

섬유의복

Company Report
2013. 3. 25

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	48,000
현재주가(13/03/22, 원)	41,050
상승여력	17%

영업이익(13F,십억원)	213
Consensus 영업이익(13F,십억원)	216
EPS 성장률(13F,%)	13.2
MKT EPS 성장률(13F,%)	22.2
P/E(13F,x)	12.5
MKT P/E(13F,x)	9.0
KOSPI	1,948.71
시가총액(십억원)	1,819
발행주식수(백만주)	44
유동주식비율(%)	49.1
외국인 보유비중(%)	33.1
베타(12M,일간수익률)	0.01
52주 최저가(원)	20,850
52주 최고가(원)	42,050
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	5.9 10.8 78.9
상대주가	9.4 13.5 82.7



의류

이혜미
02-768-3066
amy.lee@dwsec.com

영원무역 (111770)

리레이팅은 계속된다

1Q13 Preview: 매출액 +6.3% yoy, 높은 기저부담으로 이익률은 하락 전망

전주 기업탐방을 통해 영원무역의 최근 동향을 업데이트하였다. 지난해 추운 겨울로 재고를 소진한 고객사들의 재고 확충 수요가 늘어나면서 선주문이 증가, 1분기는 비수기임에도 불구하고 85% 이상의 가동률(비수기 과거 평균 가동률 60%대)을 보이며 생산이 전년동기 대비 두 자릿수 증가하고 있는 것으로 파악된다.

다만, 영원무역은 선적 시점에 매출을 인식하기 때문에 3월까지 최종적으로 선적된 물량에 따라 1분기 매출액 변동성이 클 수 있다. 우리는 보수적으로 1분기 매출액이 6.3% yoy 증가(달러 기준 +10.8%)하고, 1Q12 영업이익률 기저가 높아 영업이익은 12.7% yoy 감소할 것으로 예상한다. 하지만 1분기에 선적되지 않은 물량은 2분기 매출액에 반영될 수 있고, 1분기가 비수기인 점을 감안하면 실적이 주가에 미치는 영향은 제한적일 것으로 보인다.

2013년 연간 실적 호조에 대한 가시성 높아

2013년 매출액은 8.5% 증가(달러 기준 +14.5%)하고, 영업이익 14.4% 증가할 전망이다. 연중 최성수기인 2~3분기 매출액은 3~6개월 전인 1분기에 들어오는 고객사 주문을 통해 어느 정도 예측이 가능한데, 현재까지 파악되는 고객사 주문을 고려하면 2013년 연간 실적 호조에 대한 가시성이 높다.

기존 고객사 주문 증가 및 신규 고객사 주문이 꾸준히 유입되고 있는데, 가장 큰 이유는 전체 매출의 50%를 차지하는 미국 경기가 회복세를 보이기 때문이다. 또한, 지난해 방글라데시 기준 공장 확장 및 꾸준한 생산성 향상으로 생산능력도 확대돼 신규 주문을 소화하는 데 무리가 없다. 영업이익률은 2012년 4분기에 있었던 일회성 요인(재고자산 감가상각비 인식 기준 변경)이 사라지면서 1%p 개선될 전망이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 48,000원으로 상향

영원무역에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 48,000원(기존 40,000원)으로 상향 조정한다. 목표주가 상향은 원/달러 환율 가정 상향으로 2013년 예상 EPS를 5.5% 상향하였고, target PER을 기존 12배에서 14.7배로 상향했기 때문이다. Target PER은 글로벌 OEM 회사들의 평균 2013F PER 12.3배를 20% 할증한 수준이며, 영원무역의 1) **프리미엄 아웃도어 OEM에서의 독보적인 지위**와 2) 인건비가 낮은 방글라데시 생산거점 확보, 3) 지속적인 수직 계열화(자체 생산 원단 비중 확대)에 따른 수익성 개선이 가능하다는 점을 고려할 때 premium 부여가 타당하다고 판단한다. 또한, **2015년까지 연평균 EPS 증가율 17.2%**로 높아 target PER 14.7배에 대한 부담이 크지 않다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	807	990	1,059	1,149	1,305	1,498
영업이익 (십억원)	106	182	186	213	247	287
영업이익률 (%)	13.2	18.4	17.5	18.5	18.9	19.2
순이익 (십억원)	73	117	119	145	174	206
EPS (원)	1,782	2,869	2,909	3,294	3,961	4,689
ROE (%)	16.9	23.2	19.9	19.0	18.1	18.3
P/E (배)	5.9	9.7	11.3	12.5	10.4	8.8
P/B (배)	0.9	2.1	2.1	2.1	1.8	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 영원무역, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 영원무역의 분기별 실적 전망 (십억원, %)

	2012					2013F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1QF	2QF	3QF	4QF	연간
매출액	152.3	311.4	374.2	221.3	1,059.1	161.8	342.1	401.4	243.8	1,149.1
영업이익	22.4	65.6	80.8	17.0	185.8	19.6	74.9	90.9	27.3	212.6
세전이익	23.7	66.8	79.4	8.5	178.4	22.9	71.3	88.8	26.9	209.8
순이익	14.8	46.2	54.3	3.4	118.7	14.4	49.3	62.7	18.4	144.8
매출액증가율	8.9	16.7	17.9	-16.8	7.0	6.3	9.9	7.3	10.2	8.5
영업이익증가율	29.4	8.9	16.8	-52.2	1.9	-12.7	14.1	12.5	60.5	14.4
세전이익증가율	38.5	17.9	6.6	-76.7	-3.5	-3.2	6.7	11.8	215.6	17.6
순이익증가율	38.6	16.3	2.9	-75.5	1.4	-2.7	6.6	15.4	442.4	22.0
영업이익률	14.7	21.1	21.6	7.7	17.5	12.1	21.9	22.6	11.2	18.5
순이익률	9.7	14.8	14.5	1.5	11.2	8.9	14.4	15.6	7.6	12.6

자료: 영원무역, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 영원무역의 2013~2014F 수익예상 변경 (십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		증감률	
	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F
매출액	1,118	1,271	1,149	1,305	2.7	2.6	8.5	13.6
영업이익	202	234	213	247	5.1	5.8	14.4	16.3
세전이익	200	241	210	249	4.7	3.5	17.6	18.9
순이익	137	168	145	174	5.5	3.8	22.0	20.2
영업이익률	18.1	18.4	18.5	18.9	-	-	-	-
순이익률	12.3	13.2	12.6	13.3	-	-	-	-

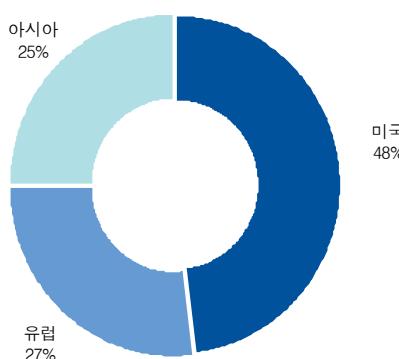
자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. 영원무역의 환율 민감도 분석

	평균 환율 원/달러	기말 환율 원/달러	매출액 십억원	매출액 변동률 %	영업이익 십억원	영업이익 변동률 %	세전이익 십억원	순이익 십억원	순이익 변동률 %
100원 상승	1,171	1,160	1,251.0	8.9	237.8	11.9	246.5	170.2	17.5
50원 상승	1,121	1,110	1,200.1	4.4	225.2	5.9	228.2	157.5	8.8
기본가정	1,071	1,060	1,149.1	0.0	212.6	0.0	209.8	144.8	0.0
50원 하락	1,021	1,010	1,098.2	-4.4	200.0	-5.9	191.5	132.1	-8.8
100원 하락	971	960	1,047.2	-8.9	187.4	-11.9	173.1	119.5	-17.5

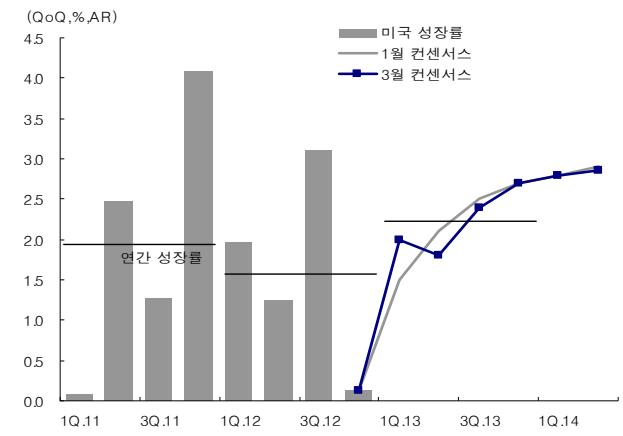
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 영원무역의 지역별 매출액 구성



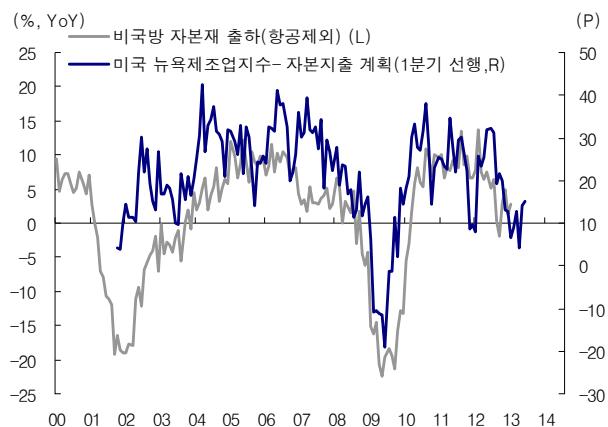
자료: 영원무역, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. (미국) 1Q13 성장률 컨센서스 상향 조정



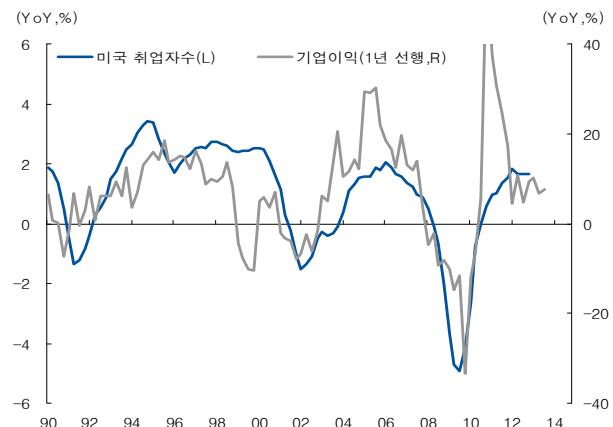
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. (미국) 자본지출 계획 지수 상승하고 있어 기업 투자 확대 시사



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. (미국) 기업 업황 개선으로 고용 증가 지속, 소비에 긍정적



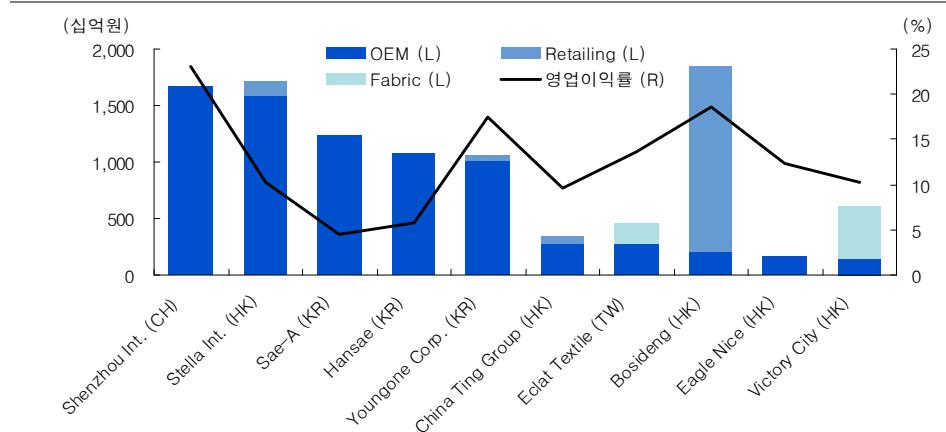
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 글로벌 OEM 기업들의 valuation 비교

기업명	시가총액	매출액			매출액 증가율			영업이익률			PER			PBR			ROE		
		11	12	13F	12	13F	11	12	13F	11	12	13F	11	12	13F	11	12	13F	
영원무역	1,819	990	1,059	1,149	7.0	8.5	18.4	17.5	18.5	9.7	11.3	12.5	2.1	2.1	2.1	23.2	19.9	19.0	
한세실업	596	972	1,076	1,165	10.6	8.3	7.1	5.8	5.3	5.5	12.8	11.7	1.5	2.8	2.1	30.9	24.0	19.5	
Li&Fung (홍)	12,935	22,190	24,516	26,519	10.5	8.2	4.1	3.9	4.2	18.6	18.4	14.9	2.5	2.2	2.1	14.4	12.6	14.4	
Shenzhou Int (중)	4,177	1,551	1,713	1,981	10.5	15.6	23.5	23.1	23.8	13.1	13.0	11.1	3.2	2.7	2.3	26.9	24.8	23.0	
Bosideng (홍)	2,780	1,207	1,668	1,817	38.2	8.9	19.5	18.5	19.4	10.7	10.9	10.0	2.3	2.0	1.9	22.2	18.4	19.2	
Stella International (홍)	2,552	1,656	1,846	1,981	11.5	7.3	10.1	10.3	10.6	14.8	14.2	12.8	2.5	2.4	2.2	17.3	16.7	17.5	
Eclat Textile (대)	1,119	401	462	552	15.1	19.4	13.6	—	—	17.6	16.4	12.5	4.6	4.5	3.8	30.6	34.1	33.7	
Victory city (홍)	245	599	—	—	—	—	10.3	—	—	7.4	—	—	0.4	—	—	4.9	—	—	
China Ting Group (홍)	132	352	—	—	—	—	9.6	—	—	6.6	—	—	0.3	—	—	5.2	—	—	
Eagle Nice (홍)	121	172	—	—	—	—	12.3	—	—	7.0	—	—	0.8	—	—	11.3	—	—	
평균					17.2	11.9	12.9	13.9	14.5	12.0	14.6	12.3	2.1	2.8	2.5	16.6	21.3	21.6	

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 OEM 기업들의 매출액 breakdown



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

영원무역 (111770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	1,059	1,149	1,305	1,498
매출원가	765	816	927	1,061
매출총이익	295	333	378	438
판매비와관리비	109	120	131	150
조정영업이익	186	213	247	287
영업이익	186	213	247	287
비영업손익	-7	-3	2	3
순금융비용	1	0	-2	-4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	178	210	250	291
계속사업법인세비용	47	53	62	73
계속사업이익	131	157	187	218
증단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	131	157	187	218
지배주주	119	145	174	206
비지배주주	13	13	13	12
총포괄이익	112	138	172	202
지배주주	101	127	161	192
비지배주주	11	11	12	11
EBITDA	217	239	278	324
FCF	18	62	95	122
EBITDA마진율 (%)	20.5	20.8	21.3	21.6
영업이익률 (%)	17.5	18.5	18.9	19.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.2	12.6	13.3	13.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	509	680	808	971
현금 및 현금성자산	145	286	370	478
매출채권 및 기타채권	113	125	142	163
재고자산	159	175	199	229
기타유동자산	25	28	32	36
비유동자산	490	587	648	706
관계기업투자등	11	11	11	12
유형자산	352	427	487	542
무형자산	4	5	6	7
자산총계	999	1,267	1,456	1,677
유동부채	155	151	161	175
매입채무 및 기타채무	62	68	78	89
단기금융부채	53	38	33	28
기타유동부채	40	44	50	58
비유동부채	163	183	198	214
장기금융부채	63	63	63	63
기타비유동부채	98	119	134	151
부채총계	318	333	359	389
지배주주지분	642	884	1,036	1,216
자본금	20	22	22	22
자본잉여금	335	457	457	457
이익잉여금	336	472	638	833
비지배주주지분	39	50	61	72
자본총계	681	934	1,097	1,288

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	179	164	187	213
당기순이익	131	157	187	218
비현금수익비용가감	82	81	91	106
유형자산감가상각비	30	25	30	35
무형자산상각비	1	1	1	2
기타	-1	-1	-1	-2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3	-23	-29	-38
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	-12	-17	-21
재고자산 감소(증가)	-8	-16	-24	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	6	9	12
법인세납부	-31	-53	-62	-73
투자활동으로 인한 현금흐름	-231	-119	-87	-86
유형자산처분(취득)	-152	-100	-90	-90
무형자산감소(증가)	-2	-2	-2	-2
장단기금융자산의 감소(증가)	-81	0	0	0
기타투자활동	4	-17	5	6
재무활동으로 인한 현금흐름	23	97	-17	-19
장단기금융부채의 증가(감소)	35	-15	-5	-5
자본의 증가(감소)	0	124	0	0
배당금의 지급	-8	-8	-9	-11
기타재무활동	-4	-3	-3	-3
현금의증가	-30	141	83	108
기초현금	175	145	286	370
기말현금	145	286	370	478

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	11.3	12.5	10.4	8.8
P/CF (x)	9.0	10.6	8.8	7.5
P/B (x)	2.1	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	6.0	6.8	5.5	4.5
EPS (원)	2,909	3,294	3,961	4,689
CFPS (원)	3,663	3,888	4,670	5,513
BPS (원)	15,628	19,831	23,234	27,290
DPS (원)	200	200	250	250
배당성향 (%)	0.0	6.1	6.4	5.4
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	7.0	8.5	13.6	14.8
EBITDA증가율 (%)	3.4	10.2	16.6	16.2
영업이익증가율 (%)	1.9	14.4	16.3	16.3
EPS증가율 (%)	1.4	13.2	20.2	18.4
매출채권 회전율 (회)	9.5	10.2	10.4	10.4
재고자산 회전율 (회)	6.7	6.9	7.0	7.0
매입채무 회전율 (회)	18.8	18.5	18.7	18.8
ROA (%)	14.3	13.9	13.7	13.9
ROE (%)	19.9	19.0	18.1	18.3
ROIC (%)	26.4	26.1	26.3	27.1
부채비율 (%)	46.7	35.7	32.7	30.2
유동비율 (%)	327.7	451.8	502.4	555.8
순차입금/자기자본 (%)	-13.9	-26.9	-30.9	-35.1
영업이익/금융비용 (x)	48.7	63.7	85.0	104.0

자료: 영원무역, KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 에널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 에널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대비 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(▨))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이다. 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 저작재산권은 당시에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

