

화승엔터프라이즈(241590)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 30,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(11/14)	2,527
주가(11/14)	21,800
시가총액(십억원)	660
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	21,800/13,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,671
유동주식비율/외국인지분율(%)	25.6/3.9
주요주주(%)	화승인더스트리 외 5인 74.4
국민연금	6.4

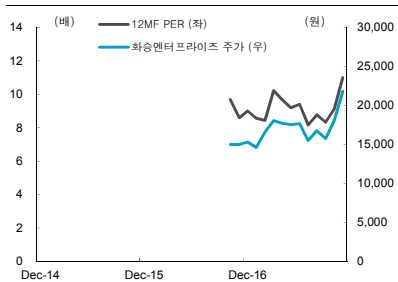
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	12.9	9.9
PBR(x)	NM	2.7	2.1
ROE(%)	27.2	21.5	24.1
DY(%)	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(x)	7.3	8.2	6.0
EPS(원)	NA	1,690	2,212
BPS(원)	NA	8,004	10,316

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	27.5	27.5	61.5
상대주가(%)	25.3	17.0	33.5

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

높이 높이 뛰어보자

What's new : 어닝 서프라이즈

3분기 매출액은 전년대비 46% 급증한 1,940억원, 영업이익은 173% 급증한 210억원을 기록(영업이익률 10.8%, +5.0%p YoY), 예상을 27%, 144% 상회했다. 3분기 생산 능력이 전년대비 약 20% 증가했으나 2분기 말 급증한 재고(860억원, +52% YoY)가 3분기에 이 연되어 반영되었다. 원가율은 81.3%로 전년대비 3.8%p, 판매비율도 1.3%p 하락했다.

Positives : 고객사 고성장, 2018년 더욱 높은 성장, 수익성 호조

고객사 성장 전망이 양호하다. 3분기 실적 발표를 통해 아디다스는 미주와 중국, 글로벌 최대 시장에서 점유율 상승이 확연하게 나타나고 있음이 확인되었다. 신발 부문 강화로 선택과 집중, 그러나 '스피드 프로그램' 전략으로 다양한 제품을 빠르게 공급하면서 아디다스는 글로벌 스포츠 의류·용품 업체 중 독보적인 성장을 시현하고 있다. 이에 화승엔터의 2018년은 2017년보다 더욱 좋을 것이다. 2018년부터 베트남 법인 성장에 중국, 인도네시아 인수 효과가 가세할 것이다. 동사의 생산 캐파는 2016년 4,800만 족에서 금년 5,500만 족, 내년 중국·인도네시아 합산으로 8천만 족, 2020년 1억 족에 이를 전망이다. 수익성 개선을 위한 노력 또한 진행형이며 3분기 누적 영업이익률은 7.6%로 예상을 상회했다. 특히 4분기부터 동사의 실적에 반영되는 인도네시아 법인 매출액은 빠르게 증가할 뿐 아니라 1분기 적자, 2분기 영업이익률 5%에서 3분기 15%를 기록한 것으로 파악된다. 인도네시아 법인의 빠른 수익성 정상화와 내년 본격화되는 부스트 폼 등 고부가 부가재 생산, 고부가 제품 비중 확대로 ASP 상승도 진행형이다. 원가율은 점진적으로 개선될 가능성이 높다. Nike 2위 벤더인 Feng Tay의 원가율은 80% 미만이다.

Negatives : 경쟁사 대비 낮은 실적 가시성, 높은 단일 바이어 의존도

선적 시기 등에 따라 분기 실적 변동성이 크다. 아디다스로 대부분 집중된 사업 구조로 아디다스의 방향성에 동사의 실적이 연동된다.

결론 : 목표주가 30,000원으로 상향, 아디다스와 함께 비상하는 OEM

업종 내 Top pick으로 유지한다. 2018년 매출액과 영업이익은 전년대비 47%, 43% 증가할 전망이다. 베트남 법인과 인도네시아 수익성 전망을 상향, 2017년과 2018년 영업이익을 각각 11%, EPS를 11%, 10% 상향한다. 밸류에이션 시점을 2017년에서 2018년으로 이전하고 실적 상향을 반영 목표주가를 기존 23,000원에서 30,000원으로 약 30% 상향한다(목표 PER 14배, Feng Tay 대비 20% 할인). 주요 운동화 OEM 중 아디다스 성장과 함께 독보적인 성장성을 시현, 2020년 시가총액 3조원인 Feng Tay 캐파에 육박할 것이다. 2018년 PER은 10배에 불과하다. 여전히 매수 구간이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	153	194	27.0	155	9.8	46.0	800	767
영업이익	9	21	144.1	9	71.7	172.7	60	54
영업이익률	5.6	10.8	5.2	6.0	3.9	5.0	7.5	7.1
세전이익	10	21	107.1	10	97.8	186.2	60	54
순이익	8	17	123.7	8	103.1	164.7	47	42

나은채

ec.na@truefriend.com

이선호

sunho.lee@truefriend.com

<표 1> 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	변경후		변경률		변경전	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
매출액	800	1,179	1.6	0.0	787	1,179
영업이익	60	85	11.0	11.0	54	77
세전이익	60	86	10.8	10.0	54	78
지배주주순이익	47	67	11.1	9.7	42	61

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %)

	연간					2016				2017			
	2015	2016	2017F	2018F	2019F	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF
매출액	391	640	800	1179	1420	127	175	133	206	166	176	194	264
증감	51.0	63.7	24.9	47.4	20.4	NM	NM	NM	NM	30.2	0.9	46.0	28.5
매출총이익	53	93	128	165	199	18	24	20	31	24	28	36	40
매출총이익률	13.7	14.6	16.0	14.0	14.0	14.3	13.7	14.9	15.3	14.2	16.1	18.7	15.1
영업이익	19	44	60	85	103	6	12	8	18	8	12	21	19
증감	21.6	128.2	36.8	42.6	20.6	NM	NM	NM	NM	38.5	0.7	172.7	3.3
영업이익률	4.9	6.8	7.5	7.2	7.3	4.4	6.9	5.8	9.0	4.7	6.9	10.8	7.2
세전이익	15	43	60	86	104	6	11	7	19	7	10	23	18
증감	34.8	186.1	39.1	43.4	21.2	NM	NM	NM	NM	24.9	(8.4)	215.7	(1.6)
순이익	12	35	47	67	81	4	9	7	15	6	9	18	14
증감	30.6	185.8	33.6	43.4	21.2	NM	NM	NM	NM	40.1	(6.0)	164.7	(9.9)
순이익률	3.1	5.5	5.8	5.7	5.7	3.2	5.2	5.1	7.3	3.5	4.8	9.2	5.1

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	800	1,179	1,420	1,642
화승비나	391	640	762	921	1,065	1,201
중국			25	164	175	185
인도네시아			13	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			60	85	103	120
화승비나			58	71	83	95
중국			2	10	10	10
인도네시아			0	5	10	15
매출 증감	51.0	66.8	22.6	47.4	20.4	15.7
화승비나	51.0	63.7	19.0	21.0	15.6	12.8
중국				557.9	6.5	6.1
인도네시아				607.8	91.9	42.0
영업이익률			7.5	7.2	7.3	7.3
화승비나			7.6	7.7	7.8	7.9
중국			8.0	6.0	5.8	6.0
인도네시아			0.6	5.0	5.5	6.0

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

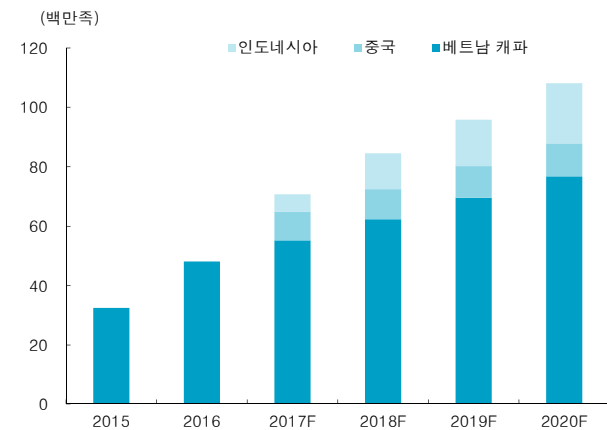
〈표 4〉OEM 글로벌 피어 밸류에이션

(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.	592	588	2,900	6,213	1,346	2,609	992	851	14,256	3,919
PER	2016A	NM	12.9	18.1	11.2	12.3	24.7	21.8	16.8	20.8	16.5
	2017F	12.4	13.8	19.4	11.1	10.9	23.3	18.2	19.2	25.6	14.5
	2018F	9.5	9.9	16.9	10.5	9.5	17.6	13.6	16.1	21.8	13.6
PBR	2016A	NM	2.5	5.8	1.3	1.1	6.0	2.2	3.0	4.1	1.6
	2017F	2.6	2.4	5.7	1.3	1.1	5.0	2.1	3.0	4.8	1.3
	2018F	2.0	2.0	5.1	1.3	1.0	4.5	1.9	2.8	4.3	1.3
ROE	2016A	27.2	24.7	33.1	11.6	9.1	27.2	10.7	17.3	20.9	9.2
	2017F	21.5	19.0	30.5	11.8	10.2	22.9	12.0	15.6	21.7	9.2
	2018F	24.1	22.0	32.4	12.6	10.6	27.1	14.4	18.4	22.3	9.6
OPM	2016A	6.8	7.7	11.0	7.1	9.0	18.8	5.3	8.8	24.6	2.3
	2017F	7.5	7.2	10.2	7.3	9.0	17.9	4.0	7.5	23.8	2.7
	2018F	7.2	7.7	10.8	7.6	9.8	19.2	5.8	8.1	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	23.4	24.3	7.1	4.4	4.1	9.0	13.2	10.8	17.9	(5.5)
	2018F	44.4	28.3	9.3	4.1	2.5	12.9	4.9	8.9	16.0	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	32.0	9.8	8.3	3.7	23.5	(1.8)	32.4	(7.4)	23.8	5.9
	2018F	40.4	39.9	14.3	5.7	12.2	30.7	30.8	21.3	18.2	5.0

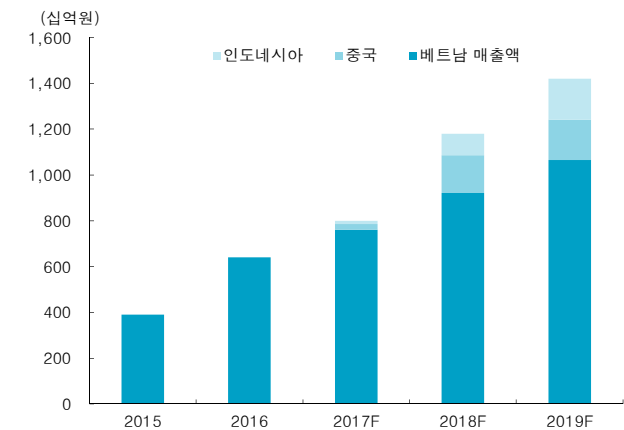
주: 2017/11/14 종가기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 화승엔터 캐파 전망



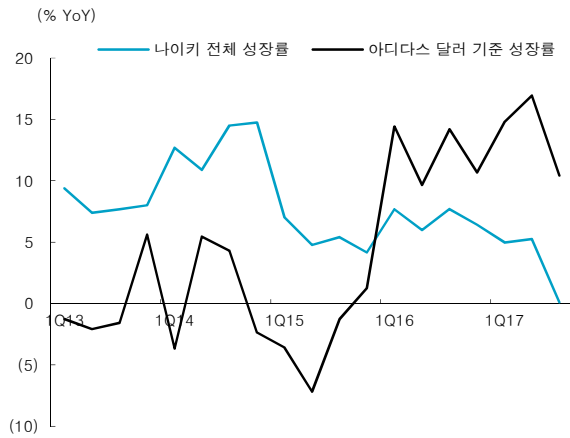
자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

[그림 2] 화승엔터 지역별 매출 전망



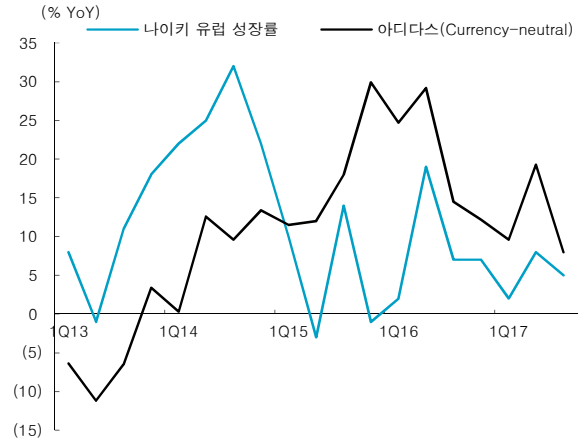
자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

[그림 3] 나이키 vs 아디다스 매출 증가율: 아디다스 가파른 성장



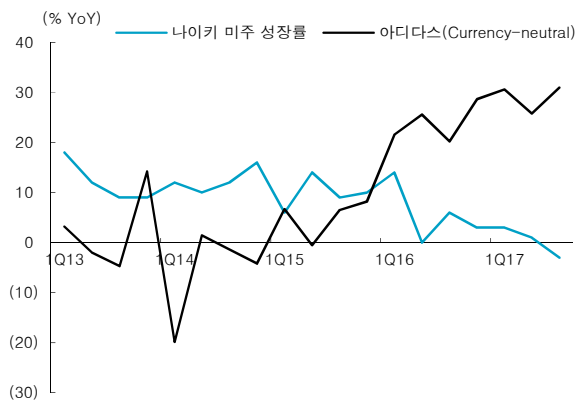
주: USD 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 나이키 vs 아디다스 매출 증가율: 유럽



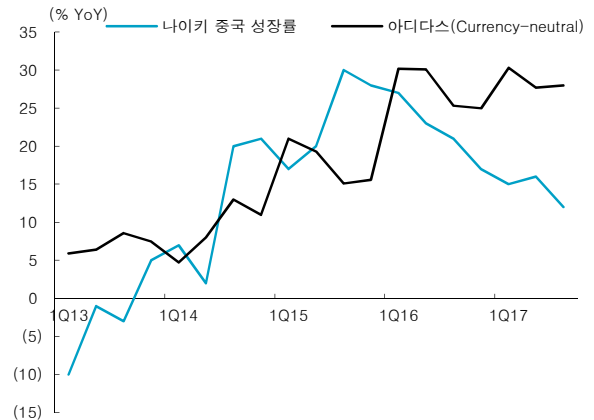
주: USD 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 나이키 vs 아디다스 매출 증가율: 북미



주: USD 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 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 capac를 보유하고 있으며, 베트남 내 단일공장 기준 최대 생산기지다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	140	265	306	404	487
현금성자산	5	78	72	71	85
매출채권및기타채권	40	76	94	139	168
재고자산	61	74	93	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	519	652	767
유동부채	186	227	258	318	348
매입채무및기타채무	66	104	130	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	276	339	371
지배주주지분	63	192	242	312	396
자본금	10	13	13	13	13
자본잉여금	52	140	140	140	140
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	(0)	35	80	146	225
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	63	193	243	313	397

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(0)	33	68	63	92
당기순이익	12	35	47	67	81
유형자산감가상각비	0	18	23	28	32
무형자산상각비	0	0	0	0	1
자산부채변동	0	(21)	(3)	(34)	(23)
기타	(12)	1	1	2	1
투자활동현금흐름	5	(55)	(65)	(58)	(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)	(6)	(3)	(7)
재무활동현금흐름	0	94	(9)	(7)	(12)
자본의증가	0	90	0	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	(6)	(1)	14

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

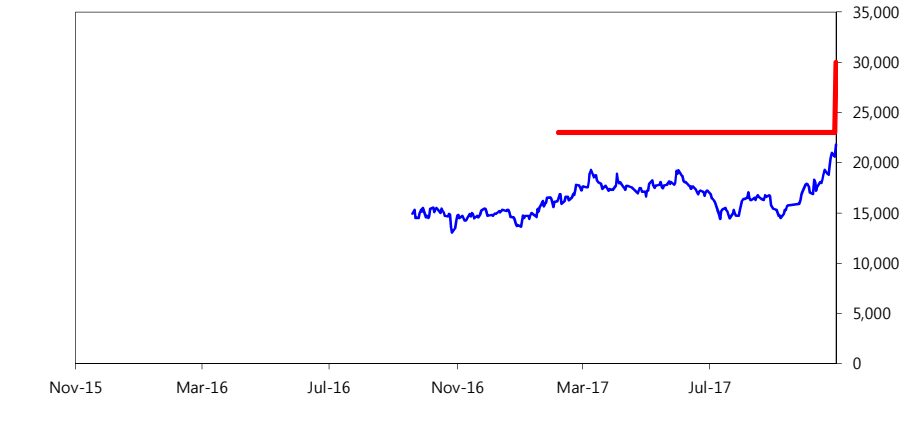
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	391	640	800	1,179	1,420
매출원가	338	547	672	1,014	1,221
매출총이익	53	93	128	165	199
판매관리비	39	50	68	80	96
영업이익	14	44	60	85	103
금융수익	0	4	5	5	5
이자수익	0	1	2	2	2
금융비용	4	5	5	5	5
이자비용	0	4	4	4	4
기타영업외손익	0	0	1	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	15	43	60	86	104
법인세비용	3	8	13	19	23
연결당기순이익	12	35	47	67	81
지배주주지분순이익	12	35	47	67	81
기타포괄이익	0	5	5	5	5
총포괄이익	12	39	51	71	86
지배주주지분포괄이익	(0)	39	51	71	86
EBITDA	19	62	84	114	136

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	0	0	1,690	2,212	2,680
BPS	0	0	8,004	10,316	13,087
DPS	0	35	40	50	60
성장성(%, YoY)					
매출증가율	51.0	63.7	24.9	47.4	20.4
영업이익증가율	21.6	128.2	36.8	42.6	20.6
순이익증가율	30.6	183.6	34.6	43.4	21.2
EPS증가율	NM	NM	NM	30.9	21.2
EBITDA증가율	21.6	223.3	34.8	36.1	19.0
수익성(%)					
영업이익률	4.9	6.8	7.5	7.2	7.3
순이익률	3.1	5.4	5.8	5.7	5.7
EBITDA Margin	4.9	9.7	10.5	9.7	9.5
ROA	5.0	10.0	9.8	11.4	11.4
ROE	22.3	27.2	21.5	24.1	22.9
배당수익률	-	0.2	0.2	0.2	0.3
배당성향	0.0	2.7	2.6	2.3	2.2
안정성					
순차입금(십억원)	101	37	31	27	(2)
차입금/자본총계비율(%)	200.5	69.8	52.2	38.9	28.1
Valuation(X)					
PER	NM	NM	12.9	9.9	8.1
PBR	NM	NM	2.7	2.1	1.7
EV/EBITDA	5.3	7.3	8.2	6.0	4.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
화승엔터프라이즈(241590)	2016.12.28	NR	-	-	-
	2017.02.21	매수	23,000원	-25.6	-8.7
	2017.11.14	매수	30,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 14일 현재 화승엔터프라이즈 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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.