

화승엔터프라이즈

BUY(유지)

241590 기업분석 | 의류

목표주가(유지)	16,000원	현재주가(08/14)	13,000원	Up/Downside	+23.1%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 08. 16

하반기 신규 오더 기대감 UP

News

예상대로 매출 고성장, 영업이익은 저조: 2Q18 연결매출 2,323억원(+31.8%YoY)으로 당사 추정치에 부합했으나 영업이익은 116억원(-28.1%YoY)으로 당사 추정치(OP 160억원)와 컨센서스(166억원)를 하회했다. 2Q18 영업이익에 대한 시장 기대치를 지속적으로 낮추고 있었기 때문에 사실 놀랍도록 부진한 실적은 아니다. 재고자산이 QoQ로 200억원 가량 감소한 것으로 보아 신제품의 수주지연이 일부 물량에 한해서 해소된 것으로 추정된다. 매출원기단에서 인건비 상승(약 5억원 증가)이나 무형자산상각비용을 감안하더라도 원가율이 YoY 1.5%pt 증가했는데 일시적으로 신규 오더 제품에 대한 채산성 이슈가 있었을 가능성도 배제할 수 없는 것으로 판단한다.

Comment

연말 갈수록 이익 개선 전망, 하반기 신규 오더 기대: 생산성 개선을 위한 투자가 지속되고 있는 만큼 연말로 갈수록 영업이익이 점차 개선되는 추세를 예상하며, 신규 오더 증가에 따른 매출 고성장 세도 유지될 전망이다. 미진이 높은 부스트 매출 성장이 더해지면서 이익 기여를 높일 것으로 보이고, 유럽향 물량이 증가하면서 타법인 대비 효율이 떨어졌던 인도네시아법인의 생산성도 개선될 수 있을 것으로 판단한다. 아디다스 코어 라인의 ASP가 지속적으로 상승할 것으로 예상되며, 런닝화를 포함해 새로운 라인으로의 확장으로 동사의 신규 오더가 증가할 가능성이 매우 높아 보인다.

Action

목표주가 유지, 매수 관점 유지: 하반기 신규 오더에 대한 기대감을 반영해 매출은 상향 조정되었으나 생산성이 올라오기까지 영업이익 개선은 어려울 것으로 보여 18년 영업이익 추정치는 7% 하향 조정했다. 2019~2020년은 기존 추정치를 유지하며 FW12개월 EPS 변화폭이 미미해 목표주가는 16,000원을 유지한다. 중장기 모멘텀 견조하다고 판단해 매수 관점에서의 접근을 권한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	7,250/13,925원
매출액	640	768	947	1,149	1,430	KOSDAQ /KOSPI	762/2,259pt
(증가율)	NA	20.0	23.2	21.3	24.5	시가총액	7,870억원
영업이익	44	59	65	89	118	60일-평균거래량	226,954
(증가율)	NA	33.6	10.3	37.2	32.8	외국인지분율	6.5%
자배주주순이익	35	41	49	69	93	60일-외국인지분율변동추이	-0.8%p
EPS	775	750	812	1,141	1,536	주요주주	화승인더스트리 외 5 인 74.4%
PER (H/L)	10.7/7.8	18.2/8.9	16.0	11.4	8.5	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	2.3/1.7	3.2/1.6	2.5	2.0	1.6	화승엔터프라이즈(좌)	
EV/EBITDA (H/L)	7.4/6.3	11.1/6.1	8.0	6.0	4.7	KOSPI지수대비(우)	
영업이익률	6.8	7.6	6.8	7.7	8.2	주가상승률	
ROE	27.2	18.4	17.0	19.5	21.4	1M	3M
						12M	
						절대기준	25.0
						상대기준	17.6
							69.4
							75.0



도표 1. 화승엔터프라이즈 분기, 연간 실적

(단위: 억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	16	17	18E	19E
연결매출	1,657	1,763	1,937	2,326	1,845	2,323	2,274	3,026	6,402	7,682	9,468	11,486
%YoY	30.3	0.9	46.0	13.1	11.4	31.8	17.4	30.1	89.4	20.0	23.2	21.3
매출총이익	236	284	362	382	263	340	393	516	935	1,263	1,512	1,922
% of sales	14.2	16.1	18.7	16.4	14.3	14.6	17.3	17.0	14.6	16.4	16.0	16.7
영업이익	77	122	210	176	61	116	211	258	438	585	646	886
% of sales	4.7	6.9	10.8	7.6	3.3	5.0	9.3	8.5	6.8	7.6	6.8	7.7

자료: DB금융투자

도표 2. 화승엔터프라이즈 실적 전망

(단위: 억원 %)

	13	14	15	16	17	18E	19E	20E
연결매출	2,269	2,459	3,380	6,402	7,682	9,468	11,486	14,300
%YoY		8.3%	37.5%	89.4%	20.0%	23.2%	21.3%	24.5%
1) 신발제조부문								
순매출액(억원)	2,310	2,510	3,450	6,002	7,549	9,331	11,343	14,149
%YoY		8.7%	37.5%	74.0%	25.8%	23.6%	21.6%	24.7%
순매출액(mn\$)	211	237	304	517	668	907	1,116	1,408
%YoY		12.6%	28.4%	69.9%	29.1%	35.9%	23.1%	26.2%
1-1) 운동화 순매출			3,367	5,806	7,189	9,288	11,291	14,091
%YoY			34.1%	72.5%	23.8%	23.0%	21.6%	24.8%
\$기준 매출			297	500	636	866	1,055	1,317
%YoY			25.3%	68.5%	27.1%	29.8%	21.8%	24.8%
<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%
회승 점유율	6.9%	8.0%	8.7%	11.9%	15.3%	19.3%	21.8%	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%
생산량(Q)	17,751	20,726	26,039	42,974	57,873	76,959	91,440	111,880
%YoY		16.8%	25.6%	65.0%	34.7%	33.0%	18.8%	22.4%
가동률	87%	91%	99%	100%	91%	93%	85%	80%
ASP(SALES/Q)	11.9	11.4	11.4	11.6	11.0	11.3	11.5	11.8
%YoY		-3.6%	-0.3%	2.1%	-5.6%	3%	3%	2%
1-2) 반제품 순매출			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 순매출				400	133	137	144	151
%YoY					-66.8%	3%	5%	5%

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	265	301	304	405	540
현금및현금성자산	78	47	51	93	137
매출채권및기타채권	76	71	66	78	97
재고자산	74	127	118	144	182
비유동자산	171	325	357	394	401
유형자산	162	288	320	357	364
무형자산	2	4	4	3	3
투자자산	1	6	6	6	6
자산총계	437	627	662	799	941
유동부채	227	326	298	367	418
매입채무및기타채무	104	145	120	184	228
단기应付금및단기차채	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	337	406	457
자본금	13	15	30	30	30
자본잉여금	140	182	182	182	182
이익잉여금	35	75	123	191	282
비자매주주지분	1	3	4	4	4
자본총계	193	261	325	393	484

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	33	32	81	142	117
당기순이익	35	42	49	69	93
현금유동이없는비용및수익	21	32	68	81	88
유형및무형자산상각비	18	25	51	59	62
영업관련자산부채변동	-21	-39	-24	9	-41
매출채권및기타채권의감소	-20	-10	5	-12	-19
재고자산의감소	-11	-39	9	-25	-38
마이너스부채증가	31	5	-25	64	44
투자활동현금흐름	-55	-97	-82	-97	-72
CAPEX	-56	-111	-83	-96	-69
투자자산의순증	-1	-5	0	0	0
재무활동현금흐름	94	34	4	-3	-1
사채및장기차입금의증가	8	78	-3	5	7
자본금및자본잉여금의증가	90	44	15	0	0
배당금지급	0	-1	-1	-1	-2
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가	73	-30	3	42	44
기초현금	5	78	47	51	93
기말현금	78	47	51	93	137

자료: 화승엔터프라이즈, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 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 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

손익계산서

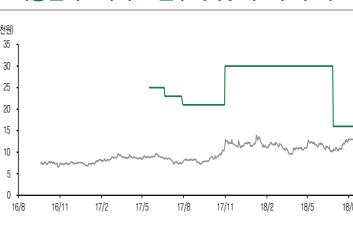
12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	640	768	947	1,149	1,430
매출원가	547	642	796	956	1,185
매출총이익	93	126	151	192	245
판관비	50	68	87	104	127
영업이익	44	59	65	89	118
EBITDA	62	84	115	148	179
영업외손익	-1	-6	-3	-2	-1
금융순이익	-1	-5	-2	-1	0
투자순이익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	-1	-1	-1
세전이익	43	53	62	87	117
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	35	42	49	69	93
자비주주지분순이익	35	41	49	69	93
비자매주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	39	23	49	69	93
증감률(%YoY)					
매출액	NA	20.0	23.2	21.3	24.5
영업이익	흑전	33.6	10.3	37.2	32.8
EPS	NA	-3.2	8.2	40.5	34.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	775	750	812	1,141	1,536
BPS	3,570	4,261	5,304	6,420	7,921
DPS	18	18	20	25	35
Multiple(배)					
P/E	9.9	16.0	16.0	11.4	8.5
P/B	2.1	2.8	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	7.2	10.3	8.0	6.0	4.7
수익성(%)					
영업이익률	6.8	7.6	6.8	7.7	8.2
EBITDA마진	9.7	10.9	12.2	12.9	12.5
순이익률	5.5	5.4	5.2	6.0	6.5
ROE	27.2	18.4	17.0	19.5	21.4
ROA	10.0	7.8	7.7	9.5	10.7
ROI	17.9	14.7	12.2	15.3	18.8
부채비율(%)	126.5	139.7	103.7	103.4	94.5
이자보상배율(배)	11.0	10.7	9.7	13.3	17.2
배당성향(배)	2.7	2.5	2.5	2.2	2.3

■ 최근 1년간 투자의견 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)
		평균	최고/최저			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	-23.1 / -7.2				
18/07/12	Buy	16,000	- / -				

주: 2018년 7월 이전 목표주가는 무상증자 회석 감안 필요