

화승엔터프라이즈

BUY(유지)

241590 기업분석 | 의류

목표주가(유지)	14,000원	현재주가(03/04)	11,850원	Up/Downside	+18.1%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 03. 05

NDR 후기: P와 Q가 함께 성장하는 해

Comment

상반기 비용 이슈 존재, 수율은 정상 수준: 베트남 법인 생산성 향상을 위한 ASC(Adidas Standard Cell)라인 적용으로 초기 수율이 하락하면서 작년 영업이익이 31%YoY 감소했고, 4Q18 들어서면서 수율은 95%대로 정상 범위 안에 들어왔다. 연초 베트남 법인의 수율이 90% 이상을 유지하고 있는 한편 완제품 신규 수주 소식이 지속적으로 들려와 올해 매출 가이던스 11,000억원, 영업이익 600억원을 달성하는데 무리가 없을 것으로 기대된다. 물론 지난 4Q 영업이익이 149억원(-15.5%YoY)으로 시장 예상치(100억원)을 웃돌아 기대치를 한껏 올리고 있는 점도 긍정적이긴 하지만 실적 호조 원인이 B급 생산제품에 대한 할인이율에 예상보다 낮았기 때문이고, 상반기에도 관련 재고 소진 비용이 min 50~max 200억원(할인율에 따라 상이하)며, 저가 매수 혹은 폐기 가능까지 반영될 수 있다.

수주단가와 오더 볼륨 개선이 동시에 증가하는 하반기: 재고 이슈로 상반기 영업이익 예상치를 급격히 올리기 부담스러우데 반해 3월부터 알파부스트 생산에 들어가고, 아디다스 오리지널 라인 생산 개시와 2020 S/S시즌 부스트 완제품의 생산 개시로 동사의 평균 수주 단가가 레벨업 가능할 것으로 예상된다. 신규 오더 받는 런닝화의 평균 수주 단가가 18~24\$로 기존의 11~12\$ 제품들과는 크게 2배 차이가 나며 단화 혹은 스니커즈에서 퍼포먼스 슈즈로 동사의 매출 포트폴리오가 변화하는 점은 중장기 아디다스와의 관계 향상에 도움이 될 것으로 전망한다.

Action

단기 모멘텀 약세에 따른 주가 조정시 적극적 매수 전략 선호: 1Q19 이익 모멘텀이 크지 않지만 하반기 평균수주단가(P)와 오더볼륨(Q)이 동시에 증가하는 시기이며, 안정적인 ASC라인 가동으로 영업효율이 0.5~1.5%pt 개선될 수 있음을 감안시 주가가 추세를 형성할 날도 머지 않았다는 판단이다. 1Q19 프리뷰를 전후로 주가가 조정 받는다면 오히려 저점 매수 관점에서의 접근을 권한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
(단위: 십억원, 원 배 %)																			
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	8,570/15,100원												
매출액	640	768	879	1,110	1,410	KOSDAQ /KOSPI	748/2,191pt												
(증가율)	NA	20.0	14.4	26.2	27.0	시가총액	7,174억원												
영업이익	44	59	40	61	94	60일-평균거래량	217,567												
(증가율)	NA	33.6	-31.1	51.9	53.7	외국인지분율	5.6%												
지배주주순이익	35	41	17	41	64	60일-외국인지분율변동추이	+0.2%p												
EPS	775	750	281	669	1,056	주요주주	화승인더스트리 외 5인 72.0%												
PER (H/L)	10.7/7.8	18.2/8.9	37.8	17.0	10.8														
PBR (H/L)	2.3/1.7	3.2/1.6	2.2	2.1	1.8	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>28.0</td> <td>11.3</td> <td>1.3</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>28.7</td> <td>7.4</td> <td>11.1</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	28.0	11.3	1.3	상대기준	28.7	7.4	11.1
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	28.0	11.3	1.3																
상대기준	28.7	7.4	11.1																
EV/EBITDA (H/L)	7.4/6.3	11.1/6.1	8.8	7.0	5.3														
영업이익률	6.8	7.6	4.6	5.5	6.7														
ROE	27.2	18.4	6.2	13.1	17.8														

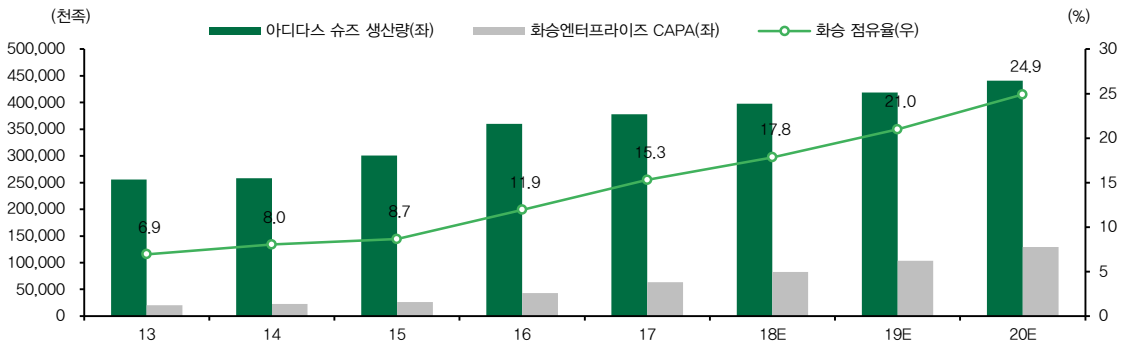
도표 1. 화승엔터프라이즈 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	17	18P	19E	20E
연결매출	1,845	2,323	2,244	2,380	2,225	2,609	2,718	3,545	7,682	8,792	11,097	14,098
%YoY	11.4	31.8	15.9	2.3	20.6	12.3	21.1	48.9	20.0	14.4	26.2	27.0
매출원가	1,582	1,983	1,950	2,033	1,913	2,217	2,283	3,025	6,419	7,549	9,439	11,844
% of sales	85.7	85.4	86.9	85.4	86.0	85.0	84.0	85.3	83.6	85.9	85.1	84.0
매출총이익	263	340	294	347	311	391	435	520	1,263	1,243	1,658	2,254
% of sales	14.3	14.6	13.1	14.6	14.0	15.0	16.0	14.7	16.4	14.1	14.9	16.0
판매비	202	224	216	198	249	253	258	285	678	840	1,046	1,313
% of sales	11.0	9.6	9.6	8.3	11.2	9.7	9.5	8.0	8.8	9.6	9.4	9.3
영업이익	61	116	78	149	62	138	177	235	585	403	612	941
% of sales	3.3	5.0	3.5	6.3	2.8	5.3	6.5	6.6	7.6	4.6	5.5	6.7
%YoY	-20.9	-5.3	-62.8	-15.5	2.1	19.4	126.2	58.0	33.6	-31.2	51.9	53.7

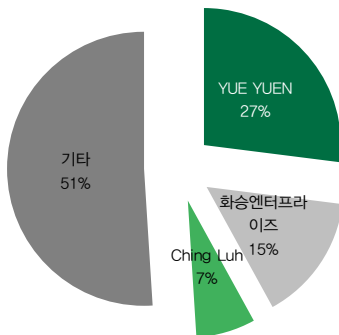
자료: 화승엔터프라이즈, DB금융투자

도표 2. 아디다스 신발 생산량과 화승엔터프라이즈 CAPA 추이



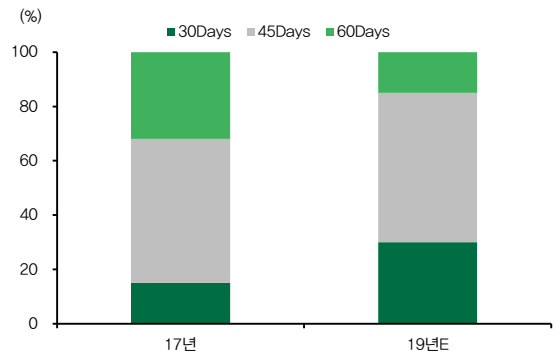
자료: 화승엔터프라이즈, DB금융투자

도표 3. 아디다스 생산벤더 점유율: 1위와 3위 점유율 하락



자료: 화승엔터프라이즈, DB금융투자

도표 4. 아디다스 신발 제조 리드타임 축소 트렌드



자료: 화승엔터프라이즈, DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
유동자산	265	301	266	356	474
현금및현금성자산	78	47	25	51	75
매출채권및기타채권	76	71	62	75	96
재고자산	74	127	110	139	179
비유동자산	171	325	357	377	375
유형자산	162	288	320	340	338
무형자산	2	4	4	3	3
투자자산	1	6	6	6	6
자산총계	437	627	623	733	848
유동부채	227	326	291	362	415
매입채무및기타채무	104	145	113	179	225
단기차입금및단기채	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	330	401	454
자본금	13	15	30	30	30
자본잉여금	140	182	182	182	182
이익잉여금	35	75	91	130	192
비지배주주지분	1	3	4	4	4
자본총계	193	261	292	332	394

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
매출액	640	768	879	1,110	1,410
매출원가	547	642	755	944	1,184
매출총이익	93	126	124	166	225
판매비	50	68	84	105	131
영업이익	44	59	40	61	94
EBITDA	62	84	91	118	152
영업외손익	-1	-6	-18	-7	-9
금융손익	-1	-5	-3	2	-2
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	-15	-5	-7
세전이익	43	53	23	54	86
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	35	42	17	41	64
지배주주지분순이익	35	41	17	41	64
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	39	23	17	41	64
증감률(%YoY)					
매출액	NA	20.0	14.4	26.2	27.0
영업이익	흑전	33.6	-31.1	51.9	53.7
EPS	NA	-3.2	-6.25	137.7	57.8

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

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	33	32	56	107	84
당기순이익	35	42	17	41	64
현금유출이없는비용및수익	21	32	62	75	83
유형및무형자산상각비	18	25	51	56	57
영업관련자산부채변동	-21	-39	-17	5	-42
매출채권및기타채권의감소	-20	-10	10	-14	-20
재고자산의감소	-11	-39	17	-29	-40
매입채무및기타채무의증가	31	5	-32	66	46
투자활동현금흐름	-55	-97	-83	-78	-59
CAPEX	-56	-111	-83	-76	-55
투자자산의순증	-1	-5	0	0	0
재무활동현금흐름	94	34	4	-3	-1
사채및차입금의 증가	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	-22	26	23
기초현금	5	78	47	25	51
기말현금	78	47	25	51	75

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	775	750	281	669	1,066
BPS	3,570	4,261	4,773	5,417	6,438
DPS	18	18	20	25	35
Multiple(배)					
P/E	9.9	16.0	37.8	17.0	10.8
P/B	2.1	2.8	2.2	2.1	1.8
EV/EBITDA	7.2	10.3	8.8	7.0	5.3
수익성(%)					
영업이익률	6.8	7.6	4.6	5.5	6.7
EBITDA마진	9.7	10.9	10.4	10.6	10.7
순이익률	5.5	5.4	1.9	3.7	4.6
ROE	27.2	18.4	6.2	13.1	17.8
ROA	10.0	7.8	2.7	6.0	8.1
ROC	17.9	14.7	7.1	10.2	14.8
안정성및기타					
부채비율(%)	126.5	139.7	113.0	120.9	115.4
이자보상배율(배)	11.0	10.7	6.1	9.2	13.7
배당성향(배)	2.7	2.5	7.1	3.7	3.3

자료: 화승엔터프라이즈, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 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 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

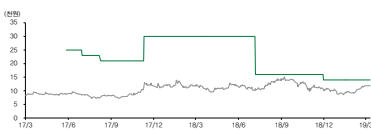
■ 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

■ 업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

화승엔터프라이즈 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			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	-22.8	-5.6					
18/12/05	Buy	14,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경