

2023. 8. 16



▲ 화장품/의류

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

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** **90,000 원**

**현재주가 (8.14)** **64,900 원**

**상승여력** **38.7%**

KOSPI	2,570.87pt
시가총액	28,758억원
발행주식수	4,431만주
유동주식비율	48.26%
외국인비중	29.62%
52주 최고/최저가	64,900원/41,600원
평균거래대금	62.7억원

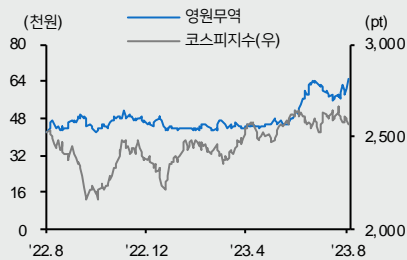
**주요주주(%)**

영원무역홀딩스 외 7 인	50.74
국민연금공단	10.64
Hermes Investment Management Ltd	5.03

**주가상승률(%)**

	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.1	46.0	56.0
상대주가	11.5	40.0	53.4

**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	3,723.1	747.2	503.3	11,359	-26.7	74,705	5.7	0.9	2.7	16.4	42.2
2024E	3,676.8	675.3	450.8	10,173	-10.4	83,030	6.4	0.8	2.6	12.9	39.0
2025E	3,810.6	704.5	480.2	10,836	6.5	91,991	6.0	0.7	2.1	12.4	35.6

# 영원무역 111770

## 2Q23R: 헤비급 실적 vs. 경량급 주가

- ✓ 2Q23 매출액 1조 78억원 (+7%), 영업이익 2,106억원 (+1%, OPM 21%)
- ✓ OEM: 주력 거래선 판매 호조 낙수효과 → OPM 역대 최고치 31% 경신
- ✓ Scott: 고가품 수요 약화 및 코로나 특수 제거 → 영업이익 -64%
- ✓ 거래선 구성 우위 (Lululemon 남성 확대 수혜, North Face 아웃도어 점유율 상승)
- ✓ 이익 체력 (영업이익 생건, F&F와 유사) 감안, 대형사 반열 진입 필요

### 2Q23 기대치 부합

영원무역은 2023년 2분기 매출액 1조 78억원 (+6.6% YoY, 이하 YoY), 영업이익 2,106억원 (+1.2%, OPM 20.9%), 순이익 1,557억원 (-9.0%; 외환거래 관련 영업외이익 262억원 축소)으로, 시장 기대치에 부합했다 (컨센서스 대비 영업이익 +2.4%). OEM 본업이 역대 최고 마진율을 기록하면서, Scott 부진을 상쇄했다.

[OEM] 매출액과 영업이익으로 각각 6,385억원 (원화 +12.0%, 달러 +7.4%), 1,956억원 (+20.6%, OPM 30.6%)을 실현했다. 주력 고객사 판매 강세에 따른 낙수효과다 (매출액 3Q22/4Q22/1Q23/2Q23: Lululemon +28%/+30%/+24%/미발표, The North Face +8%/+7%/+12%/+12%). 생산성 증대 (원가율 -2.0%p 추정)가 동반되면서, 수익성을 향상시켰다 (OPM +2.1%p).

[Scott] 매출액 3,352억원 (원화 -0.6%, 스위스 프랑 -11.3%; 2Q23 원/프랑 평균 +12.0%), 영업이익 168억원 (-63.7%)을 기록했다. 고가품 수요 약화로 인한 정상을 하락, 코로나 특수 제거에 따른 판매량 감소로 부진했다 (OPM -8.7%p).

### 투자의견 Buy 및 적정주가 90,000원 제시

실적은 헤비급인데, 주가는 경량급이다. 탄탄한 거래선 포트폴리오를 기반으로 이익 체력을 강화시키고 있다. 기저 부담 (2H23E 역신장 전환)과 우려 요인 (2024E 방글라데시 임금 상승)을 감안해도, 연간 영업이익 7천억원 수준은 어렵지 않다. 대형사 (시가총액 3조 이상) 반열에 오를 이유로 충분하다 (2024E 영업이익/PER/시가총액: 영원무역 6,753억원/6배/2.9조원 vs. F&F 7,072억원/8배/4.3조원 vs. LG 생활건강 6,421억원/31배/7.7조원, 아모레퍼시픽 2,745억원/20배/7.7조원). 전방 지표 개선 (3Q23E 미국 의류 시장 Re-stocking 전환)에 대한 기대 또한 유효하다.

(십억원)	2Q23	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,007.8	945.6	6.6	840.6	19.9	980.9	2.7	987.5	2.1
영업이익	210.6	208.1	1.2	167.2	26.0	205.6	2.4	216.7	-2.8
순이익	155.7	171.0	-9.0	134.7	15.6	146.4	6.4	127.1	22.5
영업이익률(%)	20.9	22.0	-1.1	19.9	1.0	21.0	-0.1	21.9	-1.1

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	3,723.1	3,676.8	3,719.0	3,779.9	0.1	-2.7	3,745.5	3,842.6
영업이익	747.2	675.3	729.7	681.7	2.4	-0.9	721.0	723.5
순이익	503.3	450.8	447.1	416.2	12.6	8.3	568.2	567.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

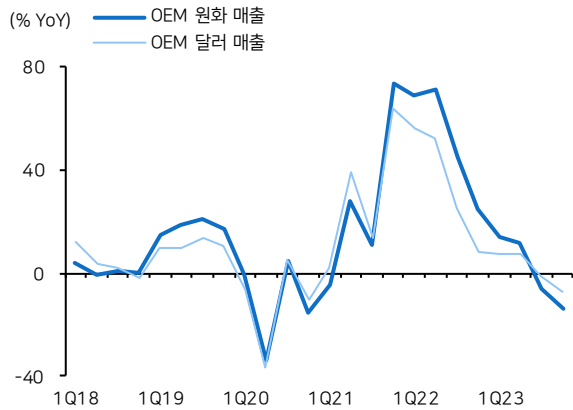
(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	9,293	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	10	Eclat 및 Makalot 12개월 선행 PER 평균에 50% 할인
<b>적정주가 (원)</b>	<b>90,000</b>	
현재주가 (원)	64,900	
상승여력 (%)	38.7	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>766.4</b>	<b>945.6</b>	<b>1,162.3</b>	<b>1,036.7</b>	<b>840.6</b>	<b>1,007.8</b>	<b>1,032.7</b>	<b>842.1</b>	<b>3,911.0</b>	<b>3,723.1</b>	<b>3,676.8</b>
OEM	433.8	570.1	744.6	598.0	493.0	638.5	699.5	515.3	2,346.5	2,346.4	2,368.9
브랜드	332.5	375.6	417.7	438.7	347.6	369.3	333.1	326.8	1,564.5	1,376.8	1,307.9
<b>영업이익</b>	<b>145.9</b>	<b>208.1</b>	<b>275.9</b>	<b>193.1</b>	<b>167.2</b>	<b>210.6</b>	<b>220.7</b>	<b>148.8</b>	<b>823.0</b>	<b>747.2</b>	<b>675.3</b>
영업이익률	19.0	22.0	23.7	18.6	19.9	20.9	21.4	17.7	21.0	20.1	18.4
OEM	104.5	162.2	222.5	146.7	141.5	195.6	209.0	139.9	635.9	686.0	630.2
브랜드	41.2	48.8	53.7	42.2	30.1	17.1	12.7	7.5	185.9	67.4	44.6
<b>순이익</b>	<b>98.8</b>	<b>171.0</b>	<b>226.5</b>	<b>178.2</b>	<b>134.7</b>	<b>155.7</b>	<b>142.6</b>	<b>70.3</b>	<b>674.5</b>	<b>503.3</b>	<b>450.8</b>
순이익률	12.9	18.1	19.5	17.2	16.0	15.5	13.8	8.3	17.2	13.5	12.3
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>34.9</b>	<b>39.5</b>	<b>46.2</b>	<b>37.9</b>	<b>9.7</b>	<b>6.6</b>	<b>-11.2</b>	<b>-18.8</b>	<b>40.1</b>	<b>-4.8</b>	<b>-1.2</b>
OEM (원화)	68.7	71.0	45.1	24.5	13.6	12.0	-6.1	-13.8	48.1	0.0	1.0
OEM (달러)	56.1	52.0	25.4	8.5	7.3	7.4	-1.4	-7.7	31.3	0.5	2.3
브랜드	6.9	9.1	48.1	61.8	4.5	-1.7	-20.2	-25.5	29.5	-12.0	-5.0
<b>영업이익</b>	<b>97.2</b>	<b>98.3</b>	<b>96.7</b>	<b>56.6</b>	<b>14.6</b>	<b>1.2</b>	<b>-20.0</b>	<b>-23.0</b>	<b>86.0</b>	<b>-9.2</b>	<b>-9.6</b>
영업이익률	6.0	6.5	6.1	2.2	0.9	-1.1	-2.4	-1.0	5.2	-1.0	-1.7
OEM	184.6	114.7	81.6	56.6	35.4	20.6	-6.1	-4.6	93.6	7.9	-8.1
브랜드	10.1	57.3	194.2	41.6	-27.0	-65.0	-76.3	-82.1	59.6	-63.7	-33.9
<b>순이익</b>	<b>100.5</b>	<b>176.1</b>	<b>96.3</b>	<b>149.3</b>	<b>36.3</b>	<b>-9.0</b>	<b>-37.0</b>	<b>-60.5</b>	<b>126.3</b>	<b>-25.4</b>	<b>-10.4</b>

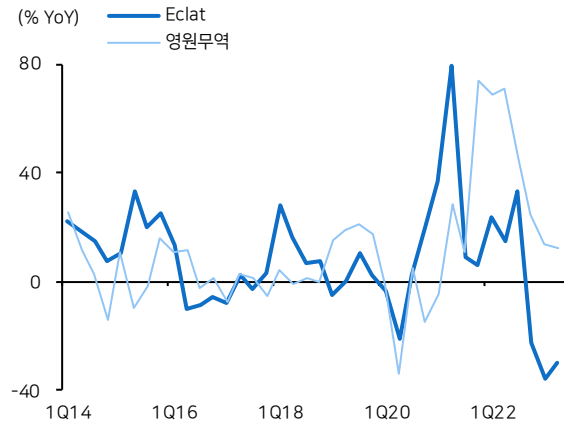
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림1 영원무역 OEM 매출: 원화 vs. 달러



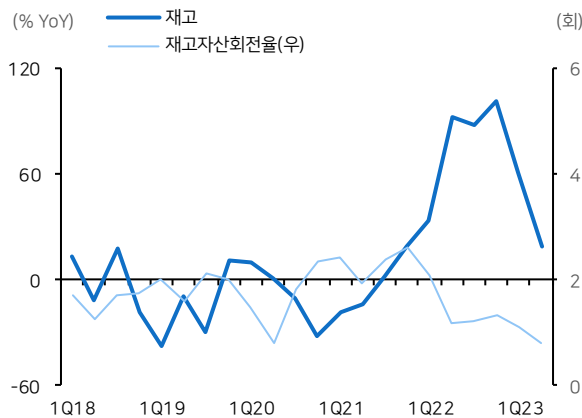
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림2 매출: 영원무역 vs. Eclat



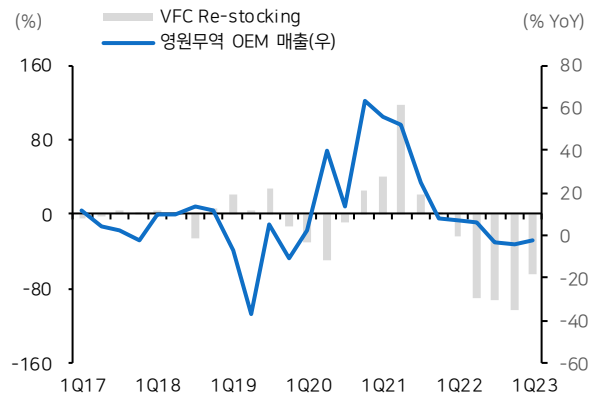
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 VFC 재고자산



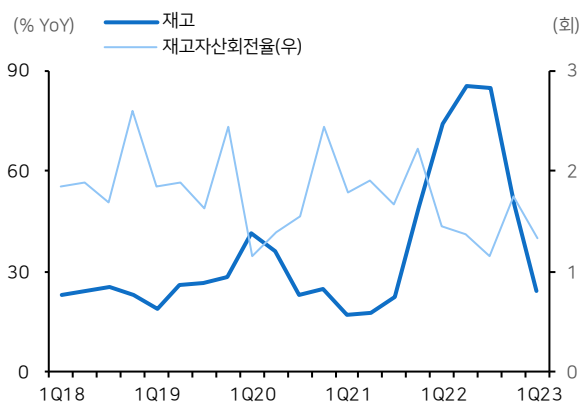
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 VFC Re-stocking vs. 영원무역 OEM 매출



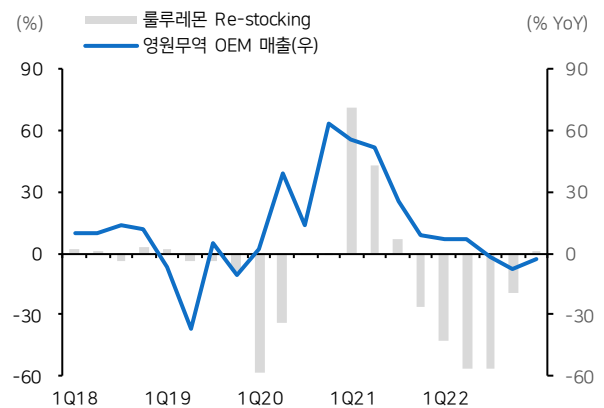
주: 영원무역 매출 4개 분기 후행 적용  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 롤루레몬 재고자산



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 롤루레몬 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
<b>매출액</b>	<b>2,792.5</b>	<b>3,911.0</b>	<b>3,723.1</b>	<b>3,676.8</b>	<b>3,810.6</b>
매출액증가율(%)	13.2	40.1	-4.8	-1.2	3.6
매출원가	1,964.9	2,594.3	2,481.4	2,499.6	2,584.8
매출총이익	827.6	1,316.6	1,241.8	1,177.2	1,225.9
판매관리비	385.1	493.6	494.6	501.9	521.4
<b>영업이익</b>	<b>442.5</b>	<b>823.0</b>	<b>747.2</b>	<b>675.3</b>	<b>704.5</b>
영업이익률(%)	15.8	21.0	20.1	18.4	18.5
금융손익	-14.4	-6.7	12.3	12.8	13.3
중속/관계기업손익	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
기타영업외손익	22.3	64.6	-15.4	-21.7	-7.9
세전계속사업이익	451.3	881.8	744.9	667.2	710.7
법인세비용	117.0	138.6	200.0	179.2	190.8
<b>당기순이익</b>	<b>334.3</b>	<b>743.2</b>	<b>544.9</b>	<b>488.0</b>	<b>519.8</b>
지배주주지분 손이익	298.1	674.5	503.3	450.8	480.2

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>2,044.8</b>	<b>2,821.5</b>	<b>3,440.0</b>	<b>3,843.8</b>	<b>4,261.1</b>
현금및현금성자산	641.8	735.9	1,316.6	1,598.2	1,958.9
매출채권	387.2	509.8	550.6	583.7	598.4
재고자산	644.0	983.9	1,092.1	1,152.2	1,181.2
<b>비유동자산</b>	<b>1,502.9</b>	<b>1,692.2</b>	<b>1,763.5</b>	<b>1,806.8</b>	<b>1,843.7</b>
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	578.2	580.5	581.6
<b>자산총계</b>	<b>3,547.6</b>	<b>4,513.6</b>	<b>5,203.5</b>	<b>5,650.6</b>	<b>6,104.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>525.3</b>	<b>822.7</b>	<b>1,027.3</b>	<b>1,051.5</b>	<b>1,061.5</b>
매입채무	245.6	340.2	357.2	375.1	384.5
단기차입금	101.6	224.6	452.1	447.7	443.5
유동성장기부채	0.0	38.8	40.0	40.0	40.0
<b>비유동부채</b>	<b>588.2</b>	<b>576.6</b>	<b>517.7</b>	<b>534.5</b>	<b>541.9</b>
사채	49.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	82.5	133.2	130.9	130.9	130.9
<b>부채총계</b>	<b>1,113.4</b>	<b>1,399.3</b>	<b>1,545.0</b>	<b>1,586.0</b>	<b>1,603.5</b>
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	2,632.8	3,001.7	3,398.7
비지배주주지분	215.3	299.8	348.2	385.4	425.1
<b>자본총계</b>	<b>2,434.2</b>	<b>3,114.3</b>	<b>3,658.5</b>	<b>4,064.6</b>	<b>4,501.3</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>287.4</b>	<b>458.8</b>	<b>395.3</b>	<b>541.2</b>	<b>610.8</b>
당기순이익(손실)	334.3	743.2	544.9	488.0	519.8
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	-260.5	-57.6	-26.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-211.6</b>	<b>-389.5</b>	<b>31.8</b>	<b>-174.1</b>	<b>-163.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-129.2	-145.6	-29.9	-151.7	-153.3
투자자산의감소(증가)	16.3	-154.1	-129.7	-2.3	-1.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-104.4</b>	<b>90.5</b>	<b>128.2</b>	<b>-85.5</b>	<b>-86.9</b>
차입금의 증감	-29.3	154.2	231.1	-3.6	-3.8
자본의 증가	0.0	0.0	42.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-23.1	94.2	580.6	281.6	360.7
기초현금	664.9	641.8	735.9	1,316.6	1,598.2
기말현금	641.8	735.9	1,316.6	1,598.2	1,958.9

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	63,020	88,261	84,022	82,976	85,996
EPS(지배주주)	6,727	15,222	11,359	10,173	10,836
CFPS	12,666	22,713	19,072	17,226	18,186
EBITDAPS	11,941	20,674	19,232	17,739	18,547
BPS	50,076	63,517	74,705	83,030	91,991
DPS	1,000	1,530	1,867	1,895	2,018
배당수익률(%)	2.3	3.3	2.9	2.9	3.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	6.5	3.1	5.7	6.4	6.0
PCR	3.4	2.1	3.4	3.8	3.6
PSR	0.7	0.5	0.8	0.8	0.8
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8	0.7
EBITDA(십억원)	529.1	916.1	852.2	786.1	821.8
EV/EBITDA	3.1	1.9	2.7	2.6	2.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	14.7	26.8	16.4	12.9	12.4
EBITDA 이익률	18.9	23.4	22.9	21.4	21.6
부채비율	45.7	44.9	42.2	39.0	35.6
금융비용부담률	0.8	0.5	0.7	0.7	0.7
이자보상배율(x)	20.6	40.8	29.7	25.9	27.1
매출채권회전율(x)	7.7	8.7	7.0	6.5	6.4
재고자산회전율(x)	4.9	4.8	3.6	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 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** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 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)	
2021.08.17	기업브리프	Buy	57,000	하누리	-23.2	-18.6	
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	-25.5	-18.9	
2023.08.16	기업브리프	Buy	90,000	하누리	-	-	