

## BUY(Reinitiate)

목표주가: 45,000원

주가(8/11): 32,800원

시가총액: 14,534억원

첨유/의복

Analyst 이희재

02) 3787-4704

Heejae0403@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (8/11)		2,319.71pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	38,750원	26,100원
등락률	-15.35%	25.67%
수익률	절대	상대
1M	-3.7%	-0.5%
6M	12.5%	0.7%
1Y	-13.7%	-23.8%

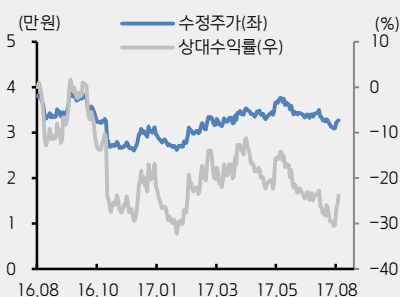
## Company Data

발행주식수	44,311천주
일평균 거래량(3M)	113천주
외국인 지분율	23.09%
배당수익률(15E)	0.82%
BPS(17E)	30,728원
주요 주주	영원무역홀딩스 외 12
	50.85%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	20,016	20,837	21,900	22,995
보고영업이익	1,794	1,980	2,114	2,254
EBITDA	2,372	2,510	2,662	2,808
세전이익	1,538	1,880	2,034	2,204
순이익	1,090	1,332	1,441	1,561
자배주주지분순이익	1,100	1,265	1,369	1,483
EPS(원)	2,482	2,855	3,090	3,347
증감률(%YoY)	-15.3	15.0	8.2	8.3
PER(배)	12.3	11.5	10.6	9.8
PBR(배)	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	5.5	5.2	4.6	3.9
보고영업이익률(%)	9.0	9.5	9.7	9.8
ROE(%)	8.0	9.3	9.2	9.2
순부채비율(%)	-2.3	-7.8	-13.1	-18.5

## Price Trend



## 영원무역 (111770)

## OEM 실적 턴어라운드 시작 전망



영원무역 실적 턴어라운드 전망에 따라 커버리지 재개. 12FW PER가 11배로 글로벌 피어 평균 18배에 대비 가장 싼 밸류에이션으로 매력적. 다만 피어들의 실적 회복 또한 눈에 띄고 점진적인 업황 개선이 기대됨. 동사는 고객 포트폴리오가 스포츠웨어 중심으로 확보하고 있어 보다 긍정적임. 다만 스카트는 유럽 자전거 업황 부진과 작년 인수한 회사들의 통합 과정으로 실적 기여도는 미미할 것으로 전망.

## &gt;&gt;&gt; 2분기 매출액 YoY +2.4%, 영업이익 -2.1%, 컨센 부합

영원무역의 2분기 IFRS 연결실적은 매출액 5,648억원(YoY +2.4%)과 영업이익 679억원(-2.1%), 영업이익률 12.0%(-0.6p)를 기록했다. 매출액과 영업이익 모두 컨센서스에 부합하는 수치였다.

OEM 부문은 달러 기준 매출액이 전년동기대비 +5.4% 성장했고, 원/달러 환율이 1,129원으로 2.8% 하락함에 따라 원화 매출액은 +2.5% 성장에 그쳤다. 영업이익은 +5.2% 성장한 590억원을 기록했다. 스포츠웨어 위주의 바이어들의 오더가 호조세를 보였던 것으로 판단된다.

브랜드 유통 부문은 매출액이 +2.4% 성장했으나, 영업이익은 33% 감소한 90억원을 기록했다. 업황 부진 및 스카트가 작년 인수한 회사들(베르가먼트, 셰퍼드)의 실적 부진 및 통합 비용 발생 등에 기인한다.

## &gt;&gt;&gt; 투자이견 BUY와 목표주가 45,000원 제시

동사는 영원무역의 실적 개선 기대감 및 밸류에이션 매력도에 따라 커버리지를 재개하고, 투자이견 BUY와 목표주가 45,000원을 제시한다. 목표주가는 12개월포워딩 EPS에 14배(글로벌 피어들 18.4배에 20% 디스카운트)를 적용했다. 현재 11배 수준으로 동종 업체 밸류에이션 중 가장 저평가되었다. 점진적인 업황 개선 및 오더 확보 노력에 따라 하반기 OEM 매출 성장율은 +8%를 기대해 본다. 영원무역은 스포츠의류 중심의 다양한 바이어 포트폴리오 확보하고 있고, 취급 복종 또한 다양화하고 있다. 미미한 의류 업황이지만 여전히 스포츠웨어 브랜드들은 실적 차별화를 보여주고 있어 보다 안정적인 매출 성장이 가능할 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 대만 피어들 긍정적 실적 흐름세 체크하기

최근 대만 피어들인 Makalot과 Eclat이 긍정적인 실적 흐름세를 보이고 있다. 고객군이 비슷한 Eclat은 6-7월 매출 성장율이 +7%를 기록했고, Makalot은 +19.5%였다. 영원무역대비 낮은 베이스인 점은 감안해겠지만 회복세가 보인다는 점은 긍정적이고 영원무역 역시 5월대비 6월 오더가 양호했던 것으로 추정된다. 미국 의류 소매판매 성장율은 아직 뚜렷한 회복세는 아니나 인벤토리는 역성장으로 돌아섬에 따라 바이어들의 부담이 점차 완화되고 있는 것으로 보여진다. 스포츠웨어 브랜드들의 성장 둔화에 대한 우려가 있으나, 매이저사 2분기 매출액 성장성(로컬 통화기준)을 살펴보면 나이키 +5% 언더아머 +8%, 아디다스 +19%인 것으로 브랜드별 실적 차별화를 확인할 수 있다.

## 영원무역 분기별 손익 추정 (단위: 억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>4316</b>	<b>5513</b>	<b>5476</b>	<b>4710</b>	<b>4406</b>	<b>5648</b>	<b>5851</b>	<b>4932</b>	<b>15849</b>	<b>20016</b>	<b>20837</b>	<b>21900</b>
OEM	2470	3259	3575	2954	2275	3340	3893	3183	11746	12258	12691	13347
브랜드 유통/기타	1847	2254	1901	1756	2131	2308	1958	1749	4103	7758	8146	8554
<b>영업이익</b>	<b>380</b>	<b>694</b>	<b>529</b>	<b>192</b>	<b>395</b>	<b>679</b>	<b>603</b>	<b>302</b>	<b>1968</b>	<b>1794</b>	<b>1980</b>	<b>2114</b>
OEM	328	561	550	253	329	590	623	324	1718	1692	1866	1969
브랜드 유통/기타	52	133	-21	-61	67	90	-20	-23	250	103	114	145
<b>매출액 YoY</b>	<b>72.8%</b>	<b>21.9%</b>	<b>10.6%</b>	<b>21.5%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.4%</b>	<b>6.9%</b>	<b>4.7%</b>	<b>27.2%</b>	<b>26.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>5.1%</b>
OEM	11%	12%	-3%	1%	-8%	2%	9%	8%	2%	4%	4%	5%
브랜드 유통/기타	598%	40%	48%	85%	15%	2%	3%	0%	336%	89%	5%	5%
<b>영업이익 YoY</b>	<b>18.6%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-18.6%</b>	<b>-36.2%</b>	<b>4.1%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>14.1%</b>	<b>56.9%</b>	<b>6.1%</b>	<b>-8.8%</b>	<b>10.3%</b>	<b>6.8%</b>
OEM	17%	14%	-25%	21%	0%	5%	13%	28%	-1%	-2%	10%	6%
브랜드 유통/기타	33%	-35%	-76%	-166%	29%	-33%	NA	NA	119%	-59%	11%	28%
<b>영업이익률</b>	<b>8.8%</b>	<b>12.6%</b>	<b>9.7%</b>	<b>4.1%</b>	<b>9.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>10.3%</b>	<b>6.1%</b>	<b>12.4%</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.7%</b>
OEM	13.3%	17.2%	15.4%	8.6%	14.4%	17.7%	16.0%	10.2%	14.6%	13.8%	14.7%	14.8%
브랜드 유통/기타	2.8%	5.9%	-1.1%	-3.5%	3.1%	3.9%	-1.0%	-1.3%	6.1%	1.3%	1.4%	1.7%

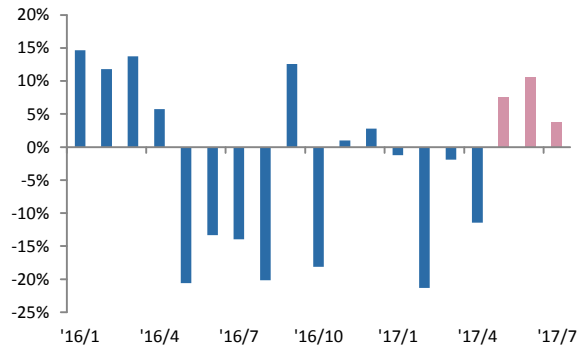
자료: 아모레퍼시픽, 키움증권, 리서치센터, 주: IFRS 연결 기준

## 영원무역 목표주가 산정 방식

항목	단위	값	비고
EPS	원	3,317	A. 12개월 포워딩 예상 EPS
Target P/E	배	15.0	B. Target PER (Global Peer 12개월 포워딩 평균 PER 18.4배에 20% 디스카운트)
주당가치	원	45,027	C = A*B
<b>목표주가</b>	<b>원</b>	<b>45,000</b>	
현재 주가	원	32,800	8월 11일 종가 기준
상승여력	%	36.9%	

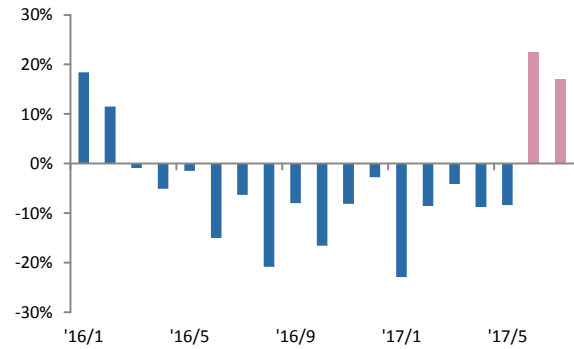
자료: 키움증권 리서치센터

ECLAT 월별 매출액과 증감률



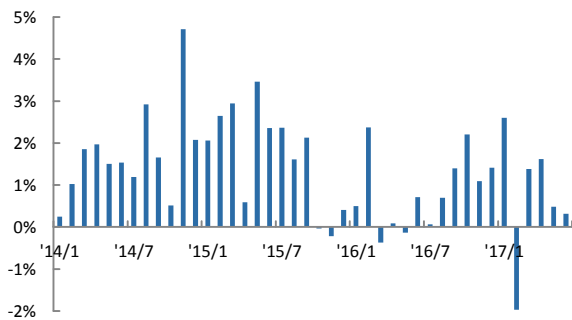
자료: 키움증권 리서치센터

MAKALOT 월별 매출액과 증감률



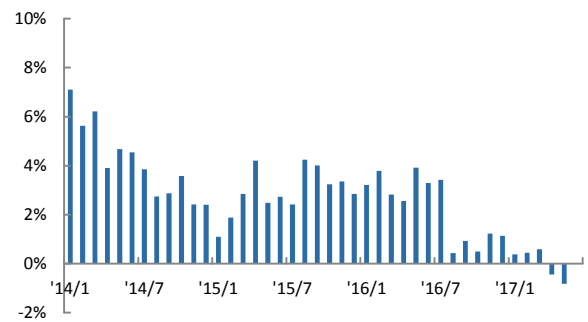
자료: 키움증권 리서치센터

미국 의류 소매판매와 증감률



자료: 키움증권 리서치센터

미국 의류 소매재고 YoY



자료: 키움증권 리서치센터

글로벌 의류 OEM업체 Valuation Table

기업명		영원무역	한세실업	ECLAT	MAKALOT	SHENZHO	LI&FUNG	YUE YUEN
국가		한국	한국	대만	대만	중국	중국	중국
시총(억\$)		17.3	17.9	36.0	13.7	71.9	62.9	62.8
P/E	2016	12.3	21.8	24.7	16.8	20.8	16.5	11.2
	2017E	11.5	17.3	27.7	20.6	18.6	13.3	12.0
	2018E	10.6	13.3	21.3	16.9	15.9	12.0	11.3
P/B	2016	1.1	2.3	6.0	3.0	4.1	1.6	1.3
	2017E	1.0	2.1	6.5	3.2	3.6	1.0	1.4
	2018E	0.9	1.9	5.8	3.0	3.2	0.9	1.3
EV/EBITDA	2016	5.5	12.3	16.0	10.6	13.8	10.7	7.3
	2017E	5.2	11.9	17.6	12.5	13.2	9.4	8.1
	2018E	4.6	8.9	14.3	10.8	11.3	8.9	7.6
ROE	2016	8.0	10.7	27.2	17.3	20.9	9.2	11.6
	2017E	9.3	12.5	24.2	15.8	21.6	7.3	11.4
	2018E	9.2	14.3	29.2	18.6	22.4	7.8	11.7
매출액	2016	1725	1334	760	686	2271	16761	8481
	2017E	1827	1582	851	754	2567	15873	8737
	2018E	1920	1701	980	827	2951	16015	9122
영업이익	2016	155	70	143	60	560	378	599
	2017E	174	72	159	57	617	386	655
	2018E	185	94	194	67	719	413	709
순이익	2016	94	40	113	47	443	259	535
	2017E	117	41	121	44	515	232	545
	2018E	126	70	159	53	606	250	572
매출성장률(%)	2016	26.3	-2.4	-3.9	-5.3	19.5	-11.0	0.5
	2017E	4.1	16.6	6.2	4.4	16.4	-5.3	3.0
	2018E	5.1	7.5	15.2	9.6	15.0	0.9	4.4
영업이익률(%)	2016	9.0	5.3	18.8	8.8	24.6	2.3	7.1
	2017E	9.5	4.5	18.6	7.5	24.0	2.4	7.5
	2018E	9.7	5.5	19.8	8.1	24.4	2.6	7.8

자료: 키움증권 리서치센터, Bloomberg,

주1: 단위는 억\$, 배, %

주2: 영원무역은 키움증권 예상치, 나머지는 Bloomberg Concensus

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	15,849	20,016	20,837	21,900	22,995
매출원가	11,357	14,746	15,289	16,003	16,757
매출총이익	4,493	5,270	5,549	5,897	6,238
판매비및일반관리비	2,524	3,475	3,569	3,783	3,984
영업이익(보고)	1,968	1,794	1,980	2,114	2,254
영업이익(핵심)	1,968	1,794	1,980	2,114	2,254
영업외손익	-60	-256	-100	-80	-50
이자수익	23	27	28	29	30
배당금수익	8	10	10	11	11
외환이익	446	919	0	0	0
이자비용	89	127	127	127	127
외환손실	429	895	0	0	0
관계기업지분손익	-7	-21	0	0	0
투자및기타자산처분손익	27	2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-39	-172	-11	7	35
법인세차감전이익	1,908	1,538	1,880	2,034	2,204
법인세비용	463	448	548	593	642
유호법인세율 (%)	24.2%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%
당기순이익	1,445	1,090	1,332	1,441	1,561
지배주주지분순이익(억원)	1,299	1,100	1,265	1,369	1,483
EBITDA	2,488	2,372	2,510	2,662	2,808
현금순이익(Cash Earnings)	1,965	1,667	1,862	1,989	2,116
수정당기순이익	1,425	1,088	1,332	1,441	1,561
증감율(% YoY)					
매출액	27.2	26.3	4.1	5.1	5.0
영업이익(보고)	6.1	-8.8	10.3	6.8	6.6
영업이익(핵심)	6.1	-8.8	10.3	6.8	6.6
EBITDA	13.2	-4.6	5.8	6.0	5.5
지배주주지분 당기순이익	1.4	-15.3	15.0	8.2	8.3
EPS	1.4	-15.3	15.0	8.2	8.3
수정순이익	-2.1	-23.6	22.4	8.2	8.3

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,584	1,019	1,618	1,673	1,791
당기순이익	1,445	1,090	1,332	1,441	1,561
감가상각비	486	530	485	503	511
무형자산상각비	34	47	46	45	43
외환손익	9	-4	0	0	0
자산처분손익	10	3	0	0	0
지분법손익	7	21	0	0	0
영업활동자산부채 증감	293	-1,019	-234	-306	-314
기타	299	351	-10	-10	-11
투자활동현금흐름	-1,671	-1,022	-862	-837	-824
투자자산의 처분	-1,201	-422	-70	-91	-93
유형자산의 처분	115	126	0	0	0
유형자산의 취득	-564	-692	-700	-600	-500
무형자산의 처분	-23	-37	0	0	0
기타	1	3	-93	-146	-231
재무활동현금흐름	1,564	88	62	104	131
단기차입금의 증가	326	576	0	0	0
장기차입금의 증가	1,326	408	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-89	-89	-110	-110	-110
기타	0	-807	172	214	241
현금및현금성자산의순증가	2,516	77	818	940	1,098
기초현금및현금성자산	2,018	4,534	4,610	5,428	6,368
기말현금및현금성자산	4,534	4,610	5,428	6,368	7,466
Gross Cash Flow	2,291	2,038	1,852	1,979	2,105
Op Free Cash Flow	1,717	100	999	1,140	1,337

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	12,608	14,139	15,348	16,794	18,413
현금및현금성자산	4,534	4,610	5,428	6,368	7,466
유동금융자산	579	732	762	801	841
매출채권및유동채권	3,590	3,986	4,150	4,361	4,579
재고자산	3,899	4,806	5,003	5,259	5,522
기타유동비금융자산	7	5	5	5	6
비유동자산	9,602	9,758	10,074	10,341	10,589
장기매출채권및기타비유동채권	116	122	127	134	141
투자자산	1,784	1,660	1,710	1,772	1,836
유형자산	5,618	5,657	5,872	5,969	5,957
무형자산	1,983	2,159	2,113	2,069	2,026
기타비유동자산	101	159	252	398	629
자산총계	22,210	23,897	25,422	27,136	29,002
유동부채	4,397	6,208	6,339	6,507	6,681
매입채무및기타유동채무	2,380	2,703	2,814	2,957	3,105
단기차입금	1,663	2,471	2,471	2,471	2,471
유동성장기차입금	14	697	697	697	697
기타유동부채	339	336	357	381	407
비유동부채	4,189	3,914	4,086	4,300	4,541
장기매입채무및비유동채무	185	6	6	7	7
사채및장기차입금	2,123	1,854	1,854	1,854	1,854
기타비유동부채	1,882	2,054	2,225	2,439	2,680
부채총계	8,586	10,122	10,425	10,807	11,222
자본금	222	222	222	222	222
주식발행초과금	4,533	4,533	4,533	4,533	4,533
이익잉여금	6,807	7,818	8,984	10,253	11,637
기타자본	205	-122	-122	-122	-122
지배주주지분자본총계	11,767	12,450	13,616	14,886	16,269
비지배주주지분자본총계	1,858	1,325	1,381	1,443	1,512
자본총계	13,624	13,775	14,997	16,329	17,780
순차입금	-1,313	-319	-1,167	-2,146	-3,284
총차입금	3,800	5,023	5,023	5,023	5,023

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,931	2,482	2,855	3,090	3,347
BPS	26,554	28,097	30,728	33,593	36,715
주당EBITDA	5,614	5,353	5,665	6,007	6,338
CFPS	4,434	3,762	4,203	4,488	4,775
DPS	200	250	250	250	250
주가배수(배)					
PER	14.4	12.3	11.5	10.6	9.8
PBR	1.6	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.8	5.5	5.2	4.6	3.9
PCFR	9.5	8.1	7.3	6.8	6.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.4	9.0	9.5	9.7	9.8
영업이익률(핵심)	12.4	9.0	9.5	9.7	9.8
EBITDA margin	15.7	11.8	12.0	12.2	12.2
순이익률	9.1	5.4	6.4	6.6	6.8
자기자본이익률(ROE)	12.2	8.0	9.3	9.2	9.2
투자자본이익률(ROIC)	14.9	10.2	10.6	11.0	11.5
안정성(%)					
부채비율	63.0	73.5	69.5	66.2	63.1
순차입금비율	-9.6	-2.3	-7.8	-13.1	-18.5
이자보상배율(배)	22.2	14.2	15.6	16.7	17.8
활동성(배)					
매출채권회전율	5.6	5.3	5.1	5.1	5.1
재고자산회전율	5.2	4.6	4.2	4.3	4.3
매입채무회전율	8.7	7.9	7.6	7.6	7.6

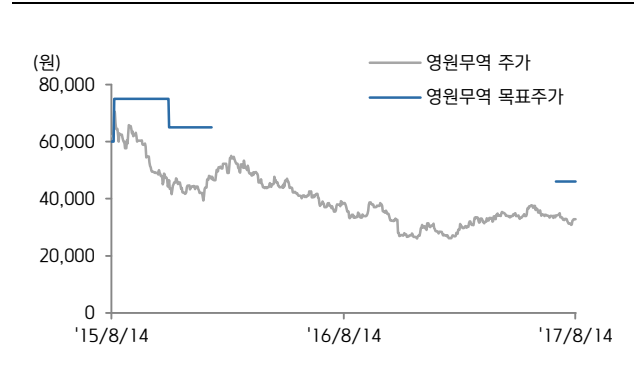
## Compliance Notice

- 당사는 8월 11일 현재 '영원무역' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
영원무역 (111770)	2014/08/12	BUY(Initiate)	60,000원
	2014/09/19	BUY(Maintain)	71,000원
	2015/03/06	BUY(Maintain)	71,000원
	2015/04/14	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/05/11	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/08/18	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/11/12	BUY(Maintain)	65,000원
	2016/1/19	BUY(Maintain)	65,000원
	2017/8/14	BUY(Reinitiate)	45,000원

## 목표주가 추이



## 투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%