

(Analyst) 배송이 songyi.bae@miraeasset.com

**MIRAE ASSET**  
 미래에셋증권

111770 · 섬유·의복

# 영원무역

## 바이어 재고 소진 동향에 관심

(신규)

매수

목표주가

65,000원

상승여력

44.9%

현재주가(23/11/27)

44,850원

KOSPI	2,495.66	시가총액(십억원)	1,987	발행주식수(백만주)	44	외국인 보유비중(%)	28.8
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

### Report summary

#### 경쟁력 있는 포트폴리오와 높은 이익 체력

영원무역은 롤루레몬, 노스페이스, 파타고니아 등 경쟁력 있는 바이어 믹스를 확보하고 있다. 이 효과로 2022년 의류 OEM 침체 구간에도 상대적으로 오더 선방했다. 니트 의류 OEM 대비 수익성이 높기 때문에 이익 규모도 더 크다(2023F 달러 오더 성장률: 영원무역 YoY -7% vs 한세실업 YoY -22%, 2023F OEM 영업이익률: 영원무역 27% vs 한세실업 9%)

#### 쇼핑 시즌 바이어 재고 소진 한창 진행 중

높은 바이어 경쟁력이 현재는 역설적으로 재고 소진 부담으로 이어져 있다. 미국 의류 시장 전반적으로 재고 소진 추세이기 때문에 2024년 오더 반등은 예상된다. 단, 영원무역의 바이어 재고는 저가 바이어 재고 대비 아직은 상대적으로 높다. 금번 연말 쇼핑 시즌 바이어들의 재고 축소 여부에 따라 2024년 오더의 가시성이 확보될 전망이다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-12.1	-1.0	-5.4
상대주가	-18.9	1.5	-7.6

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2,793	3,911	3,752	3,717	3,824
영업이익 (십억원)	443	823	693	671	690
영업이익률 (%)	15.9	21.0	18.5	18.1	18.0
순이익 (십억원)	298	675	545	500	513
EPS (원)	6,727	15,222	12,292	11,286	11,585
ROE (%)	14.7	26.8	16.7	12.8	11.8
P/E (배)	6.5	3.1	3.6	4.0	3.9
P/B (배)	0.9	0.7	0.5	0.5	0.4
배당수익률 (%)	2.3	3.3	3.4	3.4	3.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 영원무역, 미래에셋증권 리서치센터

## 투자포인트

영원무역은 1)경쟁력 있는 포트폴리오를 확보하고 있다. 바이어 측면에서는 롤루레몬, 노스페이스, 파타고니아 등을 상위 고객사로 확보하고 있으며, 대부분의 아웃도어 브랜드들과 거래하고 있다. 생산 제품 측면에서도 고마진, 고단가 우븐 의류를 주력으로 생산한다.

이러한 포트폴리오 강점은 2)높은 수익성으로 연결된다. 영원무역의 OEM 부문 영업이익률은 27% 수준이다. 제조 업체인 점을 감안하면 상당히 높고, 니트 의류를 주력으로 하는 한세실업, Makalot과 비교해도 차별화되어 있다(니트 OEM 영업이익률 10% 내외).

## 실적 전망 및 Valuation

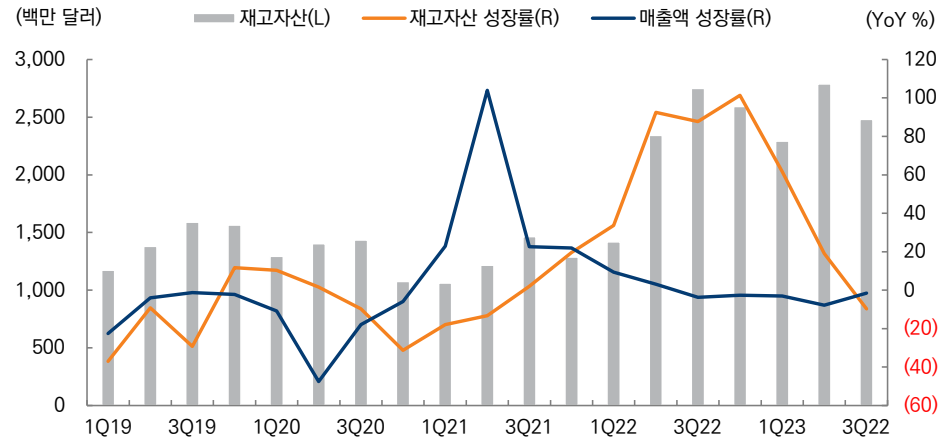
영원무역의 2024년 실적은 매출액 37,172억원(YoY -1%), 영업이익 6,713억원(YoY -3%)으로 예상한다.

달러 오더 성장률은 YoY +2%로 가정하였다. 한세실업 대비 반등 폭이 약한데, 바이어 재고 레벨이 한세실업 바이어 대비 높기 때문이다. 4분기 쇼핑 시즌 대부분의 바이어들이 강도 높은 재고 소진을 계획하고 있다. 재고 소진 성과에 따라 오더 전망치는 변경될 수 있다.

스캇도 2024년 보수적으로 실적 전망한다(매출액 YoY -5%, 영업이익률 5%). 스캇은 펜데믹 이후 고가 자전거 수요가 확대되면서 실적도 크게 개선되었으나, 높은 베이스와 유럽 소비 둔화 영향으로 2Q23부터 매출과 수익성이 동반 하락하고 있다.

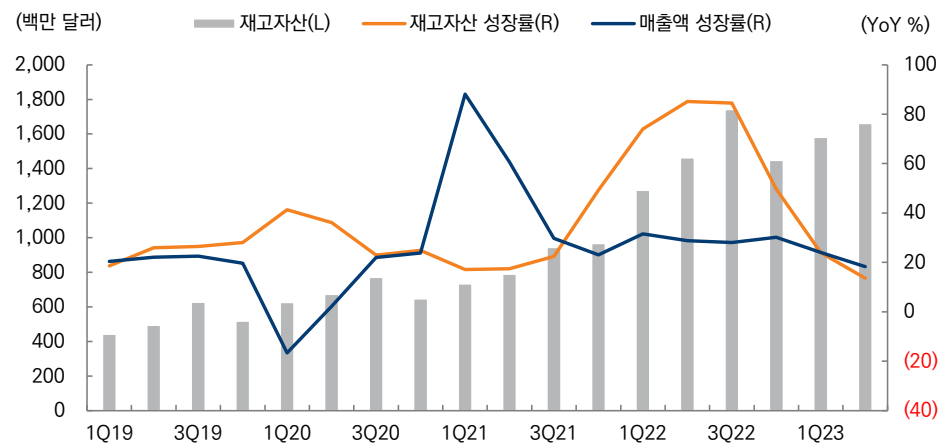
주가는 12MF PER 4배로 낮다. 영원무역은 높은 이익 체력에도 불구하고 만성적인 저평가 구간에 정체되어 있다. 가격 매력에 충분하기 때문에 2024년 오더 가시성이 확보되는 시점에 접근이 유효하겠다.

그림 78. VFC 재고와 매출액 증감률 추이



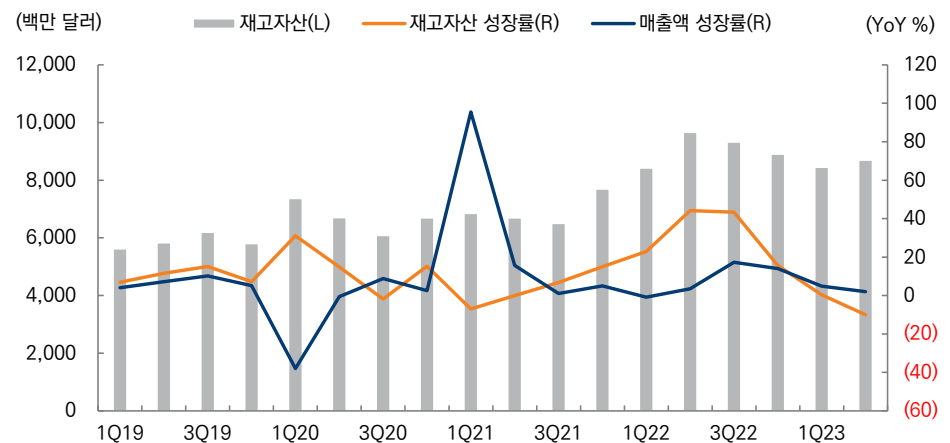
자료: VFC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 룰루레몬 재고와 매출액 증감률 추이



자료: 룰루레몬, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 나이키 재고와 매출액 증감률 추이



자료: 나이키, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 영원무역 연간 실적 전망

(십억원)

	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,466	2,793	3,911	3,752	3,717	3,824
OEM	1,269	1,584	2,346	2,211	2,221	2,263
브랜드/유통	1,197	1,208	1,564	1,541	1,496	1,561
영업이익	260	443	823	693	671	690
OEM	168	337	637	605	594	609
브랜드/유통	92	105	186	88	77	81
세전이익	249	451	882	762	702	720
지배주주순이익	148	298	675	543	500	513
영업이익률(%)	10.5	15.8	21.0	18.5	18.1	18.0
OEM	13.2	21.3	27.2	27.4	26.8	26.9
브랜드/유통	7.7	8.7	11.9	5.7	5.1	5.2
매출액(YoY %)	3.3	13.2	40.1	(4.1)	(0.9)	2.9
OEM	(11.6)	24.8	48.1	(5.8)	0.4	1.9
브랜드/유통	25.7	0.9	29.5	(1.5)	(2.9)	4.4
영업이익(YoY %)	9.3	70.4	86.0	(15.8)	(3.1)	2.8
OEM	(12.9)	100.8	89.0	(5.0)	(1.8)	2.5
브랜드/유통	105.3	14.9	76.3	(52.7)	(12.6)	5.4
순이익(YoY %)	(11.2)	101.9	126.3	(19.5)	(7.9)	2.7

자료: 영원무역, 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 영원무역 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023년	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	841	1,008	999	905	3,752	799	978	1,009	932	3,717
OEM	493	639	597	483	2,211	472	624	619	506	2,221
브랜드/유통	348	369	401	422	1,541	326	354	390	426	1,496
영업이익	167	211	180	135	693	145	195	192	140	671
OEM	137	193	161	113	604	127	182	172	121	601
브랜드/유통	30	17	19	21	88	20	16	19	22	77
세전이익	184	228	211	139	762	153	202	199	147	702
지배주주순이익	135	156	158	95	543	109	144	142	105	500
영업이익률(%)	19.9	20.9	18.0	15.0	18.5	18.2	19.9	19.0	15.0	18.1
OEM	27.8	30.3	26.9	23.4	27.3	26.8	29.2	27.7	23.9	27.1
브랜드/유통	8.7	4.6	4.8	5.1	5.7	6.1	4.6	4.8	5.1	5.1
매출액(YoY %)	9.7	6.6	(14.1)	(12.7)	(4.1)	(5.0)	(3.0)	1.0	3.0	(0.9)
OEM	13.6	12.0	(19.8)	(19.3)	(5.8)	(4.2)	(2.3)	3.6	5.0	0.4
브랜드/유통	4.5	(1.7)	(3.9)	(3.7)	(1.5)	(6.1)	(4.1)	(2.8)	0.8	(2.9)
영업이익(YoY %)	14.6	1.2	(34.8)	(29.9)	(15.8)	(13.1)	(7.6)	6.5	3.3	(3.1)
OEM	33.0	20.2	(27.7)	(25.3)	(5.2)	(7.6)	(5.9)	6.8	7.2	(0.5)
브랜드/유통	(29.7)	(63.8)	(64.1)	(49.2)	(52.7)	(34.3)	(4.1)	(2.8)	2.2	(12.6)
순이익(YoY %)	36.3	(9.0)	(30.3)	(46.9)	(19.5)	(19.1)	(7.5)	(10.1)	11.1	(7.9)

자료: 영원무역, 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 영원무역 Valuation Table

(십억원)

	2023F	2024F	비고
(A) OEM 사업가치	2,973	2,757	
매출액	2,211	2,221	
영업이익	605	594	
세전이익	674	625	
당기순이익	472	438	
적정PER(배)	6	6	업황 하락 구간 평균
(B) SCOTT 사업가치	127	115	
매출	1,342	1,280	
영업이익	80	73	
당기순이익	28	26	지분율 50.01% 보유
적정PER(배)	5	5	
총 기업가치(A+B)	3,100	2,872	
주식수(천주)	44,311	44,311	
적정주가 I(원)	69,951	64,804	
적정주가 II(원)	64,804		
적정주가 III(원)	65,000		
현재주가(원)	44,850		
상승여력(%)	44.9		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 영원무역 (111770)

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,911	3,752	3,717	3,824
매출원가	2,594	2,539	2,518	2,585
매출총이익	1,317	1,213	1,199	1,239
판매비와관리비	494	520	528	549
조정영업이익	823	693	671	690
영업이익	823	693	671	690
비영업손익	59	69	31	30
금융손익	-11	9	26	37
관계기업등 투자손익	1	2	1	1
세전계속사업손익	882	762	702	720
계속사업법인세비용	139	190	175	180
계속사업이익	743	571	526	540
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	743	571	526	540
지배주주	675	545	500	513
비지배주주	69	27	26	27
총포괄이익	724	676	526	540
지배주주	639	629	483	496
비지배주주	85	47	43	44
EBITDA	916	792	774	793
FCF	313	49	419	503
EBITDA 마진율 (%)	23.4	21.1	20.8	20.7
영업이익률 (%)	21.0	18.5	18.1	18.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.3	14.5	13.5	13.4

### 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	459	181	519	603
당기순이익	743	571	526	540
비현금수익비용가감	263	269	237	230
유형자산감가상각비	86	93	96	97
무형자산상각비	7	7	7	6
기타	170	169	134	127
영업활동으로인한자산및부채의변동	-419	-518	-110	-40
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-120	43	-15	-14
재고자산 감소(증가)	-360	-406	-114	-44
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	94	-61	9	9
법인세납부	-122	-162	-175	-180
투자활동으로 인한 현금흐름	-390	-269	-296	-227
유형자산처분(취득)	-111	-130	-100	-100
무형자산감소(증가)	-8	-5	0	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	-188	52	-11	-11
기타투자활동	-83	-186	-185	-111
재무활동으로 인한 현금흐름	91	-232	-67	-97
장단기금융부채의 증가(감소)	154	-118	0	-30
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-44	-67	-67	-67
기타재무활동	-19	-47	0	0
현금의 증가	94	120	340	388
기초현금	642	736	855	1,196
기말현금	736	855	1,196	1,584

자료: 영원무역, 미래에셋증권 리서치센터

### 예상 재무상태표 (요약)

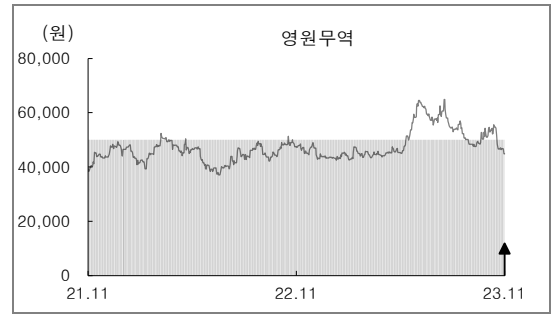
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,821	3,283	3,767	4,230
현금 및 현금성자산	736	855	1,196	1,584
매출채권 및 기타채권	523	496	510	525
재고자산	984	1,427	1,541	1,585
기타유동자산	578	505	520	536
비유동자산	1,692	1,929	1,928	1,931
관계기업투자등	47	41	42	43
유형자산	713	771	775	779
무형자산	179	188	181	180
자산총계	4,514	5,212	5,695	6,161
유동부채	823	611	626	610
매입채무 및 기타채무	360	314	324	333
단기금융부채	280	138	138	108
기타유동부채	183	159	164	169
비유동부채	577	557	566	575
장기금융부채	233	258	258	258
기타비유동부채	344	299	308	317
부채총계	1,399	1,169	1,192	1,185
지배주주지분	2,814	3,704	4,137	4,583
자본금	22	22	22	22
자본잉여금	410	410	410	410
이익잉여금	2,264	2,741	3,174	3,620
비지배주주지분	300	340	366	393
자본총계	3,114	4,044	4,503	4,976

### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	3.1	3.6	4.0	3.9
P/CF (x)	2.1	2.4	2.6	2.6
P/B (x)	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	1.9	1.9	1.5	1.0
EPS (원)	15,222	12,292	11,286	11,585
CFPS (원)	22,713	18,970	17,231	17,396
BPS (원)	63,876	83,949	93,721	103,791
DPS (원)	1,530	1,530	1,530	1,530
배당성향 (%)	9.0	11.7	12.7	12.4
배당수익률 (%)	3.3	3.4	3.4	3.4
매출액증가율 (%)	40.1	-4.1	-0.9	2.9
EBITDA증가율 (%)	73.1	-13.5	-2.3	2.5
조정영업이익증가율 (%)	86.0	-15.8	-3.1	2.8
EPS증가율 (%)	126.3	-19.2	-8.2	2.7
매출채권 회전율 (회)	8.7	7.5	7.6	7.6
재고자산 회전율 (회)	4.8	3.1	2.5	2.4
매입채무 회전율 (회)	8.9	8.0	8.4	8.3
ROA (%)	18.4	11.8	9.7	9.1
ROE (%)	26.8	16.7	12.8	11.8
ROIC (%)	35.3	19.7	18.5	18.5
부채비율 (%)	44.9	28.9	26.5	23.8
유동비율 (%)	343.0	536.9	601.8	693.7
순차입금/자기자본 (%)	-20.3	-20.2	-25.9	-32.1
조정영업이익/금융비용 (x)	40.8	34.5	45.4	48.5

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
영원무역 (111770) 2023.11.28	매수	65,000	-	-



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

\* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.