



영원무역홀딩스 (009970)

하나의 지주사에 지나지 않았던 **영원**의 이름을 불러주었을 때,
그는 나에게로 와서 **돈**이 되었다

- SMIC 22-1 4팀

지주사 투자 정답은? “영원무역홀딩스”

탐나는 비상장 자회사? 영원아웃도어.
선명한 투자 아이디어? OEM과 Brand의 시너지.
재무제표? 연결, 별도 모두 우량.
주주환원? 두둑한 배당.
그러면 싸? 할인율 60%.

동서남북 사시사철, 노스페이스!

첫 번째 자회사인 영원아웃도어는, 국내에서 노스페이스를 판매하며 화려한 턴어라운드
를 보여주고 있다. 과거 찬란한 영광을 누렸지만 결국 유행이 꺾이고 정체기를 맞
이한 노스페이스. 무릎을 꿇었던 건 추진력을 얻기 위함이었는가? 그동안 이미지 개
선과 함께 Life-Style 아웃도어로 정체성이 변모했고 제품다각화까지 성공해냈다. 명
품과도 손을 잡으며 브랜드 가치는 아웃도어 브랜드 중 가히 압도적이 되었고, 21년
YoY 26%, 22년 1분기 YoY 59%라는 폭발적인 실적으로 이를 증명하고 있다.

잘 나가는 친구들과 친밀도 Level-Up, 영원무역!

두 번째 자회사인 영원무역은, 두말할 필요없는 알짜배기 수익원이다. 동사를 든든하
게 떠받치는 본체이자 Cash-Cow로서, 특히 최근 두 분기 YoY 70%에 육박하는 기록
적인 실적을 내보이며 투자자들의 이목을 집중시킨 바 있다. 본 보고서는 그 뒤에 놓
인 배경들을 일시적인 시장 상황과 영원무역의 기초 체력 성장, 두 부분으로 해체하
여 영원무역의 위치를 정확히 파악하고 다가올 미래를 추정하였다.

추정 손익계산서						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
매출액	2,737,959	2,850,956	3,240,514	890,202	3,990,377	4,502,624
YoY(%)		4.13%	13.66%	38.31%	23.14%	12.84%
매출원가	1,852,265	1,917,597	2,013,104	530,793	2,465,957	2,754,555
매출총이익	885,695	933,359	1,227,410	359,409	1,524,420	1,748,069
GPM(%)	32.3%	32.7%	37.9%	40.4%	38.2%	38.8%
판매비와관리비	586,706	592,594	656,918	178,529	823,544	934,336
영업이익	298,988	340,765	570,493	180,880	700,875	813,733
OPM(%)	10.9%	12.0%	17.6%	20.3%	17.6%	18.1%
기타손익	6,931	(15,080)	34,448	4,874	367	367
금융손익	(3,826)	(4,558)	1,219	153	(586)	(586)
법인세비용차감전순이익	302,093	321,127	606,159	185,907	700,656	813,514
법인세비용	74,410	86,661	159,330	44,755	182,716	213,285
당기순이익	227,683	234,466	446,829	141,152	517,940	600,229
NPM(%)	8.3%	8.2%	13.8%	15.9%	13.0%	13.3%

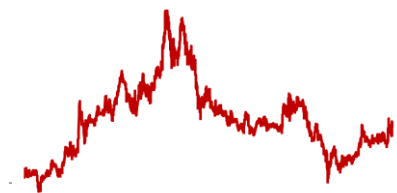
Rating

Buy

목표주가: 85,000
현재주가: 57,700
상승여력: 47%

'10년 이후 주가추이

시가총액 7,868 억원



Balance sheet data

순자산 3 조 1,550 억원
PBR 0.4x
ROE 14.72%

Earning data('21)

PER 2.89x
EPS 19,026 원
당기순이익 4,468 억원

주요 주주

성기학 외 4인 46.25%
Fidelity 9.92%

SMIC 4 팀

- 팀장 44 기 신승교
- 팀원 44 기 김주희
- 44 기 문준오
- 45 기 이인석
- 45 기 정재완

CONTENTS

0. Intro	3
1. 홀딩스, 그게 뭔데? 영원무역홀딩스 기업 분석	4
2. 동서남북 사시사철, 노스페이스!	7
3. 잘 나가는 친구들과 친밀도 Level-Up, 영원무역!	15
4. Valuation	25
5. Appendix.	31

Intro

금리 상승기, Market Regime이 변화하는 변곡점이다.

지주사들의 주가는 2020년 이후 하락세였다. 강세장에서 지주사의 Underperform은 특이한 일이 아니다. 지주사 NAV 변화를 시가총액이 유달리 느리게 반영해온 이유 중 하나는, 모멘텀이 직접적으로 작용하는 자회사에 대한 선호가 높아지고 간접적으로 수혜를 보는 지주회사는 회피했기 때문일 것이다. 강세장 시장 참여자 행태를 반영하는 현상이라고 할 수 있다.

그러나 언제까지나 이러한 상황이 유지되지는 못할 것이다. 급격한 금리 상승은 상승폭이 컸던 종목들의 밸류에이션 조정을 야기했다. 성장가치가 커지는 시장이 강세장이지만, 반대로 저성장 국면에서 성장을 찾기 쉽지 않다. 인플레이션과 금리 인상으로 인해, **밸류에이션 부담**이 적은 지주사에 유리한 환경이 조성된 것이다.

그러나 단순히 밸류에이션을 기준으로 지주사에 투자하게 되면 놓치는 것들이 생긴다. 어떤 지주사의 저평가 여부는 시장 참여자들이 파악하기 매우 쉽다. 단순히 보유한 상장사 가치와 지주사 시가총액을 비교해볼 수 있기 때문이다. 또한 매력적인 밸류에이션을 가졌다고 해도 그 회사의 주가가 언제 오를지를 알 수가 없다.

다르게 말하면, 남들이 보지 않는 숨은 가치를 찾아내야 하고, 그것이 너무 멀지 않은 미래에 현실화될 종목이어야 한다. 그 가치가 숨어 있어 밸류에이션이 매력적인 기업은, 그 할인 요인이 해소될 때 높은 상승여력을 보여줄 것이다.

본 보고서는 이에 해당하는 지주사가 동사임을 주장하고자 한다. 현재 시장 환경의 변화로 지주사의 상장 자회사 시가총액에 대한 반응은 소극적으로 진행되는 반면, 반대로 지주회사의 비상장 자회사 실적에 대해서는 상대적으로 더 반영하는 분위기가 조성되는 중인 것으로 파악된다. 이러한 상황에서 올해 비상장 자회사인 영원아웃도어의 큰 성장이 한번 더 발생하면서, 동사는 역사적 최대 수준의 할인율을 점차 되돌려갈 것이다.

본 보고서에서는 먼저 동사가 왜 좋은 지주사인지 알아보고, 그 다음 동사의 두 자회사인 영원아웃도어와 영원무역에 대해 자세히 분석한다. 마지막으로 이를 반영하여 Valuation을 진행할 것이다.

홀딩스, 그게 뭔데? 영원무역홀딩스 기업 분석

1.1. 동사 개요

동사는 상장사인 영원무역과 비상장사인 영원아웃도어의 주식을 각각 50.52%, 59.3% 보유하여 양사를 지배하는 것을 목적으로 하는 순수 지주사이며, 두 자회사로부터 받는 배당금이 주 수입원이다. 영원무역을 통해 해외에서 의류 OEM과 자전거 판매 사업을, 영원아웃도어를 통해 국내에서 노스페이스 브랜드 사업을 영위하고 있다.

1.2. 왜 영원무역홀딩스인가?

어떤 기업에 투자하기 위해서는 해당 기업만의 독자적인 매력기가 있어야 한다. 지주사 투자에서도 지주사만의 매력이 존재해야 하고, 이를 크게 5가지로 분석할 수 있다.

- 첫째, 매력적인 비상장 자회사를 가질 것
- 둘째, 선명한 투자아이디어가 존재할 것
- 셋째, 재무제표가 우량할 것
- 넷째, 주주환원이 우수할 것
- 다섯째, 할인율이 높아 밸류에이션이 매력적일 것

한국에 상장된 대부분의 지주사의 경우 탐나는 자회사는 상장되었거나, 원치 않는 자회사가 존재하거나, 이익은 증가하여도 배당 등의 주주환원은 부족한 모습을 보인다. 하지만 동사는 위 조건을 모두 만족하여 독자적인 매력을 가진 지주사에 해당한다.

1.2.1. 매력적인 비상장 자회사, 영원아웃도어

탐나는 비상장 자회사
'영원아웃도어'

투자 가치가 높은 지주사의 자회사는 상장된 경우가 대부분이며, 그 경우 자회사가 아닌 지주사를 사야 하는 이유를 답하기는 어렵다. **상장 자회사의 매력을 강조할수록 지주사 투자의 모순은 커진다.** 따라서 지주사가 매력적이려면, 매력적인 비상장 자회사를 갖고 있어야 한다. 동사는 영원아웃도어를 연결대상 종속회사로서 보유하고 있다. 영원아웃도어의 노스페이스는 놀라운 턴어라운드를 보여주고 있으며 독보적인 아웃도어 브랜드로 거듭나고 있다. 매력적인 비상장 자회사 영원아웃도어의 존재로 인해, 지주사인 동사의 투자 매력도가 더 커진 것이다.

1.2.2. 선명한 투자 아이디어

한국 지주사들은 그 자회사들의 사업영역이 서로 상이한 경우가 많다. 한화, 두산, CJ 등 시가총액이 큰 지주사일수록 그 경향은 강해진다. 영원무역의 경쟁사인 한세실업의 지주사, 한세에스24홀딩스는 한세실업을 통해 의류 제조업을 영위하는 한편, 예스이십사와 동아출판을 통해 전자상거래와 출판업을 영위한다. 이처럼 **자회사의 사업영역이 상이한 지주사에서는 직관적이고 선명한 투자 아이디어를 갖기 어려워, 굳이 지주사에 투자할 이유를 찾기 어렵다.**

영원무역의류: 의류 OEM 하지만 동사의 경우 자회사인 영원무역과 영원아웃도어가 모두 의류 업종이며, 서로 시너지
영원아웃도어: 의류 브랜드 까지 낼 수 있기에 명확한 투자 아이디어가 존재한다. 영원무역은 OEM, 영원아웃도어는 브
랜드 사업을 영위하고 있다. 영원아웃도어의 노스페이스 OEM에도 영원무역이 참여하므로,
수직계열화 측면에서 시너지가 발생하는 것이다.

1.2.3. 우량한 재무제표

일반적인 기업을 살펴볼 때는 연결 재무제표를 살펴보지만, 지주사 분석에서는 별도 재무제
표 역시 중요하다. 순수하게 지주사 자체의 공간을 설명해주는 것이 바로 별도 재무제표이기
때문이다. 동사는 연결 뿐만 아니라 별도 재무제표도 튼실하다.

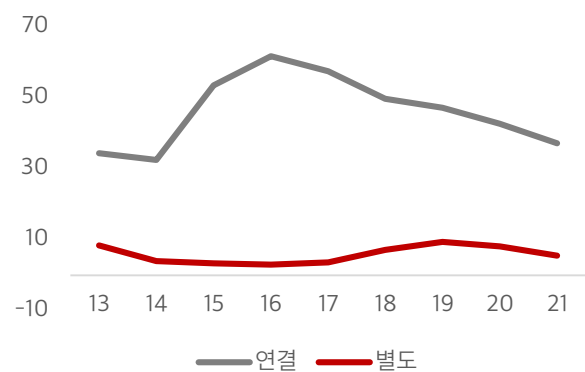
그림 1-1. 동사 21년말 재무제표

(단위: 억 원)

21년 (단위: 억 원)	자본	부채	현금 및 현금성자산	장단기차입금
연결	31550	11704	8494	1886
별도	5421	298	610	0

그림 1-2. 동사 부채비율 추이

(단위: %)



출처: DART, SMIC 4팀

출처: DART, SMIC 4팀

별도 재무제표?
매우 우량!

별도 재무제표 기준 21년말 부채비율은 5.5%에 불과하고, 차입금은 없다. 보유 중인 자산 또
한 현금 및 현금성자산 610억, 단기금융상품 100억, 공정가치금융자산 955억, 투자부동산
169억 등으로 알짜이다. 이처럼 튼실한 재무제표는 현재의 글로벌 인플레이션과 금리 인상
환경에서 그 자체만으로 강점이 된다. 추가로 연결 재무상태표는 Appendix. 5.5에 첨부하였
다.

1.2.4. 우수한 배당

배당성장주인
영원무역홀딩스

자회사인 영원무역과 영원아웃도어의 실적 증가와 함께 배당도 꾸준히 증가하고 있다. 연결
기준으로는 17년부터 꾸준히 10% 수준의 배당성향을 유지하고 있으며, 별도 기준으로는 작
년 98%의 배당성향을 보여 자회사로부터 받은 배당금을 전부 홀딩스 주주에게 배당했다. 21
년 당기순이익이 YoY 90% 이상 성장하면서, 배당금도 1200원에서 2000원으로 크게 상승
했다.

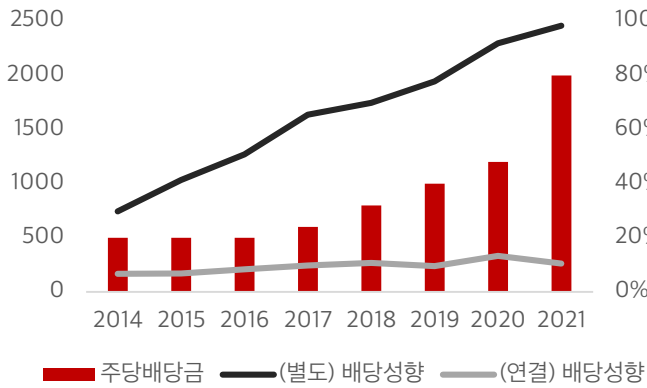
배당수익률?
10년 내 최고 수준!

그러나 증가하는 배당과 달리 주가는 성장하지 못했고, 그에 따라 배당수익률은 꾸준히 증가
했다. 작년 기준 배당수익률은 4.2%였으며 지난 10년 동안 최고 수준의 배당수익률이다. 현
주가를 기준으로 하더라도 배당수익률은 3.63%에 달한다. 이익의 증가가 곧 배당의 증가로
이어지는 동사이기에, 올해 역시 높은 배당이 기대된다. 후술하겠지만 영원무역과 영원아웃도

어의 실적은 상승세이며, 올해 1분기에도 동사의 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 38%, 94% 성장하여 성장세를 이어가는 모습이다.

그림 1-3. 동사 배당금, 배당성향

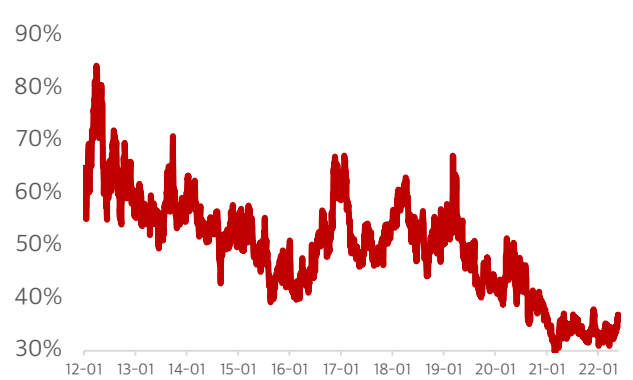
(단위: 원, %)



출처: DART, SMIC 4팀

그림 1-4. 영원무역 시총 대비 동사 시총 비율

(단위: %)



출처: KRX, SMIC 4팀

1.2.5. 높아진 가치, 낮아진 밸류에이션

이러한 강점을 등에 업고 나날이 높아져가는 동사의 가치와 달리 주가의 반응은 더디다. 물론 동사도 지주사 디스카운트를 피하기는 힘들지만, 앞서 설명했듯이 동사는 독자적인 투자 매력이 존재하는 지주사이다. 그럼에도 불구하고 큰 할인율을 받고 있는 것은 납득하기 힘들다.

단순히 시가총액으로 보았을 때에도 영원무역의 시가총액은 6월 2일 목요일 종가 기준 2조 649억이고, 동사는 지분 50.52%를 보유하고 있으므로 이에 대한 지분가치는 1조가 넘는다. 반면 현재 동사의 현재 시가총액은 7,868억으로, 영원무역의 지분가치보다도 시가총액이 작다.

이례적으로 높은
Discount 수준

본 보고서가 분석한 동사의 영업가치(지분율만을 고려) 대비 현재의 시가총액은 약 60% 할인된 상태이다. 본 보고서가 추정한 영원아웃도어의 영업가치는 약 9,000억 이상, 영원무역의 영업가치는 약 2조 7,000억 이상이다. 동사가 보유한 양 사 지분을 고려하였을 때, 큰 저평가 상태에 있다고 할 수 있다.

동사의 과거 할인율 추이를 고려하더라도 현재의 할인은 이례적으로 높은 상황이다. 상장사인 영원무역의 시가총액과 동사의 시가총액을 비교해보면 13년부터 19년까지 동사의 시가총액은 영원무역 시가총액 대비 40~70%에 거래되었지만, 20년 이후 비율이 30%대로 확연히 낮아져 그 괴리가 더욱 벌어진 상황이다.

영원무역의 Valuation 역시도 역사적 최저 수준임과 동시에, 20년 이후 지주사 전체 할인율 증가를 제외하고 동사만의 추가적인 Discount 요인이 새롭게 발생하지 않은 반면, 동사만의 매력도는 더욱 향상되었다. 이를 감안하면 벌어진 괴리는 차후 오히려 좁혀져야 할 할인이라 판단하며, 이와 관련하여 주가분석을 Appendix. 5.7에 수록하였다.

동서남북 사시사철, 노스페이스!

2.1. 동사의 역사

(1) 2009~2011년, 아웃도어 시장의 전성기 + 양질의 성장

2009~2011년
시장 ↑, 동사 ↑

바야흐로 국내 아웃도어 시장의 전성기였다. 아웃도어 시장이 가파르게 성장하면서 동사도 그 수혜를 크게 입었다. 특히 청소년들에게 노스페이스는 필수품으로 자리잡았고, '등골브레이크'라는 별명과 함께 양적, 질적으로 빠르게 성장했다.

(2) 2012~2014년, 시장의 끝물 + 힘겨운 성장

2012~2014년
시장 →, 동사 ↓

하지만 노스페이스의 위상은 그리 오래 가지 못했다. '일진 패딩'이라는 낙인과 함께 유행이 빠르게 변화하는 청소년들 사이에서 노스페이스의 인기는 차갑게 식었다. 옆친데 덮친 격으로 아웃도어 붐에 의해 신규 업체들이 우후죽순처럼 생겨났고 경쟁이 심화되었다. 동기간 동사의 매출 성장세는 감소했고, OPM도 크게 훼손되었다.

(3) 2015~2019년, 시장의 침체기 + 체질 개선

2015~2019년
시장 ↓, 동사 →

2015년을 기점으로 국내 아웃도어 시장은 침체기에 들어섰고, 성장분을 모두 반납하여 시장 규모는 2019년 2조까지 감소했다. 반면, 동사는 시장과 대조적인 모습을 보였다. 15년부터 19년까지 아웃도어 시장 규모는 70% 감소했지만, 동기간 동사의 매출은 8% 성장했다.

그림 2-1. 아웃도어 시장 규모

(단위: 조 원, %)

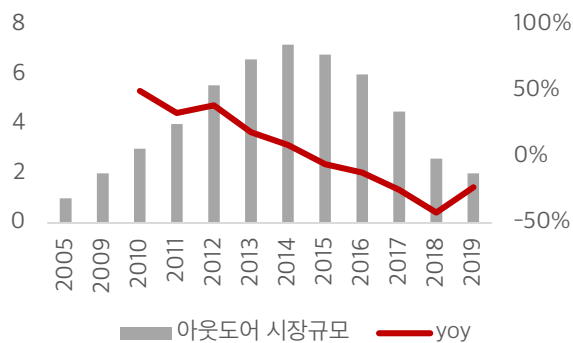
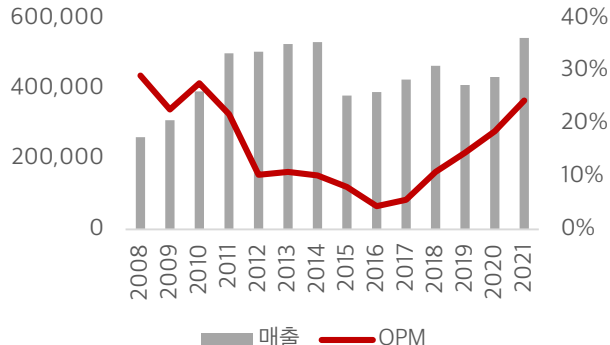


그림 2-2. 노스페이스 매출, 영업이익률

(단위: 백만 원, %)



출처: 삼성패션연구소, 한국아웃도어산업협회, SMIC 4팀

출처: 영원아웃도어 감사보고서, SMIC 4팀

이는 노스페이스가 Life-Style 아웃도어 브랜드로의 탈바꿈과 브랜드 이미지 개선에 나섰기 때문이며, 관련 내용은 다음 절에서 자세히 서술할 것이다. 특히 동사는 과거의 실패를 반복하지 않기 위해 재고관리, 정상 판매에 집중하며 질적 성장에 주안점을 두었고, 16년 4.4%까지 훼손된 OPM은 19년 14.5%까지 성장했다.

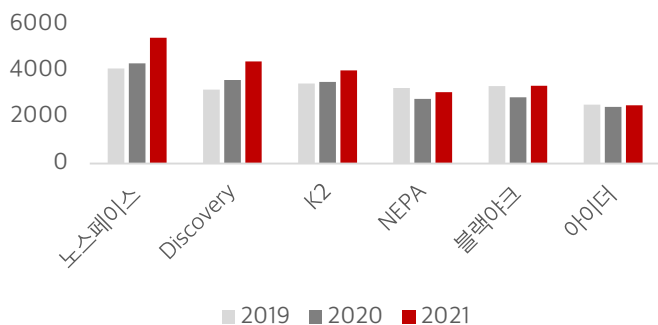
2.2. 업그레이드되어 돌아온 레전드, The North Face

2.2.1. 2020년 이후, 노스페이스의 격차 벌리기

2020~2022년
시장 ↑, 동사 ↑↑

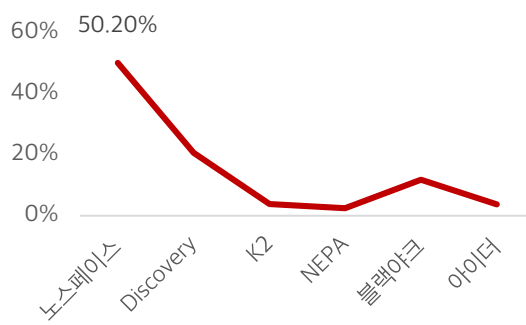
2020년 코로나로 인해 아웃도어 시장은 다시 고개를 들기 시작했다. 실외에서도 사회적 거리두기가 가능한 등산, 캠핑, 운동에 대한 수요가 증가했다. 하지만 주요 아웃도어 브랜드의 최근 실적을 자세히 들여다보면 과거와 다른 포인트가 존재한다. 바로 상위 브랜드에 그 성장이 집중되었으며, 해가 지날수록 노스페이스가 격차를 벌리고 있다는 점이다.

그림 2-3. 21년 아웃도어 상위 6개사 매출 추이 (단위: 억 원)



출처: 각 사 감사보고서 및 발표자료, SMIC 4팀

그림 2-4. 22년 3월 20일 누적 매출 yoy 성장률 (단위: %)



출처: 언론 보도 종합, SMIC 4팀

해를 거듭할수록
초격차를 보여주는
노스페이스

20년 매출 성장은 노스페이스, 디스커버리, K2뿐이고, 21년 매출 성장세는 노스페이스, 디스커버리가 두드러진다. 22년으로 넘어오면 노스페이스의 성장세가 압도적이다. 즉, 해가 지날수록 성장률 차이가 확대되고 있으며 4월 말 누적 매출 기준으로는 전년 동기 대비 57% 성장하였다. 특히 국내 의류 소비의 최전방 중 하나이자 연 매출 1조 이상인 현대백화점 무역센터점에서 아웃도어 5개사(디스커버리, K2, 블랙야크, NEPA, 밀레) 매장은 최근 모두 철수한 반면, 유일하게 동사만이 자리를 지켰다는 것 또한 타사와의 격차를 보여주는 대목이다.

2.2.2. 지는 해, 전통 아웃도어

전통 아웃도어의 이미지
: 올드한 등산복
: 아저씨/아줌마 패션

이러한 격차는 'Life-Style'이 아웃도어 시장의 New Paradigm으로 자리잡고, 노스페이스의 브랜드 가치가 월등히 향상됐기 때문이다. 기존 아웃도어는 원색적이고, 기능성만 심하게 강조된 디자인이었다. 따라서 아웃도어 유행이 종료되자 '등산복', '아저씨, 아줌마 패션'이라는 꼬리표가 붙었고, 아웃도어는 유난히 추운 겨울에만 찾게 되는 패딩 브랜드로 전략해버렸다.

전통 아웃도어는 결국
이벤트 의존, 성장성 제로

따라서 아웃도어에 역량을 아무리 집중한다 하더라도 한파 또는 롱 패딩 붐 등의 특정 이벤트에 의존할 수밖에 없었다. 실적은 변동성이 심하며 성장성은 사라진 것이다. 대표적으로 아웃도어 시장이 저물어가던 2010년대 초반에 역으로 역량을 집중하며 13년 동사로부터 점유율 1위를 빼앗아 온 블랙야크는, 아웃도어에 치중된 나머지 시장의 침체를 정면으로 맞이했고 매출은 13년 5805억에서 20년 2864억으로 추락했다. 또한 아웃도어 유행 시기에 찬란한 영광을 누렸던 수많은 브랜드들이 아웃도어 시장에서 철수했다. 2010년대 초반 연 매출 2500억까지 달성한 라푸마를 포함해, 빈폴스포츠, 휠라아웃도어 등이 대표적이다.

2.2.3. 뜨는 해, Life-Style 아웃도어

Life-Style 아웃도어
: 타겟 시장 확대
: 기능성/대중성 확보

이와 대조적으로 라이프스타일 아웃도어는 몸집을 키워 나갔다. 이는 일상에서 쉽게 입을 수

있으며 그 중심이 기능성에서 패션성으로 옮겨간 대중친화적 아웃도어를 말한다. 즉, **조그만 아웃도어 시장에 국한되지 않고 40조원에 육박하는 패션의류 시장으로 나아갔다.** 라이프스타일 아웃도어는 기능성과 대중성 두 마리 토끼를 모두 잡아 소비자들의 꾸준한 선택을 받았고, 아웃도어의 자리를 꿰찼다.

그림 2-5. 14년 블랙야크 화보



출처: 블랙야크, SMIC 4팀

그림 2-6. 14년 디스커버리 화보

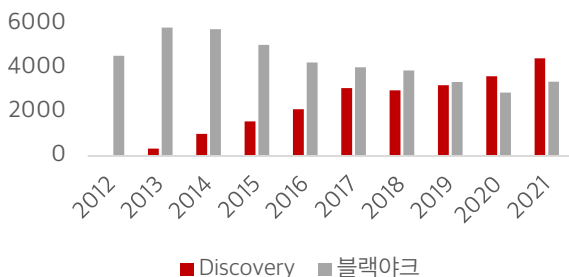


출처: F&F, SMIC 4팀

Life-Style 아웃도어인 디스커버리의 고성장

이는 디스커버리의 빠른 성장에서도 여실히 드러난다. 디스커버리는 2012년 말 런칭된 라이프스타일 아웃도어 브랜드로서, 일상에서도 부담 없이 입을 수 있는 캐주얼 디자인의 패딩을 출시하여 폭발적인 반응을 얻었다. 위의 두 사진을 비교해보면 디스커버리의 트렌디함이 훨씬 부각된다. 디스커버리는 소비자의 머릿속에 라이프스타일 아웃도어 브랜드로 자리잡으며 실적은 가히 폭발적이었다. 또한 2010년대 후반부터 등장한 라이프스타일 아웃도어 ‘내셔널 지오그래픽’ 또한 소비자의 뜨거운 반응을 이끌어내며 실적이 빠르게 성장하고 있다.

그림 2-7. 디스커버리, 블랙야크 매출 추이 (단위: 억 원)



출처: 각 사 발표자료, SMIC 4팀

그림 2-8. 13년 노스페이스 화이트라벨 F/W 화보



출처: 영원아웃도어, SMIC 4팀

2.2.4. Life-Style 아웃도어 브랜드로의 탈바꿈! & 이미지 180도 Turn!!

노스페이스도 11년부터 캐주얼 라인 출시

따라서 아웃도어 브랜드가 성장을 도모하기 위해 라이프스타일 아웃도어 브랜드로의 체질 변화는 필수적이다. 노스페이스는 11년 당시 아웃도어 브랜드 최초로 캐주얼 라인인 ‘화이트라벨’을 출시하여 변화의 흐름을 성공적으로 읽어냈다. 화이트라벨 라인은 출시 둘째 해에 매출이 207% 성장, 백화점 매출의 20%를 차지하며 빠르게 성장했다.

낮은 성장세는 부정적인 브랜드 이미지 때문

하지만 디스커버리의 폭발적인 성장을 본 입장에서 똑같이 라이프스타일에 주목한 노스페이스의 2010년 중후반대의 성장세는 아쉬움이 남는데, 이는 과거의 영광이 브랜드 이미지를 역으로 추락시켰기 때문이다. 2000년대 후반의 노스페이스 유행 속에서 ‘등골브레이커’라는

별명은 부모님 등골을 휘게 만들면서도 사야만 하는 패딩의 의미로서 선풍적인 인기를 드러내는 단어였지만, 유행이 식자 해당 별명은 브랜드의 부정적 이미지만 강화할 뿐이었다.

국가대표 유니폼
최장수 파트너사로
거듭나다!

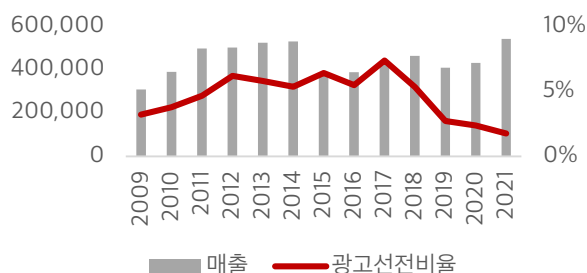
하지만 노스페이스는 굴복하지 않았다. 화이트라벨을 통해 라이프스타일에 집중하는 동시에 마케팅을 진행하면서 브랜드 이미지를 변화시키기 위해 노력했다. 16년부터 '국가대표 선수단 공식 유니폼'을 제작하기 시작한 것은 신의 한수였다. 16년 리우올림픽부터 개최된 모든 올림픽의 유니폼 제작을 맡았으며, 24년 파리올림픽의 유니폼까지 제작할 예정이다. 브랜드 가치가 국가에게도 인정받으며 국가대표 유니폼 역사상 최장수 파트너 사로 거듭난 것이다.

그림 2-9. 16년부터 국가대표 유니폼을 제작한 노스페이스



출처: SBS뉴스 유튜브, SMIC 4팀

그림 2-10. 노스페이스 매출, 광고선전비율 (단위: 백만 원, %)



출처: 영원아웃도어 감사보고서, SMIC 4팀

변화된 체질과 이미지
→ 21년부터 실적 폭발!

17년부터 매출 대비 광고선전비 비율은 급격하게 하락했고, 노스페이스의 브랜드 가치는 마케팅에 의존하지 않아도 될 수준으로 제고됐다. 현재의 광고선전비 비율은 역사상 최저 수준이다. 그리고 마침내 변화된 체질과 개선된 이미지가 21년부터 빛을 발하기 시작한 것이다.

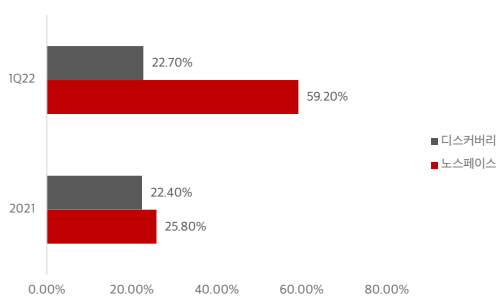
2.3. Life-Style 패션 브랜드 선두주자, North Face

2.3.1. Drop the 디스커버리

21년부터 시작된
디스커버리 따돌리기

아웃도어의 라이프스타일화에 따른 성장은 동사와 디스커버리가 공통적으로 누렸다. 하지만 동사는 21년 디스커버리의 성장률을 추월하며 격차를 벌렸다. 이는 크게 2가지 지표에서 확인할 수 있다. 첫째, 21년을 기점으로 동사의 매출 YoY가 디스커버리를 역전했으며, 1Q22에는 그 격차를 2배 이상으로 벌렸다. 둘째, 동사의 S/S 시즌 클릭량도 2021년 처음으로 역전했다.

그림 2-11. 노스페이스와 디스커버리 1Q22, 21yoy 비교 (단위:%)



출처: 언론 보도 종합, 사업보고서, SMIC 4팀

그림 2-12. 디스커버리(핑크)와 노스페이스(초록) S/S 클릭량



출처: 네이버 트렌드, SMIC 4팀

2.3.2. Finesse & Fundamental

그렇다면 어떤 요인이 두 브랜드의 격차를 벌렸고, 미래에도 그 간극을 심화시킬까? 본 보고서는 크게 3가지 이유를 제시한다.

① 노스페이스의 압도적인 브랜드 가치

하이엔드 브랜드의
Pick: 노스페이스

두 브랜드의 가장 근본적인 차이는 브랜드 가치에 있다. 한때 국내에서 ‘등골브레이커’라는 낙인까지 찍혔던 노스페이스가 어떻게 ‘힙함’의 대명사로 탈바꿈할 수 있었을까? 도대체 무엇이 노스페이스를 한남, 신사, 압구정로데오에 당당히 입고 나갈 수 있는 유일한 아웃도어 브랜드로 만들었을까? 바로 노스페이스가 하이엔드 브랜드들에게 선택을 받았기 때문이다.

하이엔드 브랜드가
결정하는 트렌드 구조

하이엔드 브랜드가 패션 트렌드를 선도한다는 점에서 이들과의 콜라보는 브랜드 가치에 엄청난 프리미엄이다. 매년 뉴욕, 런던, 밀라노, 파리에서 진행되는 패션위크에서는 셀린, 프라다 등 하이엔드 브랜드가 다음 시즌 신상을 선보인다. 2월 F/W, 9월 S/S 시즌 디자인이 공개되면, 시차를 두고 2nd tier 브랜드가 이들의 디자인을 투영한 제품을 만들면서 흐름에 발맞춘다. 뒤 이어 도메스틱 브랜드까지 이에 합류하며 하이엔드의 트렌드가 대중들에게까지 전파된다.

이 공식은 패션 업계에서 항상 유효했다. 프라다가 버킷햇을 선보이자 Zara, COS와 같은 스파 브랜드들이 이를 따라갔고, 루이비통이 초록색 바시티를 공개하자 너도나도 바시티 자켓을 출시했다. 실제로 한동안 소외받던 GAP은 발렌시아가, 칸예 웨스트와 콜라보한 ‘이지갭’ 이후 브랜드 가치가 수직상승한 대표적인 예시다.

Supreme, Maison
Margiela, Gucci와의
콜라보

동사도 마찬가지다. 노스페이스는 2015년부터 같은 VFC 소속이자 스트리트 브랜드의 대들보인 Supreme과 매년 콜라보를 진행하고 있다. 이뿐만 아니다. MM6 메종 마르지엘라는 2020 런던 패션위크에서 노스페이스와의 협업 S/S 제품을 선보였고, 2020년 9월 밀라노 패션위크에서는 ‘환경’을 테마로 구찌와 콜라보 제품이 나왔다. 기존 아웃도어계의 우수함을 하이엔드 브랜드들에게 인정받은 노스페이스는 지속된 협업으로 명품 이미지마저 더해가는 중이다. 하지만 제고된 브랜드 가치가 동사의 실적으로 연결되기 위해서는 하이엔드 브랜드들뿐만 아니라 대중들에게도 선택을 받아야 한다. 이는 어떻게 가능했을까?

그림 2-13. 2021 패션위크에서 메종 마르지엘라와의 콜라보



출처: 언론보도 종합, SMIC 4팀

그림 2-14. North face Nuptse lover Kendall Jenner & Emily



출처: 언론보도 종합, Instagram, SMIC 4팀

브랜드 가치를 대중에게 전달하는 Channel

① 패션 유튜버

첫번째 채널은 패션 유튜버다. 국내 패션 유튜버는 일반 대중보다 패션 트렌드를 한발짝 빠르게 읽고 전달하는 매개체다. 그들이 추천하는 브랜드와 트렌드가 대중에게 직접적으로 작용한다. 이 맥락에서 **노스페이스는 인기 패션 유튜버의 사랑을 독차지했다.** 국내 패션 유튜버 구독자 수 1위 스타일리스트 강(105만명), 3위 핏더사이즈(65.4만), 4위 최겨울(58.4만) 모두 **21년 11월 노스페이스를 가장 우수한 패딩 브랜드로 추천했다.** 이들은 노스페이스가 등골브레이커 당시의 770 제품과 어떻게 다른지를 설명하며, 보라색과 같은 과감한 컬러와 반다나 패턴, 크롭하면서도 풍성한 실루엣이 **스트릿 패션에 가장 부합하는 브랜드임을 강조했다.**

브랜드 가치를 대중에게 전달하는 Channel

② 셀럽

셀럽들도 마찬가지다. 켈달 제너, 테일러 스위프트, 헤일리 비버, 제니퍼 로페즈, 칸예 웨스트 등의 셀럽들이 노스페이스 제품을 애용하는 장면이 자주 포착됐다. 국내에서는 인기 채널 ‘쇼미더머니’와 ‘스우파’의 출연진들이 노스페이스 제품을 입고 대중 앞에 섰다. 이처럼 **유명 스타들의 노스페이스 사랑이 빈번히 노출되며 대중들이 인식하는 브랜드 가치도 재평가됐다.**

종류별로 폭발적인 노스페이스 X Supreme 리셀가!

이렇게 제고된 노스페이스의 가치는 리셀 시장에서 확인할 수 있다. 국내 최대 리셀 플랫폼 Kream에 등록된 노스페이스 제품들은 **정가보다 훨씬 높은 가격에 거래된다.** 슈프림과 콜라보한 22SS 패딩 제품이 정가의 148% 이상 가격에 팔리며, 21년에 출시된 제품도 오랜 시간이 지남에도 꾸준히 정가보다 높은 가격에 리셀된다. 특히 패딩뿐만 아니라 가방(209%), 핑크색 아웃도어(187%) 등 **여러 제품군이 리셀 시장에서 골고루 인기라는 점이 인상적이다.**

그림 2-15. Supreme 콜라보 리셀 시장에서의 인기

제품명	할증(%)
Rescue pro Jacket 22S	43%
Rescue Baltoro Jacket 22S	48%
Tape Seam Pants 21SS	125%
Tape Seam Jacket Pink 21SS	87%
Route Rocket Backpack 21SS	110%

출처: Kream, SMIC 4팀

그림 2-16. 핏더사이즈 “눅시는 스트릿 코드”



출처: Youtube, SMIC 4팀

로고 플레이와 독특한 실루엣으로 스트릿계 사랑 독차지

또 다른 방증은 작년 **스트릿계에서 노스페이스가 큰 사랑을 받은 대목이다.** 미니멀이 주류이던 20년까지의 패션과는 달리, **21년에는 개성을 표현할 수 있고 다양한 스타일링이 가능한 스트릿 패션이 주목받았다.** 소비자들은 아웃도어 중 합리적인 가격이면서도 로고플레이가 가능한 노스페이스를 선택했다. 브랜드 가치가 떨어지는 도메스틱 브랜드, 지나치게 비싼 하이엔드 제품보다는 색감, 디자인, 브랜드 가치 삼박자를 고루 갖추었기 때문이다.

패션 트렌드에 영향을 주는 동사와 영향을 받는 디스커버리

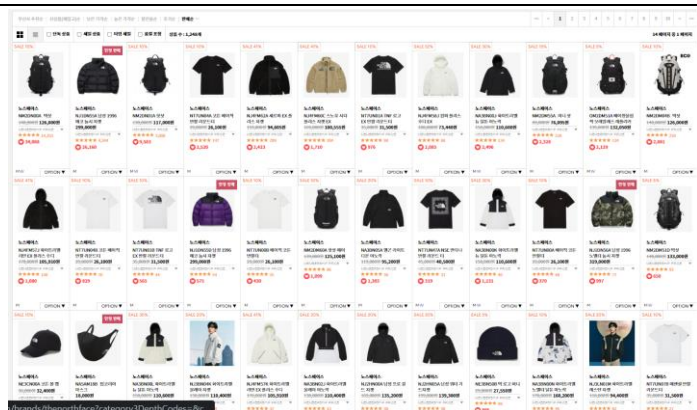
막강한 브랜드 가치에서의 차이는 22년 1Q YoY 59.2%(동사)와 17.6%(디스커버리)라는 엄청난 격차를 만들었다. 디스커버리를 노스페이스에 비교하는 자체가 어불성설이다. **노스페이스는 하이엔드 브랜드들의 선택을 받으며 트렌드를 좌지우지할 수 있는 영향력을 행사하는 브랜드다.** 반면 디스커버리는 그 어떠한 하이엔드 브랜드들과의 콜라보도 없었고, 패션 유튜버들이나 셀럽들의 선택도 받지 못하며, 리셀 시장에는 이름조차 올리지 못하는 도메스틱 브랜드에 불과하다.

② 제품 다각화

가방을 필두로 골고루
사랑받는 노폐 제품
VS
신발 원틀 디스커버리

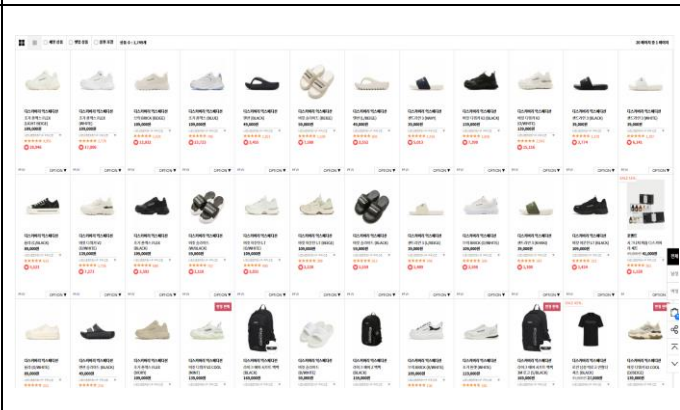
동사는 패딩 이외에도 가방, 아노락, 반팔 등 제품을 다각화함으로써 일상에서 사용할 수 있는 잇템들을 만들었다. 이는 브랜드 가치 제고와 맞물리면서 22년 4월 말까지 전년 대비 57% 성장이라는 실적을 견인했다. 특히 가방에서의 꾸준함이 눈에 띈다. 베스트셀러인 노스페이스 '빅샷' 과 '햏샷' 가방은 최근 1년간 전사 판매량 1위와 3위를 달성하는 기염을 토해냈다. 이어 반팔티, 플리스 자켓, 아노락 등이 인기 제품군 포트폴리오를 구성한다. 그러나 디스커버리는 신발 원틀이다. 실제로 그림[2-18]을 살펴보면 최근 1년간 판매량 상위 23개의 제품이 모두 신발이다. 아노락 및 패딩 제품 등 다른 제품군은 상위 36개에도 없다.

그림 2-17. 노스페이스 최근 1년 판매량 상위 36개



출처: 무신사, SMIC 4팀

그림 2-18. 디스커버리 최근 1년 판매량 상위 36개



출처: 무신사, SMIC 4팀

모든 제품군에서
디스커버리의 10배 이상
관심종목에 담긴 동사

제품군 별 인기를 비교해 봄으로써 보다 직접적으로 두 기업의 격차를 확인해보자. 22년 추이를 시사하는 최근 3개월 간 데이터를 살펴본 결과, 동사의 아웃도어 제품은 디스커버리 아웃도어보다 관심종목 등록 건수가 평균 13배 이상이었다. 또한, 판매량이 바람막이에 치중된 디스커버리와 달리 동사의 판매량은 아노락, 늑시 패딩, 올레미 자켓, 아이스런 자켓 등에 골고루 분포됐다. 반팔과 반바지 역시 디스커버리 제품보다 평균 10배 정도 관심종목에 담겼다.

③ 안정적인 재고관리

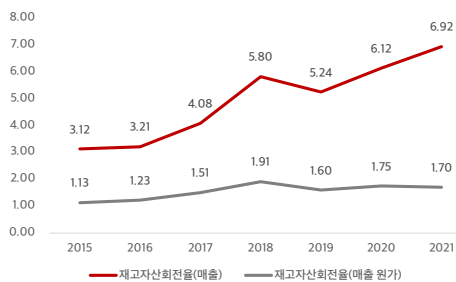
2015년 이후 꾸준히
상승하는 재고자산회전율
업계 평균의 2배!

재고관리는 의류 기업으로서 가장 중요한 자질이자, 기초체력을 평가할 수 있는 핵심 지표 중 하나다. 동사의 재고자산회전율 추이는 최근 상승세를 반추한다. 지난 20여년 간 한국 패션 기업 400여곳의 평균 재고자산회전율(매출 기준)은 3.48이다. 하지만 동사는 2015년 최저점 3.12 이후 매년 상승해 2021년 무려 6.92를 보인다. 매출원가를 기준으로 한 재고자산회전율 역시 매우 안정적인 흐름을 보인다.

재고자산관리
→정상 제품 판매 증가
→OPM 상승

이처럼 최근 5~6년간 재고를 지속적으로 관리하면서도 신상품 개발에 집중한 결과, 재고자산 비중이 감소하고 정상 제품 판매 비중이 무려 95%에 달한다. 그 결과, 영업이익률은 계속해서 상승했다. 2017년 5.6% 수준에 불과하던 OPM은 꾸준히 4%p씩 성장해 2021년에는 24.4%, 1Q22에는 22.7%를 달성했다.

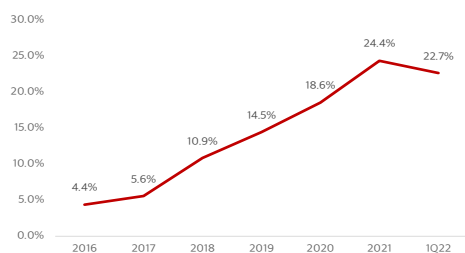
그림 2-19. 동사 재고자산회전율



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 2-20. 동사 OPM 추이

(단위: %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

“아웃도어” 기업 x
Lifestyle “의류” 기업 O

또한 옥션통계에 따르면 최근 한달 전년 동기대비 트래킹화 판매량은 134%, 아웃도어 티셔츠는 647%가 늘었다. 실외 마스크 착용 의무 해제에 따른 리오프닝 본격화가 목전이라는 방증이다. 이러한 모멘텀 또한 동사 성장에 기여할 것이나, 본 보고서의 논의는 **설령 아웃도어 시장 전방이 하락세를 맞이하더라도, 동사는 견고하게 버텨낼 것에 주목한다.** 상술했듯 브랜드 가치의 제고, 제품의 다각화로 더 이상 ‘아웃도어 원툴’ 기업이 아닌 강력한 펀더멘탈을 갖춘 라이프스타일 ‘의류 기업’으로 거듭났기 때문이다.

2.3.3. 영원아웃도어 매출 추정

동사의 매출은 계절에 따라 2,3분기와 1,4분기로 나뉜다. 4월 매출을 바탕으로 2,3분기 매출을 추정, 1분기 매출을 바탕으로 4분기 매출을 추정하였다.

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영원아웃도어 매출액	410,679	432,665	544,484	743,646	901,799
yoy (%)		5%	26%	37%	21%
1Q	83,086	69,695	95,520	151,964	187,864
yoy (%)		-16%	37%	59%	24%
2Q	65,715	69,458	84,993	127,900	157,413
yoy (%)		6%	22%	50%	23%
3Q	64,003	64,449	85,410	127,900	155,279
yoy (%)		1%	33%	50%	21%
4Q	197,875	229,063	278,561	335,883	401,243
yoy (%)		16%	22%	21%	19%

- 1) 2분기의 경우 4월 매출액에 기반하여 추정하였다. 현재 4월 누적 매출 YoY 57%로 3주차 2천억을 돌파, 4월 매출액은 최소 480억 이상이다. 여기에 작년 4월 대비 2분기 매출 비율을 그대로 적용하였다. 3분기 매출액은 본 보고서의 논리와 기존 동사의 3분기 실적이 2분기와 거의 동일하게 나타났던 과거 추이에 따라, 2분기와 Flat하게 추정한다.
- 2) 4분기 이후는 전술하였듯 브랜드 정체성 변화와 가치 제고를 통한 성장이 전망된다. 이에 과거에 기반한 Historical 성장률을 가져오는 것은 무리이다. 이에, 디스커버리의 15년 실적을 통해 추정한다. 14년부터 ‘라이프스타일 아웃도어’ 브랜드 이미지 확립으로 매출이 크게 성장했으며, 이를 바탕으로 15년부터 S/S 제품 다각화에 성공하였다는 점에서 최근 브랜드 가치 제고와 제품다각화를 이뤄낸 동사와 유사하다고 판단된다. 이에 디스커버리의 1분기 대비 4분기 YoY 하락세(107%→37%)를 적용, YoY 21%를 반영한다.
- 3) 디스커버리의 15년 스토리는 16년에도 유지된 바, 16년 디스커버리 각 분기 매출 YoY의 전년 대비 감소율을 동사 23년 각 분기 YoY에도 적용하였다.

잘 나가는 친구들과 친밀도 Level-Up, 영원무역!

영원무역은 동사의 가장 큰 자회사이다. 특히, 영원무역의 OEM 사업부는 최근 20년 4Q와 21년 1Q YoY +70%에 버금가는 놀라운 실적을 보여줬다. 본 보고서는 그 뒤에 놓인 배경들을 일시적인 시장 상황과 영원무역의 기초 체력 성장, 두 부분으로 해체하여 영원무역의 위치를 정확히 파악하고 다가올 미래를 추정하였다. 그 결과 그림[3-2]와 같은 지분의 기여도로 분석되며, 먼저 한시적 수혜(이하 Temporary Driver)와 Fundamental의 개선(이하 Fundamental Driver)을 나누어 논하겠다.

그림 3-1. 영원무역 분기 매출액 yoy 성장률 (단위:백만 원, %)

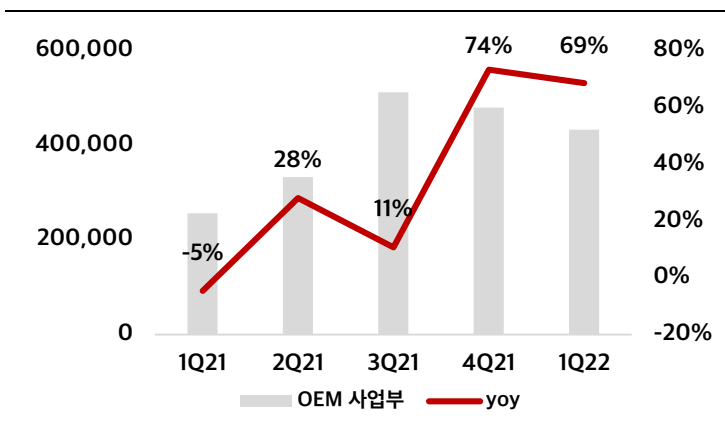
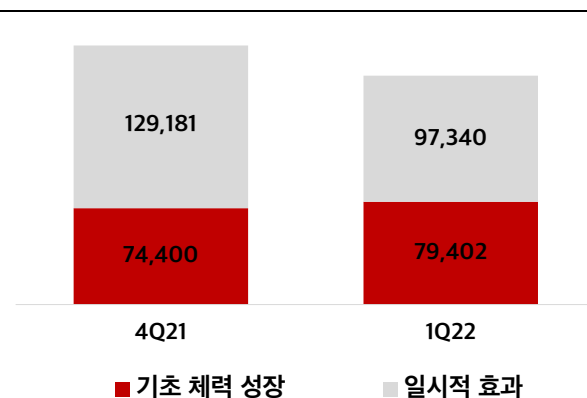


그림 3-2. 전년동기대비 매출액 증분 분석 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

출처: 동사 사업보고서, 시장 자료, SMIC 4팀 추정

3.1. 영원무역의 3가지 Temporary Driver

3.1.1. 전방 소비 회복에 따른 Re-Stocking

코로나 기간 동안 패션업체의 재고 거진 0에 수렴

2020년 상반기 코로나19 대유행으로 소매의류 소비가 급감하였다. 이에 의류 브랜드 업체들은 공격적으로 할인 판매하며 재고를 처리했다. 하반기부터 점차 회복하기 시작한 소비는 21년에도 지속적으로 회복되었다. 반면, 브랜드 업체들은 방역 조치의 변동성과 소비 회복에 대한 의구심으로 21년 상반기, 적극적으로 재고를 늘리지 않았다. 이에 21년 8월 미국 소매의류 재고율은 역사상 가장 낮은 1.86까지 떨어졌다.

재고율 Historical 최저 + 의류 이연수요 폭발 → 괴리율 극복 위한 부랴부랴 Re-Stocking!

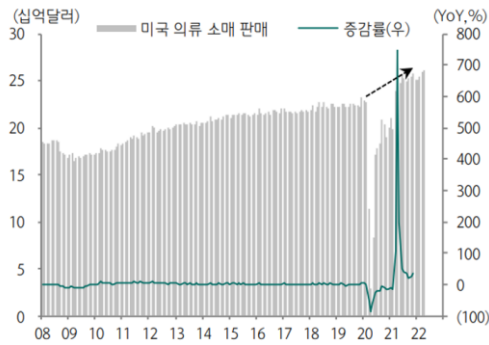
반면, 3분기 소매의류 판매액은 코로나19 발병 전인 19년 대비로도 17% 증가하며 재고가 매우 부족한 상황이 되었다. 브랜드 업체들은 부랴부랴 Re-Stocking을 시작하였고, 의류 OEM 업체들의 수주 물량도 증가하기 시작하였다. 특히, 글로벌 공급망 병목현상으로 Re-Stocking이 원활하게 이뤄지지 못하자, 브랜드 업체들은 안정적인 공급이 가능한 글로벌 대형 OEM 업체들에게 집중적으로 수주를 맡겼다.

과한 행복회로는 금물

그러나 22년 2분기 미국 소매의류 재고는 증가한 데 반해, 지속적인 인플레이션 상승과 금리 상승에 따른 소비 둔화 우려로 인해 Re-Stocking 구간이 종료될 것으로 예상된다.

그림 3-3. 미국 소매의류 판매 추이

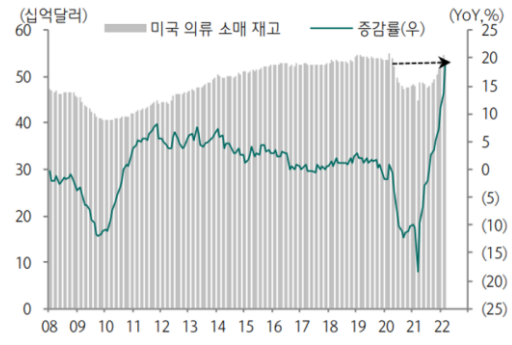
(단위: bill \$, %)



출처: US Census Bureau, 하나금융투자, SMIC 4팀

그림 3-4. 미국 소매의류 재고 추이

(단위: bill \$, %)



출처: US Census Bureau, 하나금융투자, SMIC 4팀

3.1.2. 베트남 Shut down으로 일시적 Shortage까지 발생

OEM의 주축 베트남,
대대적 Shut Down

둘째로, 글로벌 의류 생산의 약 18%를 차지하며 OEM 생산 거점 국가였던 베트남은 21년 3분기 Shut down이었다. 소비 성수기인 4분기를 앞두고, 베트남 주요 생산기지의 공장 가동률은 10%대까지 하락하였다. 이에 상술한 브랜드 업체들의 Re-Stocking은 글로벌 공급망 문제에 베트남 Shut down까지 겹치며 제대로 이뤄지지 못했고, 21년 4분기 소매의류 재고율은 1.85까지 떨어졌다.

반사 수혜는
비(非)베트남
생산망으로 집중
→ 동사 수혜!

이에 브랜드 업체들은 베트남 Shortage 물량을 맡길 업체를 모색하였다. 그리고 안정적인 공급이 가능하면서, 생산능력이 비(非)베트남권에 집중되어 있는 글로벌 대형 OEM 업체들에게 수주를 맡겼다. 동사 또한 베트남 생산기지에 주력하는 경쟁사 대비 방글라데시 위주였기에 수혜를 입을 수 있었다. 21년 4분기 베트남 정부가 단계적으로 방역조치를 완화하며, 경상 수준의 공장 가동률은 최근 22년 5월에 들어서 회복하기 시작했다.

3.1.3. 우호적인 원달러 환율 급등세

원화가 싸지면
영원이는 너무 좋아

마지막으로, 우호적인 환율 방향성이다. 글로벌 의류 OEM 업체들은 원자재 구입과 고객사와의 거래 시, 대부분 미달러로 결제가 이뤄진다. 반면, 판매비와 관리비는 주로 국내에서 발생하는 비용이기 때문에 환율이 상승하면 그 부담이 크게 감소한다. 따라서 지난 해부터 원화가 지속적으로 평가절하됨에 따라, 이익도 함께 개선되고 있다.

공급망 병목으로
환율 효과 강화!

또한, 최근 발생한 글로벌 공급망 병목 현상도 마진 개선에 도움을 주었다. 이전에는 납기가 짧아 환율 spread가 이익에 큰 영향을 미치지 못했지만, 출하 리드타임이 길어짐에 따라 환율 spread가 마진 개선에 기여하였다. 원자재 조달 리드타임은 짧아진 반면, 생산과 출하 리드타임은 길어졌기 때문에, 원자재 구매 시의 환율보다 제품 출하 시의 환율이 높아져 환율 spread가 발생한 것이다.

3.2. 이걸 몰랐지? 영원히 사라지지 않을 Fundamental Driver

그러나 동사의 성장 스토리에 계속적으로 유효할 Fundamental 역시 존재한다. 차례로 ① Key 고객사의 약진, ② Vendor Consolidation으로 인한 고객사 내 점유율 확대다.

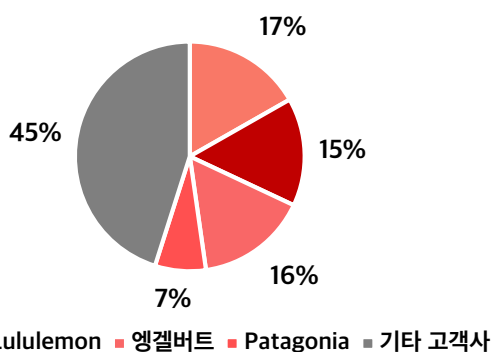
3.2.1. Fundamental의 두 번째 축, 튼튼한 고객사의 든든한 성장!

영원무역 수주 50%를
캐리하는 브랜드 Buyers:
시장 평균 상회하는
에이스 F4

첫 번째 Driver는 전방 고객사들의 약진이다. Top 4 고객사는 VFC, Lululemon, 앵겔버트-스트라우스, Patagonia로, 그림[3-6]와 같이 꾸준히 동사 수주를 떠받쳐 주던 동반자였다. 이들은 매력적인 제품 라인업으로, 의류 시장의 평균 성장치를 상회하며 꾸준히 Outperform해 올 만큼 강력한 역량을 지닌 브랜드들이다. 본 절에서는 네 전방 고객사들의 성장이 앞으로 이어질 것이며, 동사의 수주 성장률 역시 이와 동행하며 안정적으로 확대될 것임을 차례로 보이겠다.

그림 3-5. 2021 주요 고객사 비중

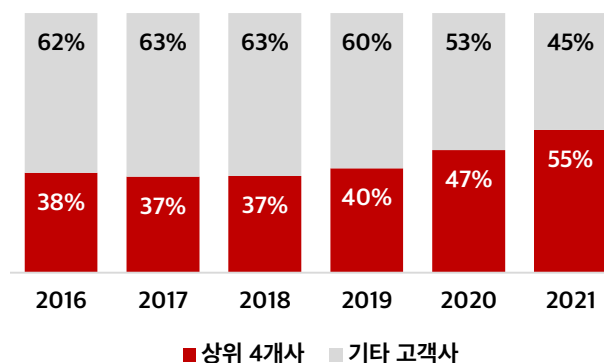
(단위: %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 3-6. Top 4개 고객사 비중 추이

(단위: %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

비중 1위 (17%),
고객사 ① VFC,
노스페이스는
인터넷서널로도 좋아!

먼저 1위의 비중을 차지하는 VFC다. 산하에 다양한 브랜드를 거느린 대기업으로, 주력 라인업은 노스페이스, Vans, Supreme, Eastpak 등이다. 특히 동사가 제품 생산을 맡는 노스페이스는 전사 매출의 최대 비중을 차지하는 핵심 브랜드다. 나아가 노스페이스와 이들이 주도하는 아웃도어 열풍은 2절에서 전술한 국내 시장을 넘어 해외 시장에도 적용되는 이야기다. 실제로 노스페이스 제품의 글로벌 판매량은 코로나 이전에 보이던 연평균 성장률의 곱절을 상회한다.

멈추지 않고 달린다,
노스페이스!
덤으로 같이 달린다,
영원무역!

향후 전망도 밝다. VFC는 컨퍼런스콜에서 아웃도어 브랜드 라인업 전반에 매년 10% 중반대의 성장을, 특히 이를 주도하는 노스페이스의 2022, 2023년 매출액 가이드를 Low-Double Digit(20%-30% 수준)으로 추정하며 자신감을 드러낸다. 동사는 고객사의 성장을 이끄는 라인업 가운데 핵심 브랜드를 책임지는 OEM으로서, 수혜와 완전히 동행할 전망이다.

비중 2위 (15%),
고객사 ② 룰루레몬,
우리랑 같이 밥 먹고
사우나도 같이 가고
완전 친한 친구

Lululemon(이하 룰루레몬)은 요가복계의 샤넬로 불리며 주력 제품인 레깅스, 여성용 스포츠 웨어 제품을 필두로 북미 시장을 완전히 장악한 브랜드다. 이들이 주도하는 “룰루레몬 센세이션”의 파급력과 시장 지배력에 의문을 제기하기는 쉽지 않다. 룰루레몬은 동사에게 꾸준히 얇은 패딩과 바지 등 일상복 라인업 수주를 맡겨 왔다. 요가복 시장을 넘어 성장세를 유지하기 위한 고객사의 신성장 동력으로, 향후 집중적인 투자가 이루어질 분야이기에 의미가 크다.

룰루레몬의 차기
주력 제품,
영원무역이 만들어 준다!

여성용 레깅스 제품은 고객층이 한정된다는 근본적인 한계를 지닌다. 향후 성장성을 확보하기 위해서는 이를 넘어 평상복 의류로의 확장이 필수적이다. 실제로 “룰루레몬”을 고집하는 충성 고객이 많아, 해당 제품군 매출 역시 빠르게 침투하며 Top-line 성장을 이끄는 중이다.

고객사가 생산 비중을 늘리고자 하는 주력 제품군의 담당 OEM인 만큼, 동사의 성장은 고객사의 약진 그 이상까지 기대할 만하다.

그림 3-7. Northface 실적 추이 (단위: mill \$)

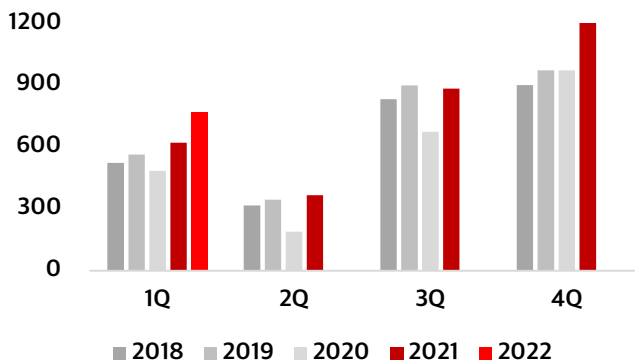
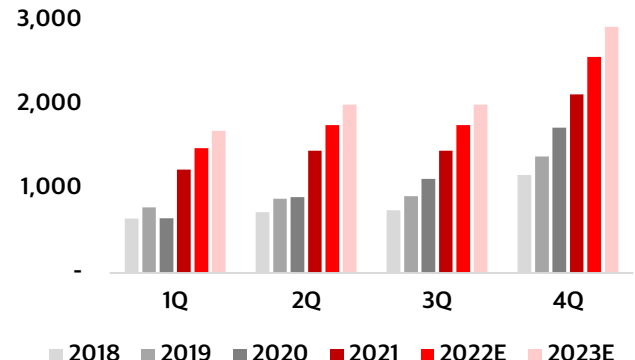


그림 3-8. Lululemon 실적 추이 (단위: mill \$)



출처: VF corporation, SMIC 4팀

출처: Lululemon, Bloomberg, SMIC 4팀

비중 3 위 (16%),
고객사 ③ 앵겔버트,
튼튼한 워크웨어
대표주자

국내 소비자들에게는 생소한 브랜드일 수 있으나, 앵겔버트-스트라우스는 해외 시장에서 “워크웨어 끝판왕” 타이틀의 소유자다. 특히 유럽 시장에서 ‘국민 브랜드’로 불리며 네임밸류가 강력하다. 워크웨어는 작업복을 닮은 디자인으로 실용적인 스타일을 통칭하는데, 편안한 의류에 대한 메가트렌드와 성장의 궤를 같이한다. 전방 시장 성장과 더불어, 2020년 이후 글로벌 시장에서 연 매출 1조 이상을 안정적으로 창출하는 대형 사업자로 자리매김하는 중이다.

비중 4 위 (7%),
고객사 ④ 파타고니아,
Clone 양산의 주역
그 친구도 우리 편

파타고니아 역시 동사의 고객사 라인업에 속한다. 국내 시장에서도 특유의 얇은 후리스 자켓, 브랜드 로고가 박힌 반팔 티셔츠로 “파타고니아 클론 신드롬”을 일으킨 바 있다. 글로벌 시장, 특히 중주국인 미국에서는 입지가 더욱 강력하다. 2017년부터 연 매출 10억 달러 이상의 매출을 꾸준히 찍어내는 중이며, 미국 역내에서는 현재 아웃도어 브랜드 가운데 노스페이스에 이어 2위를 차지할 만큼 시장 지배력이 높은 아웃도어 시장 선두주자다.

그림 3-9. 앵겔버트 스트라우스 관련 칼럼



출처: Fashion Post, SMIC 4팀

그림 3-10. 22SS 워크웨어 트렌드



출처: Wconcept 매거진, SMIC 4팀

그림 3-11. 파타고니아 클론 신드롬

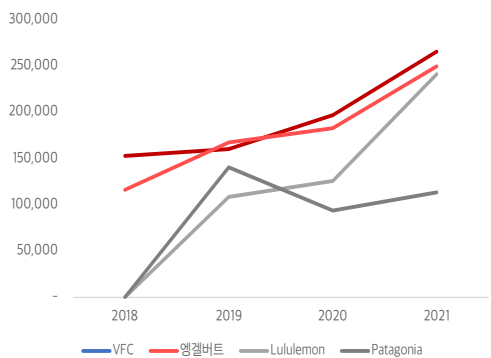


출처: Google, SMIC 4팀

Re-Stocking 종료 우려?
우리 친구들은 안전해

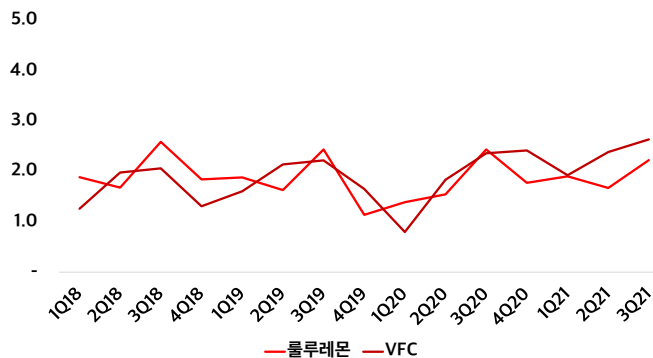
또한 전술한 최근 의류 기업 전반의 Re-Stocking 구간 종료 우려에 있어서도 영원무역의 주요 고객사들은 준수한 상태이다. VFC와 Lululemon의 재고자산회전율이 코로나19 유행 이전 수준과 비슷하거나 오히려 상승할 정도로 재고 관리를 안정적으로 하고 있기 때문이다.

그림 3-12. 동사의 각 고객사향 매출 동향 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 3-13. VFC, Lululemon 재고자산회전율



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 4팀

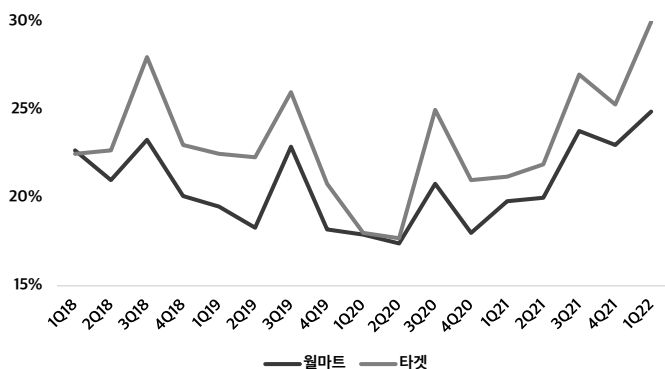
리테일 업체들의 재고 부담, 수익성 압박

최근 불거지고 있는 재고에 대한 우려는 리테일 업체와 의류 브랜드 업체로 나누어 볼 필요가 있다. 리테일 업체들이 수익성 압박을 받을 뿐만 아니라, 재고 수준도 높아졌기 때문이다. 이들은 Re-Stocking에, 글로벌 공급망 문제에 대한 선제적인 대응까지 더해져 21년 4분기와 22년 1분기, 평년보다도 높은 수준으로 재고를 미리 축적했다. 그러나 최근 의류 소비가 둔화됨에 따라 재고 부담으로 작용하고 있다. 또한, 인플레이션에 의한 마진 압박과 공급망 문제에 따른 운송비 증가 등으로 수익성 압박까지 받고 있으며, 이익 가이드نس도 하향 조정할 정도로 그 압박이 상당하다.

비교적 유리한 의류 브랜드 업체들과 훌륭한 영원무역

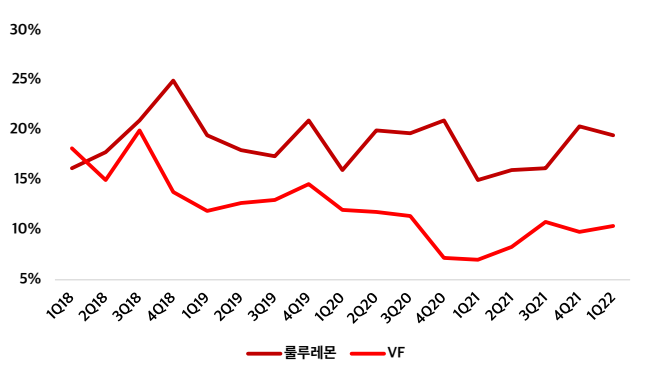
반면, 의류 브랜드 업체들의 재고자산비율은 코로나19 유행 이전보다도 낮은 수준을 보이는 등 재고 부담이 크지 않은 상황이다. 인플레이션과 원가 상승 부담의 전가가 리테일 업체보다 용이하다는 점 또한 유리하다. 영원무역의 고객사가 대부분 브랜드 업체라는 점에서 과도한 재고 확충에 따른 수주의 급격한 감소 가능성은 크지 않을 것으로 예상된다. 또한, 영원무역의 22년 1분기 호실적은 그동안 아웃도어향 우븐 소재 제품에 집중해온 영원무역이 최근 니트 소재 신제품을 개발하며 S/S 시즌 수주가 증가한 영향이 컸다. 따라서 영원무역에게는 재고 부담에 대한 시장의 우려가 과도한 것으로 판단된다.

그림 3-14. 월마트, 타겟 재고자산비율 (단위: %)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 3-15. VFC, Lululemon 재고자산비율 (단위: %)



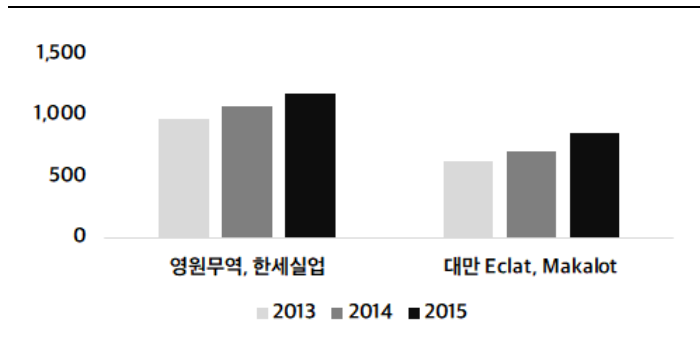
출처: 각 사 사업보고서, SMIC 4팀

3.2.2. 의류 OEM Vendor Consolidation

의류 OEM에게 Consolidation? 압도적 호재

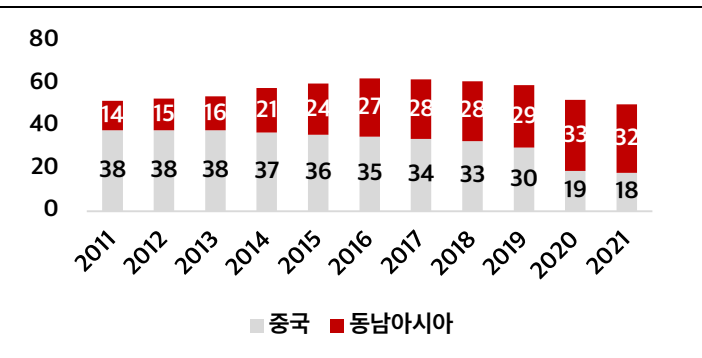
둘째로 의류 OEM Consolidation을 통한 고객사 내 수주 점유율 확대다. OEM 과점화가 일어날 경우 고객사는 수주 생산을 맡기는 벤더사를 소수로 좁혀, 자연스럽게 각 하청업체 당 수주 점유율과 금액이 높아지게 된다. 특히 의류 OEM 산업에서는 과점화를 통한 **점유율 확대 효과**가 실제 실적으로 매우 빠르고, **효율적으로 전환된다**. 공정이 단순하고 생산 리드타임이 길지 않은 특성으로, 벤더사의 Switch가 빠르고 쉽게 진행되기 때문이다.

그림 3-16. 국내/대만 OEM 업체 평균 매출액 (단위: 백만원)



출처: 영원무역, 한세실업, Eclat, Makalot, SMIC 4팀

그림 3-17. 미국 의류 수입액 중 중국:동남아시아 비중 (단위: %)



출처: World Integrated Trade Solution, SMIC 4팀

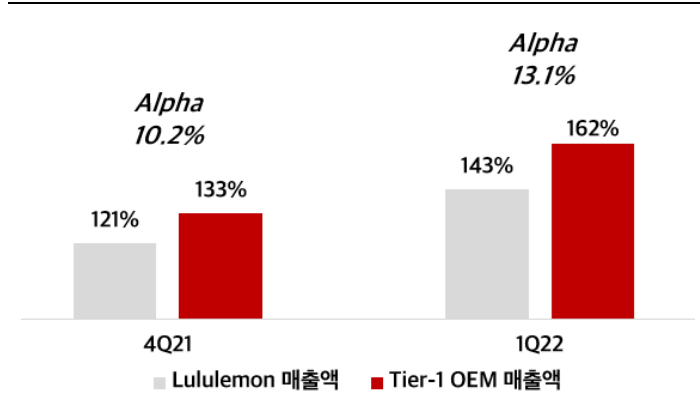
Consolidation ① 중국 역량 축소로 국내/대만 OEM의 과점화 구도

본격적인 Consolidation은 2013년부터 시작되었다. 기존 중국/한국/대만으로 분산되었던 생산망에서 **중국의 생산역량 축소로 인해**, 탈(脫)중국권으로 집중되었다. 수혜의 주인공은 **국내/대만 OEM 업체들로**, 이들의 실적은 실제로 이와 계단식으로 상승하며 동행했다. 이어 2018년 미중 무역분쟁이라는 강한 기폭제를 맞이하여 가속화, 과점화 기초를 굳혔다.

Consolidation ② 소규모 업체 도태, 대형 OEM의 과점

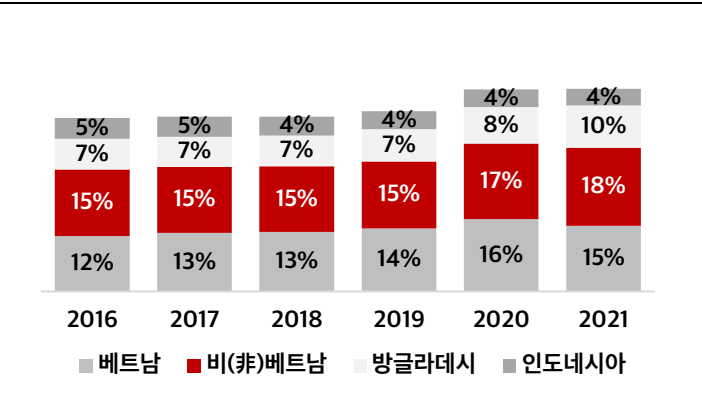
남은 국내/대만 OEM 생존자 안에서도 끊임없는 과점화가 단행되고 있다. 특히 규모의 측면에서 차별화가 강력하다. 코로나19로 인한 구조조정을 신호탄으로, 소규모 OEM 업체들은 시장에서 도태되거나 대형사에 인수되었다. 대형 고객사들의 점차적인 '선택과 집중' 트렌드도 강력하다. 팬데믹을 겪으며 빈번한 공급망 차질과 쇼티지를 경험한 바이어들은, **안정적인 생산 능력을 갖춘 대규모 벤더사 위주로 생산 주문을 집중시킨다**.

그림 3-18. 고객사 vs Tier 1 OEM 탑라인 성장 추이 (단위: %)



출처: Lululemon, 동사, Eclat, SMIC 4팀

그림 3-19. 동남아시아권 → 미국 의류 수출액 비중 (단위: %)



출처: US OTEXA, SMIC 4팀

가면 갈수록 심해지는
고객사 수주의
'선택과 집중'

예컨대 동사 핵심 고객사인 Lululemon 역시, **대량의 수주를 받는 Tier-1 OEM 업체로의 수주 집중도를 강화하는 추세다.** 동사와 함께 Lululemon 내 Tier-1 OEM인 Eclat의 수주액은 고객사의 판매량 증가율보다 10%씩 할증된 수준으로 성장하였으며, 이는 **Buyer들의 '선택과 집중'으로 인한 점유율 확대 수혜를 내포하는 수치**라고 판단된다.

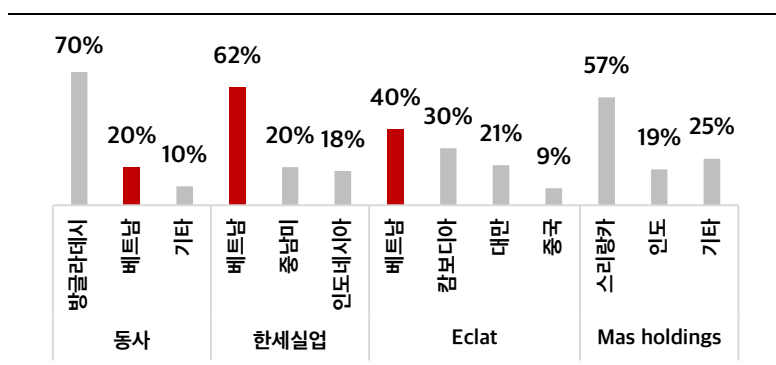
Consolidation ③
생산망 다변화된
OEM을 원해!
베트남 원통은 싫어!

안정적인 생산 능력'이라는 팩터 측정은 나아가, 단순히 규모를 넘어 생산망의 **퀄리티에 대한 검증**으로 이어지는 중이다. 동남아권은 크게 네 권역으로, 특히 인건비와 공장 증설의 측면에서 가장 유리하였던 베트남에 50% 이상의 의존도를 보였다. 그러나 **가파르게 상승하는 베트남 내 임금 인상과, 3.1.1.에서 전술한 베트남 봉쇄에서 기인한 공급망 붕괴**를 겪으며, 고객사들은 **하청 OEM사를 베트남 외 생산기지를 풍부하게 보유한 업체로 다각화하고자 하는 움직임**을 보이기 시작했다.

베트남 Exposure가
압도적 최소인 동사,
Consolidation 효과
톡톡히

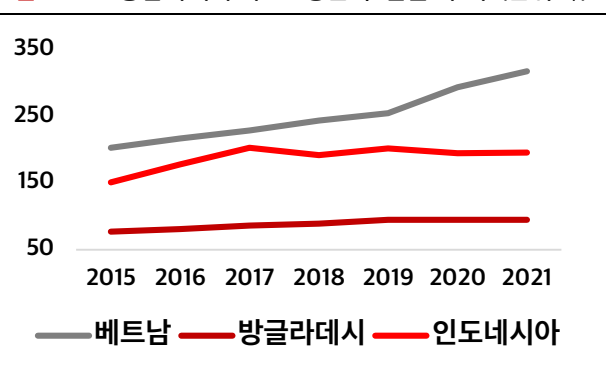
베트남 주재에 따르면 **고객사의 5분의 10 생산시설을 다른 국가로 이전했으며,** 해당 물량의 반사수혜는 동사가 주둔하는 방글라데시를 비롯한 동남아 내 비(非)베트남 국가들로 분산되는 중이다. 동사는 경쟁사들 대비 **베트남 Exposure가 가장 작으며, 공급망이 상대적으로 안정적인 방글라데시와 중남미 등으로 생산망을 꾸준히 다각화해 왔다.** 이는 자연스럽게 고객사 내 동사가 Vendor로서 지니는 **교섭력의 강화와, 점유율 확대**로 이어졌다

그림 3-20. 주요 OEM 업체의 CAPA 中 베트남 비중 (단위:%)



출처: 각 사 사업보고서, 산업 자료, SMIC 4팀

그림 3-21. 동남아시아 주요 생산국 임금 추이 (단위: \$)



출처: KITA, 유진투자증권, SMIC 4팀

3.2.3. Fundamental의 세 번째 주축, OEM을 넘어 브랜드로 확장!

Fundamental의
마지막 Key,
OEM 넘어 브랜드
사업에 진출!

동사는 2015년 프리미엄 자전거 브랜드 'SCOTT'(이하 스캇)의 지분 50%를 인수하여, **브랜드 사업 진출로 다각화**를 꾀하였다. 스캇의 주 타겟은 프리미엄 자전거 시장의 개화를 주도하는 서방 시장이다. 매출의 80%를 차지하는 레저용 산악용 자전거(MTB), 전기자전거(이하 E-Bike), Road bike 등 고가의 프리미엄 자전거 수요가 상당한 지역이기 때문이다. 특히 유럽 시장은 전체 매출의 85%를 차지하며, 가파른 성장세를 보인다.

영원무역 매출의
5% → 30%로
괄목상대할 성장

2016년부터 꾸준한 오름세이던 실적은 코로나를 기점으로 성장의 새로운 국면을 맞이하였다. 타인과의 접촉을 피할 수 있는 이동수단으로 E-Bike가 각광받기 시작했기 때문이다. 이를 기폭제 삼아 **팬데믹을 전후로 yoy 28.21%라는 폭발적인 성장**을 이루었으며, 리오픈 이후로도 **재고 축적 없이 높은 정상가 판매율을 보전하고 있음**이 안정적인 이익률로 증명된다. 스

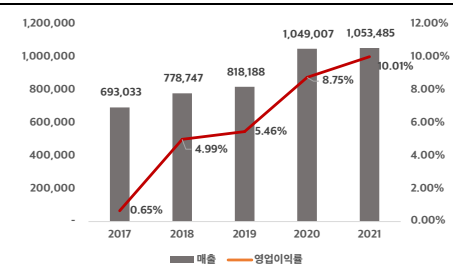
컷은 이를 발판으로, 전사 매출의 30%를 차지하는 알짜 수익원으로 성장하였다.

그림 3-22. SCOTT E-Bike 제품 사진



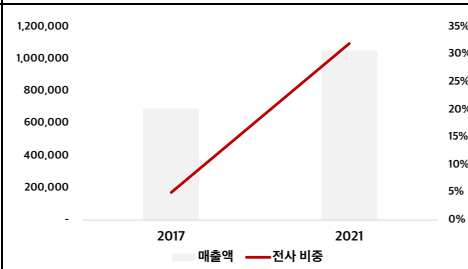
출처: SCOTT 홈페이지, SMIC 4팀

그림 3-23. SCOTT 2017-21 매출, OPM



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 3-24. SCOTT 전사 매출 차지비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

전기자전거가
왜 이렇게 잘 팔려?

지금까지 그리하였듯, 향후 브랜드 성장의 Key Factor 역시 E-bike로 분석된다. 스캇 전체 매출에서 30%를 담당하며, 이 비중은 연도별로 증가하는 추세다. 특히 탄소중립정책의 선봉장인 유럽, 미국을 중심으로 성장할 전망이다. 해당 국가들은 E-Bike의 보급 가속화를 위해, 충전소의 보급 확대와 보조금 등 적극적인 정책적 지원까지 집행하며, 이에 힘입어 유럽에서는 e-bike가 연평균 12.97%, 미국에서는 12.51% 성장할 것으로 전망된다.

3.3. 영원무역 매출 추정

본 보고서의 논리에 따른 OEM 사업부의 향후 Top-Line 추정이다. 골자는 다음과 같다.

- 1) Fundamental Driver들이 기존 동사의 매출 성장에 얼마만큼 기여했는지 시장 자료를 통해 역산한다. 전년동기대비 동사 수주액의 증분액에서 해당 수치를 제한 나머지는, Temporary Driver에 의한 한시적 수혜라고 파악된다.
- 2) 향후에도 유효한 원동력으로서 작용할 수 있는 팩터는 Fundamental Driver에 한한다. ① 전방 고객사의 성장과 ②Consolidation을 통한 고객사 내 점유율 확대라는 두 팩터가 전년 동기 대비 강화된 정도에 비례해 동사 매출액이 성장할 것이다.
- 3) 반대로, Temporary Driver를 통해 이루어졌던 성장은 전술하였듯 ‘한시적 수혜’에 불과하므로, 점차 사라질 가능성이 높다. 쇼티지 등 외부 환경의 회귀는 정확한 추정이 어려우므로, 보수적으로 바로 다음 분기부터 전량 제거될 것으로 추정한다.

첫 번째 Fundamental Growth - 전방 고객사들의 Top-Line 성장 추이 추정이다.

(단위: %)	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
NorthFace	28%	24%	24%	24%	24%	10%	10%	10%	10%
전사 비중 (%)	17%								
Lululemon	23%	21%	21%	21%	21%	14%	14%	14%	14%
전사 비중 (%)	15%								
앵겔버트, Patagonia	17%	15%	15%	15%	15%	6%	6%	6%	6%
전사 비중 (%)	23%								
기타 고객사	7%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
전사 비중 (%)	45%								
고객사 수주액의 평균 yoy	15%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%

- 1) 상위 4개사 사업보고서의 분기별 실적을 통해 yoy 성장률을 구하였다. 이를 동사 OEM 총매출액에서 제한 값이 하위 45% 고객사 향 수주액이다.
- 2) 2022년 전망치의 경우, 각 1분기 yoy 성장률을 flat 적용하였다. North Face가 올해 성장률의 평균을 30% 전후로 제시하였다는 점, 시장의 룰루레몬의 올해 실적 Consensus가 20%대로 나타난다는 점, 기타 고객사들의 경우에도 산업 전망치와 크게 어긋나거나 공격적인 수준이 아님을 확인하였다.

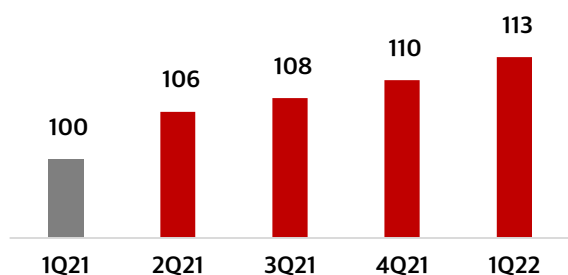
- 3) 2023년 전망치 역시 1분기 yoy 성장률을 추정된 뒤 flat 적용하였다. 노스페이스는 성장률 전망치 가이드선스 10%-30% 밴드 하단인 10%, 룰루레몬은 회사 가이드선스를 그대로 적용하였다. 비상장사인 앵겔버트와 파타고니아는 노스페이스의 비율을 빌려 동일하게 느껴지는 추세를 반영하였다.
- 4) 기타 고객사의 경우 23년의 글로벌 의류 시장 전망치를 적용하였다. 평균을 상회하는 아웃도어 브랜드가 대다수이므로, 의류 시장 총평균의 적용은 보수적인 가정이다.
- 5) 각 고객사별 성장률 전망치에 전사 비중을 곱한 값이 전방 평균 성장률이다.

두 번째 Fundamental Growth - 고객사 내 동사 수주 점유율 확대 속도 추정이다.

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
Top-Tier OEM 과점화 추이	100	104	107	110	113	116	120	123	126	129	133	136
yoy	0.0%	6.1%	7.9%	10.2%	13.1%	11.4%	11.5%	11.6%	11.6%	11.3%	11.0%	10.7%
비(非)베트남권 점유율	8.2%	8.6%	9.1%	9.6%	9.7%	9.8%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
yoy	8.9%	9.0%	10.6%	16.9%	18.7%	14.4%	10.2%	6.2%	4.6%	3.0%	1.5%	0.0%
고객사 내 점유율 확대 yoy	0%	7%	9%	12%	16%	13%	13%	12%	12%	12%	11%	11%

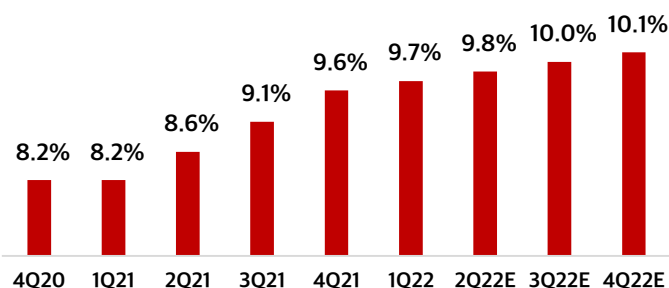
- 1) 전술하였듯 점유율 확대 효과는 고객사의 매출 증가 속도 대비 Top-Tier OEM들의 수주액 증가율의 할증으로 나타난다. 룰루레몬의 Vendor가운데, 매출액 규모가 동사와 유사하며 2018년부터 꾸준히 생산을 맡은 Mas Trading, Eclat을 Top 벤더사로 선정하였다.
- 2) 이들은 그림[3-25]와 같이 룰루레몬의 매출액 증가 속도를 아웃퍼폼한다. 수주 21년 1분기까지의 점유율을 100이라고 가정했을 시, 고객사 내 차지하는 절댓값이 확대되었을 것이다. 향후 추정의 경우 점유율 확대량의 분기 평균 3.28%를 정량적으로 더해주었다.
- 3) 나아가 세 번째 Consolidation인 비(非)베트남권의 점유율 확대 추이다. 동사가 주둔하는 방글라데시 무역청의 수출액 확대 추정치를 2022년까지 반영하고, 2023년의 경우 해당 비중을 flat하게 가져갈 것을 추정하였다. 고객사와 OEM을 막론하고 탈(脫)베트남 기조가 강력하나, 재가동 생산량의 기저효과가 가질 파급력을 고려한 가정이다.

그림 3-25. Lululemon 내 Top 벤더사 과점화 추이



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 3-26. 미국향 의류 수출액 내 방글라데시 점유율 (단위:%)



출처: KITA, SMIC 4팀 추정

성장 전망치를 동사의 탑라인 성장에 적용한 결과는 다음과 같다. 차례로 분기별 매출액, 이를 합한 연매출액 추정치다. 환율에 의한 매출액 증대 효과의 경우 22년 2분기는 4월까지의 평균, 3분기부터는 22년 1분기 수준의 환율로 회귀 뒤 유지할 것을 가정하였다. 이를 제외한 한시적 수혜를 2분기부터 즉시 제거했음에도 불구하고, OEM 사업부는 22년, 23년 모두 평년 그 이상의 성장 수준을 보일 것으로 나타난다.

(단위: 백만 원, %)	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
3.1. Fundamental Driver	74,400	79,402	94,455	143,863	132,781	85,696	87,423	127,075	93,178
①고객사 매출액 yoy	15.0%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
수주액의 증분	41,505	39,402	51,084	78,660	73,630	33,121	34,694	51,735	38,882
②고객사 내 점유율 yoy	11.9%	15.6%	13.0%	12.7%	12.3%	12.1%	11.6%	11.1%	10.7%
수주액의 증분	32,894	40,000	43,372	65,203	59,151	52,575	52,728	75,340	54,296
3.2. Temporary Driver	129,181	97,340	26,666	20,530	(103,923)	(76,772)	-	-	-
①Shortage, ②Re-Stocking	112,570	76,772	0	0	(112,570)	(76,772)	-	-	-
③원달러환율 yoy	6%	8%	8%	4%	2%	-	-	-	-
수주액의 증분	16,611	20,568	26,666	20,530	8,648	-	-	-	-
전년동기대비 수주액의 증분	203,581	176,742	121,121	164,393	28,858	8,924	87,423	127,075	93,178
OEM 분기별 매출액	480,430	433,838	454,441	677,647	509,288	442,762	541,864	804,723	602,466
yoy	74%	69%	36%	32%	6%	2%	19%	19%	18%

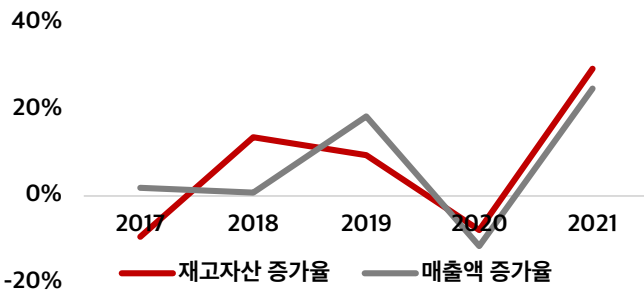
	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
OEM 연매출액	1,202,684	1,212,527	1,435,474	1,269,144	1,584,100	2,075,214	2,391,815
yoy	2%	1%	18%	-12%	25%	31%	15%

OEM 사업부 외, 브랜드 사업(SCOTT)을 포함한 총 매출 추정치는 다음과 같다. SCOTT 성장의 주요 Key Driver는 E-bike이며, 전사 매출의 약 30%에 한해 지역별 유럽/미국/기타 Exposure와 각 역내 전기자전거 성장률 산업 전망치를 가중평균한 값을 적용하였다. 나머지 제품(MTB, Road Bike)의 경우 flat을 가정하였다.

	2019	2020	2021	2022E	2023E
영원무역 매출액	2,388,266	2,466,374	2,792,518	3,338,287	3,704,135
yoy		3%	13%	20%	11%
OEM 사업부	1,435,474	1,269,144	1,584,100	2,075,214	2,391,815
브랜드 사업부(SCOTT)	952,792	1,197,230	1,208,418	1,263,073	1,312,320

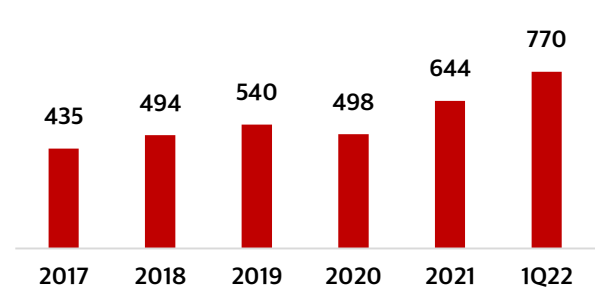
추정치를 동사의 현 재고자산 수치와 비교해 보자. OEM 업체의 재고 매입은 고객사 수주 물량이 확보된 뒤에 이루어지기에, 재고자산의 증가율을 실적의 선행 지표로 삼을 수 있다. 실제로 그림[3-27]처럼 동사의 재고와 매출액은 동행하며, 현재 동사의 재고는 평년 대비 20% 가량 할증된 수준으로 본 보고서가 추정하는 탑라인 성장 전망치와 유사한 수준이다.

그림 3-27. 영원무역 재고자산, 매출액 증가율 추이 (단위: %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 3-28. 영원무역 재고자산 추이 (단위: 십억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

Valuation

본 보고서는 Valuation을 위해 SOTP Method를 사용한다. 당사는 상장사 하나와 비상장사 하나를 연결대상 종속회사로 갖는 지주사로, 둘 다 의류 업종에 속해 있으나 그 BM은 다르다. 이에 따라 연결실체 전체의 이익에 Multiple을 부여하는 방식보다는, 각 회사에 서로 다른 Multiple을 적용한 후 합할 수 있는 SOTP Method가 적절하다 판단하였다.

각 자회사의 영업가치는 NOPLAT에 Peer의 PER Multiple을 적용하여 도출한다. 최종적으로 추정한 각 회사의 NI와 NOPLAT은 큰 차이가 없었으므로, NOPLAT에 Target PER Multiple을 조정 없이 그대로 적용하여도 무리가 없다 판단하였다. 두 자회사의 연결손익계산서는 Appendix. 5.3.에 수록하였다.

4.1. 영원아웃도어 영업가치 산출

4.1.1. NOPLAT 추정

영원아웃도어 매출원가 추정

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
매출액	410,679	432,665	544,484	151,964	743,646	901,799
매출원가	125,511	123,705	133,932		195,660	237,272
원재료비	125,511	123,705	133,932		195,660	237,272
재고자산의 변동	1,720	7,746	-7,976		1,845	2,238
원재료 및 상품매입액	123,791	115,958	141,908		193,815	235,034

먼저 매출액은 앞선 투자포인트 1에서 서술하였다. 매출원가의 경우 재고자산의 변동, 원재료 및 상품매입액 둘로 나뉜다. 원재료 및 상품매입액의 경우 매출 대비 어느 정도 일정한 비율을 유지하는 경향을 보였으므로, 21년의 비율을 사용하여 매출액에 연동하였다. 재고자산의 경우 일정한 비율을 유지하지 않고 합리적인 추정이 어려우나, 변동비적 성격이므로 매출 대비 비율 3년 평균치를 사용하여 매출액에 연동하였다.

영원아웃도어 판매비와관리비 추정

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
판매비와관리비	225,726	228,320	277,429		372,979	447,234
급여와 복리후생비	17,493	18,262	22,867		31,232	37,874
지급임차료	2,899	1,556	1,520		1,992	1,992
감가상각비	4,180	3,977	3,693		3,950	3,950
사용권자산상각비	6,248	9,654	10,761		11,867	12,973
지급수수료	64,124	57,986	80,182		109,511	132,801
판매수수료	109,399	115,473	134,557		183,775	222,859
광고선전비	11,216	10,280	9,619		11,216	11,216
운반비	4,573	5,051	8,158		11,142	13,511
포장비	1,044	1,134	1,322		1,806	2,190
기타	5,620	4,945	4,750		6,488	7,868

판매비와 관리비 중 가장 큰 비중을 차지하는 판매수수료와 지급수수료는 매출 대비 어느 정도 일정한 비율을 유지하는 경향을 보였으므로, 21년의 비율을 사용하여 매출액에 연동하였다. 변동비적 성격을 띠며 매출 대비 어느 정도 일정한 비율을 유지하는 급여와 복리후생비, 운반비, 포장비 또한 21년의 매출 대비 비율을 사용하여 매출액에 연동하였다. 광고선전비의 경우 코로나 이전인 19년의 값을 Flat, 증가하는 추세에 있는 사용권자산상각비의 경우 증분을 더해주었다. 그 외 매출 대비 비율이 경향성이 없거나 고정비적 성격을 띠는 항목의 경우 Average 처리하였으며, 기타의 경우 합리적인 추정이 어려워 21년의 매출 대비 비율을 사용하여 매출액에 연동하였다.

영원아웃도어 NOPLAT 추정

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
NOPLAT	39,848	58,868	97,180		124,277	154,306

최종적으로 유효법인세율을 적용하여 NOPLAT을 추정하였으며, 유효법인세율은 합리적인 추정이 어려워 과거 3년 평균 유효법인세율인 28.99%를 적용하였다.

4.1.2. Target Multiple 산정

K2, 네파, 블랙야크 등 국내 전통 아웃도어 Peer들은 대부분 비상장사이다. 또한 앞선 투자 포인트 1에서 언급했듯 현재 내수 시장에서 라이프스타일 아웃도어를 통해 노스페이스와 함께 집중적인 성장을 누리는 브랜드는 F&F의 디스커버리이다. 그러나 F&F의 경우는 영원아웃도어와 달리 수출 비중이 크며, MLB 등 여러 다른 브랜드를 보유하고 있다. 그렇기에 F&F를 Peer로 선정할 수 없었다.

이에 일반적으로 아웃도어 브랜드로 집계되지 않지만 '아웃도어 맛' 제품군을 다수 보유한 더네이처홀딩스를 Peer로 선정하였다. 더네이처홀딩스는 내셔널지오그래픽 브랜드를 보유하고 있으며, 일반적으로 아웃도어 브랜드로 집계되는 디스커버리보다 더욱 캐주얼에 치중한 것으로 파악된다. 현재 영원아웃도어는 아웃도어 브랜드에서 출발하여 라이프스타일 아웃도어, 캐주얼로 제품군을 확장하고 있기에, 더네이처홀딩스를 Peer로 선정할 수 있다 판단하였다.

그러나 더네이처홀딩스는 '22년 하반기 중국 진출을 통해 중장기 성장을 도모하려 하고 있다. 즉 내수를 넘어서 중국 진출에 대한 기대감을 어느 정도 받기 시작했다는 것이다. 이에 더네이처홀딩스 상장 이후 중국 진출 기대감이 가장 낮았으며, 내수 성장성을 가장 많이 반영하였던 '20 TTM PER Multiple 7.28x를 Target Multiple으로 설정한다. 더네이처홀딩스 20년과 21년의 Top-Line 성장률과 영원아웃도어 21년과 22년 추정되는 성장률을 비교했을 때, 이는 무리한 수치가 아니라고 판단하였다.

4.2. 영원무역 영업가치 산출

4.2.1. NOPLAT 추정

영원무역 매출원가 추정

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
매출액	2,388,266	2,466,374	2,792,518	766,371	3,338,287	3,704,135
매출원가	1,782,387	1,838,040	1,964,938	519,577	2,348,773	2,604,944
원재료비	1,340,039	1,417,021	1,531,985		1,831,396	2,032,101
재고자산의 변동	-45,494	42,521	-146,143			
원재료 및 상품매입액	1,385,533	1,374,500	1,678,128			
종업원급여	294,266	273,674	293,596		350,976	389,440
복리후생비	9,377	8,347	8,544		10,214	11,334
감가상각비	40,856	42,469	41,595		50,279	54,974
사용권자산상각비	1,635	1,725	3,587		3,587	3,587
무형자산상각비	132	222	238		238	238
지급수수료	20,119	23,376	24,758		29,597	32,840
선임	10,087	8,094	12,312		14,719	16,332
수출제비	473	371	529		632	701
기타비용	65,404	62,742	47,795		57,136	63,397

먼저 매출액은 앞선 투자포인트 2에서 서술하였다. 매출원가에서 가장 큰 비중을 차지하는 재고자산의 변동과 원재료 및 상품매입액은 묶어서 원재료비로 추정하였다. 이는 매출 대비 어느 정도 일정한 비율을 유지하는 경향을 보였으므로, 21년의 비율을 사용하여 매출액에 연

동하였다. 변동비적 성격을 띠며 매출 대비 어느 정도 일정한 비율을 유지하는 종업원급여, 복리후생비, 지급수수료, 선임, 수출제비 또한 21년의 매출 대비 비율을 사용하여 매출액에 연동하였다. 감가상각비는 유형자산 계정별 취득원가 추이와 상각률을 고려하여 추정된 뒤 매출원가와 판관비에 뿌려주었으며, 그 Table을 Appendix 5.4.에 수록하였다. 사용권자산상각비와 무형자산상각비는 그 비중이 미미하고 합리적인 추정이 어려워 Flat 처리하였다.

영원무역 판매비와관리비 추정

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
판매비와관리비	368,230	368,646	385,065	100,922	458,310	495,887
급여와 복리후생비	168,081	168,256	181,631		217,128	240,924
여비교통비	1,920	1,283	1,180		1,920	1,920
통신비	4,160	4,121	4,316		4,316	4,316
수도광열비	12,149	13,203	13,934		16,657	18,482
제세공과금	2,945	2,898	3,404		3,404	3,404
임차료	2,215	2,593	2,265		2,358	2,358
감가상각비	23,733	21,206	20,433		21,791	21,791
사용권자산상각비	11,707	12,980	13,547		14,115	14,682
수선관리유지비	10,598	11,957	12,509		14,953	16,592
차량유지비	3,190	3,702	3,599		3,599	3,599
접대비	1,250	450	429		1,250	1,250
소모품비	1,491	1,563	1,360		1,471	1,471
보험료	3,996	5,271	4,417		4,561	4,561
도서인쇄비	704	581	578		621	621
교육훈련비	328	271	268		289	289
지급수수료	21,704	23,648	24,708		29,537	32,774
건본비	7,989	8,260	8,796		10,515	11,668
광고선전비	36,681	30,051	30,051		36,681	36,681
대손상각비(대손충당금환입)	717	1,841	-519		679	679
운반비	2,034	2,044	2,240		2,678	2,972
수출제비	21,283	25,626	27,028		32,310	35,851
선임	2,687	3,153	4,184		5,001	5,549
무형자산상각비	4,343	5,242	7,190		7,190	7,190
해외시장개척비	4,189	3,102	2,885		4,189	4,189
포장비	2,107	2,118	2,171		2,132	2,132
해외출장비	8,985	5,199	3,948		8,985	8,985
판매촉진비	888	652	1,043		1,043	1,043
기타	6,157	7,375	7,473		8,933	9,912

판매비와 관리비 중 가장 큰 비중을 차지하는 급여, 퇴직급여, 복리후생비는 묶어서 추정하였다. 매출 대비 일정한 비율을 유지하는 경향을 보였으므로, 21년의 비율을 사용하여 매출액에 연동하였다. 변동비적 성격을 띄며 매출 대비 일정한 비율을 유지하는 수도광열비, 수선관리유지비, 지급수수료, 건본비, 운반비, 수출제비, 선임 또한 21년의 매출 대비 비율을 사용하여 매출액에 연동하였다. 매출 대비 비율이 경향성이 없거나 고정비적 성격을 띠는 통신비, 제세공과금, 차량유지비, 판매촉진비, 무형자산상각비의 경우 Flat 처리하였다. 여비교통비, 접대비, 광고선전비, 해외시장개척비, 해외출장비의 경우 코로나 이전인 19년의 값을 Flat, 증가하는 추세에 있는 사용권자산상각비의 경우 증분을 더해주었다. 그 외 매출 대비 비율이 경향성이 없거나 고정비적 성격을 띠는 항목의 경우 적절히 Average 혹은 Flat 처리하였으며, 기타의 경우 합리적인 추정이 어려워 21년의 매출 대비 비율을 사용하여 매출액에 연동하였다.

영원무역 NOPLAT 추정

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
NOPLAT	177,268	189,953	327,831	111,383	392,777	446,087

최종적으로 유효법인세율을 적용하여 NOPLAT을 추정하였으며, 유효법인세율은 합리적인 추정이 어려워 과거 3년 평균 유효법인세율인 26.06%를 적용하였다

4.2.2. Target Multiple 산정

국내 상장사 Peer 중 현재 핸드백 제조가 빠르게 성장하며 믹스가 변화하는 제이에스코퍼레이션, 작년 적자를 낸 국동, 태평양물산 등은 제외하였다. 호전실업과 한세실업은 영원무역과 동일하게 의류 OEM을 사업으로 영위, 우븐과 니트를 제조한다. 그런데 앞선 투자포인트 2에서 설명했듯 한세실업은 동사와는 고객사 포트폴리오, 생산 공장 위치 등에서 차이를 보인다. 브랜드바이어가 고객사 대부분인 영원무역과는 달리 리테일바이어 비중이 크며, 생산 공장 또한 영원무역과는 달리 베트남 비중이 반 이상이다.

반면 호전실업은 영원무역 대비 시총과 매출 규모는 작지만 노스페이스, 룰루레몬(주요 고객사 아니었으나 올해 크게 성장) 등을 주요 고객사로 두고 있으며, 베트남 비중이 20% 이하로 작아 유사성이 크다. 호전실업은 영원무역 대비 시가총액이 훨씬 작으나, 매출 규모 상 영세 벤더사로 보기는 어렵다. 즉 호전실업 또한 Consolidation의 수혜를 누리고 있기에, 시가총액 차이에도 불구하고 한세실업보다는 호전실업이 Peer로서 더욱 적절하다고 판단하였다.

이에 호전실업의 현재 시가총액과 '22E Forward Earning을 이용하여 Target Multiple을 설정한다. 이를 위해 희석물량을 고려한 3개 증권사 '22E 순이익 예측치를 이용하였으며, Window에서의 간극을 최소화하기 위해 올해 4월 이후의 Consensus만을 사용하였다. 이에 따르면 현재 호전실업의 '22E Forward PER Multiple Consensus는 6.96x이다. 이 Multiple은 희석을 고려한 현재 호전실업 시가총액과 22년 말 순이익을 이용한 것이므로, 본 보고서에서도 출한 영원무역의 영업가치는 1차적으로 빠르게 줄어들어야 할 '괴리율'이라고 볼 수 있다.

4.3. 연결실체 추정 손익계산서

추정 손익계산서						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
매출액	2,737,959	2,850,956	3,240,514	890,202	3,990,377	4,502,624
YoY(%)		4.13%	13.66%	38.31%	23.14%	12.84%
매출원가	1,852,265	1,917,597	2,013,104	530,793	2,465,957	2,754,555
매출총이익	885,695	933,359	1,227,410	359,409	1,524,420	1,748,069
GPM(%)	32.3%	32.7%	37.9%	40.4%	38.2%	38.8%
판매비와관리비	586,706	592,594	656,918	178,529	823,544	934,336
영업이익	298,988	340,765	570,493	180,880	700,875	813,733
OPM(%)	10.9%	12.0%	17.6%	20.3%	17.6%	18.1%
기타손익	6,931	(15,080)	34,448	4,874	367	367
금융손익	(3,826)	(4,558)	1,219	153	(586)	(586)
법인세비용차감전순이익	302,093	321,127	606,159	185,907	700,656	813,514
법인세비용	74,410	86,661	159,330	44,755	182,716	213,285
당기순이익	227,683	234,466	446,829	141,152	517,940	600,229
NPM(%)	8.3%	8.2%	13.8%	15.9%	13.0%	13.3%

동사는 순수 지주회사이므로, 각 자회사의 손익을 바탕으로 연결조정 및 기타를 고려하여 최종적인 추정 손익계산서를 도출하였다. 매출액, 매출원가, 판매비와관리비 등의 경우 연결조정 및 기타의 3년 평균 비중을 고려하였다. 기타손익과 금융손익의 경우 21년의 연결조정 및 기타를 Flat 처리하였다.

4.4. 배당 추정

동사는 연결기준 지배주주순이익을 기준으로 배당금을 산정하며, 19년의 현금배당금총액은 116.05억, 20년은 139.26억, 21년은 232.1억원이다. 주당 현금배당금은 19년 1,000원, 20년 1,200원, 21년 2,000원이다. 21년 연결기준 지배주주순이익이 급증함에 따라서 배당 또한 크게 증가한 것이다. 동사는 사업환경변화 등 경영환경의 급격한 변동이 없다면 연결 기준 배당성향을 10%대로 유지하고, 향후 단계적으로 배당성향을 상향 시킬 수 있도록 노력하겠다고 밝혔다. 실제 19년의 연결 기준 배당성향은 9.6%, 20년은 13.3%, 21년은 10.5%였다. **이에 따라 차후의 배당을 추정함에 있어 21년의 연결 기준 배당성향 10.5%를 Flat 가정한다.** 또한 이후의 지배주주순이익은 영원무역, 영원아웃도어의 당기순이익과 각각의 지분율을 고려한 뒤 적절히 조정하여 추정하였다.

이에 따르면 올해 주당 현금배당은 2,314원, 내년은 2,719원이며, 6월 2일 목요일 증가 57,700원 기준 올해 배당수익률은 4%이다. 이는 연결 기준 배당성향 10.5%를 가정한 것이고 배당성향을 10%대로 유지한다고 하였으므로, 사실상 하한 수준의 추정치라고 판단한다. 작년 별도 기준 영원무역과 영원아웃도어 등에서 수취한 배당금수익은 232.36억원이었으며, 지분율을 고려한 올해 별도 기준 배당금수익은 500억원에 가까울 것으로 예상된다. 21년에 영원무역과 영원아웃도어의 배당금이 급증했기 때문이다.

올해 주당 현금배당을 2,314원, 내년 2,719원 가정, 동사가 순수 지주회사임을 고려하여 별도 기준 비용들을 모두 Flat 가정할 시, 올해 별도 기준 배당성향은 55%가 되지 않는다. **작년의 경우 개별 기준 배당성향이 98%였다는 점을 고려할 때, 추가적 배당 여력이 크다는 것이다.** 또한 Appendix 5.6.2.에서 설명하듯 대주주 차원에서도 상속 준비와 관련하여 배당을 추가적으로 확대할 가능성이 크다는 점을 고려할 때, 본 보고서에서 제시한 추정 주당 현금배당을 하한으로 판단해도 좋다..

4.5. Valuation

먼저 비영업가치와 순차입금이다. 비영업가치는 별도재무제표 및 영원무역 지분율을 고려한 GOLDWIN 지분(기타포괄손익-공정가치금융자산), 별도재무제표 상 투자부동산을 포함하였다. 순차입금의 경우 영원무역 연결대상 종속회사는 'SCOTT 지주'와 'OR'을 제외하면 전부 100% 자회사이고 영원아웃도어는 자회사가 없다. 그렇기에 두 자회사 및 수많은 손자회사들의 개별재무제표 및 각각의 지분율을 반영하는 것보다는, 영원아웃도어와 영원무역 연결재무제표 상 순차입금과 두 자회사 지분율을 반영하는 것이 오히려 정확할 것이라 판단하였다. 현금 및 현금성자산도 동일하며 계산 시 3개월분 현금성 비용을 제하였다.

다음으로 영업가치이다. 각 자회사의 NOPLAT와 Multiple에 관해서는 앞서 서술하였고, 이에 지분율과 할인율을 적용하여 영업가치를 도출한다. 시장이 동사에 SOTP Valuation을 시행함에 있어 적용한 할인율은 10년 당시 20%, 11년부터 19년까지 30~40%, 20년 당시 40%, 21년 당시 50%, 올해 60% 정도로 확대되어 왔다. **현재 시장의 지주사 및 동사에 대한 View를 반영한 동사의 Upside를 보여주고자 영원무역, 비영업가치의 할인율 모두 자의적인 조정 없이 동일한 60%를 제시한다.** 특히 영원무역이 상장사이므로 증권시장 내에서 거래가 가능하기에, 상장사 지분 가치에 대한 할인율을 관습적으로 부여할 수 있다 판단한 것이다.

반면 영원아웃도어는 비상장사이기에 동시에 투자하지 않으면 달리 투자할 길이 없다. 또한 영원아웃도어가 오랜 부진을 딛고 성장하고 있는 시기이기에 더 이상 '투자하기 싫은' 디스카운트 요소가 아니게 되었고, 이를 크게 할인할 이유가 없어졌다. 영원아웃도어 실적 부진 및 Discount, 동사 주가 추이와 관련하여 Appendix. 5.7.을 참고할 수 있다. 다만 시장이 동사를 평가함에 있어 실제로 영원무역과 영원아웃도어 각각에 얼마의 Discount를 부여할 지는 알 길이 없고, 현재 영원아웃도어에도 여전히 상당한 수준의 할인이 부여되고 있을 것이다.

그러므로 Appendix. 5.1.에서 영원무역 할인율과 영원아웃도어 할인율에 의한 상승여력 민감도 분석을 시행하였다. 분석에 따르면 영원아웃도어에도 할인율 60%를 부여한 1차 상승여력은 15%, 영원아웃도어에만 할인율 20%를 부여한 2차 상승여력은 47%이다. 1차 상승여력은 시장이 부여하는 Discount를 모든 항목에 적용하였음에도 존재하는 Upside이기에 당장 좁혀져야 할 괴리율이며, 2차 상승여력은 시장이 점차적으로 영원아웃도어에 대해 다르게 인식하면서 동시에 발생할 Re-Rating이다.

영원아웃도어에만 할인율 20%, 그 외에 60%를 부여할 시 상승여력은, 동사 영업가치, 비영업가치 모두에 21년 수준 시장 할인율인 50%가 매겨졌을 시의 상승여력과 동일하다. 즉 시장의 관점이 변화함에 따라, 올해 21년에 시장이 부여한 수준의 할인율로 회귀할 수 있다는 관점이다. 결론적으로 85,000원을 최종 목표주가로 산출, 6월 2일 목요일 종가 57,700원 대비 상승여력 47%, 투자 의견 Buy를 제시한다.

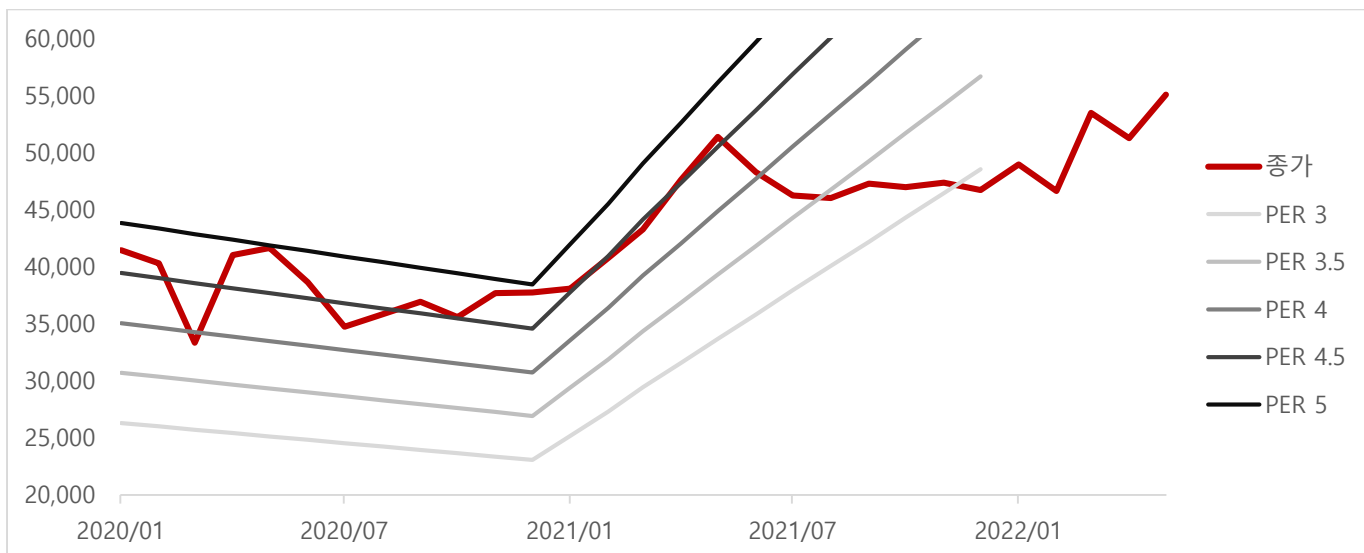
Valuation - SOTP Method					
영업가치 (단위 : 백만 원)	NOPLAT	Multiple	지분율	할인율	반영가치
영원무역	392,777	6.96x	50.52%	60%	552,559
영원아웃도어	124,277	7.28x	59.30%	20%	429,185
영업가치 합계					981,745
비영업가치 (단위 : 백만 원)	장부가			할인율	반영가치
기타포괄손익-공정가치금융자산	236,936			60%	94,774
투자부동산	16,913			60%	6,765
비영업가치 합계					101,540
순차입금 (단위 : 백만 원)	장부가		지분율		반영가치
단기차입금(영원무역)	101,602		50.52%		51,330
기타유동부채(영원무역)	5,868		50.52%		2,964
유동리스부채(영원무역)	13,063		50.52%		6,599
사채(영원무역)	49,916		50.52%		25,218
장기차입금(영원무역)	82,461		50.52%		41,659
비유동리스부채(영원무역)	11,751		50.52%		5,937
유동리스부채(영원아웃도어)	14,619		59.30%		8,669
기타금융부채(영원아웃도어)	34,270		59.30%		20,322
기타유동부채(영원아웃도어)	22,265		59.30%		13,203
비유동리스부채(영원아웃도어)	14,308		59.30%		8,485
(-) 현금 및 현금성자산(영원무역)	68,110		50.52%		34,409
(-) 현금 및 현금성자산(영원아웃도어)	86,409		59.30%		51,241
순차입금 합계(3개월분 현금성 비용 반영)					98,736
최종 Valuation					
가치 합계 (단위 : 백만 원)					984,548
유통가능주식수 (단위 : 주)					11,604,898
목표주가 (단위 : 원)					85,000
현재주가 (단위 : 원)					57,700
상승여력					47%

Appendix.

5.1. 영원무역, 영원아웃도어 할인율에 의한 상승여력 민감도 분석 (행 : 영원무역 할인율 / 열 : 영원아웃도어 할인율)

	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%
0%	187%	166%	145%	125%	105%	84%	63%
10%	179%	158%	137%	117%	97%	76%	55%
20%	171%	150%	130%	109%	88%	67%	47%
30%	163%	142%	122%	101%	80%	59%	39%
40%	155%	134%	113%	93%	72%	52%	31%
50%	147%	126%	105%	85%	65%	44%	23%
60%	139%	118%	98%	77%	56%	36%	15%

5.2. 동사 Historical PER Band('20~'21)



5.3. 영원무역, 영원아웃도어 추정 연결손익계산서

영원무역 추정 연결손익계산서						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
매출액	2,388,266	2,466,374	2,792,518	766,371	3,338,287	3,704,135
YoY(%)		3.27%	13.22%	34.88%	19.54%	10.96%
매출원가	1,782,387	1,838,040	1,964,938	519,577	2,348,773	2,604,944
매출총이익	605,879	628,334	827,581	246,793	989,514	1,099,191
GPM(%)	25.4%	25.5%	29.6%	32.2%	29.6%	29.7%
판매비와관리비	368,230	368,646	385,065	100,922	458,310	495,887
영업이익	237,649	259,689	442,515	145,871	531,205	603,304
OPM(%)	10.0%	10.5%	15.8%	19.0%	15.9%	16.3%
기타손익	6,630	6	23,149	2,291	2,593	2,593
금융손익	(10,632)	(10,296)	(14,412)	(2,297)	(16,643)	(16,643)
법인세비용차감전순이익	233,647	249,398	451,252	145,866	517,155	589,254
법인세비용	59,365	66,972	116,949	34,487	134,767	153,555
당기순이익	174,283	182,426	334,303	111,379	382,388	435,699
NPM(%)	7.3%	7.4%	12.0%	14.5%	11.5%	11.8%

영원아웃도어 추정 손익계산서						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
매출액	410,679	432,665	544,484	151,964	743,646	901,799
YoY(%)		5.35%	25.84%	59.09%	36.58%	21.27%
매출원가	125,511	123,705	133,932		195,660	237,272
매출총이익	285,168	308,960	410,552		547,986	664,528
GPM(%)	69.4%	71.4%	75.4%		73.7%	73.7%
판매비와관리비	225,726	228,320	277,429		372,979	447,234
영업이익	59,442	80,641	133,123	34,350	175,008	217,293
OPM(%)	14.5%	18.6%	24.4%	22.6%	23.5%	24.1%
기타손익	(1,285)	(9,673)	12,196		(1,328)	(1,328)
금융손익	3,326	1,532	1,156		1,582	1,582
법인세비용차감전순이익	61,483	72,501	146,476		175,262	217,548
법인세비용	20,266	19,575	39,548		50,804	63,062
당기순이익	41,216	52,925	106,928	29,725	124,458	154,486
NPM(%)	10.0%	12.2%	19.6%	19.6%	16.7%	17.1%

5.4. 영원무역 유형자산 감가상각비 Table

영원무역 유형자산 감가상각비 추정						
(단위: 백만 원)		2019	2020	2021	2022E	2023E
건물	기초 취득원가	311,239	370,371	379,564	442,205	485,861
	기말 취득원가	370,371	379,564	442,205	485,861	529,516
	연평균취득원가	340,805	374,967	410,884	464,033	507,688
	감가상각비	12,227	10,236	10,886	13,870	15,175
	상각률	3.588%	2.730%	2.649%	2.989%	2.989%
구축물	기초 취득원가	1,170	1,170	1,161	1,215	1,230
	기말 취득원가	1,170	1,161	1,215	1,230	1,245
	연평균취득원가	1,170	1,166	1,188	1,222	1,237
	감가상각비	40	39	39	41	42
	상각률	3.387%	3.384%	3.323%	3.365%	3.365%
기계장치	기초 취득원가	391,514	433,980	429,081	490,368	523,320
	기말 취득원가	433,980	429,081	490,368	523,320	556,271
	연평균취득원가	412,747	431,531	459,725	506,844	539,795
	감가상각비	37,505	37,919	36,676	43,676	46,516
	상각률	9.087%	8.787%	7.978%	8.617%	8.617%
차량운반구	기초 취득원가	120,801	101,075	97,991	105,310	100,146
	기말 취득원가	101,075	97,991	105,310	100,146	94,982
	연평균취득원가	110,938	99,533	101,650	102,728	97,564
	감가상각비	6,035	5,648	4,561	5,342	5,074
	상각률	5.440%	5.675%	4.487%	5.201%	5.201%
공구기구비품	기초 취득원가	62,699	69,669	72,380	83,323	90,197
	기말 취득원가	69,669	72,380	83,323	90,197	97,072
	연평균취득원가	66,184	71,024	77,851	86,760	93,635
	감가상각비	5,141	5,271	5,455	6,419	6,927
	상각률	7.767%	7.421%	7.007%	7.398%	7.398%
시설물	기초 취득원가	17,697	22,446	23,812	27,753	31,104
	기말 취득원가	22,446	23,812	27,753	31,104	34,456
	연평균취득원가	20,072	23,129	25,783	29,429	32,780
	감가상각비	2,171	2,244	1,863	2,722	3,031
	상각률	10.817%	9.703%	7.224%	9.248%	9.248%
감가상각비		63,119	61,357	59,481	72,070	76,765

5.5. 동사 연결재무상태표

연결재무상태표			
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021
자산	3,789,428	3,732,515	4,325,576
유동자산	1,863,425	2,150,102	2,619,646
현금및현금성자산	547,379	964,590	849,455
단기금융상품	192,360	174,469	451,519
파생상품자산	8,085	1,308	13,119
매출채권	402,659	374,520	425,518
재고자산	621,584	566,107	716,661
기타수취채권	35,811	19,782	22,659
기타유동자산	49,952	43,178	130,865
당기법인세자산	5,594	6,147	9,851
비유동자산	1,926,003	1,582,413	1,705,930
장기금융상품	4,227	1,220	903
당기손익-공정가치금융자산	2,922	4,685	3,924
기타포괄손익-공정가치금융자산	720,183	394,139	382,654
유형자산	876,879	876,374	977,035
사용권자산	53,039	62,121	72,192
무형자산	164,629	164,091	171,189
투자부동산	29,251	26,076	49,117
기타수취채권	19,040	15,187	8,388
기타비유동자산	4,173	6,330	9,148
이연법인세자산	51,660	32,189	31,379
부채	1,213,687	1,115,410	1,170,498
유동부채	671,235	648,820	595,772
매입채무	188,690	185,932	236,806
단기차입금	138,337	220,066	103,169
유동성장기차입금	115,407	19,100	0
유동리스부채	9,473	13,669	14,399
유동성사채	49,989	0	0
파생상품부채	465	6,046	672
당기법인세부채	49,271	77,359	102,629
기타충당부채	15,459	21,496	22,311
기타지급채무	92,380	82,209	89,469
기타유동부채	11,764	22,944	26,316
비유동부채	542,452	466,590	574,726
사채	0	49,846	49,916
장기차입금	82,044	16,245	85,548
비유동리스부채	42,716	49,644	60,344
순확정급여부채	59,544	61,486	60,692
이연법인세부채	357,383	289,257	318,157
기타지급채무	637	74	43
기타충당부채	80	36	18
기타비유동부채	48	3	10
자본	2,575,740	2,617,105	3,155,078
지배기업지분	1,375,779	1,370,738	1,628,251
자본금	6,818	6,818	6,818
주식발행초과금	113,894	113,894	113,894
이익잉여금	938,813	1,122,027	1,328,894
기타자본항목	316,255	128,000	178,646
비지배지분	1,199,961	1,246,367	1,526,827

5.6. Governance Issue

5.6.1. 의문의 회사, YMSA

영원무역그룹의 지배구조는 성기학 회장이 직접 영원무역홀딩스 지분을 16.77%, 성회장이 지분을 보유한 YMSA가 다시 영원무역홀딩스 지분을 29.09% 소유하고 있는 형태이다. 이를 통해 영원무역, 영원아웃도어 등 사업회사를 손자회사로 지배할 수 있는 것이다. 17년 YMSA가 지주사 지위를 내려놓고 영원무역홀딩스가 영원무역그룹의 단일지주회사가 되면서 더 이상 옥상옥 구조가 아니게 되었지만, 오너일가는 여전히 YMSA를 이용하여 그룹 전체를 지배하고 있다. 2012년 말 기준 YMSA의 최대주주는 성 회장 및 특수관계인(45.59%)이었으나, 2013년 이후 구체적인 지분율이나 주주 목록을 공시하지 않고 있다.

5.6.2 상속, 합병, 배당

성 회장은 47년생이기에, 지주회사인 동사에 투자함에 있어 상속 이슈를 생각하지 않을 수 없다. 앞서 언급했듯 YMSA가 영원무역홀딩스 지분 29.09% 소유하고 있기 때문에, 승계를 위한 여러 시나리오 중 YMSA와 영원무역홀딩스가 합병하는 케이스를 생각해 볼 수 있다.

자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 따르면 상장사와 비상장사 합병의 경우 상장사는 시가 평가, 비상장사는 수익가치와 자산가치를 가중산술평균한다. 그런데 동원산업-동원엔터프라이즈 합병 사례를 참고하면, 자산가치의 경우 별도재무제표 상 자본(YMSA의 경우 이익잉여금이 대부분), 사업가치의 경우 시가 평가한 영원무역홀딩스 지분(비영업가치)이 중요한 가치가 될 것이다. 특히나 사업가치에서 비영업가치가 중요한 이유는 YMSA의 본업이 큰 이익을 창출해내지 못하기 때문이다. 즉 합병비율 산정에 있어서 가장 중요한 영원무역홀딩스의 가치가 양측에서 동일하게 시가 평가될 것이기에, 합병비율 산정에서 큰 문제가 발생하지 않으리라 기대할 수 있다.

또한 현재 성 회장이 영원무역홀딩스 지분 16.77%를 직접 소유하고 있기 때문에, 설령 합병 비율을 대주주에 유리하게 조정한다 하더라도 16.77% 지분에서는 손해를 보게 된다. 이에 더해 합병비율을 대주주에 유리하게 가져가기 위해서는 YMSA 가치를 적극적으로 키워 놓아야 한다. 그러나 이러한 움직임도 아직은 없는 것으로 파악된다.

마지막으로 차후 상속 준비를 위해 배당이 확대될 것으로 예상된다. 상속 과정에서 증여세가 뒤따를 것이기 때문이다. 과세표준이 30억원을 넘으면 10~50%의 증여세율 중 최고세율인 50%가 적용되며, 최대주주 및 특수관계인 주식은 20% 할증된다. 거대한 증여세를 해결하기 위해, 차후 배당수익을 통해 재원을 만들어갈 것으로 예상된다.

5.7. 주가 분석

2009년 7월 영원무역과 영원무역홀딩스로 분할상장이 되었다. 이후 영원무역홀딩스 주가는 영원아웃도어의 실적 급성장과 우량한 자산가치 부각에 힘입어 영원무역보다도 빠르게 상승하였다. 실제 2009년 분할 이후 연말까지 영원무역의 주가 수익률은 40%, 2010년 1년 주

가 수익률은 -7%였다. 반면 영원무역홀딩스의 경우 2009년 분할 이후 연말까지 영원무역의 주가 수익률은 66.5%, 2010년 1년 주가 수익률은 8%였다.

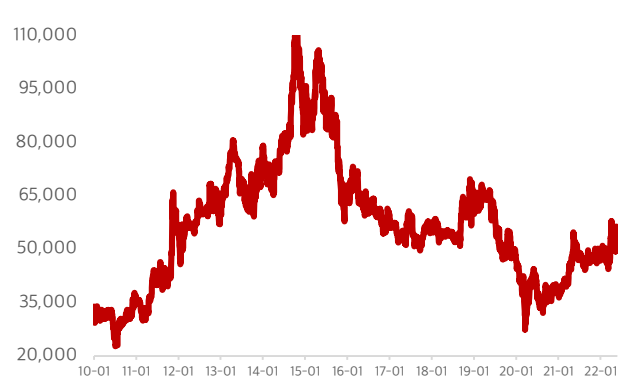
그러나 이후 노스페이스 패딩 열풍이 사라지며 영원아웃도어의 실적 성장세도 둔화되기 시작했다. 이에 따라 시장이 영원무역홀딩스를 바라봄에 있어서, 영원아웃도어를 오히려 '투자하기 싫은' 디스카운트 요소로 판단하기 시작하였다. 이에 따라 동사 주가 흐름은 영원무역의 주가가 대부분 견인해왔고, 주가가 유사한 흐름을 보이게 되었다. 이는 아래의 차트에서도 확인할 수 있다.

Appendix. 영원무역 주가 추이('2010~)



출처: SMIC 4팀

Appendix. 영원무역홀딩스 주가 추이('2010~)



출처: SMIC 4팀

앞선 6p.의 그림[1-4]에서도 보았듯이 동사 주가는 영원무역 대비 낮은 상/하방 변동성을 보였고, 그러한 와중에도 영원무역 시가총액 대비 동사의 시가총액 비율이 15년까지 계속해서 낮아지는 추이를 보였다. 이러한 비율은 약 40%에서 저점을 형성하였으며, 2013년 이후 추이를 보았을 때 40%~70%에서 유지되는 경향성을 보였다.

그런데 20년 코로나 폭락 이후 영원무역의 주가는 빠른 탄력성을 보인 반면, 영원무역홀딩스의 주가는 회복이 느렸다. 이후 영원무적이 실적 호조를 보이며 다시금 주가 상승을 이루어낸 반면, 동사 주가는 이를 따라가지 못하며 동사의 저평가는 더욱 심화되었다. 이는 Intro에서도 언급하였듯 20년 이후 시장 참여자들의 행태가 변화한 결과라고 판단한다. 그러나 시장 상황이 변화하고 있고, 그 괴리는 역사적 최대 수준으로 벌어진 지금이 투자 기회이다.

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.