271억원 |
| 발행주식수 | 4,431만주 |
| 유동주식비율 | 48.26% |
| 외국인비중 | 29.93% |
| 52주 최고/최저가 | 64,500원/37,100원 |
| 평균거래대금 | 48.9억원 |

주요주주(%)

| | |
|----------------------------------|-------|
| 영원무역홀딩스 외 7 인 | 50.74 |
| 국민연금공단 | 10.08 |
| Hermes Investment Management Ltd | 5.03 |

주가상승률(%)

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|------|------|------|------|
| 절대주가 | 38.7 | 48.7 | 66.4 |
| 상대주가 | 39.1 | 29.4 | 47.6 |

주가그래프



| (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 | 3,719.0 | 729.7 | 447.1 | 10,090 | -33.4 | 73,436 | 6.3 | 0.9 | 2.8 | 14.7 | 43.3 |
| 2024E | 3,779.9 | 681.7 | 416.2 | 9,392 | -6.9 | 81,150 | 6.8 | 0.8 | 2.6 | 12.2 | 40.1 |
| 2025E | 3,917.5 | 711.6 | 451.1 | 10,180 | 8.4 | 89,560 | 6.3 | 0.7 | 2.1 | 11.9 | 36.4 |

영원무역 111770

2Q23E Preview: Lululemon 견조하다

- ✓ 2Q23E 매출액 9,875억원 (+4%), 영업이익 2,167억원 (+4%, OPM 22%)
- ✓ OEM: 주력 거래선 판매 호조 낙수효과 지속 → 원화 +10%, 달러 +6%
- ✓ 브랜드: 고가품 수요 약화 및 코로나 특수 제거 → 매출 -5%, 영업이익 -23%
- ✓ 거래선 구성 우위 (Lululemon 남성 확대 수혜, North Face 아웃도어 점유율 상승)
- ✓ 이익 체력 (영업이익 생건, F&F와 유사) 감안, 시총 3조대 대형사 반열 진입 필요

2Q23E OEM > Scott

영원무역은 2023년 2분기 매출액 9,875억원 (+4.4% YoY; 이하 YoY), 영업이익 2,167억원 (+4.1%, OPM 21.9%), 순이익 1,271억원 (-25.7%)을 기록할 전망이다.

[OEM] 매출액과 영업이익으로 각각 6,294억원 (원화 +10.4%; 달러 +5.9%), 1,810억원 (+11.6%)을 추정한다. 주력 거래선 VFC (The North Face 모회사)와 Lululemon 호실적에 낙수효과가 계속되는 모습이다. **[브랜드]** 매출액 3,580억원 (-4.7%), 영업이익 375억원 (-23.2%)을 예상한다. 고가품 수요 약화와 코로나 특수 제거로 Scott 판매가 부진하겠다.

투자 의견 Buy 및 적정주가 80,000원 제시

의류 재군 특성을 감안 (상위 브랜드 점유율 지속 상승, Nike 70% 육박, Hermes 30% 도달, The North Face 25% 돌파), 영원의 거래선 포트폴리오는 수주 안정성과 지속 가능성을 방증한다. Lululemon은 참으로 견조하다 (1H20 코로나 제외, 매분기 매출 성장률 +20% 상회). 자체 개발한 기능성 제품에서 일반 평상복까지 저변 확장이 계속되고 있다. 2019년부터 남성복 품목 확대를 본격화, 영원에 관련 제품 수주가 집중되어 왔다. Lululemon향 매출 비중 상승과 경쟁사와의 실적 차별화를 설명한다 (2009년 납품 시작, 2019년까지 7%, 현재 12%). 최대 거래선 The North Face의 판매 호조가 지속되고 있기도 하다.

불편한 것은 사실이다. 기저 부담 (3Q23E 역신장 전환)에 2024년 방글라데시 총선 (최저 임금 상승) 또한 예고되고 있다. 단, 전방 Re-stocking과 달러 강세가 주가 하방을 지지할 것으로 본다. 이익 체력을 놓고 봐도 (연간 영업이익 7천억원대, LG 생활건강, F&F와 유사) 대형사 (시가총액 3조 이상) 반열에 오를 이유로 충분하다.

| (십억원) | 2Q23E | 2Q22 | (% YoY) | 1Q23 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) |
|----------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|-----------|
| 매출액 | 987.5 | 945.6 | 4.4 | 840.6 | 17.5 | 977.8 | 1.0 |
| 영업이익 | 216.7 | 208.1 | 4.1 | 167.2 | 29.6 | 200.8 | 7.9 |
| 순이익 | 127.1 | 171.0 | -25.7 | 134.7 | -5.7 | 150.6 | -15.6 |
| 영업이익률(%) | 21.9 | 22.0 | -0.1 | 19.9 | 2.1 | 20.5 | 1.4 |

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

| (십억원) | 신규 추정 | | 이전 추정 | | 변화율(%) | | 컨센서스 | |
|-------|---------|---------|---------|---------|--------|-------|---------|---------|
| | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 매출액 | 3,719.0 | 3,779.9 | 3,710.6 | 3,779.7 | 0.2 | 0.0 | 3,772.2 | 3,887.6 |
| 영업이익 | 729.7 | 681.7 | 686.0 | 638.4 | 6.4 | 6.8 | 666.4 | 685.5 |
| 순이익 | 447.1 | 416.2 | 444.1 | 408.0 | 0.7 | 2.0 | 458.8 | 478.0 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

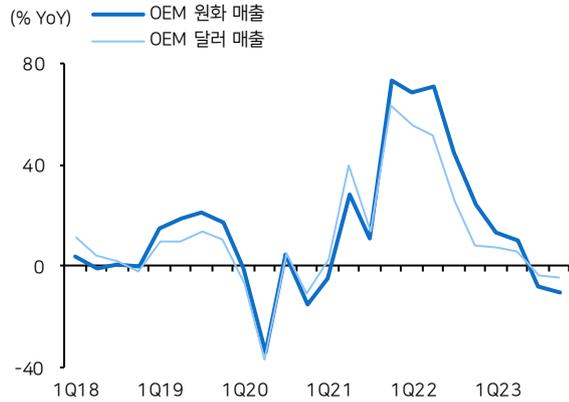
| (원, 배, %) | 적정 가치 | 비고 |
|-----------------|---------------|--|
| 12개월 선행 EPS | 8,682 | 12개월 선행 지배주주 EPS 예상치 |
| Target PER | 10 | Eclat 및 Makalot 12개월 선행 PER 평균에 50% 할인 |
| 적정주가 (원) | 80,000 | |
| 현재주가 (원) | 63,800 | |
| 상승여력 (%) | 25.4 | |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

| (십억원, %) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 766.4 | 945.6 | 1,162.3 | 1,036.7 | 840.6 | 987.5 | 1,018.2 | 872.8 | 3,911.0 | 3,719.0 | 3,779.9 |
| OEM | 433.8 | 570.1 | 744.6 | 598.0 | 493.0 | 629.4 | 685.1 | 534.8 | 2,346.5 | 2,342.3 | 2,368.7 |
| 브랜드 | 332.5 | 375.6 | 417.7 | 438.7 | 347.6 | 358.0 | 333.1 | 338.0 | 1,564.5 | 1,376.8 | 1,411.2 |
| 영업이익 | 145.9 | 208.1 | 275.9 | 193.1 | 167.2 | 216.7 | 201.2 | 144.7 | 823.0 | 729.7 | 681.7 |
| 영업이익률 | 19.0 | 22.0 | 23.7 | 18.6 | 19.9 | 21.9 | 19.8 | 16.6 | 21.0 | 19.6 | 18.0 |
| OEM | 104.5 | 162.2 | 222.5 | 146.7 | 141.5 | 181.0 | 191.0 | 113.5 | 635.9 | 627.1 | 570.4 |
| 브랜드 | 41.2 | 48.8 | 53.7 | 42.2 | 30.1 | 37.5 | 11.1 | 29.7 | 185.9 | 108.4 | 110.9 |
| 순이익 | 98.8 | 171.0 | 226.5 | 178.2 | 134.7 | 127.1 | 125.3 | 60.0 | 674.5 | 447.1 | 416.2 |
| 순이익률 | 12.9 | 18.1 | 19.5 | 17.2 | 16.0 | 12.9 | 12.3 | 6.9 | 17.2 | 12.0 | 11.0 |
| (% YoY) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 34.9 | 39.5 | 46.2 | 37.9 | 9.7 | 4.4 | -12.4 | -15.8 | 40.1 | -4.9 | 1.6 |
| OEM (원화) | 68.7 | 71.0 | 45.1 | 24.5 | 13.6 | 10.4 | -8.0 | -10.6 | 48.1 | -0.2 | 1.1 |
| OEM (달러) | 56.1 | 52.0 | 25.4 | 8.5 | 7.3 | 5.9 | -3.4 | -4.2 | 31.3 | 0.4 | 2.5 |
| 브랜드 | 6.9 | 9.1 | 48.1 | 61.8 | 4.5 | -4.7 | -20.2 | -23.0 | 29.5 | -12.0 | 2.5 |
| 영업이익 | 97.2 | 98.3 | 96.7 | 56.6 | 14.6 | 4.1 | -27.1 | -25.1 | 86.0 | -11.3 | -6.6 |
| 영업이익률 | 6.0 | 6.5 | 6.1 | 2.2 | 0.9 | -0.1 | -4.0 | -2.1 | 5.2 | -1.4 | -1.6 |
| OEM | 184.6 | 114.7 | 81.6 | 56.6 | 35.4 | 11.6 | -14.1 | -22.6 | 93.6 | -1.4 | -9.0 |
| 브랜드 | 10.1 | 57.3 | 194.2 | 41.6 | -27.0 | -23.2 | -79.3 | -29.6 | 59.6 | -41.7 | 2.3 |
| 순이익 | 100.5 | 176.1 | 96.3 | 149.3 | 36.3 | -25.7 | -44.7 | -66.3 | 126.3 | -33.7 | -6.9 |

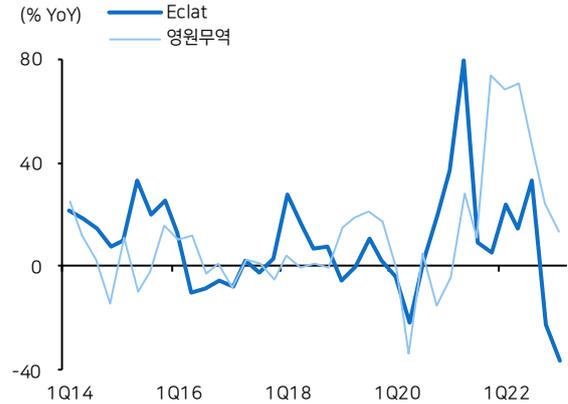
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림1 영원무역 OEM 매출: 원화 vs. 달러



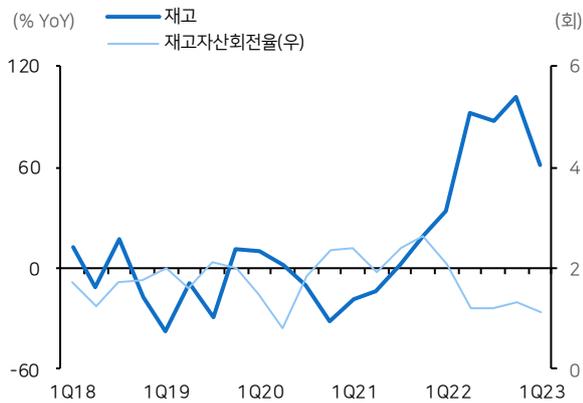
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림2 매출: 영원무역 vs. Eclat



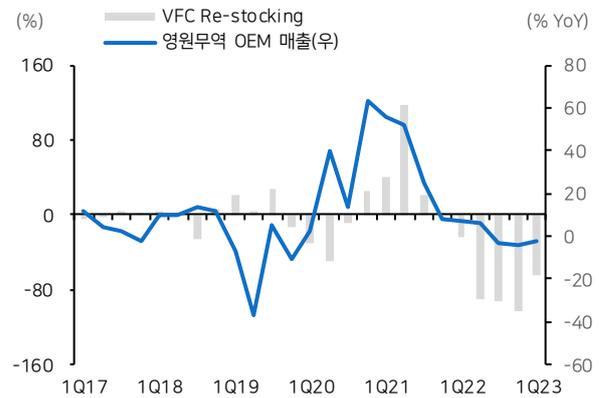
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 VFC 재고자산



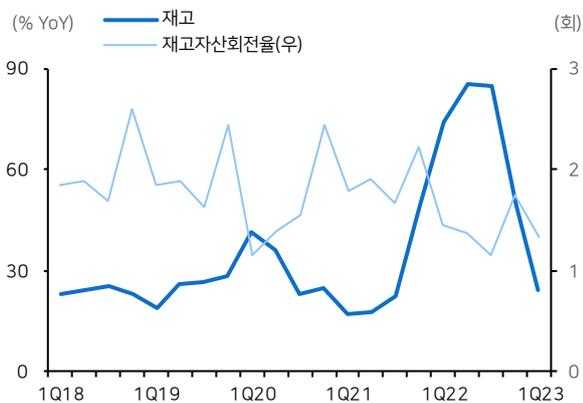
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 VFC Re-stocking vs. 영원무역 OEM 매출



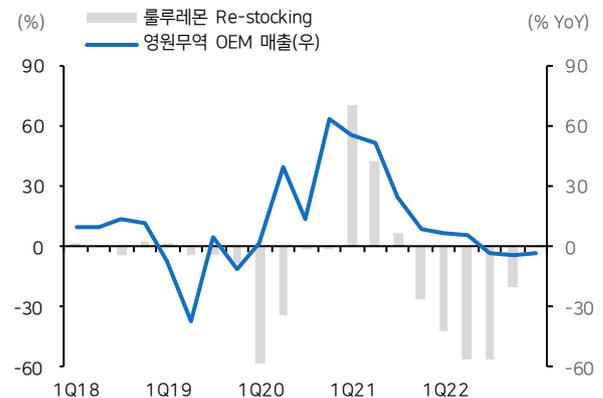
주: 영원무역 매출 4개 분기 후행 적용
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 툴루레몬 재고자산



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 툴루레몬 Re-stocking vs. 영원무역 OEM 매출



주: 영원무역 매출 4개 분기 후행 적용
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

영원무역 (111770)

Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 2,792.5 | 3,911.0 | 3,719.0 | 3,779.9 | 3,917.5 |
| 매출액증가율 (%) | 13.2 | 40.1 | -4.9 | 1.6 | 3.6 |
| 매출원가 | 1,964.9 | 2,594.3 | 2,481.1 | 2,574.4 | 2,661.7 |
| 매출총이익 | 827.6 | 1,316.6 | 1,237.9 | 1,205.5 | 1,255.8 |
| 판매관리비 | 385.1 | 493.6 | 508.2 | 523.8 | 544.1 |
| 영업이익 | 442.5 | 823.0 | 729.7 | 681.7 | 711.6 |
| 영업이익률 | 15.8 | 21.0 | 19.6 | 18.0 | 18.2 |
| 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 | -42.2 | -40.2 | -16.5 |
| 세전계속사업이익 | 451.3 | 881.8 | 676.3 | 629.6 | 682.4 |
| 법인세비용 | 117.0 | 138.6 | 181.6 | 169.1 | 183.3 |
| 당기순이익 | 334.3 | 743.2 | 494.7 | 460.5 | 499.1 |
| 지배주주지분 손이익 | 298.1 | 674.5 | 447.1 | 416.2 | 451.1 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 2,044.8 | 2,821.5 | 3,405.1 | 3,787.8 | 4,179.6 |
| 현금및현금성자산 | 641.8 | 735.9 | 1,264.1 | 1,528.4 | 1,890.1 |
| 매출채권 | 387.2 | 509.8 | 550.6 | 581.2 | 589.0 |
| 재고자산 | 644.0 | 983.9 | 1,092.1 | 1,152.2 | 1,167.5 |
| 비유동자산 | 1,502.9 | 1,692.2 | 1,764.9 | 1,808.1 | 1,844.6 |
| 유형자산 | 694.1 | 712.9 | 642.0 | 689.4 | 731.4 |
| 무형자산 | 168.2 | 178.8 | 181.0 | 174.6 | 168.4 |
| 투자자산 | 293.3 | 448.2 | 579.6 | 581.8 | 582.4 |
| 자산총계 | 3,547.6 | 4,513.6 | 5,170.0 | 5,595.9 | 6,024.1 |
| 유동부채 | 525.3 | 822.7 | 1,033.8 | 1,057.5 | 1,061.0 |
| 매입채무 | 245.6 | 340.2 | 357.2 | 375.1 | 380.1 |
| 단기차입금 | 101.6 | 224.6 | 452.1 | 447.7 | 443.5 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 38.8 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| 비유동부채 | 588.2 | 576.6 | 527.9 | 544.0 | 548.0 |
| 사채 | 49.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 82.5 | 133.2 | 130.9 | 130.9 | 130.9 |
| 부채총계 | 1,113.4 | 1,399.3 | 1,561.7 | 1,601.5 | 1,609.0 |
| 자본금 | 22.2 | 22.2 | 22.2 | 22.2 | 22.2 |
| 자본잉여금 | 410.5 | 410.5 | 453.3 | 453.3 | 453.3 |
| 기타포괄이익누계액 | 169.2 | 134.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이익잉여금 | 1,633.0 | 2,263.7 | 2,576.5 | 2,918.4 | 3,291.0 |
| 비지배주주지분 | 215.3 | 299.8 | 354.3 | 398.6 | 446.6 |
| 자본총계 | 2,434.2 | 3,114.3 | 3,608.3 | 3,994.4 | 4,415.2 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 영업활동 현금흐름 | 287.4 | 458.8 | 355.9 | 515.4 | 602.7 |
| 당기순이익(손실) | 334.3 | 743.2 | 494.7 | 460.5 | 499.1 |
| 유형자산상각비 | 79.2 | 86.1 | 98.5 | 104.4 | 111.2 |
| 무형자산상각비 | 7.4 | 6.9 | 6.6 | 6.4 | 6.2 |
| 운전자본의 증감 | -173.4 | -419.0 | -249.8 | -55.8 | -13.8 |
| 투자활동 현금흐름 | -211.6 | -389.5 | 18.3 | -173.2 | -158.7 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -129.2 | -145.6 | -29.9 | -151.7 | -153.3 |
| 투자자산의감소(증가) | 16.3 | -154.1 | -131.1 | -2.2 | -0.6 |
| 재무활동 현금흐름 | -104.4 | 90.5 | 128.7 | -78.0 | -82.4 |
| 차입금의 증감 | -29.3 | 154.2 | 231.6 | -3.6 | -4.0 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 42.8 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -23.1 | 94.2 | 528.2 | 264.3 | 361.7 |
| 기초현금 | 664.9 | 641.8 | 735.9 | 1,264.1 | 1,528.4 |
| 기말현금 | 641.8 | 735.9 | 1,264.1 | 1,528.4 | 1,890.1 |

Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 63,020 | 88,261 | 83,930 | 85,304 | 88,408 |
| EPS(지배주주) | 6,727 | 15,222 | 10,090 | 9,392 | 10,180 |
| CFPS | 12,666 | 22,713 | 17,528 | 16,407 | 17,589 |
| EBITDAPS | 11,941 | 20,674 | 18,838 | 17,884 | 18,709 |
| BPS | 50,076 | 63,517 | 73,436 | 81,150 | 89,560 |
| DPS | 1,000 | 1,530 | 1,695 | 1,788 | 1,938 |
| 배당수익률(%) | 2.3 | 3.3 | 2.7 | 2.8 | 3.0 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 6.5 | 3.1 | 6.3 | 6.8 | 6.3 |
| PCR | 3.4 | 2.1 | 3.6 | 3.9 | 3.6 |
| PSR | 0.7 | 0.5 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| PBR | 0.9 | 0.7 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| EBITDA | 529.1 | 916.1 | 834.7 | 792.5 | 829.0 |
| EV/EBITDA | 3.1 | 1.9 | 2.8 | 2.6 | 2.1 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 14.7 | 26.8 | 14.7 | 12.2 | 11.9 |
| EBITDA 이익률 | 18.9 | 23.4 | 22.4 | 21.0 | 21.2 |
| 부채비율 | 45.7 | 44.9 | 43.3 | 40.1 | 36.4 |
| 금융비용부담률 | 0.8 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 이자보상배율(x) | 20.6 | 40.8 | 29.0 | 26.1 | 27.4 |
| 매출채권회전율(x) | 7.7 | 8.7 | 7.0 | 6.7 | 6.7 |
| 재고자산회전율(x) | 4.9 | 4.8 | 3.6 | 3.4 | 3.4 |

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 추천 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 | 89.6% |
| 중립 | 10.4% |
| 매도 | 0.0% |

2023년 6월 30일 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) | |
| 2021.05.28 | 산업분석 | Buy | 57,000 | 하누리 | -24.3 | -16.7 | |
| 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 | -26.0 | -20.8 | |
| 2023.05.16 | 기업브리프 | Buy | 70,000 | 하누리 | -25.3 | -7.9 | |
| 2023.07.05 | 기업브리프 | Buy | 80,000 | 하누리 | - | - | |