Initial Coverage

SMIC
SNU Midas Investment Club

영원무역 (009970)

2008년 11월 14일

의류제조업

시장의 바람막이, 영원무역

Buy

Valuation

Target Price: ₩ 9,828

Price: ₩ 5,900

Margin of Safety: 66.6%

MktCap.(100mn):	3,010
ROE:	16.6%
ROA:	10.67%
Op.Magin:	6.08%
PER:	4.84
PBR:	0.91
Dividend Yield:	1.9%

Major Sh.Holder:

성기학 9.15%

기업분석 5팀

이호진, 임이랑, 정원호

함병현, 황지연

● 성공적인 해외진출을 통한 높은 영업이익률 달성

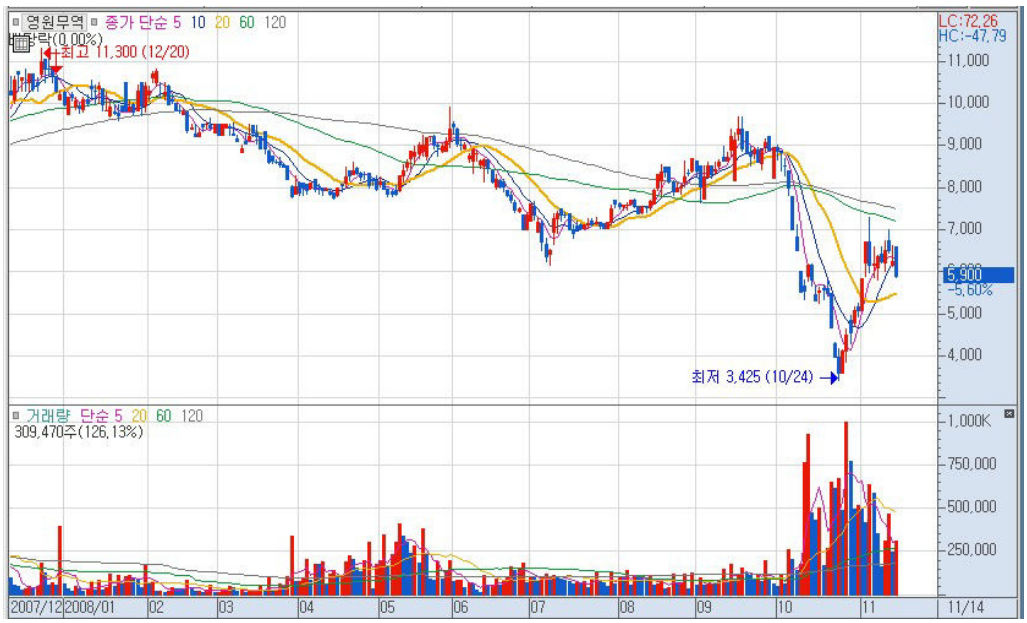
동사는 전 세계에서 거의 유일하게 방글라데시 시장에 성공적으로 정착한 기업이다. 방글라데시는 의류제조업이 전체 시장의 70%를 차지하는 국가로서 인건비가 중국의 1/5일 정도로 작다. 동사는 20년 전부터 방글라데시 시장에 진출하여 매우 열악한 시장환경을 극복하고 성공적으로 정착했다. 이를 통해 동사는 인건비를 타 기업보다 획기적으로 줄임으로써 의류제조업체는 낮은 이익률을 갖는다는 편견을 깨고 상당한 수준의 영업이익률을 기록하고 있다.

● 관세효과를 통한 가격경쟁력 확보

동사는 생산물의 50% 이상을 방글라데시 법인에서 제조하고 있다. 유럽에서는 방글라데시 수입품에 관세를 적용하지 않고 있으므로 동사의 제품이 유럽으로 수출될 때는 면세를 받게 된다. 따라서 동사는 유럽지역에서 관세효과를 통한 뛰어난 가격경쟁력을 갖추고 있다.

● 황금알 같은 자회사, 골드윈코리아

동사는 다른 의류제조업체들에 비해 높은 이익률을 기록하고 있다. 이는 동사의 숨겨진 의류 유통 자회사인 골드윈코리아가 존재하기 때문이다. 골드윈코리아의 영업이익률은 07년에 29%를 달성하였다. 골드윈코리아를 통한 지분법이익은 동사의 매출액 대비 5%를 차지하고 있다. 이는 동사의 영업이익률이 6%임을 감안할 때 매우 높은 수치임을 알 수 있다.



영원한 우리땅, 독도
Dokdo forever belongs to Korea

I. 영원무역: 아웃도어의류 제조 수출 세계 1위

동사는 유명 브랜드에 제품을 납품하는 OEM 수출기업이다

동사는 기능성 위주의 아웃도어/스포츠 의류를 생산하는 OEM Original Equipment Manufacturing 업체로서 1974 년 설립된 이래로 지난 30 년 간 흑자만을 기록해 온 건실한 회사다. 동사는 자체기술인 무봉제 생산 기술 바탕으로 The North Face, Nike, Timberland, Polo 등 유수한 브랜드에 제품을 납품해오고 있는 수출기업으로 2008 년 기준 수출이 차지하는 상품 매출은 95%를 상회하는 수치를 기록했다. 동사는 세계 4 개국에 생산기지를, 9 개국에 해외사무소를 운영하고 있으며 방글라데시, 중국, 엘살바도르, 프랑스, 홍콩, 스위스, 터키 등에 걸쳐 유통, 제조, 무역, 판매를 위한 31 개의 자회사를 갖고 있다. 내수 시장은 직접 판매 및 위탁 대리점을 통해 제품을 판매 중이나 수출 비중이 점차 늘어남에 따라 내수 매출이 차지하는 비중은 상대적으로 작아지고 있는 추세다.

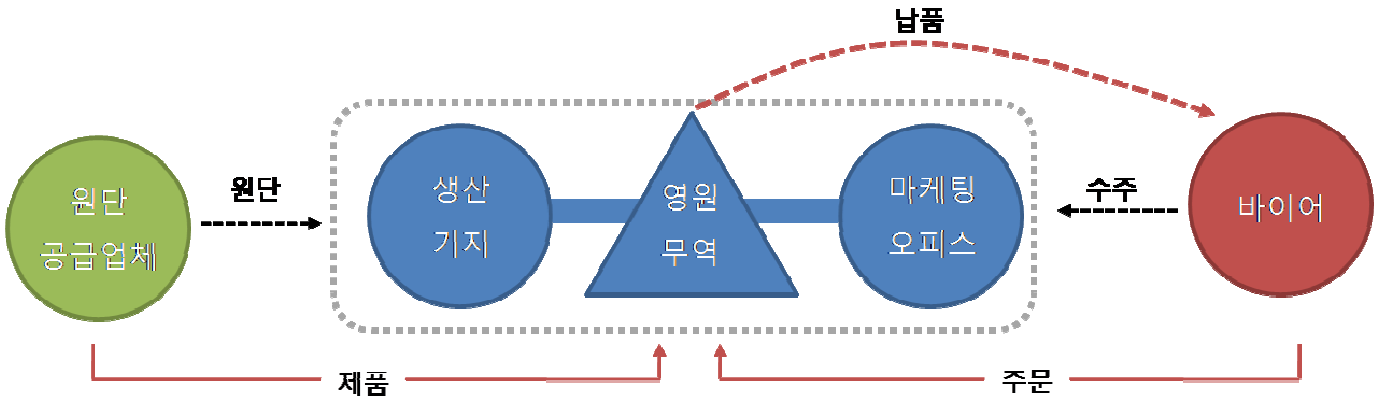
주문→원재료구입→해외공장에서 생산→판매

동사는 해외 거래선과의 개별 상담을 바탕으로 주문을 받고 일본, 대만 등에서 원단을 구입한 다음 이를 방글라데시, 중국, 베트남, 중남미에 위치하고 있는 현지 법인 공장으로 옮겨 의류, 신발, 가방을 생산한다. 동사 제품 수출의 50% 이상을 방글라데시 치타공과 다카에 있는 현지 생산 공장이 담당한다. 방글라데시의 인건비는 중국에 비해 약 20%밖에 되지 않기 때문에 상대적으로 방글라데시에서 생산된 제품은 중국이나 기타 동남아시아에서 생산된 제품들보다 가격 경쟁력을 확보하는데 용이하다. 동사가 소위 말하는 '가격 대비 품질이 좋은' 제품을 납품할 수 있는 경쟁우위가 바로 여기에 있다. 생산된 제품은 주로 미주와 유럽, 아시아로 납품되며 의류가 차지하는 수출 비중이 약 87%로 가장 높다.

방글라데시 투자 업체 중 단일 기업으로는 최고의 수출 규모를 이끌어내고 있다

동사는 1987 년 방글라데시 치타공에 생산을 위한 의류제조회사를 설립한 이래로 패딩, 신발, 신발부품, 운송중개, 의류 부자재 등을 위한 회사를 꾸준히 증설해왔다. 이와 같은 지속적인 투자는 동사를 방글라데시의 대표적인 투자 기업으로 발돋움하게 했다. 방글라데시 내 동사의 연간 수출 규모는 2 억불을 상회한다. 단일 기업으로서는 방글라데시 최대 수출 규모다. 이는 의류생산을 주 산업으로 삼고 있는 방글라데시와 우호적인 관계를 이끌어 내는 데 긍정적으로 작용했다. 1995 년 동사는 방글라데시 정부로부터 KEPZKorea Export Processing Zone Project 를 제의 받고 치타공에 약 300 만평의 부지를 매입, 현재까지 약 5 억불을 투자하여 개발을 진행 중이다. 공사가 끝나고 개발이 완료되면 부동산 임대업을 통한 현금 창출이 기대된다.

그림 1. 동사의 OEM 생산 구조도



자료: 리서치 5 팀

Ⅱ. 핵심역량의 근원 – 방글라데시 생산기지

해외 생산공장 중 방글라데시가 경쟁력의 핵심이다

동사는 의류 OEM 업체의 특성에 따라 저렴한 인건비를 찾아 해외에 생산공장을 설립하여 운영하고 있다. 가장 대규모인 방글라데시 생산공장은 인력 3 만 6 천여 명을 고용하여 동사 제품의 약 50% 이상을 책임지고 있으며, 이 외에도 베트남, 중국 등에서 현지인들을 고용하여 생산공장을 운영하고 있다. 동사의 주요 경쟁력의 원천이 바로 이 방글라데시 공장에 있으므로 여기에 주목해야 할 필요가 있다.

동사는 방글라데시 내 최대의 기업으로 그 지위가 막강하다

방글라데시에서 동사의 지위는 국내의 삼성전자에 견줄 만할 정도로 높다. 1987 년 방글라데시에 최초로 진출한 해외기업으로 방글라데시의 전체 기업 중 가장 큰 규모를 자랑하고 있다. 2006 년 방글라데시의 해외수출액 $106 억 중 75%에 해당하는 $79 억이 의류수출에서 발생하였는데, 이러한 의류산업의 1 인자가 바로 동사이다. 이렇듯 국가 경제에 미치는 영향이 중요하기 때문에 방글라데시 지도부와의 연계와 지원, 그리고 기업 인지도 등에서 확고한 지위를 점하고 있다.

1) 저렴한 인건비

방글라데시의 이점

- 인건비가 저렴하다

방글라데시 생산공장이 가지는 이점은 두 가지가 있는데, 첫 째는 바로 저렴한 인건비다. 의류제조업은 특성상 노동집약적일 수 밖에 없는데, 가격 경쟁력을 갖기 위해서는 인건비가 차지하는 비중을 낮은 수준에서 유지하는 것이 중요하다. 방글라데시는 아직까지 경제발전이 더딘 편이기 때문에 다른 나라에 비해 인건비가 상대적으로 낮다. 이전까지 중국, 베트남 등이 노동집약산업의 생산거점으로 각광을 받았지만, 최근 이러한 국가들이 급속한 경제발전을 이루면서 인건비가 상승했기

때문에 그에 대한 반대급부로 방글라데시의 인건비 매력은 더욱 커졌다고 볼 수 있다.

현재 방글라데시의 인건비는 중국에 비해 약 1/5 에 불과한 것으로 파악된다. 방글라데시에서 생산된 제품의 가격차이는 중국에서 생산된 같은 제품에 비해 약 25% 까지 난다. 따라서 아웃도어 의류 브랜드 업체들은 제품의 질에 큰 차이가 있지 않는 한 방글라데시에서 생산된 제품을 선택하게 된다. 실제로 의류제조는 높은 수준의 기술력을 요하는 산업이 아니기 때문에 국가별로 품질에서 차이가 나는 점은 극히 작다.

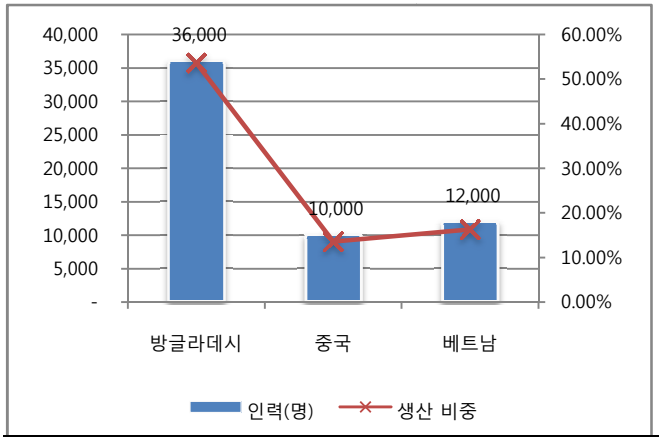
2) 무관세 혜택

방글라데시 생산공장이 가지는 두 번째 이점은 관세 효과다. 동사가 생산하는 아웃도어 의류의 약 30%가 EU 에 수출되고 있는데, 방글라데시에서 생산되는 의류는 EU 국가들에 수출될 때 무관세 혜택이 적용된다. 이러한 혜택은 아프리카 13 개국 등 최빈국 15 개국에 대해서만 적용되며 중국, 인도, 베트남 등은 해당되지 않는다. 일반적으로 EU 의 의류 수입관세는 약 7.9%이므로 그만큼 방글라데시 생산제품이 가격절감 효과가 발생하는 것이다.

또한 동사 아웃도어 의류의 약 50%가 수출되는 미국에서도 현재 방글라데시를 포함한 최빈국 의류제품에 대해 무관세 혜택을 적용하는 법안이 하원에 제출되어 있다. 현재 미국에 대한 수출에서 발생하는 관세는 약 15~17%이기 때문에 이 법안이 순조롭게 통과된다면 동사에게 돌아오는 긍정적 효과는 매우 클 것으로 기대된다. 하지만 최근 보호무역주의를 강조하는 버락 오바마가 미국 대통령에 당선되면서 해당 법안으로 인한 효과가 발생할 것인지는 아직 미지수다.

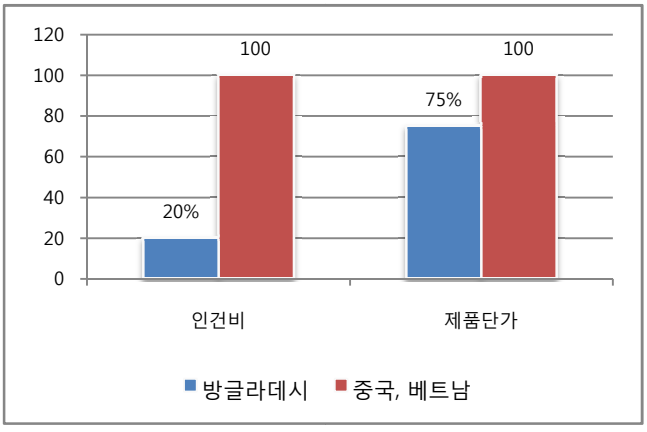
이와 같은 인건비 절감과 관세 효과는 결국 제품 판매단가의 경쟁력으로 이어져

그림 2. 해외 생산기지의 인력과 생산비중



자료: 동사 사업보고서

그림 3. 방글라데시의 비교우위 (중국, 베트남 기준)



자료: 다카무역관

브랜드 업체인 바이어들로부터 수주를 따낼 수 있는 큰 원동력이 되어왔다. 하지만 이러한 강점이 미래에도 안정적으로 유지될 수 있을 것인지에 대해서는 약간의 리스크가 존재한다. 방글라데시에 진출한 외국기업들에 노조 설립이 허용되면서 임금인상 요구가 강해질 것으로 예상되기 때문이다. 또한 EU 에서 무관세 혜택에 대한 조건을 현재보다 까다롭게 수정하여 방글라데시가 혜택에서 제외될 가능성도 배제할 수 없다.

그러나 이러한 리스크가 현실화된다고 하더라도 여전히 중국, 베트남과의 인건비 격차가 어느 정도 존재하는 상황이기 때문에 동사에게 큰 악재로 작용하지는 않을 것이라 판단된다.

3) 모방할 수 없는 지위 – 방글라데시 진입장벽

타 업체들은 방글라데시 진출에 있어 진입장벽이 있다

방글라데시가 가지고 있는 이점을 활용하기 위해 타 업체들이 활발하게 방글라데시에 진출해오고 있다. 하지만 이러한 상황에도 불구하고 타 업체들이 동사의 경쟁 우위를 단시간 안에 따라잡기는 불가능할 것으로 판단된다. 방글라데시는 경제적으로 후진국이기 때문에 해외기업이 활동하기에 적합한 환경과 시스템을 제공하지 못하고 있다. 생산 공장 건설을 위한 용지 확보도 쉽지 않은 데다가 복잡하고 느린 행정절차는 여전히 방글라데시 신규 투자에 걸림돌이 되고 있다. 하지만 동사는 1980 년부터 일찍이 진출하여 장시간에 걸쳐 현지 환경에 적응해오며 노하우를 쌓아왔다.

방글라데시에서의 기업활동 환경은 문제점이 많다.

방글라데시의 기업활동 환경은 수많은 문제점을 가지고 있다. 각종 경제 및 산업에 대한 정보가 체계적으로 정리되지 않아 기업활동에 필요한 기본적인 데이터를 구하기 어렵다. 또한 각종 부정부패가 만연하여 영업활동에 대한 허가 취득이 무척 까다롭다. 물류시스템도 낙후된데다 중간과정에서 리베이트 및 로비가 횡행하고 있다. 그리고 외국인 1 명을 고용하려면 반드시 현지인을 100 명 고용하여 1:100 의 비율을 종업원 비율을 맞추어야 한다.

동사는 문제점을 잘 극복하여 방글라데시의 이점을 잘 이용하고 있다

동사는 지난 20 년간 방글라데시에서의 기업활동을 지속해 오면서 수많은 어려움들을 극복해왔다. 게다가 앞서 언급한대로 방글라데시의 최대기업이라는 지위를 확보하여 정권의 전폭적인 지원을 받고 있기 때문에 정치적인 요인으로 인한 위험, 관료의 부정부패로 인한 위험으로부터는 상대적으로 안전하다고 볼 수 있다. 또한 1997 년부터 방글라데시 정부가 섬유의류분야에 대해 외국인투자제한정책을 실시하여 해외 기업의 신규진출 규모가 크게 감소하고 기존 업체의 추가 투자만 늘어나고 있는 상황이다.

Ⅲ. Cashcow, 골드윈코리아

1. 동사와 골드윈코리아의 관계

동사는 골드윈코리아의 순이익률의 51%를 영업외 수익을 얻는다.

자본금이 1300 억 원 정도 되는 법인사업체인 골드윈코리아는 동사와 자회사 관계이다. 이 회사에서는 등산복, 스키복, 기타스포츠 웨어, 장지제조를 판매하고 주요 브랜드로는 노스페이스, 골드윈 등이 있다. 동사는 지분법을 통해 골드윈코리아의 당기 순이익 중 51%를 영업외수익으로 얻고 있어 골드윈코리아의 영업력과 성장가능성은 동사의 이익에 직접적으로 영향을 미친다.

2. 골드윈코리아의 영업이익률

골드윈코리아의 높은 영업이익률의 동사에게 강점이 된다

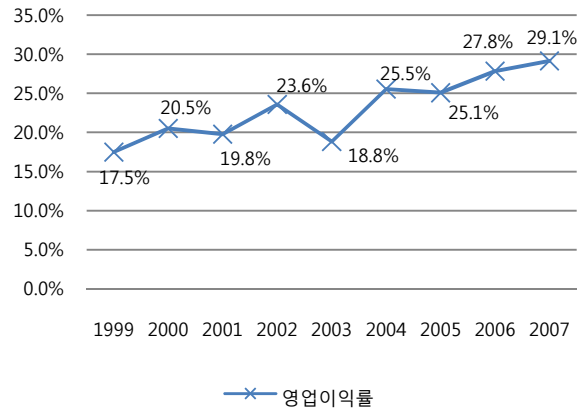
골드윈코리아의 영업이익률은 2007 년 29%를 기록했다. 이 수치는 동사의 영업이익률(5~6%)에 비해 매우 높은 수치이다. 지분법을 통해 골드윈코리아 순이익의 51%를 얻는 동사에게 골드윈코리아의 높은 영업이익률은 강점이 된다.

3. 골드윈코리아의 cashcow

골드윈코리아는 Northface와 Goldwin를 대표브랜드로 가지고 있다

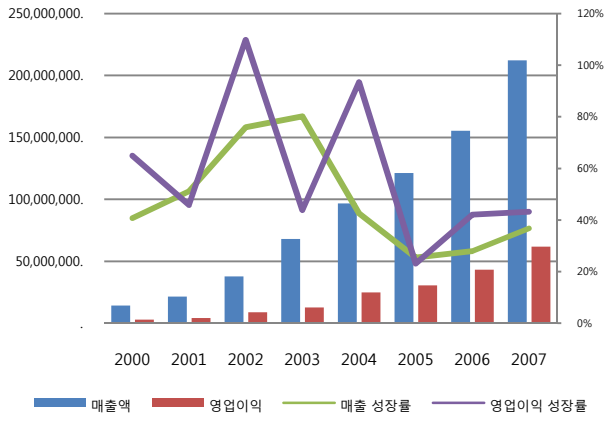
골드윈코리아는 외부 브랜드에 대한 라이선스를 취득하여, 그 브랜드를 기획하고 생산하여 판매한다. 따라서 골드윈코리아는 모회사인 영원무역과는 달리 OEM 제조업체가 아닌 의류 브랜드 업체라고 보아야 할 것이다. 골드윈코리아의 대표적인 브랜드는 노스페이스와 골드윈이다. 특히 노스페이스는 국내 아웃도어 의류 중 압도적인 1 위를 기록, 골드윈코리아의 총매출액에 중요한 부분을 차지하고 있다.

그림 4. 골드윈코리아의 영업이익률



자료: 골드윈코리아 공시자료

그림 5. 골드윈코리아 매출, 영업이익 추이



자료: 골드윈코리아 공시자료

- **The North Face**

노스페이스는 국내 대표적인 아웃도어 의류브랜드 중 하나다. 1997 년, 골드윈코리아가 노스페이스 운영권을 취득한 이래로 국내 아웃도어 의류 시장이 점점 확대됨에 따라 노스페이스는 골드윈 코리아의 캐쉬카우가 되어왔다.

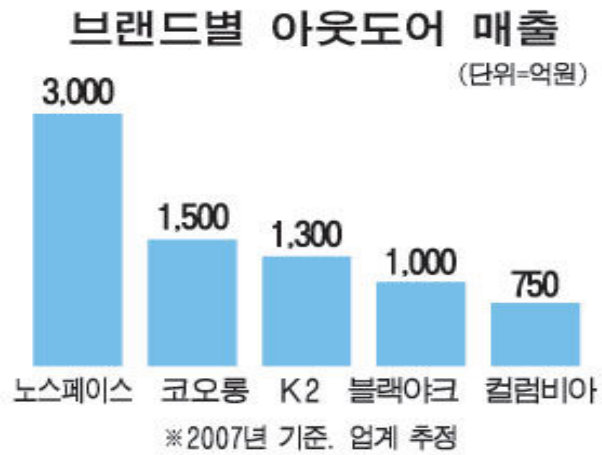
노스패이스는 많은 사람들에게 사랑받는 라이프 스타일 브랜드이다

노스페이스는 국내에서 가장 인지도 높은 브랜드 중 하나로 남녀노소 누구나 즐겨 입을 수 있는 옷이다. 특히 등산복 등 다양한 스포츠웨어 기능을 가지고 있으면서, 평상복으로도 입을 수 있는 디자인이기에 더욱더 사랑을 받는다. 즉 라이프 스타일 브랜드라는 점이 노스페이스의 약진의 비결이다. 특히 대표적인 제품인 '프리재킷'(일명 바람막이 재킷)은 7 년째 노스페이스의 베스트 셀러 제품으로 자리 잡고 있다. 이 재킷을 입고 중고생들은 등·하교를 하고 20~40 대 직장인들은 출퇴근을 할 정도로 남녀노소의 사랑을 받고있다.

노스페이스는 매년 큰 성장을 하고 있으며 이는 지속될 것으로 예상된다

노스페이스는 2003 년 이후 매출이 연평균 30% 급증, 지난해 3200 억 원을 기록했고 올해도 25% 늘어난 4000 억 원을 예상하고 있다 (단, 골드윈코리아의 2007 년 매출은 2100 억 원이므로 이 수치는 영원무역 계열회사의 합산 수치이다). 백화점에서도 노스페이스의 약진이 두드러진다. 현대백화점의 올 1~10 월 아웃도어 매출 증가율은 전년 동기 대비 12.4%이지만 노스페이스 성장률은 2 배를 웃돈다.

그림 6. 브랜드별 아웃도어 매출



자료: 매일경제

그림 7. 노스페이스 매출 추이

자료: 매일경제

IV. 현금 창출을 위한 큐를 던진다: KEPZ Project

동사는 방그랄데시에서 KEPZ Project를 통해 부동산 임대사업을 추진중에 있다

KEPZKorea Export Processing Zone Project(한국 수출가공공단 조성사업)는 96 년 당시 방글라데시 수상이 한국을 방문했을 때 양국 합의사항에도 포함되었던 프로젝트다. KEPZ Project 는 방글라데시의 산업 인프라를 개선하고 더 많은 외국인 투자를 유치할 수 있는 동력이 된다는 점에서 방글라데시 정부가 먼저 제안한 사업이었다. 개발이 성공적으로 진행되고 부동산 임대업이 본격적으로 시작되면 지속적인 현금 창출이 가능하다는 점에서도 동사에게도 매력적인 win-win 사업이다. 개발사로 선정된 데에는 동사가 방글라데시에 오랫동안 투자해 온 경력이 긍정적으로 작용했다.

KEPZ조성은 신규 투자처로 거론되고 있는 방글라데시의 투자매력도를 높일 것으로 기대된다

KEPZ 조성을 위해 동사는 1996 년 6 월, 치타공 카르나풀리강 연안에 약 2,492ha 의 부지를 매입하였으며 KEPZ 내에는 약 150 여 외국 투자업체가 입주할 공장 부지 외에 특급호텔, 골프코스, 레크레이션 시설 등이 설립될 예정이다. 기간 시설, 전력 및 용수 확보 같은 기본적으로 해외 투자에 필요한 인프라 외에도 일본인들의 투자를 위한 일본인 학교, 세계 유명 기관의 연구소, 세관 및 금융기관, 사설 항구와 공항까지 건립이 계획되고 있다.

이와 같은 대규모 기간 시설의 확충은 투자 인프라가 잘 갖춰지지 않아 여러모로 방글라데시 진출에 어려움을 겪어 왔던 외국회사들에게 긍정적인 소식이 될 것으로 기대된다. 방글라데시는 중국과 동남아 시장의 인건비 상승으로 투자 매력도가 증가하고 있지만 상대적으로 갖춰지지 않은 시설, 복잡한 행정처리, 용지 확보의 어려움 등으로 여러모로 에러사항이 존재했기 때문이다.

하지만 KEPZ가 언제부터 얼마만큼의 이익을 동사에게 가져다줄지는 여전히 두고볼 일이다

반면 KEPZ 가 언제쯤 얼마만큼의 현금을 동사에게 쥐어줄 지는 여전히 미지수다. 공단 조성이 거론 되고, KEPZ 운영권을 방글라데시 정부로 취득하기 까지 약 12 년이 걸리는 등 KEPZ 추진이 순탄히 이루어 지고 있지 않은 실정이다. 세금 처리 문제, 투자가 모집에 있어서도 어려움을 겪고 있고 방글라데시 독립 이후 가장 큰 규모의 토지를 단일 외국 회사에게 매각 하는 것과 다름 없어 이에 대한 여론이 분분하다.

하지만 2007 년 5 월 방글라데시 정부로부터 최종적으로 사업 운영권을 취득함으로써 사업을 현실화 할 수 있는 토대를 마련했다. 앞으로 남은 공사를 완성시키고 마케팅 활동을 시작하면 150 여 개 업체로부터 연간 10 억 달러의 수출 유발 효과가 기대된다. 앞으로 KEPZ Project 가 어떠한 이익을 동사에게 가져다 줄지는 지켜볼 일이다.

VI. 환율변동의 영향

동사의 영업가치는 환율에 영향을 크게 받는다

동사는 수출이 전체 매출의 95% 이상을 차지하는 수출기업이다. 해외에서 원재료를 수입하는 비중 또한 전체 원재료 중에 95%이상을 차지하고 있다. 이렇게 해외영업 비중이 크므로 동사의 영업가치는 환율변동에 큰 영향을 받는다. 특히 동사는 환율관련 헤지를 거의 하고 있지 않아서 수출과 원재료 수입 사이에 자연 헤지가 부분적으로 이루어지고 있지만 매출총이익 분에 대해서는 환율변동에 그대로 영향을 받고 있다.

- **2008 년 환율상승으로 환율효과 발생**

08년 매출총이익 증가량 중 환율효과 비중이 37%이다

지난 2007 년 대비 올해 3 분기까지 동사는 매출은 18.7%, 매출총이익은 28.2%의 성장률을 기록했다. 같은 기간 동안 원-달러 환율은 8.6% 가량 증가했다. 이 환율변동을 반영하여 올해 매출 성장 중 환율효과가 차지하는 비중을 계산하였다. 환율이 2007 년 3 분기 누적 평균에서 변동하지 않았다면 같은 기간 동사의 매출은 9.7%, 매출총이익은 17.7%가 증가했을 것이다. 즉, 올해 3 분기 누적 매출총이익의 증가량 중 환율효과에 의한 비중은 37%였고, 이는 총 매출총이익의 8%에 해당하는 부분이다.

환율변동에 따라 동사의 매출총이익도 같은 비율로 변동한다

올해 수출과 내수 비중을 기준으로 환율변동에 따른 매출총이익의 민감도를 분석했다. 그 결과 환율변동 비율과 동사의 매출총이익 변동 비율은 거의 일치하는 것으로 나타났다. 환율이 현 상황에서 1% 변동하면 매출총이익은 1.04% 변동한다.

동사의 지분법이익은 영업이익보다는 환율에 영향을 덜 받는다

동사는 자체의 영업이익 외에도 골드윈코리아를 비롯한 자회사들의 지분법이익 비중이 큰 기업이다. 지분법이익 중 60% 이상을 차지하는 골드윈코리아가 내수기업이므로 지분법이익은 동사의 영업이익에 비해 환율의 영향은 적게 받을 것이다.

그림 8. 2008년 환율효과

	2007.Q3	2008.Q3	2008.Q3 환율변동이 없는 경우
매출액	384,952,042	456,852,688	422,436,571
수출	368,252,000	437,089,000	402,672,883
내수	16,700,042	19,763,688	19,763,688
매출총이익	58,168,194	74,572,861	68,439,929
해외매출총이익	63,532,000	77,889,000	71,756,068
국내매출총이익	- 5,363,806	- 3,316,139	- 3,316,139
평균환율	932	1,012	932
매출 성장률		18.7%	9.7%
총이익성장률		28.2%	17.7%
환율효과		6,132,932	

자료: Research 5 Team

그림 9. 환율 민감도 분석

	표준화	환율1%상승	환율5%상승	환율1%하락	환율5%하락
매출액	100.0	100.96	104.78	99.04	95.22
수출	95.7	96.63	100.46	94.72	90.89
내수	4.3	4.33	4.33	4.33	4.33
매출총이익	100.0	101.04	105.22	98.96	94.78
해외매출총이익	104.4	105.49	109.67	103.40	99.22
국내매출총이익	-4.4	-4.45	-4.45	-4.45	-4.45
평균환율	1.0	1.01	1.05	0.99	0.95

자료: Research 5 Team

V. 지분법이익, 영원무역의 또 다른 수익

동사의 지분법손익 규모가 매우 크다

동사의 수익성은 자회사의 영업활동에서 발생하는 지분법이익에 큰 영향을 받는다. 아래 그림과 같이 2006 년부터 동사의 지분법이익은 영업이익 규모를 뛰어넘고 있다. 그 성장률도 꾸준해서 올해 3 분기까지의 지분법손익(435 억 원)은 2007 년 지분법손익(390 억 원)을 훨씬 뛰어넘고 있다.

동사의 영업이익에는 동사의 영업과 관련된 지분법이익을 반영해 주어야 한다

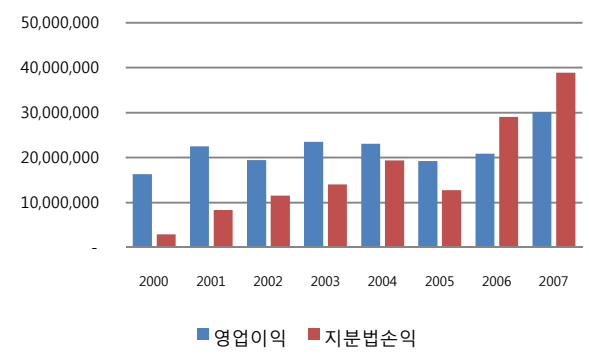
하지만 이 지분법이익은 동사의 영업이익에 반영되지 않는다. 동사는 의류 OEM 업체로 동사의 자회사들은 제조생산 역할을, 동사는 관리 및 판매 역할을 맡고 있기 때문에 동사에서 발생하는 매출에 대한 영업이익을 동사와 자회사들이 분담하는 구조이다. 따라서 자회사들 중 동사의 영업과 관련된 자회사들의 지분비율에 따른 영업이익은 동사의 영업이익에 반영되어야 타당하다. 하지만 자회사의 영업이익을 반영하기에는 지분법이익은 당기순이익을 반영한 것이고 각 자회사들의 영업이익을 측정하기 어렵다는 문제가 있다. 따라서 생산, 운송 주체인 자회사들의 영업외손익을 무시하고 당기순이익과 영업이익이 같다는 가정을 세우고 분석을 하였다.

- **영원무역의 수정 영업이익률**

동사의 수정 영업이익률은 동종 업종보다 매우 높은 수준이다

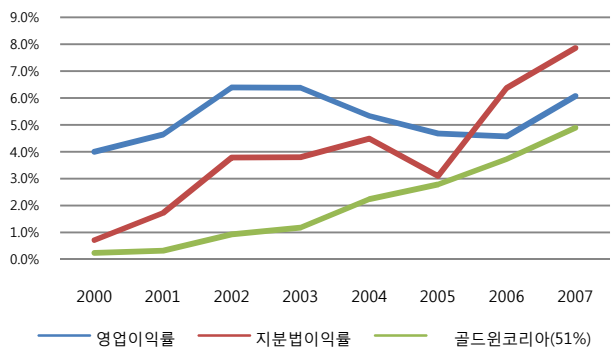
동사의 자회사들 중에는 제조 및 생산, 운송을 담당하는 업체 외에도 유통, 부동산 개발업을 하는 업체들이 있다. 이들 자회사는 동사의 영업과는 관련성이 낮은 업무를 담당하고 있다. 이들 중 실질적으로 지분법이익이 발생하는 기업은 골드윈코리아 하나로 골드윈코리아의 지분법이익을 제외한 지분법이익을 동사의 영업이익에 반영하여 수정 영업이익률을 계산하였다. 그 결과 수정 영업이익률은 2007 년 9%에 달했으며 영업이익률보다 보통 2~3% 정도 높은 수치를 기록했다. 이러한 영업이익률 수준은 다른 의류 OEM 업체들의 영업이익률보다 매우 높은 수준이다.

그림 10. 영업이익과 지분법손익 추이



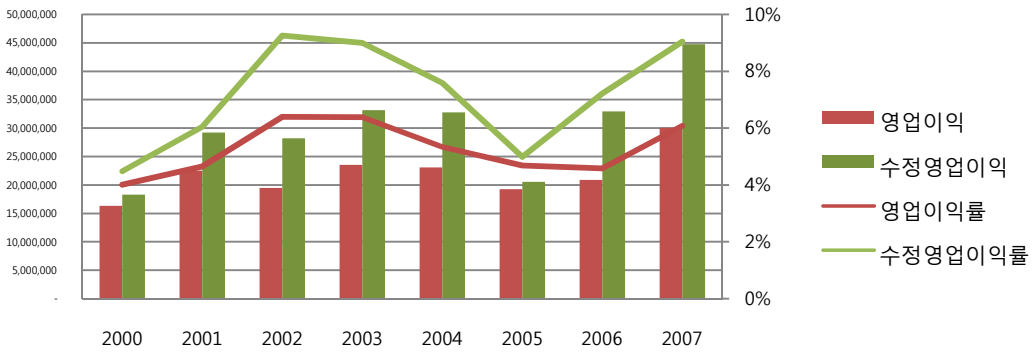
자료: Research 5 Team

그림 11. 영업이익률과 지분법이익률 추이



자료: Research 5 Team

그림 12. 수정영업이익 추이



자료: Research 5 Team

VI. Valuation

1. 잔여이익모형 (Residual Income Model)

동사는 지분법을 통해 얻는 수익이 막대하다. 그래서 지분법을 통해 얻는 수익까지 valuation에 적용하기 위해 잔여이익모형을 이용하였다.

과 목	1998.12	1999.12	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008
매출액	442,130,502	363,929,063	407,656,846	483,933,269	304,496,644	368,543,455	432,232,238	410,960,368	456,448,236	495,215,335	582,100,000
당기순이익	25,903,255	14,463,393	16,587,722	24,571,827	17,785,469	26,357,639	32,986,168	23,326,686	33,867,865	45,912,760	68,500,000
부채총계	87,468,599	69,723,288	56,227,238	64,345,913	42,737,865	64,292,944	94,923,083	113,439,469	126,050,074	127,034,796	126,200,000
자본총계	105,316,231	147,062,845	148,330,000	173,268,186	184,225,753	206,400,942	224,960,128	233,626,228	250,313,122	301,480,665	363,500,000
ROE		11.5%	11.2%	15.3%	10.0%	13.5%	15.3%	10.2%	14.0%	16.6%	20.6%
ROE = 당기순이익률 * 자산회전율 * 레버리지 = (당기순이익/매출액) * (매출액/자산) * (자산/자본)											
당기순이익률	5.9%	4.0%	4.1%	5.1%	5.8%	7.2%	7.6%	5.7%	7.4%	9.3%	11.8%
자산회전율		177.7%	193.5%	218.9%	131.1%	148.1%	146.4%	123.2%	126.2%	123.1%	126.8%
레버리지	1.83	1.62	1.43	1.37	1.30	1.27	1.37	1.45	1.49	1.46	1.38
ROE		11.5%	11.2%	15.3%	10.0%	13.5%	15.3%	10.2%	14.0%	16.6%	20.6%

잔여이익모형에서 ROE를 예측해야 하기 때문에, 과거에 ROE가 어떠한 추세로 변화해 왔는지 DuPont분석을 통해 알아보았다. 그 결과, 레버리지에는 큰 변화가 없었지만 당기순이익률은 증가하였고, 자산회전율은 감소하였다. 이런 변화의 이유는 지분법이익을 통해 얻는 수익이 증가하였기 때문이다. 5팀은 이러한 사실을 염두에 두고 valuation을 하였다.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
당기순이익률	10.80%	10.5%	10.20%	9.9%	9.60%	9.3%	9.00%	8.7%	8.40%
자산회전율	123%	120%	117%	114%	111%	109%	107%	105%	103%
레버리지	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
ROE	18.6%	17.6%	16.7%	15.8%	14.9%	14.2%	13.5%	12.8%	12.1%

2008년 ROE는 3분기까지의 실적을 통한 예측치를 사용하였다. 그리고 2009년에서 2017년까지 ROE는 레버리지, 당기순이익률, 자산회전율을 각각 예측하여 적용하였다. 이때 레버리지는 1.4로 유지하고, 당기순이익률과 자산회전율은 점점 줄어든다 가정하였다. 그 이유는 영원무역의 수익 중 많은 비중을 차지하고 있는 노스페이스는 현재 영업 상황이 우수하며 앞으로도 잘하리라 예상은 되지만, 다른 브랜드의 선전 등 여러 위협이 존재하기에 현재와 같이 압도적인 선두주자를 계속 유지하는 데는 무리가 있을 것이라 판단했기 때문이다.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Book Value	250,313,122	301,480,665	363,500,000	421,725,000	483,789,027	551,675,414	625,200,948	704,230,196	788,520,385	878,555,860	974,076,828	1,074,773,436
Net Income		45,912,760	68,500,000	73,016,502	79,866,337	86,500,628	92,975,586	99,164,928	105,924,088	112,377,610	118,466,597	124,086,567
ROE		16.6%	20.6%	18.6%	17.6%	16.7%	15.8%	14.9%	14.2%	13.5%	12.8%	12.1%
Dividends (15%)		6,886,914	10,275,000	10,952,475	11,979,951	12,975,094	13,946,338	14,874,739	15,888,613	16,856,641	17,769,990	18,612,985
CoC		11.85%	11.85%	11.85%	11.85%	11.85%	11.85%	11.85%	11.85%	11.85%	11.85%	11.85%
Expected Income		32,693,782	39,400,104	46,524,581	53,651,706	61,351,268	69,729,924	78,768,795	88,445,472	98,774,268	109,768,487	121,394,378
Residual Income		13,218,978	29,099,896	26,491,921	26,214,631	25,149,360	23,245,662	20,396,133	17,478,617	13,603,342	8,698,110	2,692,189
Discount Rate			1	1.12	1.25	1.40	1.57	1.75	1.96	2.19	2.45	2.74
Present Value of RI			29,099,896	23,685,222	20,954,233	17,972,934	14,852,445	11,651,126	8,926,704	6,211,460	3,550,888	982,611
SUM of PV of RI			137,887,519									
Equity Value			501,387,519									
Market Capacity			301,000,000									
기대수익률			66.6%									

그리하여 5팀은 66.6%의 예상수익률과 목표주가 9,828원을 도출했다.
따라서 BUY를 제시한다.

Ⅶ. Appendix

(단위 : 백만원)

구 분	제 35 분기	제34기	제33기	제 32기	제 31기
[유동자산]	188,956	167,412	154,677	136,170	114,748
· 당좌자산	143,897	131,360	91,619	80,301	65,730
· 재고자산	45,059	36,052	63,058	55,869	49,018
[비유동자산]	366,859	262,785	221,686	210,896	205,135
· 투자자산	283,474	188,900	146,724	135,907	128,308
· 유형자산	77,862	68,256	68,301	67,826	68,309
· 무형자산	408	374	566	811	1,166
· 기타비유동자산	5,115	5,255	6,095	6,352	7,352
자산총계	555,815	430,197	376,363	347,066	319,883
[유동부채]	125,554	101,598	107,767	101,426	94,008
[비유동부채]	42,810	25,436	18,283	12,013	915
부채총계	168,364	127,034	126,050	113,439	94,923
[자본금]	25,507	25,507	25,507	25,507	25,507
[자본잉여금]	65,150	65,075	65,051	65,033	65,064
[자본조정]	△23,122	△13,639	△13,731	△13,796	△17,511
[기타포괄손익누계액]	631	△29,887	△40,851	△27,723	△13,912
[이익잉여금]	319,285	256,107	214,337	184,605	165,812
자본총계	387,451	303,163	250,313	233,626	224,960
매출액	456,853	495,215	456,448	410,960	432,232
영업이익	37,038	30,093	20,892	19,254	23,083
계속사업이익	69,400	45,913	33,868	23,327	32,986
당기순이익	69,400	45,913	33,868	23,327	32,986