

## 화승엔터프라이즈(241590)

### 매수(유지)

목표주가: 23,000원(유지)

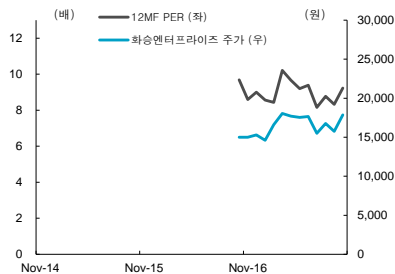
#### Stock Data

KOSPI(10/18)	2,483
주가(10/18)	17,850
시가총액(십억원)	481
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	19,300/13,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,485
유동주식비율/외국인지분율(%)	28.8/3.9
주요주주(%)	화승인더스트리 외 5인 71.2
	국민연금 7.2

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	16.7	(5.6)	21.4
상대주가(%p)	14.0	(21.1)	(0.3)

#### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### 3Q17 Preview: 4분기부터 재개되는 성장 모멘텀

#### 비수기이나 2분기보다 매출 증가세 회복 전망

비수기인 3분기 매출액은 전년대비 15% 증가한 1,530억원, 영업이익은 12% 증가한 86억원(영업이익률 5.6%, -0.2%p YoY)으로 낮아진 컨센서스에 부합할 전망이다. 생산 캐파는 전년 대비 20% 이상 증가한 것으로 추정되나 금년 선적은 4분기에 집중된 것으로 파악된다. 단, 2분기 말 급증한 재고(+52% YoY)가 일부 3분기에 반영되면서 2분기 달러 기준 전년 대비 7% 성장을 바탕으로 3분기 두자리수 성장이 회복될 전망이다. 2분기에 이어 3분기에도 원가 절감 노력이 지속되었으나 3분기부터 고부가 부스트 생산이 시작되면서 초기 비용이 발생, 매출총이익률과 영업이익률은 전년과 유사할 전망이다.

#### 4분기부터 성장 모멘텀 재개: 성수기에 오더 집중, 2018년은 공장 인수 효과까지

금년 선적이 성수기인 4분기에 집중된 것으로 파악된다. 2~3분기 생산 능력 및 생산 실적에 비해 성장률이 다소 낮으나 4분기에는 베트남 법인에서만 약 30% 매출 증가가 예상된다. 이에 화승인더스트리로부터의 중국, 인도네시아 공장 인수 효과가 가세할 것이다. 4분기와 2018년 예상 매출 성장률은 각각 42%, 49%다. 중국, 인도네시아 공장의 2017년, 2018년 합산 매출액은 약 2,200억원, 2,600억원 수준으로 530억원 인수 금액은 무리가 없어 보인다. 기존 베트남 2017년 5,500만 족 캐파에서 중국과 인도네시아가 가세, 2018년 8,000만 족, 2020년 1억 족 캐파로 증가할 전망이다. 현재 글로벌 1위 Yue Yuen의 캐파는 약 3억 족, 나이키 2위 벤틀인 Feng Tay의 캐파는 금년 1억 족 수준이다. 베트남이 2017년 5,500만에서 2020년 7,000만 족으로, 인도네시아가 6백만에서 2,000만, 중국은 1,000만 족에서 유지될 전망이다. 인도네시아 공장의 공격적인 증설은 현재 베트남과 중국에 생산 거점이 편중되는 아디다스의 생산 지역 다각화 노력과 일맥 상통한다.

#### 수익성 점검: 1) 인도네시아 수율 정상화, 2) 부자재 생산 3) 고부가 제품 비중 확대

저마진 인도네시아 법인 합산 영향으로 영업이익률은 금년 6.8%에서 2018년 6.5%로 하락하는 것으로 가정했다. 인도네시아 법인은 2016년부터 생산 시작, 순손실 54억원을 기록했다. 그러나 분기별로 매출 규모가 확연하게 증가하면서 금년 2분기 흑자 전환, 5% 영업이익률을 기록한 것으로 파악된다. 2018년 우리의 인도네시아 법인 영업이익률 가정은 1.7%로 보수적이며 빠른 정상화 시 수익성 상향 요인이다. 부자재 생산 또한 변수이다. 동사가 3분기부터 생산을 시작한 부스트 폼은 단가가 5~6달러에 달하고 동사는 이로부터 2018년 약 300~400억원 매출과 영업이익률 15%를 목표로 하고 있다. 상기 요인이 전적으로 반영된다면 베트남 법인의 영업이익률 약 1%p 개선 효과가 있는 반면 우리는 베트남 법인 2018년 영업이익률을 7.2%로 금년보다 0.3%p 개선되는 것으로 전망하고 있다. 향후 관련 포인트이다. 마지막으로 고부가 제품 비중 확대로 ASP 상승도 진행형이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	391	14	12	NA	NM	19	NM	NM	NM	22.3	NM
2016A	640	44	35	NA	NM	62	NM	NM	NM	27.2	NM
2017F	787	54	42	1,557	NM	77	11.5	6.2	1.9	17.4	0.2
2018F	1,179	77	61	2,005	28.8	105	8.9	4.6	1.5	18.8	0.3
2019F	1,420	90	71	2,342	16.8	122	7.6	3.8	1.3	18.1	0.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

나은채

ec.na@truefriend.com

이선호

sunho.lee@truefriend.com

### 아디다스의 진격은 계속된다

신발 부문 강화로 선택과 집중, 그러나 '스피드 프로그램'전략으로 다양한 제품을 빠르게 공급하면서 아디다스는 글로벌 스포츠 의류, 용품 업체 중 독보적인 성장을 시현하고 있다. 아디다스 성장률은 2015년 하반기부터 나이키를 상회하기 시작했으며 유럽, 미주, 중국 등 주요 시장에서 나이키보다 높은 성장을 지속하고 있다. 초반에는 'Neo Label' 등 저가 패션 제품에 초점을 맞춘 한편 최근에는 미주 시장에서 농구화 점유율도 대폭 상승하는 등 기능성 제품도 나이키를 추격하고 있다. 2015년 나이키 57%, 25%에 불과했던 매출액과 영업이익은 금년 72%, 50%까지 상승해 격차를 줄일 것이다.

### 고성장하는 아디다스 2위 OEM, 비교 우위 지속될 것

투자의견 '매수'와 목표주가 23,000원(2017F PER 15배)을 유지한다. 최근 주가 상승에도 2017년 PER 11배, 2018년 9배 수준으로 Feng Tay대비 할인되어 있다. 꾸준히 성장하는 운동화 산업에서 아디다스 고성장과 아디다스 내 동사의 점유율 상승에 주목한다. 2017년까지 베트남 법인 고성장에 이어 2018년부터 인도네시아 고성장으로 증설 모멘텀은 지속되면서 수익성 개선을 위한 노력 또한 진행형이다. 투자의견 '매수'와 목표주가 23,000원(2017F PER 15배)을 유지한다.

<표 1> 3Q17 Preview

(단위: 십억원, %)

	3Q17F	%YoY	%QoQ	Consensus	%diff
매출액	153	15.0	(13.5)	159	(4.2)
영업이익	9	11.5	(29.8)	9	(9.6)
세전이익	10	38.3	(4.4)	10	(2.4)
순이익	8	18.4	(9.2)	8	(4.2)

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %)

	연간					2016				2017			
	2015	2016	2017F	2018F	2019F	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF
매출액	391	640	792	915	1,053	127	175	133	206	166	176	153	292
증감	51.0	63.7	23.6	15.6	15.1	NM	NM	NM	NM	30.2	0.9	15.0	42.2
매출총이익	53	93	114	135	158	18	24	20	31	24	28	22	36
매출총이익률	13.7	14.6	14.4	14.8	15.0	14.3	13.7	14.9	15.3	14.2	16.1	14.7	12.2
영업이익	19	44	55	66	77	6	12	8	18	8	12	9	25
증감	21.6	128.2	24.9	19.8	17.5	NM	NM	NM	NM	38.5	0.7	11.5	36.1
영업이익률	4.9	6.8	6.9	7.2	7.3	4.4	6.9	5.8	9.0	4.7	6.9	5.6	8.6
세전이익	15	43	55	66	78	6	11	7	19	7	10	10	25
증감	34.8	186.1	27.1	20.8	18.4	NM	NM	NM	NM	24.9	(8.4)	38.3	34.6
순이익	12	35	44	53	63	4	9	7	15	6	9	8	19
증감	30.6	185.8	25.2	20.8	18.9	NM	NM	NM	NM	40.1	(6.0)	16.0	25.2
순이익률	3.1	5.5	5.5	5.8	6.0	3.2	5.2	5.1	7.3	3.5	4.8	5.1	6.4

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

<표 3> 화승엔터 실적 breakdown

(단위: 십억원, 백만 달러, 백만주, % YoY, 달러, 원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	391	652	787	1,179	1,420	1,642
화승비나	391	640	768	921	1,065	1,201
중국			13	164	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	77	92	98
화승비나			53	66	78	90
중국			1	9	10	11
인도네시아			0	2	5	8
매출 증감	51.0	66.8	20.6	49.9	20.4	15.7
화승비나	51.0	63.7	20.0	19.9	15.6	12.8
중국				1,204.5	6.5	6.1
인도네시아				1,478.8	91.9	42.0
영업이익률			6.8	6.5	6.5	6.0
화승비나			6.9	7.2	7.3	7.5
중국			6.0	5.5	5.5	6.0
인도네시아			0.1	1.7	2.5	3.0

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

〈표 4〉 OEM 글로벌 피어 밸류에이션

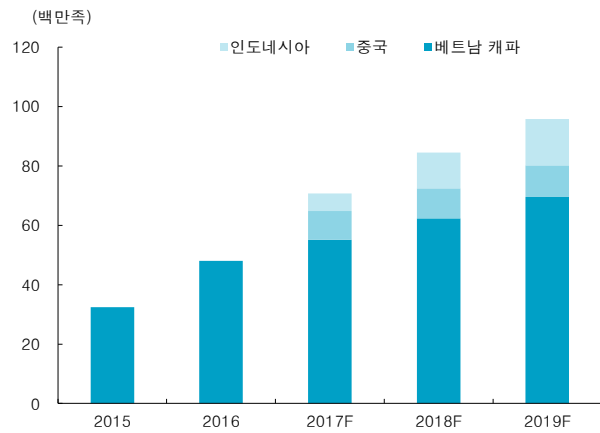
(단위: 백만 달러, 배, %, % YoY)

		신발 OEM				동남아스포츠의류 OEM		동남아 캐주얼의류 OEM			Agency
		Hwaseung Enterprise	Hwaseung Industry	Feng Tay	Yue Yuen	Youngone	Eclat	Hansae	Makalot	Shenzhou	LI & FUNG
	Mkt Cap.	425	423	3,029	6,505	1,292	3,397	805	936	12,495	4,307
PER	2016A	NM	12.9	18.1	11.2	12.3	24.7	21.8	16.8	20.8	16.5
	2017F	11.5	9.5	20.4	11.6	10.4	27.7	19.3	21.2	22.4	15.9
	2018F	8.9	6.8	17.6	11.0	9.4	21.0	16.6	17.5	19.1	15.0
PBR	2016A	NM	2.5	5.8	1.3	1.1	6.0	2.2	3.0	4.1	1.6
	2017F	1.9	1.8	6.0	1.4	1.1	6.4	2.3	3.3	4.2	1.4
	2018F	1.5	1.4	5.3	1.4	1.0	5.7	2.1	3.1	3.8	1.4
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	20.1	30.6	11.8	11.0	24.2	12.3	15.6	21.7	9.1
	2018F	18.8	23.0	32.5	12.6	10.9	28.8	13.0	18.5	22.3	9.4
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	7.3	10.2	7.4	9.7	18.4	4.5	7.4	23.8	2.7
	2018F	6.5	7.7	10.8	7.8	10.2	19.8	5.4	8.0	24.1	2.8
Sales growth	2016A	59.6	32.1	2.6	0.5	23.1	(5.3)	(4.9)	(6.7)	13.0	(11.0)
	2017F	21.4	24.8	7.4	4.0	4.5	13.4	16.1	10.7	19.0	(5.4)
	2018F	46.8	29.9	9.8	4.4	3.8	15.0	7.3	9.6	15.7	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	18.6	14.8	7.9	4.6	34.2	5.6	34.9	(9.2)	24.9	5.2
	2018F	41.7	39.8	15.4	5.8	9.3	32.9	19.1	24.0	17.7	5.6

주: 2017/10/17 종가기준

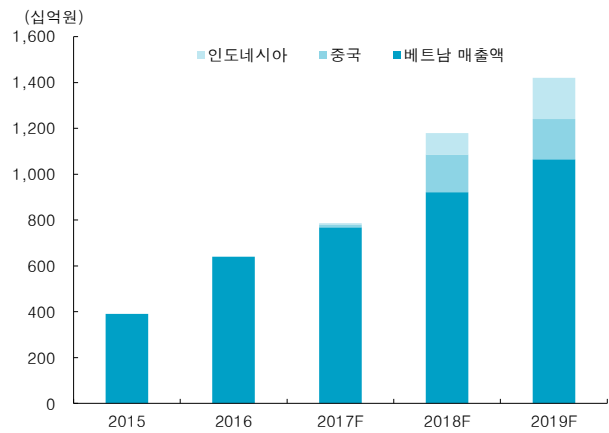
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 화승엔터 캐파 전망



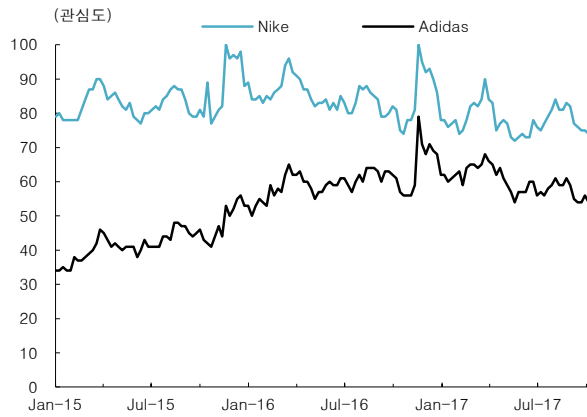
자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

[그림 2] 화승엔터 지역별 매출 전망



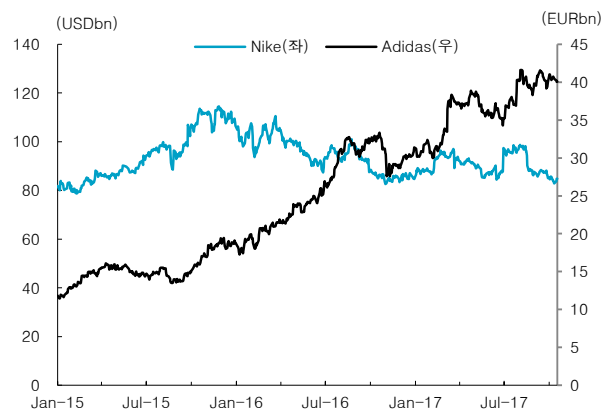
자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

[그림 3] 아디다스/ 나이키 구글 트렌드



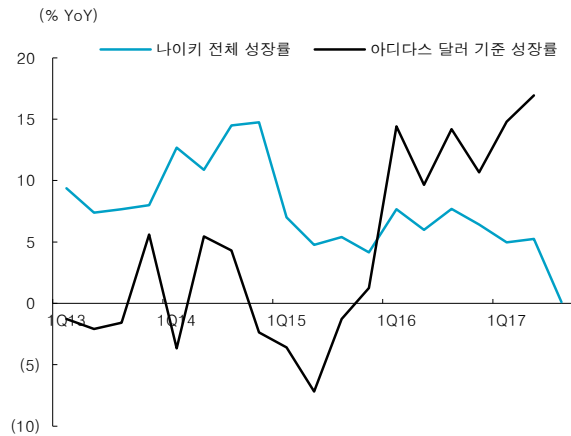
자료: Google, 한국투자증권

[그림 4] 나이키 vs 아디다스 시가총액



자료: Bloomberg, 한국투자증권

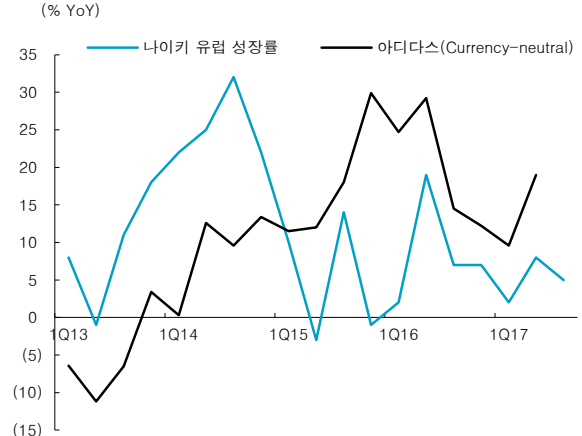
[그림 5] 나이키 vs 아디다스 매출 증가율: 아디다스 가파른 성장



주: USD 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

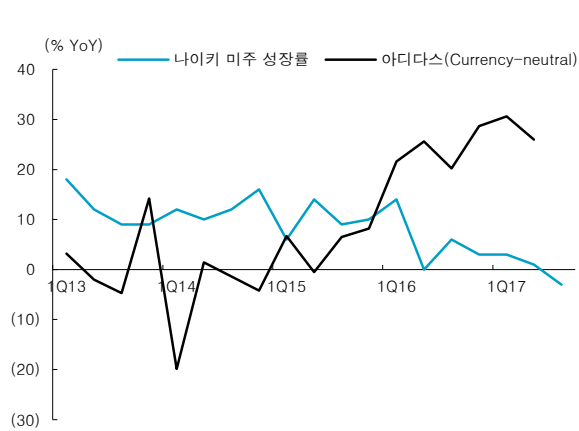
[그림 6] 나이키 vs 아디다스 매출 증가율: 유럽



주: USD 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

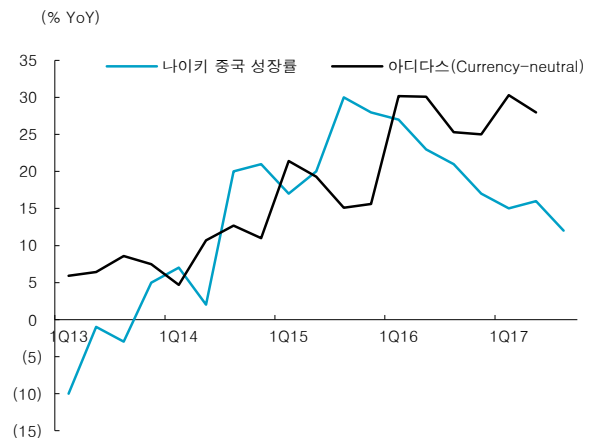
[그림 7] 나이키 vs 아디다스 매출 증가율: 북미



주: USD 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 8] 나이키 vs 아디다스 매출 증가율: 중국



주: USD 기준

자료: Bloomberg, 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	340	434	508
현금성자산	5	78	110	100	106
매출채권및기타채권	40	76	93	139	168
재고자산	61	74	91	137	165
비유동자산	120	171	212	247	281
투자자산	0	1	1	2	2
유형자산	117	162	202	232	261
무형자산	1	2	2	2	3
자산총계	261	437	553	681	788
유동부채	186	227	243	306	338
매입채무및기타채무	66	104	128	192	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	326	360
지배주주지분	63	192	291	354	428
자본금	10	13	15	15	15
자본잉여금	52	140	191	191	191
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	(0)	35	75	135	204
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	63	193	291	355	428

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(0)	33	53	55	84
당기순이익	12	35	42	61	71
유형자산감가상각비	0	18	23	28	32
무형자산상각비	0	0	0	0	1
자산부채변동	0	(21)	(14)	(36)	(21)
기타	(12)	1	2	2	1
투자활동현금흐름	5	(55)	(64)	(59)	(66)
유형자산투자	0	(56)	(63)	(58)	(62)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	2	4	4	4
무형자산순증	0	(0)	0	(1)	(1)
기타	5	(1)	(5)	(4)	(7)
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	32	(10)	6

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

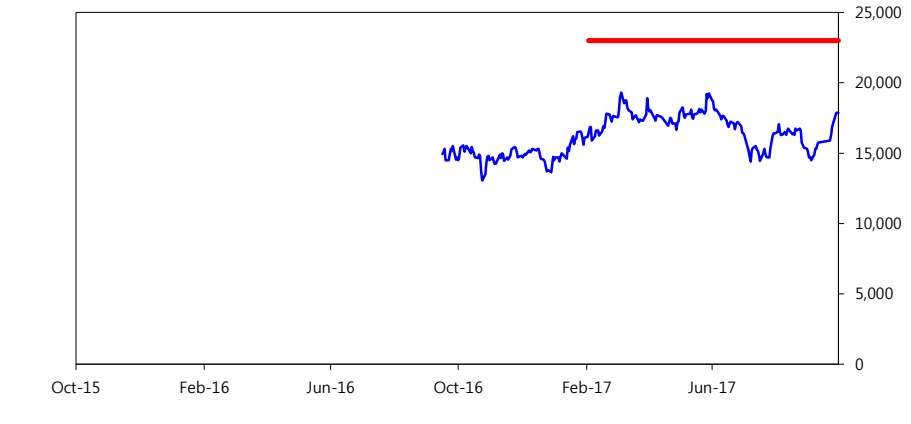
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	391	640	787	1,179	1,420
매출원가	338	547	677	1,014	1,221
매출총이익	53	93	110	165	199
판매관리비	39	50	57	88	109
영업이익	14	44	54	77	90
금융수익	0	4	5	5	5
이자수익	0	1	2	2	2
금융비용	4	5	5	5	5
이자비용	0	4	4	4	4
기타영업외손익	0	0	1	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	15	43	54	78	91
법인세비용	3	8	12	17	20
연결당기순이익	12	35	42	61	71
지배주주지분순이익	12	35	42	61	71
기타포괄이익	0	5	5	5	5
총포괄이익	12	39	46	65	75
지배주주지분포괄이익	(0)	39	46	65	75
EBITDA	19	62	77	105	122

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	NM	NM	1,557	2,005	2,342
BPS	NM	NM	9,602	11,707	14,140
DPS	NM	NM	40	50	60
성장성(% , YoY)					
매출증가율	51.0	63.7	22.9	49.9	20.4
영업이익증가율	21.6	128.2	22.2	43.6	16.4
순이익증가율	30.6	183.6	20.9	44.7	16.8
EPS증가율	NM	NM	NM	28.8	16.8
EBITDA증가율	21.6	223.3	24.5	36.3	15.8
수익성(%)					
영업이익률	4.9	6.8	6.8	6.5	6.3
순이익률	3.1	5.4	5.3	5.1	5.0
EBITDA Margin	4.9	9.7	9.8	8.9	8.6
ROA	5.0	10.0	8.5	9.8	9.6
ROE	22.3	27.2	17.4	18.8	18.1
배당수익률	NM	NM	0.2	0.3	0.3
배당성향	NM	NM	2.9	2.5	2.6
안정성					
순차입금(십억원)	101	37	(7)	(2)	(23)
차입금/자본총계비율(%)	200.5	69.8	43.5	34.3	26.1
Valuation(X)					
PER	NM	NM	11.5	8.9	7.6
PBR	NM	NM	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	NM	NM	6.2	4.6	3.8

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
화승엔터프라이즈(241590)	2016.12.28	NR	-	-	-
	2017.02.21	매수	23,000원	-	-



## Compliance notice

- 당사는 2017년 10월 18일 현재 화승엔터프라이즈 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 화승엔터프라이즈 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

## 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2017.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## 업종 투자 의견은 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
- 중립 : 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.