

# 화승엔터프라이즈(241590)

## 대세 지장 무, 2018년 고성장 지속될 것

4분기 컨센서스 하회. 매출은 재고 조정, 손익은 신규 사업 비용  
2018년 높은 외형 성장 예상, 초기 비용은 신규 사업 매출로 이어질 것  
여전한 매수 구간, 중장기 성장성과 수익성 개선 여지 높아

### Facts : 컨센서스를 하회한 영업 실적

4분기 매출액은 전년대비 13% 증가한 2,330억원, 영업이익은 4% 감소한 176억원(영업이익률 7.6%, -1.4%p YoY)을 기록, 영업이익은 컨센서스를 약 50억원 하회했다. 10월 중 인수한 중국과 인도네시아 사업 실적이 4분기에 반영, 약 300억원 매출액이 신규 반영된 것으로 추정된다. 이를 제외 시 작년 4분기와 대동소이한 매출이었다. 수익성 부진은 부자재 및 수직 계열화 관련된 초기 비용이 약 50~60억원 발생한 것으로 파악된다.

### Pros & cons : 장기 성장 전망 뚜렷, 고객사 실적은 관전 포인트

외형 부진은 3분기 달러 매출액이 약 50% 증가하는 서프라이즈를 시현, 조기 실적에 있었고 원/달러 환율도 전년대비 약 5% 하락했다. 아디다스 재고 조정도 일부 있어 캐파가 크게 증가하고 있는 인도네시아를 제외한 베트남, 중국 법인 매출액은 전년 수준에 그친 것으로 추정된다. 그러나 2017년 연간 베트남 법인 달러 성장률이 약 23%에 달해 성장 정체로 보기는 어려우며 2018년은 베트남 법인 성장에 중국, 인도네시아 효과가 가세할 것이다. 생산 캐파는 2017년 말 5,500만 족에서 2018년 중국·인도네시아 합산으로 8천만 족, 2020년 1억 족에 이를 것이다. 부자재 사업은 초기 비용이 발생했으나 동사는 부스트 폼에 대해 금년 매출 약 400억원에 영업이익률 15% 가이드를 제시, 흑자 전환이 예상된다. 고부가 부자재 생산은 장기적으로 수익성 개선으로 이어질 것이다.

고객사 실적 전망은 관전 포인트이다. 블룸버그 컨센서스에 따르면 아디다스 매출액은 2018~2019년 연평균 9% 성장할 전망이다. 2015~2017년에 기록한 양호한 성장 지속 여부가 향후 관전 포인트이다. 우선적으로 3월 14일 예정된 실적 발표와 가이드를 주시할 필요가 있다. 그러나 화승엔터가 아디다스 내 고성장 카테고리에 집중하고 있고 고객사 내 점유율 확대가 지속되고 있다는 점은 고객사 성장보다 높은 성장이 가능함을 시사한다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 30,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(3/7)	2,402
주가(3/7)	24,000
시가총액(십억원)	726
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저(원)	27,850/14,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,166
유동주식비율/외국인지분율(%)	25.6/8.7
주요주주(%)	화승인더스트리 외 5인 74.4
국민연금	7.3

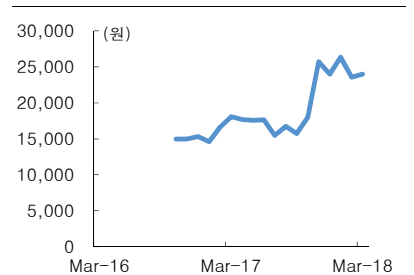
### Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	16.2	11.6
PBR(x)	NM	3.1	2.4
ROE(%)	27.2	19.1	23.3
DY(%)	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(x)	7.3	9.3	7.0
EPS(원)	0	1,479	2,069
BPS(원)	0	7,812	9,982

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.7	43.3	42.0
KOSPI 대비(%p)	6.4	40.9	27.3

### 주가추이



자료: WISEfn

### 나은채

ec.na@truefriend.com

### Action : 업종 내 Top pick 유지, 중장기 성장성 유효

업종 내 Top pick으로 유지하고 목표주가 30,000원(12MF PER 13.5배)을 유지한다. 2018년 매출액과 영업이익은 전년대비 41%, 38% 증가할 전망이다. 주 고객사인 아디다스는 제품 라인업 강화와 제품 주기를 획기적으로 단축시키면서 미주와 중국, 글로벌 최대 시장에서 점유율을 확대하고 있다. 동사는 운동화 OEM 중 아디다스 성장과 함께 독보적인 성장성을 시현, 2020년에는 시가총액 3조원을 상회하는 Nike 2위 벤더인 Feng Tay 캐파에 육박할 것이다. 2018년 PER은 11배 수준으로 경쟁사 대비 약 30% 할인되어 있다. 4분기 실적 부진을 매수 기회로 활용할 것을 권유한다.

〈표 1〉 4분기 영업이익 컨센서스 하회

(단위: 십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	205.6	165.7	176.3	193.7	232.6	20.1	13.1	260.1
영업이익	18.4	7.7	12.2	21.0	17.6	(16.2)	(4.3)	22.7
영업이익률(%)	8.9	4.6	6.9	10.8	7.6			8.7
세전이익	18.6	7.2	10.5	20.7	13.0	(37.2)	(30.1)	26.0
순이익	15.0	5.8	8.5	17.4	8.1	(53.4)	(46.0)	17.0

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %)

	연간					2017				2018			
	2015	2016	2017P	2018F	2019F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	391	640	768	1084	1300	166	176	194	233	235	261	271	317
증감	51	64	20.0	41.1	19.9	30.2	0.9	46.0	13.1	42.0	48.0	40.0	36.1
매출총이익	53	93	115	166	198	24	28	36	27	35	39	46	45
매출총이익률	13.7	14.6	15.0	15.3	15.2	14.2	16.1	18.7	11.6	15.0	15.0	17.0	14.3
영업이익	19	44	59	81	97	8	12	21	18	13	20	21	27
증감	22	128	33.5	38.3	20.4	38.5	0.7	172.7	(4.3)	68.8	64.3	1.0	51.5
영업이익률	4.9	6.8	7.6	7.5	7.5	4.7	6.9	10.8	7.6	5.5	7.7	7.8	8.4
세전이익	15	43	53	80	97	7	10	21	13	14	18	21	27
증감	35	186	22.8	52.0	21.0	24.9	(8.4)	186.2	(30.3)	88.5	74.3	3.5	108.5
순이익	12	35	42	63	76	6	9	17	8	11	14	17	21
증감	30.6	185.8	19.1	50.6	21.0	40.1	(6.0)	159.2	(46.2)	83.5	66.6	(4.1)	161.3
순이익률	3.1	5.5	5.4	5.8	5.8	3.5	4.8	9.0	3.5	4.5	5.5	6.2	6.7

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

〈표 3〉 화승엔터 실적 breakdown

(단위: 십억원, 백만주, % YoY)

	2015	2016	2017P	2018F	2019F	2020F
매출액	391	640	768	1,084	1,300	1,503
화승비나	391	640	735	847	975	1,100
중국			23	150	159	169
인도네시아			10	86	165	234
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			59	81	97	114
화승비나			55	66	78	90
중국			2	11	10	10
인도네시아			1	4	9	14
매출 증감	51.0	63.7	20.0	41.1	19.9	15.7
화승비나	51.0	63.7	14.8	15.3	15.1	12.8
중국				553.2	6.1	6.1
인도네시아				761.7	91.1	42.0
영업이익률	—	—	7.6	7.5	7.5	7.6
화승비나			7.5	7.8	8.0	8.2
중국			8.0	7.0	6.5	6.5
인도네시아			7.0	5.0	5.5	6.0

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

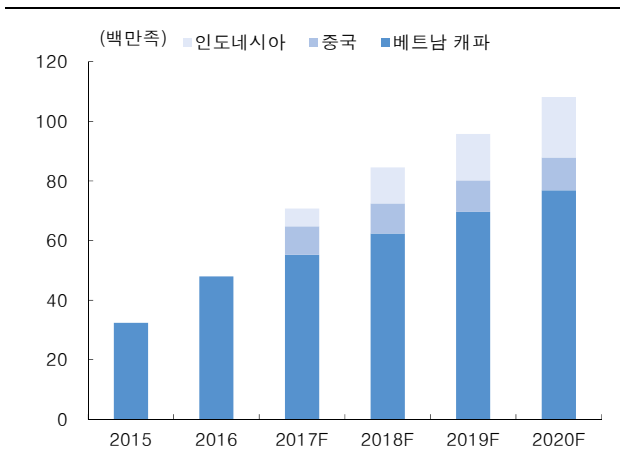
〈표 4〉 글로벌 피어 밸류에이션

(단위: 백만 달러, 배, %, % YoY)

		신발 OEM			동남아 스포츠의류 OEM		동남아 캐주얼 의류 OEM			Agency
		Hwaseung Enterprise	Feng Tay	Yue Yuen	Youngone	Eclat	Hansae	Makalot	Shenzhou	
	Mkt Cap.	657	3,021	7,031	1,175	2,885	812	986	14,549	4,240
PER	2017F	16.2	17.6	12.7	10.8	26.0	23.3	22.1	24.6	35.8
	2018F	11.3	15.7	12.1	8.8	20.1	13.4	18.1	20.5	17.3
	2019F	9.3	12.6	11.3	7.9	17.9	11.1	16.2	13.2	13.9
PBR	2017F	3.1	5.1	1.6	1.0	5.4	2.2	3.4	4.6	1.5
	2018F	2.3	4.6	1.5	0.9	5.0	1.7	3.2	4.1	1.5
	2019F	1.9	NM	1.4	0.8	4.4	1.5	3.1	3.6	1.5
EV/EBITDA	2017F	9.3	10.7	8.5	6.0	16.0	19.1	13.4	17.6	13.3
	2018F	6.8	9.7	7.8	4.7	13.8	10.9	12.1	14.9	11.1
	2019F	5.5	NM	7.3	4.1	12.1	9.2	10.8	12.8	9.9
ROE	2017F	19.1	30.5	12.1	9.8	21.4	9.8	15.3	21.8	4.5
	2018F	23.3	31.1	13.4	9.8	26.4	13.1	18.3	22.5	9.1
	2019F	22.2	NM	13.4	10.2	26.5	14.3	20.0	23.3	11.6
DY	2017F	0.2	4.2	11.6	0.8	3.0	1.6	4.0	2.3	7.0
	2018F	0.2	4.7	4.9	0.8	3.3	2.4	4.6	2.7	7.4
	2019F	0.3	NM	5.3	0.9	3.9	2.2	5.2	3.1	6.6
EPS growth	2017F	NM	19.0	3.5	17.0	(2.9)	(1.7)	(7.1)	24.3	(47.6)
	2018F	39.9	12.1	5.1	13.7	29.2	45.6	22.1	19.7	107.1
	2019F	21.0	24.7	6.8	10.7	12.5	20.1	11.9	54.8	24.1
OPM	2017F	7.6	10.7	7.1	9.0	17.8	3.2	7.7	23.9	1.8
	2018F	7.5	11.3	7.4	9.7	19.1	5.3	8.3	24.4	2.6
	2019F	7.5	12.2	7.5	10.2	19.8	6.0	8.6	24.9	2.7
Sales growth	2017F	20.0	18.5	5.6	1.2	9.5	10.6	11.6	24.1	(6.6)
	2018F	41.1	9.3	4.6	3.2	11.9	5.1	7.4	17.0	(2.6)
	2019F	19.9	9.9	4.3	5.4	9.1	6.6	9.2	15.6	4.2

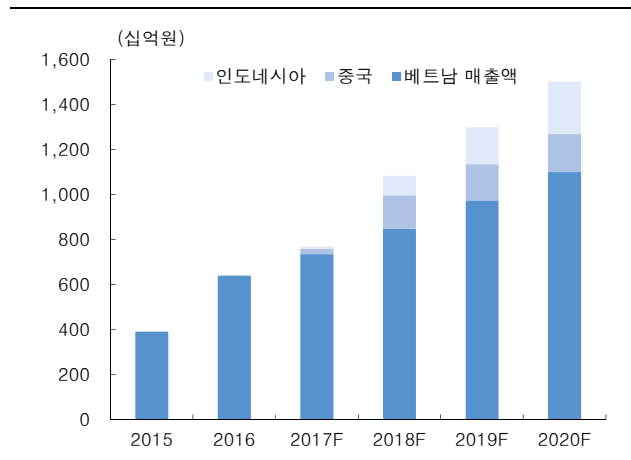
주: 3/4 증가 기준  
자료: 한국투자증권

[그림 1] 화승엔터 캐파 전망



자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

[그림 2] 매출 전망



자료: 화승엔터프라이즈, 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. 2017년 10월 화승인더스트리로부터 중국과 인도네시아 생산 법인을 인수했다.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	140	265	294	371	445
현금성자산	5	78	69	65	78
매출채권및기타채권	40	76	91	128	153
재고자산	61	74	89	126	151
비유동자산	120	171	212	246	279
투자자산	0	1	1	2	2
유형자산	117	162	202	232	261
무형자산	1	2	2	2	3
자산총계	261	437	506	618	724
유동부채	186	227	251	295	322
매입채무및기타채무	66	104	125	176	211
단기차입금및단기사채	115	112	104	99	89
유동성장기부채	3	10	10	10	10
비유동부채	11	17	18	20	21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	13	13	13	13
부채총계	197	244	269	315	343
지배주주지분	63	192	236	302	381
자본금	10	13	13	13	13
자본잉여금	52	140	140	140	140
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	(0)	35	74	135	209
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	63	193	237	303	381

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(0)	33	64	59	89
당기순이익	12	35	41	63	76
유형자산감가상각비	0	18	23	28	32
무형자산상각비	0	0	0	0	1
자산부채변동	0	(21)	(1)	(34)	(20)
기타	(12)	1	1	2	0
투자활동현금흐름	5	(55)	(63)	(56)	(65)
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)	(4)	(1)	(6)
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	(9)	(4)	13

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

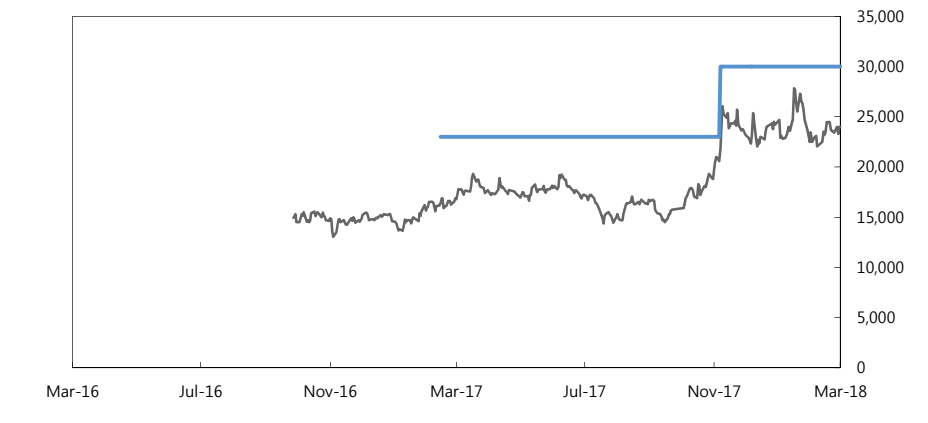
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	391	640	768	1,084	1,300
매출원가	338	547	653	918	1,102
매출총이익	53	93	115	166	198
판매관리비	39	50	57	85	100
영업이익	14	44	59	81	97
금융수익	0	4	5	5	5
이자수익	0	1	2	1	2
금융비용	4	5	5	5	5
이자비용	0	4	4	4	4
기타영업외손익	0	0	(5)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	15	43	52	80	97
법인세비용	3	8	12	18	21
연결당기순이익	12	35	41	63	76
지배주주지분순이익	12	35	41	63	76
기타포괄이익	0	5	5	5	5
총포괄이익	12	39	45	67	80
지배주주지분포괄이익	(0)	39	45	67	80
EBITDA	19	62	82	109	130

## 주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	0	0	1,479	2,069	2,504
BPS	0	0	7,812	9,982	12,576
DPS	0	35	40	50	60
성장성(%, YoY)					
매출증가율	51.0	63.7	20.0	41.1	19.9
영업이익증가율	21.6	128.2	33.5	38.3	20.4
순이익증가율	30.6	183.6	17.8	53.3	21.0
EPS증가율	NM	NM	NM	39.9	21.0
EBITDA증가율	21.6	223.3	32.4	32.9	18.7
수익성(%)					
영업이익률	4.9	6.8	7.6	7.5	7.5
순이익률	3.1	5.4	5.3	5.8	5.8
EBITDA Margin	4.9	9.7	10.7	10.1	10.0
ROA	5.0	10.0	8.7	11.1	11.3
ROE	22.3	27.2	19.1	23.3	22.2
배당수익률	-	0.2	0.2	0.2	0.3
배당성향	0.0	2.7	3.0	2.4	2.4
안정성					
순차입금(십억원)	101	37	34	35	8
차입금/자본총계비율(%)	200.5	69.8	53.4	40.2	29.3
Valuation(X)					
PER	NM	NM	16.2	11.6	9.6
PBR	NM	NM	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA	5.3	7.3	9.3	7.0	5.7

### 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
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 2018년 3월 8일 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

- 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	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.