

SK COMPANY Analysis



Analyst

서영화

donaldseo@sk.com
02-3773-9182



Analyst

서영화

donaldseo@sk.com
02-3773-9182

Company Data

자본금	15 십억원
발행주식수	3,027 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	584 십억원
주요주주	
(주)화승인더스트리(외)	74.38%
국민연금공단	6.26%
외국인지분률	8.20%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(18/04/13)	19,300 원
KOSPI	2455.07 pt
52주 Beta	0.64
52주 최고가	27,850 원
52주 최저가	14,400 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.7%	-14.4%
6개월	12.9%	13.7%
12개월	11.6%	-2.4%

화승엔터프라이즈 (241590/KS | 매수(신규편입) | T.P 27,000 원(신규편입))

2018년 역시 아디다스를 뛰어 넘는 성장률

- 1분기 고객사 재고조정 영향에도 불구하고, ASP 상승과 부스트 판매 효과로 매출액 1,896 억원(y-y +14.5%), 영업이익 93 억원(y-y +20.7%) 증가 추정
- 아디다스 내 점유율 상승, 신발 ASP 상승, 부스트 본격 판매 개시로 2018년에도 아디다스 이상의 매출액 성장과 수익성 개선이 가능할 전망
- 투자의견 Buy, 목표주가 27,000 원으로 신규 분석 개시

[1Q18E Preview] 매출액 성장과 수익성 개선이 지속

1Q18E 매출액 1,896 억원(y-y +14.5%). 영업이익 93 억원(y-y +20.7%)으로 영업이익 컨센서스 96 억원을 소폭 하회하는 실적을 추정한다. 4Q17부터 지속된 고객사 재고조정 영향이 1Q18E 까지 지속되었으나, ASP 상승과 고마진 원부자재 부스트 미드솔 판매 시작으로 매출액 성장과 수익성 개선이 함께 동반된 것으로 추정된다.

2018년 역시 아디다스를 뛰어넘는 실적을 전망

2018년 역시 동사는 아디다스 이상의 성장률을 시현할 전망이다. 1) 2017년 상반기 14% 수준이었던 동사의 아디다스 내 점유율은 현재 15~16%로 확대되었다. 경쟁사 대비 짧은 리드타임을 바탕으로 동사는 매년 점유율을 1~2% 확대해 나가고 있는 상황이다. 2) Product Mix 개선에 따른 ASP 상승도 가능할 전망이다. 2017년 동사의 ASP는 \$12.9로 y-y +3.2% 상승하였다. 2018년 역시 네오라벨 비중 축소 및 중고가 모델 오더 확대에 따른 ASP 상승이 가능한 상황이다. 2018년 ASP는 y-y +5.5% 증가한 \$13.4로 추정한다. 3) 고부가가치 원부자재인 '부스트' 생산 라인 가동에 따른 매출 성장과 수익성 개선이 기대된다. 2018년 연간 부스트 예상 매출액은 388 억원, 영업이익 62 억원 수준이며, 부스트 매출액은 뒤로 갈수록 큰 폭으로 증가할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 27,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy, 목표주가 27,000 원으로 신규 분석을 개시한다. 목표주가는 2018년 예상 EPS에 글로벌 경쟁사 평균 PER을 10% 할인 적용하여 산출하였다. 동사가 경쟁사 대비 규모 면에서 작다는 점을 감안하여, 밸류에이션 멀티플을 할인 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	640	768	993	1,176	1,338
yoym	%	0.0	20.0	29.2	18.5	13.8
영업이익	십억원	44	59	83	100	117
yoym	%	흑전	33.6	41.8	20.5	17.4
EBITDA	십억원	62	84	117	130	143
세전이익	십억원	43	53	80	99	117
순이익(지배주주)	십억원	35	41	63	77	92
영업이익률%	%	6.9	7.6	8.4	8.5	8.8
EBITDA%	%	9.7	10.9	11.8	11.0	10.7
순이익률	%	5.5	5.4	6.3	6.6	6.9
EPS	원	1,551	1,501	2,080	2,559	3,029
PER	배	9.9	16.0	9.3	7.5	6.4
PBR	배	2.1	2.8	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	7.3	10.4	5.6	4.5	3.4
ROE	%	27.2	18.4	22.5	23.4	23.1
순차입금	십억원	37	139	68	-15	-103
부채비율	%	126.5	139.7	134.6	125.2	116.8

Valuation & 실적추정

회승엔터프라이즈 분기별 실적추정									(단위: 십억원 %)	
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E
Sales Total	165.7	176.3	193.7	232.6	189.6	258.5	266.8	277.8	768.2	992.7
화승비나					168.8	200.7	218.6	183.4	675.0	771.6
천제화대련유한공사					6.4	22.5	19.3	25.9	39.4	74.0
PT.화승인도네시아					8.4	34.0	28.4	42.9	21.0	113.6
기타					6.0	1.3	0.5	25.7	32.8	33.5
y-y% Total	30%	1%	46%	13%	14%	47%	38%	19%	12%	14%
화승비나					8%	17%	15%	16%	20%	29%
천제화대련유한공사					162%	666%	522%	-16%	-	88%
PT.화승인도네시아					-	-	-	104%	-	440%
기타					-22%	-28%	-38%	14%	-	2%
OP Total	7.7	12.2	21.0	17.6	9.3	20.0	26.3	27.4	58.5	83.0
화승비나					10.0	16.4	25.1	19.3	55.1	70.8
천제화대련유한공사					-0.8	2.0	0.1	3.2	1.6	4.5
PT.화승인도네시아					0.1	1.7	1.1	4.8	1.1	7.7
기타					-0.1	0.5	0.2	-0.6	0.8	0.0
y-y% Total	38%	1%	173%	-4%	21%	64%	25%	55%	34%	42%
화승비나					12%	37%	14%	59%	-	29%
천제화대련유한공사					적지	흑전	흑전	-40%	-	185%
PT.화승인도네시아					0%	0%	0%	342%	-	613%
기타					적지	-64%	-69%	적지	256%	-94%

자료: 회승엔터프라이즈, SK 증권

주: 화승비나는 폴리텍법인 포함 수치

회승엔터프라이즈 Valuation

Valuation	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E	비고
지배주주순이익(억원) (a)	347	415	630	774	917	
Target P/E Multiple (b)		12.8	11.7			글로벌 Peer 2개사의 18,19년 예상실적 기준 평균 P/E Multiple을 10% 할인
적정 시가총액(억원) (c)		8,075	9,062			(a) x (b)
주식 수(천주) (d)		30,268	30,268			보통주 발행 주식수
적정주가(원) (e)		26,678	29,937			(c) / (d)
목표주가(원) 산정		27,000				.

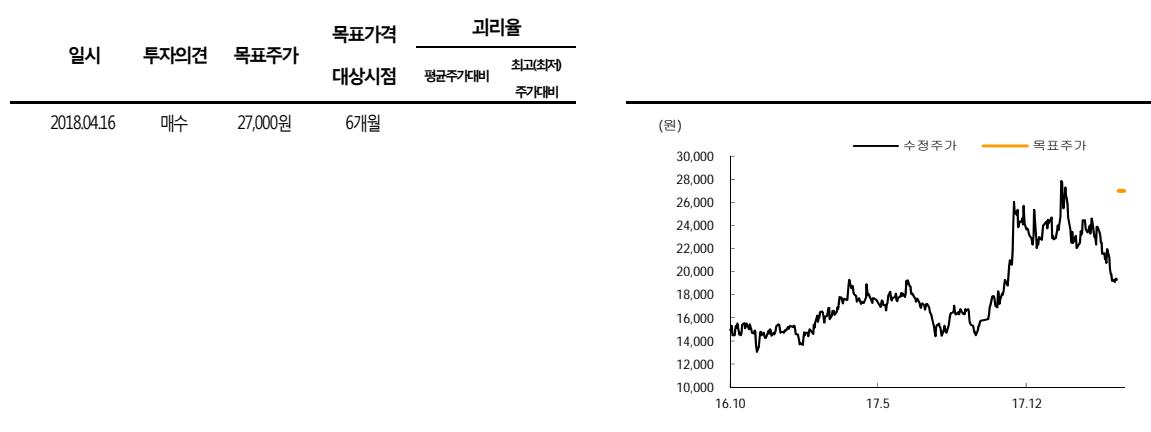
자료: SK 증권

주: 글로벌 Peer 2 개사는 YueYuen 과 FengTay (Pou Chen 은 유통 자회사 보유하고 있으므로 벨류에이션 시, Peer 그룹에서 제외)

글로벌 Peer 신발 제조 업체별 투자지표

회사명	국가	통화	시가총액 (백만USD)	주가 (각국통화)	12M	2018E	2019E	12M	2018E	2019E
					Forward PE	P/E Ratio	Forward PB	P/B Ratio	P/B Ratio	P/B Ratio
Pou Chen	대만	TWD	3,923.1	390	7.9	8.5	6.8	1.0	1.1	0.9
Yue Yuen	홍콩	HKD	5,145	245	10.5	10.6	101	9.1	9.1	9.1
Feng Tay	대만	TWD	3,033	133.0	17.3	17.9	15.9	5.1	5.3	4.7

자료: Datastream, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(서명화)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 16일 기준)

매수	89.51%	증립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	265	301	416	540	683
현금및현금성자산	78	47	118	201	289
매출채권및기타채권	75	71	85	98	115
재고자산	74	127	152	175	206
비유동자산	171	325	301	280	265
장기금융자산	0	5	5	5	5
유형자산	162	288	254	225	200
무형자산	2	4	5	5	6
자산총계	437	627	717	820	948
유동부채	227	326	355	381	417
단기금융부채	122	179	179	179	179
매입채무 및 기타채무	103	142	170	196	230
단기증당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	17	39	57	74	94
장기금융부채	13	34	34	34	34
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기증당부채	0	0	0	0	0
부채총계	244	365	411	456	511
지배주주지분	192	258	302	361	433
자본금	13	15	15	15	15
자본잉여금	140	182	182	182	182
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	35	75	138	216	307
비지배주주지분	1	3	4	4	4
자본총계	193	261	306	364	437
부채와자본총계	437	627	717	820	948

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	36	36	80	90	94
당기순이익(순실)	43	53	63	77	92
비현금성항목등	21	32	54	52	52
유형자산감가상각비	18	25	33	29	25
무형자산상각비	0	0	1	1	1
기타	1	2	-2	-2	-1
운전자본감소(증가)	-21	-38	-20	-18	-25
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-20	-10	-14	-13	-17
재고자산감소(증가)	-11	-39	-25	-23	-31
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	31	5	28	26	34
기타	-20	6	-9	-8	-11
법인세납부	-8	-10	-17	-21	-25
투자활동현금흐름	-54	-96	-2	0	2
금융자산감소(증가)	2	-5	0	0	0
유형자산감소(증가)	-56	-106	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
기타	0	16	0	1	3
재무활동현금흐름	90	29	-8	-8	-8
단기금융부채증가(감소)	-15	-4	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	20	39	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-1	0	0	0
기타	86	-5	-8	-8	-8
현금의 증가(감소)	73	-30	71	83	88
기초현금	5	78	47	118	201
기말현금	78	47	118	201	289
FCF	-24	-70	78	88	92

자료 : 화승엔터프라이즈 SK증권

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	640	768	993	1,176	1,338
매출원가	547	642	829	983	1,118
매출총이익	93	126	164	194	220
매출총이익률 (%)	14.6	16.4	16.5	16.5	16.5
판매비와관리비	50	68	81	94	103
영업이익	44	59	83	100	117
영업이익률 (%)	6.9	7.6	8.4	8.5	8.8
비영업순익	-1	-6	-3	-1	-1
순금융비용	3	3	5	3	1
외환관련손익	2	-2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	43	53	80	99	117
세전계속사업이익률 (%)	6.7	6.9	8.1	8.4	8.7
계속사업법인세	8	11	17	21	25
계속사업이익	35	42	63	77	92
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	35	42	63	77	92
순이익률 (%)	5.5	5.4	6.3	6.6	6.9
지배주주	35	41	63	77	92
지배주주가속 순이익률(%)	54.2	54	6.34	6.58	6.85
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	39	23	44	59	73
지배주주	39	23	44	59	73
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	62	84	117	130	143

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	0.0	20.0	29.2	18.5	13.8
영업이익	흑전	33.6	41.8	20.5	17.4
세전계속사업이익	흑전	22.8	51.7	23.0	18.4
EBITDA	흑전	35.2	39.4	10.9	10.5
EPS(계속사업)	흑전	-3.2	38.6	23.0	18.4
수익성 (%)					
ROE	27.2	18.4	22.5	23.4	23.1
ROA	10.0	7.8	9.4	10.1	10.4
EBITDA마진	9.7	10.9	11.8	11.0	10.7
안정성 (%)					
유동비율	117.1	92.4	117.4	141.6	163.8
부채비율	126.5	139.7	134.6	125.2	116.8
순차입금/자기자본	19.4	53.0	22.2	-4.1	-23.6
EBITDA/이자비용(배)	15.5	15.4	15.5	17.2	19.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,551	1,501	2,080	2,559	3,029
BPS	7,140	8,523	9,978	11,911	14,314
CFPS	2,369	2,422	3,204	3,540	3,887
주당 현금배당금	35	35	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.0	17.4	13.4	10.9	9.2
PER(최저)	8.4	9.1	9.2	7.5	6.3
PBR(최고)	2.2	3.1	2.8	2.3	2.0
PBR(최저)	1.8	1.6	1.9	1.6	1.3
PCR	6.5	9.9	6.0	5.5	5.0
EV/EBITDA(최고)	7.4	11.1	7.9	6.5	5.2
EV/EBITDA(최저)	6.3	6.1	5.6	4.4	3.4