

화승엔터프라이즈(241590)

2Q18 Preview: 더 큰 도약을 위한 성장통

영업이익 컨센서스 하회 예상

2분기 매출액은 전년대비 35% 증가한 2,380억원, 영업이익은 16% 증가한 142억원(영업이익률 6.0%, -0.9%p YoY)으로 예상된다. 매출액은 컨센서스와 유사하나 영업이익은 22% 하회할 전망이다. 작년 11월 인수한 중국과 인도네시아 법인에서 신규 매출액이 각각 300억원 내외씩 더해진 것으로 추정되며, 중국과 베트남 법인은 다소 부진한 것으로 추정된다. 수익성 높은 베트남과 중국 법인 부진으로 인해 매출 증가에도 불구하고 영업이익률은 전년보다 하락할 전망이다. 제품믹스도 전년보다 악화된 것으로 추정된다.

아디다스 실적 방향성, 스마트 팩토리 전환 성과가 관전 포인트

2018년 매출액은 전년대비 26% 증가한 9,660억원, 영업이익은 19% 증가한 690억원으로 예상된다. 작년 화승인더의 중국, 인도네시아 공장 매출액이 각각 1,500억원, 725억원을 기록했고 금년 온기로 화승엔터의 실적에 반영된다. 인도네시아 공장은 공격적인 증설에 금년 매출액은 약 1,300억원으로 증가할 것이다. 이를 감안하면 주요 공장인 베트남과 중국은 금년 다소 부진한 실적이 예상된다.

아디다스 수요의 문제인지, 공급 차질인지에 대한 판단이 필요하다. 우선, 최근 아디다스 신발 부문 성장이 둔화되고 있다는 점이다. 일시적 요인인지 최근 Nike, Puma 실적 호조를 감안할 때 경쟁의 이슈인지가 향후 관전 포인트이다. 공급 측면에서는 스마트 팩토리로 전환 과정에서 공격적인 자동화 설비 및 수직 계열화 성장통으로 추정된다. 작년 월 560만 족 생산에서 2020년 900만족으로 60% 증가시킬 계획으로, 생산성을 기존보다 두배 향상시키는 것을 목표로 하고 있다. 금년 상반기에는 베트남 공장에서 관련된 자동화 공정 설비 투자 및 전환이 집중적으로 이루어진 것으로 추정된다. 수직 계열화 작업도 진행형인데 핵심인 부스트 생산은 금년 하반기부터 본격화되면서 관련 불확실성이 해소될 전망이다. 금년 7백만 족, 매출은 400억원, 영업이익률 15%를 목표로 하고 있다. 상반기 약 100억원, 하반기 약 300억원 생산 계획인데 1분기 37억원 매출액을 기록했다. 2020년에는 2,200만 켤에 매출 약 1,300억원, 영업이익률 20% 이상으로 예상된다.

매수(유지)

목표주가: 15,000원(유지)

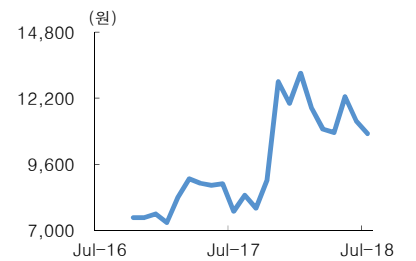
Stock Data

KOSPI(7/12)	2,285
주가(7/12)	10,800
시가총액(십억원)	654
발행주식수(백만)	61
52주 최고/최저가(원)	13,925/7,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,052
유동주식비율/외국인지분율(%)	25.6/5.9
주요주주(%)	화승인더스트리 외 5인 74.4
국민연금	6.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.5)	(5.3)	27.1
KOSPI 대비(%p)	(1.0)	3.2	31.5

주가추이



자료: WISEfn

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	640	44	35	780	164.5	62	9.8	7.3	2.1	27.2	0.2
2017A	768	59	41	747	(4.3)	84	16.1	10.3	2.8	18.4	0.2
2018F	966	69	51	846	13.3	102	12.8	7.9	2.1	18.2	0.5
2019F	1,128	88	66	1,084	28.1	124	10.0	6.4	1.8	19.5	0.6
2020F	1,290	106	81	1,336	23.3	145	8.1	5.2	1.5	19.9	0.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

나은채

ec.na@truefriend.com

방향성은 확실, 생산 경쟁력과 투자 확대는 중장기적으로 긍정적

투자의견 ‘매수’와 목표주가 15,000원(12MF PER 15배, 대만 Feng Tay 대비 20% 할인)을 유지한다. 베트남, 중국 법인 실적 전망을 하향해 실적 추정을 하향한다. 수요 동향도 관전 포인트이다. 단, 화승엔터가 아디다스 내 점유율을 높여가고 있고 고부가 라인으로 지속적으로 확장 중이라는 점을 감안하면 수요처인 아디다스나 경쟁 공급업체보다 높은 성장이 예상된다. 현재 진행형인 자동차 투자, 수직 계열화의 성과가 점진적으로 나타날 것으로 예상된다. 웰빙 트렌드와 이머징 시장 성장과 맞물려 꾸준히 성장하는 운동화 산업, 그리고 자본 집약적인 운동화 생산에서 생산성 우위 선점을 위한 노력으로 판단된다. 하반기에는 부스트 성과, 2019년은 공정 자동화로 인한 생산성 향상이 관전 포인트이다.

〈표 1〉 2Q18 Preview

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	% YoY	% QoQ	Consensus	% diff
매출액	238	35.0	29.0	242	(1.8)
영업이익	14	15.9	132.3	18	(22.4)
세전이익	15	47.9	302.0	18	(12.5)
지배주주순이익	10	15.6	220.4	14	(27.2)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	변경후		변경전		변경률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	966	1,128	1,022	1,224	(5.5)	(7.8)
영업이익	69	88	78	96	(11.0)	(8.8)
지배주주순이익	51	66	58	73	(11.7)	(10.1)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %)

	연간					2017				2018F			
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF
매출액	640	768	966	1,128	1,290	166	176	194	233	184	238	223	320
증감	64	20.0	25.7	16.8	14.4	30.2	0.9	46.0	13.1	11.4	35.0	15.0	37.8
매출총이익	93	126	150	190	224	24	28	36	38	26	34	40	49
매출총이익률	14.6	16.4	15.5	16.8	17.4	14.2	16.1	18.7	16.4	14.3	14.3	18.0	15.4
영업이익	44	59	69	88	106	8	12	21	18	6	14	21	28
증감	128	33.6	18.6	26.1	21.3	38.5	0.7	172.7	(4.4)	(20.9)	15.9	(1.3)	61.5
영업이익률	6.8	7.6	7.2	7.8	8.2	4.7	6.9	10.8	7.6	3.3	6.0	9.3	8.9
세전이익	43	53	64	83	102	7	10	21	14	4	13	19	29
증감	186	22.8	21.9	28.1	23.3	24.9	(8.4)	186.2	(22.2)	(46.4)	19.4	(6.0)	97.5
순이익	35	42	51	66	81	6	9	17	10	3	10	15	23
증감	185.8	19.1	23.1	28.1	23.3	40.1	(6.0)	159.2	(34.2)	(48.6)	16.3	(11.2)	131.3
순이익률	5.5	5.4	5.3	5.8	6.3	3.5	4.8	9.0	4.2	1.6	4.2	7.0	7.1

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

〈표 4〉 실적 breakdown

(단위: 십억원, 백만주, % YoY)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	640	768	966	1,128	1,290
화승비나	640	675	722	816	921
중국		39	113	117	124
인도네시아		21	131	195	244
생산능력	39	67	79	87	97
화승비나	44	48	48	52	56
중국		10	10	10	11
인도네시아		10	22	25	30
영업이익		59	69	88	106
화승비나		46	54	65	78
중국		2	7	8	8
인도네시아		1	9	15	20
매출 증감	63.7	20.0	25.7	16.8	14.4
화승비나	63.7	5.4	6.9	13.1	12.9
중국			187.6	3.5	6.0
인도네시아			522.0	48.8	25.5
영업이익률		7.6	7.2	7.8	8.2
화승비나		6.8	7.5	8.0	8.5
중국		4.0	6.0	6.5	6.5
인도네시아		5.1	6.5	7.5	8.0

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

〈표 5〉OEM 글로벌 피어 밸류에이션

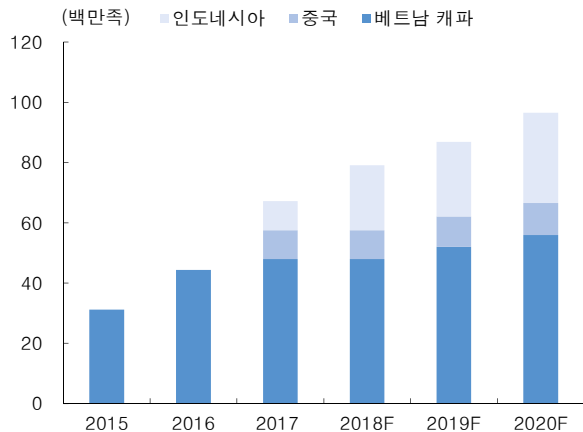
(단위: 백만달러, 배, %, % YoY)

		신발 OEM				동남아 스포츠의류 OEM		동남아 캐주얼 의류 OEM			Agency
		Hwaseung Enterprise	Hwaseung Industry	Feng Tay	Yue Yuen	Youngone	Eclat	Hansae	Makalot	Shenzhou	LI & FUNG
Mkt Cap.		554	375	3,412	4,719	1,272	3,199	528	922	17,497	2,817
PER	2017F	16.1	15.5	20.6	12.5	12.7	26.6	24.5	20.2	24.0	27.3
	2018F	12.1	NM	21.5	10.6	9.7	22.5	23.5	17.9	25.2	19.6
	2019F	9.4	NM	18.9	10.0	9.0	19.3	12.2	16.0	21.0	11.9
PBR	2017F	2.8	2.3	6.6	1.5	1.1	5.4	2.2	3.1	4.7	2.7
	2018F	2.0	NM	6.5	1.1	1.0	5.8	1.2	3.2	5.1	1.6
	2019F	1.7	NM	5.8	1.0	0.9	5.2	1.1	3.1	4.5	1.5
EV/EBITDA	2017F	10.3	6.8	12.5	8.9	6.0	16.4	15.4	11.5	17.4	15.7
	2018F	7.5	NM	12.5	6.9	5.5	15.6	12.4	11.3	18.9	11.4
	2019F	6.1	NM	11.2	6.4	5.4	13.4	7.7	10.1	16.0	신
ROE	2017F	18.4	15.4	31.9	11.5	8.8	20.2	9.3	15.1	21.7	(18.5)
	2018F	18.2	NM	31.1	10.2	11.2	27.3	5.1	18.3	22.1	8.2
	2019F	19.5	NM	32.7	10.8	11.0	28.9	9.5	20.1	23.3	13.9
DY	2017F	0.1	0.2	3.7	4.9	1.0	3.2	1.7	4.8	1.9	3.1
	2018F	0.6	NM	3.9	6.4	1.0	4.0	3.1	5.6	2.5	6.6
	2019F	0.7	NM	4.3	6.8	1.1	4.5	3.7	6.3	3.0	7.2
EPS growth	2017F	(4.3)	(15.9)	4.5	(2.8)	2.1	(12.1)	(3.9)	(11.4)	20.3	NM
	2018F	13.3	NM	9.6	(14.1)	40.0	41.1	(40.4)	20.6	20.1	NM
	2019F	28.1	NM	13.5	7.0	7.8	16.3	92.1	11.8	19.8	64.7
OPM	2017F	7.6	8.2	9.9	6.3	9.0	17.3	3.3	7.9	23.7	2.4
	2018F	7.2	NM	10.4	6.0	9.5	18.7	1.9	8.4	23.7	2.4
	2019F	7.8	NM	10.9	6.1	9.9	19.2	3.7	8.8	24.2	2.5
Sales growth	2017F	23.1	16.9	6.9	7.6	3.0	4.7	13.5	7.1	17.8	(8.3)
	2018F	31.5	NM	7.4	3.8	8.2	17.6	5.6	5.8	18.5	(2.5)
	2019F	16.8	NM	9.5	4.4	4.1	12.9	7.3	8.3	17.2	0.9

주: 7월 6일 종가 기준,

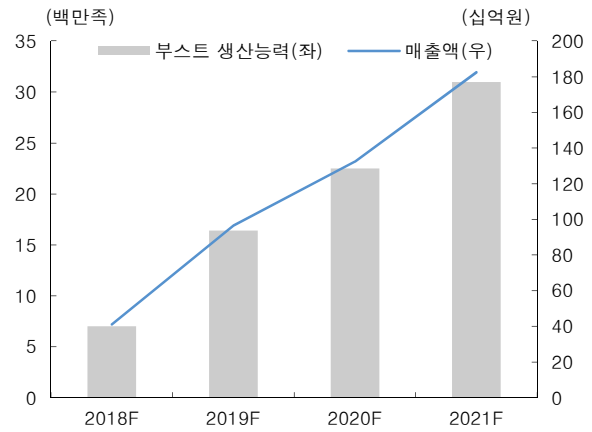
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 화승엔터 캐파 전망



자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

[그림 2] 부스트 생산 캐파 및 매출 전망



자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

<표 6> 주요 공장별 실적 추이

(단위: 십억원, % YoY, %)

자회사	실적	연간					2016				2017				2018
		2013	2014	2015	2016	2017	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
화승비나	매출액	249	259	382	601	675	120	164	123	193	156	172	190	158	124
	매출 증감	18.8	4.2	47.7	57.0	12.4	76.6	51.5	35.5	67.7	29.7	4.4	54.2	(18.1)	(20.5)
	순이익	7	9	13	36	46	6	10	7	12	7	10	19	9	3
	순이익률	2.9	3.5	3.4	6.1	6.8	5.2	6.4	5.8	6.5	4.8	5.9	10.0	5.8	2.6
장천	매출액	103	101	127	145	151	29	40	39	37	30	34	47	39	25
	매출 증감	11.0	(1.7)	25.7	14.0	4.2	62.1	21.2	5.9	(6.3)	4.8	(15.3)	21.1	7.1	(18.4)
	순이익	0	1	0	8	6	1	1	1	4	2	(0)	3	2	0
	순이익률	0.1	1.1	0.0	5.2	3.9	4.3	3.4	3.4	9.7	5.3	(1.4)	6.6	4.0	1.7
화승 인도네시아	매출액					73	0	0	0	2	11	17	24	20	29
	매출 증감					NM									173.9
	순이익				(5)	3	0	(0)	(1)	(4)	(1)	1	2	1	2
	순이익률					4.0						5.0	9.1	5.2	6.4

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

화승엔터프라이즈는 화승인더스트리의 베트남 운동화 생산법인 화승비나의 지분 100%를 보유한 지주회사임. 화승비나는 2002년 설립 이후 리복 운동화 OEM에 이어 2008년 아디다스 신발 ODM을 시작하며 성장함. 신발 ODM 사업이 매출의 94%(아디다스 약 70%, 리복 30%)이며, 반제품 사업이 나머지 6%를 차지함. 2016년 기준 월평균 400만족의 생산 캐파를 보유하고 있으며, 베트남 내 단일공장 기준 최대 생산기지임. 2017년 10월 화승인더스트리로부터 중국과 인도네시아 생산 법인을 인수함.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	265	301	328	355	406
현금성자산	78	47	48	45	65
매출채권및기타채권	76	71	90	105	120
재고자산	74	127	135	141	148
비유동자산	171	325	402	476	520
투자자산	1	6	8	9	10
유형자산	162	288	354	421	457
무형자산	2	4	5	6	7
자산총계	437	627	729	831	926
유동부채	227	326	379	417	435
매입채무및기타채무	104	145	183	213	244
단기차입금및단기사채	112	164	159	149	129
유동성장기부채	10	15	21	26	31
비유동부채	17	39	41	42	43
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	13	34	34	34	34
부채총계	244	365	420	459	478
지배주주지분	192	258	306	368	445
자본금	13	15	15	15	15
자본잉여금	140	182	182	182	182
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	35	75	123	185	262
비지배주주지분	1	3	3	3	3
자본총계	193	261	310	372	448

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	33	32	105	119	124
당기순이익	35	42	51	66	81
유형자산감가상각비	18	25	32	36	38
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	(21)	(39)	20	16	4
기타	1	4	1	0	0
투자활동현금흐름	(55)	(97)	(101)	(114)	(86)
유형자산투자	(56)	(111)	(104)	(108)	(80)
유형자산매각	0	5	5	5	5
투자자산순증	2	(5)	(2)	(1)	(1)
무형자산순증	(0)	(1)	(2)	(2)	(2)
기타	(1)	15	2	(8)	(8)
재무활동현금흐름	94	34	(3)	(8)	(19)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	4	35	0	(5)	(15)
배당금지급	0	(1)	(1)	(3)	(4)
기타	90	0	(2)	0	0
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가	73	(30)	1	(3)	19

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

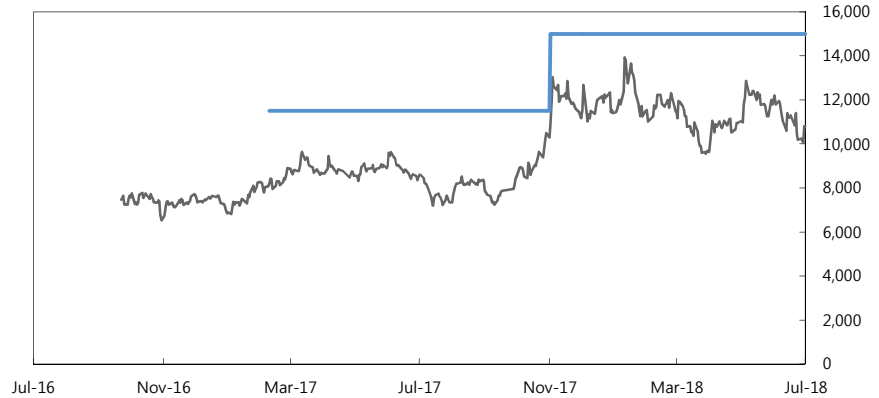
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	640	768	966	1,128	1,290
매출원가	547	642	816	939	1,066
매출총이익	93	126	150	190	224
판매관리비	50	68	80	102	118
영업이익	44	59	69	88	106
금융수익	4	3	2	2	2
이자수익	1	2	2	2	2
금융비용	5	8	7	7	6
이자비용	4	5	7	7	6
기타영업외손익	0	(1)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	43	53	64	83	102
법인세비용	8	11	13	17	21
연결당기순이익	35	42	51	66	81
지배주주지분순이익	35	41	51	66	81
기타포괄이익	5	(19)	0	0	0
총포괄이익	39	23	51	66	81
지배주주지분포괄이익	39	23	51	66	81
EBITDA	62	84	102	124	145

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	780	747	846	1,084	1,336
BPS	3,570	4,261	5,057	6,081	7,347
DPS	18	18	50	60	70
성장성(% YoY)					
매출증가율	63.7	20.0	25.7	16.8	14.4
영업이익증가율	128.2	33.6	18.6	26.1	21.3
순이익증가율	183.6	19.6	23.5	28.1	23.3
EPS증가율	164.5	(4.3)	13.3	28.1	23.3
EBITDA증가율	223.3	35.2	21.9	21.4	16.6
수익성(%)					
영업이익률	6.8	7.6	7.2	7.8	8.2
순이익률	5.4	5.4	5.3	5.8	6.3
EBITDA Margin	9.7	10.9	10.6	11.0	11.2
ROA	10.0	7.8	7.6	8.4	9.2
ROE	27.2	18.4	18.2	19.5	19.9
배당수익률	0.2	0.2	0.5	0.6	0.6
배당성향	2.7	2.6	5.9	5.5	5.2
안정성					
순차입금(십억원)	37	139	146	141	104
차입금/자본총계비율(%)	69.8	81.5	68.9	56.2	43.3
Valuation(X)					
PER	9.8	16.1	12.8	10.0	8.1
PBR	2.1	2.8	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	7.3	10.3	7.9	6.4	5.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
화승엔터프라이즈(241590)	2016.12.28	NR	—	—	—
	2017.02.21	매수	11,500원	-25.6	-8.7
	2017.11.14	매수	15,000원	—	—



Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 13일 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 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 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
- 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.