

# 영원무역 (111770/KS)

## SCOTT 재고 문제 심각

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 48,000 원(하향)

현재주가: 38,850 원

상승여력: 23.6%



Analyst  
형권훈

kh.hyung@sks.co.kr  
3773-9997

#### Company Data

발행주식수	4,431 만주
시가총액	1,722 십억원
주요주주	
영원무역홀딩스(외7)	50.74%
국민연금공단	10.00%

#### Stock Data

주가(24/05/16)	38,850 원
KOSPI	2,753.00pt
52주 최고가	64,900 원
52주 최저가	36,150 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 1Q24 Review: 시장 컨센서스 하회

1 분기 매출액 7,097 억 원(-15.6% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 710 억 원(-57.5%, OPM 10.0%) 기록해 당사 추정치에는 부합했으나 시장 컨센서스를 하회했다. OEM 부문의 실적은 롤루레몬, 아크테릭스 등 성장 브랜드의 오더가 상대적으로 견조한 흐름 보이며 당사 추정치 대비 선방했다. SCOTT 부문의 실적은 재고 소진을 위한 할인 판매의 영향이 예상보다 컸으며, 이에 따라 매출액과 영업이익률 모두 부진했다.

### OEM 하반기에 매출 턴어라운드, SCOTT 연중 내내 부진 전망

OEM 부문은 불확실한 거시경제 환경 속에서 바이어들이 보수적인 재고 매입 기조를 유지하고 있음에도, 롤루레몬과 아크테릭스 등 성장 브랜드의 상대적으로 견조한 오더 덕분에 선방하고 있다. 기저가 낮아지기 시작하는 올해 하반기부터 출하량은 반등할 것으로 전망하나, ① 방글라데시 최저임금 인상과 ② 높은 원달러 환율의 기저 효과로 영업이익 기준 감익할 것으로 전망한다. SCOTT 부문은 재고매입을 최소화하고 기존 재고 소진에 나서고 있다. 자전거 소비의 성수기 초입인 1 분기가 지났음에도 불구하고 SCOTT의 재고는 작년 4 분기 약 7,900 억 원에서 500 억 원 감소하는 데 그쳤다. 재고의 정상화는 올해 연말까지도 어려울 것으로 본다. 할인 판매에 의한 이익률 훼손도 예상보다 크다. 올해 SCOTT 부문의 영업적자를 518 억 원으로 전망한다.

### 목표주가 하향

OEM 부문 만으로도 업황이 부진한 상황에서 SCOTT 부문이 발목을 잡고 있다. 올해는 ① 부진한 오더, ② 방글라데시 최저임금 인상, ③ SCOTT 재고조정이라는 실적 하방 압력이 반영되는 시기이며, '25년부터 다시 영업이익 기준 증익 가능할 것으로 전망한다. 예상보다 부진한 SCOTT의 실적을 반영해 '24년, '25년 실적 추정치를 하향 조정함에 따라 밸류에이션 멀티플 할인을 확대 적용해 영원무역의 목표주가를 기존 57,000 원에서 48,000 원으로 하향하며, 투자 의견 '매수'를 유지한다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,793	3,911	3,604	3,228	3,324	3,463
영업이익	십억원	443	823	637	395	449	489
순이익(지배주주)	십억원	298	675	516	285	332	370
EPS	원	6,727	15,222	11,644	6,435	7,492	8,346
PER	배	6.5	3.1	3.9	6.0	5.2	4.7
PBR	배	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	3.1	1.9	2.2	1.9	1.7	1.3
ROE	%	14.7	26.8	17.0	8.4	9.1	9.3

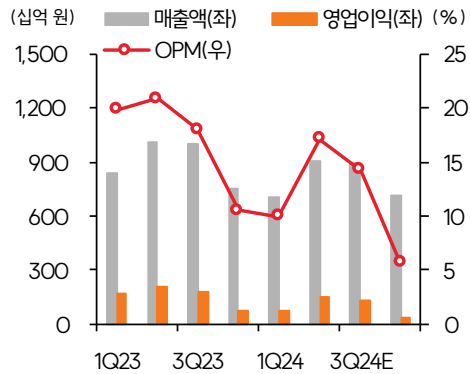
영원무역 부문별 실적추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	22	23	24E	25E
매출액	841	1,008	999	757	710	904	902	712	3,911	3,604	3,228	3,324
/YoY	9.7	6.6	-14.1	-27.0	-15.6	-10.3	-9.7	-5.9	40.1	-7.8	-10.5	3.0
OEM	493	639	597	449	468	632	642	499	2,346	2,177	2,240	2,287
SCOTT	304	335	345	258	196	225	210	165	1,398	1,242	797	845
기타	44	34	56	50	46	47	50	48	167	184	190	192
영업이익	167	211	180	79	71	155	129	41	823	637	395	449
/YoY	14.6	1.2	-34.8	-58.8	-57.5	-26.6	-28.4	-48.9	86.0	-22.6	-38.1	13.7
OEM	137	193	161	69	83	159	135	62	637	560	439	445
SCOTT	27	17	12	3	-16	-7	-8	-20	177	59	-52	-8
기타	3	0	7	8	4	2	2	-1	9	19	8	11
매출액 YoY	9.7	6.6	-14.1	-27.0	-15.6	-10.3	-9.7	-5.9	40.1	-7.8	-10.5	3.0
OEM	13.6	12.0	-19.8	-25.0	-5.1	-1.1	7.5	11.2	48.1	-7.2	2.9	2.1
SCOTT	4.5	-0.6	-10.4	-32.8	-35.4	-32.8	-39.1	-36.1	32.7	-11.1	-35.9	6.0
기타	4.6	-10.8	73.7	-7.6	4.4	36.9	-11.6	-4.1	7.8	10.5	3.2	0.8
영업이익 YoY	167.2	210.6	179.9	79.5	71.0	154.6	128.8	40.6	86.0	-22.6	-38.1	13.7
OEM	33.0	20.2	-27.7	-54.6	-39.3	-17.6	-16.0	-10.0	95.4	-12.1	-21.6	1.5
SCOTT	-29.5	-63.7	-78.1	-92.0	적전	적전	적전	적전	67.4	-66.7	적전	적지
기타	-30.9	-67.6	-871.7	60.8	28.5	657.9	-68.8	-109.6	-14.9	98.4	-58.2	37.1
OPM	19.9	20.9	18.0	10.5	10.0	17.1	14.3	5.7	21.0	17.7	12.2	13.5
OEM	27.8	30.3	26.9	15.3	17.8	25.2	21.0	12.4	27.2	25.7	19.6	19.5
SCOTT	8.9	5.0	3.5	1.1	-8.2	-3.2	-4.0	-12.3	12.6	4.7	-6.5	-0.9
기타	7.0	0.9	13.0	15.9	8.6	5.0	4.6	-1.6	5.6	10.1	4.1	5.6

자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

영원무역 목표주가 산정 로직				
항목	단위	구분	내용	산식
Sustainable ROE	%	(A)	10.0	
자기자본비용	%	(B)	8.4	
적정 PBR	배	(C)	1.19	(A)/(B)
멀티플 할인율	%	(D)	50	
적용 PBR	배	(E)	0.60	(C)*(1-(D))
1Q24 자기자본	십억 원	(F)	3,607.8	
상장주식수	주	(G)	44,311,468	
'23년 BPS	원	(H)	81,419	(F)/(G)
목표주가	원	(I)	48,000	(E)*(H)
현재 주가	원	(J)	38,800	
주가 상승여력	%	(K)	23.7	(I)/(J) - 1

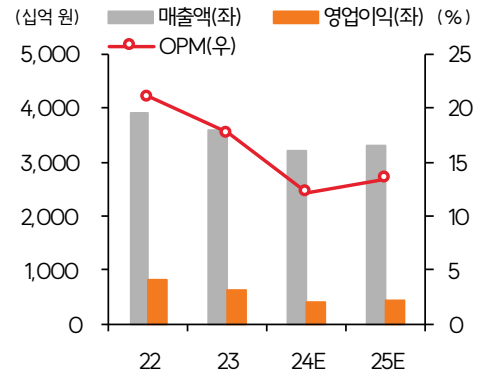
자료: SK 증권

### 영원무역 분기실적 추정치



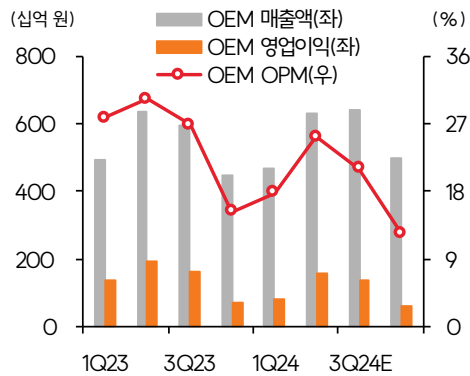
자료: 전자공시시스템, SK 증권

### 영원무역 연간실적 추정치



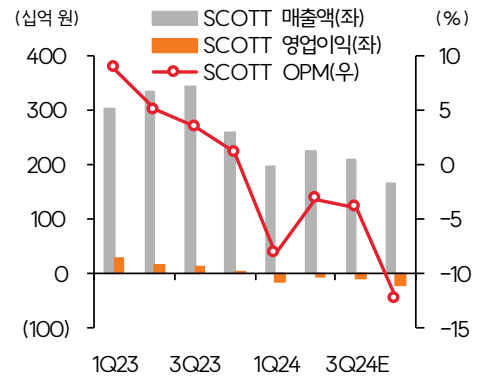
자료: 전자공시시스템, SK 증권

### OEM 부문 분기실적 추정치



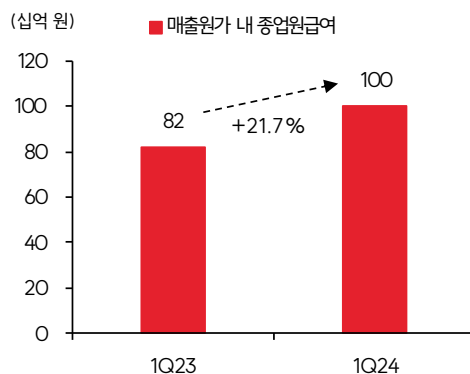
자료: 전자공시시스템, SK 증권

### SCOTT 부문 분기실적 추정치



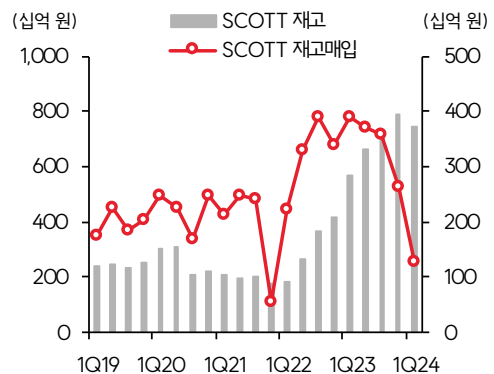
자료: 전자공시시스템, SK 증권

### 영원무역 매출원가 내 종업원급여



자료: 전자공시시스템, SK 증권

### SCOTT 부문 재고 및 재고매입 추정치



자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

주: 재고매입은 공시된 재고 수치와 당사가 추정한 매출원가를 이용해 계산함

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	2,821	3,347	3,327	3,320	3,458
현금및현금성자산	736	896	947	872	999
매출채권 및 기타채권	529	523	469	483	503
재고자산	984	1,329	1,190	1,226	1,275
<b>비유동자산</b>	1,692	1,950	2,028	2,248	2,409
장기금융자산	401	437	520	595	682
유형자산	713	811	818	967	1,045
무형자산	179	195	188	182	176
<b>자산총계</b>	4,514	5,297	5,355	5,568	5,867
<b>유동부채</b>	823	1,123	967	890	844
단기금융부채	280	491	393	334	267
매입채무 및 기타채무	360	470	421	401	418
단기충당부채	11	10	9	9	10
<b>비유동부채</b>	577	586	525	518	517
장기금융부채	233	196	177	159	143
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,399	1,709	1,492	1,408	1,361
<b>지배주주지분</b>	2,815	3,247	3,512	3,798	4,132
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	453	453	453	453	453
기타자본구성요소	-59	-59	-59	-59	-59
자기주식	-16	-16	-16	-16	-16
이익잉여금	2,264	2,713	2,941	3,216	3,528
비지배주주지분	300	341	351	362	374
<b>자본총계</b>	3,114	3,588	3,863	4,159	4,506
<b>부채와자본총계</b>	4,514	5,297	5,355	5,568	5,867

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	459	525	505	416	482
당기순이익(손실)	743	533	295	343	382
비현금성항목등	263	280	217	248	260
유형자산감가상각비	86	92	93	111	122
무형자산상각비	7	7	6	6	6
기타	170	182	118	131	133
운전자본감소(증가)	-419	-110	102	-59	-37
매출채권및기타채권의감소(증가)	-120	27	55	-14	-20
재고자산의감소(증가)	-360	-293	139	-35	-49
매입채무및기타채무의증가(감소)	94	80	-49	-20	17
기타	-251	-363	-193	-215	-233
법인세납부	-122	-185	-84	-98	-109
<b>투자활동현금흐름</b>	-390	-437	-358	-469	-325
금융자산의감소(증가)	-209	-179	-187	-94	-23
유형자산의감소(증가)	-111	-169	-100	-260	-200
무형자산의감소(증가)	-8	-10	0	0	0
기타	-61	-80	-71	-115	-102
<b>재무활동현금흐름</b>	91	21	-175	-134	-140
단기금융부채의증가(감소)	89	105	-98	-59	-67
장기금융부채의증가(감소)	48	-19	-20	-18	-16
자본의증가(감소)	43	0	0	0	0
배당금지급	-44	-67	-57	-57	-57
기타	-45	2	0	-0	-0
<b>현금의 증가(감소)</b>	94	160	51	-75	127
기초현금	642	736	896	947	872
기말현금	736	896	947	872	999
FCF	348	357	405	156	282

자료 : 영업무역, SK증권 추정

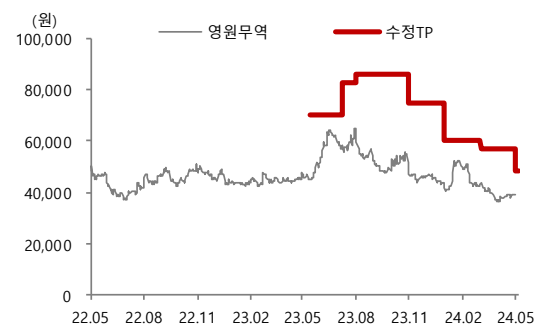
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	3,911	3,604	3,228	3,324	3,463
<b>매출원가</b>	2,594	2,449	2,275	2,317	2,403
<b>매출총이익</b>	1,317	1,155	953	1,007	1,061
매출총이익률(%)	33.7	32.0	29.5	30.3	30.6
<b>판매비와 관리비</b>	494	518	558	558	572
<b>영업이익</b>	823	637	395	449	489
영업이익률(%)	21.0	17.7	12.2	13.5	14.1
<b>비영업손익</b>	59	44	-16	-8	3
순금융손익	-11	1	-30	-24	-19
외환관련손익	50	36	-10	-15	-10
관계기업등 투자손익	1	2	1	1	1
<b>세전계속사업이익</b>	882	682	379	441	491
세전계속사업이익률(%)	22.5	18.9	11.7	13.3	14.2
<b>계속사업법인세</b>	139	149	84	98	109
<b>계속사업이익</b>	743	533	295	343	382
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	743	533	295	343	382
순이익률(%)	19.0	14.8	9.1	10.3	11.0
<b>지배주주</b>	675	516	285	332	370
지배주주귀속 순이익률(%)	17.2	14.3	8.8	10.0	10.7
<b>비지배주주</b>	69	17	9	11	12
<b>총포괄이익</b>	724	541	332	353	403
<b>지배주주</b>	639	499	307	326	373
<b>비지배주주</b>	85	42	26	27	31
<b>EBITDA</b>	916	735	494	566	617

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	40.1	-7.8	-10.5	3.0	4.2
영업이익	86.0	-22.6	-38.0	13.6	8.9
세전계속사업이익	95.4	-22.7	-44.4	16.4	11.4
EBITDA	73.1	-19.7	-32.8	14.5	9.0
EPS	126.3	-23.5	-44.7	16.4	11.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	18.4	10.9	5.5	6.3	6.7
ROE	26.8	17.0	8.4	9.1	9.3
EBITDA마진	23.4	20.4	15.3	17.0	17.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	343.0	298.0	344.2	372.9	409.9
부채비율	44.9	47.6	38.6	33.9	30.2
순차입금/자기자본	-20.3	-20.1	-25.7	-24.4	-25.7
EBITDA/이자비용(배)	45.4	23.7	13.7	18.6	23.8
배당성향	10.0	11.1	20.0	17.2	15.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	15,222	11,644	6,435	7,492	8,346
BPS	63,876	73,629	79,625	86,064	93,606
CFPS	17,322	13,862	8,670	10,135	11,234
주당 현금배당금	1,530	1,300	1,300	1,300	1,300
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	3.1	3.9	6.0	5.2	4.7
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
PCR	2.7	3.3	4.5	3.8	3.5
EV/EBITDA	1.9	2.2	1.9	1.7	1.3
배당수익률	3.3	2.9	3.6	3.6	3.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.05.17	매수	48,000원	6개월		
2024.03.19	매수	57,000원	6개월	-31.49%	-22.81%
2024.01.16	매수	60,000원	6개월	-23.37%	-12.83%
2023.11.15	매수	75,000원	6개월	-39.34%	-37.13%
2023.08.16	매수	86,000원	6개월	-38.78%	-30.93%
2023.07.24	매수	83,000원	6개월	-29.09%	-21.81%
2023.05.30	매수	70,000원	6개월	-18.78%	-7.86%



### Compliance Notice

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 17일 기준)

매수	97.06%	중립	2.94%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------