

2024. 5. 17



▲ 화장품/의류

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 50,000 원

현재주가 (5.16) 38,850 원

상승여력 28.7%

KOSPI 2,753.00pt

시가총액 17,215억원

발행주식수 4,431만주

유동주식비율 48.26%

외국인비중 29.06%

52주 최고/최저가 64,900원/36,150원

평균거래대금 39.7억원

주요주주(%)

영원무역홀딩스 외 7 인 50.74

국민연금공단 10.00

Hermes Investment Management Ltd 5.03

주가상승률(%)

절대주가 1개월 7.3 6개월 -17.6 12개월 -17.3

상대주가 1.7 -25.5 -25.5

주가그래프



영원무역 111770

1Q24 Review: 쉽지 않다

- ✓ 1Q24 매출액 7,097억원 (-16%), 영업이익 710억원 (-58%, OPM 10%)
- ✓ OEM: VF 역성장 전환, Lulu 신장률 축소 → 매출 -5%, 영업이익 -39%
- ✓ Scott: 판매 부진 및 코로나 특수 제거 → 매출 -35%, 영업손실 161억원 (적전)
- ✓ Scott 재고 부담 & 방글라데시 임금 상승 > OEM 회복
- ✓ 실적 개선 및 주가 상승 반전 쉽지 않을 전망, 보수적 접근

1Q24 스캇 적전

영원무역은 2024년 1분기 매출액 7,097억원 (-15.6% YoY, 이하 YoY), 영업이익 710억원 (-57.5%, OPM 10.0%), 순이익 851억원 (-36.8%)으로, 기대치를 밑돌았다 (컨센서스 대비 영업이익 -20.3%). Scott 판매 부진이 연결 실적을 끌어내렸다. OEM De-stocking 정도는 예상보다 덜했다 (달러 매출 -8.9%).

[OEM] 매출액과 영업이익으로 각각 4,676억원 (원화 -5.1%, 달러 -8.9%), 831억원 (-39.3%, OPM 17.8%/-10.0%p)을 실현했다. 주력 고객사의 판매 약세로 De-stocking이 불가피했다. 4Q23 VF (The North Face 모회사) 매출은 -16.2% 감소 (1Q24E -11.6%), Lululemon 판매는 +15.6%로 둔화되었다 (1Q24E +9.9%; 코로나 시기 제외 최저 성장률).

[Scott] 매출액 1,962억원 (원화 -35.4%, 스위스 프랑 -41.4%), 영업손실 161억원 (적전)을 기록했다. 고가품 수요 약화로 인한 정상률 하락, 코로나 특수 제거에 따른 판매량 감소로 부진했다. 잔여 재고자산은 7,416억원 (+29.3%)으로 여전히 부담스러운 상황이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 50,000원 제시

실적 개선이 쉽지 않다. 시장 Re-stocking 진입과 거래선 재고 조정 완료에 따라 OEM은 2H24E 회복될 것으로 본다. 1Q24 재고자산은 5,526억원으로 직전분기대비 +16% 늘기도 했다. 문제는 Scott이다. 판매 부진과 재고 부담이 지속되는 점을 감안, 영업단 적자 탈피가 지속될 전망이다. 방글라데시 임금 상승으로 인한 원가 부담 또한 상존한다. 저가 매력 감안, 팔 필요는 없어도 급하게 살 이유도 없다. 단 기간 내 상승 반전 어렵다는 판단, 보수적인 접근을 권고한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	3,211.6	369.6	302.1	6,816	-45.3	78,799	5.7	0.5	2.6	9.0	45.1
2025E	3,269.7	428.1	350.3	7,905	18.3	85,869	4.9	0.5	1.9	9.6	42.8
2026E	3,386.0	490.4	374.1	8,441	10.0	93,322	4.6	0.4	1.2	9.4	40.2

표1 영원무역 1Q24 실적 Review

(십억원)	1Q24	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	709.7	840.6	-15.6	757.3	-6.3	710.8	-0.2	681.5	4.1
영업이익	71.0	167.2	-57.5	79.5	-10.6	89.1	-20.3	96.6	-26.5
순이익	85.1	134.7	-36.8	67.6	25.9	70.2	21.2	58.0	46.7
영업이익률(%)	10.0	19.9	-9.9	10.5	-0.5	12.5	-2.5	14.2	-4.2

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	3,211.5	3,269.7	3,287.2	3,473.5	-2.3	-5.9	3,393.3	3,569.3
영업이익	369.6	428.1	502.6	555.7	-26.5	-23.0	499.4	557.0
순이익	302.0	350.3	344.3	396.6	-12.3	-11.7	384.5	421.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 영원무역 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	7,270	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	7	Eclat 및 Makalot 12개월 선행 PER 평균에 60% 할인
적정주가 (원)	50,000	
현재주가 (원)	38,850	
상승여력 (%)	28.7	

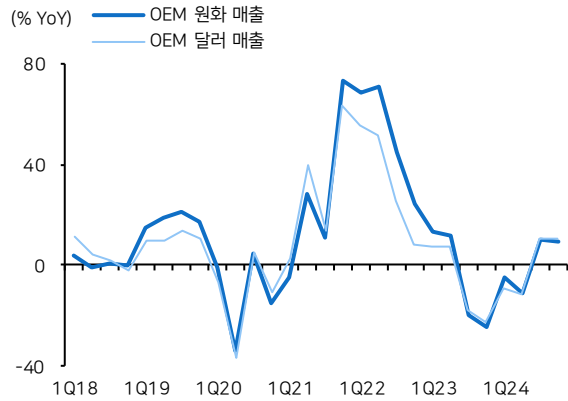
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 영원무역 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	709.7	817.1	937.4	747.3	708.0	847.2	935.6	778.9	3,604.4	3,211.5	3,269.7
OEM	467.6	566.7	658.7	491.2	495.0	618.6	674.5	536.5	2,177.5	2,184.2	2,324.6
브랜드	242.1	250.5	278.8	256.0	213.0	228.5	261.2	242.4	1,426.9	1,027.4	945.2
영업이익	71.0	97.7	117.3	83.5	88.6	109.9	120.9	108.7	637.1	369.6	428.1
영업이익률	10.0	12.0	12.5	11.2	12.5	13.0	12.9	14.0	17.7	11.5	13.1
OEM	83.1	104.8	123.6	92.9	93.0	115.0	126.5	111.5	559.7	404.4	446.0
브랜드	-12.1	-7.0	-6.2	-7.1	-4.9	-5.1	-5.7	-2.3	77.4	-32.4	-17.9
순이익	85.1	77.2	83.0	56.8	95.3	90.5	86.6	77.8	516.0	302.0	350.3
순이익률	12.0	9.4	8.9	7.6	13.5	10.7	9.3	10.0	14.3	9.4	10.7
(% YoY)											
매출액	-15.6	-18.9	-6.1	-1.3	-0.2	3.7	-0.2	4.2	-7.8	-10.9	1.8
OEM (원화)	-5.1	-11.2	10.3	9.5	5.9	9.2	2.4	9.2	-7.2	0.3	6.4
OEM (달러)	-8.9	-11.5	10.5	10.4	7.5	10.0	2.4	9.2	-8.3	-0.5	6.4
브랜드	-30.3	-32.2	-30.6	-17.0	-12.0	-8.8	-6.3	-5.3	-8.8	-28.0	-8.0
영업이익	-57.5	-53.6	-34.8	5.0	24.7	12.5	3.0	30.3	-22.6	-42.0	15.8
영업이익률	-9.9	-8.9	-5.5	0.7	2.5	1.0	0.4	2.8	-3.4	-6.2	1.6
OEM	-39.3	-47.0	-24.1	38.1	11.8	9.8	2.4	20.0	-12.0	-27.7	10.3
브랜드	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	-58.4	적전	적지
순이익	-36.8	-50.4	-47.5	-16.0	12.0	17.3	4.4	37.1	-23.5	-41.5	16.0

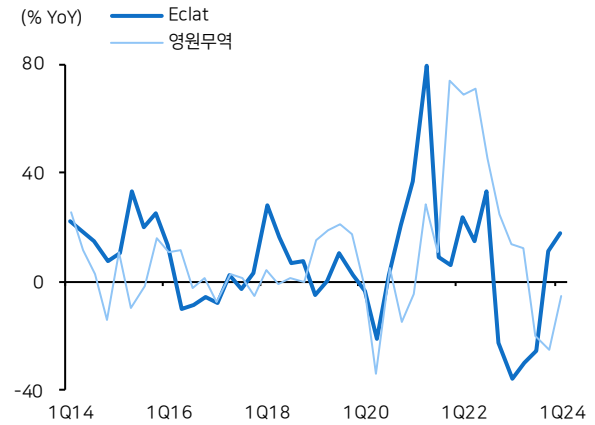
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림1 영원무역 OEM 매출: 원화 vs. 달러



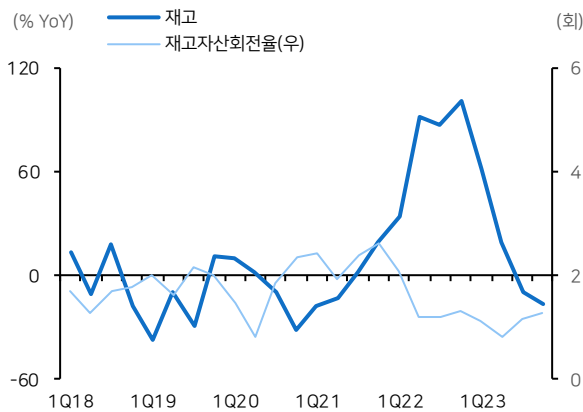
자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

그림2 매출: 영원무역 vs. Eclat



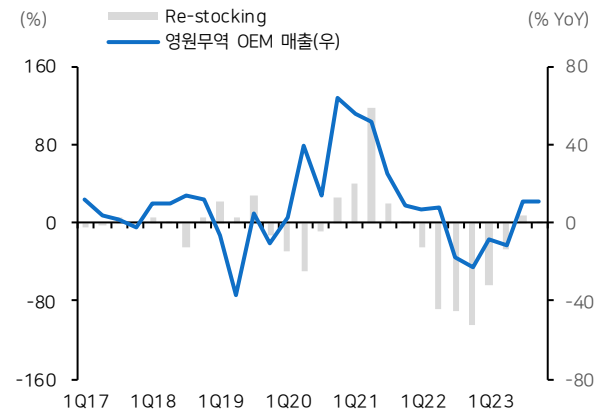
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 VFC 재고자산



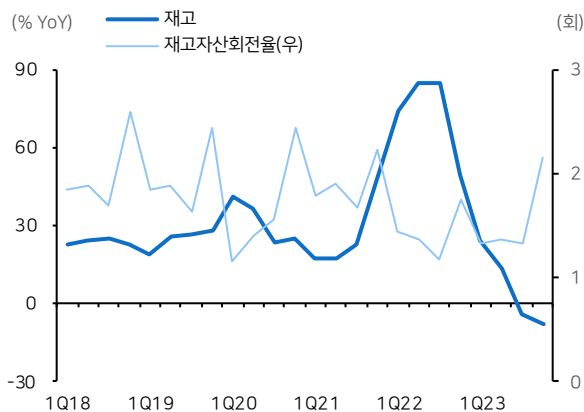
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 VFC Re-stocking vs. 영원무역 OEM 매출



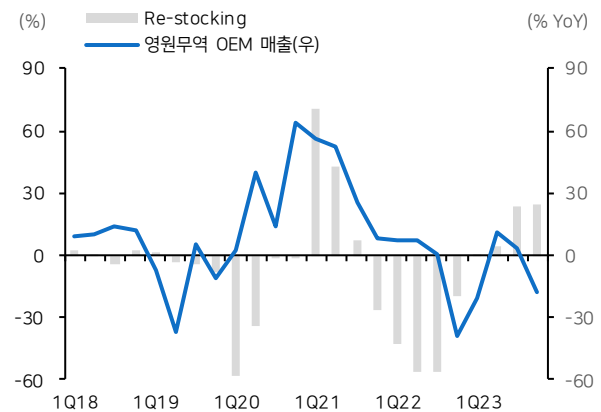
주: 영원무역 매출 4개 분기 후행 적용
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,911.0	3,604.4	3,211.6	3,269.7	3,386.0
매출액증가율(%)	40.1	-7.8	-10.9	1.8	3.6
매출원가	2,594.3	2,449.4	2,317.1	2,335.5	2,398.7
매출총이익	1,316.6	1,155.0	894.4	934.3	987.2
판매관리비	493.6	517.8	524.9	506.2	496.9
영업이익	823.0	637.2	369.6	428.1	490.4
영업이익률(%)	21.0	17.7	11.5	13.1	14.5
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	15.1	28.3	39.7
세전계속사업이익	881.8	681.6	393.6	465.4	539.3
법인세비용	138.6	148.6	102.0	120.6	160.1
당기순이익	743.2	533.1	291.6	344.8	379.1
지배주주지분 순이익	674.5	516.0	302.1	350.3	374.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	458.8	525.1	336.1	405.7	453.8
당기순이익(손실)	743.2	533.1	291.6	344.8	379.1
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	-49.8	-40.9	-33.3
투자활동 현금흐름	-389.5	-437.5	-144.1	-177.4	-167.7
유형자산의증가(CAPEX)	-145.6	-171.6	-151.7	-153.3	-148.0
투자자산의감소(증가)	-154.1	-37.7	0.9	-2.7	-2.2
재무활동 현금흐름	90.5	21.2	-56.8	-37.8	-51.1
차입금의 증감	154.2	173.9	0.3	-0.8	-7.3
자본의 증가	42.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	94.2	160.5	135.2	190.4	235.1
기초현금	641.8	735.9	896.4	1,031.6	1,222.0
기말현금	735.9	896.4	1,031.6	1,222.0	1,457.1

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,821.5	3,346.9	3,540.4	3,837.1	4,158.7
현금및현금성자산	735.9	896.4	1,031.6	1,222.0	1,457.1
매출채권	509.8	490.8	484.3	504.8	521.5
재고자산	983.9	1,329.2	1,402.3	1,461.7	1,510.1
비유동자산	1,692.2	1,950.2	2,006.8	2,061.0	2,103.3
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	487.3	490.0	492.2
자산총계	4,513.6	5,297.1	5,547.2	5,898.2	6,262.0
유동부채	822.7	1,123.3	1,139.1	1,163.4	1,178.7
매입채무	340.2	455.6	478.3	498.6	515.1
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	585.7	604.4	617.7
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	1,724.7	1,767.9	1,796.4
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	2,957.6	3,270.8	3,601.1
비지배주주지분	299.8	341.3	330.8	325.3	330.4
자본총계	3,114.3	3,588.0	3,822.5	4,130.3	4,465.7

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	88,261	81,342	72,477	73,790	76,413
EPS(지배주주)	15,222	11,644	6,816	7,905	8,441
CFPS	22,713	18,347	10,754	12,397	14,029
EBITDAPS	20,674	16,597	10,468	11,957	13,503
BPS	63,517	73,269	78,799	85,869	93,322
DPS	1,530	1,300	844	998	1,097
배당수익률(%)	3.3	2.9	2.2	2.6	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	3.1	3.9	5.7	4.9	4.6
PCR	2.1	2.5	3.6	3.1	2.8
PSR	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EBITDA(십억원)	916.1	735.4	463.9	529.8	598.3
EV/EBITDA	1.9	2.2	2.6	1.9	1.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.8	17.0	9.0	9.6	9.4
EBITDA 이익률	23.4	20.4	14.4	16.2	17.7
부채비율	44.9	47.6	45.1	42.8	40.2
금융비용부담률	0.5	0.9	1.3	1.2	1.2
이자보상배율(x)	40.8	20.5	9.2	10.7	12.3
매출채권회전율(x)	8.7	7.2	6.6	6.6	6.6
재고자산회전율(x)	4.8	3.1	2.4	2.3	2.3

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 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 직전 1개월간 증가대비 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	86.8%
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 (원)	담당자	과리율(%)*	주가 및 적정주가 변동추이
					평균 최고(최저)	
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	-37.9 -36.0	
2024.05.17	기업브리프	Buy	50,000	하누리	- -	