

# 화승엔터프라이즈

BUY(유지)

241590 기업분석 | 의류

목표주가(하향)	14,000원	현재주가(12/03)	10,950원	Up/Downside	+27.9%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 12. 05

## 단기 모멘텀 약세, 중장기 성장성 甲

### Comment

**채산성 개선 중, 비용 이슈는 4분기에도 지속:** 생산라인의 효율을 높이기 위한 시스템 적응 중에 채산성이 하락하면서 지난2~3분기 원기율이 상승했고, 4분기 영업이익도 전년동기대비 개선되기는 어려울 것으로 전망된다. 일시적인 수율 하락으로 인도되지 못한 재고가 증가했고, 4분기에도 관련 손실이 영업비용에 반영될 것으로 보이기 때문이다. 4Q18 영업이익 139억원(-21.2%YOY)을 전망해 컨센서스(170억원)를 밑돌 것으로 예상된다. 다만 연말로 갈수록 채산성이 개선되고 있어 이익 감소 폭이 전분기보다 커질 것으로 보이진 않는다. 매출 성장세는 여전히 강하다. 최근 경쟁벤더 셋다운으로 Reebok 수주 물량이 증가하고 있고, Adidas 내 메인 브랜드의 오더가 추가되는 것으로 파악되며 매출 성장은 20%YOY대를 유지할 것으로 전망한다.

**수주 증대 지속, ASP 상승 추세 지속:** 18년 부스트폼 매출은 400억원, 영업이익률 15% 달성이 무난할 것으로 보이며, 19년 800억원, OPM 18% 목표를 제시했는데 달성 불가능한 숫자는 아니라고 판단한다. 19년 3월부터는 알파부스트 완제품 생산에 들어가 매출 포트폴리오 변화에 따른 연간 마진 개선이 클 것으로 전망한다. 고사양의 제품 수주가 증가하면서 평균 수주단가가 3%YOY 내외로 증가하는 추세로 보이며, 생산 효율화를 위한 시스템 적응이 순탄해지면 매출 볼륨 증가에 따른 이익 레버리지 효과가 커질 수 있어 관심이 필요하다. 그 시점은 내년 2분기 이후로 예상해본다.

### Action

**주가 조정시 중장기 관점에서 매수:** 생산성과 관련한 비용 이슈로 올해와 내년 상반기 이익 추정치를 하향한다. 다만 신규 오더 플로우가 P와 Q를 높이는데 크게 기여할 것으로 보여 중장기 성장마력은 유사 업종 내 독보적이라고 판단한다. 주가 조정시 바닥 관점에서의 매수 전략을 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	9,550/15,100원
매출액	640	768	917	1,149	1,430	KOSDAQ /KOSPI	709/2,132pt
(증가율)	NA	20.0	19.3	25.3	24.5	시가총액	6,629억원
영업이익	44	59	35	62	100	60일-평균거래량	297,660
(증가율)	NA	33.6	-39.9	75.9	62.1	외국인지분율	5.4%
자배주주순이익	35	41	22	47	78	60일-외국인지분율변동추이	-1.2%p
EPS	775	750	366	781	1,296	주요주주	화승인더스트리 외 5 인 72.0%
PER (H/L)	10.7/7.8	18.2/8.9	29.9	14.0	8.4	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	2.3/1.7	3.2/1.6	2.3	2.0	1.6	화승엔터프라이즈(좌)	
EV/EBITDA (H/L)	7.4/6.3	11.1/6.1	9.6	6.7	4.8	KOSPI지수대비(우)	
영업이익률	6.8	7.6	3.8	5.4	7.0	주가상승률	1M 3M 12M
ROE	27.2	18.4	8.0	14.9	20.8	절대기준	0.0 -21.5 -9.7
						상대기준	-1.7 -15.1 4.9

도표 1. 회승엔터프라이즈 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	16	17	18E	19E
연결매출	1,845	2,323	2,244	2,799	2,302	2,700	2,813	3,671	6,402	7,682	9,169	11,486
%YoY	11.4	31.8	15.9	20.3	24.8	16.2	25.4	31.2	89.4	20.0	19.3	25.3
매출원가	1,582	1,983	1,950	2,426	1,979	2,295	2,363	3,148	5,468	6,419	7,941	9,786
% of sales	85.7	85.4	86.9	86.7	86.0	85.0	84.0	85.7	85.4	83.6	86.6	85.2
매출총이익	263	340	294	373	322	405	450	523	935	1,263	1,228	1,701
% of sales	14.3	14.6	13.1	13.3	14.0	15.0	16.0	14.3	14.6	16.4	13.4	14.8
판관비	202	224	216	234	258	262	267	295	496	678	876	1,082
% of sales	11.0	9.6	9.6	8.4	11.2	9.7	9.5	8.0	7.8	8.8	9.6	9.4
영업이익	61	116	78	139	64	143	183	228	438	585	352	618
% of sales	3.3	5.0	3.5	5.0	2.8	5.3	6.5	6.2	6.8	7.6	3.8	5.4
%YoY	-20.9	-5.3	-62.8	-21.2	5.6	23.6	134.2	64.2	-	33.6	-39.9	75.9

자료: DB금융투자

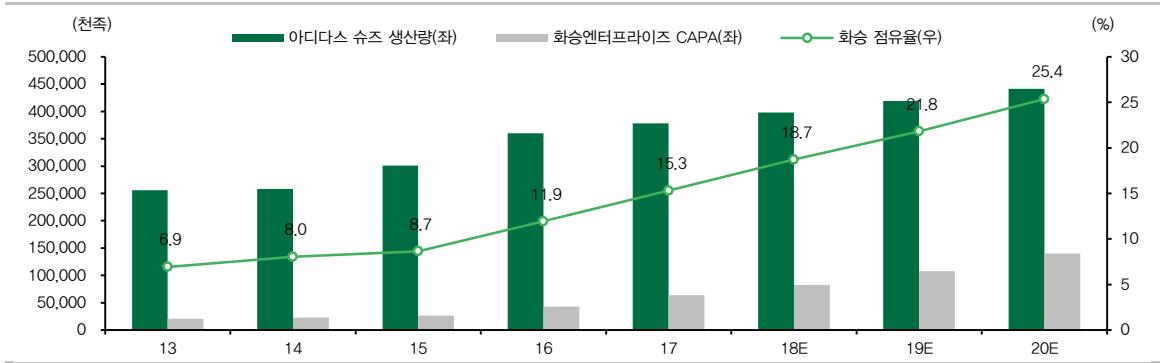
도표 2. 회승엔터프라이즈 실적 추정치 조정

(단위: 억원 %)

	18E			19E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	9,169	9,468	-3.2	11,486	11,486	0.0
영업이익	352	520	-32.4	618	713	-13.3
순이익	222	390	-43.0	474	580	-18.2
지배주주순이익	222	384	-42.3	473	575	-17.8

자료: DB금융투자

도표 3. 슈즈 생산 CAPA 및 생산량 가정, 아디다스 내 회승엔터프라이즈 점유율



자료: DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	265	301	274	376	505
현금및현금성자산	78	47	27	64	103
매출채권및기타채권	76	71	64	78	97
재고자산	74	127	115	144	182
<b>비유동자산</b>	171	325	357	373	372
유형자산	162	288	320	337	335
무형자산	2	4	4	3	3
투자자산	1	6	6	6	6
<b>자산총계</b>	437	627	632	750	877
<b>유동부채</b>	227	326	295	367	418
매입채무및기타채무	104	145	117	184	228
단기应付 및 단기차입	112	164	161	166	173
유동성장기부채	10	15	15	15	15
<b>비유동부채</b>	17	39	39	39	39
사채및장기차입금	13	34	34	34	34
<b>부채총계</b>	244	365	334	406	457
자본금	13	15	30	30	30
자본잉여금	140	182	182	182	182
이익잉여금	35	75	96	142	218
비자매주주지분	1	3	4	4	4
<b>자본총계</b>	193	261	298	344	420

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	33	32	57	114	99
당기순이익	35	42	22	47	79
현금유동이 없는 비용 및 수익	21	32	62	73	81
유형 및 무형자산상각비	18	25	51	56	57
<b>영업관련자산부채변동</b>	-21	-39	-21	6	-41
매출채권및기타채권의감소	-20	-10	7	-14	-19
재고자산의감소	-11	-39	13	-29	-38
매입채무및기타채무의증가	31	5	-28	67	44
<b>투자활동현금흐름</b>	-55	-97	-83	-74	-59
CAPEX	-56	-111	-83	-72	-55
투자자산의순증	-1	-5	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	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
<b>현금의증가</b>	73	-30	-21	38	39
기초현금	5	78	47	27	64
기말현금	78	47	27	64	103

자료: 화승엔터프라이즈, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	640	768	917	1,149	1,430
매출원가	547	642	794	979	1,197
<b>매출총이익</b>	93	126	123	170	233
판관비	50	68	88	108	133
영업이익	44	59	35	62	100
EBITDA	62	84	86	118	157
<b>영업외손익</b>	-1	-6	-7	-3	-2
금융순익	-1	-5	-2	-2	-1
투자순익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	-5	-1	-1
<b>세전이익</b>	43	53	28	59	98
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	35	42	22	47	79
자비주주지분순이익	35	41	22	47	78
비자매주주지분순이익	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	39	23	22	47	79
증감률(%YoY)					
매출액	NA	20.0	19.3	25.3	24.5
영업이익	흑전	33.6	-39.9	75.9	62.1
EPS	NA	-32.2	-51.2	113.3	66.1

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

## 주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	775	750	366	781	1,296
BPS	3,570	4,261	4,858	5,613	6,875
DPS	18	18	20	25	35
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	9.9	16.0	29.9	14.0	8.4
P/B	2.1	2.8	2.3	2.0	1.6
EV/EBITDA	7.2	10.3	9.6	6.7	4.8
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	6.8	7.6	3.8	5.4	7.0
EBITDA마진	9.7	10.9	9.4	10.2	11.0
순이익률	5.5	5.4	2.4	4.1	5.5
ROE	27.2	18.4	8.0	14.9	20.8
ROA	10.0	7.8	3.5	6.9	9.7
ROI	17.9	14.7	6.7	10.9	16.8
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	126.5	139.7	112.2	118.2	108.8
이자보상배율(배)	11.0	10.7	5.3	9.3	14.6
배당성향(배)	2.7	2.5	5.4	3.2	2.7

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 자본을 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 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

## 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

## 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

## 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	-22.7 / -5.6	18/12/05	Buy	14,000	-

주: \*표는 담당자 변경

## 화승엔터프라이즈 현주가 및 목표주가 차트

