

화승엔터프라이즈(241590)

1Q18 Preview: 금년 실적의 저점

외형은 쉬어가나 영업이익 컨센서스 부합 예상

1분기 매출액은 전년대비 14% 증가한 1,890억원, 영업이익은 23% 증가한 95억원(영업이익률 5.0%, +0.3%p YoY)으로 예상된다. 매출액은 컨센서스를 5% 하회하나 영업이익은 부합할 전망이다. 작년 11월 인수한 중국과 인도네시아 법인에서 신규 매출액이 약 500억원 더해지고, 이를 감안할 때 베트남 법인 매출액은 전년 대비 역성장한 것으로 추정된다. 원/달러 환율이 전년대비 7% 이상 하락했고 아디다스 재고 조정이 이어진 가운데 일부 생산 물량 선적 지연이 이루어진 것으로 파악된다. 아디다스는 6월 월드컵 전후로 신제품 출시를 더욱 공격적으로 진행할 것으로 예상, 2분기부터 화승엔터의 매출 회복으로 이어질 전망이다.

인도네시아와 부스트 사업 확장이 주요 관전 포인트

2018년 매출액은 전년대비 36% 급증한 1.05조원, 영업이익은 39% 급증한 810억원이 예상된다. 인도네시아 공장의 2018년 매출액은 1,300억원에 달해 전년 730억원에서 크게 증가, 성장을 견인할 것이다. 유럽향 관세 혜택이 큰 인도네시아 지역에서의 캐파를 전년 말 월 80만족 수준에서 금년 월 150만족으로 두배 가까이 늘릴 계획이다. 수직 계열화의 일환인 부스트 사업은 금년 하반기부터 본격화될 것이다. 부스트 생산 능력은 금년 7백만 족, 매출은 400억원, 영업이익률 15%를 목표로 하고 있다. 2020년에는 2,200만 캐파에 매출 약 1,300억원, 영업이익률 20% 이상으로 부스트에서만 250억원 이상 이익 기여가 예상된다. 하반기 매출 본격화 시 수익 추정에 반영될 것이다. 동사는 중국, 인도네시아 공장 인수, 고부가 제품 확장, 부자재 사업 확장으로 2018년 36% 매출 성장 이후 2019년에도 21% 매출 증가가 예상된다.

주가 약세를 매수 기회로, 밸류에이션 부담도 완화

투자의견 '매수'와 목표주가 30,000원(12MF PER 14배, Feng Tay 대비 20% 할인)을 유지한다. 1분기 실적 우려와 원화 강세로 OEM 투자 심리가 약화되었다. 이제 12MF PER 10배 수준에 불과해 경쟁사 대비 할인율은 40% 이상이다. 2020년까지 운동화 OEM 중 높은 성장이 예상되어 할인율 축소가 예상된다.

매수(유지)

목표주가: 30,000원(유지)

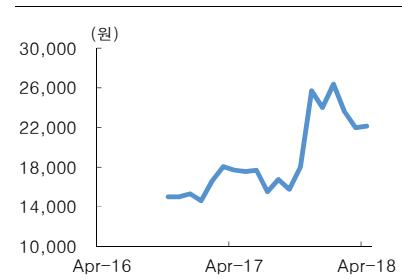
Stock Data

KOSPI(4/16)	2,457
주가(4/16)	22,100
시가총액(십억원)	669
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	27,850/14,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,193
유동주식비율/외국인지분율(%)	25.6/8.2
주요주주(%)	화승인더스트리 외 5 인
	74.4
	국민연금
	6.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.3)	23.8	27.7
KOSPI 대비(%p)	(5.9)	24.7	12.6

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	1,560	(36.7)	62	9.8	7.3	2.1	27.2	0.2
2017A	768	59	41	1,493	(4.3)	84	16.1	10.3	2.8	18.4	0.1
2018F	1,048	81	60	1,987	33.1	114	11.1	7.1	2.1	20.9	0.2
2019F	1,270	98	74	2,453	23.5	135	9.0	6.0	1.7	21.0	0.3
2020F	1,514	120	92	3,030	23.5	158	7.3	4.8	1.4	21.1	0.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 1〉 1Q18 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q18F	% YoY	% QoQ	Consensus	% diff
매출액	189	14.0	(18.8)	200	(5.7)
영업이익	10	23.3	(46.0)	10	(0.5)
세전이익	8	15.1	(42.8)	10	(19.2)
지배주주순이익	7	18.5	(33.3)	8	(15.5)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %)

	연간					2017				2018			
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF
매출액	640	768	1,048	1,270	1,514	166	176	194	233	189	243	256	360
증감	63.7	20.0	36.4	21.2	19.2	30.2	0.9	46.0	13.1	14.0	38.0	32.0	54.9
매출총이익	93	126	178	218	263	24	28	36	38	27	36	50	64
매출총이익률	14.6	16.4	17.0	17.2	17.4	14.2	16.1	18.7	16.4	14.5	15.0	19.5	17.9
영업이익	44	59	81	98	120	8	12	21	18	10	19	26	26
증감	128.2	33.6	37.7	21.9	21.6	38.5	0.7	172.7	(4.4)	23.3	53.2	25.6	47.5
영업이익률	6.8	7.6	7.7	7.7	7.9	4.7	6.9	10.8	7.6	5.0	7.7	10.3	7.2
세전이익	43	53	76	93	115	7	10	21	14	8	17	26	24
증감	186.1	22.8	43.2	23.5	23.5	24.9	(8.4)	186.2	(22.2)	15.1	67.1	23.2	68.3
순이익	35	42	60	74	92	6	9	17	10	7	14	20	19
증감	185.8	19.1	44.5	23.5	23.5	40.1	(6.0)	159.2	(34.2)	14.2	62.7	16.3	96.3
순이익률	5.5	5.4	5.7	5.8	6.1	3.5	4.8	9.0	4.2	3.5	5.7	7.9	5.4

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

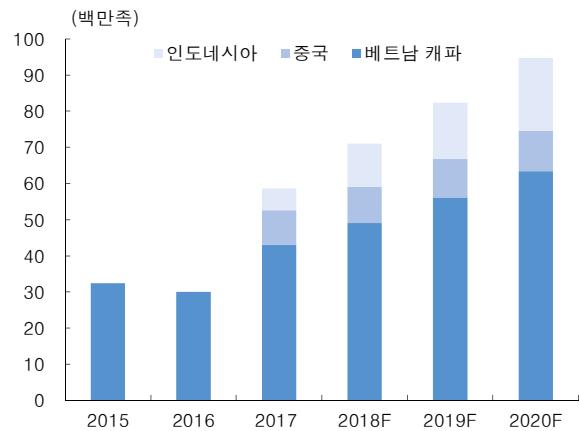
〈표 3〉 실적 breakdown

(단위: 십억원, 백만주, % YoY)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	640	768	1,048	1,270	1,514
화승비나	640	675	796	890	1,022
중국		39	122	130	137
인도네시아		21	130	250	355
생산능력	39	61	73	84	98
화승비나	30	43	49	56	63
중국		10	10	11	11
인도네시아		9	18	23	30
영업이익	59	81	98	120	
화승비나	46	65	76	89	
중국		2	8	9	9
인도네시아		1	7	14	21
매출 증감	63.7	20.0	36.4	21.2	19.2
화승비나	63.7	5.4	17.9	11.9	14.7
중국			210.3	6.1	6.0
인도네시아			518.9	92.0	42.0
영업이익률	7.6	7.7	7.7	7.9	
화승비나	6.8	8.2	8.5	8.7	
중국		4.0	6.7	6.8	6.5
인도네시아		5.1	5.5	5.5	6.0

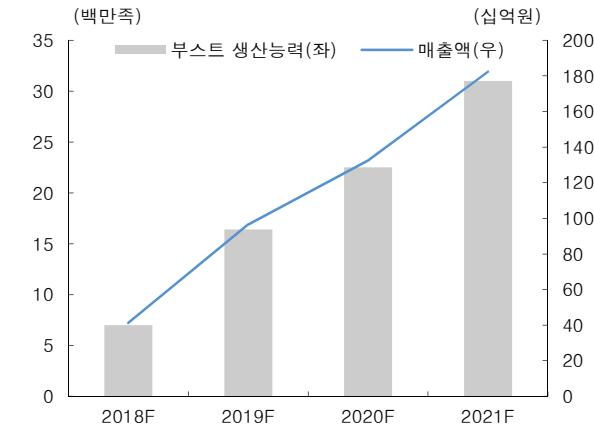
자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

[그림 1] 화승엔터 캐파 전망



자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

[그림 2] 부스트 생산 캐파 및 매출 전망



자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

<표 4> 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	
Mkt Cap.	545	410	3,033	5,145	1,139	3,465	830	1,004	16,890	4,176
PER	2017F	16.1	15.5	20.6	12.5	12.7	26.6	24.5	20.2	24.0
	2018F	10.1	NM	17.9	10.5	8.1	23.7	15.7	18.5	23.0
	2019F	7.9	NM	15.9	10.1	7.5	20.5	12.7	16.7	19.3
PBR	2017F	2.8	2.3	6.6	1.5	1.1	5.4	2.2	3.1	4.6
	2018F	1.9	NM	5.3	1.2	1.0	6.1	1.7	3.3	4.6
	2019F	1.5	NM	4.7	1.2	0.9	5.4	1.6	3.2	4.0
EV/EBITDA	2017F	10.4	6.8	12.5	8.9	6.0	16.4	15.4	11.5	16.8
	2018F	7.1	NM	10.7	7.3	4.9	16.6	9.6	12.0	17.1
	2019F	5.9	NM	9.6	6.9	4.6	14.6	7.8	10.8	14.6
ROE	2017F	18.4	15.4	31.9	11.5	8.8	20.2	9.3	15.1	21.7
	2018F	20.1	NM	30.9	11.7	11.9	27.0	11.3	18.2	22.0
	2019F	21.1	NM	31.6	12.2	12.7	28.4	12.9	19.8	23.2
DY	2017F	0.1	0.2	3.7	4.9	1.0	3.2	1.7	4.8	1.9
	2018F	0.2	NM	4.6	6.5	1.0	3.6	2.2	5.1	2.7
	2019F	0.2	NM	4.8	7.0	1.3	4.4	2.5	6.4	3.1
EPS growth	2017F	(1.8)	(15.9)	4.5	(2.8)	(0.5)	(12.1)	(6.4)	(11.4)	20.3
	2018F	35.3	NM	17.4	(6.2)	35.0	46.3	29.5	27.5	27.2
	2019F	28.5	NM	12.6	4.4	8.0	15.3	23.4	10.8	19.1
OPM	2017F	7.6	8.2	9.9	6.3	9.0	17.3	3.3	7.9	23.7
	2018F	7.7	NM	10.6	6.8	9.7	18.8	4.3	8.3	23.7
	2019F	7.9	NM	11.2	6.8	10.1	19.5	5.2	8.5	24.2
Sales growth	2017F	23.1	16.9	6.9	7.6	0.4	4.7	10.6	7.1	17.8
	2018F	37.6	NM	11.2	(1.6)	2.4	21.2	3.7	11.3	25.8
	2019F	24.0	NM	9.1	3.9	4.7	11.8	6.6	8.9	16.7

주: 2018년 4월 13일 종가 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 400만 족의 생산 캐파를 보유하고 있으며, 베트남 내 단일공장 기준 최대 생산기지이다. 2017년 10월 화승인더스트리로부터 중국과 인도네시아 생산 법인을 인수했다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	265	301	356	399	476
현금성자산	78	47	52	51	76
매출채권및기타채권	76	71	97	118	141
재고자산	74	127	147	159	174
비유동자산	171	325	406	483	531
투자자산	1	6	8	10	12
유형자산	162	288	354	421	457
무형자산	2	4	6	7	8
자산총계	437	627	761	882	1,007
유동부채	227	326	400	447	481
매입채무및기타채무	104	145	198	240	286
단기차입금및단기사채	112	164	159	149	129
유동성장기부채	10	15	21	26	31
비유동부채	17	39	41	42	44
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	13	34	34	34	34
부채총계	244	365	441	490	525
지배주주지분	192	258	317	389	479
자본금	13	15	15	15	15
자본잉여금	140	182	182	182	182
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	35	75	134	206	296
비지배주주지분	1	3	3	3	3
자본총계	193	261	320	393	482

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	640	768	1,048	1,270	1,514
매출원가	547	642	870	1,052	1,251
매출총이익	93	126	178	218	263
판매관리비	50	68	98	120	144
영업이익	44	59	81	98	120
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	76	93	115
법인세비용	8	11	16	19	24
연결당기순이익	35	42	60	74	92
지배주주지분순이익	35	41	60	74	92
기타포괄이익	5	(19)	0	0	0
총포괄이익	39	23	60	74	92
지배주주지분포괄이익	39	23	60	74	92
EBITDA	62	84	114	135	158

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	33	32	113	123	134
당기순이익	35	42	60	74	92
유형자산감가상각비	18	25	32	36	38
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	(21)	(39)	18	11	2
기타	1	4	2	1	1
투자활동현금흐름	(55)	(97)	(107)	(118)	(92)
유형자산투자	(56)	(111)	(104)	(108)	(80)
유형자산매각	0	5	5	5	5
투자자산순증	2	(5)	(2)	(2)	(2)
무형자산순증	(0)	(1)	(2)	(2)	(2)
기타	(1)	15	(4)	(11)	(13)
재무활동현금흐름	94	34	(1)	(7)	(17)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	4	35	0	(5)	(15)
배당금지급	0	(1)	(1)	(2)	(2)
기타	90	0	0	0	0
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가	73	(30)	5	(2)	25

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,560	1,493	1,987	2,453	3,030
BPS	7,140	8,523	10,460	12,853	15,812
DPS	35	35	50	60	70
성장성(%), YoY					
매출증가율	63.7	20.0	36.4	21.2	19.2
영업이익증가율	128.2	33.6	37.7	21.9	21.6
순이익증가율	183.6	19.6	45.1	23.5	23.5
EPS증가율	(36.7)	(4.3)	33.1	23.5	23.5
EBITDA증가율	223.3	35.2	35.3	18.9	17.2
수익성(%)					
영업이익률	6.8	7.6	7.7	7.7	7.9
순이익률	5.4	5.4	5.7	5.8	6.1
EBITDA Margin	9.7	10.9	10.8	10.6	10.5
ROA	10.0	7.8	8.7	9.0	9.7
ROE	27.2	18.4	20.9	21.0	21.1
배당수익률	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
배당성향	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3
안정성					
순차입금(십억원)	37	139	140	132	88
차입금/자본총계비율(%)	69.8	81.5	66.7	53.2	40.2
Valuation(X)					
PER	9.8	16.1	11.1	9.0	7.3
PBR	2.1	2.8	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	7.3	10.3	7.1	6.0	4.8

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	피리울	
				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 4월 16일 현재 화승엔터프라이즈 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	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
- 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 돋기 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.