

## 영원무역(111770)

### 매수(유지)

목표주가: 45,000원(상향)

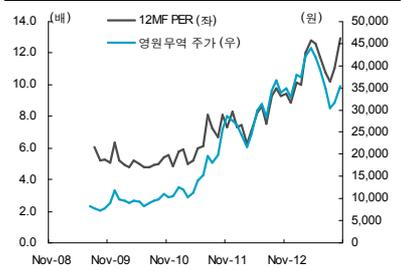
#### Stock Data

KOSPI(10/21)	2,053
주가(10/21)	35,350
시가총액(십억원)	1,566
발행주식수(백만)	44
52주 최고/최저가(원)	46,200/30,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,084
유동주식비율/외국인지분율(%)	49.1/29.7
주요주주(%)	영원무역홀딩스 외 11인 50.9
	Templeton Asset Management Ltd 외 8인 12.7

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.7	(19.8)	17.4
상대주가(%p)	9.3	(27.5)	11.8

#### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### 중장기 성장성 가시화, 목표주가 상향

#### 최고의 경쟁력을 확보한 의류 OEM, 목표주가 45,000원으로 상향

영원무역에 대해 투자 의견 '매수'를 유지하고 목표주가를 기존 36,000원에서 45,000원으로 상향한다. 목표주가 상향은 밸류에이션 시점을 2014년으로 이전함과 동시에 목표 PER을 기존 13.3배에서 14.6배로 상향했다. 목표 PER은 2014년 글로벌 피어 평균 PER 12.2배에 20% 할증한 수준이다. 2013년 실적 부진을 넘어서 2014년부터 실적 재개, EPS 증가율이 22%이고 경쟁 업체 대비 뛰어난 제품 및 원가 경쟁력에 근거해 밸류에이션 할증이 타당하다. 1) 글로벌 아웃도어 및 기능성 웨어 위주의 바이어를 확보해 제품 경쟁력에서 절대 우위이고, 2) 글로벌 탑티어 고객과 오랜 track-record를 축적해 검증된 경쟁력으로 고객 다각화와 품목 다각화가 이루어지고 있으며, 3) 방글라데시와 베트남 위주로 대규모 Capa를 확보했을 뿐 아니라 공격적인 투자로 증설, 수직 계열화와 리테일 사업 확대 등 영역을 넓혀가고 있다.

#### 구체화되는 증설 모멘텀, 2010년 이후 최대규모 증설

실적은 3분기를 저점으로 4분기부터 개선, 2014년 외형과 수익성이 모두 개선될 것이다. 우리는 동사의 Capex 규모가 늘어나고 있으며 이 부분이 실적 개선으로 이어지는 시점이 주가와 실적의 level-up 시점이라고 강조했다. 현재, 증설 모멘텀에 주목한다. 지분 투자를 포함한 Capex 규모는 2012년 2,480억원에 달했고 2013년에도 1,800억원대에 달할 것으로 예상된다. 공장 투자에 매년 4,000만 달러~6,000만 달러가 소요되었다. 그 결과, 동사의 Capa는 공장 라인 수와 인력 기준으로 전년 대비 각각 26%, 14% 증가한 것으로 파악된다. 방글라데시와 베트남은 비중 확대, 중국은 비중 축소이다. 동사는 2010년 중국 생산 비중을 축소하고 방글라데시에서 대규모 인력 확충 및 생산 비중을 확대하면서 2010년에는 성장통이 있었으나 2011년 달러 기준 매출 증가율이 29%에 달하고 영업이익의 65% 급증을 경험한 바 있다. 현재 증설 Capa로 2014년 우리 예상 목표 매출 증가율인 15%는 충분히 달성 가능하며, 소비 경기와 가동률에 따라 상향 가능성도 있다.

#### 2013년 이후에도 지속적인 증설과 성장 가능

현재까지 완료된 증설을 제외하고도 매출의 약 5%를 차지하는 방글라데시 YCL 공장의 복층화 (1층→7층)가 금년 4분기부터 시작될 것이다. 영원무역홀딩스가 독점 운영권 및 개발권을 가지고 있는 KEPZ 증설도 가시화되고 있다. KEPZ는 단기 실적 가시성은 낮으나 2013년 신발과 핸드백 생산을 처음 시작했다. 신발은 노스페이스의 고가 신발로, 핸드백은 준명품 브랜드인 Coach 브랜드 제품을 생산하면서 중고가 신발 및 가방 시장으로 확대를 위한 reference를 쌓고 있다. 그외 메리노울 니트 사업, Scott 지분 인수를 통한 자전거 및 자전거 의류 사업 확대, 기능성 의류 (작업복, 소방복) 등 기존 수익성을 낮추지 않는 품목들로 다각화하면서 중장기 성장 동력을 확보하고 있다.

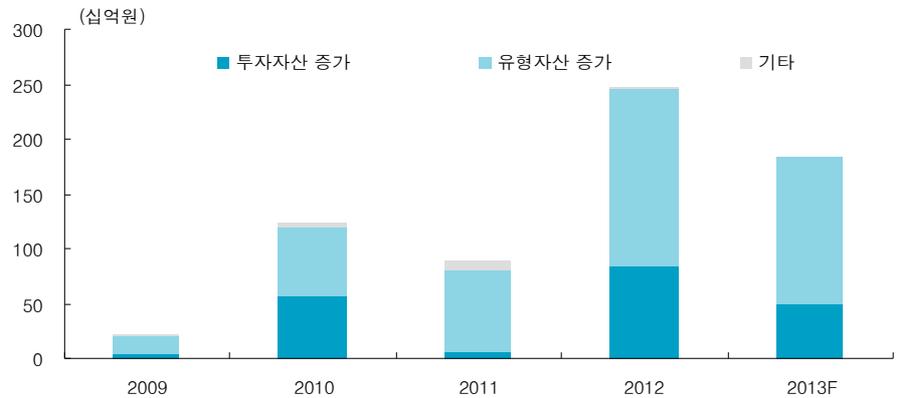
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A	990	182	185	117	2,869	61.0	209	9.7	5.0	2.1	23.2
2012A	1,059	186	178	119	2,909	1.4	217	11.3	5.9	2.1	19.9
2013F	1,070	164	164	111	2,530	(13.0)	197	14.0	7.9	2.1	16.1
2014F	1,230	197	202	137	3,090	22.1	231	11.4	6.6	1.8	16.9
2015F	1,444	251	258	175	3,945	27.7	286	9.0	5.1	1.5	18.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

나은채 3276-6160  
ec.na@truefriend.com

나진아 276-6171  
ec.na@truefriend.com

[그림 1] 영원무역 Capex 추이



자료: 영원무역, 한국투자증권

<표 1> 영원무역 2013년 인력, 공장 라인수 각각 14%, 26% 증가

(단위:명, %)

	인력			공장 라인 수		
	2012	2013	증감 (%)	2012	2013	증감 (%)
한국	465	890	91.4			
방글라데시	44,793	52,300	16.8	588	680	15.6
베트남	7,786	9,350	20.1	110	275	150.0
중국	6,175	4,700	-23.9	173	145	-16.2
San Salvador	1,070	1,260	17.8	30	35	16.7
<b>합계</b>	<b>60,289</b>	<b>68,500</b>	<b>13.6</b>	<b>901</b>	<b>1,135</b>	<b>26.0</b>

자료: 영원무역, 한국투자증권

<표 2> 글로벌 피어 밸류에이션

(단위:배, %)

	OEM Peer 평균	LI FUNG LTD	& Youngone corp	SHENZHOU INTERNATIONAL GROUP	YUE INTERNATIONAL INDUSTRIAL HLDG	YUEN	STELLA INTERNATIONAL	MAKALOT	PACIFIC TEXTILES HOLDINGS	TEXWINCA HOLDINGS LTD
P/E	2012	14.0	23.7	11.3	11.4	11.8	14.0	12.6	13.1	15.2
	2013E	14.5	21.0	13.0	14.3	11.5	15.9	16.4	12.4	9.9
	2014E	12.2	16.9	10.6	12.2	9.6	13.9	13.7	11.0	8.5
P/B	2012	2.5	3.2	2.1	2.3	1.4	2.3	3.2	3.0	1.9
	2013E	2.4	1.7	2.0	2.7	1.1	2.1	4.9	3.1	1.6
	2014E	2.2	2.3	1.7	2.4	1.0	2.0	4.3	2.8	1.5
EV/EBITDA	2012	11.3	22.6	6.0	7.3	N/A	10.9	7.3	8.3	16.9
	2013E	9.6	13.1	7.3	9.6	8.4	10.9	10.6	7.9	6.8
	2014E	8.2	11.2	6.1	8.2	7.3	9.7	8.5	7.0	5.7
ROE (%)	2012	19.3	14.4	19.9	22.9	12.2	17.3	25.9	23.4	12.9
	2013E	17.8	12.1	16.1	20.5	10.1	13.9	30.6	26.4	16.3
	2014E	19.2	14.0	16.9	20.4	11.3	14.8	33.8	28.0	18.1
EPS growth (%)	2012	(1.9)	(11.6)	1.4	(9.5)	4.0	7.2	3.6	3.2	(21.8)
	2013E	(0.2)	(6.0)	(13.0)	11.5	(16.1)	(18.6)	24.5	16.1	31.4
	2014E	18.7	24.3	22.1	17.5	20.2	14.6	19.5	13.1	17.5

자료: Bloomberg, 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.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	511	509	485	551	669
현금성자산	175	145	118	129	173
매출채권및기타채권	122	114	115	132	155
재고자산	158	159	161	185	217
비유동자산	333	490	641	736	830
투자자산	24	69	115	126	141
유형자산	262	352	456	530	594
무형자산	2	4	4	5	5
자산총계	845	999	1,126	1,288	1,498
유동부채	187	155	167	171	178
매입채무및기타채무	84	85	86	99	116
단기차입금및단기사채	81	53	53	33	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	81	163	164	179	199
사채	0	50	50	50	50
장기차입금및금융부채	0	13	13	13	13
부채총계	268	318	331	350	377
지배주주지분	549	642	744	872	1,038
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	335	335	335	335	335
자본조정	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	225	336	438	566	732
비지배주주지분	28	39	51	65	84
자본총계	577	681	795	937	1,122

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	142	179	165	175	222
당기순이익	129	131	123	151	193
유형자산감가상각비	27	30	32	33	34
무형자산상각비	0	1	1	1	1
자산부채변동	(50)	(3)	9	(7)	(3)
기타	36	20	0	(3)	(3)
투자활동현금흐름	(57)	(234)	(184)	(135)	(136)
유형자산투자	(73)	(161)	(136)	(107)	(99)
유형자산매각	1	9	0	0	0
투자자산순증	25	(83)	(46)	(8)	(11)
무형자산순증	(1)	(2)	(1)	(1)	(2)
기타	(9)	3	(1)	(19)	(24)
재무활동현금흐름	2	27	(8)	(29)	(42)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	10	35	(0)	(20)	(33)
배당금지급	(8)	(8)	(8)	(9)	(9)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	(2)	(1)	0	0	0
현금의증가	85	(30)	(27)	11	44

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	990	1,059	1,070	1,230	1,444
매출원가	707	765	797	911	1,054
매출총이익	284	295	273	318	390
판매관리비	101	109	109	121	139
영업이익	182	186	164	197	251
금융수익	3	3	7	6	8
이자수익	2	2	6	6	7
금융비용	3	4	4	4	3
이자비용	3	4	4	4	3
기타영업외손익	3	(6)	(2)	(1)	(2)
관계기업관련손익	(0)	(0)	0	3	4
세전계속사업이익	185	178	164	202	258
법인세비용	56	47	41	50	64
연결당기순이익	129	131	123	151	193
지배주주지분순이익	117	119	111	137	175
기타포괄이익	(24)	(19)	0	0	0
총포괄이익	105	112	123	151	193
지배주주지분포괄이익	96	101	111	137	175
EBITDA	209	217	197	231	286

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	2,869	2,909	2,530	3,090	3,945
BPS	13,454	15,724	16,792	19,682	23,427
DPS	200	200	200	200	200
성장성(% , YoY)					
매출증가율	22.8	7.0	1.0	14.9	17.5
영업이익증가율	64.8	1.9	(11.6)	20.2	27.2
순이익증가율	61.0	1.4	(6.3)	23.1	27.7
EPS증가율	61.0	1.4	(13.0)	22.1	27.7
EBITDA증가율	61.4	3.4	(9.2)	17.6	23.9
수익성(%)					
영업이익률	18.4	17.5	15.3	16.1	17.4
순이익률	11.8	11.2	10.4	11.1	12.1
EBITDA Margin	21.1	20.4	18.4	18.8	19.8
ROA	16.5	14.2	11.6	12.5	13.9
ROE	23.2	19.9	16.1	16.9	18.3
배당수익률	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
안정성					
순차입금(십억원)	(122)	(95)	(68)	(109)	(200)
차입금/자본총계비율(%)	14.0	17.0	14.6	10.2	5.6
Valuation(X)					
PER	9.7	11.3	14.0	11.4	9.0
PBR	2.1	2.1	2.1	1.8	1.5
PSR	1.1	1.3	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	5.0	5.9	7.9	6.6	5.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
영원무역(111770)	2011.11.17	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
	2013.08.15	매수	36,000 원
	2013.10.22	매수	45,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 10월 22일 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
- 중 립 : 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 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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.