

영원무역(111770)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 42,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(2/28)	2,026
주가(2/28)	37,500
시가총액(십억원)	1,662
발행주식수(백만)	44
52주 최고/최저가(원)	39,400/21,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,227
유동주식비율/외국인지분율(%)	49.1/33.3
주요주주(%)	영원무역홀딩스 외 11 인 50.9
	Templeton Asset Management Ltd 외 5 인 11.8

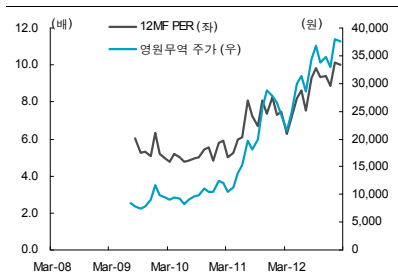
Valuation 지표

	2011A	2012F	2013F
PER(x)	9.7	11.3	11.6
PBR(x)	2.1	2.0	2.1
ROE(%)	23.2	19.6	19.6
EV/EBITDA(x)	4.9	5.8	6.2
EPS(원)	2,869	2,909	3,245
BPS(원)	13,454	16,163	17,880

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.4	16.5	53.1
상대주가(%p)	(4.1)	10.7	51.9

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

강화되는 중장기 전망

What's new : 일회성 비용과 높은 베이스로 예상을 하회한 영업 실적

4분기 매출액은 전년대비 17% 감소한 2,213억원, 영업이익은 전년대비 52% 급감한 170억 원으로 Consensus 287억원을 크게 하회했다. 4Q11에 발생한 골드윈코리아로부터의 일회성 직거래 매출로 인한 높은 베이스와 4Q12에 발생한 내수 리테일 사업에서의 재고평가손실 (약 70억원) 이 부진한 실적의 주요인이다. 통상 1,4분기는 비수기로 이익 변동성이 크고 예측력이 낮다. 재고평가손실을 제외한 연간 영업이익률은 18.2%로 높은 수익성이 지속되었다.

Positives : 강화되는 경쟁력, 중장기 전망에 대한 확신은 높아져

중국 생산 기지 매력 약화로 인한 동남아에서 대규모 Capa를 확보한 OEM 업체 매력은 지속될 것이다. 특히, 영원무역은 글로벌 의류 OEM 업체 중 고부가 아웃도어, 스포츠웨어 브랜드를 주요 바이어로 확보해 고객 기반이 우월하고, 기능성 제품 위주로 바이어 다각화가 이루어지고 있어 향후 성장성도 높다. 세계 최빈국인 방글라데시에 80년대에 진출해 인건비 경쟁력을 갖추었고 영원무역홀딩스가 KEPZ 사업권을 확보, 개발해 지속적인 증설이 가능하고 금년부터 생산이 가속화될 것이다. 중장기적으로는 KEPZ 지역에서 현재 가장 큰 생산 거점인 치타공, 또는 그 이상의 Capa를 확보할 계획이다. 인건비 경쟁력 뿐 아니라 자동화 설비 등 압도적인 설비 투자로 경쟁적 우위를 공고하게 하고 있다. 오랜 기간을 거쳐 바이어와 직거래 시스템을 확보해 중간 수수료를 없애고 Tax 및 관세 혜택을 최대한 누리면서 수익성 극대화를 추구한다. 원가율 개선을 위해 원단 사업을 병행하고 있으며 1분기부터 베트남 원단 설비도 가동이 시작, 수직 계열화를 통한 원가율 개선을 목표로 하고 있다. 2013년 달러 기준 매출액은 18%, 원화 기준 매출액은 11%, 영업이익은 15% 증가할 것으로 예상된다.

Negatives : 점진적인 원화 강세와 1Q까지 비수기 영향권

첫째, 점진적인 원화 강세가 우려 요인이다. 1분기 원/달러 환율은 전년대비 5.4%, 2분기와 3분기에는 각각 7.6%, 6.6% 하락할 것으로 전망되어 다소 부정적이다. 100% 현지 생산이고 Net exposure는 25% 내외에 불과하나 우리 예상대로 원/달러 환율이 6% 절상 시 영업이익률은 1.5%p 하락해 수익성에 소폭 부정적이다. 오더 호조와 규모의 경제를 통한 수익성 향상이 필요하다. 둘째, 4분기 단기 실적 부진에 이어 1분기까지 비수기 영향권으로 실적 가시성이 낮다. 셋째, 2월 실시한 유상 증자로 인한 주가 희석화로 현재 2013년 PER 기준 11.5 배에 거래되고 있다. 중장기적으로 경쟁력 강화에 따라 밸류에이션 상승이 가능하다고 생각되나 현재 글로벌 업체 평균이 12배로 밸류에이션 매력도는 다소 약화되었다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q12P				증감률		2013F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	223.3	221.3	(0.9)	243.9	(40.8)	(16.9)	1,171.0	1,183.5
영업이익	23.2	17.0	(26.6)	28.7	(78.9)	(52.2)	214.1	217.2
영업이익률(%)	10.4	7.7	(2.7)	11.8	(13.9)	(5.7)	18.3	18.4
세전이익	21.3	6.2	(70.9)	25.8	(91.6)	(83.0)	211.7	230.2
순이익	15.2	4.1	(73.0)	19.1	(92.4)	(75.2)	156.6	148.2

주: 컨센서스 순이익은 지배주주순이익 기준임

나은채 3276-6160
ec.na@truefriend.com

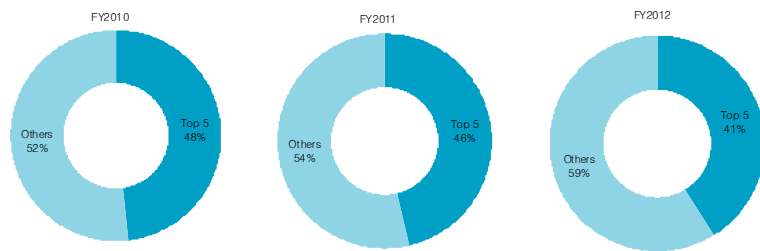
나진아 3276-6171
jinah.na@truefriend.com

결론 : 단기 마찰 요인 있으나 독보적인 경쟁력으로 목표주가 42,000원으로 상향

밸류에이션 시점을 2013년으로 이전하고 목표 PER을 기존 10.7배에서 13배로 상향해 목표 주가를 기존 37,000원에서 42,000원으로 상향한다. 목표 PER 13배는 글로벌 OEM 업체 평균에 10% 할증한 수치이다. 고객 기반과 생산 거점에서의 우위에 근거해 프리미엄을 적용했으며 향후 수직 계열화를 통한 수익성 개선과 증설 속도에 따라 프리미엄 확대가 가능할 전망이다.

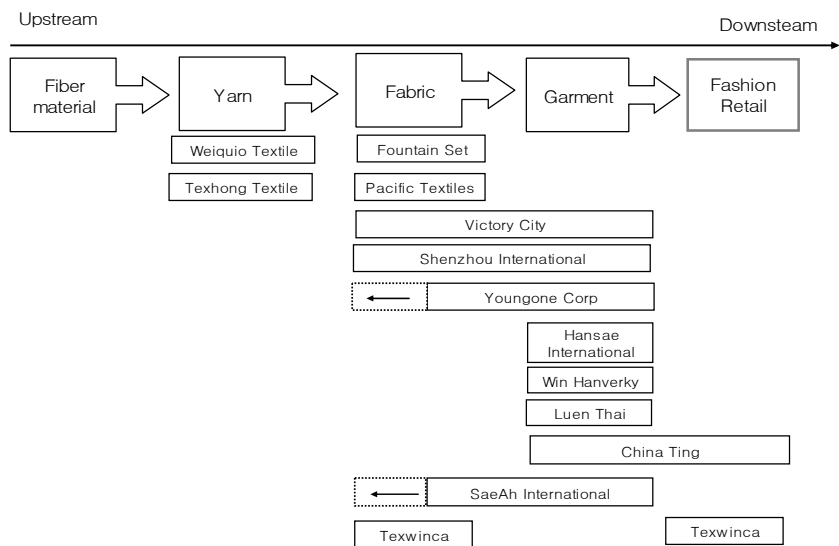
참고로 2010년 이후 글로벌 의류 OEM 업체의 주가 흐름을 보면 1) 동남아 생산 거점 확보한 벤더와 2) 수직 계열화를 통해 경쟁 우위를 확보한 벤더의 선전이다. 현재 동사와 성장성과 수익성에서 비교가 적절한 업체는 Shenzhou International이라고 판단된다. Shenzhou International은 Nike, Adidas, Uniqlo 등을 주요 바이어로 확보한 니트웨어 업체이고 수직 계열화를 통해 영원무역보다 높은 외형 성장과 마진을 확보했다. 영원무역은 Shenzhou 보다 고객 기반과 생산 거점에서 우위를 점하고 있으며 수직 계열화를 추구하고 있다. 양사 모두 밸류에이션이 지속적으로 상승하고 있다.

[그림 1] 중장기 전망은 강화, Top 5 바이어 의존도 낮추고 고객 다변화 진행 중



주: Top 5는 Nike, VFC, Patagonia, Land's End, LL Bean
자료: 영원무역, 한국투자증권

[그림 2] 주요 글로벌 의류 OEM 업체



자료: 한국투자증권

[그림 3] 영원무역 주요 업체 중 Shenzhou와 함께 성장성 우위

Sales (USDmn)	2008	2009	2010	2011	2012	4YR CAGR
Agent						
Li&Fung	14,220	13,478	15,976	20,030	20,925	10
Garment Manufacturer						
Younge Corp	563	595	698	894	937	14
Shenzhou	694	892	993	1,399	1,531	22
Hansae	602	644	748	878	949	12
Yue Yuen	4,920	5,017	5,788	7,045	7,594	11
Stella International	1,102	1,009	1,294	1,495	1,536	9
Fabric Mills						
Pacific Textile	549	609	759	924	873	12
Texwinca	1,240	1,286	1,359	1,526	1,764	9

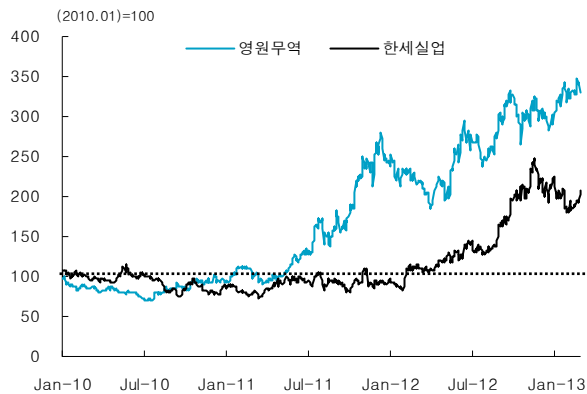
주: 2012년은 일부만 확정치
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 영업이익률도 수위권

(단위: %)	2008	2009	2010	2011	2012F
Agent					
Li&Fung	3	4	4	4	4
Garment Manufacturer					
Younge Corp	NA	NA	14	18	18
Shenzhou		25	24	24	22
Hansae	NA	11	4	8	6
Yue Yuen	8	8	8	6	7
Stella International	11	10	9	10	10
Fabric Mills					
Pacific Textile	8	9	16	15	15
Texwinca	9	9	10	10	10

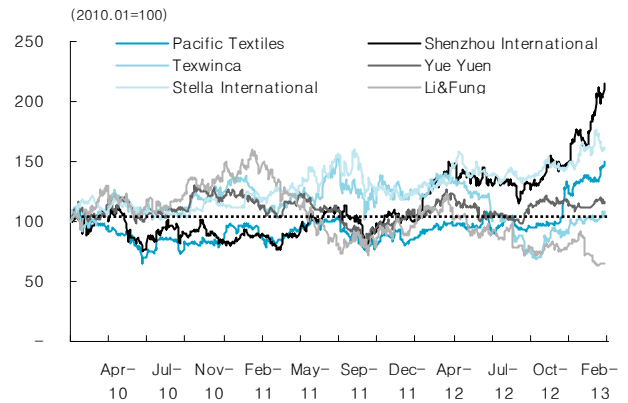
주: 2012년은 일부만 확정치
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] OEM 업체 추가: 영원무역, 한세실업 동남아 밴더 성적 좋고



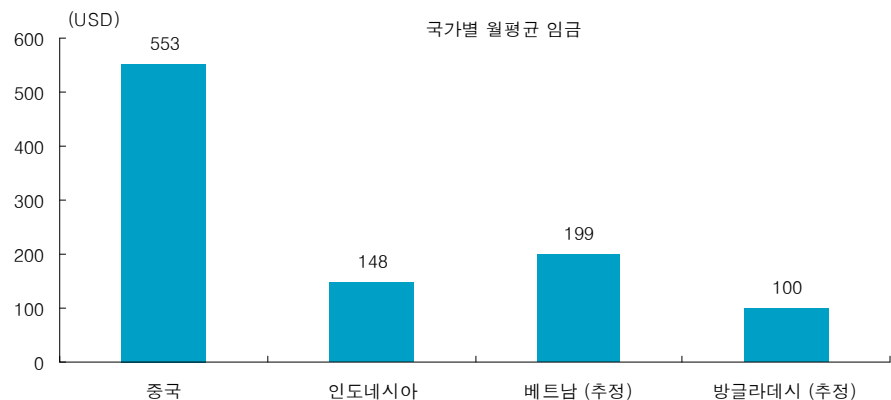
자료: 한국투자증권

[그림 6] 수직 계열화 완성한 Shenzhou 추가 선전



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 7] 영원무역, 방글라데시에 대규모 Capa 확보한 유일한 OEM 업체



자료: CEIC, 한국투자증권

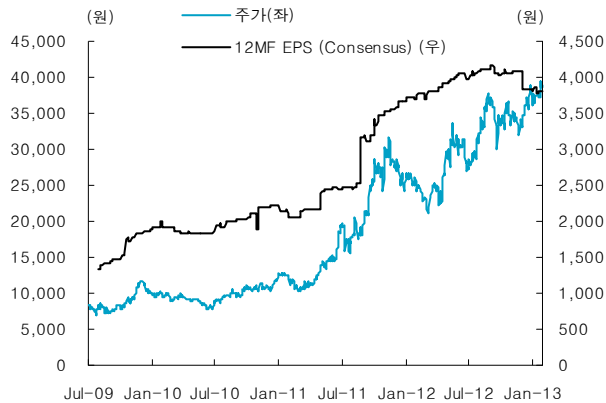
<표 1> 주요 글로벌 Peer Valuation: Li & Fung 제외한 글로벌 업체 2013F 평균 PER 12배

(단위: USD, %, 배)

		OEM 관련 Peer 평균	PACIFIC TEXTILES HOLDINGS	SHENZHO INTERNATIONAL GROUP	TEXWINCA HOLDINGS LTD	YUE YUEN INDUSTRIAL HLDG	STELLA INTERNATIONAL	LI & FUNG LTD
	Price (USD)		1.0	2.9	1.0	3.4	2.9	1.4
	Market cap (USD mn)		1,478.0	3,798.8	1,353.7	5,570.8	2,289.4	11,297.5
매출액증가율	FY09	5.2	10.9	28.5	3.7	2.0	(8.5)	(5.2)
	FY10	17.3	24.6	11.3	5.7	15.4	28.2	18.5
	FY11	22.9	21.7	41.0	12.3	21.7	15.5	25.4
	FY12F	5.8	(5.5)	9.4	16.0	7.8	2.8	4.5
	FY13F	4.8	0.0	15.6	(8.5)	3.2	9.1	9.3
영업이익증가율	FY09	6.5	16.7		(1.4)	2.4	(13.8)	28.6
	FY10	38.2	137.4	7.4	17.8	5.9	16.9	44.0
	FY11	17.4	12.5	39.2	16.1	(2.7)	23.1	16.5
	FY12F	(7.3)	(7.0)	7.7	(41.1)	16.3	0.8	(20.4)
	FY13F	10.8	9.0	18.6	(18.6)	5.0	14.4	36.6
영업이익률	FY09	10.8	8.6	24.7	8.9	8.4	10.4	3.7
	FY10	12.0	16.3	23.8	9.9	7.7	9.5	4.4
	FY11	11.5	15.1	23.5	10.3	6.2	10.1	4.1
	FY12F	10.5	14.8	23.1	5.2	6.7	9.9	3.1
	FY13F	10.9	16.2	23.8	4.6	6.8	10.4	3.9
순이익증가율	FY09	15.4	(3.7)	82.0	(6.9)	(0.8)	(18.3)	39.7
	FY10	30.4	113.9	2.5	17.4	3.2	18.8	26.7
	FY11	16.1	8.8	40.3	12.2	(6.2)	17.8	23.7
	FY12F	(0.2)	(8.9)	8.1	(17.9)	16.0	1.7	(0.0)
	FY13F	3.8	15.8	17.7	(35.3)	9.1	15.2	0.3
ROE	FY09	20.4	12.7	37.1	21.6	16.0	13.4	21.6
	FY10	21.1	25.2	29.3	23.1	15.0	15.5	18.6
	FY11	21.2	24.8	31.3	23.1	12.8	17.2	18.0
	FY12F	18.5	23.0	24.8	21.9	13.6	16.6	11.2
	FY13F	16.9	23.0	23.0	10.7	13.9	17.1	13.9
PER	FY09	12.9	2.8	8.9	6.2	9.9	14.1	35.4
	FY10	15.6	8.8	7.5	11.3	12.7	12.9	40.3
	FY11	11.1	7.4	6.2	9.8	9.5	12.0	22.0
	FY12F	14.0	8.4	13.3	13.9	11.0	15.7	21.8
	FY13F	13.7	12.4	11.3	17.4	10.1	14.1	16.7
PBR	FY09	2.5	0.3	2.9	1.3	1.5	1.9	6.9
	FY10	2.8	2.2	2.0	2.5	1.8	2.0	6.4
	FY11	2.1	1.7	1.8	2.1	1.2	2.0	3.8
	FY12F	2.2	2.6	2.5	1.9	1.5	2.6	2.4
	FY13F	2.1	2.7	2.1	1.8	1.4	2.4	2.2

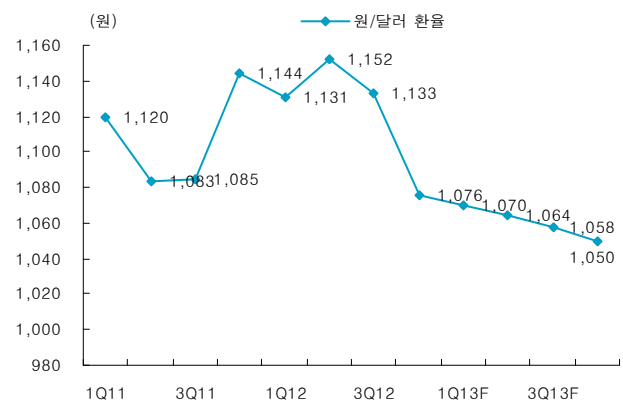
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 8] 영원무역 EPS Consensus는 최근 소폭 하향



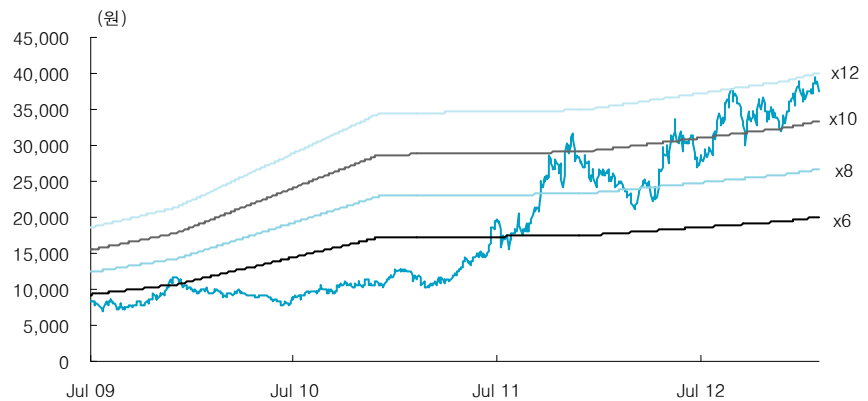
자료: 한국투자증권

[그림 9] 점진적인 원화 강세도 우려 요인



자료: 한국투자증권

[그림 10] 영원무역 밴드 차트



자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

영원무역은 2009년 7월 1일 (주)영원무역홀딩스로부터 분할되어 설립된 회사로서 나이키 및 노스페이스 등 약 40여개의 유명 바이어로부터 주문을 받아 방글라데시, 베트남, 중국 및 엘살바도르에 소재한 현지법인 공장에서 아웃도어 및 스포츠 의류제품을 OEM방식으로 생산 및 수출하고 있다. 이 밖에도 Backpack과 신발제품 역시 OEM방식으로 생산하고 있는데 2012년 상반기 기준 의류가 약 80%, 신발이 5%의 매출 비중을 차지하고 있다. 국내 내수시장에서는 YOUNGONE이라는 브랜드 제품을 비롯한 아웃도어 및 스포츠 의류제품을 생산하여 영원프라자 유통망을 통하여 판매하고 있으며 최근에는 니트제품, 메리노울, 특수 원단 R&D 및 스카자전거 판매까지 회사의 영업범위를 확대하고 있다.

- 의류 OEM: Original equipment manufacturing. 유통망을 구축하고 있는 주문업체에서 생산성을 가진 제조업체에 자사에서 요구하는 상품을 제조하도록 위탁하여 완성된 상품을 주문자의 브랜드로 판매하는 방식
- 니트(knit), 우븐(woven): 우븐(woven)은 직물이라고도 함. 각각의 실들이 교차하면서 만들어지는 방식. 드레스셔츠나 손수건. 니트(knit)는 편물이라고도 함. 면티셔츠, 수영복같이 한가닥의 실로 교직을 해서 만드는 방식

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	425	511	508	591	762
현금성자산	90	175	159	164	287
매출채권및기타채권	112	122	143	158	176
재고자산	126	158	159	217	241
비유동자산	284	333	436	539	553
투자자산	27	33	35	39	43
유형자산	226	262	359	454	459
무형자산	2	2	2	3	3
자산총계	709	845	944	1,130	1,316
유동부채	176	187	171	203	205
매입채무및기타채무	85	84	87	96	107
단기차입금및단기사채	70	81	81	81	81
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	52	81	74	81	91
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	228	268	245	284	295
지배주주지분	461	549	660	792	950
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	334	334	334	334	334
자본조정	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	116	225	336	468	626
비지배주주지분	19	28	40	54	70
자본총계	480	577	699	846	1,020

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	61	142	108	166	197
당기순이익	77	129	130	157	185
유형자산감가상각비	19	27	39	49	49
무형자산상각비	1	0	0	1	1
자산부채변동	(49)	(50)	(63)	(41)	(39)
기타	13	36	2	0	1
투자활동현금흐름	(109)	(57)	(114)	(153)	(64)
유형자산투자	(63)	(73)	(137)	(144)	(54)
유형자산매각	14	1	0	0	0
투자자산순증	(56)	25	(3)	(4)	(5)
무형자산순증	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	(4)	(9)	27	(4)	(4)
재무활동현금흐름	4	2	(8)	(8)	(10)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	26	10	0	0	0
배당금지급	(6)	(8)	(8)	(8)	(10)
기타	(16)	0	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(2)	0	0	0
현금의증가	(44)	85	(15)	5	123

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

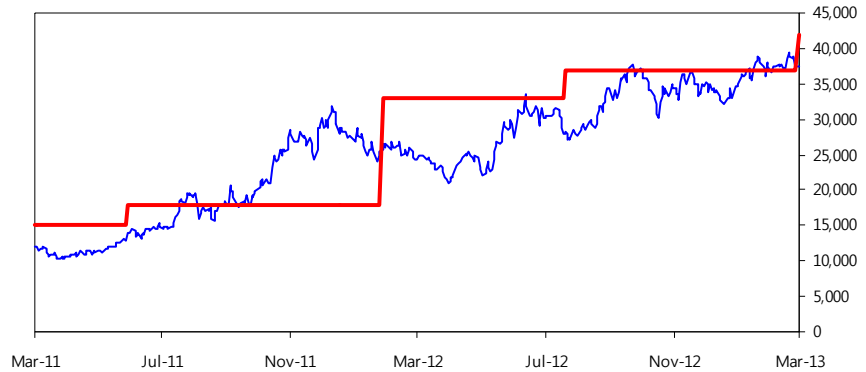
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	807	990	1,059	1,171	1,303
매출원가	604	707	765	837	925
매출총이익	202	284	295	334	378
판매관리비	92	101	109	120	126
영업이익	111	182	186	214	252
금융수익	2	3	3	2	3
이자수익	2	2	2	2	3
금융비용	3	3	6	6	6
이자비용	1	1	4	4	4
기타영업외손익	(4)	3	(6)	1	1
관계기업관련손익	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	105	185	176	212	251
법인세비용	28	56	46	55	65
연결당기순이익	77	129	130	157	185
지배주주지분순이익	73	117	119	143	169
기타포괄이익	(10)	(24)	0	0	0
총포괄이익	66	105	130	157	185
지배주주지분포괄이익	63	96	119	143	169
EBITDA	125	212	226	264	302

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	1,782	2,869	2,909	3,245	3,809
BPS	11,299	13,454	16,163	17,880	21,439
DPS	200	200	200	225	250
성장성(% , YoY)					
매출증가율	74.0	22.8	7.0	10.6	11.3
영업이익증가율	59.1	74.7	0.3	15.2	17.7
순이익증가율	45.1	61.0	1.4	20.2	18.3
EPS증가율	45.1	61.0	1.4	11.5	17.4
EBITDA증가율	70.7	69.7	6.2	16.9	14.4
수익성(%)					
영업이익률	13.2	18.7	17.6	18.3	19.3
순이익률	9.0	11.8	11.2	12.2	12.9
EBITDA Margin	15.5	21.5	21.3	22.5	23.1
ROA	11.6	16.5	14.6	15.1	15.2
ROE	16.9	23.2	19.6	19.6	19.4
배당수익률	1.9	0.7	0.6	0.6	0.7
안정성					
순차입금(십억원)	(81)	(122)	(78)	(83)	(206)
차입금/자본총계비율(%)	14.7	14.0	11.6	9.6	7.9
Valuation(X)					
PER	5.9	9.7	11.3	11.6	9.8
PBR	0.9	2.1	2.0	2.1	1.7
PSR	0.5	1.1	1.3	1.4	1.3
EV/EBITDA	3.0	4.9	5.8	6.2	5.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
영원무역(111770)	2011.04.10	매수	15,000 원
	2011.05.31	매수	18,000 원
	2012.01.30	매수	33,000 원
	2012.07.22	매수	37,000 원
	2013.03.03	매수	42,000 원


Compliance notice

- 당사는 2013년 3월 3일 현재 영원무역 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.