

2024. 4. 12



## ▲ 화장품/의류

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

## Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **61,000 원**

현재주가 (4.11) **37,850 원**

상승여력 **61.2%**

KOSPI 2,706.96pt

시가총액 16,772억원

발행주식수 4,431만주

유동주식비율 48.26%

외국인비중 29.15%

52주 최고/최저가 64,900원/37,850원

평균거래대금 49.8억원

### 주요주주(%)

영원무역홀딩스 외 7 인 50.74

국민연금공단 10.18

Hermes Investment Management Ltd 5.03

### 주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -10.9 -23.1 -14.7

상대주가 -12.5 -30.4 -19.7

### 주가그래프



# 영원무역 111770

## 1Q24E Preview: De Stocking

- ✓ 1Q24E 매출액 6,815억원 (-19%), 영업이익 966억원 (-42%, OPM 14%)
- ✓ OEM: VF 역성장 전환, Lulu 신장률 약화, 방글 임금 → 매출 -11%, 영업이익 -39%
- ✓ 브랜드: Scott 재고자산 +89% → 정상률 훼손 → 매출 -31%, 영업이익 -69%
- ✓ OEM 주력 거래선 재고 조정 + Scott 잔여 재고 밀어내기 = De Stocking 심화
- ✓ 절대 이익 규모 및 보유 현금 여력 감안 저평가 매력 충분, 때를 기다리자

### 1Q24E 재고 부담

영원무역은 2024년 1분기 매출액 6,815억원 (-18.9% YoY; 이하 YoY), 영업이익 966억원 (-42.2%, OPM 14.2%), 순이익 580억원 (-56.9%)을 기록할 전망이다. 4Q23 OEM 재고 감소 (-3.9%; 수주 축소 → 원자재 비축 감소)와 Scott 재고 증가 (+89.0%; 판매 부진 → 잔여 재고 증가)를 감안, 보수적으로 추정했다.

[OEM] 매출액과 영업이익으로 각각 4,401억원 (-10.7%; 달러 기준 -14.3%), 867억원 (-38.7%, OPM 19.7%)을 예상한다. VF (The North Face 모회사) 아웃도어 매출 역성장 전환 (4Q23 -13.2%; 12개 분기 만에 역성장)과 Lululemon 판매 신장률 약화 (4Q23E +15.3%, 1Q24E +13.9%; 1H20 코로나 영향 제외 역대 최저 매출 성장)를 반영했다. 방글라데시 임금 상승 또한 부담이다 (5년 총선 주기로 최저 임금 +50% 인상, 2014년 +50.0%, 2019년 +50.9%, 2023년 +56.3%).

[브랜드] 매출액 2,414억원 (-30.5%), 영업이익 94억원 (-68.6%)을 예상한다. Scott 상황이 악화되는 모습이다. 4Q23 재고자산은 7,905억원 (+89.0% YoY, +7.2% QoQ)으로 2023년 매출액 대비 64% 수준에 이르고 있다. 할인 판매 확대와 정상률 훼손이 불가피하겠다. 재고자산평가손실 인식 가능성 또한 농후하다.

### 투자의견 Buy 및 적정주가 61,000원 제시

De stocking이 심화된다. OEM은 주력 거래선 재고 조정, Scott은 잔여 재고 밀어내기가 이어질 것으로 본다. 연결 실적이 완연하게 회복되는 시점은 4Q24E로, 상대 열위에 있기도 하다 (Eclat 1Q24E, 한세 2Q24E 성장 전환). 단, 절대 이익 규모와 보유 현금 여력 (순현금 영원 6,894억원, 영홀 1조 3,764억원)을 감안, 저평가 매력은 충분하다. 3Q24E 재고 안정권 진입 이후를 노려보자.

| (십억원) | 매출액     | 영업이익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2022  | 3,911.0 | 823.0 | 674.5         | 15,222            | 122.3      | 63,517     | 3.1        | 0.7        | 1.9              | 26.8       | 44.9        |
| 2023  | 3,604.4 | 637.2 | 516.0         | 11,644            | -28.3      | 73,269     | 3.9        | 0.6        | 2.2              | 17.0       | 47.6        |
| 2024E | 3,287.2 | 502.6 | 344.3         | 7,771             | -32.6      | 79,753     | 4.9        | 0.5        | 1.9              | 10.2       | 45.7        |
| 2025E | 3,473.5 | 555.7 | 396.6         | 8,950             | 15.2       | 87,673     | 4.2        | 0.4        | 1.4              | 10.7       | 43.5        |
| 2026E | 3,625.2 | 606.0 | 427.3         | 9,643             | 8.0        | 96,129     | 3.9        | 0.4        | 0.9              | 10.5       | 40.7        |

표1 영원무역 1Q24E 실적 Preview

| (십억원)    | 1Q24E | 1Q23  | (% YoY) | 4Q23  | (% QoQ) | 컨센서스  | (% diff.) |
|----------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|-----------|
| 매출액      | 681.5 | 840.6 | -18.9   | 757.3 | -10.0   | 737.6 | -7.6      |
| 영업이익     | 96.6  | 167.2 | -42.2   | 79.5  | 21.5    | 97.4  | -0.8      |
| 순이익      | 58.0  | 134.7 | -56.9   | 67.6  | -14.2   | 78.7  | -26.3     |
| 영업이익률(%) | 14.2  | 19.9  | -5.7    | 10.5  | 3.7     | 13.2  | 1.0       |

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

표2 영원무역 연간 실적 추정치 변동

| (십억원) | 신규 추정   |         | 이전 추정   |         | 변화율(%) |       | 컨센서스    |         |
|-------|---------|---------|---------|---------|--------|-------|---------|---------|
|       | 2024E   | 2025E   | 2024E   | 2025E   | 2024E  | 2025E | 2024E   | 2025E   |
| 매출액   | 3,287.2 | 3,473.5 | 3,683.4 | 3,816.0 | -10.8  | -9.0  | 3,518.6 | 3,666.3 |
| 영업이익  | 502.6   | 555.7   | 648.5   | 679.3   | -22.5  | -18.2 | 553.0   | 594.9   |
| 순이익   | 344.3   | 396.6   | 439.0   | 471.7   | -21.6  | -15.9 | 427.2   | 452.5   |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 영원무역 적정주가 산정

| (원, 배, %)   | 적정 가치  | 비고                                     |
|-------------|--------|----------------------------------------|
| 12개월 선행 EPS | 8,065  | 12개월 선행 지배주주 EPS 예상치                   |
| Target PER  | 8      | Eclat 및 Makalot 12개월 선행 PER 평균에 60% 할인 |
| 적정주가 (원)    | 61,000 |                                        |
| 현재주가 (원)    | 37,850 |                                        |
| 상승여력 (%)    | 61.2   |                                        |

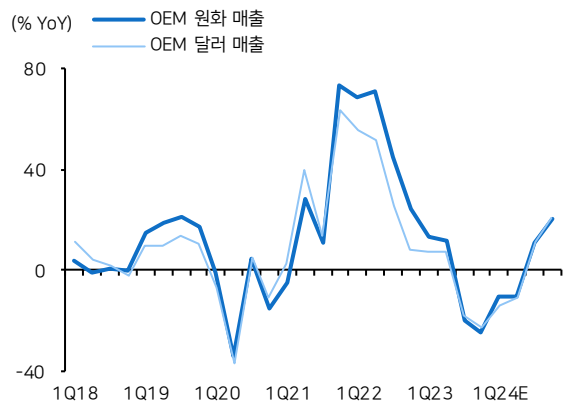
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 영원무역 실적 추이 및 전망

| (십억원, %) | 1Q23  | 2Q23    | 3Q23  | 4Q23  | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2023    | 2024E   | 2025E   |
|----------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액      | 840.6 | 1,007.8 | 998.8 | 757.3 | 681.5 | 834.0 | 954.9 | 816.8 | 3,604.4 | 3,287.2 | 3,473.5 |
| OEM      | 493.0 | 638.5   | 597.3 | 448.6 | 440.1 | 573.1 | 664.5 | 539.3 | 2,177.5 | 2,217.0 | 2,371.2 |
| 브랜드      | 347.6 | 369.3   | 401.4 | 308.6 | 241.4 | 260.9 | 290.4 | 277.5 | 1,426.9 | 1,070.2 | 1,102.3 |
| 영업이익     | 167.2 | 210.6   | 179.9 | 79.5  | 96.6  | 133.1 | 157.3 | 115.6 | 637.1   | 502.6   | 555.7   |
| 영업이익률    | 19.9  | 20.9    | 18.0  | 10.5  | 14.2  | 16.0  | 16.5  | 14.1  | 17.7    | 15.3    | 16.0    |
| OEM      | 141.5 | 195.6   | 159.5 | 63.2  | 86.7  | 124.0 | 154.1 | 111.1 | 559.8   | 476.0   | 516.9   |
| 브랜드      | 30.1  | 17.1    | 19.3  | 10.9  | 9.4   | 9.1   | 3.2   | 4.9   | 77.4    | 26.6    | 38.8    |
| 순이익      | 134.7 | 155.7   | 157.9 | 67.6  | 58.0  | 86.9  | 114.9 | 84.5  | 516.0   | 344.3   | 396.6   |
| 순이익률     | 16.0  | 15.5    | 15.8  | 8.9   | 8.5   | 10.4  | 12.0  | 10.3  | 14.3    | 10.5    | 11.4    |
| (% YoY)  |       |         |       |       |       |       |       |       |         |         |         |
| 매출액      | 9.7   | 6.6     | -14.1 | -27.0 | -18.9 | -17.2 | -4.4  | 7.9   | -7.8    | -8.8    | 5.7     |
| OEM (원화) | 13.6  | 12.0    | -19.8 | -25.0 | -10.7 | -10.3 | 11.2  | 20.2  | -7.2    | 1.8     | 7.0     |
| OEM (달러) | 7.3   | 7.4     | -18.0 | -22.9 | -14.3 | -10.5 | 11.4  | 21.2  | -8.3    | 1.0     | 7.0     |
| 브랜드      | 4.5   | -1.7    | -3.9  | -29.7 | -30.5 | -29.3 | -27.7 | -10.1 | -8.8    | -25.0   | 3.0     |
| 영업이익     | 14.6  | 1.2     | -34.8 | -58.8 | -42.2 | -36.8 | -12.6 | 45.4  | -22.6   | -21.1   | 10.6    |
| 영업이익률    | 0.9   | -1.1    | -5.7  | -8.1  | -5.7  | -4.9  | -1.5  | 3.7   | -3.4    | -2.4    | 0.7     |
| OEM      | 35.4  | 20.6    | -28.3 | -56.9 | -38.7 | -36.6 | -3.3  | 75.9  | -12.0   | -15.0   | 8.6     |
| 브랜드      | -27.0 | -65.0   | -64.1 | -74.0 | -68.6 | -46.6 | -83.5 | -55.3 | -58.4   | -65.6   | 45.8    |
| 순이익      | 36.3  | -9.0    | -30.3 | -62.1 | -56.9 | -44.2 | -27.3 | 25.1  | -23.5   | -33.3   | 15.2    |

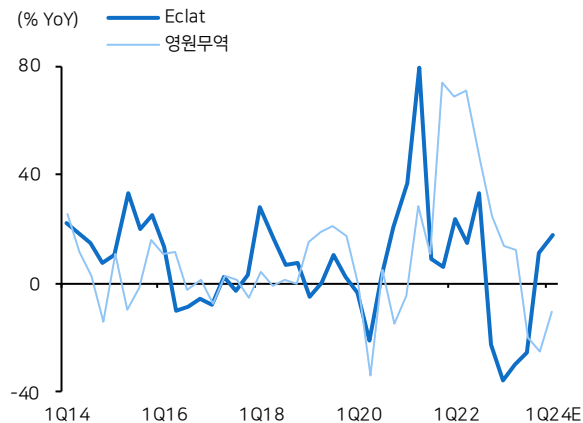
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림1 영원무역 OEM 매출: 원화 vs. 달러



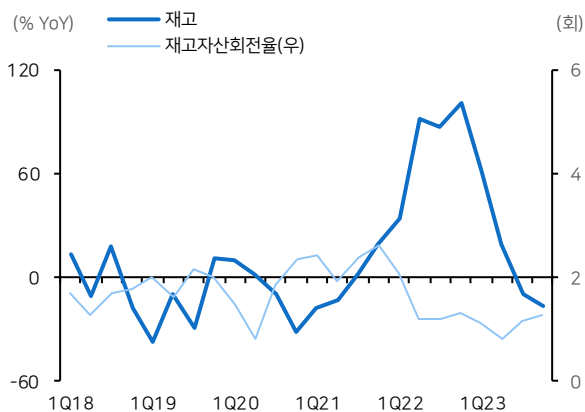
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림2 매출: 영원무역 vs. Eclat



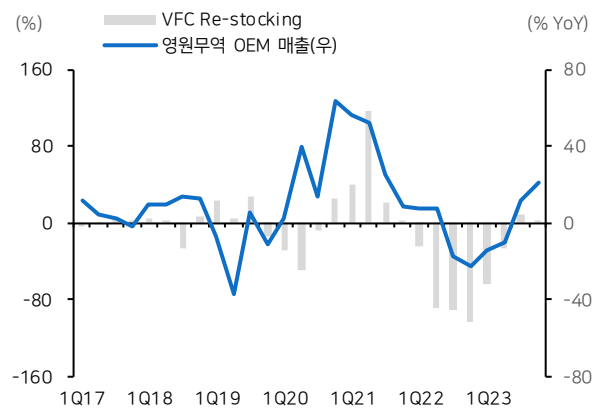
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 VFC 재고자산



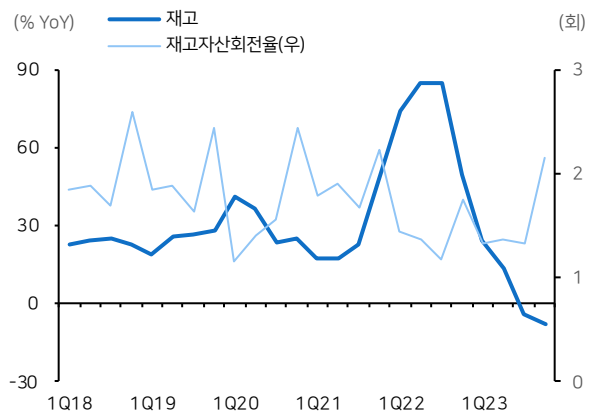
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 VFC Re-stocking vs. 영원무역 OEM 매출



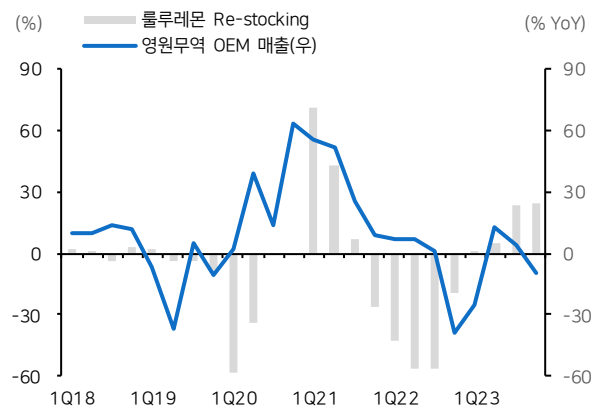
주: 영원무역 매출 4개 분기 후행 적용  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 톨루레몬 재고자산



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 톨루레몬 Re-stocking vs. 영원무역 OEM 매출



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

## 영원무역 (111770)

## Income Statement

| (십억원)      | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액        | 3,911.0 | 3,604.4 | 3,287.2 | 3,473.5 | 3,625.2 |
| 매출액증가율(%)  | 40.1    | -7.8    | -8.8    | 5.7     | 4.4     |
| 매출원가       | 2,594.3 | 2,449.4 | 2,294.4 | 2,411.3 | 2,513.3 |
| 매출총이익      | 1,316.6 | 1,155.0 | 992.8   | 1,062.2 | 1,111.9 |
| 판매관리비      | 493.6   | 517.8   | 490.2   | 506.6   | 505.9   |
| 영업이익       | 823.0   | 637.2   | 502.6   | 555.7   | 606.0   |
| 영업이익률(%)   | 21.0    | 17.7    | 15.3    | 16.0    | 16.7    |
| 금융손익       | -6.7    | 6.4     | 6.5     | 6.7     | 6.9     |
| 종속/관계기업손익  | 0.8     | 2.3     | 2.3     | 2.3     | 2.3     |
| 기타영업외손익    | 64.6    | 35.8    | -51.8   | -35.2   | -20.6   |
| 세전계속사업이익   | 881.8   | 681.6   | 459.6   | 529.4   | 594.6   |
| 법인세비용      | 138.6   | 148.6   | 100.2   | 115.4   | 147.3   |
| 당기순이익      | 743.2   | 533.1   | 359.5   | 414.0   | 447.2   |
| 지배주주지분 순이익 | 674.5   | 516.0   | 344.3   | 396.6   | 427.3   |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산      | 2,821.5 | 3,346.9 | 3,656.4 | 4,043.0 | 4,436.5 |
| 현금및현금성자산  | 735.9   | 896.4   | 1,044.5 | 1,252.1 | 1,528.3 |
| 매출채권      | 509.8   | 490.8   | 529.4   | 565.7   | 589.5   |
| 재고자산      | 983.9   | 1,329.2 | 1,402.3 | 1,498.4 | 1,561.4 |
| 비유동자산     | 1,692.2 | 1,950.2 | 2,012.7 | 2,069.0 | 2,112.2 |
| 유형자산      | 712.9   | 810.5   | 874.0   | 931.4   | 977.1   |
| 무형자산      | 178.8   | 194.6   | 188.6   | 182.8   | 177.1   |
| 투자자산      | 448.2   | 488.2   | 493.3   | 498.0   | 501.1   |
| 자산총계      | 4,513.6 | 5,297.1 | 5,669.1 | 6,112.1 | 6,548.7 |
| 유동부채      | 822.7   | 1,123.3 | 1,157.3 | 1,200.5 | 1,223.6 |
| 매입채무      | 340.2   | 455.6   | 478.3   | 511.1   | 532.6   |
| 단기차입금     | 224.6   | 399.2   | 394.8   | 390.6   | 382.6   |
| 유동성장기부채   | 38.8    | 70.5    | 70.5    | 70.5    | 70.5    |
| 비유동부채     | 576.6   | 585.9   | 621.5   | 652.7   | 671.6   |
| 사채        | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 장기차입금     | 133.2   | 77.5    | 82.4    | 84.9    | 84.9    |
| 부채총계      | 1,399.3 | 1,709.2 | 1,778.7 | 1,853.3 | 1,895.2 |
| 자본금       | 22.2    | 22.2    | 22.2    | 22.2    | 22.2    |
| 자본잉여금     | 453.3   | 453.3   | 453.3   | 453.3   | 453.3   |
| 기타포괄이익누계액 | 134.2   | 117.5   | 117.5   | 117.5   | 117.5   |
| 이익잉여금     | 2,263.7 | 2,712.5 | 2,999.8 | 3,350.8 | 3,725.5 |
| 비지배주주지분   | 299.8   | 341.3   | 356.4   | 373.9   | 393.8   |
| 자본총계      | 3,114.3 | 3,588.0 | 3,890.4 | 4,258.8 | 4,653.5 |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2022   | 2023   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 영업활동 현금흐름      | 458.8  | 525.1  | 400.2   | 449.4   | 511.7   |
| 당기순이익(손실)      | 743.2  | 533.1  | 359.5   | 414.0   | 447.2   |
| 유형자산상각비        | 86.1   | 91.6   | 88.2    | 95.9    | 102.3   |
| 무형자산상각비        | 6.9    | 6.7    | 6.0     | 5.8     | 5.6     |
| 운전자본의 증감       | -419.0 | -109.8 | -53.6   | -66.4   | -43.5   |
| 투자활동 현금흐름      | -389.5 | -437.5 | -197.2  | -196.0  | -176.0  |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -145.6 | -171.6 | -151.7  | -153.3  | -148.0  |
| 투자자산의감소(증가)    | -154.1 | -37.7  | -5.1    | -4.8    | -3.1    |
| 재무활동 현금흐름      | 90.5   | 21.2   | -54.8   | -45.7   | -59.5   |
| 차입금의 증감        | 154.2  | 173.9  | 2.2     | -0.1    | -7.0    |
| 자본의 증가         | 42.8   | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 현금의 증가(감소)     | 94.2   | 160.5  | 148.1   | 207.6   | 276.2   |
| 기초현금           | 641.8  | 735.9  | 896.4   | 1,044.5 | 1,252.1 |
| 기말현금           | 735.9  | 896.4  | 1,044.5 | 1,252.1 | 1,528.3 |

## Key Financial Data

|                        | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원)               |        |        |        |        |        |
| SPS                    | 88,261 | 81,342 | 74,184 | 78,389 | 81,811 |
| EPS(지배주주)              | 15,222 | 11,644 | 7,771  | 8,950  | 9,643  |
| CFPS                   | 22,713 | 18,347 | 12,238 | 13,814 | 15,216 |
| EBITDAPS               | 20,674 | 16,597 | 13,470 | 14,836 | 16,112 |
| BPS                    | 63,517 | 73,269 | 79,753 | 87,673 | 96,129 |
| DPS                    | 1,530  | 1,300  | 1,040  | 1,198  | 1,295  |
| 배당수익률(%)               | 3.3    | 2.9    | 2.7    | 3.2    | 3.4    |
| Valuation(Multiple)    |        |        |        |        |        |
| PER                    | 3.1    | 3.9    | 4.9    | 4.2    | 3.9    |
| PCR                    | 2.1    | 2.5    | 3.1    | 2.7    | 2.5    |
| PSR                    | 0.5    | 0.6    | 0.5    | 0.5    | 0.5    |
| PBR                    | 0.7    | 0.6    | 0.5    | 0.4    | 0.4    |
| EBITDA(십억원)            | 916.1  | 735.4  | 596.9  | 657.4  | 714.0  |
| EV/EBITDA              | 1.9    | 2.2    | 1.9    | 1.4    | 0.9    |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |        |
| 자기자본이익률(ROE)           | 26.8   | 17.0   | 10.2   | 10.7   | 10.5   |
| EBITDA 이익률             | 23.4   | 20.4   | 18.2   | 18.9   | 19.7   |
| 부채비율                   | 44.9   | 47.6   | 45.7   | 43.5   | 40.7   |
| 금융비용부담률                | 0.5    | 0.9    | 1.2    | 1.2    | 1.1    |
| 이자보상배율(x)              | 40.8   | 20.5   | 12.5   | 13.8   | 15.2   |
| 매출채권회전율(x)             | 8.7    | 7.2    | 6.4    | 6.3    | 6.3    |
| 재고자산회전율(x)             | 4.8    | 3.1    | 2.4    | 2.4    | 2.4    |

## 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 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<br>직전 1개월간<br>종가대비 3등급 | Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상<br>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만<br>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만 |
| 산업                           | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                                                                                                              |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3등급          | Overweight (비중확대)<br>Neutral (중립)<br>Underweight (비중축소)                                                                                      |

## 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 86.8% |
| 중립   | 13.2% |
| 매도   | 0.0%  |

2024년 3월 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<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)*     | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|---------|------|-------------|-----|-------------|----------------|
|            |         |      |             |     | 평균 최고(최저)   |                |
| 2022.04.08 | 산업브리프   | Buy  | 70,000      | 하누리 | -31.2 -27.3 |                |
| 2022.05.17 | 기업브리프   | Buy  | 80,000      | 하누리 | -40.9 -37.0 |                |
| 2022.05.25 | Indepth | 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 | Indepth | 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 | -39.8 -27.1 |                |
| 2024.04.12 | 기업브리프   | Buy  | 61,000      | 하누리 | - -         |                |