

2023. 5. 16



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) **70,000 원**

현재주가 (5.15) **47,500 원**

상승여력 **47.4%**

KOSPI 2,479.35pt

시가총액 21,048억원

발행주식수 4,431만주

유동주식비율 48.26%

외국인비중 30.61%

52주 최고/최저가 51,300원/37,100원

평균거래대금 34.9억원

주요주주(%)

영원무역홀딩스 외 7인 50.74

국민연금공단 10.08

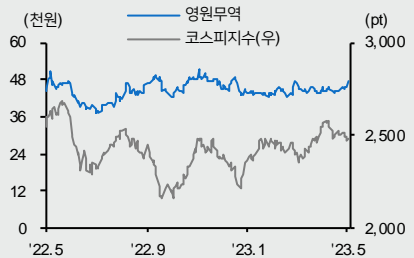
Hermes Investment Management Ltd 5.03

주가상승률(%)

1개월 6.5 6개월 -2.2 12개월 5.1

절대주가 10.5 -2.1 10.4

주가그래프



영원무역 111770

1Q23 Review: 장사 잘했다

- ✓ 1Q23 매출액 8,406억원 (+10%), 영업이익 1,672억원 (+15%, OPM 20%)
- ✓ OEM: 주력 고객사향 (노스페이스, 롤루레몬 등) SS 수주 증가 → 영업이익 +35%
- ✓ Scott: 고가 판매 부진 및 원가 부담 상승 → 영업이익 -30%
- ✓ 거래선 포트폴리오 우위, 저평가 매력, 환율 추이 우호적
- ✓ 2H23E~1H24E 약세 전환 (FW 재고 부담, Scott 소비 약화, 2024년 방글라 총선)

1Q23 기대치 상회

영원무역은 2023년 1분기 매출액 8,406억원 (+9.7% YoY, 이하 YoY), 영업이익 1,672억원 (+14.6%, OPM 19.9%), 순이익 1,347억원 (+36.3%)으로, 시장 기대치를 웃돌았다 (컨센서스 대비 영업이익 +21.4%). OEM 강세로 Scott 약세를 상쇄하며, 견조한 실적 흐름을 이어갔다.

[OEM] 매출액과 영업이익으로 각각 4,930억원 (원화 +13.6%, 달러 +7.3%), 1,415억원 (+35.4%, OPM 28.7%)을 달성했다. 주력 고객사향 (노스페이스, 롤루레몬 등) SS 수주 증가로 레버리지 효과가 나타났다 (원가율 -1.8%p). 달러 강세 (원/달러 평균 +5.9%) 또한 마진 확장을 도왔다. [Scott] 매출액 3,036억원 (원화 +4.5%, 프랑 -1.3%), 영업이익 270억원 (-29.5%)을 기록했다. 제조 원가 부담에 고가 MTB 판매 부진으로 수익성이 훼손되었다 (OPM 8.9%/-4.3%p).

투자의견 Buy 및 적정주가 70,000원 제시

정량적 성과로 지속성 의문을 불식시키고 있다. 탄탄한 거래선 포트폴리오를 기반으로 비교 우위 실적을 실현해왔다. 저평가 매력과 환율 추이 (원화 약세) 및 전방 지표 개선에 대한 기대는 유효하다.

앞으로가 문제다. 2H23E~1H24E 약세 전환할 것으로 본다. OEM은 FW 거래선 재고 부담 (4Q22 재고자산: VFC +101.4%, 롤루레몬 +49.8% vs. 갭 -20.8%; 결산일 통일 조정), Scott은 유럽 소비력 둔화에 노출되어 있다. 2024년에는 방글라데시 총선으로 인건비 상승 위험 또한 상존한다 (2014년 2019년 총선 각각 최저 임금 +50.0%, +50.9% 상승).

(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	3,710.6	686.0	444.1	10,022	-33.9	72,024	4.7	0.7	2.2	14.8	36.2
2024E	3,779.7	638.4	408.0	9,208	-8.1	79,565	5.2	0.6	2.0	12.1	33.3
2025E	3,917.3	666.7	437.7	9,879	7.3	87,708	4.8	0.5	1.5	11.8	30.2

(십억원)	1Q23	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	840.6	766.4	9.7	1,036.7	-18.9	804.9	4.4
영업이익	167.2	145.9	14.6	193.1	-13.4	137.7	21.4
순이익	134.7	98.8	36.3	178.2	-24.4	93.3	44.4
영업이익률(%)	19.9	19.0	0.9	18.6	1.3	17.1	2.8

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	3,710.6	3,779.7	3,683.9	3,740.0	0.7	1.1	3,772.2	3,887.6
영업이익	686.0	638.4	657.0	596.3	4.4	7.1	666.4	685.5
순이익	444.1	408.0	393.2	364.1	12.9	12.1	458.8	478.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

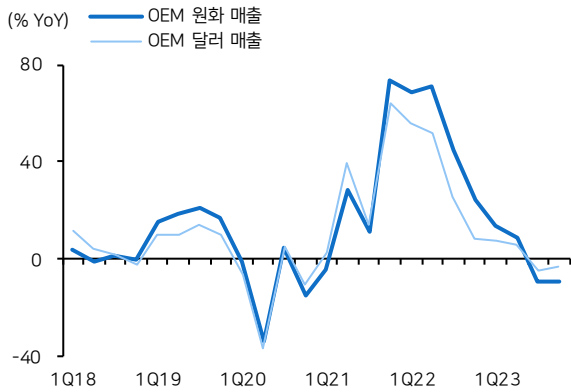
(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	8,494	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	9	Eclat 및 Makalot 12개월 선행 PER 평균에 50% 할인
적정주가 (원)	70,000	
현재주가 (원)	47,500	
상승여력 (%)	47.4	

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	996.5	1,011.0	862.5	3,911.0	3,710.6	3,779.7
OEM	433.8	570.1	744.6	598.0	493.0	620.6	677.9	542.4	2,346.5	2,333.9	2,368.6
브랜드	332.5	375.6	417.7	438.7	347.6	375.9	333.1	320.1	1,564.5	1,376.8	1,411.2
영업이익	145.9	208.1	275.9	193.1	167.2	205.5	178.8	134.5	823.0	686.0	638.4
영업이익률	19.0	22.0	23.7	18.6	19.9	20.6	17.7	15.6	21.0	18.5	16.9
OEM	104.5	162.2	222.5	146.7	141.5	176.6	155.1	105.6	635.9	578.9	523.1
브랜드	41.2	48.8	53.7	42.2	30.1	30.7	24.5	27.2	185.9	112.5	114.9
순이익	98.8	171.0	226.5	178.2	134.7	134.5	113.5	61.4	674.5	444.1	408.0
순이익률	12.9	18.1	19.5	17.2	16.0	13.5	11.2	7.1	17.2	12.0	10.8
(% YoY)											
매출액	34.9	39.5	46.2	37.9	9.7	5.4	-13.0	-16.8	40.1	-5.1	1.9
OEM (원화)	68.7	71.0	45.1	24.5	13.6	8.9	-9.0	-9.3	48.1	-0.5	1.5
OEM (달러)	56.1	52.0	25.4	8.5	7.3	5.9	-4.4	-2.8	31.3	0.4	2.5
브랜드	6.9	9.1	48.1	61.8	4.5	0.1	-20.2	-27.0	29.5	-12.0	2.5
영업이익	97.2	98.3	96.7	56.6	14.6	-1.3	-35.2	-30.4	86.0	-16.6	-6.9
영업이익률	6.0	6.5	6.1	2.2	0.9	-1.4	-6.0	-3.0	5.2	-2.6	-1.6
OEM	184.6	114.7	81.6	56.6	35.4	8.9	-30.3	-28.0	93.6	-9.0	-9.6
브랜드	10.1	57.3	194.2	41.6	-27.0	-37.1	-54.4	-35.5	59.6	-39.5	2.2
순이익	100.5	176.1	96.3	149.3	36.3	-21.4	-49.9	-65.5	126.3	-34.2	-8.1

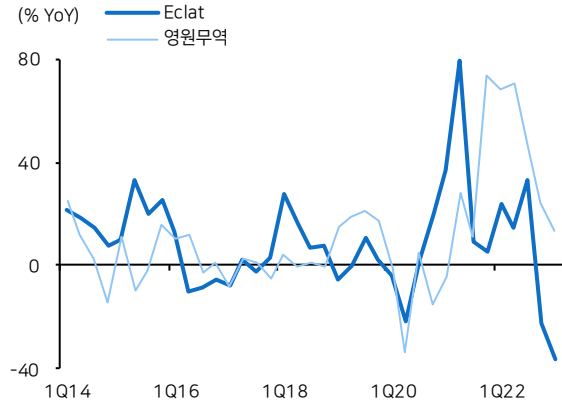
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림1 영원무역 OEM 매출: 원화 vs. 달러



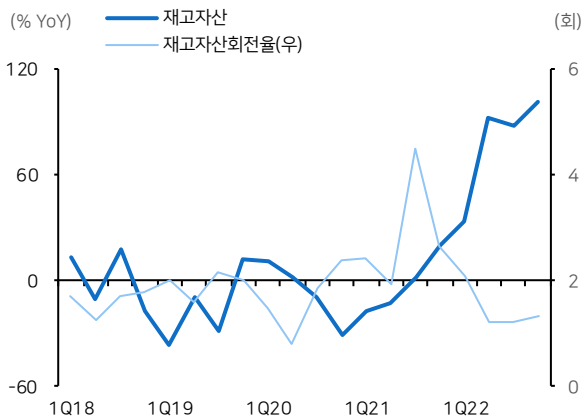
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림2 매출: 영원무역 vs. Eclat



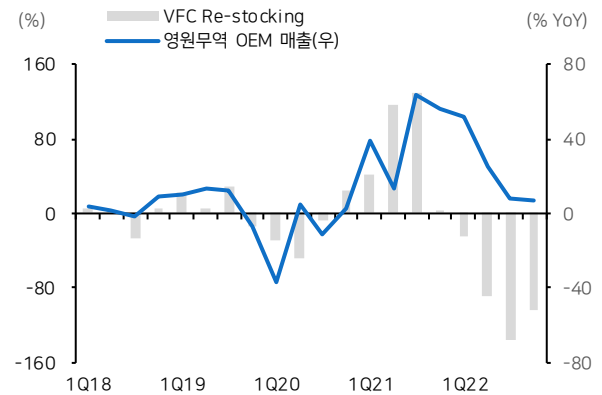
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 VFC 재고자산



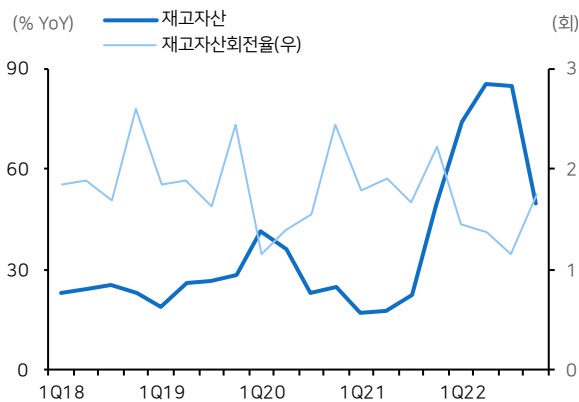
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 VFC Re-stocking vs. 영원무역 OEM 매출



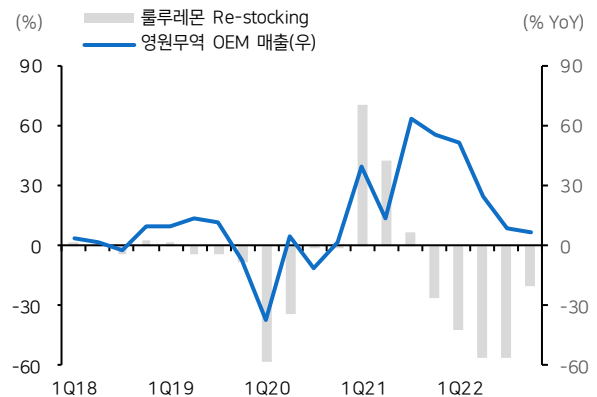
주: 영원무역 매출 1개 분기 후행 적용
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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	3,710.6	3,779.7	3,917.3
매출액증가율 (%)	13.2	40.1	-5.1	1.9	3.6
매출원가	1,964.9	2,594.3	2,517.1	2,617.5	2,706.4
매출총이익	827.6	1,316.6	1,193.6	1,162.2	1,210.8
판매관리비	385.1	493.6	507.5	523.8	544.1
영업이익	442.5	823.0	686.0	638.4	666.7
영업이익률	15.8	21.0	18.5	16.9	17.0
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	-3.0	-9.3	8.2
세전계속사업이익	451.3	881.8	671.8	617.2	662.2
법인세비용	117.0	138.6	180.4	165.7	177.8
당기순이익	334.3	743.2	491.4	451.5	484.4
지배주주지분 손이익	298.1	674.5	444.1	408.0	437.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	287.4	458.8	375.1	480.7	562.9
당기순이익(손실)	334.3	743.2	491.4	451.5	484.4
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	-193.0	-56.1	-14.6
투자활동 현금흐름	-211.6	-389.5	-73.5	-173.1	-158.9
유형자산의증가(CAPEX)	-129.2	-145.6	-150.2	-151.7	-153.3
투자자산의감소(증가)	16.3	-154.1	8.0	-2.2	-0.6
재무활동 현금흐름	-104.4	90.5	-109.4	-94.8	-89.5
차입금의 증감	-29.3	154.2	-42.3	-20.9	-12.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-23.1	94.2	192.3	212.8	314.5
기초현금	664.9	641.8	735.9	928.2	1,141.0
기말현금	641.8	735.9	928.2	1,141.0	1,455.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,044.8	2,821.5	3,063.3	3,394.6	3,740.7
현금및현금성자산	641.8	735.9	928.2	1,141.0	1,455.6
매출채권	387.2	509.8	550.6	581.4	589.6
재고자산	644.0	983.9	1,092.1	1,152.2	1,168.3
비유동자산	1,502.9	1,692.2	1,757.7	1,826.3	1,887.1
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	440.2	442.4	443.0
자산총계	3,547.6	4,513.6	4,821.0	5,221.0	5,627.8
유동부채	525.3	822.7	798.1	821.8	825.6
매입채무	245.6	340.2	357.2	375.1	380.3
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	484.3	483.0	478.6
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	1,282.4	1,304.8	1,304.2
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	2,640.6	2,974.8	3,335.6
비지배주주지분	215.3	299.8	347.1	390.6	437.2
자본총계	2,434.2	3,114.3	3,538.6	3,916.2	4,323.7

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	63,020	88,261	83,740	85,299	88,403
EPS(지배주주)	6,727	15,222	10,022	9,208	9,879
CFPS	12,666	22,713	16,894	15,734	16,803
EBITDAPS	11,941	20,674	17,214	16,333	17,147
BPS	50,076	63,517	72,024	79,565	87,708
DPS	1,000	1,530	1,684	1,753	1,881
배당수익률(%)	2.3	3.3	3.5	3.7	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	6.5	3.1	4.7	5.2	4.8
PCR	3.4	2.1	2.8	3.0	2.8
PSR	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
PBR	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
EBITDA	529.1	916.1	762.8	723.8	759.8
EV/EBITDA	3.1	1.9	2.2	2.0	1.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.7	26.8	14.8	12.1	11.8
EBITDA 이익률	18.9	23.4	20.6	19.1	19.4
부채비율	45.7	44.9	36.2	33.3	30.2
금융비용부담률	0.8	0.5	0.7	0.6	0.6
이자보상배율(x)	20.6	40.8	27.6	27.4	29.7
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 하시기를 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	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	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-26.0	-20.8	
2023.05.16	기업브리프	Buy	70,000	하누리	-	-	