

화승엔터프라이즈

BUY(유지)

241590 기업분석 | 섬유·의복

목표주가(유지)	30,000원	현재주가(05/30)	24,200원	Up/Downside	+24.0%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 05. 31

OEM기업 중 선호 관점 제시

Comment

2Q, 4Q 실적 기대감 UP, 월드컵 특수 예상: 미국 의류 소비 회복세가 복종별로 갈리고, 그 중에서도 스포츠웨어/용품 매출 성장이 부채한 가운데 신발 카테고리의 성장세는 매우 높게 유지되고 있다. OEM기업 중에서도 화승이 눈에 띌 수 밖에 없는데 특히 1Q18보다 2Q18 실적 성장이 더 강할 것으로 보여 타 OEM사와는 차별화된 실적 성장을 기록할 것으로 예상된다. 더불어 월드컵 시즌을 전후로 아디다스가 재고를 확보해두거나 신제품 출시 가능성 있어 해당 OEM사로 2Q나 4Q 수주 물량이 급증할 여지가 높다고 판단된다.

제품 믹스 개선으로 마진율 소폭 상승 전망: 1Q18 재고가 큰 폭으로 증가해 하반기 실적 기대감을 높이며, 마진이 높은 부스트 매출 성장이 더해지면서 2Q부터는 소폭의 이익 개선이 가능할 것으로 예상된다. 유럽형 물량이 증가하면서 타법인 대비 생산효율이 낮았던 인도네시아 생산법인의 이익 기여가 점진적으로 향상될 전망이다. 올해 연간으로 ASP는 2%YoY 내에서 상승 전망한다. 아디다스가 비효율 매장을 120개 이상 줄이면서 1Q18 신발 매출이 3%YoY 감소했는데 기존점 매출 성장세는 여전히 강한 것으로 판단하며, 화승이 다루는 제품 라인업의 다양화, 믹스 개선으로 연간 수주계 획에는 차질이 없을 것으로 예상된다.

Action

OEM 기업 중 선호 관점 제시: 1Q18 실적이 기대치에 못 미쳐 주가가 하향세를 띠다가 최근 2Q18을 비롯한 하반기 실적 기대감이 다시 반영되고 있는 것으로 보인다. OEM기업 중에서는 실적 모멘텀이 가장 강해 관심을 모으기에 충분하다고 판단한다. 목표주가는 FW12개월 Target P/E 15배를 적용한 것으로 상장후 Historical P/E 상단 평균이다. OEM기업 중 선호 관점을 제시한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

Stock Data

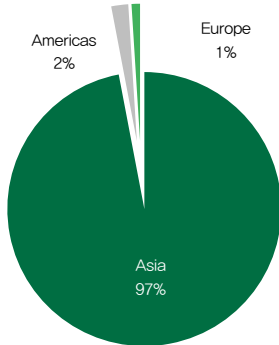
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	640	768	912	1,124	1,416
(증가율)	NA	20.0	18.8	23.2	26.0
영업이익	44	59	70	95	132
(증가율)	NA	33.6	20.0	35.0	39.2
지배주주순이익	35	41	54	74	105
EPS	1,550	1,501	1,771	2,455	3,472
PER (H/L)	10.7/7.8	18.2/8.9	13.9	10.1	7.1
PBR (H/L)	2.3/1.7	3.2/1.6	2.4	1.9	1.5
EV/EBITDA (H/L)	7.4/6.3	11.1/6.1	7.3	5.5	4.0
영업이익률	6.8	7.6	7.7	8.4	9.3
ROE	27.2	18.4	18.9	21.4	24.1

52주 최저/최고	14,400/27,850원
KOSDAQ /KOSPI	874/2,409pt
시가총액	7,325억원
60일-평균거래량	72,000
외국인지분율	6.8%
60일-외국인지분율변동추이	-2.0%p



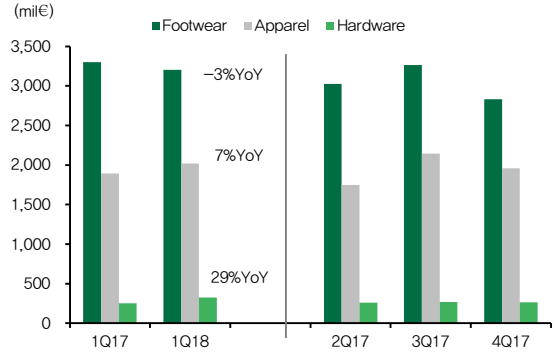
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	11.5	2.5	33.7
상대기준	16.4	3.3	30.1

도표 1. 지역별 아디다스 신발 생산 비중



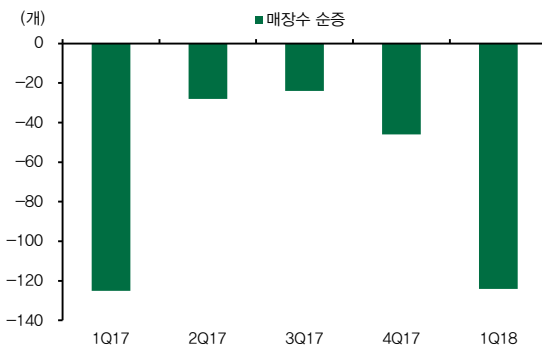
자료: adidas, DB금융투자

도표 2. 아디다스 1Q18 신발 매출 감소



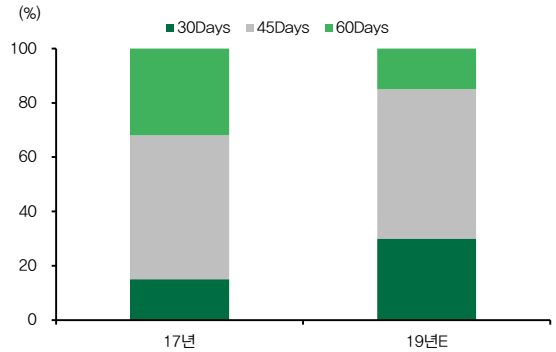
자료: adidas, DB금융투자

도표 3. 아디다스 글로벌 매장수 급감



자료: adidas, DB금융투자

도표 4. 신발 생산 리드타임 축소 지속



자료: 화승엔터프라이즈, DB금융투자

도표 5. 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	16	17	18E	19E
연결매출	1,657	1,763	1,937	2,326	1,845	2,263	2,191	2,825	6,402	7,682	9,125	11,245
%YoY	30.3	0.9	46.0	13.1	11.4	28.4	13.1	21.5	89.4	20.0	18.8	23.2
매출원가	1,421	1,479	1,575	1,944	1,582	1,894	1,779	2,332	5,468	6,419	7,587	9,282
% of sales	85.8	83.9	81.3	83.6	85.7	83.7	81.2	82.5	85.4	83.6	83.2	82.5
매출총이익	236	284	362	382	263	369	412	493	935	1,263	1,537	1,963
% of sales	14.2	16.1	18.7	16.4	14.3	16.3	18.8	17.5	14.6	16.4	16.8	17.5
판매비	159	162	152	206	202	208	172	253	496	678	835	1,014
% of sales	9.6	9.2	7.8	8.8	11.0	9.2	7.8	9.0	7.8	8.8	9.1	9.0
영업이익	77	122	210	176	61	161	240	240	438	585	702	948
% of sales	4.7	6.9	10.8	7.6	3.3	7.1	11.0	8.5	6.8	7.6	7.7	8.4

자료: DB금융투자

도표 6. 화승엔터프라이즈 연간 매출 추정

(단위: 억원 \$, 천족, 개)

	13	14	15	16	17	18E	19E	20E
연결매출	2,269	2,459	3,380	6,402	7,682	9,125	11,245	14,163
%YoY		8.3%	37.5%	89.4%	20.0%	18.8%	23.2%	26.0%
1) 신발제조부문								
순매출	2,310	2,510	3,450	6,002	7,549	8,988	11,101	14,012
%YoY		8.7%	37.5%	74.0%	25.8%	19.1%	23.5%	26.2%
원제품 순매출			3,367	5,806	7,189	8,945	11,049	13,954
%YoY			34.1%	72.5%	23.8%	18.5%	23.5%	26.3%
\$기준 매출			297	500	636	834	1,033	1,304
%YoY			25.3%	68.5%	27.1%	25.0%	23.8%	26.3%
〈가정〉								
아디다스 총 생산량	256,000	258,000	301,000	360,000	378,000	398,000	419,058	441,231
%YoY		0.8%	16.7%	19.6%	5.0%	5.3%	5%	5%
화승 점유율	6.9%	8.0%	8.7%	11.9%	15.3%	18.7%	21.6%	25.4%
CAPA(천족)	20,400	22,800	26,400	42,974	63,655	82,752	107,577	139,850
%YoY		11.8%	15.8%	62.8%	48.1%	30%	30%	30%
라인수	69	75	82	90	124			
생산량(Q)	17,751	20,726	26,039	42,974	57,873	74,476	90,365	111,880
%YoY		16.8%	25.6%	65.0%	34.7%	28.7%	21.3%	23.8%
가동률	87%	91%	99%	100%	91%	90%	84%	80%
ASP(매출/Q)	11.9	11.4	11.4	11.6	11.0	11.2	11.4	11.7
%YoY		-3.6%	-0.3%	2.1%	-5.6%	2%	2%	2%
반제품 생산실적			83	196	360	433	650	975
%YoY				135.1%	83.5%	20.3%	50.0%	50.0%
capa(억원)			129	207	442	619	929	1,393
%YoY				60.3%	113.4%	40%	50%	50%
가동률(%)			64.6%	94.7%	81.4%	70%	70%	70%
2) 유통부문								
순매출액				400	133	137	144	151
					-66.8%	3%	5%	5%

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	265	301	291	436	581
현금및현금성자산	78	47	44	129	180
매출채권및기타채권	76	71	64	76	96
재고자산	74	127	114	141	180
비유동자산	171	325	357	354	367
유형자산	162	288	320	318	330
무형자산	2	4	4	3	3
투자자산	1	6	6	6	6
자산총계	437	627	648	791	947
유동부채	227	326	294	364	416
매입채무및기타채무	104	145	117	181	226
단기차입금및단기차	112	164	161	166	173
유동성장기부채	10	15	15	15	15
비유동부채	17	39	39	39	39
사채및장기차입금	13	34	34	34	34
부채총계	244	365	334	403	455
자본금	13	15	15	15	15
자본잉여금	140	182	182	182	182
이익잉여금	35	75	128	201	305
비지배주주지분	1	3	4	4	4
자본총계	193	261	314	388	492

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	33	32	89	139	123
당기순이익	35	42	54	75	105
현금유출이없는비용및수익	21	32	69	75	85
유형및무형자산상각비	18	25	51	53	56
영업관련자산부채변동	-21	-39	-20	8	-41
매출채권및기타채권의감소	-20	-10	7	-12	-20
재고자산의감소	-11	-39	13	-27	-39
매입채무및기타채무의증가	31	5	-29	64	45
투자활동현금흐름	-55	-97	-82	-51	-70
CAPEX	-56	-111	-83	-50	-69
투자자산의순증	-1	-5	0	0	0
재무활동현금흐름	94	34	-11	-3	-1
사채및장기차입금의 증가	8	78	-3	5	7
자본금및자본잉여금의증가	90	44	0	0	0
배당금지급	0	-1	-1	-1	-1
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가	73	-30	-4	85	52
기초현금	5	78	47	44	129
기말현금	78	47	44	129	180

자료: 회승엔터프라이즈, DB 금융투자
주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	640	768	912	1,124	1,416
매출원가	547	642	759	928	1,158
매출총이익	93	126	154	196	258
판매비	50	68	83	101	126
영업이익	44	59	70	95	132
EBITDA	62	84	121	148	188
영업외손익	-1	-6	-3	-2	0
금융손익	-1	-5	-2	-1	1
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	-1	-1	-1
세전이익	43	53	67	93	132
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	35	42	54	75	105
자배주주지분순이익	35	41	54	74	105
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	39	23	54	75	105
증감률(%YoY)					
매출액	NA	20.0	18.8	23.2	26.0
영업이익	흑전	33.6	20.0	35.0	39.2
EPS	NA	-3.2	18.0	38.6	41.4

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)	1,550	1,501	1,771	2,455	3,472
EPS	7,140	8,523	10,259	12,679	16,116
BPS	35	35	35	35	35
DPS					
Multiple(배)					
P/E	9.9	16.0	13.9	10.1	7.1
P/B	2.1	2.8	2.4	1.9	1.5
EV/EBITDA	7.2	10.3	7.3	5.5	4.0
수익성(%)					
영업이익률	6.8	7.6	7.7	8.4	9.3
EBITDA마진	9.7	10.9	13.3	13.1	13.3
순이익률	5.5	5.4	5.9	6.6	7.4
ROE	27.2	18.4	18.9	21.4	24.1
ROA	10.0	7.8	8.4	10.4	12.1
ROC	17.9	14.7	13.3	17.2	22.8
안정성및기타					
부채비율(%)	126.5	139.7	106.2	103.9	92.5
이자보상배율(배)	11.0	10.7	10.6	14.2	19.2
배당성향(배)	2.7	2.5	2.0	1.4	1.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

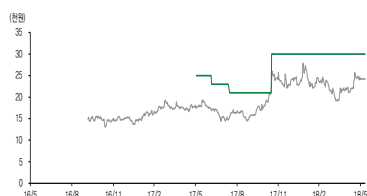
■ 기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

회승엔터프라이즈 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
17/06/01	Buy	25,000	-27.8 -23.0				
17/07/05	Buy	23,000	-31.3 -25.0				
17/08/14	Buy	21,000	-18.9 3.8				
17/11/15	Buy	30,000	-				

주: *표는 답당자 변경