

영원무역 (111770.KS)

2024년 상저하고 실적 흐름

4분기 OEM 부문 달러기준 매출액 -17% y-y 추정. 전년의 유달리 좋았던 오더 흐름과 이른 선적 시점으로 1H24 역기저효과 불가피. 단, 동사의 주요 거래선의 글로벌 확장세 고려, 역신장 폭이 크지는 않을 것

Analyst 정지윤
02)768-7705, jiyoony@nhqv.com

2024년 상반기 고비만 지나면 된다

투자 의견 Buy 유지하며, 목표주가를 67,000원으로 4% 하향. 2024F 연간 추정치 변동은 미미하며, 밸류에이션 산정 시점을 2024년으로 변경한 데 기인

지난 2년간 OEM 부문 실적이 업종 내 최고치를 기록한 탓에 오더 역신장 우려 과도. 단, 대표 거래선 중 Lululemon은 금일 FY4Q24(2023.11~2024.1) 가 이던스 매출액 31.7억달러~31.9억달러(+14%~15% y-y)로 소폭 상향 제시. 아크테릭스, 살로몬 등의 브랜드를 소유한 Amer Sports는 2023년 9월 누계 매출액 30.5억달러(+30% y-y) 기록하는 등 글로벌 확장세에 기반할 때, 1Q24E OEM 매출액 추정치(-6% y-y) 부합 확인 시 과도한 저평가 국면 해소 판단

4Q23 Preview: 역기저효과

4분기 연결기준 매출액 8,875억원(-14% y-y), 영업이익 1,047억원(-46% y-y)으로 컨센서스 하회하는 실적 추정

OEM 매출액 4,819억원(-19% y-y), 영업이익 843억원(-15% y-y) 추정. 3분기 말 OEM 재고자산이 4,287억원(-18% y-y)인 점을 고려, 달러기준 매출 성장률 -17% y-y 추정. 2023년 지속적으로 오더 증가를 보인 Top 10 고객사 중 룰레몬과 아크테릭스를 제외한 대부분 고객사의 물량이 급감한 여파

브랜드 매출액 4,055억원(-8% y-y), 영업이익 204억원(-78% y-y) 추정. SCOTT은 3분기 말 재고자산(+98% y-y) 급증, 코로나19 이후 마진 레벨 다운 추세. 최근 단기 유동성 확보를 위한 자금 수혈 등 회복까지 시일 소요 전망

영원무역 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E					1Q24F
					예상치	y-y	q-q	기준 추정	컨센서스	
매출액	1,037	841	1,008	999	887	-14.4	-11.1	890	900	792
영업이익	193	167	211	180	105	-45.8	-41.8	101	140	135
영업이익률	18.6	19.9	20.9	18.0	11.8			11.4	15.5	17.0
세전이익	163	184	228	211	93	-42.7	-55.8	90	118	131
(지배)순이익	178	135	156	158	61	-65.9	-61.6	58	90	95

자료: 영원무역, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가 67,000원 (하향)

현재가 (24/01/08) 44,150원

업종	유통
KOSPI / KOSDAQ	2,567.82 / 879.34
시가총액(보통주)	1,956.4십억원
발행주식수(보통주)	44.3백만주
52주 최고가('23/08/14)	64,900원
최저가('23/02/06)	42,550원
평균거래대금(60일)	5,111백만원
배당수익률(2023E)	3.29%
외국인지분율	28.4%

주요주주

영원무역홀딩스 외 7 인	50.7%
국민연금공단	10.8%

주가상승률

	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-7.2	-29.1	2.4
상대수익률 (%p)	-13.0	-30.3	-8.6

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	3,911	3,735	3,700	3,829
증감률	40.1	-4.5	-0.9	3.5
영업이익	823	662	615	647
증감률	86.0	-19.5	-7.1	5.1
영업이익률	21.0	17.7	16.6	16.9
(지배지분)순이익	675	509	428	462
EPS	15,222	11,489	9,656	10,426
증감률	126.3	-24.5	-16.0	8.0
PER	3.1	4.0	4.6	4.2
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	1.8	1.6	1.4	0.8
ROE	26.8	16.8	12.4	12.1
부채비율	44.9	38.0	32.8	30.5
순차입금	-749	-1,150	-1,337	-1,751

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

영원무역은 2009년 7월 영원무역홀딩스로부터 인적분할을 통해 설립됨. 40여개의 해외 바이어들(노스페이스, 롤루레몬, 파타고니아 등)로부터 아웃도어/스포츠 의류, 신발, 백팩 제품의 생산 및 수출 사업 영위. 2014년 미국 아웃도어 브랜드 Outdoor Research를 인수, 2015년 스위스 프리미엄 자전거 브랜드 회사 SCOTT의 과반수 지분을 취득하여 자전거 및 스포츠 브랜드 유통 및 물류 사업 진행. 향후 바이어 확대, 기능성 니트로의 복종 확대로 중장기 성장을 도모할 예정

Share price drivers/Earnings Momentum

- 글로벌 OEM 벤더 통합
- 스포츠 및 아웃도어 브랜드의 강세
- E-bike, MTB 수요 확대 및 SCOTT 실적 성장
- 마-중 무역분쟁의 심화로 인한 생산기지 다변화

Downside Risk

- 글로벌 소비 경기 부진
- 글로벌 공급망 차질
- 고객사 단가 인하 압력
- 방글라데시, 베트남 등 주요 생산국 최저 임금 상승

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
Eclat	28.3	23.3	5.8	5.3	20.6	23.3
Makalot	21.5	18.9	5.4	5.0	25.8	27.3
Shenzhou Int.	22.0	17.7	3.1	2.8	14.2	16.3
한세실업	7.2	6.1	1.3	1.1	19.1	19.1

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	6.5	3.1	4.0	4.6	4.2
PBR	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
PSR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	14.7	26.8	16.8	12.4	12.1
ROIC	23.4	37.6	23.8	21.8	23.1

자료: NH투자증권 리서치본부

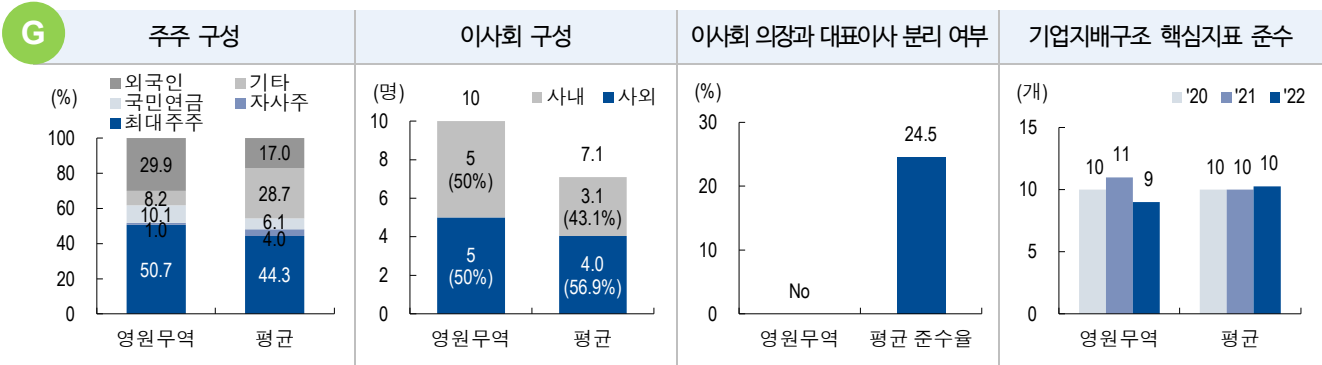
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

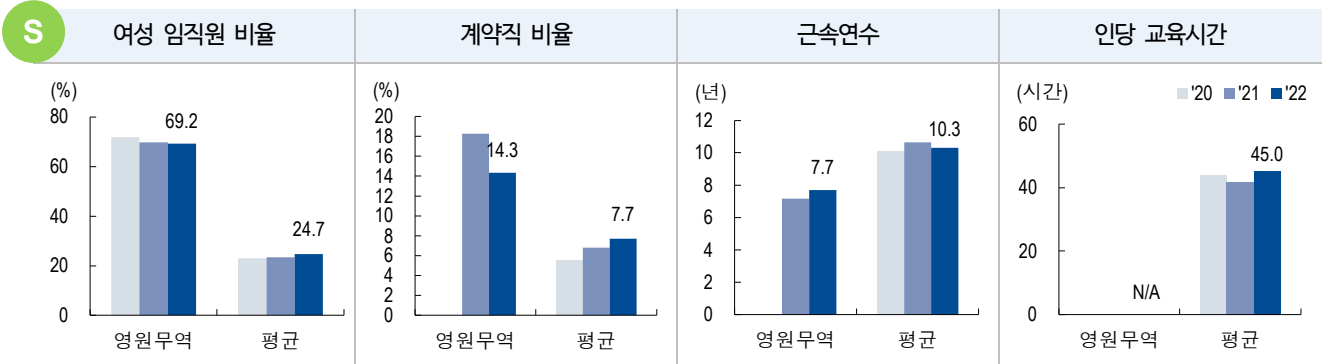
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	1,246	1,585	2,002	2,009	2,101	2,388	2,466	2,793	3,911
영업이익	186	197	179	181	201	238	260	443	823
영업이익률(%)	14.9	12.4	9.0	9.0	9.6	10.0	10.5	15.8	21.0
세전이익	185	191	154	131	169	234	249	451	882
순이익	143	145	109	95	111	174	182	334	743
지배지분순이익	128	130	110	109	113	166	148	298	675
EBITDA	220	249	237	241	265	320	344	529	916
CAPEX	117	56	69	144	127	126	90	129	146
Free Cash Flow	77	202	33	15	57	106	256	158	313
EPS(원)	2,891	2,931	2,482	2,453	2,551	3,753	3,332	6,727	15,222
BPS(원)	21,940	26,554	28,097	27,747	34,857	41,602	41,408	50,076	63,517
DPS(원)	200	200	250	300	350	400	500	1,000	1,530
순차입금	-154	-131	-32	-44	-57	-150	-494	-629	-749
ROE(%)	14.1	12.1	9.1	8.8	8.2	9.8	8.0	14.7	26.8
ROIC(%)	23.5	18.8	10.6	11.0	15.5	16.0	10.7	23.4	37.6
배당성향(%)	6.9	6.8	10.0	12.1	13.6	10.6	14.9	14.7	10.0
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.8	1.0	0.9	1.2	1.6	2.3	3.3
순차입금 비율(%)	-15.2	-9.6	-2.3	-3.3	-3.4	-7.6	-24.8	-25.8	-24.0

자료: 영원무역, NH투자증권 리서치본부

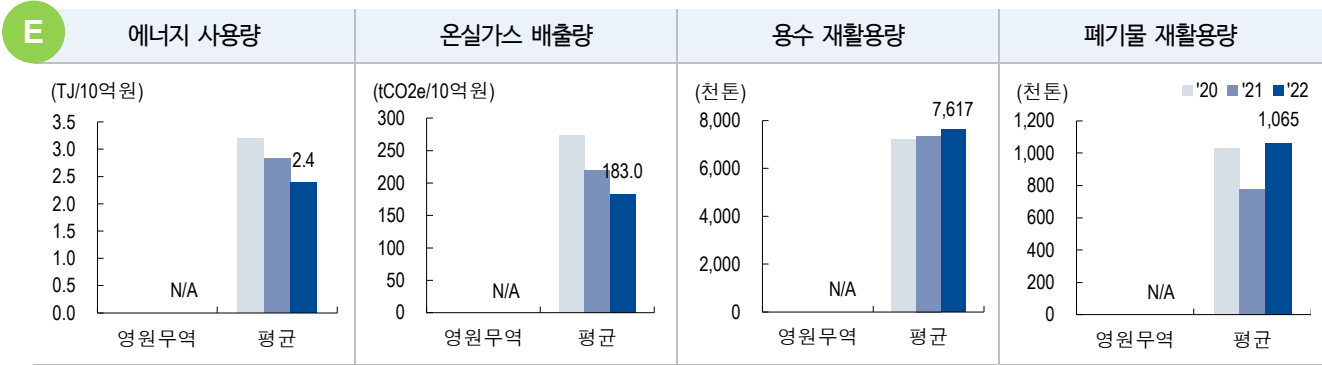
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 영원무역, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 영원무역, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 영원무역, NH투자증권 리서치본부

ESG Event			
E	2021.01	-	영원무역은 효성티앤씨와 페페트병으로 만든 리사이클 원사 100t을 사용하겠다고 발표하며 리사이클 공정 실천 중
S	2020.07	-	영원무역은 코로나19의 예방과 방역, 긴급생계지원 등 위기극복을 위한 성금 5억원을 대우사회복지공동모금회에 기탁
G	2018.10	-	지주사인 영원무역홀딩스보다 높은 최정점에서 영원무역그룹 전반에 영향력을 행사해 온 YMSA를 지주사에서 제외하고 공정거래위원회에 자발적으로 신고

자료: 언론보도, 영원무역, NH투자증권 리서치본부

표1. 영원무역 상대가치 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원, 주)

항 목	기업가치(십억원)	주당가치(원)	비 고
12M Fwd 지배순이익	428	9,656	12M Fwd 지배순이익 추정치
Target PER	X 7.0	X 7.0	의류 OEM과 SCOTT 부문 순이익 비중 감안 가중평균
영원무역 기업가치	2,995	67,592	
발행주식 수	44,311,468	44,311,468	총 발행주식 수
목표주가		67,000	1/8 기준 업사이드 여력 52%

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 영원무역 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	3,911	3,735	3,700	3,829
	- 수정 전	-	3,737	3,751	3,833
	- 변동률	-	-0.1	-1.4	-0.1
영업이익	- 수정 후	823	662	615	647
	- 수정 전	-	659	612	635
	- 변동률	-	0.5	0.6	1.8
영업이익률(수정 후)		21.0	17.7	16.6	16.9
EBITDA		916	759	712	743
(지배지분)순이익		675	509	428	462
EPS	- 수정 후	15,222	11,489	9,656	10,426
	- 수정 전	-	11,433	9,675	10,229
	- 변동률	-	0.5	-0.2	1.9
PER		3.1	4.0	4.6	4.2
PBR		0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA		1.8	1.6	1.4	0.8
ROE		26.8	16.8	12.4	12.1

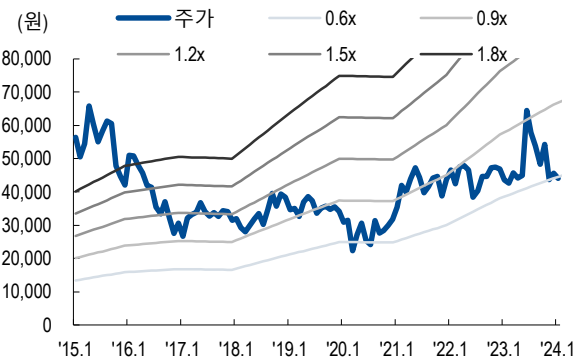
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 영원무역 12M Fwd PER Band Chart



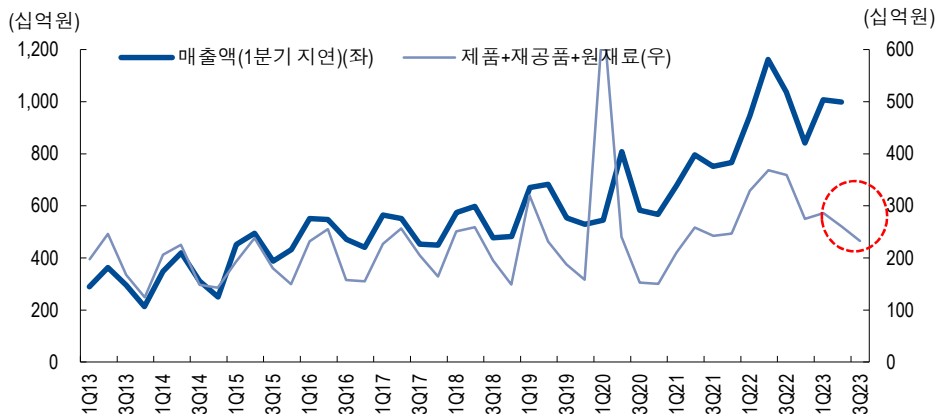
자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 영원무역 12M Trailing PBR Band Chart



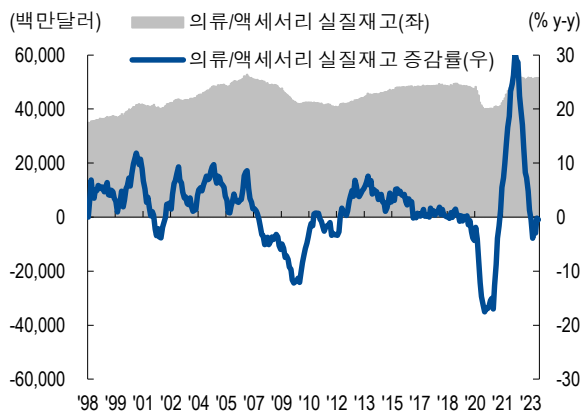
자료: NH투자증권 리서치본부

그림3. 영원무역 매출액 및 재고자산 추이



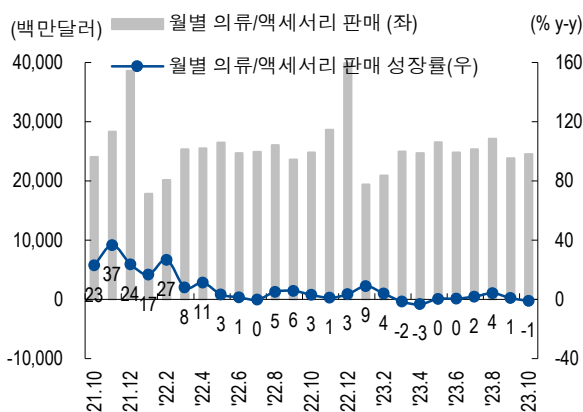
자료: 영원무역, NH투자증권 리서치본부

그림4. 미국 의류/액세서리 재고자산 추이 (장기)



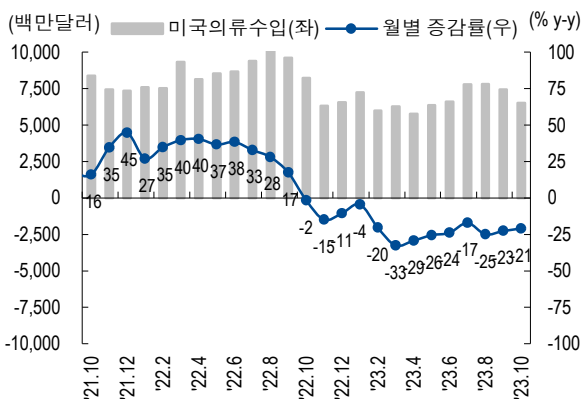
자료: NH투자증권 리서치본부

그림5. 미국 월별 의류 소매판매 금액 및 증감률 추이



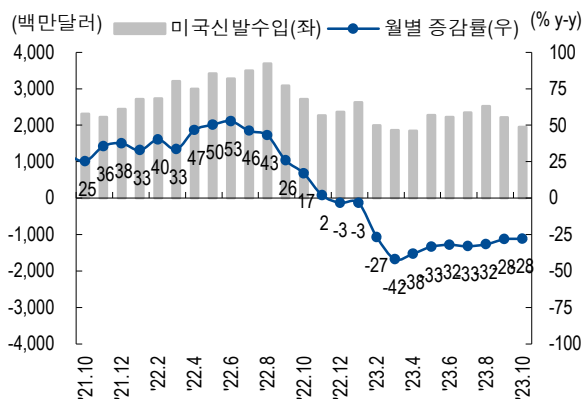
자료: NH투자증권 리서치본부

그림6. 미국 월별 의류 수입 금액 및 증감률 추이



자료: NH투자증권 리서치본부

그림7. 미국 월별 신발 수입 금액 및 증감률 추이



자료: NH투자증권 리서치본부

표3. 영원무역 OEM 사업 실적 전망 (단위: 십억원, 십억달러, 원, %)

	2020	2021	2022	2023E	2024F
환율(원/달러)	1,180.3	1,140.0	1,292.0	1,307.0	1,285.0
달러 기준 오더(십억달러)	1.1	1.4	1.8	1.7	1.7
증감률(y-y)	-13%	29%	31%	-7%	3%
원화 기준 오더(십억원)	1,269.1	1,584.1	2,346.5	2,210.8	2,241.9
증감률(y-y)	-12%	25%	48%	-6%	1%

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

표4. 영원무역 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

구 분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2023E	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024F
매출액	840.6	1,007.8	998.8	887.5	3,734.6	791.8	947.2	1,028.6	932.4	3,700.1
증감률(y-y)	10%	7%	-14%	-14%	-5%	-6%	-6%	3%	5%	-1%
OEM	493.0	638.5	597.3	481.9	2,210.8	470.3	589.0	631.2	551.3	2,241.9
증감률(y-y)	14%	12%	-20%	-19%	-6%	-5%	-8%	6%	14%	1%
Brands	347.6	369.3	401.4	405.5	1,523.8	321.5	358.2	397.4	381.2	1,458.3
증감률(y-y)	5%	-2%	-4%	-8%	-3%	-8%	-3%	-1%	-6%	-4%
매출총이익	286.0	336.4	308.8	245.1	1,176.3	254.2	306.0	318.9	255.8	1,134.8
증감률(y-y)	16%	4%	-24%	-28%	-11%	-11%	-9%	3%	4%	-4%
매출총이익률	34%	33%	31%	28%	31%	32%	32%	31%	27%	31%
영업이익	167.2	210.6	179.9	104.7	662.4	134.6	178.9	190.3	111.5	615.4
증감률(y-y)	15%	1%	-35%	-46%	-20%	-19%	-15%	6%	6%	-7%
영업이익률	20%	21%	18%	12%	18%	17%	19%	19%	12%	17%
OEM	137.1	193.4	160.7	84.3	575.5	113.7	162.8	171.2	94.7	542.5
증감률(y-y)	33%	20%	-28%	-15%	-2%	-17%	-16%	7%	12%	-6%
영업이익률	28%	30%	27%	17%	26%	24%	28%	27%	17%	24%
Brands	30.1	17.1	19.3	20.4	86.9	20.9	16.1	19.1	16.8	72.9
증감률(y-y)	-30%	-64%	-64%	-78%	-63%	-31%	-6%	-1%	-18%	-16%
영업이익률	9%	5%	5%	5%	6%	7%	5%	5%	4%	5%
세전이익	184.2	228.3	210.9	93.3	716.7	130.7	176.6	187.8	111.2	606.3
증감률(y-y)	26%	-8%	-35%	-43%	-19%	-29%	-23%	-11%	19%	-15%
세전이익률	22%	23%	21%	11%	19%	17%	19%	18%	12%	16%
당기순이익	141.7	160.3	164.4	71.1	537.5	100.6	130.7	146.5	76.9	454.7
증감률(y-y)	27%	-15%	-33%	-64%	-28%	-29%	-18%	-11%	8%	-15%
순이익률	17%	16%	16%	8%	14%	13%	14%	14%	8%	12%
지배순이익	134.7	155.7	157.9	60.7	509.1	95.0	125.8	139.4	67.6	427.9
증감률(y-y)	36%	-9%	-30%	-66%	-25%	-29%	-19%	-12%	11%	-16%
지배순이익률	16%	15%	16%	7%	14%	12%	13%	14%	7%	12%

주1: Brands 부문은 SCOTT+Outdoor Research 합산

주2: IFRS 연결기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	3,911	3,735	3,700	3,829
증감률 (%)	40.1	-4.5	-0.9	3.5
매출원가	2,594	2,558	2,565	2,651
매출총이익	1,317	1,176	1,135	1,178
Gross 마진 (%)	33.7	31.5	30.7	30.8
판매비와 일반관리비	494	514	519	531
영업이익	823	662	615	647
증감률 (%)	86.0	-19.5	-7.1	5.1
OP 마진 (%)	21.0	17.7	16.6	16.9
EBITDA	916	759	712	743
영업외손익	59	54	-9	7
금융수익(비용)	-7	4	0	-2
기타영업외손익	65	48	-11	7
종속, 관계기업관련손익	1	2	2	2
세전계속사업이익	882	717	606	654
법인세비용	139	179	152	163
계속사업이익	743	538	455	490
당기순이익	743	538	455	490
증감률 (%)	122.3	-27.7	-15.4	7.8
Net 마진 (%)	19.0	14.4	12.3	12.8
지배주주지분 순이익	675	509	428	462
비지배주주지분 순이익	69	28	27	28
기타포괄이익	-19	0	0	0
총포괄이익	724	538	455	490

Valuations/profitability/stability

	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(배)	3.1	4.0	4.6	4.2
PBR(배)	0.7	0.6	0.5	0.5
PCR(배)	2.1	2.5	2.8	2.6
PSR(배)	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	1.8	1.6	1.4	0.8
EV/EBIT(배)	2.0	1.8	1.6	0.9
EPS(배)	15,222	11,489	9,656	10,426
BPS(배)	63,517	73,521	81,692	90,633
SPS(배)	88,261	84,280	83,503	86,408
자기자본이익률(ROE, %)	26.8	16.8	12.4	12.1
총자산이익률(ROA, %)	18.4	11.4	8.9	8.9
투자자본이익률(ROIC, %)	37.6	23.8	21.8	23.1
배당수익률(%)	3.3	3.3	3.4	3.4
배당성장률(%)	10.0	12.9	15.4	14.2
총현금배당금(십억원)	67	66	66	66
보통주 주당배당금(원)	1,530	1,500	1,500	1,500
순부채(현금)/자기자본(%)	-24.0	-32.1	-33.6	-39.8
총부채/자기자본(%)	44.9	38.0	32.8	30.5
이자발생부채	513	503	452	460
유동비율(%)	343.0	397.2	424.1	457.9
총발행주식수(백만주)	44	44	44	44
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	46,950	45,600	44,150	44,150
시가총액(십억원)	2,080	2,021	1,956	1,956

Statement of financial position

(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	736	983	1,012	1,338
매출채권	510	487	482	499
유동자산	2,821	3,109	3,255	3,634
유형자산	713	770	830	892
투자자산	448	435	558	577
비유동자산	1,692	1,840	2,024	2,108
자산총계	4,514	4,949	5,280	5,742
단기성부채	280	261	250	258
매입채무	340	325	322	333
유동부채	823	783	768	794
장기성부채	233	242	202	202
장기충당부채	43	42	42	43
비유동부채	577	580	537	549
부채총계	1,399	1,363	1,305	1,343
자본금	22	22	22	22
자본잉여금	410	410	410	410
이익잉여금	2,264	2,707	3,069	3,465
비지배주주지분	300	328	355	383
자본총계	3,114	3,586	3,975	4,399

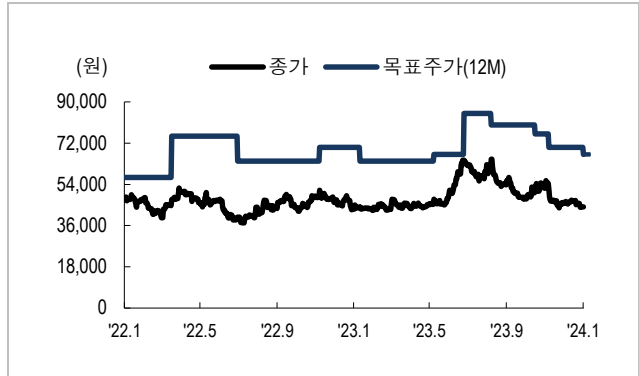
Cash flow statement

(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	459	691	533	660
당기순이익	743	538	455	490
+ 유/무형자산상각비	93	96	96	97
+ 종속, 관계기업관련손익	-1	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	14	0	0	0
Gross Cash Flow	1,006	821	706	749
- 운전자본의증가(감소)	-419	58	-18	73
투자활동 현금흐름	-390	-367	-387	-275
+ 유형자산 감소	34	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-146	-146	-149	-152
+ 투자자산의매각(취득)	-155	13	-123	-19
Free Cash Flow	313	545	384	507
Net Cash Flow	69	324	146	384
재무활동현금흐름	91	-78	-117	-58
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	91	-78	-117	-58
현금의증가	94	247	29	326
기말현금 및 현금성자산	736	983	1,012	1,338
기말 순부채(순현금)	-749	-1,150	-1,337	-1,751

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.01.10	Buy	67,000원(12개월)	-	-
2023.11.15	Buy	70,000원(12개월)	-34.4%	-30.9%
2023.10.23	Buy	76,000원(12개월)	-29.9%	-26.8%
2023.08.16	Buy	80,000원(12개월)	-34.2%	-23.3%
2023.07.03	Buy	85,000원(12개월)	-29.8%	-24.9%
2023.05.16	Buy	67,000원(12개월)	-23.1%	-3.7%
2023.01.18	Buy	64,000원(12개월)	-30.6%	-25.9%
2022.11.15	Buy	70,000원(12개월)	-33.9%	-28.6%
2022.07.08	Buy	64,000원(12개월)	-31.0%	-19.8%
2022.03.25	Buy	75,000원(12개월)	-38.8%	-30.1%

영원무역 (111770.KS)



종목 투자등급 (Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급 (Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다.

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
80.8%	19.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다..

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '영원무역'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.