

화승엔터프라이즈(241590)

매수(유지)

목표주가: 23,000원(유지)

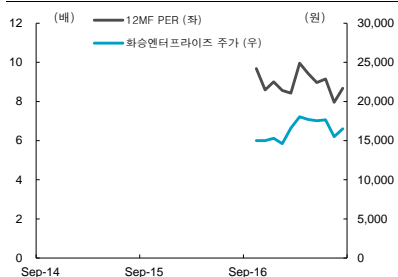
Stock Data

KOSPI(8/21)	2,355
주가(8/21)	16,500
시가총액(십억원)	444
발행주식수(백만)	27
52주 최고/최저가(원)	19,300/13,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,607
유동주식비율/외국인지분율(%)	29.1/4.8
주요주주(%)	화승인더스트리 외 6인 70.9
국민연금	7.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.1	0.3	-
상대주가(%p)	7.0	(11.7)	-

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

베트남-중국-인도네시아 생산 거점 완성

중국, 인도네시아 사업 편입, 530억원 규모 제 3자 배정 유상 증자 결정

전일 동사는 화승인더스트리로부터 중국과 인도네시아의 운동화 제조 법인을 취득하기로 결정, 이와 동시에 제 3자 배정 유상증자를 진행하기로 공시했다. 중국 법인과 인도네시아 법인 취득가는 각각 272억원과 259억원이며 이에 따라 530억원(주당 15,900원, 334만주) 유상 증자를 시행, 2017년 11월 20일 신주 상장 예정이다. 화승인더스트리의 지분율은 기존 70.9%에서 74%로 상승한다. 중국 법인은 2016년 매출액 1,450억원과 순이익 75억원을, 인도네시아 법인은 매출 20억원에 순손실 54억원을 기록했다. 중국법인 인수가는 2016년 PER 3.6배에 PBR 2배에 해당되며, 인도네시아 법인 인수가는 PBR 0.93배 수준이다. 작년 순손실을 기록했으나 고성장 추세로, 2분기에만 매출액 173억원에 순이익 9억원, 영업이익률은 5%를 상회했다.

주식수 12% 증가하나 2018년 순이익 17% 상향, 장기적으로 상향 여지는 더욱 높아

금년 유의미한 실적 변화는 없다. 2018년 기준 주식수는 12.4% 증가하나 실적 상향폭이 더욱 클 것으로 예상되어 EPS는 3% 상향되었다. 2018년 매출액과 영업이익, 순이익을 기존 대비 28%, 18%, 17% 상향한다. 중국과 인도네시아 법인은 금년 각각 960만족, 6백만족 생산 규모이며 총 캐파는 기존 캐파에서 20% 증가한다. 중국 법인은 화승비나보다 수익성이 소폭 높다. 인도네시아 법인은 작년부터 생산이 시작되었으나 아디다스의 고정장이 지속되면서 소싱 전략이 중국, 베트남에 이어 인도네시아로 확대, 매출이 급증하고 이번 2분기에 흑자 전환했다. 중국은 완만한 캐파 성장이 예상되나 인도네시아 캐파는 급격하게 증가할 전망이다. 우리는 금년 6백만족, 내년 1,200만족에 이어 2020년 2,000만족을 달성할 것으로 예상하는데, 이는 회사 계획의 50% 수준이다. 화승비나 캐파 증설과 함께 합산 캐파는 2016년 5,200만족에서 연평균 18% 증가해 2020년 1억족을 상회할 것이다. 중국 법인에 대해서는 6~7%의 영업이익률은, 인도네시아는 2018년부터 2% 이상의 영업이익률을 예상, 규모가 커지면서 수익성은 오히려 상향될 가능성이 높다.

2018년 Catalyst: 캐파 증설, ASP, 부자재 사업, 업종 내 Top pick 유지

이번 중국과 인도네시아 법인 인수로 화승그룹 내에 신발 제조 영역은 화승엔터프라이즈가 모두 담당하게 된다. 인수가는 중국 법인의 이익 규모와 인도네시아 법인의 성장성과 자기자본 규모를 감안 시 무리가 없어 보인다. 실적과 성장 전망이 높은 해외 생산 거점을 확보하면서 증자 규모를 압도하는 실적 상향이 예상된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	391	14	12	NM	NM	19	NM	NM	NM	22.3	NM
2016A	640	44	35	NM	NM	62	NM	NM	NM	27.2	NM
2017F	794	54	42	1,560	NM	77	10.6	5.6	1.7	17.4	0.2
2018F	1,184	78	62	2,043	31.0	105	8.1	3.9	1.4	19.1	0.3
2019F	1,420	90	71	2,356	15.3	119	7.0	3.2	1.2	18.2	0.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

나은채 3276-6160
ec.na@truefriend.com

이선호 3276-6175
sunho.lee@truefriend.com

2017년까지 베트남 법인 고성장에 이어 2018년부터 인도네시아 고성장으로 캐파 증설 모멘텀은 지속될 것이다. 2018년 매출액은 49% 증가하는 고성장이 예상된다. ASP 상승도 진행형이다. Yue Yuen, Feng Tay 등 경쟁사들의 ASP는 정체하는 반면 동사는 중저가 제품에서 고단가 제품 생산이 본격화되면서 ASP 상승이 가시화되고 있다. 또한 동사는 금년 3분기부터 아디다스 핵심 부자재인 부스트 생산을 시작, 2018년 수익성 개선 요인으로 작용할 것이다. 투자의견 '매수'와 목표주가 23,000원(2017F PER 15배)을 유지한다. 현재주는 2017년 PER 10.5배에 불과, Feng Tay와 Yue Yuen 대비 50%, 15% 할인되어 있으며 2018년 기준으로 할인폭은 더욱 커진다. 중국과 인도네시아 법인 인수로 2018년 이후의 성장성이 강화될 전망이다.

<표 1> 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	변경후		변경률		변경전	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
매출액	794	1,184	2.4	28.0	775	925
영업이익	54	78	1.1	18.3	53	66
세전이익	54	79	1.6	18.3	53	67
지배주주순이익	42	62	(0.0)	16.7	42	53

자료: 한국투자증권

<표 2> 화승엔터 실적 breakdown

(단위: 십억원, 백만 달러, 백만족, % YoY, 달러, 원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	391	652	794	1,184	1,420	1,642
화승비나	391	640	775	925	1,065	1,201
중국			13	165	175	185
인도네시아			6	94	180	256
생산능력	26	52	66	80	92	103
화승비나	32	48	55	62	70	77
중국			10	10	11	11
인도네시아			6	12	16	20
영업이익			54	78	95	103
화승비나			53	66	78	79
중국			1	10	11	13
인도네시아			0	2	5	10
매출 증감	51.0	66.8	21.6	49.2	19.9	15.7
화승비나	51.0	63.7	21.0	19.4	15.1	12.8
중국				1,198.8	6.1	6.1
인도네시아				1,471.9	91.1	42.0
영업이익률			6.8	6.6	6.7	6.2
화승비나			6.8	7.2	7.3	6.6
중국			6.0	6.0	6.5	7.2
인도네시아			0.1	2.0	3.0	4.0

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

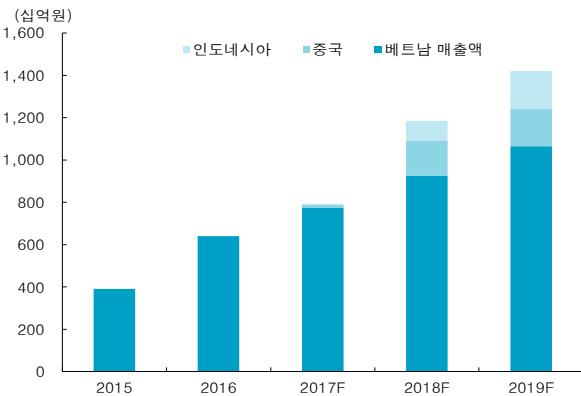
<표 3> OEM 글로벌 피어 밸류에이션

(단위: 백만 달러, 배, %, % YoY)

		신발 OEM				동남아스포츠의류 OEM		동남아 캐주얼의류 OEM			Agency LI & FUNG
		Hwaseung Enterprise	Hwaseung Industry	Feng Tay	Yue Yuen	Youngone	Eclat	Hansae	Makalot	Shenzhou	
	Mkt Cap.	390	455	3,106	7,049	1,292	3,357	843	970	11,235	3,063
PER	2016A	NM	12.9	18.1	11.2	12.3	24.7	21.8	16.8	20.8	16.5
	2017F	10.5	9.5	21.1	12.6	10.5	27.4	16.7	21.9	20.7	13.4
	2018F	8.0	7.0	18.3	11.9	9.7	20.9	13.3	18.0	17.8	12.1
PBR	2016A	NM	2.5	5.8	1.3	1.1	6.0	2.2	3.0	4.1	1.6
	2017F	1.7	1.8	6.2	1.5	1.1	6.3	2.0	3.5	4.0	1.0
	2018F	1.4	1.4	5.5	1.5	1.0	5.6	1.8	3.2	3.5	0.9
ROE	2016A	27.2	24.7	33.1	11.6	9.1	27.2	10.7	17.3	20.9	9.2
	2017F	17.4	21.0	30.3	11.8	11.0	24.2	12.5	15.7	21.5	7.3
	2018F	19.1	22.9	32.3	12.6	10.8	29.2	14.1	18.6	22.1	7.8
OPM	2016A	6.8	7.7	11.0	7.1	9.0	18.8	5.3	8.8	24.6	2.3
	2017F	6.8	7.5	10.3	7.4	9.7	18.6	4.6	7.4	24.0	2.4
	2018F	6.6	7.7	10.9	7.8	10.1	19.8	5.5	8.0	24.3	2.6
Sales growth	2016A	59.6	32.1	2.6	0.5	23.1	(5.3)	(4.9)	(6.7)	13.0	(11.0)
	2017F	22.4	28.4	6.9	4.0	4.8	12.8	14.4	11.1	16.2	(5.3)
	2018F	46.1	28.9	9.7	4.4	1.5	15.5	6.3	9.9	15.1	0.9
NP growth	2016A	178.7	101.3	3.5	37.0	(26.5)	(13.6)	(56.7)	(30.5)	18.4	(42.6)
	2017F	18.7	24.1	7.0	6.3	34.8	6.0	37.6	(7.6)	20.1	(9.8)
	2018F	44.2	37.0	14.8	4.1	6.2	33.2	23.6	23.4	17.0	8.2

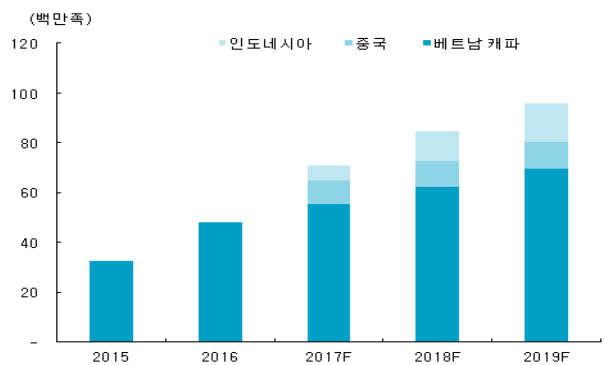
주: 2017/8/21 종가기준. 화승인더스트리는 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 화승엔터 지역별 매출 전망



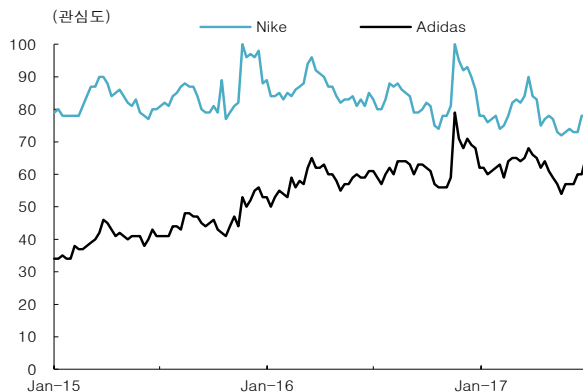
자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

[그림 2] 화승엔터 캐파 전망



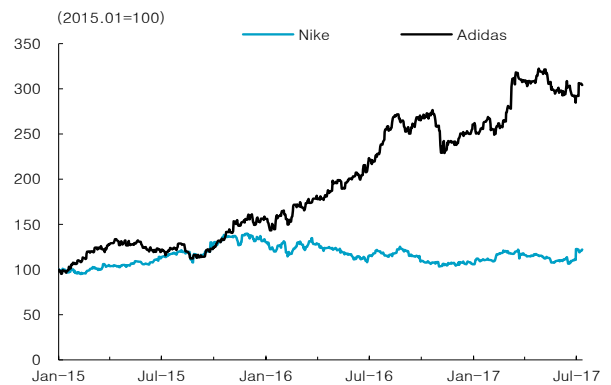
자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

[그림 3] 아디다스/나이키 구글 트렌드



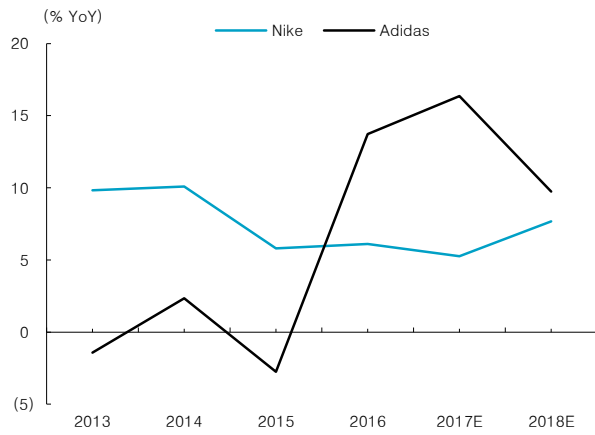
자료: Google, 한국투자증권

[그림 4] 나이키 vs 아디다스 주가



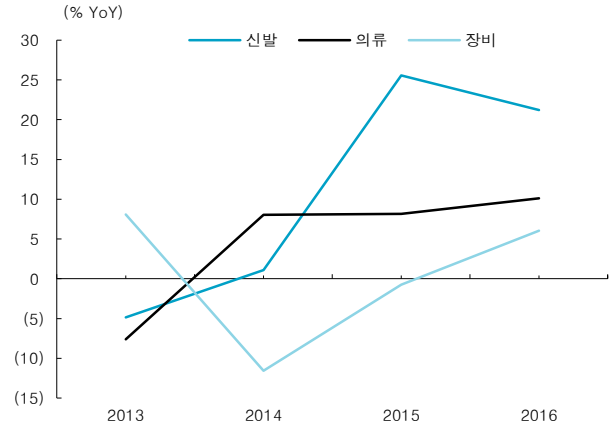
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 나이키 vs 아디다스 매출 증가율: 아디다스 가파른 성장



주: USD 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 아디다스 부문별 매출 증감: 신발 빠르게 성장



자료: 아디다스, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

화승엔터프라이즈는 화승인더스트리의 베트남 운동화 생산법인 화승비나의 지분 100%를 보유한 지주회사이다. 화승비나는 2002년 설립 이후 리복 운동화 OEM에 이어 2008년 아디다스 신발 ODM을 시작하며 성장해왔다. 신발 ODM 사업이 매출의 94%(아디다스 약 70%, 리복 30%)이며, 반제품 사업이 나머지 6%를 차지한다. 2016년 기준 월평균 400만족의 생산 캐파를 보유하고 있으며, 베트남 내 단일공장 기준 최대 생산기지다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	140	265	351	465	543
현금성자산	5	78	119	130	142
매출채권및기타채권	40	76	94	140	168
재고자산	61	74	92	138	165
비유동자산	120	171	202	227	251
투자자산	0	1	1	2	2
유형자산	117	162	192	212	231
무형자산	1	2	2	2	3
자산총계	261	437	554	693	794
유동부채	186	227	244	316	342
매입채무및기타채무	66	104	129	193	231
단기차입금및단기사채	115	112	104	99	89
유동성장기부채	3	10	10	10	10
비유동부채	11	17	18	21	22
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	13	13	13	13
부채총계	197	244	262	337	364
지배주주지분	63	192	291	356	430
자본금	10	13	15	15	15
자본잉여금	52	140	191	191	191
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	(0)	35	75	136	205
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	63	193	291	356	430

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(0)	33	51	64	76
당기순이익	12	35	42	62	71
유형자산감가상각비	0	18	23	26	29
무형자산상각비	0	0	0	0	1
자산부채변동	0	(21)	(15)	(26)	(26)
기타	(12)	1	1	2	1
투자활동현금흐름	5	(55)	(54)	(47)	(52)
유형자산투자	0	(56)	(53)	(46)	(49)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	2	4	4	4
무형자산순증	0	(0)	0	(1)	(1)
기타	5	(1)	(5)	(4)	(6)
재무활동현금흐름	0	94	44	(7)	(12)
자본의증가	0	90	53	0	0
차입금의순증	0	4	(8)	(5)	(10)
배당금지급	0	0	(1)	(1)	(2)
기타	0	0	0	(1)	0
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가	5	73	41	11	12

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

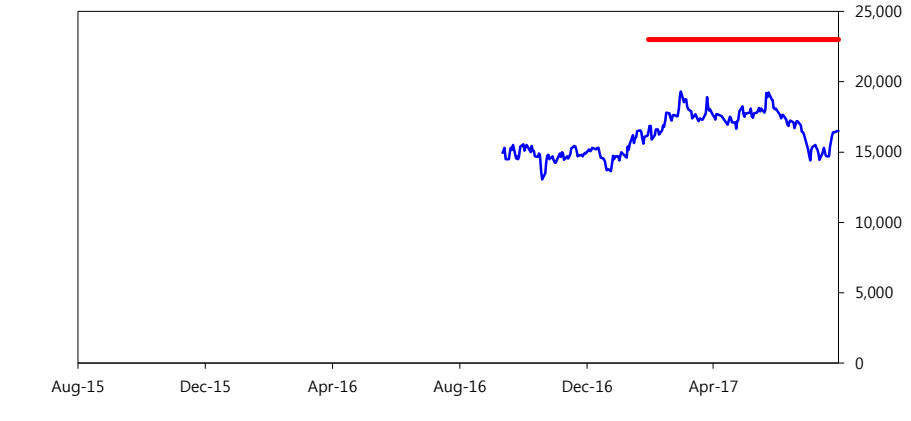
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	391	640	794	1,184	1,420
매출원가	338	547	683	1,019	1,221
매출총이익	53	93	111	166	199
판매관리비	39	50	58	88	109
영업이익	14	44	54	78	90
금융수익	0	4	5	6	6
이자수익	0	1	2	2	3
금융비용	4	5	5	5	5
이자비용	0	4	4	4	4
기타영업외손익	0	0	1	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	15	43	54	79	91
법인세비용	3	8	12	17	20
연결당기순이익	12	35	42	62	71
지배주주지분순이익	12	35	42	62	71
기타포괄이익	0	5	5	5	5
총포괄이익	12	39	47	66	76
지배주주지분포괄이익	(0)	39	47	66	76
EBITDA	19	62	77	105	119

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	NM	NM	1,560	2,043	2,356
BPS	NM	NM	9,604	11,747	14,193
DPS	NM	NM	40	50	60
성장성(%, YoY)					
매출증가율	51.0	63.7	24.0	49.2	19.9
영업이익증가율	21.6	128.2	22.3	45.7	14.7
순이익증가율	30.6	183.6	21.1	47.2	15.3
EPS증가율	NM	NM	NM	31.0	15.3
EBITDA증가율	21.6	223.3	23.5	36.4	13.6
수익성(%)					
영업이익률	4.9	6.8	6.8	6.6	6.3
순이익률	3.1	5.4	5.3	5.2	5.0
EBITDA Margin	4.9	9.7	9.7	8.8	8.4
ROA	5.0	10.0	8.5	9.9	9.6
ROE	22.3	27.2	17.4	19.1	18.2
배당수익률	NM	NM	0.2	0.3	0.4
배당성향	NM	NM	2.9	2.4	2.5
안정성					
순차입금(십억원)	101	37	(16)	(32)	(59)
차입금/자본총계비율(%)	200.5	69.8	43.5	34.2	26.0
Valuation(X)					
PER	NM	NM	10.6	8.1	7.0
PBR	NM	NM	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	NM	NM	5.6	3.9	3.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
화승엔터프라이즈(241590)	2016.12.28	NR	-
	2017.02.21	매수	23,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 8월 22일 현재 화승엔터프라이즈 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 화승엔터프라이즈 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.