

2023. 11. 15



▲ 화장품/의류

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 75,000 원

현재주가 (11.14) 51,800 원

상승여력 44.8%

KOSPI 2,433.25pt

시가총액 22,953억원

발행주식수 4,431만주

유동주식비율 48.26%

외국인비중 29.04%

52주 최고/최저가 64,900원/42,550원

평균거래대금 51.4억원

주요주주(%)

영원무역홀딩스 외 7 인 50.74

국민연금공단 10.78

Hermes Investment Management Ltd 5.03

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 6.3 14.5 1.0

상대주가 7.3 16.5 2.7

주가그래프



영원무역 111770

3Q23 Review: 기저 영향

- ✓ 3Q23 9,988억원 (-14%), 영업이익 1,799억원 (-35%, OPM 18%)
- ✓ OEM: 전방 약세 (VF 회전을 최저, Lulu 신장률 축소) → 10개 분기 만에 역신장
- ✓ Scott: 고가품 수요 약화 및 코로나 특수 제거 → 매출 -10%, 영업이익 -78%
- ✓ 3Q23 재고 OEM -18%/Scott +150% (=4Q23E 매출 부진), 2024E 방글라 임금 상승
- ✓ 저가 매력 및 대체재 부재 → 매도 수요 및 매수 수요 모두 크지 않을 전망

3Q23 역신장 전환

영원무역은 2023년 3분기 매출액 9,988억원 (-14.1% YoY, 이하 YoY), 영업이익 1,799억원 (-34.8%, OPM 18.0%), 순이익 1,579억원 (-30.3%)으로, 기대치를 밑돌았다 (컨센서스 대비 매출액 -6.2%, 영업이익 -17.7%). Lululemon 확장 (남성복 추가) 및 코로나 특수 (자전거 강세)로 인한 기저 부담이 연결 실적을 끌어내렸다.

[OEM] 매출액과 영업이익으로 각각 5,973억원 (원화 -19.8%, 달러 -18.0%), 1,595억원 (-28.3%, OPM 26.7%/-3.2%p)을 실현했다. 주력 고객사의 판매 약세로 10개 분기 만에 역신장했다. VF (The North Face 모회사) 재고자산회전율은 0.8회로 역대 최저 수준까지 하락했다 (코로나 록다운 2Q20 0.8회). Lululemon의 경우 상대적으로 견조하나, 매출 신장 폭이 줄었다 (매출 성장률: 2Q23 +18.2%, 3Q23E +17.9%, 4Q23E +14.6%; 코로나 시기 제외 +20% 미만 성장 최초).

[Scott] 매출액 3,452억원 (원화 -10.4%, 스위스 프랑 -16.5%), 영업이익 120억원 (-78.1%, OPM 3.5%/-10.7%p)을 기록했다. 고가품 수요 약화로 인한 정상률 하락, 코로나 특수 제거에 따른 판매량 감소로 부진했다.

투자의견 Buy 및 적정주가 75,000원 제시

우려가 현실화되고 있다. 3Q23 OEM 재고는 -17.9% 감소, 4Q23E 매출 부진이 점쳐진다 (B2B 사업 구조 = 원부자재 재고 선행 비축 → 납품/매출 후행 인식 = 현재 재고 늘면 미래 매출 늘다, 2Q23 재고 -15.2% → 3Q23 매출 -19.8%). Scott의 재고 (+98.1%)는 배증, 판매 부진이 지속되겠다 (B2C 사업 구조 = 완제품 재고 선행 소진 후 비축 = 현재 재고 늘면 미래 매출 준다, 2Q23 재고 +149.5% → 3Q23 매출 -10.4%). 2024E 방글라데시 임금 상승으로 인한 원가 부담 또한 상존한다. 저가 매력 및 대체재 부재 감안, 팔 필요는 없어도 급하게 살 이유도 없다.

(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	3,733.5	697.3	518.6	11,703	-26.8	75,768	4.4	0.7	2.2	16.8	35.7
2024E	3,722.4	636.8	430.1	9,706	-17.1	83,629	5.3	0.6	2.0	12.2	33.9
2025E	3,856.4	666.7	461.1	10,405	7.2	92,301	5.0	0.6	1.6	11.8	31.4

표1 영원무역 3Q23 실적 Review

(십억원)	3Q23	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	998.8	1,162.3	-14.1	1,007.8	-0.9	1,064.5	-6.2	1051.8	-5.0
영업이익	179.9	275.9	-34.8	210.6	-14.5	218.5	-17.7	224.8	-20.0
순이익	157.9	226.5	-30.3	155.7	1.4	151.3	4.4	145.6	8.5
영업이익률(%)	18.0	23.7	-5.7	20.9	-2.9	20.5	-2.5	21.4	-3.4

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

표2 영원무역 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	3,733.5	3,722.4	3,754.4	3,710.3	-0.6	0.3	3,858.7	3,949.4
영업이익	697.3	636.8	755.3	683.5	-7.7	-6.8	745.8	741.1
순이익	518.6	430.1	508.6	445.2	2.0	-3.4	557.5	542.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 영원무역 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	9,585	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	8	Eclat 및 Makalot 12개월 선행 PER 평균에 50% 할인
적정주가 (원)	75,000	
현재주가 (원)	51,800	
상승여력 (%)	44.8	

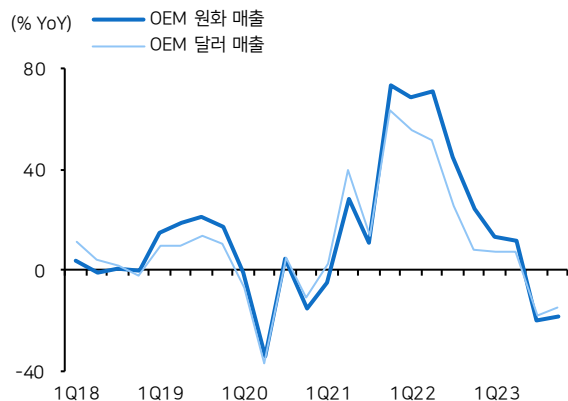
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 영원무역 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	840.6	1,007.8	998.8	886.4	782.2	931.1	1,038.3	970.8	3,911.0	3,733.5	3,722.4
OEM	493.0	638.5	597.3	487.1	449.8	577.0	659.6	571.5	2,346.5	2,215.9	2,257.9
브랜드	347.6	369.3	401.4	399.3	332.4	354.1	378.7	399.3	1,564.5	1,517.6	1,464.5
영업이익	167.2	210.6	179.9	139.7	134.3	162.6	182.3	157.5	823.0	697.3	636.8
영업이익률	19.9	20.9	18.0	15.8	17.2	17.5	17.6	16.2	21.0	18.7	17.1
OEM	141.5	195.6	159.5	126.5	115.6	147.9	166.2	143.7	635.9	623.0	573.4
브랜드	30.1	17.1	19.3	13.5	18.1	14.7	16.2	13.9	185.9	80.0	62.9
순이익	134.7	155.7	157.9	70.2	87.4	109.2	137.6	95.9	674.5	518.6	430.1
순이익률	16.0	15.5	15.8	7.9	11.2	11.7	13.3	9.9	17.2	13.9	11.6
(% YoY)											
매출액	9.7	6.6	-14.1	-14.5	-6.9	-7.6	4.0	9.5	40.1	-4.5	-0.3
OEM (원화)	13.6	12.0	-19.8	-18.5	-8.8	-9.6	10.4	17.3	48.1	-5.6	1.9
OEM (달러)	7.3	7.4	-18.0	-14.9	-10.4	-8.5	11.4	17.3	31.3	-6.3	2.0
브랜드	4.5	-1.7	-3.9	-9.0	-4.4	-4.1	-5.7	0.0	29.5	-3.0	-3.5
영업이익	14.6	1.2	-34.8	-27.7	-19.6	-22.8	1.3	12.7	86.0	-15.3	-8.7
영업이익률	0.9	-1.1	-5.7	-2.9	-2.7	-3.4	-0.5	0.5	5.2	-2.4	-1.6
OEM	35.4	20.6	-28.3	-13.8	-18.3	-24.4	4.2	13.6	93.6	-2.0	-8.0
브랜드	-27.0	-65.0	-64.1	-67.9	-39.7	-14.3	-16.2	적전	59.6	-57.0	-21.4
순이익	36.3	-9.0	-30.3	-60.6	-35.1	-29.9	-12.9	36.6	126.3	-23.1	-17.1

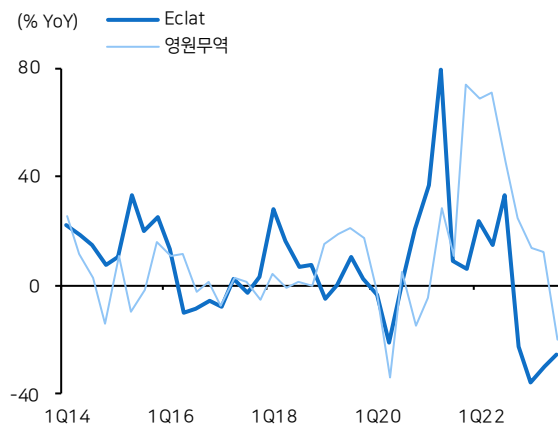
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림1 영원무역 OEM 매출: 원화 vs. 달러



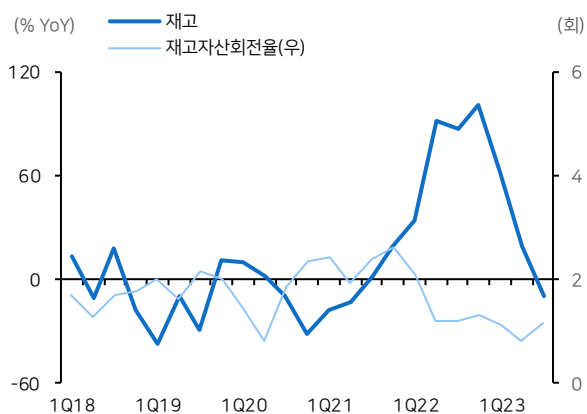
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림2 매출: 영원무역 vs. Eclat



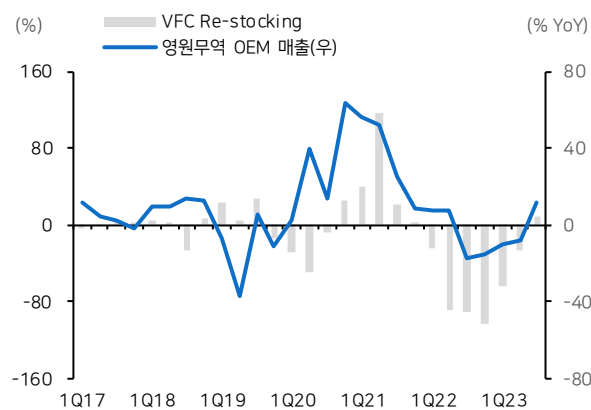
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 VFC 재고자산



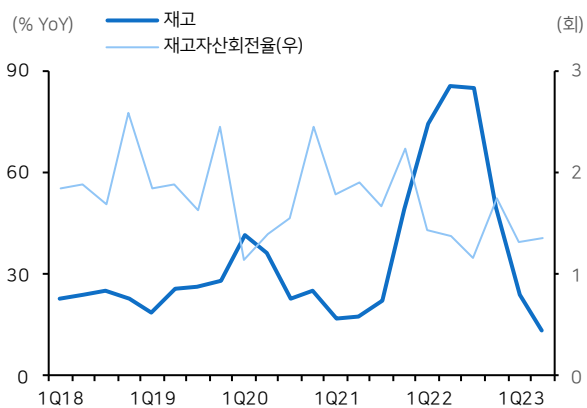
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 VFC Re-stocking vs. 영원무역 OEM 매출



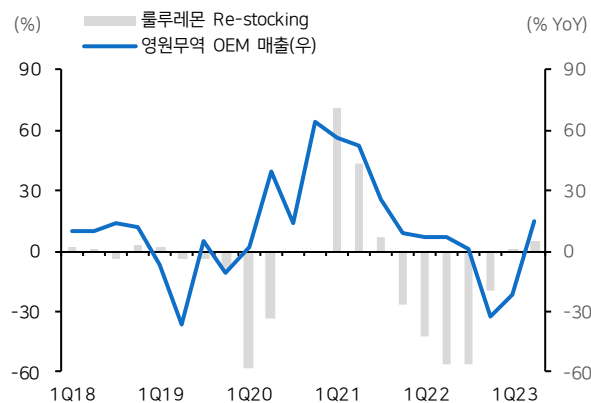
주: 영원무역 매출 4개 분기 후행 적용
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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	3,733.5	3,722.4	3,856.4
매출액증가율(%)	13.2	40.1	-4.5	-0.3	3.6
매출원가	1,964.9	2,594.3	2,530.2	2,571.8	2,657.2
매출총이익	827.6	1,316.6	1,203.3	1,150.6	1,199.2
판매관리비	385.1	493.6	506.0	513.8	532.5
영업이익	442.5	823.0	697.3	636.8	666.7
영업이익률(%)	15.8	21.0	18.7	17.1	17.3
금융손익	-14.4	-6.7	5.5	5.7	5.8
종속/관계기업손익	0.8	0.8	1.8	1.8	1.8
기타영업외손익	22.3	64.6	38.7	-27.8	-13.5
세전계속사업이익	451.3	881.8	743.4	616.5	660.9
법인세비용	117.0	138.6	199.6	165.6	177.5
당기순이익	334.3	743.2	543.8	450.9	483.4
지배주주지분 순이익	298.1	674.5	518.6	430.1	461.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,044.8	2,821.5	3,175.2	3,552.7	3,940.5
현금및현금성자산	641.8	735.9	1,026.5	1,243.3	1,557.8
매출채권	387.2	509.8	550.6	603.0	622.2
재고자산	644.0	983.9	1,092.1	1,152.2	1,188.8
비유동자산	1,502.9	1,692.2	1,839.2	1,890.1	1,933.4
유형자산	694.1	712.9	682.1	735.9	784.3
무형자산	168.2	178.8	187.5	180.8	174.3
투자자산	293.3	448.2	526.7	530.5	532.0
자산총계	3,547.6	4,513.6	5,014.3	5,442.8	5,873.9
유동부채	525.3	822.7	667.8	699.1	713.3
매입채무	245.6	340.2	357.2	375.1	387.0
단기차입금	101.6	224.6	92.4	88.0	83.9
유동성장기부채	0.0	38.8	30.8	30.8	30.8
비유동부채	588.2	576.6	651.2	679.1	689.4
사채	49.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	82.5	133.2	242.9	242.9	242.9
부채총계	1,113.4	1,399.3	1,318.9	1,378.2	1,402.7
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	225.5	225.5	225.5
이익잉여금	1,633.0	2,263.7	2,715.2	3,063.5	3,447.8
비지배주주지분	215.3	299.8	338.0	358.9	381.3
자본총계	2,434.2	3,114.3	3,695.4	4,064.6	4,471.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	287.4	458.8	474.6	490.6	561.8
당기순이익(손실)	334.3	743.2	543.8	450.9	483.4
유형자산상각비	79.2	86.1	92.0	98.0	104.9
무형자산상각비	7.4	6.9	6.8	6.7	6.5
운전자본의 증감	-173.4	-419.0	-196.2	-65.1	-33.0
투자활동 현금흐름	-211.6	-389.5	-78.0	-189.0	-166.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-129.2	-145.6	-42.3	-151.7	-153.3
투자자산의 감소(증가)	16.3	-154.1	-77.8	-3.9	-1.4
재무활동 현금흐름	-104.4	90.5	-132.5	-84.8	-80.5
차입금의 증감	-29.3	154.2	-18.3	-3.0	-3.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-23.1	94.2	290.5	216.9	314.4
기초현금	664.9	641.8	735.9	1,026.5	1,243.3
기말현금	641.8	735.9	1,026.5	1,243.3	1,557.8

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	63,020	88,261	84,256	84,005	87,030
EPS(지배주주)	6,727	15,222	11,703	9,706	10,405
CFPS	12,666	22,713	18,541	15,497	16,479
EBITDAPS	11,941	20,674	17,966	16,733	17,560
BPS	50,076	63,517	75,768	83,629	92,301
DPS	1,000	1,530	1,863	1,751	1,877
배당수익률(%)	2.3	3.3	3.6	3.4	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	6.5	3.1	4.4	5.3	5.0
PCR	3.4	2.1	2.8	3.3	3.1
PSR	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
PBR	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA(십억원)	529.1	916.1	796.1	741.5	778.1
EV/EBITDA	3.1	1.9	2.2	2.0	1.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.7	26.8	16.8	12.2	11.8
EBITDA 이익률	18.9	23.4	21.3	19.9	20.2
부채비율	45.7	44.9	35.7	33.9	31.4
금융비용부담률	0.8	0.5	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(x)	20.6	40.8	33.9	34.6	36.5
매출채권회전율(x)	7.7	8.7	7.0	6.5	6.3
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 기재된 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	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 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	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.11.18	산업분석	Buy	65,000	하누리	-33.1	-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	-41.4	-31.8	
2023.11.10	산업분석	Buy	75,000	하누리	-	-	