

2023. 1. 10



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) 60,000 원

현재주가 (1.9) 44,900 원

상승여력 33.6%

KOSPI	2,350.19pt
시가총액	19,896억원
발행주식수	4,431만주
유동주식비율	48.26%
외국인비중	30.29%
52주 최고/최저가	52,400원/37,100원
평균거래대금	42.6억원

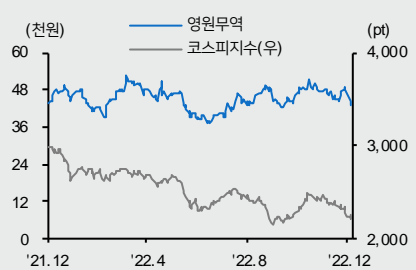
주요주주(%)

영원무역홀딩스 외 7인	50.74
국민연금공단	9.99
Hermes Investment Management Ltd	5.03

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.9	13.2	-5.1
상대주가	-3.3	13.3	19.4

주가그래프



영원무역 111770

4Q22E Preview: 상대 열위

- ✓ 4Q22E 매출액 1조 294억원(+37%), 영업이익 1,722억원(+40%, OPM 17%)
- ✓ OEM: 3Q22 재고자산(+31%) & 환율(+15%) → 4Q22E 매출 원화 +22%, 달러 +6%
- ✓ 브랜드: Scott 원부자재 안정화 & 정상율 상승 → 매출 +64%, 영업이익 +98%
- ✓ 수요 위축(4Q22 Eclat 역성장 전환), 달러 약세, 2024E 방글라데시 총선(임금 상승)
- ✓ 주가 상당 방어(YoY: 영원 Flat vs. 한세 -30%, 화승 -44%) → 보텀 피싱에서 열위

4Q22E 전 부문 호조

영원무역은 2022년 4분기 매출액 1조 294억원(+37.0% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,722억원(+39.6%, OPM 16.7%), 순이익 813억원(+13.8%)을 기록할 전망이다. OEM 수주 증가에 Scott 강세가 더해지겠다.

[OEM] 매출액과 영업이익으로 각각 5,842억원(+21.6%; 달러 +6.0%), 1,147억원(+22.5%)을 추정한다. 3Q22 재고자산(+30.6% Y, -9.7% Q) 증가와 원/달러 환율(+14.7%) 상승을 감안, 4Q22E 매출 또한 늘어날 것으로 본다.

[브랜드] 매출액 4,452억원(+64.2%), 영업이익 589억원(+97.7%)을 예상한다. Scott의 원부자재 공급 안정화(3Q22 브랜드 재고자산 +67.8%)와 정상율 상승을 감안했다. 비대면 이동 수단으로의 MTB 부상, 친환경 확대에 따른 E-Bike 선전, 레저 활동 확산 등 업황 또한 우호적이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 60,000원 제시

Valuation 매력과 복종 강세를 감안, 투자의견을 유지한다. 단, 소비자 수요 위축과 고객사 재고 부담을 감안, OEM 수주량 감소는 불가피하다. 달러 약세 전환과 경쟁사 매출 추이 또한 부담이다(4Q22 Eclat 매출액 -22.6%, 10개 분기 만에 역성장 전환). 영업 레버리지 확장의 지속성 또한 확신하기 어렵다(OEM OPM: 2022E 25.9%, 2021년 20.9%, 2013~2020년 평균 14.3%). 2024년에는 방글라데시 총선이 예고되고 있어, 원가 상승 주기가 상대적으로 길 수 있다(방글라데시 총선 2014년 2019년 각각 최저 임금 +50.0, +50.9% 상승). 호실적이 주가를 상당 방어(YoY: 영원 Flat vs. 한세 -30%, 화승 -44%), 바텀 피싱 접근에서 열위에 있기도 하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,466.4	259.7	147.7	3,332	4.7	41,408	9.5	0.8	3.4	8.0	52.4
2021	2,792.5	442.5	298.1	6,727	83.3	50,076	6.5	0.9	3.1	14.7	45.7
2022E	3,903.7	802.1	577.6	13,036	89.6	66,002	3.6	0.7	1.5	22.5	45.0
2023E	3,602.7	625.3	383.0	8,644	-31.1	73,616	5.2	0.6	1.3	12.4	38.3
2024E	3,663.4	569.1	355.0	8,012	-7.3	80,599	5.6	0.6	0.9	10.4	35.3

(십억원)	4Q22E	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,029.4	751.5	37.0	1,162.3	-11.4	864.0	19.1
영업이익	172.2	123.3	39.6	275.9	-37.6	150.9	14.1
순이익	81.3	71.5	13.8	171.0	-52.5	93.3	-12.9
영업이익률(%)	16.7	16.4	0.3	23.7	-7.0	17.5	-0.7

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	3903.7	3602.7	3,835.3	3,817.2	1.8	-5.6	3,748.7	3,772.9
영업이익	802.1	625.3	798.5	672.1	0.4	-7.0	781.1	683.6
순이익	577.6	383.0	594.8	430.5	-2.9	-11.0	590.3	482.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	8,591	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	8	Eclat 및 Makalot 12개월 선행 PER에 50% 할인
적정주가 (원)	60,000	
현재주가 (원)	44,900	
상승여력 (%)	33.6	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	568.2	677.7	795.2	751.5	766.4	945.6	1,162.3	1,029.4	2,792.5	3,903.7	3,602.7
OEM	257.1	333.3	513.3	480.4	433.8	570.1	744.6	584.2	1,584.1	2,332.8	2,141.7
브랜드	311.1	344.3	281.9	271.1	332.5	375.6	417.7	445.2	1,208.4	1,570.9	1,461.0
영업이익	74.0	104.9	140.3	123.3	145.9	208.1	275.9	172.2	442.5	802.1	625.3
영업이익률	13.0	15.5	17.6	16.4	19.0	22.0	23.7	16.7	15.8	20.5	17.4
OEM	36.7	75.6	122.5	93.7	104.5	162.2	222.5	114.7	328.5	603.9	469.9
브랜드	37.4	31.0	18.3	29.8	41.2	48.8	53.7	58.9	116.5	202.7	159.0
순이익	49.3	62.0	115.4	71.5	98.8	171.0	171.0	81.3	298.1	522.2	383.0
순이익률	8.7	9.1	14.5	9.5	12.9	18.1	14.7	7.9	10.7	13.4	10.6
(% YoY)											
매출액	7.4	24.2	-1.5	28.6	34.9	39.5	46.2	37.0	13.2	39.8	-7.7
OEM (원화)	-4.5	28.2	10.8	73.5	68.7	71.0	45.1	21.6	24.8	47.3	-8.2
OEM (달러)	2.4	39.5	13.7	63.8	56.1	52.0	25.4	6.0	28.7	30.6	-5.2
브랜드	19.7	20.6	-18.2	-11.8	6.9	9.1	48.1	64.2	0.9	30.0	-7.0
영업이익	46.2	102.8	28.7	155.1	97.2	98.3	96.7	39.6	70.4	81.3	-22.0
영업이익률	3.5	6.0	4.1	8.1	6.0	6.5	6.1	0.3	5.3	4.7	-3.2
OEM	-3.8	118.1	76.5	243.7	184.6	114.7	81.6	22.5	93.8	83.9	-22.2
브랜드	190.6	53.5	-54.5	60.3	10.1	57.3	194.2	97.7	26.9	73.9	-21.6
순이익	16.3	112.3	59.8	1,721.6	100.5	176.1	48.3	13.8	101.9	75.2	-26.7

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

영원무역 (111770)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,466.4	2,792.5	3,903.7	3,602.7	3,663.4
매출액증가율 (%)	3.3	13.2	39.8	-7.7	1.7
매출원가	1,838.0	1,964.9	2,614.1	2,482.8	2,584.2
매출총이익	628.3	827.6	1,289.6	1,119.9	1,079.2
판매관리비	368.7	385.1	487.5	494.6	510.1
영업이익	259.7	442.5	802.1	625.3	569.1
영업이익률	10.5	15.8	20.5	17.4	15.5
금융손익	-10.3	-14.4	-8.5	-5.8	-6.1
중속/관계기업손익	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8
기타영업외손익	-0.4	22.3	84.5	-23.0	-10.1
세전계속사업이익	249.4	451.3	878.9	597.3	553.7
법인세비용	67.0	117.0	245.1	160.4	148.7
당기순이익	182.4	334.3	633.8	436.9	405.0
지배주주지분 손이익	147.7	298.1	577.6	383.0	355.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	346.1	287.4	944.1	514.6	488.1
당기순이익(손실)	182.4	334.3	633.8	436.9	405.0
유형자산상각비	78.4	79.2	90.0	100.3	100.3
무형자산상각비	5.5	7.4	7.2	7.6	7.3
운전자본의 증감	48.6	-173.4	158.6	-30.3	-24.4
투자활동 현금흐름	7.3	-211.6	-276.6	-75.4	-107.1
유형자산의증가(CAPEX)	-90.0	-129.2	-198.4	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	236.8	16.3	-90.1	0.3	-0.1
재무활동 현금흐름	-128.7	-104.4	101.7	-61.3	-60.4
차입금의 증감	-74.5	-29.3	197.1	-15.7	-14.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	218.0	-23.1	743.2	377.9	320.6
기초현금	446.9	664.9	641.8	1,385.0	1,762.9
기말현금	664.9	641.8	1,385.0	1,762.9	2,083.6

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,684.6	2,044.8	2,892.1	3,224.5	3,609.1
현금및현금성자산	664.9	641.8	1,385.0	1,762.9	2,083.6
매출채권	335.5	387.2	412.0	370.0	382.0
재고자산	497.9	644.0	689.1	727.0	767.0
비유동자산	1,353.7	1,502.9	1,800.4	1,792.2	1,784.7
유형자산	599.3	694.1	865.0	864.7	864.4
무형자산	160.0	168.2	189.4	181.8	174.5
투자자산	308.8	293.3	384.2	383.9	384.0
자산총계	3,038.3	3,547.6	4,692.5	5,016.7	5,393.8
유동부채	595.0	525.3	719.8	700.7	704.6
매입채무	178.4	245.6	265.3	278.6	292.5
단기차입금	217.6	101.6	204.0	189.0	174.0
유동성장기부채	19.1	0.0	30.8	30.8	30.8
비유동부채	449.3	588.2	736.3	688.2	702.0
사채	49.9	49.9	0.0	0.0	0.0
장기차입금	13.9	82.5	150.6	150.6	150.6
부채총계	1,044.3	1,113.4	1,456.1	1,389.0	1,406.7
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	410.5	410.5	410.5	410.5	410.5
기타포괄이익누계액	61.3	169.2	341.2	341.2	341.2
이익잉여금	1,356.9	1,633.0	2,166.8	2,504.2	2,813.6
비지배주주지분	159.2	215.3	311.8	365.7	415.7
자본총계	1,994.0	2,434.2	3,236.5	3,627.8	3,987.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	55,660	63,020	88,097	81,303	82,673
EPS(지배주주)	3,332	6,727	13,036	8,644	8,012
CFPS	8,223	12,666	21,796	16,059	14,972
EBITDAPS	7,753	11,941	20,294	16,547	15,271
BPS	41,408	50,076	66,002	73,616	80,599
DPS	500	1,000	1,040	1,040	1,040
배당수익률(%)	1.6	2.3	2.2	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	9.5	6.5	3.6	5.2	5.6
PCR	3.9	3.4	2.2	2.8	3.0
PSR	0.6	0.7	0.5	0.6	0.5
PBR	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
EBITDA	343.5	529.1	899.3	733.2	676.7
EV/EBITDA	3.4	3.1	1.5	1.3	0.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	14.7	22.5	12.4	10.4
EBITDA 이익률	13.9	18.9	23.0	20.4	18.5
부채비율	52.4	45.7	45.0	38.3	35.3
금융비용부담률	0.7	0.8	0.5	0.6	0.6
이자보상배율(x)	15.3	20.6	42.6	28.5	26.7
매출채권회전율(x)	7.2	7.7	9.8	9.2	9.7
재고자산회전율(x)	4.8	4.9	5.9	5.1	4.9

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	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 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)	
2020.11.19	산업분석	Buy	40,000	하누리	-20.5	-15.4	
2021.01.18	기업브리프	Buy	45,000	하누리	-14.6	-4.6	
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	-	-	