Company note

Korea / Consumer

25 March 2014 **NOT RATED**

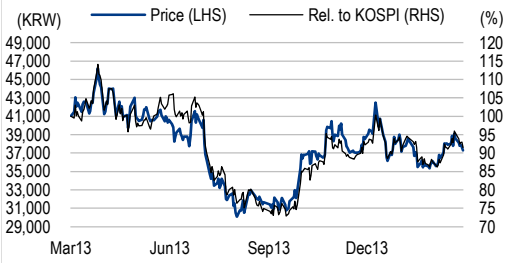
목표주가	**N/A** 원
현재주가 (24 Mar 2014)	**36,800** 원

Upside/downside (%)	N/A
KOSPI	1,934.94
시가총액 (십억원)	1,653
52 주 최저/최고	30,100 - 46,200
일평균거래대금 (십억원)	3.03
외국인 지분율 (%)	28.4

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13
매출액 (십억원)	**817**	**990**	**1,059**	**1,108**
영업이익 (십억원)	105.5	182.3	185.8	160.8
당기순이익 (십억원)	**74.3**	**128.5**	**131.3**	**121.9**
수정순이익 (십억원)	72.8	117.1	118.7	110.5
EPS (원)	1,785	2,869	2,909	2,513
EPS 성장률 (%)	45.4	60.8	1.4	(13.6)
P/E (x)	**5.9**	**9.7**	**11.3**	**16.9**
EV/EBITDA (x)	2.5	4.8	5.8	9.2
배당수익률 (%)	1.9	0.7	0.6	0.5
P/B (x)	0.9	2.1	2.1	2.1
ROE (%)	**16.9**	**23.2**	**19.9**	**14.8**
순차입금/자기자본 (%)	(25.9)	(21.2)	(13.9)	(13.9)

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	3.3	(3.2)	(7.4)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	4.5	(0.8)	(6.6)

최승환
3774 2147 sh.choi@miraeasset.com

박유미, Analyst
3774 6818 yumi.park@miraeasset.com

영원무역 (111770 KS)

현재 진행중인 성장스토리

영원무역은 기능성 아웃도어 의류 및 신발을 주로 생산하는 OEM (Original Equipment Manufacturing) 업체. 주로 방글라데시에 있는 자체공장에서 제품을 생산하여 The North Face (VF)를 비롯한 Nike, Polo 등 40 여 바이어에 납품하며, 생산된 제품은 미국 (48%), 유럽 (28%), 아시아 (24%) 에서 소비됨. 동사 생산시설의 70%가 위치한 방글라데시는 낮은 인건비를 바탕으로 타 의류생산국가 대비 계속적인 경쟁우위가 예상됨. 앞으로 생산품목 다양화, 원단-의류 수직계열화로 중장기 성장동력 모색 기대.

방글라데시 공장의 원가경쟁력 지속될 것

영원무역은 생산시설의 70%를 방글라데시에 위치하고 있음. 방글라데시의 최저임금 수준은 아시아 국가들 중에서도 가장 낮은 수준으로 (방글라데시 $68 vs. 베트남 $112, 중국 $261), 동사는 이를 바탕으로 우수한 원가경쟁력을 갖추고 있음. 그리고 방글라데시의 투자여건이 열악하기 때문에 경쟁사가 방글라데시에 생산기지를 확보하는 것도 단기간 내에는 어려울 것으로 보여, 동사의 경쟁력은 단기간 내 훼손되기 어려움. 그리고 동사는 방글라데시에 300 만평의 공단을 (KEPZ) 확보한 만큼, 향후 증설 여건도 양호함.

선진국 경기 회복과 더불어 외형 성장 회복 예상

영원무역은 생산제품의 75%가량을 미국과 유럽에 수출하고 있는데, 이들 선진시장의 경기가 회복됨에 따라 동사의 올해 주문량도 증가할 것이 기대됨. 당사 매크로팀은 미국과 유로존 GDP 성장률 (YoY)이 2013 년 +1.7%, -0.3%에서 2014 년 +2.6%, +1.0%로 회복될 것으로 예상하고 있음. 참고로 동사는 2013 년 달러 기준 약 9%의 매출 성장을 달성했고 (원화 기준 4%), 2014 년에도 10% 내외의 매출 성장이 전망됨.

중장기적으로 제품 다각화 및 원단사업 확대 진행 중

영원무역은 최근 Engelbert-Strauss (작업복), Pearl Izumi (자전거의류), Coach (핸드백)를 고객으로 추가하면서 생산복종을 다각화하고 있음. 이를 통해 매출의 계절성을 줄였을 뿐 아니라 상위 5 개 바이어의 매출의존도가 2010 년 48%에서 2013 년 약 40%로 감소. 중장기적으로는 원단사업 확대를 진행 중. 자체 증산 외에 기능성원단 생산기술 보유 업체 인수를 통해 원단자급률을 높이는 것이 동사 계획임.

실적 및 밸류에이션

의류생산의 脫중국화가 본격화되었던 2011-2012 년 동사는 연평균 14%의 매출성장과 10% 후반의 영업이익률을 달성했고 (2010 년 이전 영업이익률: 10% 초중반), 의류 생산체인 내 경쟁우위가 부각되며 P/E 밸류에이션 리레이팅도 꾸준히 진행되었음 (2010 년 5 배→2011 년 6.4 배→2012 년 8 배). 현재 주가는 2014 년 컨센서스 기준 P/E 12.5 배이며, 경쟁사 중 수직계열화가 잘 된 대만 업체 Eclat (1476 TT)과 Makalot (1477 TT)은 26 배, 16 배로, 인건비 경쟁력에서 열위에 있는 중국 업체들은 6-13 배로 거래 중.

방글라데시 공장의 원가경쟁력 지속될 것

영원무역은 생산시설의 70%를 방글라데시에 위치하고 있다. 방글라데시의 임금수준은 아시아 국가들 중에서도 가장 낮은 수준으로, 동사는 이를 바탕으로 우수한 원가경쟁력을 갖추고 있다. 그리고 방글라데시의 열악한 투자여건을 감안하면 경쟁사가 방글라데시에 생산기지를 확보하는 것도 단기간 내에는 어려울 것으로 보여, 이 같은 경쟁력이 단기간 내 훼손될 우려는 작다.

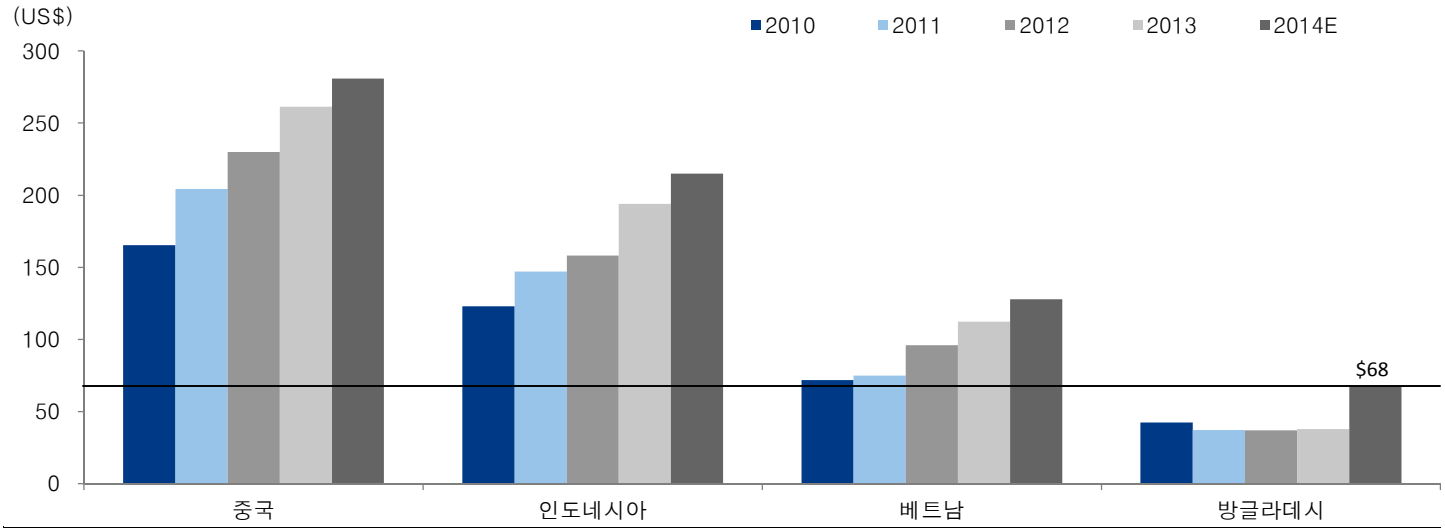
방글라데시, 베트남 등 동남아 국가들이 의류 생산국가로 각광받기 시작한 것은 중국의 임금상승 이슈가 크게 대두되었던 2010 년 전후이다. 중국은 세계 최대의 의류생산국이자 미국에 가장 많은 의류를 수출하는 국가였으나, 2010 년을 정점으로 미국 내 수입점유율이 조금씩 하락하고 있다. 2007 년-2012 년 미국의 의류수입액을 보더라도 중국은 연평균 4% 성장에 그쳤지만 베트남은 10%, 방글라데시는 8%의 높은 성장률을 보였다 (Figure 2 참고).

물론 중국뿐 아니라 동남아 국가들의 임금인상도 진행 중이다. 2014 년 방글라데시의 월 최저 임금은 $68 로, 종전($38)보다 70%이상 인상되었다. 동사 역시 방글라데시 공장 노동자 임금을 올해부터 35% 인상하였다. 과거 수 년 간 인상이 이루어지지 않았기 때문에 이번 인상률이 다소 높았지만, 앞으로 임금인상이 진행된다고 하더라도 중국의 최저임금($261)과 비교하면 아직 방글라데시와 베트남 ($112)의 인건비 경쟁력은 여전하기 때문에 영원무역의 경쟁력은 지속될 것으로 보인다.

한편 다른 회사가 단기간 내 방글라데시에 생산기지를 갖춰 영원무역의 경쟁자로 부상할 가능성은 낮아 보인다. 전기, 물 등의 인프라가 부족하고 사업허가에 시간이 많이 걸리는 등 방글라데시의 투자환경이 상대적으로 열악하기 때문이다. KOTRA 와 International Finance Corporation (IFC)에 따르면, 방글라데시에서 사업을 개시하기 위해서는 약 860 일이 소요되는 데 비해, 베트남에서는 320 일이 소요된다. 양 국의 FDI 규모 역시 큰 차이를 보이고 있다 (2012 년 방글라데시 12 억$ vs. 베트남 84 억$).

영원무역은 30 년 이상 방글라데시에서 사업을 진행해 왔고, 현재 15 개 공장에서 52,000 여명을 고용하고 있는 방글라데시 최대의 의류 생산업체이다. 또 현지 정부와의 우호적인 관계 속에 민간 최초로 수출가공공단 (KEPZ) 조성을 주도, 치타공에 약 300 만평 규모의 공단 부지를 확보한 만큼 앞으로의 캐파 증설 여건도 상대적으로 양호하다. 동사는 KEPZ 공단 내 8 개 공장에서 2013 년 약 1,500 만달러의 매출액을 달성했고, 8 개 공장을 풀 가동 시 매출액은 1 억 5 천만달러 (동사 연 매출액의 약 10%) 수준으로 전망된다.

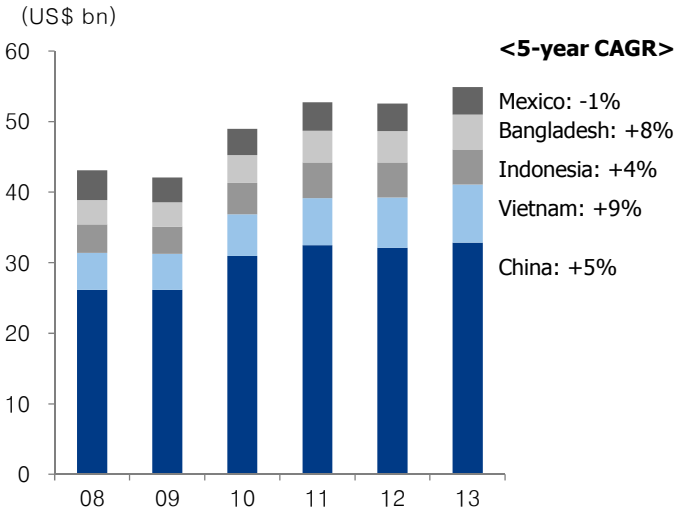
Figure 1 아시아 국가들의 최저임금 추이 비교



자료: KOTRA, 미래에셋증권 리서치센터

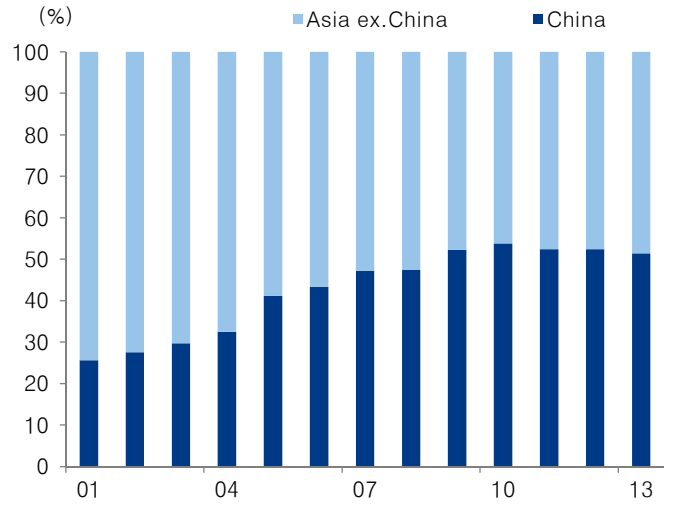
최승환, 3774 2147, sh.choi@miraeasset.com
박유미, Analyst, 3774 6818, yumi.park@miraeasset.com

Figure 2 미국의 국가별 의류 수입액 및 최근 5 년 CAGR



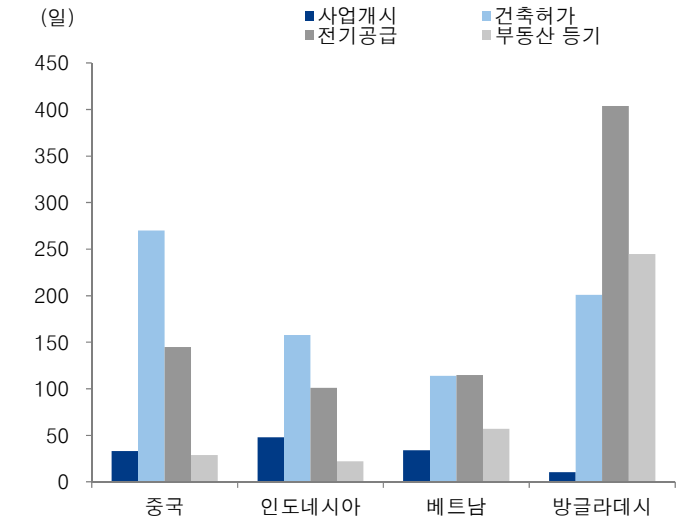
자료: U.S. Department of Commerce, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 미국 의류수입액의 아시아 내 중국 비중 2010 년 이후 하락세



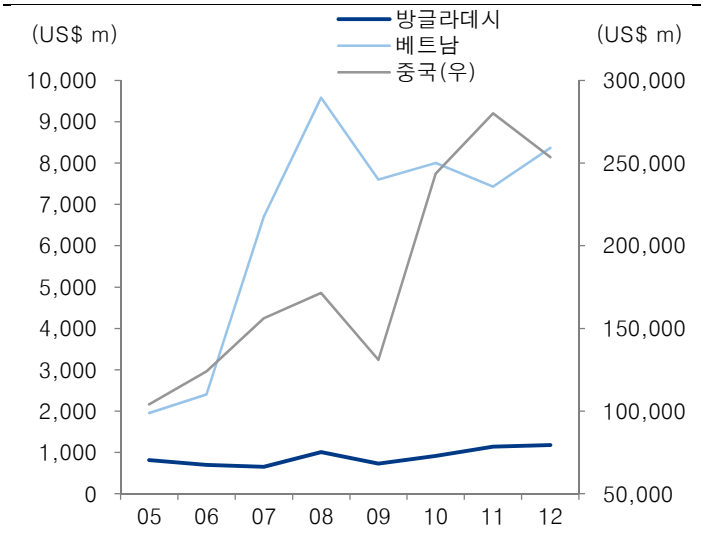
자료: U.S. Department of Commerce, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 국가별 사업 개시에 걸리는 기간



자료: KOTRA, International Finance Corporation, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 국가별 FDI 추이



자료: World Bank, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 KEPZ 개요

명칭	KEPZ (Korean Export Processing Zone)
성격	민간 수출가공공단 (방글라데시 내 여타 수출가공공단은 정부가 조성, 운영)
추진주체	영원무역
개발 · 운영업체	KEPZ Corporation Ltd. (영원무역홀딩스 100% 자회사)
위치	방글라데시 치타공
규모	2,492 에이커 (1,000만 제곱미터)
추진일지	1995년 한국-방글라데시 정부간 설립 합의 2007년 5월 방글라데시 정부로부터 공단 운영허가권 취득 2011년 12월 공단 내 카나풀리 신발산업사(KSI) 조업 개시 (2,500명 고용) 2013년 공장 8개동 완공, 연간 매출액 1천 5백만달러 달성 (주로 신발류)
향후 계획	2018 ~2023년까지 공장 8개동에서 연 매출액 1억 5천만달러 달성

자료: KOTRA, 영원무역, 미래에셋증권 리서치센터

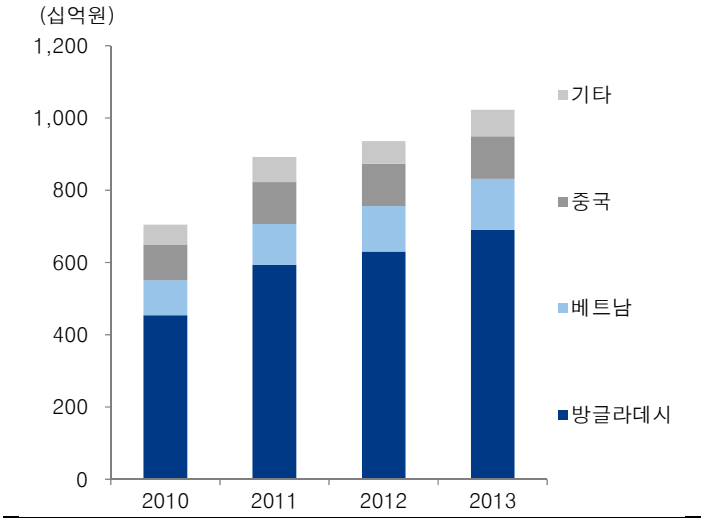
선진국 경기 회복과 더불어 외형 성장 회복 예상

영원무역은 생산제품의 75%가량을 미국과 유럽에 수출하고 있는데, 이들 선진시장의 경기 회복에 따른 매출 증가가 기대된다. 당사 매크로팀은 미국과 유로존 GDP 성장률 (YoY)이 2013 년 +1.7%, -0.3%에서 2014 년 +2.6%, +1.0%로 회복될 것으로 예상하고 있다. 앞으로 선진국 경기 회복이 계속된다면 동사 오더 역시 늘어날 수 있을 것으로 보인다. 참고로 동사는 2013 년 달러 기준 약 9%의 매출 성장을 달성했고 (원화 기준 4%), 2014 년에도 10% 내외의 매출 성장이 전망된다.

선진국의 경기 회복과 더불어, 앞으로 중국 등 신흥 소비시장의 의류 소비 역시 꾸준히 성장할 것으로 전망된다. 특히 영원무역의 주력복종인 아웃도어 및 스포츠 의류는 신흥국 의류시장에서 차지하는 비중이 선진시장보다 작다. 하지만 신흥국의 소득수준이 점차 선진국과 유사하게 높아지면 여가와 건강에 대한 관심 증대에 따라 아웃도어, 스포츠 의류의 수요가 선진국과 유사한 수준으로 증가할 수 있을 것으로 기대된다.

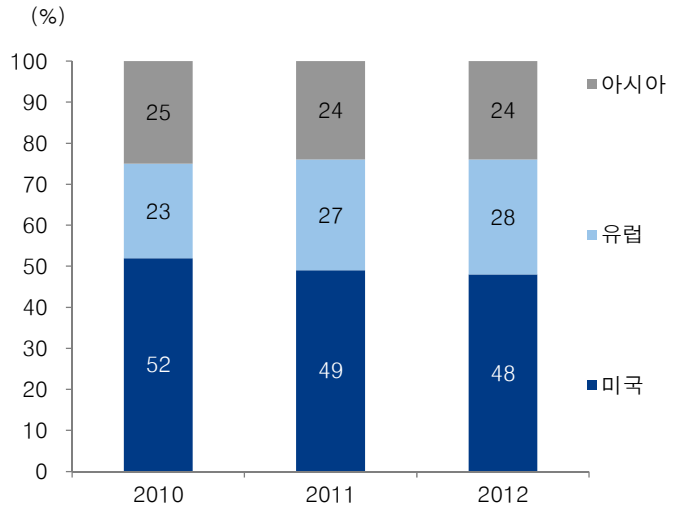
참고로 The North Face 의 중국 내 독점판권은 영원무역이 98 년 250 만달러에 취득하였으나, VF 에서 이를 2007 년 1,500 만달러에 조기 회수하였다. 이는 중국시장의 성장성을 감안한 조치로 보이며, VF 의 윈터자켓류 생산비중 50% 이상을 자치하는 영원무역은 간접적으로 중국시장 성장의 수혜를 받을 수 있을 것으로 기대된다.

Figure 7 영원무역 생산지별 매출액 breakdown



자료: 영원무역, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 영원무역 국가 / 지역별 매출 비중



자료: 영원무역, 미래에셋증권 리서치센터

중장기적으로 제품 다각화 및 원단사업 확대 진행 중

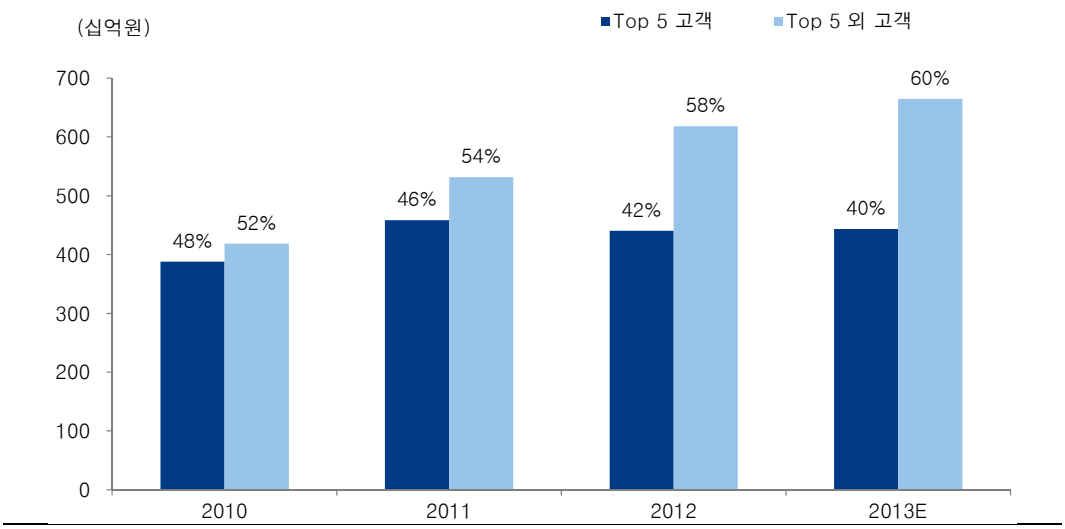
영원무역은 제품 다각화를 꾸준히 진행하고 있다. 아웃도어 의류를 통해 얻은 노하우를 바탕으로 기능성 작업복 (Engelbert-Strauss), 자전거의류 (Pearl Izumi)로 제품을 확장했고, 최근 Coach 핸드백도 생산하고 있다. 신발류는 KEPZ 내 공장을 통해 ABC 마트, Decathlon, Puma 등의 중저가 제품을 생산하고 있고, 작년에 The North Face 기능성 등산화 생산을 처음 생산해 향후 고부가가치 제품 생산을 위한 노하우를 확보할 예정이다. 상기 품목들은 2-3 분기에 오더가 몰리는 윈터자켓류와 달리 수주의 계절성이 낮아, 동사가 비수기 없이 연중 높은 가동률을 유지하고 꾸준한 매출규모를 유지할 수 있게 할 수 있을 것으로 기대된다. 그리고 고객 기반이 확대되면서 상위 5 개 바이어의 매출의존도가 2010 년 48%에서 2013 년 약 40%로 줄어든 점 역시 긍정적이다.

또한 동사는 장기적으로 원단 생산을 통한 수직계열화를 추구하고 있다. 2008 년 9 월 베트남 남딘에 원단생산 법인 Sungnam Knitting Mills Limited (SKL) 를 설립하였고, 2010 년에는 뉴질랜드소재 메리노울 원단 업체 Designer Textiles International (DTI)를 인수한 뒤, 생산시설을 베트남으로 이전하여 메리노울 원단을 생산하고 있다. 동사의 원단자급률은 현재 약 5% 내외이나, 향후 자체 생산능력을 확대하고 원단 제조업체의 인수기회를 모색함으로써 중장기적으로 원단자급률을 높여 갈 계획이다.

한편 베트남은 2015 년 미국을 포함한 '환태평양경제동반자협정 (Tran-Pacific Partnership Agreement, TPP)'에 가입할 것이 예상된다. 협상 타결 시 의류 수입관세 (17%)가 철폐되기 때문에 베트남에 생산공장을 둔 업체의 수혜가 예상된다. 영원무역은 베트남 원단 생산법인의 생산능력을 확대하는 한편, 원단공장 인근에 설립한 의류 봉제공장의 생산능력 역시 확대함으로써 (2013 년 Hung Yen 에 라인 40 개, 직원 900 명 추가, Bac Giang 에 라인 14 개, 직원 400 명 추가) 이에 대비하고 있다.

추가적으로, 방글라데시 정부는 2013-2014 회계연도 (2013. 7~2014. 6) 예산안에서 섬유사, 우븐직물 등에 대한 관세율을 12%에서 5%로 낮추었다. 따라서 영원무역이 제 3 국에서 섬유사를 수입해 방글라데시에서 생산하는 제품의 원가 절감에 일부 기여할 것으로 보인다.

Figure 9 영원무역 고객별 매출비중 추이: Top 5 고객 의존도 지속적으로 감소



자료: 영원무역, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 영원무역 주요 바이어

구분	회사명
Top 5 (매출비중 40%)	VF, Nike, Patagonia, Land's End, Polo
아웃도어, 스포츠	Lululemon, Pearl Izumi, Oakley, Black Diamond, Arc'teryx, LL Bean
기능성의류	Engelbert-Strauss, Helly Hansen, Ice Breaker, SmartWool
가방	VF, Coach
신발	ABC Mart, Decathlon, Puma, Vans

자료: 영원무역, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 영원무역의 국가별 인력, 생산시설 분포

국가	직원 수			생산라인 수		
	2012. 9	2013. 11	증감(%)	2012. 9	2013. 11	증감(%)
한국 (본사)	465	890	–	–	–	–
방글라데시	44,793	52,300	16.8	588	680	15.6
베트남	7,786	8,050	3.4	110	275	150.0
중국	6,175	4,700	(23.9)	173	145	(16.2)
엘살바도르	1,070	1,260	17.8	30	35	16.7
계	60,289	67,200	11.5	901	1,135	26.0

자료: 영원무역, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 영원무역의 원단 및 부자재 생산 자회사 현황

구분	회사명	지분율(%)	소재지	2013 매출액 (십억원)
아웃도어 및 패딩의류 원단, 부자재 제조	YPL	100	방글라데시	4.7
	YGA	100	방글라데시	6.5
	SEL	100	방글라데시	3.5
	SDF	100	방글라데시	19.4
	YSF	100	방글라데시	10.8
	STL	100	방글라데시	7.4
	SWL	100	방글라데시	0.5
니트의류 제조	SKL	100	베트남	3.5
메리노울 제조	DTI	50	뉴질랜드, 베트남	41.0
	소계			97.3
	전사 매출액 (십억원)			1,108.3
	전사 매출액 대비 (%)			8.8

자료: 영원무역, 미래에셋증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

의류생산의 脫중국화가 본격화되었던 2011-2012 년 동사는 연평균 14%의 매출성장과 10% 후반의 영업이익률을 달성했고 (2010 년 이전 영업이익률: 10% 초중반), 의류 생산체인 내 경쟁우위가 부각되며 밸류에이션 (12 개월 forward P/E) 도 2010 년 5 배→2011 년 6.4 배→2012 년 8 배로 리레이팅 되었다. 2013 년에는 연중 풀가동에 대응하기 위한 증설에 따른 효율 악화와 선진국 경기 부진 (상반기), 국내 소비 부진이 겹쳐 매출액은 +4.6% YoY, 영업이익은 -13.5% YoY (영업이익률 14.5%)에 그쳤으나, 달러기준 매출성장은 +9% YoY 로 상대적으로 견조했다. 그리고 2014 년 매출액은 선진국 경기 호전에 힘입어 10% 내외의 성장을 회복할 것으로 기대된다. 다만 이익 측면에서는 올해 단행된 방글라데시 임금 인상분 (+35%)의 판가 전가여부 및 전가 시기가 중요한 요인일 것으로 보인다.

글로벌 섬유&의류 생산기업의 밸류에이션은 업체별로 큰 차이를 보이고 있다. 수직계열화가 잘 되어 있고 베트남 TPP 의 수혜가 예상되는 대만 업체인 Eclat 과 Makalot 은 FY14E P/E 26 배, 16 배로 거래 중이나, 인건비 경쟁력에서 열위에 있는 중국 업체들은 6-13 배 수준으로 거래 중이다. 영원무역은 컨센서스 기준 FY14E P/E 12.5 배이다. 중장기적으로 대만 업체들처럼 고부가가치 제품 생산비중을 확대하고 원단생산 수직계열화를 달성한다면 향후 동사 밸류에이션의 추가적인 상향 요인이 될 것으로 판단된다.

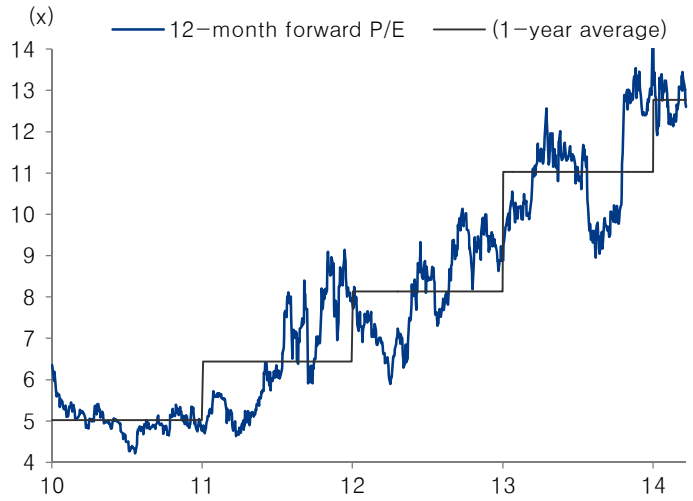
Figure 13 Peer valuation

Name	Code	Mkt cap	Price	Crncy	P/E(x)			CAGR 13E-15E (%)		P/B(x)	ROE(%)	EV/EBITDA (x)	Net debt /equity (%)	Div. yield(%)
Korea		(US$ m)	03-24		14E	15E	Sales	OP	EPS	14E	14E	14E	13E	14E
Youngone	111770	1,514	36,800	KRW	12.5	10.6	10.3	16.9	17.7	1.8	15.1	6.7	(13.9)	0.5
Hansae	105630	837	22,550	KRW	15.5	13.2	11.7	23.8	26.6	2.8	19.6	9.5	38.6	0.5
Shinsung	005390	153	1,145	KRW	11.9	6.7	1.3	92.1	1,207.7	0.8	6.6	8.5	118.0	-
Taiwan														
Eclat Textile	1476 TT	3,105	378	TWD	25.8	19.4	48.7	62.2	60.3	8.8	42.2	18.1	(0.2)	2.6
Makalot	1477 TT	898	163	TWD	15.8	13.1	25.8	34.0	31.5	4.7	31.0	11.7	(57.5)	5.0
Toung Loong	4401 TT	406	103	TWD	14.7	12.1	33.3	-	90.2	4.4	31.3	10.7	40.1	4.5
Nien Hsing	1451 TT	397	30	TWD	-	-	-	-	-	-	-	-	(3.9)	-
Tainan Spinning	1440 TT	1,142	22	TWD	25.8	21.1	0.5	76.4	17.0	1.4	4.0	-	(7.4)	0.9
China&HK														
Shenzhou Intl.	2313 HK	4,571	25	HKD	13.0	11.0	22.6	21.8	21.9	2.4	19.6	8.1	(18.3)	2.2
Luen Thai	311 HK	336	3	HKD	5.9	5.1	24.8	41.2	28.1	0.8	14.6	-	(13.8)	0.7
Pacific Textile	1382 HK	1,950	10	HKD	12.3	11.3	16.3	23.7	20.4	3.7	29.6	8.5	(42.3)	7.0
Texwinca	321 HK	1,425	8	HKD	13.1	11.0	0.1	88.5	16.3	1.8	14.3	8.6	(12.1)	6.0
Luthai	000726	1,384	9	CNY	8.0	6.8	21.8	38.7	39.4	1.2	16.2	-	8.8	4.9
Vietnam														
Thanh Cong Text.	TCM VN	69	29,600	VND	8.7	7.5	14.3	-	25.4	1.8	21.6	-	108.5	4.5
Apparel brands														
VFC	VFC US	27,435	62	USD	20.3	18.0	8.0	11.8	12.1	4.3	21.4	13.2	11.1	1.7
Nike	NKE US	66,597	75	USD	25.3	22.2	9.0	10.8	10.5	6.0	23.4	15.2	(41.0)	1.2
Adidas	ADS GR	22,058	76	EUR	17.4	14.3	5.3	13.0	19.0	2.6	15.5	9.3	(5.4)	2.3
Polo	RL US	14,548	161	USD	19.1	17.4	7.6	2.3	6.1	3.7	19.6	9.9	(27.3)	1.1
Lululemon	LULU US	6,916	48	USD	25.3	22.0	15.6	9.1	7.3	6.0	27.3	14.0	(66.5)	0.0
Under Armour	UA US	12,716	120	USD	64.9	51.7	22.9	25.7	22.8	10.4	17.3	31.0	(18.5)	0.0
Columbia	COLM US	2,858	83	USD	25.0	22.3	11.1	15.8	16.3	2.1	8.8	11.3	(42.2)	1.4
Coach	COH US	13,946	50	USD	16.0	14.7	0.6	(5.5)	(3.5)	5.9	37.3	8.9	(47.1)	2.7

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

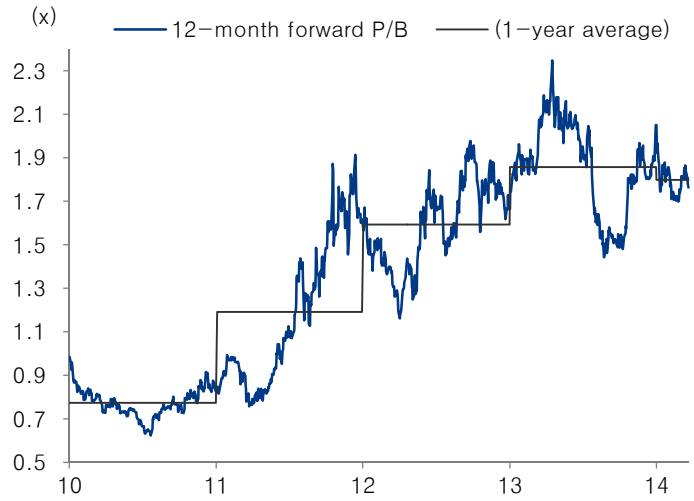
최승환, 3774 2147, sh.choi@miraeasset.com
박유미, Analyst, 3774 6818, yumi.park@miraeasset.com

Figure 14 영원무역 12 개월 forward P/E: 2010 년 이후 지속적으로 리레이팅



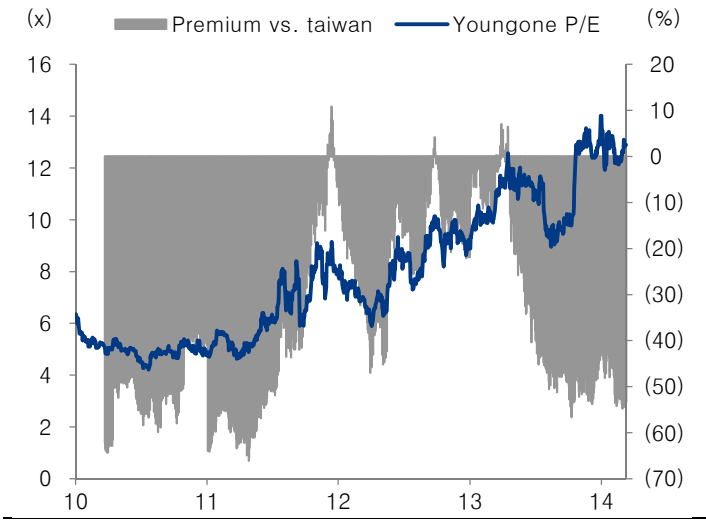
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 15 영원무역 12 개월 forward P/B



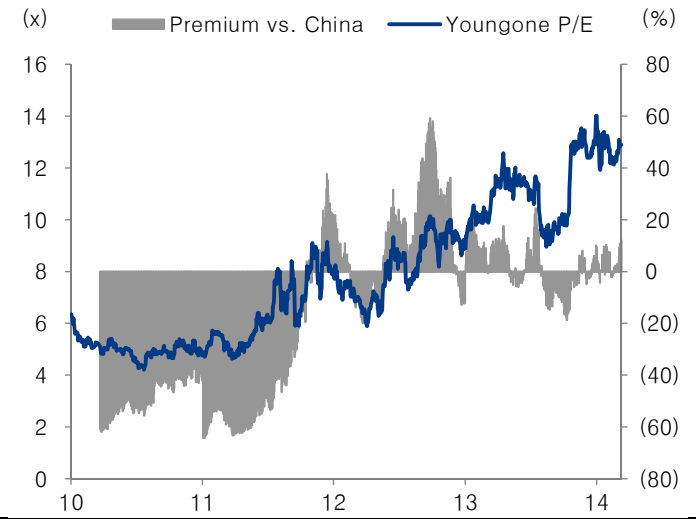
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 16 영원무역 12 개월 forward P/E 와 대만 업체 대비 프리미엄



자료: Bloomberg, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 17 영원무역 12 개월 forward P/E 와 중국 업체 대비 프리미엄



자료: Bloomberg, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

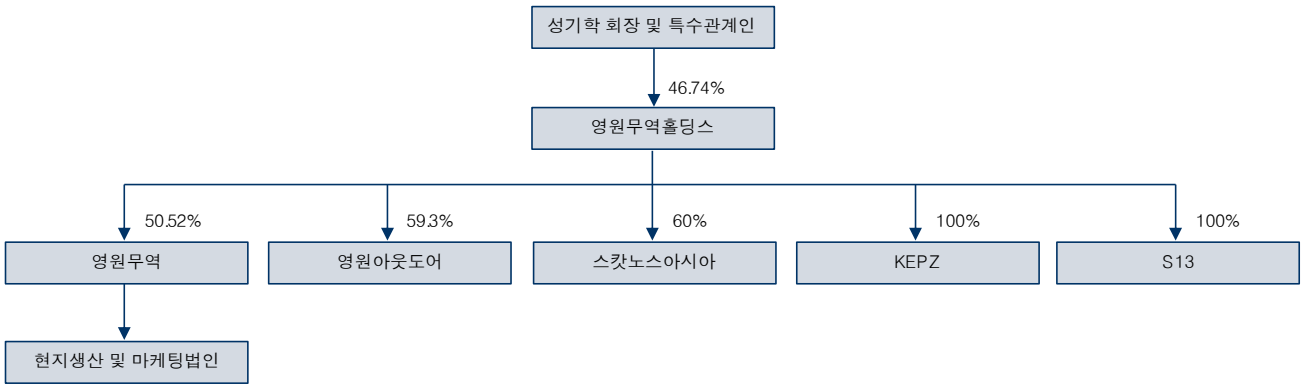
회사 소개

영원무역은 1974 년 설립된 아웃도어 및 스포츠 의류를 주로 생산하는 OEM 기업이다. 약 40 여개 바이어의 주문을 받아 방글라데시, 베트남, 중국, 엘살바도르에 위치한 자체 공장에서 생산하고 있다. 생산된 제품은 미국(48%), 유럽(28%), 아시아 (24%)에서 소비된다. 아웃도어 의류 외에도 신발과 백팩 제품을 OEM 방식으로 생산하고 있으며, 최근에는 작업복, 자전거의류, 핸드백 등으로 제품범위를 확장하고 있다. 의류 완제품 외에 안감류 및 니트의류, 메리노울 생산을 위한 업스트림 시설도 일부 보유하고 있다.

동사는 방글라데시에서는 사업을 30 년 이상 진행해 왔고, 현지 정부와 우호적인 관계를 유지하고 있다. 이를 바탕으로 1995 년 민간 최초의 수출가공공단 (KEPZ) 조성허가를 획득, 치타공에 약 300 만평 규모의 공단 부지를 확보하였다. 향후 우즈베키스탄, 미얀마 등지로 생산기지 확대를 모색하고 있다.

최대주주는 영원무역홀딩스 (50.52%)이다. 영원무역홀딩스는 자회사를 통해 노스페이스, 아이글, 골드윈 및 스캇자전거의 국내 유통사업을 진행하고 있고, KEPZ 의 지분을 100% 소유하고 있다. 국내 "영원"브랜드는 영원무역이 생산 및 유통을 담당하고 있다.

Figure 18 영원무역 지배구조도



자료: 영원무역, 영원무역홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 19 영원무역 SWOT 분석

Strengths	Weaknesses
방글라데시 공장의 원가경쟁력 VF, Nike 등 우량 바이어와의 장기 거래관계 100% 자체공장 생산으로 경쟁사 대비 높은 협상단가와 우수한 품질	원가의 큰 비중을 차지하는 기능성원단은 수직계열화 (자체생산이나 개발)가 쉽지 않음 국내 소비경기 부진에 따른 "영원"브랜드 부진 지속 가능성
Opportunities	**Threats**
안정적인 재무구조 (2013년 말 1,200억원 순현금)를 바탕으로 한 중장기 증설 및 수직계열화 추진 여력 베트남 TPP 체결 시 원단공장과 위성봉제공장 생산 제품의 관세절감 수혜	방글라데시 자체 정치적 이슈 발발 가능성

자료: 미래에셋증권 리서치센터

최승환, 3774 2147, sh.choi@miraeasset.com
박유미, Analyst, 3774 6818, yumi.park@miraeasset.com

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012A	2013A
매출액	**817**	**990**	**1,059**	**1,108**
매출원가	624	707	765	826
매출총이익	**192**	**284**	**295**	**283**
판매비와관리비	87	101	109	122
영업이익 (조정)	**106**	**182**	**186**	**161**
영업이익	**106**	**182**	**186**	**161**
순이자손익	(1)	(0)	(1)	1
지분법손익	6	(0)	(0)	2
기타	(4)	3	(6)	(0)
세전계속사업손익	**107**	**185**	**178**	**163**
법인세비용	27	56	47	41
당기순이익	**74**	**129**	**131**	**122**
당기순이익 (지배주주지분)	**73**	**117**	**119**	**111**
EPS (지배주주지분, 원)	1,785	2,869	2,909	2,513

증가율&마진 (%)	2010A	2011A	2012A	2013A
매출액증가율	76.2	21.3	7.0	4.6
매출총이익증가율	85.8	47.4	3.9	(4.0)
영업이익증가율	58.3	72.7	1.9	(13.5)
당기순이익증가율	45.4	60.8	1.4	(6.9)
EPS 증가율	45.4	60.8	1.4	(13.6)
매출총이익율	23.6	28.6	27.8	25.5
영업이익률	12.9	18.4	17.5	14.5
당기순이익률	8.9	11.8	11.2	10.0

자료: 영원무역, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012A	2013A
유동자산	**373**	**511**	**509**	**609**
현금및현금성자산	79	175	145	165
단기금융자산	31	0	31	56
매출채권	79	122	113	152
재고자산	117	158	159	172
기타유동자산	67	57	60	64
비유동자산	**297**	**333**	**490**	**603**
유형자산	221	262	352	407
투자자산	54	23	68	101
기타비유동자산	22	49	70	95
자산총계	**670**	**845**	**999**	**1,212**
유동부채	**156**	**187**	**155**	**143**
매입채무	92	57	62	56
단기금융부채	21	81	53	33
기타유동부채	42	49	40	53
비유동부채	**45**	**81**	**163**	**167**
장기금융부채	0	0	63	63
기타비유동부채	45	81	100	105
부채총계	**201**	**268**	**318**	**310**
지배주주지분	460	549	642	851
비지배주주지분	9	28	39	51
자본총계	**469**	**577**	**681**	**902**
BVPS (원)	11,269	13,454	15,724	20,516

자료: 영원무역, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012A	2013A
영업현금	**81**	**142**	**179**	**102**
당기순이익	74	129	131	122
유무형자산상각비	18	27	31	30
기타	3	35	19	10
운전자본증감	(14)	(50)	(3)	(59)
투자현금	**(95)**	**(57)**	**(234)**	**(172)**
자본적지출	(52)	(72)	(152)	(106)
기타	(43)	15	(83)	(66)
재무현금	**(35)**	**2**	**27**	**92**
배당금	6	8	8	8
자본의증가 (감소)	(6)	(8)	(8)	112
부채의증가 (감소)	(29)	10	35	(20)
기초현금	121	90	175	145
기말현금	79	175	145	165

자료: 영원무역, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2010A	2011A	2012A	2013A
자기자본이익률 (%)	16.9	23.2	19.9	14.8
총자산이익률 (%)	11.6	17.0	14.2	11.0
재고자산보유기간 (일)	42.9	50.6	54.6	54.6
매출채권회수기간 (일)	36.3	36.9	40.5	43.7
매입채무결재기간 (일)	40.2	27.5	20.4	19.5
순차입금/자기자본 (%)	(25.9)	(21.2)	(13.9)	(13.9)
이자보상배율 (x)	192.1	421.5	139.1	(247.8)

자료: 영원무역, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

최승환, 3774 2147, sh.choi@miraeasset.com
박유미, Analyst, 3774 6818, yumi.park@miraeasset.com

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10%이내
REDUCE : 현주가 대비 목표주가 10%초과
단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과
NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내
UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 -10%초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
[작성자 : 최승환, 박유미]

종목	담당자	담당자 보유주식수				1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
		종류	수량	취득가	취득일				

Target Price and Recommendation Chart

영원무역 (111770 KS)

Date	Recommendation	12m target price
2014-03-25	NOT RATED	N/A