화승엔터프라이즈(241590)

매수(유지)

목표주가: 16,000원(하향)

3Q18 Preview: 길어지는 생산 차질

영업이익 컨센서스 크게 하회 예상

3분기 매출액은 전년대비 17% 증가한 2,270억원이 예상되나, 영업이익은 48% 감소한 109억원(영업이익률 4.8%, -6%p YoY)으로 예상된다. 매출액은 컨센서스와 유사하나 영업이익은 컨센서스를 46%, 우리 기존 예상치보다도 35% 하회할 전망이다. 작년 11월 인수한 중국과 인도네시아 법인에서 신규 매출액이 각각 300억원 이상씩 더해질 것이나, 베트남 법인이 부진하다. 공장 인수 효과를 제거 시 실질적으로 역성장한 것으로 추정되며 수익성 높은 베트남 법인의 생산 차질이 주요인으로 영업이익률 대폭 하락이 불가피할 전망이다.

생산 정상화가 관전 포인트, 2019년 고부가 제품군 공급 본격 확대

금년 실적 부진의 가장 큰 이유는 베트남 법인 부진이다. 상반기 베트남 법인에 집중된 공격적인 자동화 설비 투자가 생산 차질로 이어지고 있다. 한편, 2019년 고부가 부자재 사업과 고부가 제품군 공급은 본격화될 것이다. 동사의 완제품 ASP가 12~13달러인데, 5~6달러에 달하는 고부가 미드솔인 부스트 생산이 본격화되고 있다. 금년 약 350억원 매출액에서 2019년 800억원 이상, 2020년 약 1,300억원으로 증가할 전망이다. 영업이익률 목표는 15% 이상이다. 공급 제품군도 확대될 것이다. 아디다스의 중저가 'Neo'라인에서 러닝화 카테고리로 확대한 데 이어 2019년 '오리지널' 제품군의 'Falcon'라인과 부스트 완제품 공급이 예상된다. '오리지널' 제품군은 아디다스 내 매출 비중이 25% 이상으로 추정되는 주요 제품군이며 부스트 완제품은 현재 동사의 ASP보다 두배 이상 높을 것으로 예상된다.

중장기 생산 경쟁력 향상을 위한 투자 확대, 수익성 눈높이는 하향

길어지는 생산 차질을 반영해 수익성 눈높이를 하향, 2019년 영업이익 전망을 10% 하향, 목표주가를 기존 18,000원에서 16,000원 (2019F PER 18배, 대만 Feng Tay 대비 10% 할인)으로 하향한다. 한편 2019년 투자 회수기라는 관점을 유지한다. 수직 계열화 및 고부가 제품 생산 확대라는 방향성도 분명, 2019년 매출액과 영업이익은 21%, 44% 증가할 전망이다. 금년 자동화 투자로 인해 중장기적으로 인력 감축 및 생산성 향상으로 납기 대응력이 높아지는 효과가 예상된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	640	44	35	780	164.5	62	9.8	7.3	2.1	27.2	0.2
2017A	768	59	41	747	(4.3)	84	16.1	10.3	2.8	18.4	0.1
2018F	922	52	37	616	(17.5)	85	20.6	10.8	2.6	13.6	0.4
2019F	1,118	75	55	908	47.4	111	14.0	8.2	2.2	17.3	0.5
2020F	1,308	94	70	1,161	27.9	132	10.9	6.8	1.9	18.7	0.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

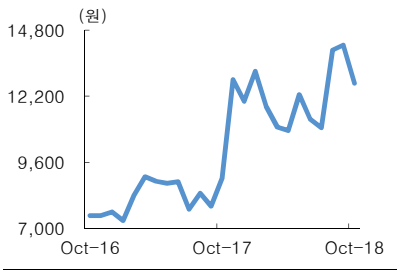
Stock Data

KOSPI(10/25)	2,063
주가(10/25)	12,700
시가총액(십억원)	769
발행주식수(백만)	61
52주 최고/최저가(원)	15,100/8,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,140
유동주식비율/외국인지분율(%)	28.0/6.3
주요주주(%) 회승인더스트리 외 5 인	72.0
국민연금	10.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.0)	18.4	40.3
KOSPI 대비(%p)	3.8	34.2	57.6

주가추이



자료: WISEfn

나은채
ec.na@truefriend.com

<표 1> 3Q 생산 차질로 수익성 부진 예상

(단위: 십억원, %)

	3Q18F	% YoY	% QoQ	Consensus	% diff
매출액	227	17.0	(2.5)	217	4.4
영업이익	11	(48.2)	(6.1)	20	(45.6)
세전이익	9	(54.2)	61.1	16	(42.6)
지배주주순이익	8	(56.8)	62	14	(46)

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 추정 하향

(단위: 십억원, %)

	변경후		변경전		변경률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	922	1,118	942	1,132	(2.1)	(1.2)
영업이익	52	75	62	84	(16.1)	(10.7)
지배주주순이익	37	55	45	63	(17.8)	(12.7)

자료: 한국투자증권

<표 3> 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %)

	연간					2017				2018F			
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF
매출액	640	768	922	1118	1308	166	176	194	233	184	232	227	279
증감	64	20.0	20.1	21.2	17.0	30.2	0.9	46.0	13.1	11.4	31.8	17.0	20.0
매출총이익	93	126	120	188	228	24	28	36	38	26	34	31	29
매출총이익률	14.6	16.4	13.0	16.8	17.4	14.2	16.1	18.7	16.4	14.3	14.6	13.5	10.4
영업이익	44	59	52	75	94	8	12	21	18	6	12	11	23
증감	128	33.6	(11.3)	43.7	25.6	38.5	0.7	172.7	(4.4)	(20.9)	(5.3)	(48.2)	32.8
영업이익률	6.8	7.6	5.6	6.7	7.2	4.7	6.9	10.8	7.6	3.3	5.0	4.8	8.4
세전이익	43	53	47	70	89	7	10	21	14	4	6	9	28
증감	186	22.8	(11.2)	48.3	27.9	24.9	(8.4)	186.2	(22.2)	(46.4)	(43.8)	(54.2)	91.3
순이익	35	42	37	55	70	6	9	17	10	3	5	8	22
증감	185.8	19.1	(10.4)	47.4	27.9	40.1	(6.0)	159.2	(34.2)	(48.6)	(45.8)	(56.8)	124.5
순이익률	5.5	5.4	4.0	4.9	5.4	3.5	4.8	9.0	4.2	1.6	2.0	3.3	7.9

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

<표 4> 부문별 실적

(단위: 십억원, 백만족, % YoY)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	640	768	922	1,118	1,308
화승비나	640	675	680	805	931
중국		39	113	117	124
인도네시아		21	129	196	253
생산능력	39	67	79	87	97
화승비나	44	48	48	52	56
중국		10	10	10	11
인도네시아		10	22	25	30
영업이익	44	59	52	75	94
화승비나		46	37	52	65
중국		2	7	8	8
인도네시아		1	8	15	20
매출 증감	63.7	20.0	20.1	21.2	17.0
화승비나	63.7	5.4	0.8	18.3	15.6
중국			187.6	3.5	6.0
인도네시아			512.7	51.8	29.2
영업이익률	6.8	7.6	5.6	6.7	7.2
화승비나		6.8	5.5	6.5	7.0
중국		4.0	6.0	6.5	6.5
인도네시아		5.1	6.0	7.5	8.0

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

<표 5> OEM 글로벌 피어 밸류에이션

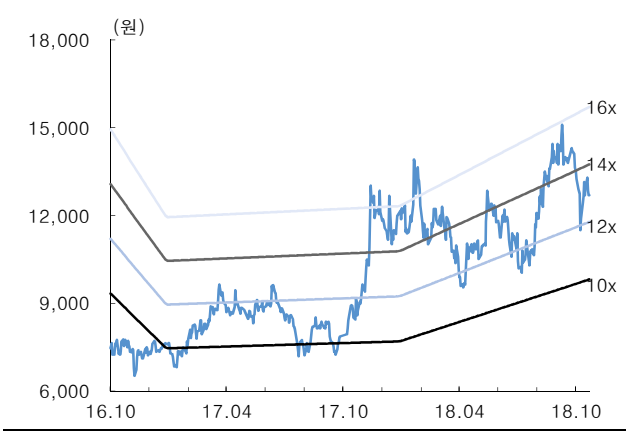
(단위: 백만달러, 배, %, % YoY)

		신발 OEM				동남아 스포츠의류 OEM		동남아 캐주얼 의류 OEM			Agency
		Hwaseung Enterprise	Hwaseung Industry	Feng Tay	Yue Yuen	Youngone	Eclat	Hansae	Makalot	Shenzhou	LI & FUNG
	Mkt Cap.	692	361	3,891	4,371	1,454	3,259	715	1,108	15,885	1,769
PER	2017F	16.1	15.5	20.6	12.5	12.7	26.6	24.5	20.2	24.0	27.3
	2018F	20.6	9.7	23.5	12.2	11.2	22.5	21.9	22.3	23.5	11.5
	2019F	14.0	5.8	20.4	10.4	10.3	19.8	13.5	19.5	19.5	8.7
PBR	2017F	2.8	2.3	6.6	1.5	1.1	5.4	2.2	3.1	4.7	2.7
	2018F	2.6	1.5	7.7	1.0	1.2	6.0	1.5	4.0	4.8	1.0
	2019F	2.2	1.2	6.9	1.0	1.1	5.5	1.4	3.9	4.2	1.0
EV/EBITDA	2017F	10.3	6.8	12.5	8.9	6.0	16.4	15.4	11.5	17.4	15.7
	2018F	10.9	6.0	13.4	7.3	6.0	15.9	13.0	14.1	17.7	7.9
	2019F	8.2	4.5	11.8	6.6	5.4	13.8	8.8	12.3	15.0	7.5
ROE	2017F	18.4	15.4	31.9	11.5	8.8	20.2	9.3	15.1	21.7	(18.5)
	2018F	13.6	16.0	34.6	8.8	11.0	27.9	7.2	18.4	22.4	5.8
	2019F	17.3	22.1	36.0	10.3	10.9	28.6	11.1	20.6	23.8	14.9
DY	2017F	0.1	0.2	3.7	4.9	1.0	3.2	1.7	4.8	1.9	3.1
	2018F	0.5	0.4	3.7	6.7	1.0	3.9	2.3	4.6	2.6	7.7
	2019F	0.6	2.2	4.1	7.2	1.0	4.3	2.8	5.0	3.2	9.1
EPS growth	2017F	(4.3)	(15.9)	4.5	(2.8)	2.1	(12.1)	(3.9)	(11.4)	20.3	NM
	2018F	(17.5)	14.5	15.1	(30.0)	37.2	44.7	(15.5)	16.7	18.0	NM
	2019F	47.4	66.2	14.9	17.2	8.9	13.6	62.0	14.8	20.4	33.3
OPM	2017F	7.6	8.2	9.9	6.3	9.0	17.3	3.3	7.9	23.7	2.4
	2018F	5.6	7.9	11.0	5.6	9.8	19.2	2.6	8.3	24.4	2.3
	2019F	6.7	9.8	11.5	5.8	10.1	19.6	4.2	8.8	24.9	2.4
Sales growth	2017F	23.1	16.9	6.9	7.6	3.0	4.7	13.5	7.1	17.8	(8.3)
	2018F	25.6	2.2	9.6	3.7	8.9	15.7	5.2	6.2	13.2	(6.3)
	2019F	21.2	16.3	10.3	4.6	4.8	12.7	7.3	9.4	17.3	1.1

주: 10월 24일 종가 기준,

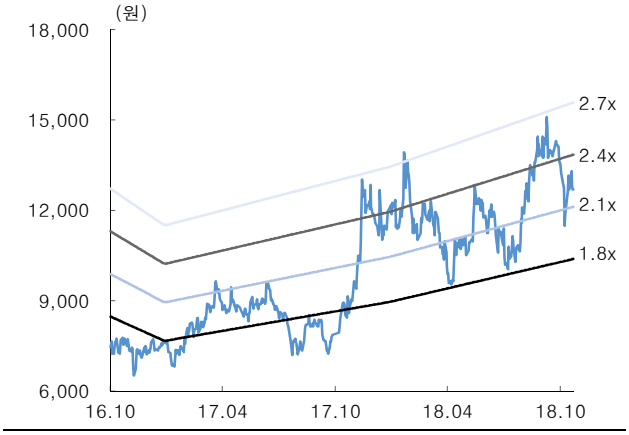
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

화승엔터프라이즈는 화승인더스트리의 베트남 운동화 생산법인 화승비나의 지분 100%를 보유한 지주회사임. 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 400만족의 생산 캐파를 보유하고 있으며, 베트남 내 단일공장 기준 최대 생산기지임. 2017년 10월 화승인더스트리로부터 중국과 인도네시아 생산 법인을 인수함.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	265	301	313	351	385
현금성자산	78	47	46	45	39
매출채권및기타채권	76	71	86	104	122
재고자산	74	127	129	140	150
비유동자산	171	325	399	475	521
투자자산	1	6	7	9	10
유형자산	162	288	354	421	457
무형자산	2	4	5	6	7
자산총계	437	627	713	827	906
유동부채	227	326	377	438	450
매입채무및기타채무	104	145	174	211	247
단기차입금및단기사채	112	164	159	149	129
유동성장기부채	10	15	21	26	31
비유동부채	17	39	40	41	43
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	13	34	34	34	34
부채총계	244	365	417	480	493
지배주주지분	192	258	292	344	410
자본금	13	15	15	15	15
자본잉여금	140	182	182	182	182
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	35	75	109	161	227
비지배주주지분	1	3	3	3	3
자본총계	193	261	296	347	413

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	640	768	922	1,118	1,308
매출원가	547	642	803	930	1,080
매출총이익	93	126	120	188	228
판매관리비	50	68	68	113	134
영업이익	44	59	52	75	94
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	47	70	89
법인세비용	8	11	10	15	19
연결당기순이익	35	42	37	55	70
지배주주지분순이익	35	41	37	55	70
기타포괄이익	5	(19)	0	0	0
총포괄이익	39	23	37	55	70
지배주주지분포괄이익	39	23	37	55	70
EBITDA	62	84	85	111	132

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	33	32	100	123	102
당기순이익	35	42	37	55	70
유형자산감가상각비	18	25	32	36	38
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	(21)	(39)	29	31	(8)
기타	1	4	1	0	1
투자활동현금흐름	(55)	(97)	(98)	(116)	(88)
유형자산투자	(56)	(111)	(104)	(108)	(80)
유형자산매각	0	5	5	5	5
투자자산순증	2	(5)	(1)	(2)	(1)
무형자산순증	(0)	(1)	(2)	(2)	(2)
기타	(1)	15	4	(9)	(10)
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)	(1)	(5)

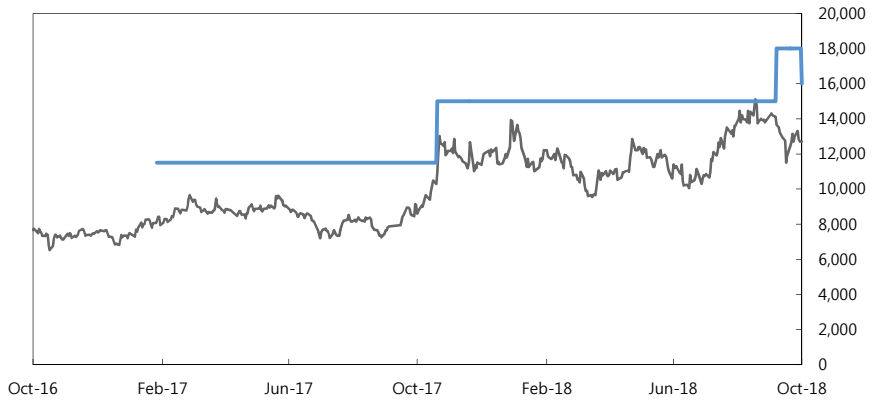
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	780	747	616	908	1,161
BPS	3,570	4,261	4,827	5,675	6,766
DPS	18	18	50	60	70
성장성(%, YoY)					
매출증가율	63.7	20.0	20.1	21.2	17.0
영업이익증가율	128.2	33.6	(11.3)	43.7	25.6
순이익증가율	183.6	19.6	(10.1)	47.4	27.9
EPS증가율	164.5	(4.3)	(17.5)	47.4	27.9
EBITDA증가율	223.3	35.2	1.1	31.2	18.9
수익성(%)					
영업이익률	6.8	7.6	5.6	6.7	7.2
순이익률	5.4	5.4	4.0	4.9	5.4
EBITDA Margin	9.7	10.9	9.2	10.0	10.1
ROA	10.0	7.8	5.6	7.1	8.1
ROE	27.2	18.4	13.6	17.3	18.7
배당수익률	0.2	0.1	0.4	0.5	0.6
배당성향	2.7	2.6	8.1	6.6	6.0
안정성					
순차입금(십억원)	37	139	149	142	129
차입금/자본총계비율(%)	69.8	81.5	72.2	60.1	47.0
Valuation(X)					
PER	9.8	16.1	20.6	14.0	10.9
PBR	2.1	2.8	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	7.3	10.3	10.8	8.2	6.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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	-20.9	0.7
	2018.10.02	매수	18,000원	-29.2	-25.0
	2018.10.26	매수	16,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 26일 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.

■ 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 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 돕기 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.