

# 화승엔터프라이즈(241590)

## 2019년 투자 성과 가시화 전망

컨센서스 하회. 아디다스 재고 조정, 생산 차질과 투자 영향으로 추정  
인도네시아와 부스트 사업 고성장, 중장기 성장 전망 유효할 것  
4분기부터 실적 개선, 조정 시 매수 관점 제시

### Facts : 컨센서스를 하회한 영업 실적

매출액은 전년대비 32% 증가한 2,320억원, 영업이익은 5% 감소한 116억원(영업이익률 5%, -1.9%p YoY)을 기록, 영업이익은 컨센서스를 30% 하회했다. 작년 말 인수한 중국과 인도네시아 매출액이 각각 약 250억원, 370억원 신규 반영, 이를 감안하면 실질적으로 전년 매출 수준에 그쳤다. 외화환산손실이 54억원 발생하면서 세전이익은 전년대비 44% 감소한 59억원에 그쳤다.

### Pros & cons : 장기 성장 전망 뛰렷, 단기 실적은 4분기부터 개선

성장 동력인 인도네시아 법인 매출액이 112% 증가하면서 높은 성장을 이어갔다. 하반기 생산 본격화가 예상되는 부스트 생산 법인 매출액도 2분기 약 70억원을 기록, 1분기보다 배증했으며 흑자 전환했다. 그러나 수익성이 높은 베트남 법인 실적이 부진했던 것으로 추정된다. 베트남 법인 매출액이 전년대비 8% 감소했을 뿐 아니라 순이익이 34억원으로 전년대비 67% 급감, 1분기에 이어 부진했다. 중국 법인 매출액도 26% 감소, 소폭 순손실을 기록했다. 전반적인 실적 부진은 크게 1) 주요 고객사인 아디다스의 타이트한 재고 조정, 2) 생산성 향상을 위한 공정 전환 및 수직 계열화 투자로 인한 생산성 차질 영향으로 판단된다.

아디다스의 최근 실적 발표에서 신발 매출 회복이 긍정적이다. 또한 중장기적으로 아디다스는 ‘빠른 납기’를 강조, ‘스피드 프로그램’을 기존 저가 라인에서 중고가 및 전체 신발 라인업으로 확산시키고 있다. 이에 아디다스 2위 벤더이자 납기에서 우위를 점한 동사의 아디다스 내 점유율 확대가 지속될 전망이다. 캐파 증가, 생산성 향상, 수직 계열화 전략이 진행형이다. 생산 캐파는 2017년 말 5,500만 족에서 2018년 중국·인도네시아 합산으로 8천만 족, 2020년 1억 족에 이를 것이다. 고부가 부자재 생산은 장기적으로 수익성 개선으로 이어질 것이다. 생산 정상화와 본격적인 수직 계열화는 4분기와 2019년으로 예상된다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

### 매수(유지)

**목표주가: 15,000원(유지)**

#### Stock Data

KOSPI(8/14)	2,259
주가(8/14)	13,000
시가총액(십억원)	787
발행주식수(백만)	61
52주 최고/최저가(원)	13,925/7,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,151
유동주식비율/외국인지분율(%)	25.6/6.5
주요주주(%)	화승인더스트리 외 5 인
	74.4
	국민연금
	6.3

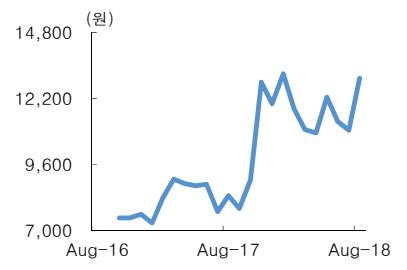
#### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	16.1	16.9	12.6
PBR(x)	2.8	2.6	2.2
ROE(%)	18.4	16.7	18.8
DY(%)	0.2	0.4	0.5
EV/EBITDA(x)	10.3	9.6	7.8
EPS(원)	747	770	1,030
BPS(원)	4,261	4,982	5,952

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	25.0	17.9	69.4
KOSPI 대비(%)	27.2	24.6	72.6

#### 주가추이



자료: WISEfn

나은채

ec.na@truefriend.com

## Action : 4분기 이후 실적 개선을 염두에 둔 조정 시 매수 권유

투자의견 ‘매수’와 목표주가 15,000원(12MF PER 15배)을 유지한다. 금년은 인도네시아, 중국 법인 인수 효과를 제거하면 실질적으로 쉬어가는 국면이다. 그러나 주 고객사인 아디다스는 제품 라인업 강화와 제품 공급 주기를 단축시키면서 미주와 중국, 글로벌 최대 시장에서 점유율을 확대하고 있다. 이에 동사는 운동화 OEM 중 아디다스 성장과 함께 독보적인 성장성을 시현, 2020년에는 현재 시가 총액 4조원을 상회하는 Feng Tay(Nike 2위 벤더) 캐파에 육박할 것이다. 3분기 까지 높은 기저와 생산성 정상화 시기에 대한 불확실성 우려가 남아 있다. 4분기 이후 실적 개선을 염두에 둔 조정 시 매수 관점을 제시한다.

**<표 1> 2분기 실적 및 컨센서스**

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	176.3	193.7	232.6	184.5	232.3	25.9	31.8	239.2
영업이익	12.2	21.0	17.6	6.1	11.6	90.2	(4.9)	16.6
영업이익률(%)	6.9	10.8	7.6	3.3	5.0			6.9
세전이익	10.5	20.7	14.5	3.9	9.9	153.8	(5.7)	15.2
순이익	8.6	17.5	9.9	3.1	7.9	154.8	(8.1)	12.0

자료: 한국투자증권

**<표 2> 실적 전망**

(단위: 십억원, % YoY, %)

	연간					2017				2018			
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF
매출액	640	768	966	1,128	1,290	166	176	194	233	184	232	229	320
증감	64	20.0	25.7	16.8	14.4	30.2	0.9	46.0	13.1	11.4	31.8	18.0	37.8
매출총이익	93	126	145	190	224	24	28	36	38	26	34	38	47
매출총이익률	14.6	16.4	15.0	16.8	17.4	14.2	16.1	18.7	16.4	14.3	14.6	16.5	14.6
영업이익	44	59	64	83	106	8	12	21	18	6	12	18	28
증감	128	33.6	8.7	31.1	27.3	38.5	0.7	172.7	(4.4)	(20.9)	(5.3)	(15.1)	59.8
영업이익률	6.8	7.6	6.6	7.4	8.2	4.7	6.9	10.8	7.6	3.3	5.0	7.8	8.8
세전이익	43	53	59	78	102	7	10	21	14	4	6	17	28
증감	186	22.8	11.0	33.7	29.7	24.9	(8.4)	186.2	(22.2)	(46.4)	(43.8)	(19.9)	95.4
순이익	35	42	47	62	81	6	9	17	10	3	5	13	23
증감	185.8	19.1	12.0	33.7	29.7	40.1	(6.0)	159.2	(34.2)	(48.6)	(45.8)	(24.3)	128.8
순이익률	5.5	5.4	4.8	5.5	6.3	3.5	4.8	9.0	4.2	1.6	2.0	5.8	7.0

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 breakdown

(단위: 십억원, 백만족, % YoY)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	640	768	966	1,128	1,290
화승비나	640	675	722	816	921
중국		39	113	117	124
인도네시아		21	131	195	244
생산능력	39	67	79	87	97
화승비나	44	48	48	52	56
중국		10	10	10	11
인도네시아		10	22	25	30
영업이익	59	64	83	106	
화승비나	46	48	61	78	
중국		2	7	8	8
인도네시아		1	9	15	20
매출 증감	63.7	20.0	25.7	16.8	14.4
화승비나	63.7	5.4	6.9	13.1	12.9
중국			187.6	3.5	6.0
인도네시아			522.0	48.8	25.5
영업이익률	7.6	6.6	7.4	8.2	
화승비나	6.8	6.7	7.5	8.5	
중국		4.0	6.0	6.5	6.5
인도네시아		5.1	6.5	7.5	8.0

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

〈표 4〉 OEM 글로벌 피어 밸류에이션

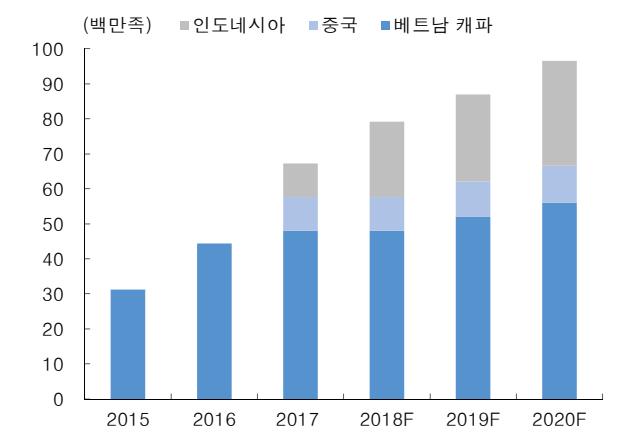
(단위: 백만달러, 배, %, % YoY)

	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.	694	401	3,797	4,301	1,246	3,449	621	1,007	17,378	3,054
PER	2017	16.1	15.5	20.6	12.5	12.7	26.6	24.5	20.2	24.0
	2018F	14.1	NM	23.6	11.8	9.7	23.9	19.6	20.2	26.0
	2019F	10.5	NM	20.7	10.2	9.0	20.7	12.8	17.5	21.5
PBR	2017	2.8	2.3	6.6	1.5	1.1	5.4	2.2	3.1	4.7
	2018F	2.2	NM	7.3	1.0	1.0	6.3	1.3	3.6	5.2
	2019F	1.8	NM	6.6	1.0	0.9	5.7	1.2	3.4	4.6
EV/EBITDA	2017	10.3	6.8	12.5	8.9	6.0	16.4	15.4	11.5	17.4
	2018F	8.3	NM	13.7	7.2	5.2	16.6	11.3	12.8	19.5
	2019F	6.7	NM	12.1	6.5	4.6	14.3	8.0	11.3	16.5
ROE	2017	18.4	15.4	31.9	11.5	8.8	20.2	9.3	15.1	21.7
	2018F	16.7	NM	32.7	8.9	11.0	28.0	6.9	18.2	22.1
	2019F	18.8	NM	33.4	10.3	10.8	29.3	10.1	20.0	23.4
DY	2017	0.1	0.2	3.7	4.9	1.0	3.2	1.7	4.8	1.9
	2018F	0.6	NM	3.6	6.9	1.0	3.7	2.7	5.0	2.5
	2019F	0.6	NM	4.0	7.4	1.1	4.1	3.3	5.5	3.0
EPS growth	2017	(4.3)	(15.9)	4.5	(2.8)	2.1	(12.1)	(3.9)	(11.4)	20.3
	2018F	3.2	NM	11.4	(29.6)	37.2	44.7	(19.2)	17.6	17.2
	2019F	33.7	NM	13.7	16.7	7.8	15.9	53.8	15.1	20.5
OPM	2017	7.6	8.2	9.9	6.3	9.0	17.3	3.3	7.9	23.7
	2018F	6.6	NM	10.6	5.6	9.8	19.1	2.6	8.3	23.9
	2019F	7.4	NM	11.0	5.8	10.1	19.7	4.0	8.8	24.3
Sales growth	2017	23.1	16.9	6.9	7.6	3.0	4.7	13.5	7.1	17.8
	2018F	31.5	NM	7.9	3.5	8.9	18.0	6.0	5.2	15.8
	2019F	16.8	NM	9.9	4.6	4.8	13.4	7.3	9.4	17.6

주: 8월 14일 종가 기준

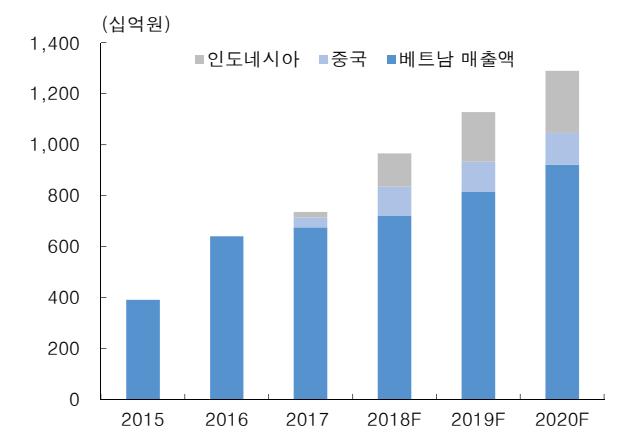
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[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 지주회사. 화승비나는 2002년 설립 이후 리복 운동화 OEM에 이어 2008년 아디다스 신발 ODM을 시작하며 성장함. 신발 ODM 사업이 매출의 94%(아디다스 약 70%, 리복 30%)이며, 반제품 사업이 나머지 6%를 차지함. 2016년 기준 월평균 400만 쪽의 생산 캐파를 보유하고 있으며, 베트남 내 단일공장 기준 최대 생산기지다. 2017년 10월 화승인더스트리로부터 중국과 인도네시아 생산 법인을 인수함.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	265	301	328	355	406
현금성자산	78	47	48	45	65
매출채권및기타채권	76	71	90	105	120
재고자산	74	127	135	141	148
비유동자산	171	325	402	476	520
투자자산	1	6	8	9	10
유형자산	162	288	354	421	457
무형자산	2	4	5	6	7
자산총계	437	627	729	831	926
유동부채	227	326	384	425	443
매입채무및기타채무	104	145	183	213	244
단기차입금및단기사채	112	164	159	149	129
유동성장기부채	10	15	21	26	31
비유동부채	17	39	41	42	43
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	13	34	34	34	34
부채총계	244	365	424	467	486
지배주주지분	192	258	302	360	437
자본금	13	15	15	15	15
자본잉여금	140	182	182	182	182
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	35	75	119	178	254
비지배주주지분	1	3	3	3	3
자본총계	193	261	305	364	440

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	640	768	966	1,128	1,290
매출원가	547	642	821	939	1,066
매출총이익	93	126	145	190	224
판매관리비	50	68	81	106	118
영업이익	44	59	64	83	106
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	59	78	102
법인세비용	8	11	12	16	21
연결당기순이익	35	42	47	62	81
지배주주지분순이익	35	41	47	62	81
기타포괄이익	5	(19)	0	0	0
총포괄이익	39	23	47	62	81
지배주주지분포괄이익	39	23	47	62	81
EBITDA	62	84	97	120	145

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	33	32	105	119	124
당기순이익	35	42	47	62	81
유형자산감가상각비	18	25	32	36	38
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	(21)	(39)	24	20	4
기타	1	4	1	0	0
투자활동현금흐름	(55)	(97)	(101)	(114)	(86)
유형자산투자	(56)	(111)	(104)	(108)	(80)
유형자산매각	0	5	5	5	5
투자자산순증	2	(5)	(2)	(1)	(1)
무형자산순증	(0)	(1)	(2)	(2)	(2)
기타	(1)	15	2	(8)	(8)
재무활동현금흐름	94	34	(3)	(8)	(19)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	4	35	0	(5)	(15)
배당금지급	0	(1)	(1)	(3)	(4)
기타	90	0	(2)	0	0
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가	73	(30)	1	(3)	19

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	780	747	770	1,030	1,336
BPS	3,570	4,261	4,982	5,952	7,218
DPS	18	18	50	60	70
성장성(% , YoY)					
매출증가율	63.7	20.0	25.7	16.8	14.4
영업이익증가율	128.2	33.6	8.7	31.1	27.3
순이익증가율	183.6	19.6	12.5	33.7	29.7
EPS증가율	164.5	(4.3)	3.2	33.7	29.7
EBITDA증가율	223.3	35.2	15.1	24.4	20.6
수익성(%)					
영업이익률	6.8	7.6	6.6	7.4	8.2
순이익률	5.4	5.4	4.8	5.5	6.3
EBITDA Margin	9.7	10.9	10.0	10.7	11.2
ROA	10.0	7.8	6.9	8.0	9.2
ROE	27.2	18.4	16.7	18.8	20.3
배당수익률	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
배당성향	2.7	2.6	6.5	5.8	5.2
안정성					
순차입금(십억원)	37	139	146	141	104
차입금/자본총계비율(%)	69.8	81.5	70.0	57.4	44.0
Valuation(X)					
PER	9.8	16.1	16.9	12.6	9.7
PBR	2.1	2.8	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	7.3	10.3	9.6	7.8	6.2

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	11,500원	-25.6	-8.7
	2017.11.14	매수	15,000원	—	—



### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 15일 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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.