스포츠화 밸류체인 톺아보기

업황 반등과
트렌드 변화에 대한 관심

Part Ⅰ 스포츠화 시장 성장률과 수익구조

Part Ⅱ 브랜드사 가이던스로 확인하는 업황 반등 시점과 트렌드 변화

Part Ⅲ 시장 변화에 따른 생산업체 실적 점검

eBEST
이베스트투자증권

이베스트투자증권 미드스몰캡 **조은애**, 의류 **오지우**입니다.

이번 자료는 **글로벌 스포츠화 시장의 업황 반등 시점에 투자할 회사를 선별**하기 위해 준비했습니다.

스포츠화 시장은 경기침체 우려에 따른 수요 부진과 브랜드사의 높은 재고 수준으로 인해 밸류체인 전반적으로 부진한 실적을 기록하고 있습니다. 그럼에도 불구하고, 브랜드 로열티가 높은 브랜드 회사와 고객사내 높은 점유율을 가진 ODM/원부자재 회사는 업황 반등 시기에 투자기회가 될 수 있다고 판단합니다.

당사는 올해 하반기부터 브랜드 회사의 재고 리스탁킹이 시작될 것으로 예상합니다. 업황 반등 시기에는 브랜드 회사의 재고 리스탁킹 과정에서 ODM/원부자재 회사의 매출이 브랜드 회사 매출 보다 빠르게 반등합니다. 이에 따라, 화승엔터, 아셈스를 포함한 주요 스포츠화 ODM/원부자재 회사의 실적도 상반기 보다 하반기에 의미있는 이익 증가를 기록할 것으로 예상합니다.

업황과 실적뿐만 아니라, 글로벌 스포츠화 시장의 중요한 트렌드 변화인 브랜드사의 DTC 매출비중 확대 전략과 친환경 소재 적용 확대 전략에 대해서도 스터디가 필요하다고 보여집니다. 시기적절하게 트렌드 변화에 맞춰 성장하고 있는 회사에 투자자들의 관심이 집중될 가능성이 높다고 판단합니다.

이러한 측면에서 당사는 해외 기업 중 **NIKE, ADIDAS, CROCS**를 관심 종목으로 선정하고, 국내 기업 중에서 **화승엔터프라이즈**와 **아셈스**를 매수 추천합니다.

감사합니다.

Mid-Small Cap
Analyst **조은애**
02 3779 8951
goodkid@ebestsec.co.kr

음식료/화장품/의류
Analyst **오지우**
02 3779 8431
jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **3 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 스포츠화 시장 성장률과 수익구조]

2021 년 기준 글로벌 스포츠화 시장 규모는 825 억달러로, 2016~2021 년 CAGR +7% 속도로 성장했습니다. 2021 년 글로벌 스포츠화 소매 시장 규모는 1,097 억달러이고, 2025 년까지 CAGR +4%의 성장이 예상됩니다. 스포츠화 시장은 글로벌 핵심 브랜드 중심의 과점 시장으로, 나이키, 아디다스 등이 시장 성장을 주도하면서 이들의 과점 체계가 지속될 것으로 보입니다(나이키·아디다스 2022~2025F 예상 매출 성장률 +8%).

신발은 의류 대비 제조 기술력에 대한 진입장벽이 높고, 글로벌 브랜드 요구에 부합하는 지속적인 상품 개발, 빠른 납기, 높은 품질, ESG 등이 가능해진 대형 OE/DM 을 중심으로 협업 영역이 더욱 확대되고 있습니다. 실제로 나이키 내 신발 4 대 벤더의 생산비중은 2012 년 55% → 2022 년 58%로 확대되었으며, 전체 벤더수는 2011 년 150 여개 → 2022 년 120 여개로 축소되는 등 주요 벤더로의 생산 집중도가 높아지고 있습니다. 이에 따라 성장하는 브랜드 회사를 고객사로 가지고 있고, 고객사 내 높은 점유율을 유지하고 있는 ODM/원부자재 회사는 글로벌 스포츠화 시장 업황 반등 시점에 투자기회가 될 것으로 예상합니다.

[Part II. 브랜드사 가이던스로 확인하는 업황 반등 시점과 트렌드 변화]

나이키는 3 월 22 일 실적발표에서 FY2023 가이던스로 매출액 YoY +7~9% 성장, 매출총이익률 YoY -0.25%p 감소를 제시했습니다. 빠른 재고 조정에 따라 매출액 가이던스가 기존(+4~6% 성장) 대비 상향 조정되었습니다. 현재 나이키의 재고자산회전율은 1.4 회로 업계 대비로는 양호하나 코로나 19 발생 이후 가장 낮은 수준으로, 분기를 거듭하며 회복될 전망입니다(재고 증감률: FY4Q23E +3.8% → FY1Q24E -8.5% YoY). 업황 반등 시점은 Restocking 수요가 살아나는 FY1Q24E(6~8 월)로 예상되며, 9~11 월까지 흐름이 이어질 전망입니다.

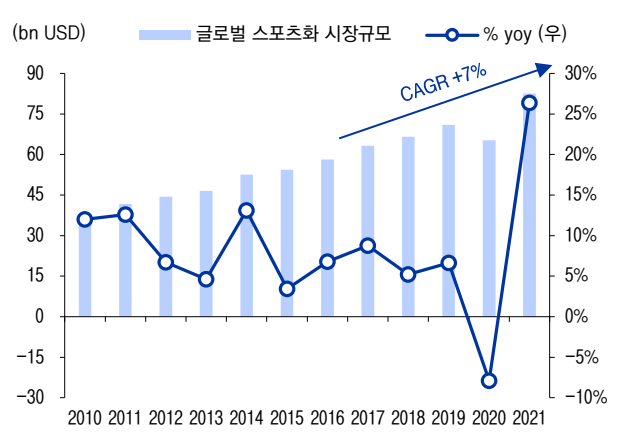
아디다스는 2023 년 가이던스로 매출액 -7~-9% YoY(환 효과 제외) 감소, 영업손실 -7 억유로를 제시했습니다. 현재 아디다스의 재고자산회전율은 0.8 회로 코로나 19 발생 이후 가장 낮은 수준입니다. 실적발표에서 강조한 것처럼 아디다스는 올해 재고 소진에 박차를 가할 전망입니다(재고 증감률: 1Q23E +10.9% → 2Q23E -14.5% → 3Q23E -22.5% → 4Q23E -41.1%). 업황 반등 시점은 2H23E 로 예상됩니다. 정상 재고 레벨로 돌아온 뒤, F/W 스포츠화 성수기인 10~11 월을 앞두고 활발한 Restocking 수요가 예상됩니다. 신임 CEO 굴덴 하에서의 공격적인 신제품 출시도 Restocking 수요 증가에 기여하겠습니다.

[Part III. 시장 변화에 따른 생산업체 실적 점검]

업황 반등 시기에는 브랜드 회사의 재고 Restocking 과정에서 ODM/원부자재 회사의 매출이 브랜드 회사 매출보다 빠르게 반등합니다. 당사는 3Q23E 부터 글로벌 스포츠화 브랜드 회사의 본격적인 재고 Restocking 이 시작될 것으로 전망하며, 이에 따라 화승엔터프라이즈, 아셈스를 포함한 ODM/원부자재 회사의 실적도 상반기보다는 하반기에 의미 있는 이익 증가를 기록할 것으로 예상합다.

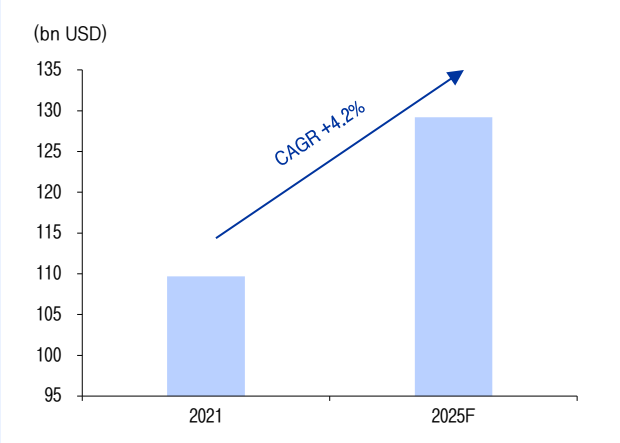
Key Charts

글로벌 스포츠화 시장규모 추이 (홀세일 기준)



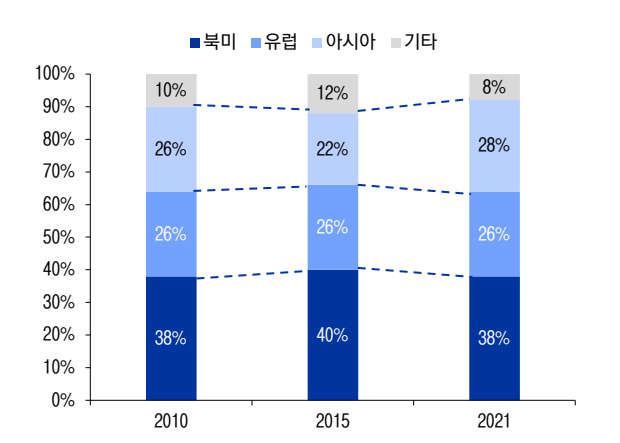
자료: SGI, 이베스트투자증권 리서치센터

글로벌 스포츠화 시장 전망 (소매 기준)



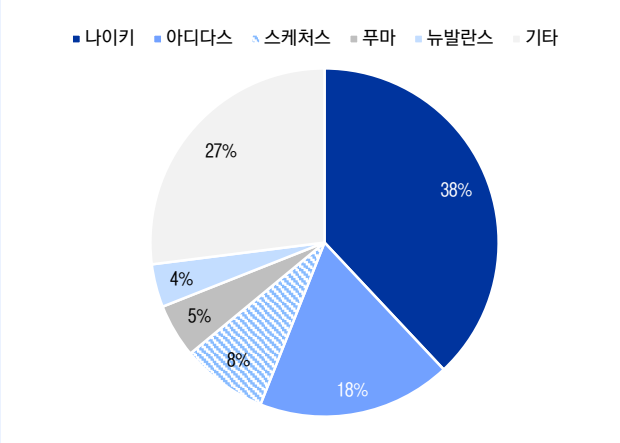
자료: Allied Market Research, SGI, 이베스트투자증권 리서치센터
주석: end-user and distribution channel 기준 시장규모

글로벌 스포츠화 지역별 비중



자료: SGI, 이베스트투자증권 리서치센터

글로벌 탑 5 브랜드 시장점유율 (2021)

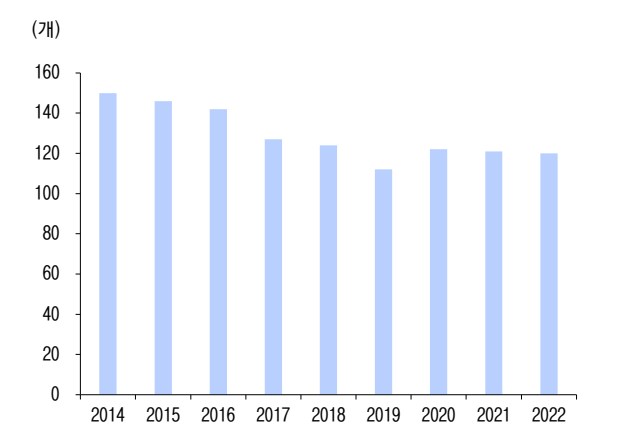


자료: 이마고테그, 이베스트투자증권 리서치센터

- **2021 년 글로벌 스포츠화 시장규모는 825 억달러로 2016~2021 년 CAGR +7% 속도로 성장**
- **지역별 점유율은 북미 38%(+1%p yoy), 아시아 28%(-2%p yoy), 유럽 26%(+1%p yoy)**
- **브랜드별 점유율은 나이키 38%, 아디다스 18%, 스케처스 8%로 탑 3 의 점유율이 64%인 과점 구조**

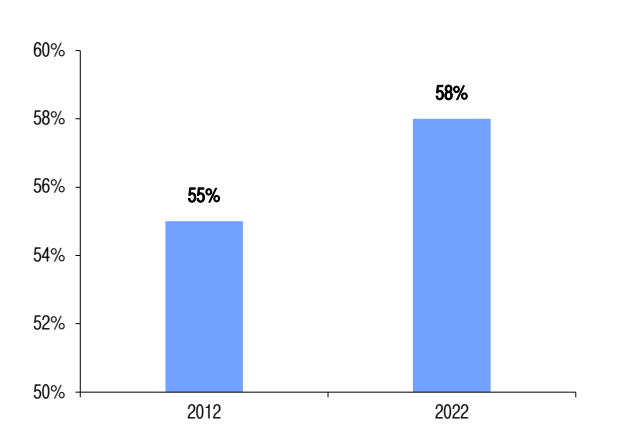
Key Charts

나이키 신발 ODM 벤더수 추이



자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

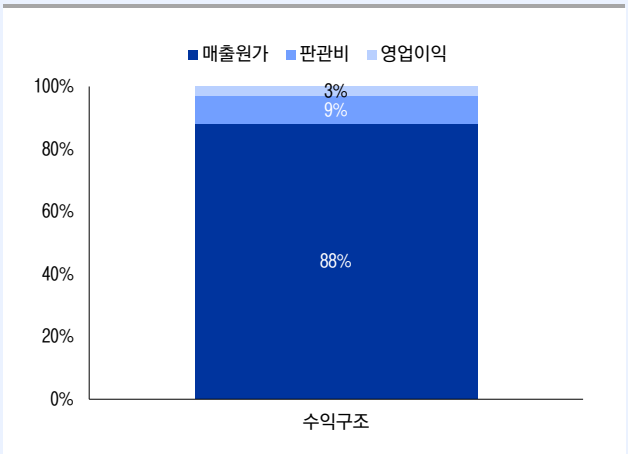
나이키 신발 ODM 주요 4 대 벤더 생산 비중



자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

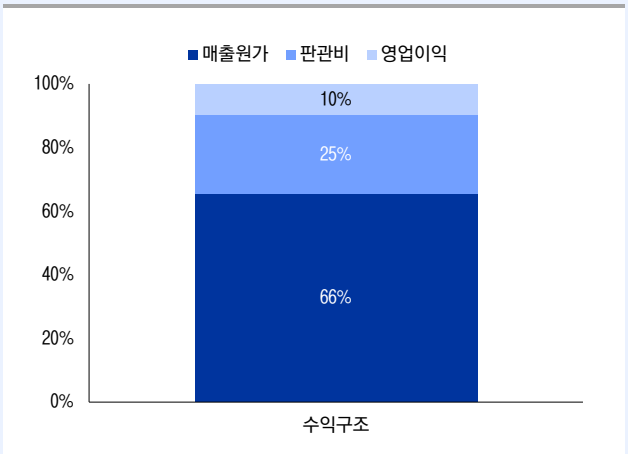
- **성장하는 브랜드 회사를 고객사로 가지고 있고, 고객사내 높은 점유율을 유지하고 있는 ODM/원부자재 회사는 글로벌 스포츠화 시장 업황 반등 시점에 투자기회가 될 것으로 예상**
- **브랜드 회사의 재고 리스타킹 과정에서 ODM/원부자재 회사의 매출은 브랜드 회사 매출 보다 빠르게 반등 가능하기 때문에 업황 반등 시점에 관심을 가질 필요**

화승엔터프라이즈 수익구조 (2022)



자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

아셈스 수익구조 (2022)

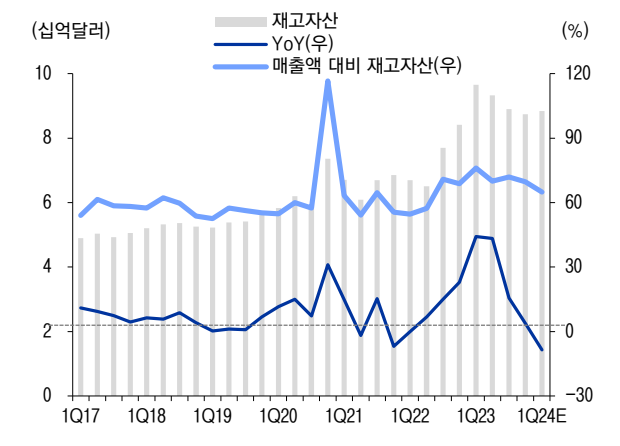


자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

- **ODM 회사는 대규모 CAPEX 가 필요하기 때문에 매출원가 비중이 높은 편. 실적은 고객사인 브랜드 회사의 매출성장률, 재고관리에 민감. 가동률 상승에 따른 영업 레버리지 효과가 나타나는 시기에 의미있는 이익 증가 시현**
- **원부자재 회사는 고부가가치 소재 개발을 통한 성장과 수익성 개선에 집중. 선저우국제(2313 HK)는 2012 년 나이키 플라이니트 독점 생산 이후 5 년간 주가 +260% 상승한 사례가 있음**

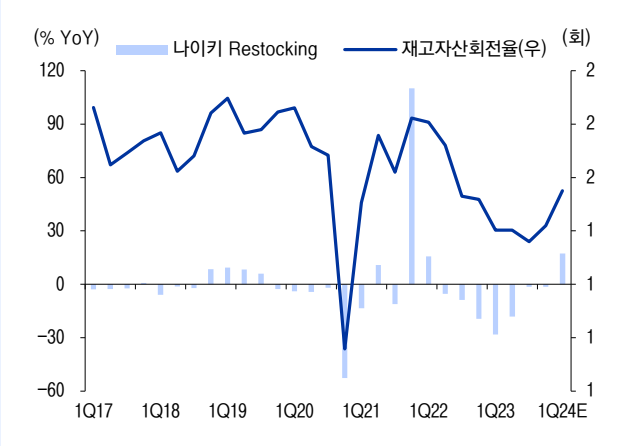
Key Charts

나이키 분기별 재고자산 추이 및 전망



자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

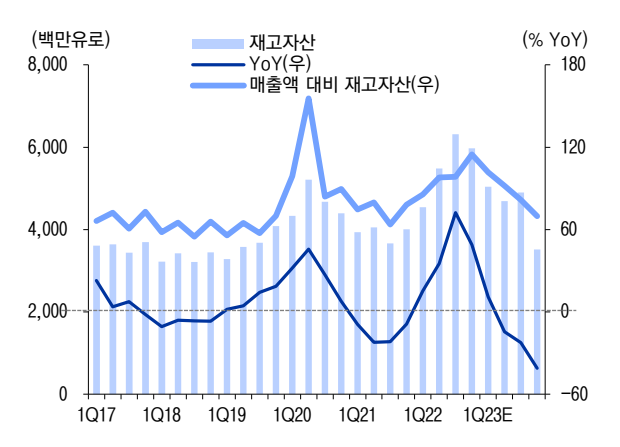
나이키 Restocking vs. 재고자산회전율



자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

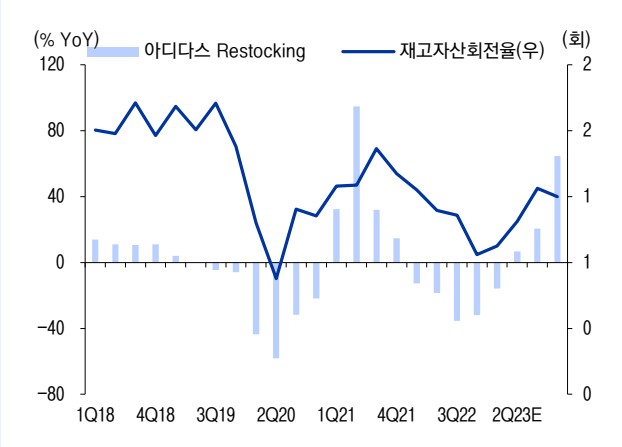
- **FY2023 가이던스: 빠른 재고 조정에 따라 매출액 YoY +7~9% 성장으로 상향 조정,**
- **FY1H24E 재고 소진 흐름 긍정적: 현재 나이키의 재고자산회전율은 1.4 회로 업계 대비로는 양호하나 코로나 19 발생 이후 가장 낮은 수준, 분기를 거듭하며 회복될 전망**
- **FY1Q24E 업황 반등: Restocking 수요 회복. 6~8 월 재고 비축 초입, 9~11 월까지 지속 전망 (재고 증감률: FY4Q23E +3.8% → FY1Q24E -8.5%)**

아디다스 분기별 재고자산 추이 및 전망



자료: 아디다스, 이베스트투자증권 리서치센터

아디다스 Restocking vs. 재고자산회전율

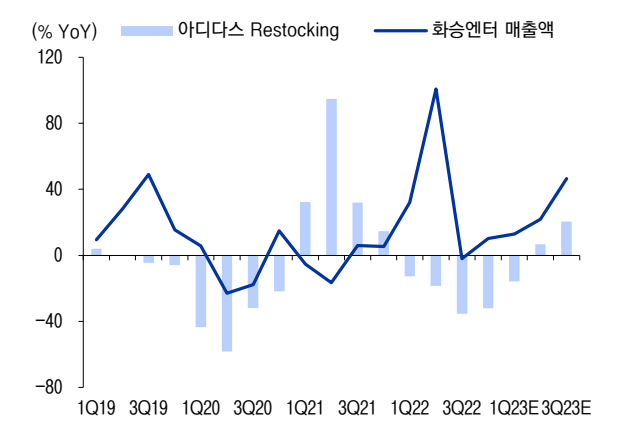


자료: 아디다스, 이베스트투자증권 리서치센터

- **1H23E 재고 소진: 현재 아디다스의 재고자산회전율은 0.8 회로 코로나 19 발생 이후 가장 낮은 수준. 효과적인 재고 소진을 위해 단기적으로 홀세일 비즈니스를 적극 권장할 계획 & 중국 리오프닝 수혜**
- **2H23E 업황 반등: F/W 스포츠화 성수기인 10~11 월을 앞두고 활발한 Restocking 수요 예상. 신임 CEO 비외른 굴덴 하에서 이루어질 공격적인 신제품 출시도 Restocking 수요 증가에 한 몫**

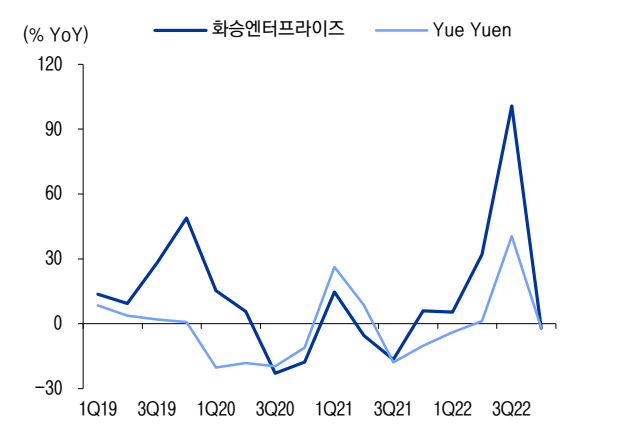
Key Charts

아디다스 Restocking vs. 화승엔터프라이즈 매출액



자료: 아디다스, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

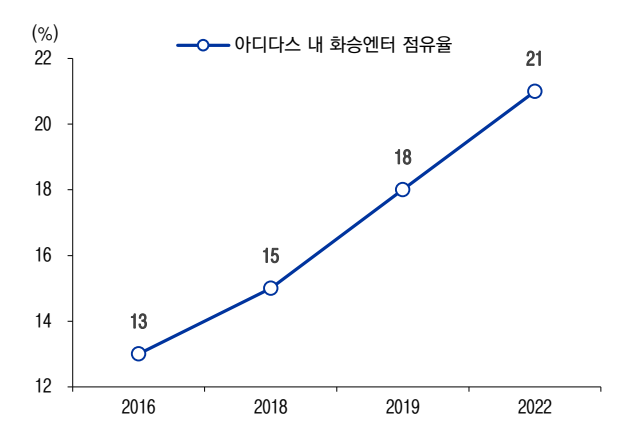
화승엔터 vs. Yue Yuen 매출액 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

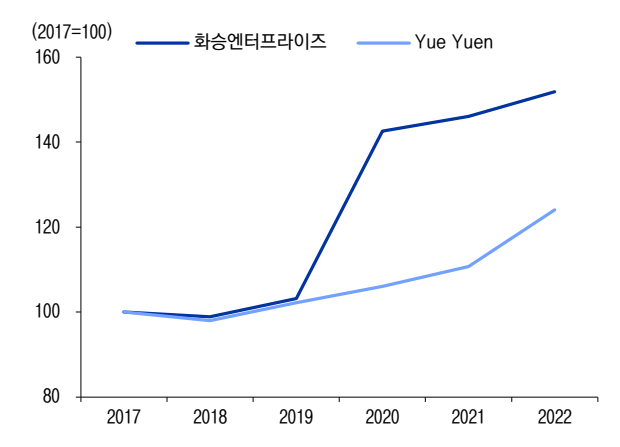
- **2023E: 하반기로 갈수록 가동률 정상화에 따른 영업 레버리지 효과 본격화되며 뚜렷한 상저하고 전망**
- **1Q23E: 아디다스의 재고 소진 지연되며 다소 슬로우한 분기 예상. Yue Yuen 월매출 반등은 긍정적**
- **2Q23E: 전방 고객사의 Restocking 구간 진입 시작(3Q23E)에 앞서 동사의 물량 증대 기대**

아디다스 내 화승엔터 비중 추이: 점유율 우상향



자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

화승엔터 vs. Yue Yuen 운동화 ASP 상대 비교



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

- **M/S 상승 뚜렷: 2022 년 점유율 21%로 우상향(vs. 1 위사 26% vs. 3 위사 이하부터는 10% 미만)**
- **ASP 상승 뚜렷: 2022 년 평균 ASP $16(vs. 1 위사 19~23$ 수준)**
  매년 $0.5~1 가량 꾸준히 증가 중(vs. 2017 년 $12). ASP $20 까지 무난하게 증가할 것으로 전망
- **분기별 매출액 성장률: 2Q23E -4.3% → 3Q23E +13.6% → 4Q23E +27.2% YoY 전망**
- **당사 추정 실적 기준 현재 주가는 9 배, 역사적 밴드 하단에서 거래 중으로 밸류에이션 매력 부각**

Collaboration

미드스몰캡/의류

Overweight

스포츠화 밸류체인 톺아보기:

업황 반등과 트렌드 변화에 대한 관심

Contents

Part Ⅰ	스포츠화 시장 성장률과 수익구조	9
Part Ⅱ	브랜드사 가이던스로 확인하는 업황 반등 시점과 트렌드 변화	18
Part Ⅲ	시장 변화에 따른 생산업체 실적 점검	37

기업분석

화승엔터프라이즈 (241590)	44
아셈스 (136410)	49
나이키 (NKE)	57
아디다스 (ADS)	62
크록스 (CROX)	66

Part I

스포츠화 시장 성장률과 수익구조

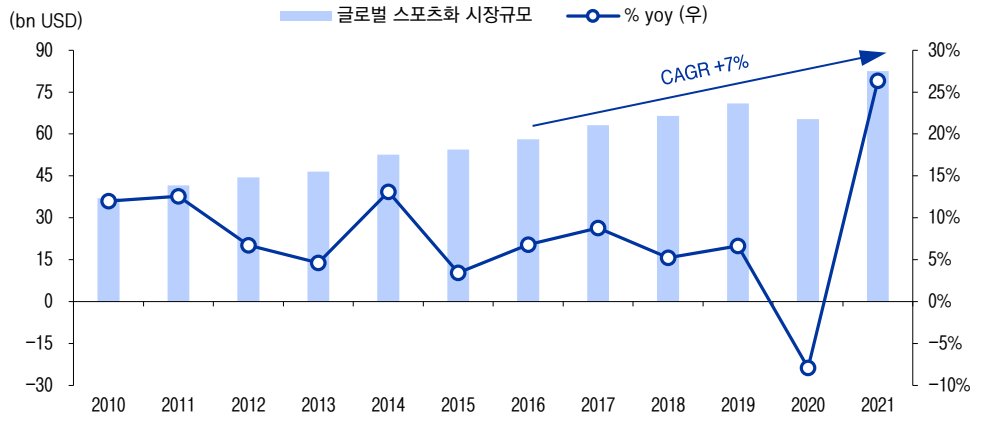
스포츠화 시장 성장률과 수익구조

스포츠화 시장은 글로벌 핵심 브랜드 중심의 과점 시장

2021년 기준 글로벌 스포츠화 시장규모는 825억달러(+26% yoy, 약 108조원)로 2016~2021년 CAGR +7% 속도로 성장했다. 2016~2021년 지역별로는 북미 성장률이 CAGR +7%를 기록하며 전세계 절반에 가까운 약 40%의 시장을 점유하고 있다. 같은 기간, 아시아는 CAGR +12%, 유럽 CAGR +8%로 성장하면서, 2018년 아시아가 유럽의 시장점유율을 역전했다. 2021년 기준 지역별 점유율은 북미 38%(+1%p yoy), 아시아 28%(-2%p yoy), 유럽 26%(+1%p yoy) 이다.

2016~2021년 스포츠화 탑 10 브랜드의 합산 매출 CAGR은 +14%로 전체 시장 성장률을 크게 상회했다. 브랜드별로는 나이키 +8%, 아디다스 +0%, 스케처스 +12%, 푸마 +15%, VFC +4%를 기록했다. 스포츠화시장 브랜드별 시장점유율은 나이키 38%, 아디다스 18%로 탑2의 점유율이 55%이며, 탑 5(스케처스 8%, 푸마 5%, 뉴발란스 4%)가 72%에 달하는 과점 시장이다. 2018년 대비 점유율 변화를 보면, 나이키 유지, 아디다스 -5%p, 스케처스 +1%p, 푸마 +1%p로 탑10 업체 중 아디다스를 제외한 모든 업체가 시장점유율을 유지하거나 확대 중이다.

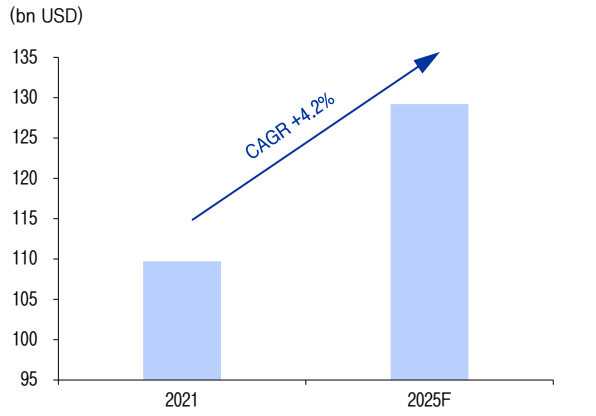
그림1 **글로벌 스포츠와 시장규모 추이 (홀세일 기준)**



자료: SGI, 이베스트투자증권 리서치센터

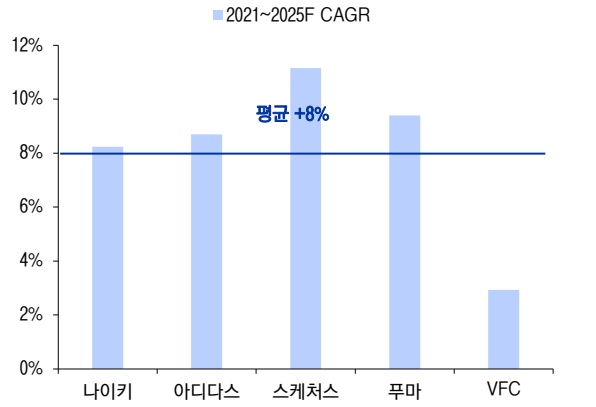
2021년 기준 소매시장 글로벌 스포츠화 시장규모는 1,097억달러(약 143조원)이고, 2025년까지 CAGR +4%의 성장이 예상된다. 나이키, 아디다스의 2022~2025F 예상 매출성장률은 +8%로 글로벌 주요 브랜드가 시장 성장을 주도하면서 이들의 과점 체계는 지속될 것으로 보인다. 2014~2022년 나이키 브랜드 매출은 +8% 성장했는데, 동기간 신발 매출은 +9% 속도로 성장하여, 신발매출 비중은 2014년 62% → 2022년 66%로 상승했다. 동기간 아디다스 신발 매출은 +8% 속도로 성장했고, 신발매출 비중은 2014년 46% → 2022년 55%로 상승했다.

그림2 **글로벌 스포츠와 시장전망 (소매 기준)**



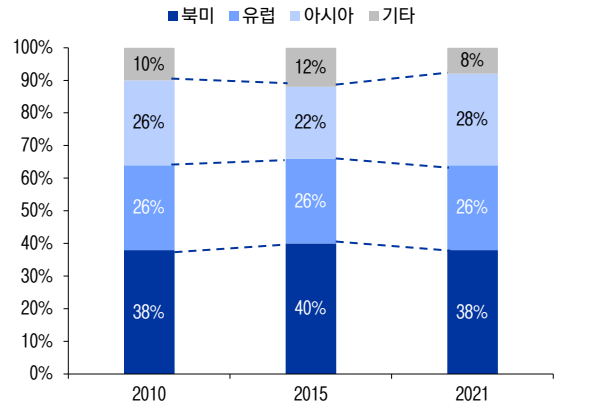
자료: Allied Market Research, SGI, 이베스트투자증권 리서치센터
주석: end-user and distribution channel 기준 시장규모

그림3 **글로벌 탑 5 브랜드 매출성장률 전망**



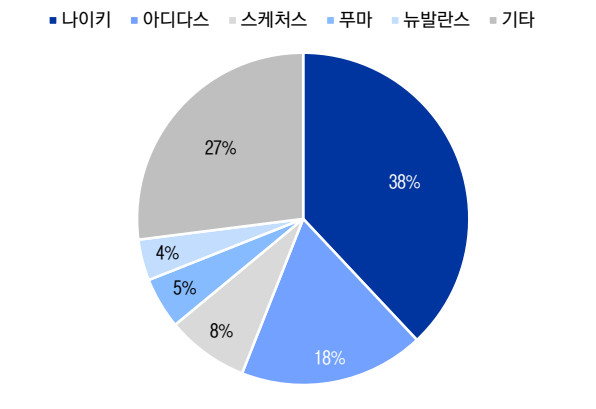
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 **글로벌 스포츠와 지역별 비중**



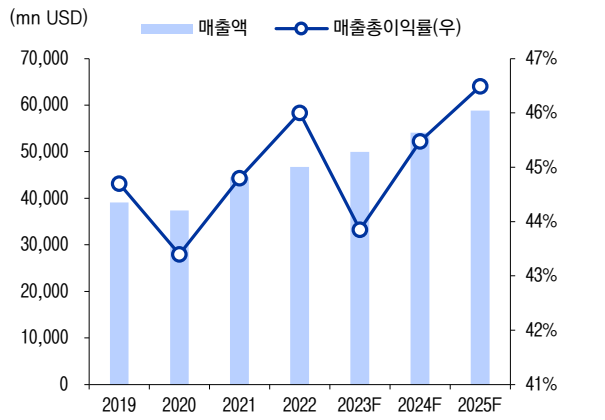
자료: SGI, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 **글로벌 탑 5 브랜드 시장점유율 (2021)**



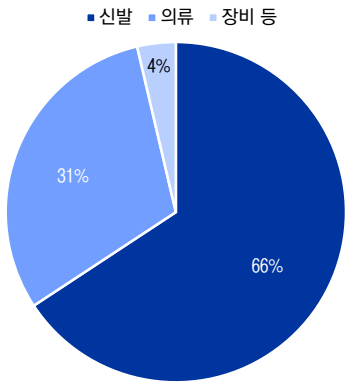
자료: SGI, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 **나이키 매출과 매출총이익률 추이 및 전망**



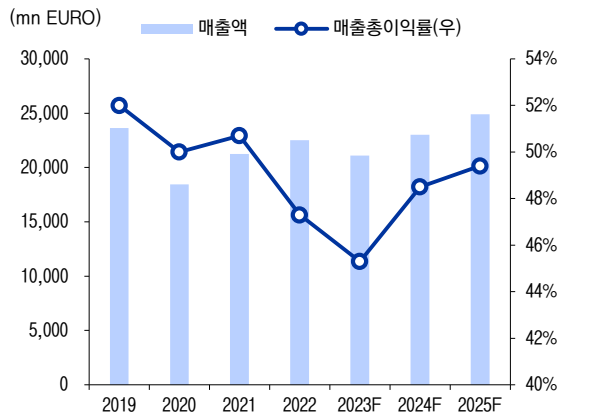
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 **나이키 품목별 매출 비중 (FY2022)**



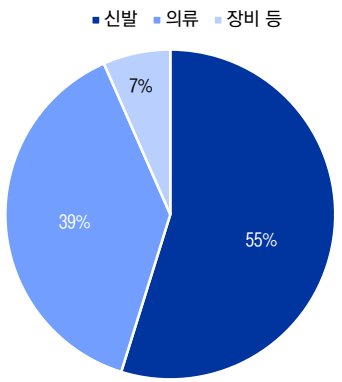
자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 **아디다스 매출과 매출총이익률 추이 및 전망**



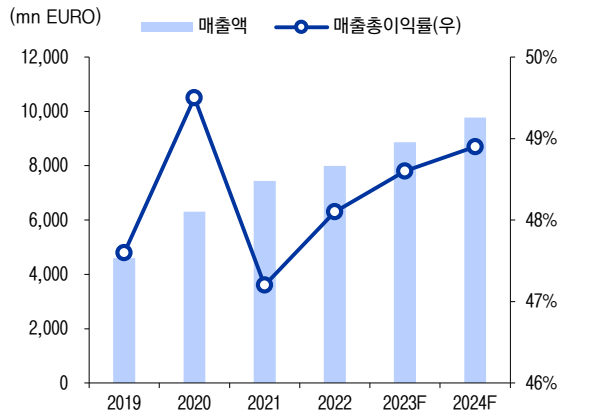
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 **아디다스 품목별 매출 비중 (FY2022)**



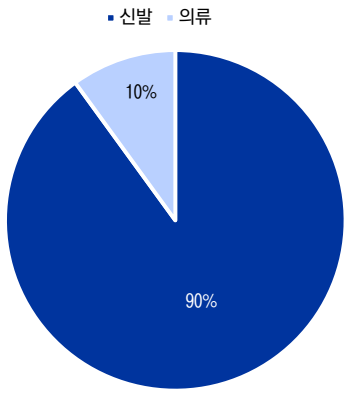
자료: 아디다스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 **스케처스 매출과 매출총이익률 추이 및 전망**



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 **스케처스 품목별 매출 비중 (FY2022)**



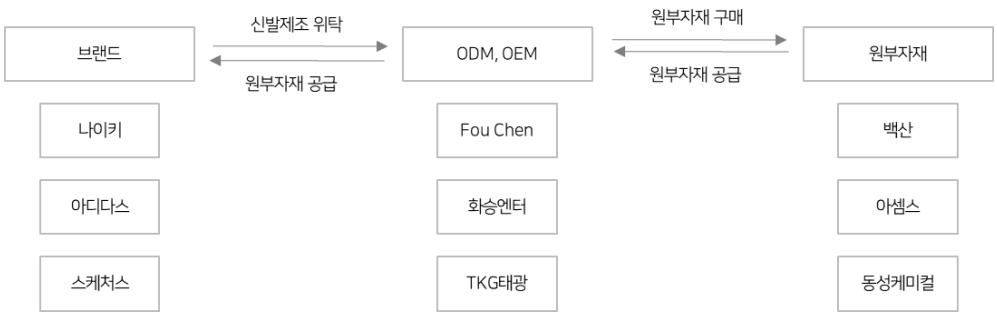
자료: 언론보도, 스케처스, 이베스트투자증권 리서치센터

스포츠화 반등 시점에 투자할 회사 선별 필요

스포츠화 시장은 브랜드와 생산자가 명확하게 분리된 산업 중 하나다. 브랜드는 기획, 디자인, 마케팅에 자본을 집중하고, 생산자는 수직계열화를 통한 생산효율성 증대, 기술력 강화에 집중한다. 신발은 의류 대비 제조 기술력에 대한 진입장벽이 높고, 글로벌 브랜드 요구에 부합하는 지속적인 상품개발, 빠른납기, 높은 품질, ESG 등이 가능해진 대형 OEM/ODM들 중심으로 협업 영역 확대 기회가 더 커지고 있다.

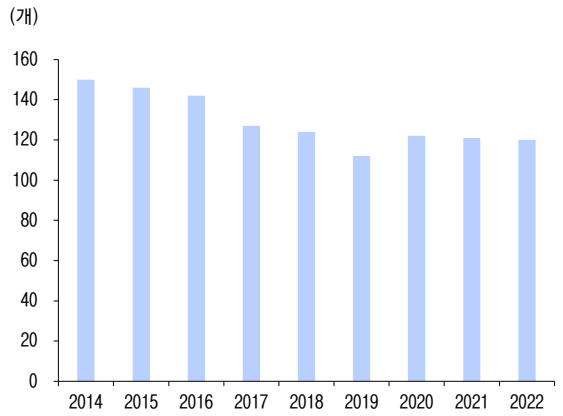
실제로 나이키 내 신발 4대 생산벤더의 생산비중은 2012년 55% → 2022년 58%로 확대됐으며, 전체 벤더수는 2012년 150여개 → 2022년 120여개로 축소되는 등 주요 벤더로의 생산 집중도는 높아지고 있다. 최근 브랜드 업체의 재고조정에 따른 생산량 감축 계획에 기인한 하위 벤더 탈락 현상 등을 감안하면 주요 벤더로의 집중현상은 더욱 심화될 것으로 예상된다. 이에 따라 성장하는 브랜드 회사를 고객사로 가지고 있고, 고객사내 높은 점유율을 유지하고 있는 ODM/원부자재 회사는 글로벌 스포츠화 시장 업황 반등 시점에 투자기회가 될 것으로 예상한다. 또한, 브랜드 회사의 재고 리스타킹 과정에서 ODM/원부자재 회사의 매출은 브랜드 회사 매출 보다 빠르게 반등 가능하기 때문에 업황 반등 시점에 관심을 가질 필요가 있다.

그림12 **신발 산업 밸류체인**



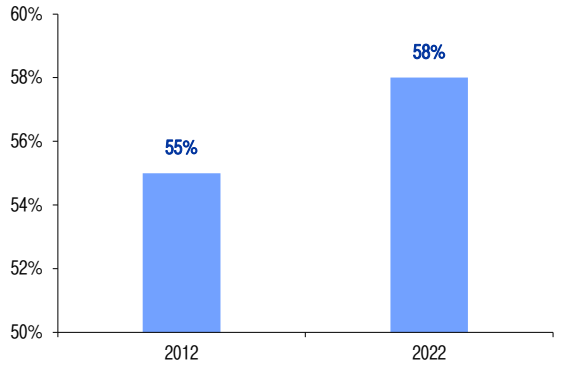
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 **나이키 신발 ODM 벤더수 추이**



자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 **나이키 신발 ODM 주요 4대 벤더 생산 비중**

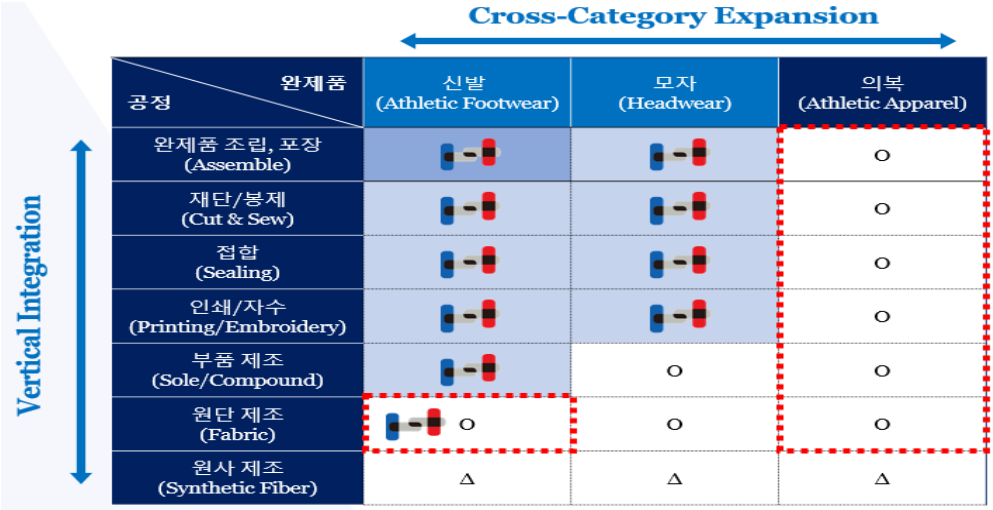


자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 **신발의 구조**

자료: 캐치패션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 **신발 주요 생산 프로세스**



자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 **나이키, 혁신 소재 개발 추구 (에어솔, 플라이니트 등)**

자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

브랜드사의 일반적인 영업이익률은 매출원가 57%, 판관비 29%를 제외한 14% 수준이다. 신발 1켤레 당 판매가격 7만원(나이키 에어포스 1 '07)을 적용해보면, 브랜드사의 1켤레 당 영업이익은 1만원이고, 유통업체는 1켤레 당 공급가 7만원으로 매입하여, 그 두배 수준인 소비자가격 14만원에 판매하여 소매마진 50%를 취하는 구조이다.

스포츠화 밸류체인에서 가장 높은 수익성을 기록하는 업종은 브랜드다. 약 50% 의 매출총이익율을 유지하고 있기 때문에 브랜드의 수익성 개선 전략은 판관비 축소, DTC 비중 확대를 통해 소매마진을 취하는 방향이 될 가능성이 높다. 참고로, 나이키는 2025년까지 DTC 판매비중을 60%까지 높여 수익성을 제고한다는 계획을 갖고 있다.

OEM/ODM 회사는 대규모 CAPEX가 필요하기 때문에 매출원가 비중이 Pou Chen(9904 TT) 76%, 화승엔터프라이즈 88%로 높은 편이다. 실적은 고객사인 브랜드 회사의 매출성장률, 재고관리에 민감도가 크다. 큰 폭의 수익성 개선은 대규모 투자 이후 투자회수기에 들어가는 시점에 생산량 증가 및 가동률 상승에 따른 영업레버리지 효과가 나타나는 시기일 것으로 보여 진다.

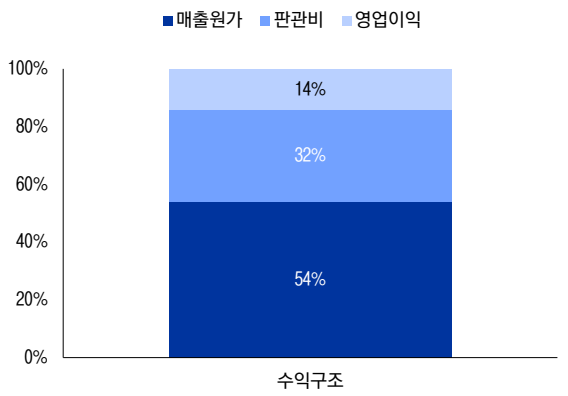
원부자재 회사는 고부가가치 소재 개발을 통한 성장과 수익성 개선에 집중하고 있다. 선저우국제(2313 HK)는 2012년 나이키 플라이니트 독점 생산을 시작으로 나이키 내 본격적인 점유율 확대가 시작됐다. 이를 성장동력으로 시가총액은 2013년초 310억 홍콩달러(약 5조원)에서 2017년말 1,120억 홍콩달러(약 19조원)로 +260% 상승했다. 이러한 성장과정과 유사하게 국내 기업 중 아셈스는 나이키에 친환경 무이형지 접착제를 독점적으로 공급하고 있으며, 향후에는 폐수가 발생하지 않는 무수염색사(Waterless dyeing yarm) 공급을 통한 성장도 기대되는 상황이다.

표1 **신발 수익 구조**

나이키 에어포스 1 '07 한 켤레의 도매점 납품에 따른 손익계산서		나이키의 매출액 대비 비중(%)
매출액	**70,000원**	**100**
매출원가	40,000원	57
운송 전(FOB, Free On Board) 공장 생산원가	35,000원	50
운송비 및 보험	2,000원	3
관세	3,000원	4
매출총이익	**30,000원**	**43**
판관비(인건비 등)	20,000원	29
영업이익	**10,000원**	**14**
법인세	3,000원	4
순이익	**7,000원**	**10**
(1): 도매가 = 나이키의 에어포스 한 켤레 매출액	70,000원	100
(2): 소매점 마진(소매점 판관비, 가격 프로모션, 법인세 등 포함)	69,000원	99
최종 소비자가 (1)+(2)	139,000원	199

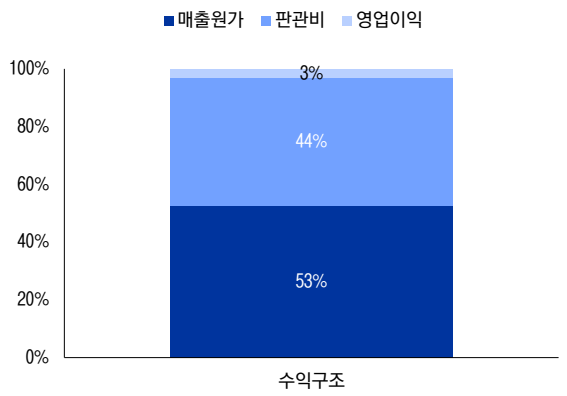
자료: Solecollector.com, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 이 표는 실제로 소비자가격이 139,000원인 나이키 에어포스 1 '07에 대한 가상의 수치로 재구성된 자료임

그림18 나이키 수익구조 (FY2022)



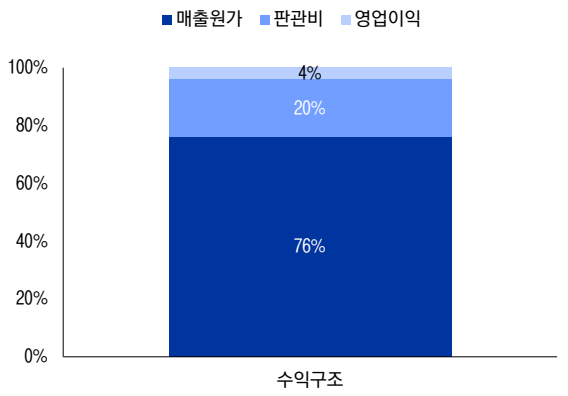
자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 아디다스 수익구조 (FY2022)



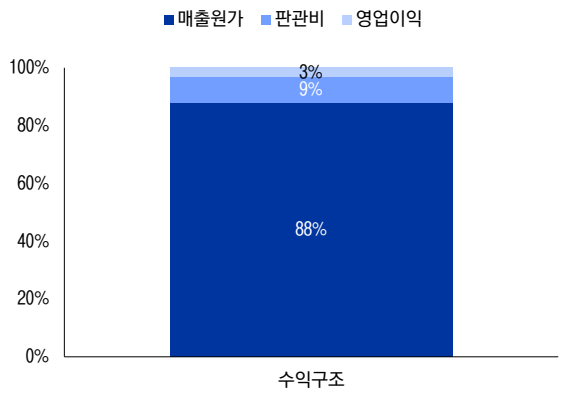
자료: 아디다스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 Pou Chen 수익구조 (2022F)



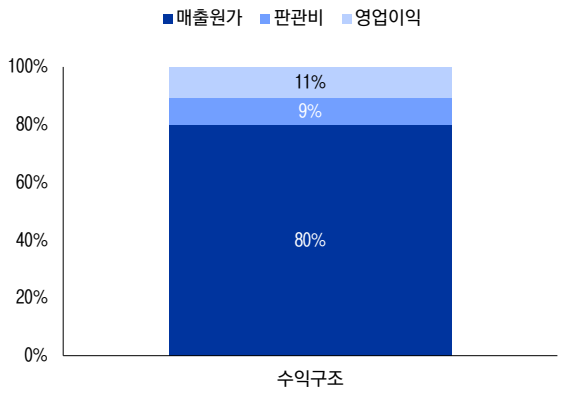
자료: Pou Chen(9904 TT), 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 화승엔터프라이즈 수익구조 (2022)



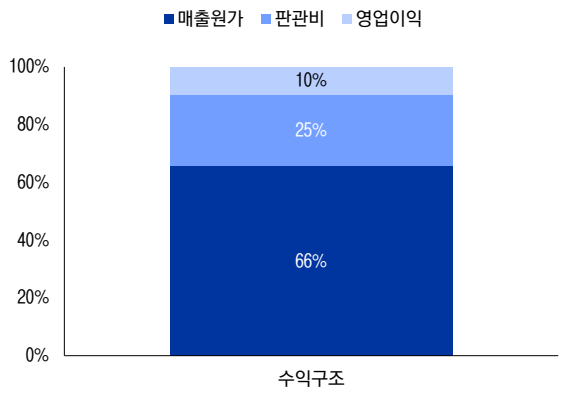
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 백산 수익구조 (2022)



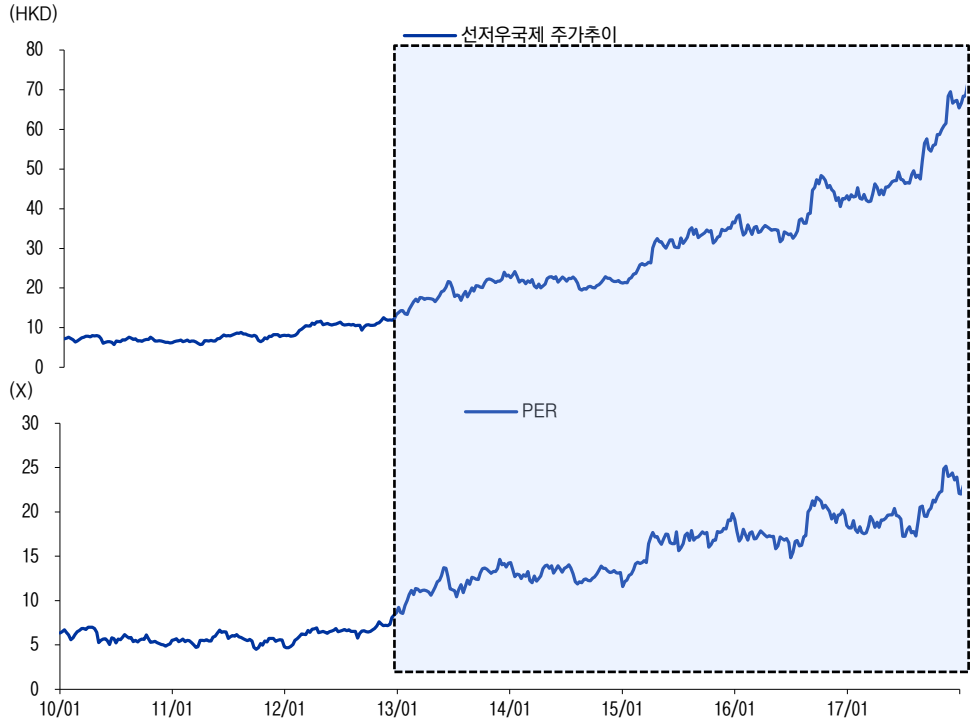
자료: 백산, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 아셈스 수익구조 (2022)



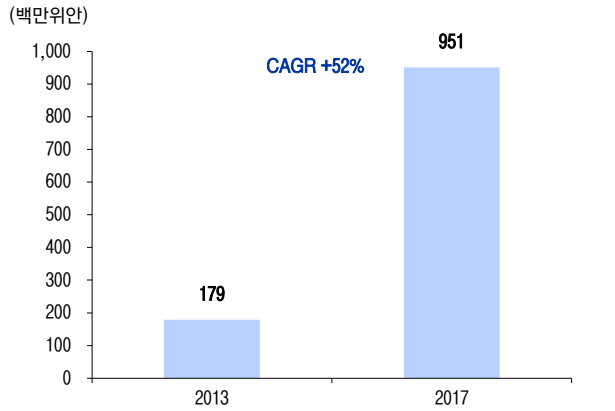
자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 선저우국제 시가총액 및 PER 추이



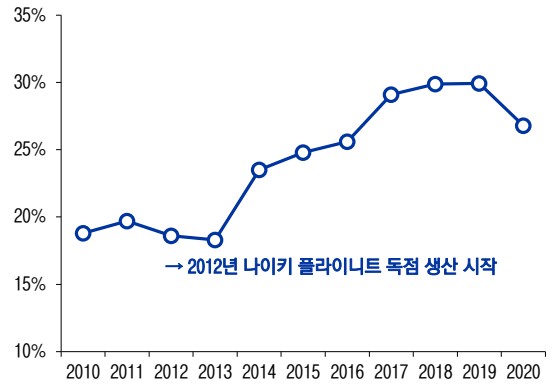
자료: Bloomberg, 선저우국제, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 선저우국제 플라이니트 초기 5개년도 추정 매출액



자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 선저우국제 나이키향 매출액 비중 추이



자료: 선저우국제, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

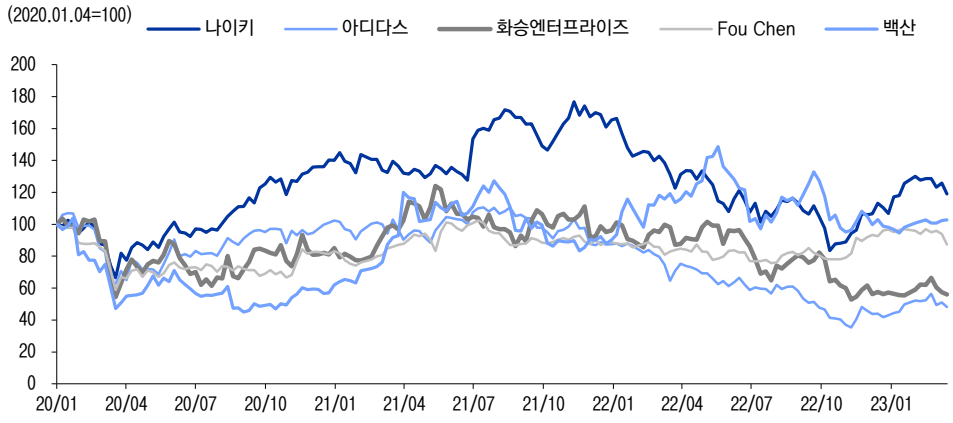
브랜드사 가이던스로 확인하는 업황 반등 시점과 트렌드 변화

브랜드사 가이던스로 확인하는 업황 반등 시점과 트렌드 변화

2023년 브랜드사 가이던스 점검

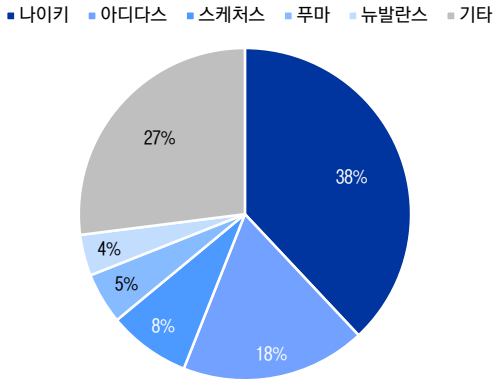
글로벌 스포츠화 시장은 탑3 업체 시장점유율 64%의 과점 시장이고, 개별 브랜드의 주요 ODM에 생산비중도 60% 수준으로 집중되어 있기 때문에, 브랜드 업체의 리스타킹 시점에는 관련 OEM/ODM 및 원부자재 업체들의 실적 개선이 빠르게 나타날 수 있을 것으로 판단한다. 파트2 에서는 주요 브랜드의 2023년 가이던스, 재고레벨, 사업전략과 같은 트렌드 점검을 통해 업황을 점검하고자 한다.

그림27 **브랜드, OEM/ODM, 원부자재 공급업체 주가 추이**



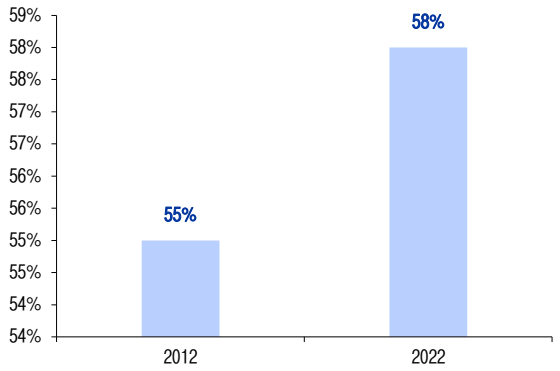
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 **글로벌 스포츠화 시장 브랜드별 점유율**



자료: SGI, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 **나이키 상위 4개 ODM 벤더 생산 비중**



자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 나이키 스테디셀러 제품군

모델명	출시연도
코르테즈	1969년
와플	1971년
데이브레이크	1979년
테일윈드	1979년
에어포스	1982년
줌 시리즈	1983년
덩크 시리즈	1985년
에어맥스 시리즈	1987년
베이퍼맥스	2017년

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 아디다스 스테디셀러 제품군

모델명	출시연도
삼바	1950년
스탠스미스	1965년
가젤	1968년
슈퍼스타	1969년
울트라부스트	2015년
NMD	2015년

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 미국 Z세대 2022 F/W 신발 브랜드 선호도

순위	브랜드	선호율(%)
1	**나이키**	**60**
2	컨버스	10
3	**아디다스**	**7**
4	반스	7
5	크록스	2

자료: Piper Sandler, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 미국 Z세대 2021 F/W 신발 브랜드 선호도

순위	브랜드	선호율(%)
1	**나이키**	**57**
2	반스	11
3	**아디다스**	**9**
4	컨버스	7
5	풋락커	2

자료: Piper Sandler, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 미국 Z세대 2022 F/W 의류 브랜드 선호도

순위	브랜드	선호율(%)
1	**나이키**	**31**
2	룰루레몬	6
3	아메리칸 이글	6
4	H&M	4
5	쉬인	4

자료: Piper Sandler, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 미국 Z세대 2021 F/W 의류 브랜드 선호도

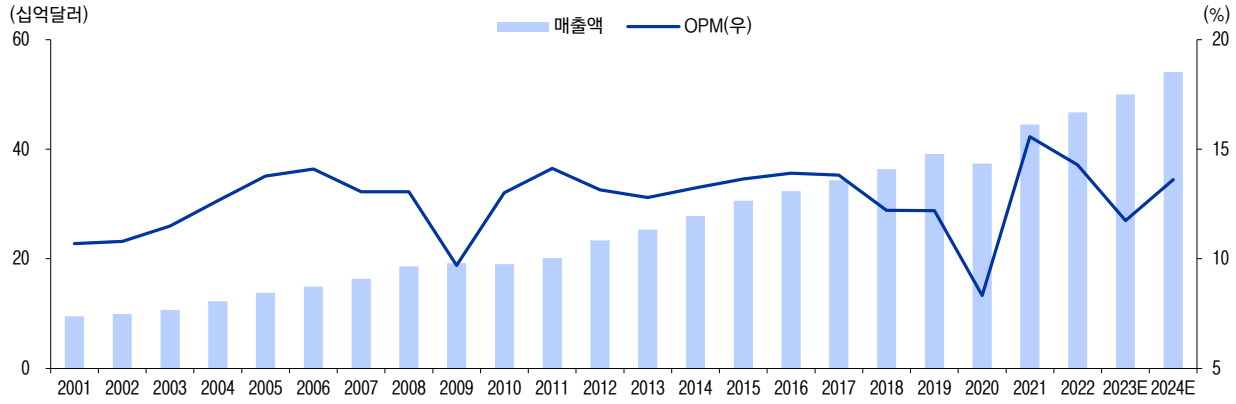
순위	브랜드	선호율(%)
1	**나이키**	**27**
2	아메리칸 이글	7
3	팩선	6
4	**아디다스**	**5**
5	룰루레몬	5

자료: Piper Sandler, 이베스트투자증권 리서치센터

Nike: 2022년 터널을 지났다

나이키는 글로벌 1위 소비재 기업으로, 신발·의류 부문에서 높은 점유율을 차지하며 전세계 남녀노소의 사랑을 받고 있다. SPA 기업들이 뜨고 지고 명품 브랜드의 유행이 바뀔 동안, 나이키는 단일 브랜드로서 높은 가치를 인정받아 왔다.

그림30 **나이키 연간 실적 추이 및 전망**



자료: 나이키, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 **글로벌 패션 기업 브랜드 가치**

(순위/연도)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	Nike	Nike	Nike	Nike	Nike	Nike	Nike
2	H&M	H&M	H&M	ZARA	GUCCI	GUCCI	Louis Vuitton
3	Louis Vuitton	ZARA	ZARA	Adidas	Adidas	Louis Vuitton	GUCCI
4	ZARA	Adidas	Adidas	H&M	Louis Vuitton	Adidas	Chanel
5	Cartier	UNIQLO	Louis Vuitton	GUCCI	Cartier	Chanel	Adidas
6	Hermès	Louis Vuitton	Cartier	Cartier	ZARA	ZARA	Hermès
7	UNIQLO	Hermès	Hermès	Louis Vuitton	H&M	UNIQLO	ZARA
8	Adidas	Rolex	GUCCI	UNIQLO	Chanel	H&M	H&M
9	Rolex	GUCCI	UNIQLO	Hermès	UNIQLO	Cartier	Cartier
10	Victoria's Secret	Cartier	Rolex	Rolex	Hermès	Hermès	UNIQLO
11	GUCCI	Donna Karan	Coach	Coach	Rolex	Rolex	Dior
12	Burberry	Victoria's Secret	Victoria's Secret	Victoria's Secret	Dior	Dior	Rolex
13	Tiffany & Co.	Under Armour	Chow Tai Fook	Dior	COACH	Tiffany & Co.	Tiffany & Co.
14	Under Armour	Chow Tai Fook	Tiffany & Co.	Tiffany & Co.	Tiffany & Co.	Chow Tai Fook	COACH
15	Michael Kors	Coach	Burberry	Burberry	Chow Tai Fook	COACH	Chow Tai Fook
16	Omega	Ralph Lauren	Dior	Chow Tai Fook	Victoria's Secret	The North Face	Burberry
17	Chow Tai Fook	Tiffany & Co.	Ralph Lauren	Prada	Burberry	Anta	Anta
18	Ralph Lauren	Burberry	Prada	The North Face	Anta	Victoria's Secret	Ray-Ban
19	Prada	Michael Kors	Under Armour	Omega	Ralph Lauren	Omega	Puma
20	The North Face	Prada	Armani	Ralph Lauren	Prada	Puma	The North Face

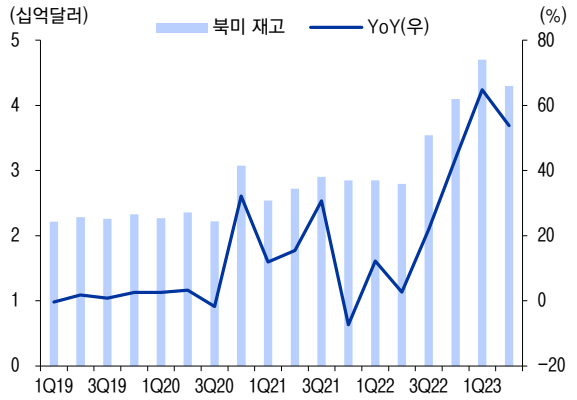
자료: Brand Finance, 이베스트투자증권 리서치센터

하지만 나이키라고 모든 상황이 긍정적인 것은 아니었다. 거의 모든 패션 기업들이 그랬듯, 나이키도 작년 한 해 동안 쌓여가는 재고와 실적 부진이라는 문제로 골머리를 앓았다. FY1Q23(2022년 6~8월) 실적 발표 당시에는 재고자산 증가, 공급망 차질, 인플레이션으로 인한 소비 부진, 중국 락다운 지속, 강달러 등에 의한 실적 부진 등 악재가 겹치며 장 마감 후 시간 외 주가가 -10% 가량 하락하기도 했다.

특히 재고 문제가 심각했는데, 북미 재고가 +65% 늘었고, 아직 창고에 들어가지도 못한 in transit 재고자산 증가율도 +85%에 달했다. 2H21 베트남 락다운 등 세계 공급망 혼란으로 인한 선적 지연이 두 시즌 연속 이어지자 상품 오더를 앞당겼는데, 공급망 혼란이 완화되면서 주문 상품들이 예상보다 일찍 도착한 것이 병목 현상을 빚은 영향이었다.

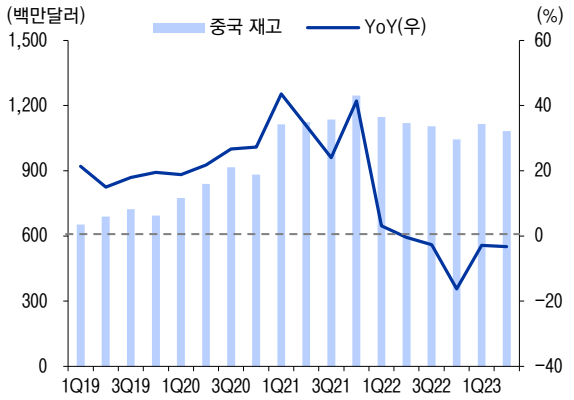
DTC 판매를 확대하면서 풋락커 등 도매상들에 대한 상품 공급을 크게 줄여 스스로 감당할 재고 물량이 늘어난 영향도 무시할 수 없었다. 재고 문제를 해결하기 위해 결국 대규모 할인 판매에 들어갈 수밖에 없었고, '재고 증가 → 할인 판매 → 마진 악화'라는 악순환이 발생했다.

그림31 **나이키 북미 재고자산 증감률**



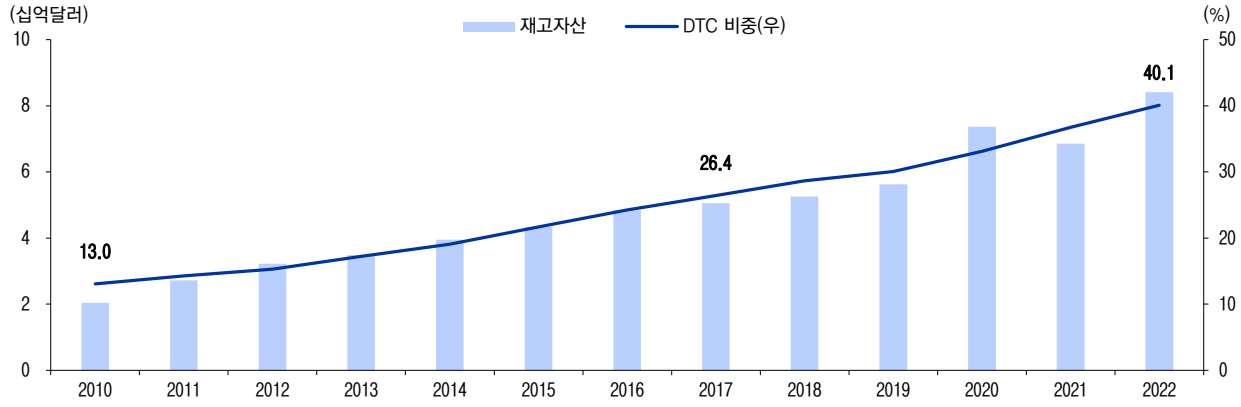
자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 **나이키 중국 재고자산 증감률**



자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 **나이키 재고자산 vs. DTC 비중**



자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

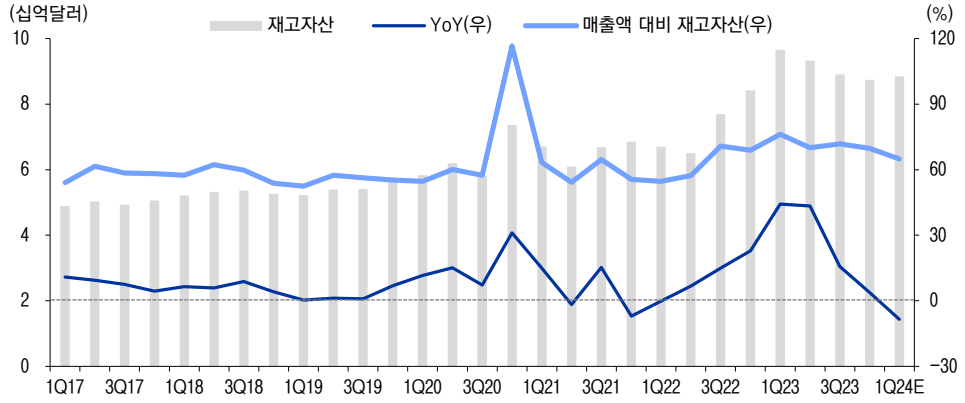
빠른 재고 소진, FY1Q24E Restocking 구간 진입

나이키는 FY2023 가이던스로 매출액 YoY +7~9% 성장, GPM YoY -0.25%p 감소를 제시했다. 빠른 재고 조정에 따라 매출액 가이던스가 기존(+4~6% 성장) 대비 상향 조정되었다. 이에 따라 회계연도 마지막 분기인 FY4Q23(3~5월)의 매출 가이던스는 YoY +0~3% 성장으로 제시되었다. 매출총이익률은 기존 가이던스(-0.2~0.25%p 감소)의 상단으로 변경되었는데, -0.15%p는 운임료 상승 영향이며 나머지 -0.1%p는 달러 환율 강세에 기인한다.

FY1H24E: 재고 소진 흐름이 좋다. FY3Q23 재고자산 증가율은 +15.6%로, 여전히 재고 레벨이 낮다고 말할 수는 없지만 빠른 증가폭 감소는 분명 긍정적이다(재고자산 증가율: FY4Q22 +22.8% → FY1Q23 +44.2% → FY2Q23 +43.3% → FY 3Q23 +15.6% YoY).

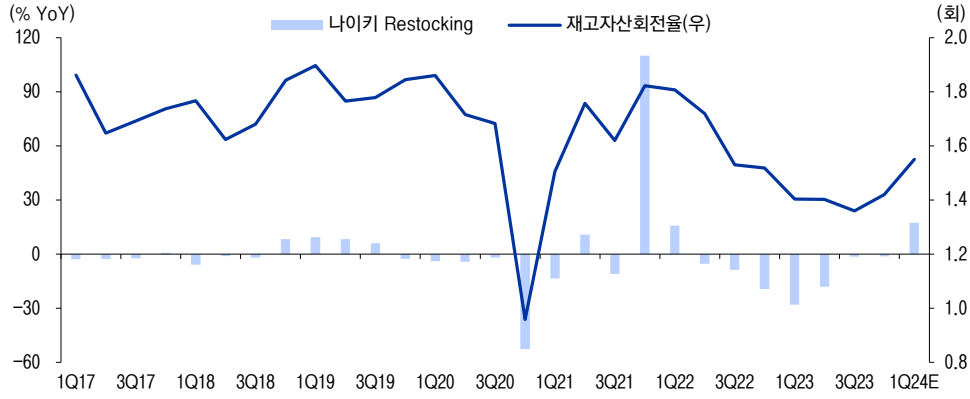
현재 나이키의 재고회전율은 1.4회로 업계 대비로는 양호하나 코로나19 발생 이후 가장 낮은 수준으로, 분기를 거듭하며 회복될 전망이다(재고 증감률: FY4Q23E +3.8% → FY1Q24E -8.5%). 업황 반등 시점은 Restocking 수요가 다시 살아나는 FY1Q24E로 전망한다. 6~8월 재고 비축의 초입에 들어서며 9~11월까지 흐름이 이어지겠다.

그림34 **나이키 분기별 재고자산 추이 및 전망**



자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 **나이키 Restocking vs. 재고자산회전율**



자료: 나이키, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

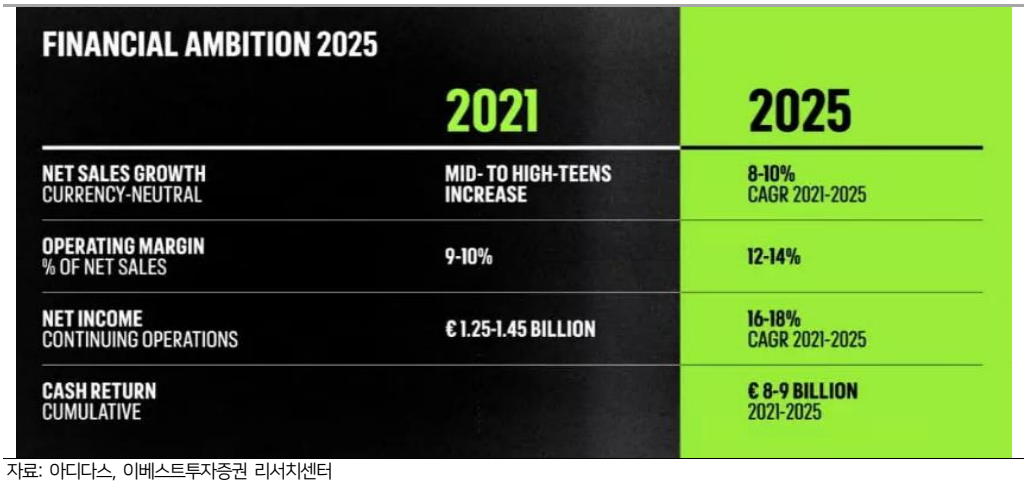
Adidas: 나이키의 유일한 대항마

아디다스는 글로벌 2위, 세계 시장 점유율 18%의 스포츠신발 업체다. 2021년 5개년 전략 'Own the Game'을 발표하고 시행하고 있다. 실적 목표는 2021~2025 CAGR 매출액 성장률 +8~10%, 순이익 성장률 +16~18% 및 영업이익률 12~14% 달성이다.

주요 내용은 1)디지털 트랜스포메이션: 이커머스 비중 확대 및 아디다스 멤버쉽 가입자 수 1.5억명에서 5억명으로 확대, 2)소비자 직접 판매: DTC 비중 50%로 확대, 3)오프라인 매장: Halo 매장 확대 vs. 컨셉 매장 제한 운영, 4)지속 가능성: 친환경 소재를 활용한 상품 개발, 5)전략 도시 추가: 기존 6개의 전략 도시(런던, LA, 뉴욕, 파리, 상하이, 도쿄)에 6개(서울, 베이징, 두바이, 베를린, 멕시코시티, 모스크바) 추가, 현지 트렌드에 맞는 마케팅 활동을 통해 점유율 상승 목표, 6)여성 시장 강화, 7)운동 선수 스폰서십 강화 등이다.

최근 인플레이션 및 중국 부진 등 매크로 이슈, 과잉 재고 문제, 연간 매출의 10%를 차지하던 Yezzy 파트너십 종료 등으로 어려운 시기를 겪고 있으나, 신임 CEO 비외른 굴덴 선임, 업황 회복 등 턴어라운드에 대한 기대감도 커지고 있다.

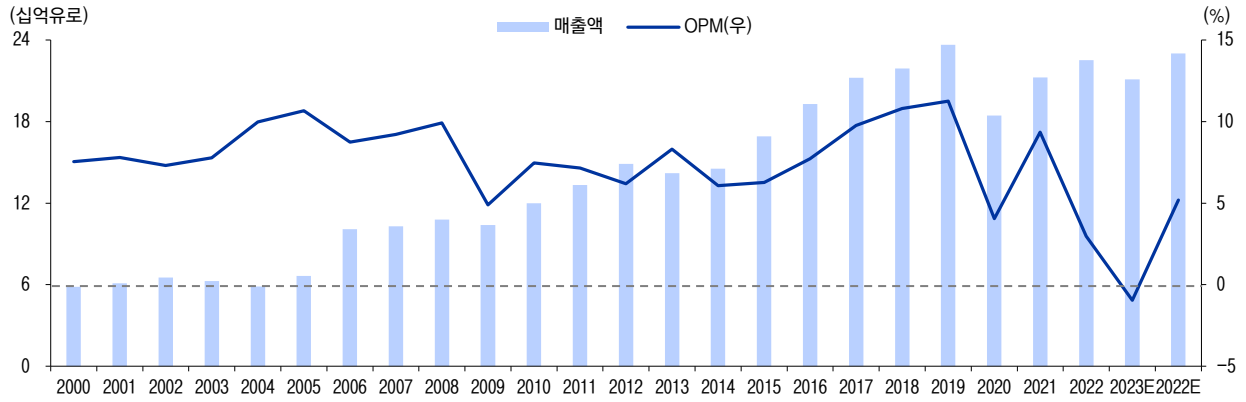
그림36 2021-2025 아디다스 5개년 전략: Own the Game



FINANCIAL AMBITION 2025	2021	2025
NET SALES GROWTH CURRENCY-NEUTRAL	MID- TO HIGH-TEENS INCREASE	8-10% CAGR 2021-2025
OPERATING MARGIN % OF NET SALES	9-10%	12-14%
NET INCOME CONTINUING OPERATIONS	€ 1.25-1.45 BILLION	16-18% CAGR 2021-2025
CASH RETURN CUMULATIVE		€ 8-9 BILLION 2021-2025

자료: 아디다스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 아디다스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 아디다스, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

아디다스 전환의 해, 3Q23E Restocking 구간 진입

아디다스는 2023년 가이던스로 매출액 -7~-9% YoY(환 효과 제외 시) 감소, UOP BEP 수준, 영업손실 -7억유로를 제시했다. 작년 10월 파트너십이 종료된 Yeezy 관련 손실로 매출액단에 12억유로, 영업이익단에 5억유로가 반영된 수치다. 일회성 비용 2억유로도 포함되었다.

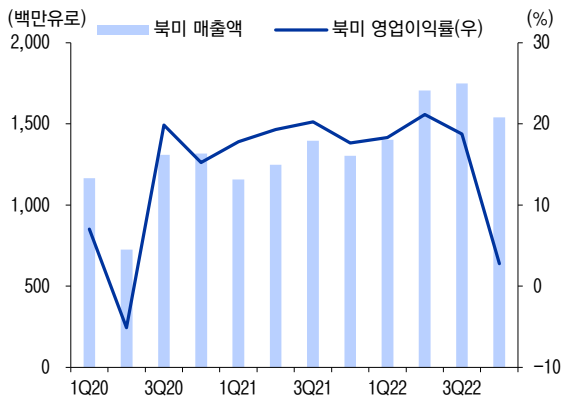
1H23E: 현재 아디다스의 재고자산회전율은 0.8회로 코로나19 발생 이후 가장 낮은 수준이다. 4Q22 재고자산 증가율은 +49.0%로 직전 분기 증가율(+72.4%) 대비로는 크게 감소했으나, 매출액 대비 재고자산 비율이 114.7%에 달하는 등 제고 레벨은 여전히 높은 수준이다. 비외른 굴덴 CEO가 실적 발표에서 강조했던 것처럼, 아디다스는 올해 재고 소진에 박차를 가할 전망이다(재고자산 증감률: 1Q23E +10.9% → 2Q23E -14.5%).

효과적인 재고 소진을 위해 단기적인 전략으로 홀세일 비즈니스를 적극 권장할 계획이다. 굴덴은 홀세일 리테일러들이 최고의 파트너라고 강조하면서 향후 마케팅 전략으로 도매 비즈니스가 최우선, DTC는 다음 순위라고 밝혔다. 풋락커 등 주요 홀세일 파트너들과 전략적 파트너십을 체결하겠다는 의지도 보였다.

중국 리오프닝에 따른 중화권 실적 회복도 기대해볼 수 있다. 중국은 2020년 매출 비중이 24%를 차지했을 정도로 중요한 시장이었으나, 2021년 궈차오 소비 활성화 및 신장 면화 사용 금지 관련 보이콧, 2022년 강력한 제로코로나 정책으로 인한 락다운 등으로 실적 부진이 계속되었다(중국 매출 비중: 2021년 22% → 2022년 14%).

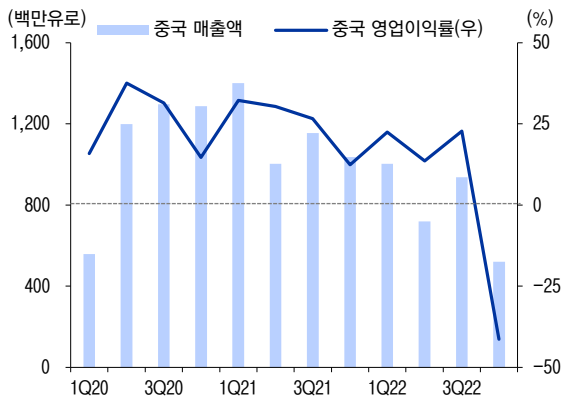
특히 지난 4Q22에는 제로코로나 정책 해제 이전의 주요 도시 봉쇄와 해제 이후 확진자 수 급증으로 인해 매출액은 -49.9% YoY 감소했고, -2억유로의 영업손실을 기록했다. 2Q22E 이후 중국 소비 활성화에 따른 실적 회복 및 수혜가 기대된다.

그림38 **아디다스 북미 매출액 및 영업이익률 추이**



자료: 아디다스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 **아디다스 중국 매출액 및 영업이익률 추이**



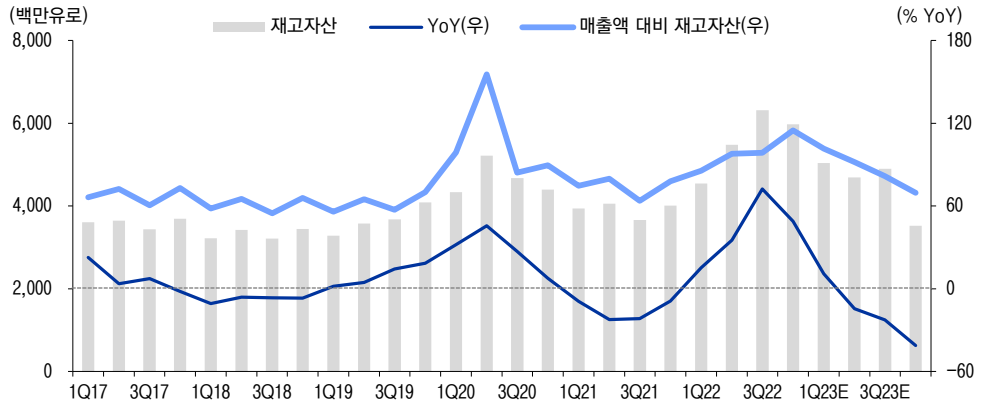
자료: 아디다스, 이베스트투자증권 리서치센터

2H23E: 업황 반등이 예상된다. 정상 재고 수준으로 돌아온 뒤(재고자산 증감률: 3Q23E -22.5% → 4Q23E -41.1%), 재고 비축 구간에 들어설 전망이다. 낮아져있는 재고 레벨 하에서, F/W 스포츠화 성수기인 10~11월을 앞두고 활발한 Restocking 수요가 예상된다.

공격적인 신제품 출시도 Restocking 수요 증가에 한 몫 하겠다. 굴덴은 취임 후 첫 대형 프로젝트로 지난 2월 Z세대를 겨냥한 레이블 '아디다스 스포츠웨어(Adidas Sportswear)'를 런칭했다. 아디다스 오리지널(패션)과 퍼포먼스(스포츠) 중간의 라이프스타일 성격으로, 동사가 50년 만에 신규 카테고리를 출시했다는 점이 주목할 만하다.

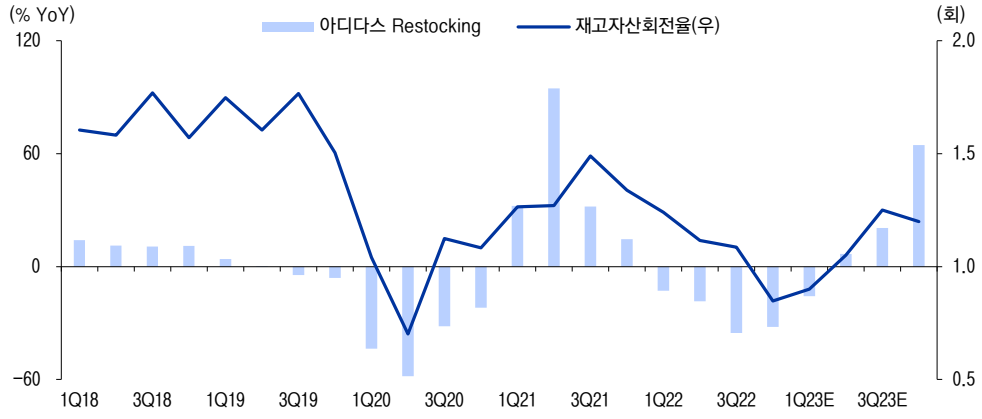
스포츠화 신제품은 러닝화 '에이브린(AVRYN)'이 대표적인데, 부스트와 바운스 기술을 적용해 편안함과 유연함을 강조하면서도 모노메쉬 소재의 갑피로 스포티한 디자인을 더해 데일리 아이템으로 활용도를 높였다. 추가적인 스포츠화 신제품도 쏟아져나올 전망이다.

그림40 **아디다스 분기별 재고자산 추이 및 전망**



자료: 아디다스, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 **아디다스 Restocking vs. 재고자산회전율**



자료: 아디다스, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

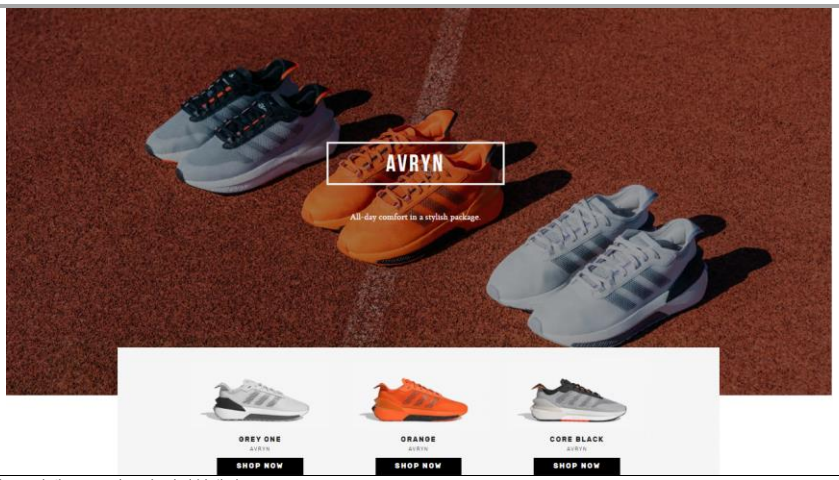
그림42 아디다스 스포츠웨어(Adidas Sportswear): 모델 손흥민

자료: 아디다스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 아디다스 스포츠웨어(Adidas Sportswear): 모델 제나 오르테가(드라마 웬즈데이)

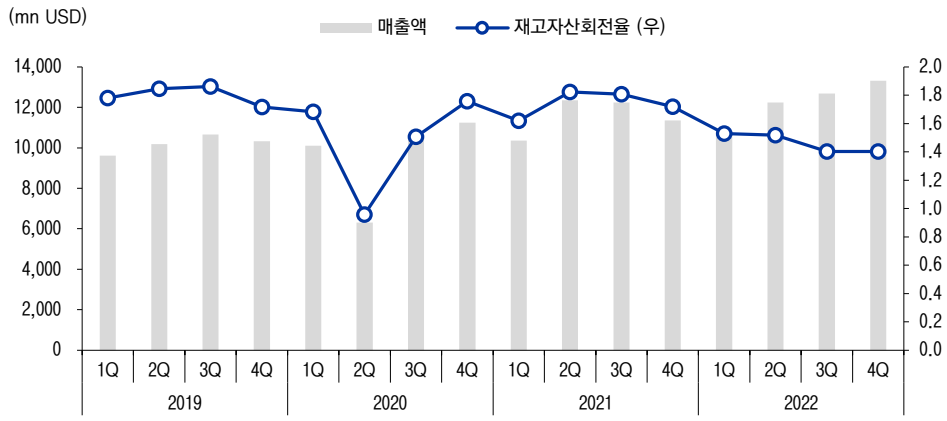
자료: 아디다스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 아디다스 스포츠화 신제품: 에이브린(AVRYN)



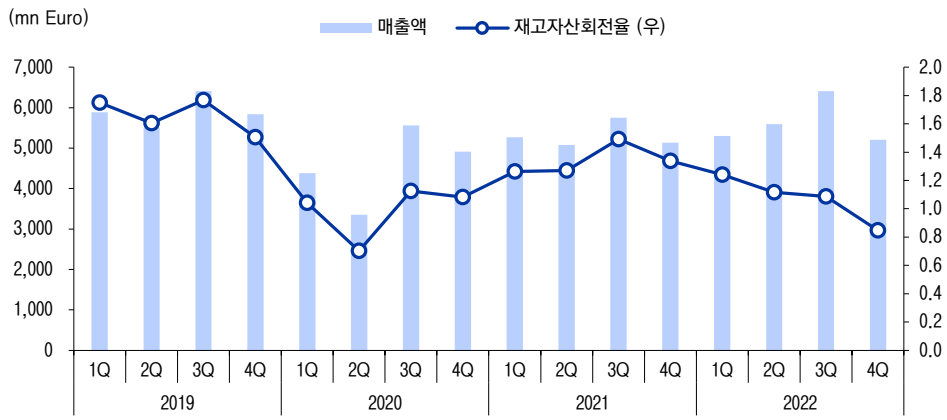
자료: 아디다스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 **나이키 매출액과 재고자산 회전율 추이**



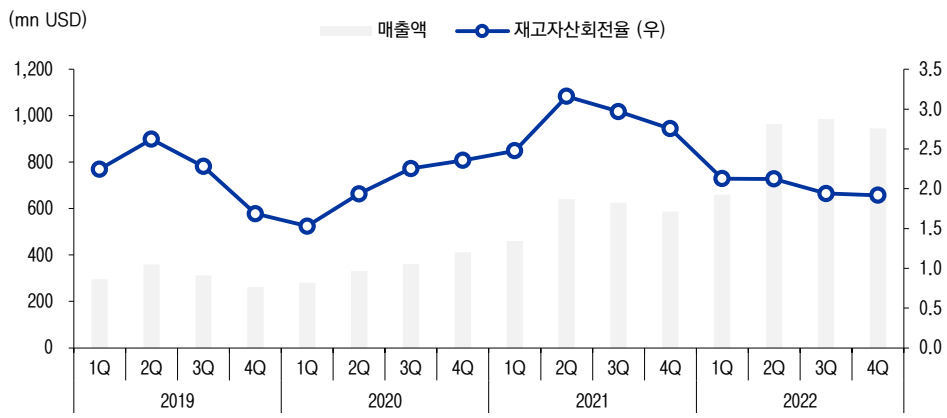
자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 **아디다스 매출액과 재고자산 회전율 추이**



자료: 아디다스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 **크록스 매출액과 재고자산 회전율 추이**



자료: 크록스, 이베스트투자증권 리서치센터

트렌드 변화 1. 리테일 업계를 휩쓴 DTC 열풍

지난 몇 년간 리테일 업계의 트렌드는 'DTC 전략'이었다. DTC(Direct to Customer)란 대형 유통 업체나 플랫폼을 거치지 않고 고객을 바로 자사몰로 유입시켜 소비자에게 직접 판매하는 방식을 말한다. 2024E 미국 DTC 매출액은 2,129억달러로 증가세를 이어갈 전망이며, 전체 이커머스 매출액 중 16%의 비중을 차지할 것으로 예상된다.

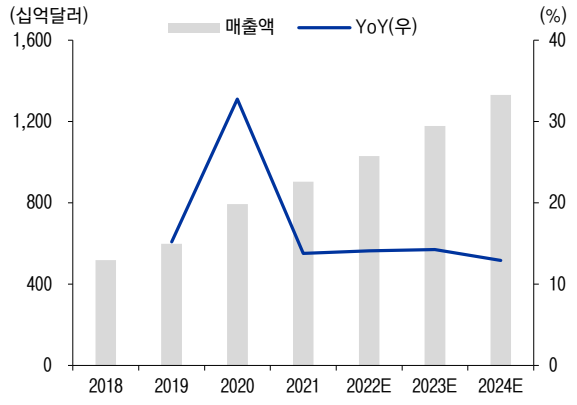
DTC 전략은 강력한 브랜드력과 고객 로열티가 필수적이기 때문에 아무 기업이나 도전할 수 없지만(희소가치가 있는 루이비통, 구찌 등 럭셔리 브랜드의 DTC 비중 90%), 성공할 경우 여러 장점이 있다.

1)고객 경험: 소비자와 직접적으로 소통함으로써 브랜드와 소비자 간의 관계를 강화할 수 있다. 고객 데이터를 직접 수집하고 분석할 수 있기 때문에, 필터링 되지 않은 피드백을 받을 수 있고 소비자의 니즈를 빠르게 반영할 수 있다. 소비자의 취향과 구매 패턴 등을 파악하고, 이를 기반으로 신제품 개발 및 마케팅 전략을 구성할 수 있다.

2)비용 절감: 직접 판매를 통해 매출과 수익성을 동시에 잡을 수 있다. 통상적으로 직접 판매는 도매 유통 대비 약 10~15%, 소매 업체와 비교해서는 약 15~40%의 비용을 절감할 수 있다. 중간 유통 마진의 감소로 기존 도소매 채널에 비해 적은 비용으로 제품을 판매할 수 있기 때문에 가격 경쟁력이 생긴다.

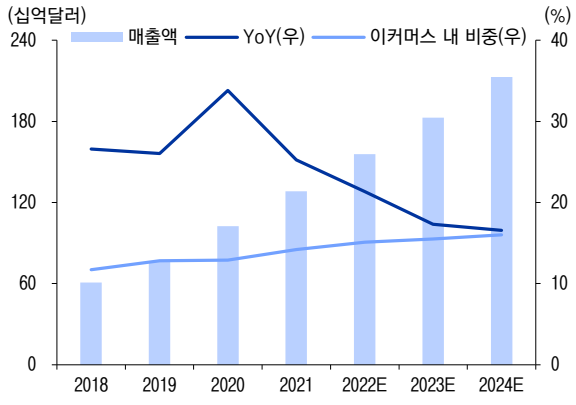
3)통제권 확보: 도소매점에 대한 의존도를 낮추고, 제조, 마케팅, 유통 등 유통 전반에 걸쳐 통제권을 확보해 시장에서의 경쟁력을 확보할 수 있다. 가격을 직접 관리해 무분별한 할인 판매를 지양하고 브랜드 에쿼티를 지킬 수 있다.

그림48 **미국 이커머스 매출액 추이 및 전망**



자료: eMarketer, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 **미국 DTC 이커머스 매출액 추이 및 전망**



자료: eMarketer, 이베스트투자증권 리서치센터

나이키의 성공: 홀세일 → 온라인 → DTC

DTC 전략의 성공 사례로 손꼽히는 대표적인 기업이 **나이키**다. 나이키는 2005년 패션 기업들 중 가장 먼저 DTC 전략을 시작했다. 이익이 적은 점포를 정리하고, 직영점 및 온라인 자사몰을 통한 직접 판매를 늘렸다. 한국에서는 2008년부터 손실이 나는 대리점 매장을 단계적으로 축소했다.

2012년에는 '나이키 플러스(Nike +)'라는 디지털 서비스를 출시했다. 나이키 플러스는 나이키의 공식 멤버십 어플리케이션으로, 나이키 제품 구매, 운동 중 데이터 수집, 주변 사람들과 경쟁, 피드백 공유 등 다양한 기능을 제공한다. 나이키 플러스 멤버십 사용자들의 평균 구매 금액은 일반 자사몰 사용자 대비 3배에 달한다고 한다.

2017년에는 제품 생산 속도와 DTC 연결을 두 배 이상 혁신하겠다는 방향성(Triple Double Strategy, 2017년 6월)을 발표하며 DTC 전략에 더욱 드라이브를 걸었다. 그동안 나이키 매장뿐 아니라 백화점, 신발 전문 매장, 스포츠 용품 매장, 온라인 오픈마켓 등 다양한 채널에서 나이키 제품 구매가 가능했지만, 이러한 유통 채널을 정리해 소비자들에게 나이키가 직접 물건을 판매하는 비중을 늘리기로 한 것이다.

리테일러들과의 계약 종료

구체적인 전략으로는 온오프라인 3만개의 홀세일 파트너 중 40개만 남기고 생산 일정을 절반으로 단축하며 더욱 차별화된 제품 라인에서 많은 매출을 올리겠다는 목표를 세웠다. 이에 따라 풋락커에 대한 공급 물량을 줄였으며, 딜라즈, 메이시스, 어반아웃피터스, 올림피아스포츠, 슈소우, 잡스, DWS스토어, Sports Direct(2019년), Famous Footwear(2019년), Zappos(2020년) 등 많은 리테일러들과의 계약이 종료되었다.

2019년 11월에는 무려 아마존에서 판매 중이던 모든 상품의 철수를 발표했다. 당시 나이키의 홀세일 채널 매출이 전체 매출의 84%에 육박, 그중에서도 아마존 의존도가 온라인 매출의 50% 이상을 차지했음을 감안하면 과감한 결정이었다.

기술 개발에도 많은 투자를 시작했다. 인공지능으로 고객 행동을 분석해 수요를 예측하는 '셀렉트(Celect)', 고객 취향 및 행동을 분석하는 '조디악(Zodiac)', 소비자가 집에서 발 사이즈를 측정해 맞춤형 신발을 주문할 수 있는 '인버텍스' 등 다양한 테크 기업을 인수하며, 한 차원 진화된 비즈니스를 구상했다.

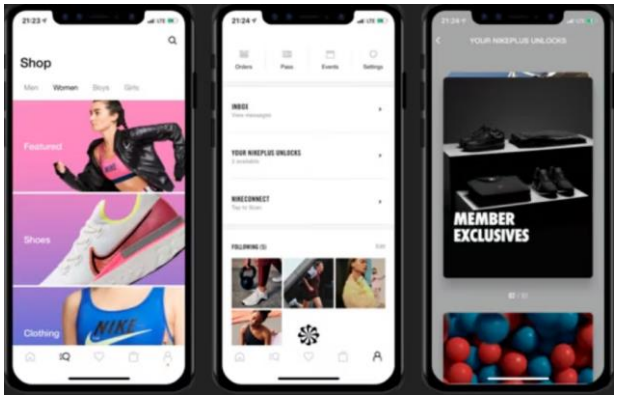
결과는 성공적이었다. 2021년 나이키의 DTC 판매 비중은 거의 40%에 육박할 만큼 커졌다(DTC 외 도소매 비중: 2011년 84% → 2021년 61%). 코로나19 팬데믹이 DTC로의 전환을 더욱 가속화하기도 했다. 비대면 소비가 활성화되고 온라인 중심의 소비 패턴이 자리 잡았기 때문이다. 현재 나이키의 목표는 2025년까지 DTC 매출 비중을 60%까지 늘리는 것이다.

아디다스도 DTC

아디다스도 이에 질세라 DTC로의 전환을 강하게 추진했다. 2021년 5개년 경영계획 발표에서 DTC 전략을 전면에 내세우면서, 목표 매출 성장의 80% 이상을 DTC에서 견인하고 2025년까지 DTC 매출 비중을 전체의 50%까지 끌어올리겠다는 목표를 발표했다. 고객 로열티를 확보하기 위해 멤버십에도 드라이브를 걸었다. 2025년까지 회원 수를 기존 1.5억명에서 약 5억명으로 3배 늘리고, 이커머스 매출액도 2배 이상 확대할 계획이다.

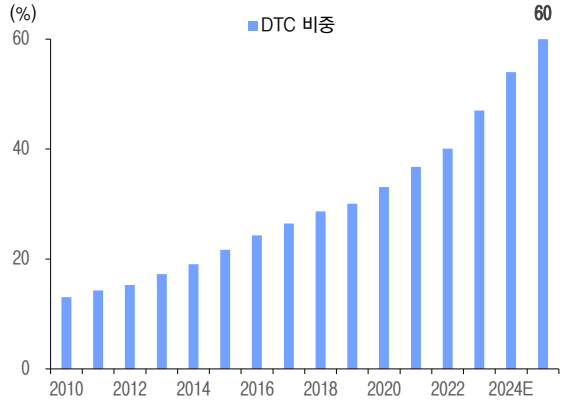
2022년 기준 아디다스의 채널별 매출 비중은 DTC 39%(이커머스 20%+직영소매점 19%), 홀세일 61%다. 코로나19로 인해 이커머스 비중이 급격히 늘어났던 2020년 대비로는 소폭 낮아졌지만, 여전히 DTC가 40%대의 높은 비중을 차지하고 있다.

그림50 **나이키 플러스 멤버십 어플리케이션 화면**



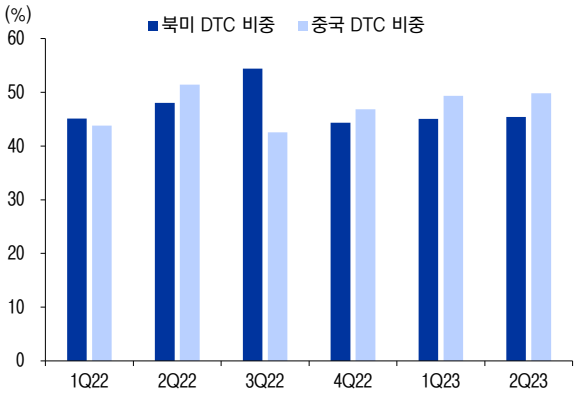
자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 **나이키 DTC 비중 추이 및 목표**



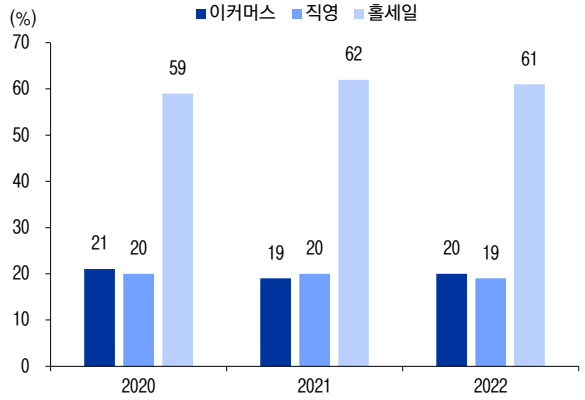
자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 **나이키 주요 지역별 DTC 비중 추이**



자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 **아디다스 채널별 매출 비중 추이**



자료: Adidas, 이베스트투자증권 리서치센터

삼바, 가젤 사고 싶은데 매장엔 없는 이유

나이키, 아디다스 등 초대형 브랜드는 대형 상권에 플래그십 스토어를 배치하여 광고 효과를 내고, 매출은 DTC에서 일으키는 방향을 추구하고 있다. '플래그십 스토어'란 주력·대표 매장이라는 뜻으로 브랜드의 성격과 이미지를 극대화한 매장이다. 2000년대 초반 마케팅의 중심이 제품에서 브랜드로 이동하면서 럭셔리 브랜드를 중심으로 확산된 모델이다.

나이키: 전세계에 퍼져 있는 나이키 컨셉 매장의 공통점은 디지털 기술을 적극 활용하여 고객 경험을 높였다는 점이다. 가장 대표적인 곳은 뉴욕 맨해튼의 플래그십 스토어 '하우스 오브 이노베이션 000'으로, 나이키 앱 사용자들의 정보를 기반으로 특정 지역 내 소비자들에게 적합한 서비스를 제공하는 나이키 라이브(Nike Live)를 바탕으로 만들어진 매장이다.

한국에는 2021년 9월 명동 눈스퀘어에 나이키 라이즈(Nike Rise) 컨셉의 세계 두 번째 매장인 '나이키 서울'을 오픈했다. 총 3층, 700평 규모의 메가스토어로 스포츠 펄스, 스포츠 허브, 그랩-앤-고, 브로드캐스트 부스, 인사이드 트랙 등 디지털 기술이 접목된 공간이다.

아디다스: 브랜드 아이덴티티를 보여줄 수 있는 대형 매장을 운영하고 있다. 전세계에서 가장 큰 아디다스 플래그십 스토어는 뉴욕 5번가에 위치해 있다. 지속가능경영의 일환으로 Parley for the Oceans와 함께 제작한 해양 플라스틱 재활용 행거 및 마네킹 등을 사용했다.

한국에는 2023년 1월 명동 엠플라자에 '아디다스 브랜드 플래그십 서울(BFS Seoul)'을 오픈했다. 총 2층, 757평 규모의 메가스토어로, 브랜드의 전 카테고리 제품(약 1,270개)가 비치되어 있다. 최근 엄청난 인기를 끌고 있는 스테디셀러 모델 '아디다스 삼바' 한정 판매 소식에 매장 오픈 전날부터 많은 인파가 몰리기도 했다.

초대형 규모 매장 신설에 따른 부작용도 있다. 기존 오프라인 대리점들을 공격적으로 줄여야 하기 때문이다. 최근 아디다스코리아는 수백 개에 달하는 매장을 2024년까지 20개 정도로 줄이고 초대형 규모 매장들을 신설한다는 계획 하에 일방적으로 대리점 계약을 해지하면서 가맹점주와의 갈등이 격화되고 있기도 하다.

그림54 **나이키 뉴욕: 하우스 오브 이노베이션 000**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 **아디다스 서울: 브랜드 플래그십 서울(BFS Seoul)**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

흔들리는 DTC 전략?

최근 미국/유럽 패션 기업들의 재고 문제가 불거지면서 DTC 전략의 지속가능성에 대한 의문을 제기하는 이들이 늘고 있다. 와비파커(안경), 캐스퍼(매트리스), 글로시에(화장품), 올버즈(친환경 운동화), 펠로톤(홈피트니스) 등 DTC로 시작해 성장한 것으로 유명한 기업들도 최근 판매처를 다변화하고 있다.

올버즈는 2022년 5월 잘란도 및 딕스스포팅굿즈와 유통 파트너십을 맺은 바 있으며, 6월에는 노드스트롬 백화점 14곳에 입점했고, 최근 노드스트롬 온라인몰에서도 판매를 시작했다. 글로시에 또한 2023년부터 세포라 매장과 온라인몰에서 제품을 판매하기로 했다.

나이키도 홀세일 파트너들과 계속해서 전략적 파트너십을 구축해나갈 것이라고 밝혔으며, 최근에는 영국 JD스포츠와 파트너십 계약을 체결했다. 과거 아마존과의 계약 종료, 풋락커 공급 물량 제한 등 거래선을 크게 정리했던 것과 대조적이다. 아디다스도 마찬가지다. 재고 과잉 문제를 해결하기 위해 당분간 DTC보다는 홀세일 판매를 최우선으로 실시하겠다는 계획을 밝혔다.

DTC 기조 자체가 아예 끝난 것은 아니다. 유통 업체 수는 줄이되, 핵심 파트너사들과의 관계는 더 공고히 하겠다는 의지로 해석된다. 최근 물가 상승 등 부정적인 매크로 환경과 소비 심리 악화 및 선택형 소비재에 대한 지출 둔화 등을 타개하기 위한 **일시적인 움직임**으로 볼 수 있다.

트렌드 변화 2. ESG 경영 본격화, 친환경 소재는 선택이 아닌 필수

ESG 경영은 2020년 세계 최대 자산운용사 블랙록이 ESG를 투자 결정의 기준으로 삼겠다고 발표하면서 본격화됐다. 글로벌 패션기업은 환경문제와 관련해 컨셔스(Conscious) 방침을 강조하고 있는데, 컨셔스는 소재 선택부터 제조 공정까지 지속가능하고 친환경적으로 생산된 의류를 선호하는 트렌드를 말한다. 글로벌 스포츠 브랜드들도 트렌드에 맞춰 플라스틱을 재활용한 섬유와 원사를 개발하거나, 의류 생산 과정에서 폐수와 오수를 줄이고, 사용된 의류를 다시 재활용하는 업사이클 패션 라인을 확대하고 있다.

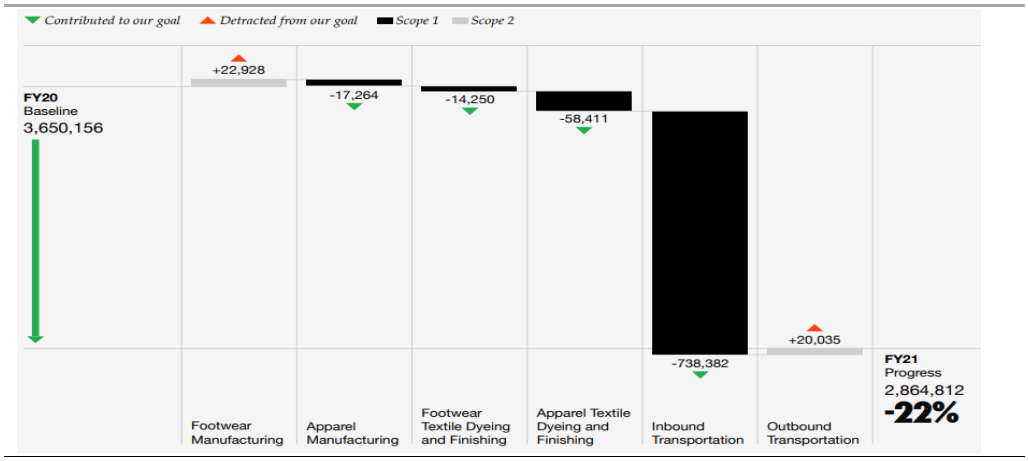
브랜드사의 친환경 경영 방침 요구로 OEM/ODM 업체와 원부자재 공급업체도 기업 목표를 ESG 목표에 맞추고 경영환경 변화에 대응하고 있다. 화승엔터프라이즈는 온실가스 배출 제한을 위해 유엔기후변화협약(UNFCCC)에 가입했으며, 2030 년까지 온실가스 배출량 -30% 감축 목표를 세웠다. 아셈스는 2005 년 나이키 벤더 최초로 친환경 무이형지 핫멜트 접착필름 업체로 등록되었다.

표9 **2025 년 타겟 나이키 지속가능경영 목표**

항목	내용
탄소배출	나이키 운영시설 온실가스 배출량 70% 감소 제조 및 운송과정에서의 온실가스 배출 절감
쓰레기	제조 유닛당 쓰레기 배출량 10% 감축
물사용	완제품 폐기물 재활용 및 기부 활용 염색수 사용량 25% 감소
화학제품	공급망 전방에 청정 화학 물질을 대안으로 채택

자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 **나이키가 매년 발표하는 밸류체인 상에서의 탄소배출 절감 관리 리포트**



자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 화승엔터프라이즈 2025 년 경영목표

자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 아셈스의 친환경 소재와 주요 고객사

자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

2022년 나이키는 어패럴 신소재 '나이키 포워드(NIKE FORWARD)'를 발표했다. 나이키 포워드의 핵심은 소재였다. 원사를 만드는 대신 버려진 플라스틱을 가공한 재생원료로 섬유를 만들었고, 여러 개의 얇은 레이어를 '니들 펀칭' 기술로 연결했다. 나이키 포워드는 기존 니트플리스 대비 탄소배출량이 75% 적다.

2012년 개발하여 업그레이드 중인 니트소재 신발 '플라이니트'는 기존의 갑피 제작 방식 대비 폐기물 배출량이 평균 60% 적은 정밀 설계로 제작된 경량 소재로 제작, 한 켤레의 갑피를 만들 때 6-7개 플라스틱 물병이 재활용된다.

나이키는 최근 플라이니트 신발의 염색원사를 무수염색사를 적용한 제품 생산을 검토 중인 것으로 알려졌는데, 이는 선택 여부의 문제가 아닌 생산 시점의 문제로 보여 진다. 무수염색사는 폐수가 발생하지 않아 나이키의 폐기물, 담수사용 목표와도 일맥상통하기 때문이다.

표10 **주요 스포츠브랜드의 니트 운동화 라인**

	나이키	아디다스
니트운동화란?	폴리에스테르 직물을 니트 스웨터나 양말처럼 짜서 만드는 운동화	
특징	160g~250g의 가벼운 무게, 높은 통기성, 우수한 유연성, 편안한 착화감, 친환경	
명칭	플라이니트(Flyknit)	프라임니트(Primeknit)
출시	1H12	2H12
가격	USD 130 ~	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 **2022 년 나이키가 발표한 신소재 어패럴 '나이키포워드'**

자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 **2012 년 나이키가 발표한 친환경 스포츠화 플라이니트**

자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

시장 변화에 따른 생산업체 실적점검

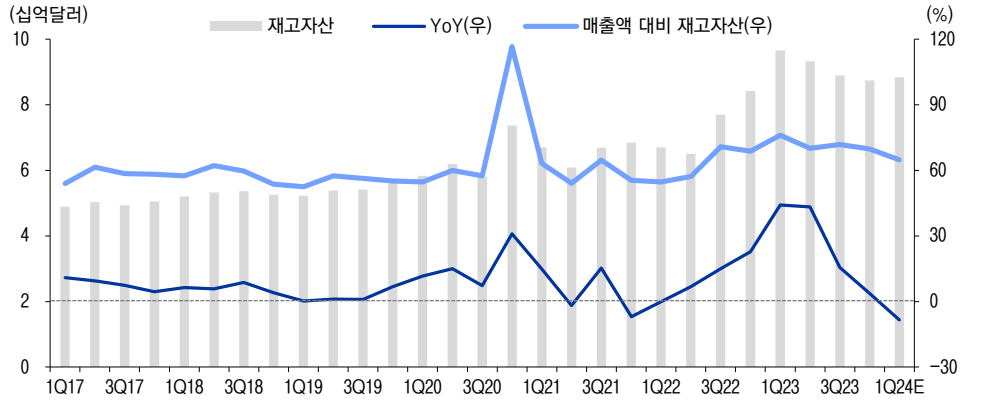
시장 변화에 따른 생산업체 실적점검

브랜드사 하반기부터 재고 리스탁킹, 생산업체 실적 상저하고 예상

업황 반등 시기에는 브랜드 회사의 재고 리스타킹 과정에서 ODM/원부자재 회사의 매출이 브랜드 회사 매출 보다 빠르게 반등한다. 당사는 2023년 하반기부터 글로벌 스포츠화 브랜드 회사의 본격적인 재고 리스탁킹이 있을 것으로 전망한다. 이에 따라 화승엔터, 아셈스를 포함한 주요 스포츠화 ODM/원부자재 회사의 실적도 상반기 보다는 하반기에 의미있는 이익 증가를 기록할 것으로 예상한다.

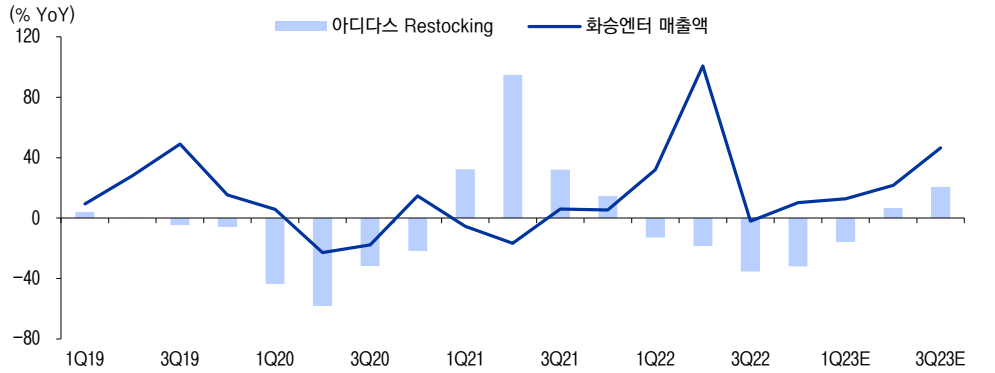
생산업체별로 수익구조와 성장전략이 다르기 때문에, 스포츠화 업황 반등 시기에 가동률 상승에 따른 영업레버리지 효과가 크고, 트렌드 변화에 적합한 신사업 성과가 가시적인 회사들을 선별해서 투자하는 것을 추천한다. 파트3에서는 이를 반영해 화승엔터프라이즈와 아셈스의 실적을 점검해 보고자 한다.

그림61 **나이키 분기별 재고자산 추이 및 전망**



자료: 나이키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 **아디다스 Restocking vs. 화승엔터프라이즈 매출액**



자료: 아디다스, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 공급자 매출액 1개 분기 후행

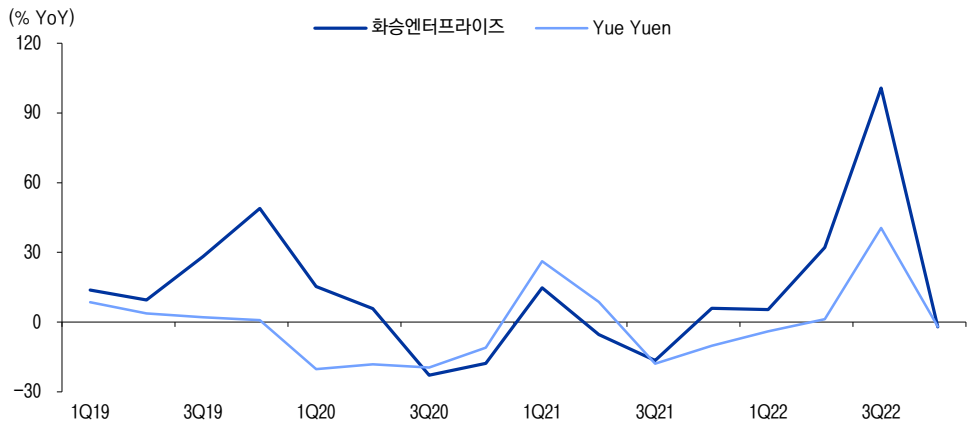
화승엔터프라이즈: 2Q23E부터 업황 반등

화승엔터프라이즈는 아디다스의 Top 2 생산업체로, 2022년 기준 점유율 21%를 차지하고 있다. 참고로 아디다스는 화승그룹, Pou Chen, PRB&EVN, Shangway 등 9개 생산 업체의 비중이 전체의 98% 이상이다.

동사의 2023E 실적은 매출액 1억 7,880억원(+8.1% YoY), 영업이익 846억원(+60.3%, OPM 4.7%), 지배주주순이익 596억원(흑전, NPM 3.3%)으로 전망된다. 하반기로 갈수록 가동률 정상화에 따른 영업 레버리지 효과가 본격화되며 뚜렷한 상저하고 흐름이 예상된다.

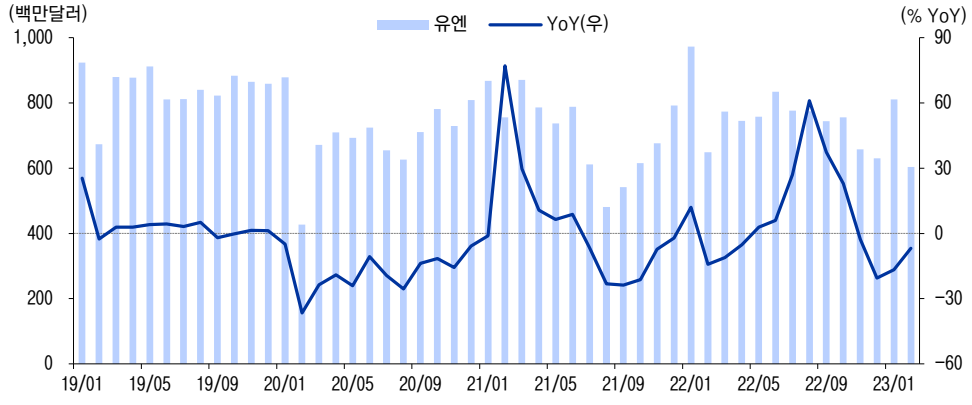
1Q23E: 고객사 아디다스의 재고 소진이 지연되며 다소 슬로우한 분기가 되겠다. 대만 Peer Yue Yuen의 월매출액은 2022년 11월 감소세로 돌아섰으나, 올해 2월 감소폭이 줄어드는 모습을 보여 긍정적이다(Yue Yuen 월매출: 2022년 11월 -2.8% → 12월 -20.5% → 2023년 1월 -16.7% → 2월 -6.9% YoY). 2Q23E: 전방의 Restocking 구간 진입 시작(3Q23E)에 앞서 동사의 물량 증대가 기대된다(그림 74, 75, 76 참고).

그림63 **화승엔터 vs. Yue Yuen 매출액 추이**



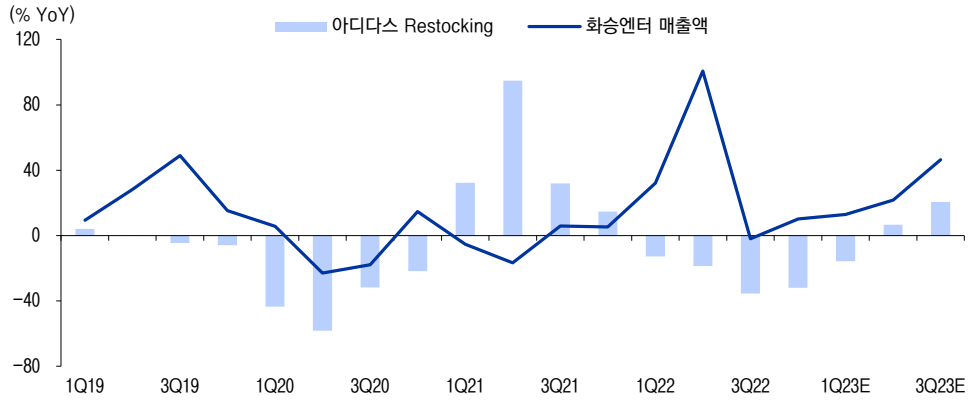
자료: 아디다스, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 **Yue Yuen 월별 매출액 추이**



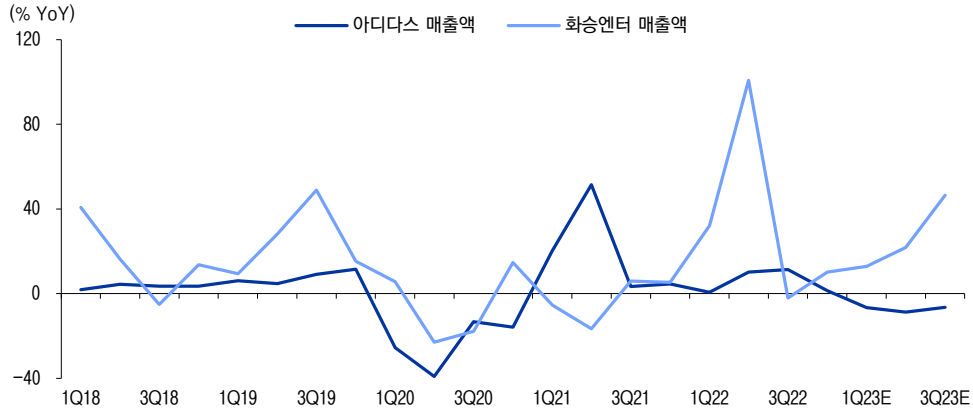
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 아디다스 Restocking vs. 화승엔터프라이즈 매출액



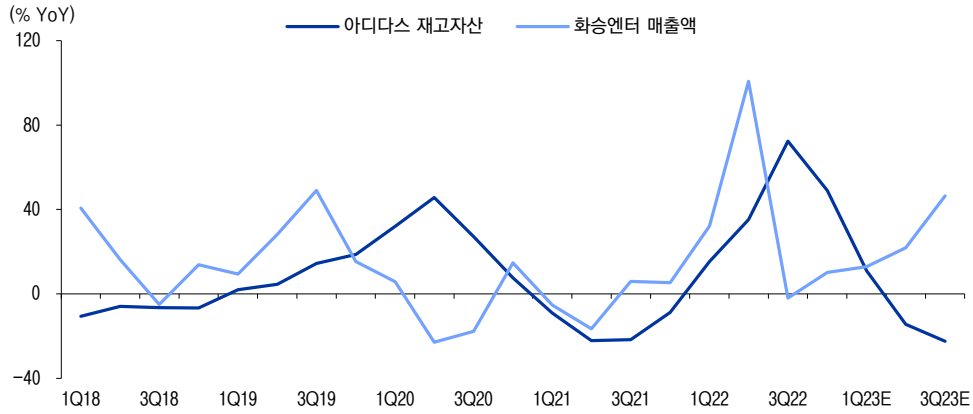
자료: 아디다스, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 공급자 매출액 1개 분기 후행

그림66 아디다스 매출액 vs. 화승엔터프라이즈 매출액



자료: 아디다스, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 공급자 매출액 1개 분기 후행

그림67 아디다스 재고자산 vs. 화승엔터프라이즈 매출액



자료: 아디다스, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 공급자 매출액 1개 분기 후행

아셈스: 필름은 상저하고, 신사업은 1H23 글리터시트, 2H23 무수염색사

아셈스는 친환경 소재 전문 기업이다. 매출은 필름사업부문(이형지, 무이형지)과 신사업부문(무수염색사, 글리터 시트) 등으로 구성된다. 전방산업 매출비중은 신발 64%, 자동차 20%, 의류 10% 등이며, 주요 고객사인 나이키와 아디다스를 대상으로 친환경 소재를 공급하고 있다.

최근 3년간 주요 전방 산업인 글로벌 스포츠화 시장성장률에 따라 동사 매출성장률도 성장의 폭이 변했다. 2020년 코로나 영향으로 스포츠화 시장이 -8% 역성장 할 때 동사 매출은 Flat 했고, 2021년 리오프닝 기대감에 따라 스포츠화 업황이 반등할 때는 +23% 고성장 했다. 전방산업 성장률보다 높은 매출성장률을 기록할 수 있었던 이유는 동사의 친환경 소재의 적용분야가 확대된 영향으로 보여진다. 2022년부터 본격화된 무이형지 필름 침투율 상승 및 적용 분야 확대, 신사업 효과로 동사 매출은 전방산업 성장률보다 높은 매출성장률을 지속할 수 있을 것으로 예상한다.

동사 필름사업 부문 매출 증가율은 2022년 +46% → 2023F +10%로 전방 산업인 글로벌 스포츠화 시장 성장률 +4%(2021~2025년 CAGR)을 상회하는 성장이 가능할 것으로 예상한다. 이는 ① 이형지 대체제로서의 무이형지 침투율 확대, ② 적용 부위(솔 → 갑피 등) 확대, ③ 산업 확장(의류 → 자동차 헤드라이너 등)이 기대되기 때문이다.

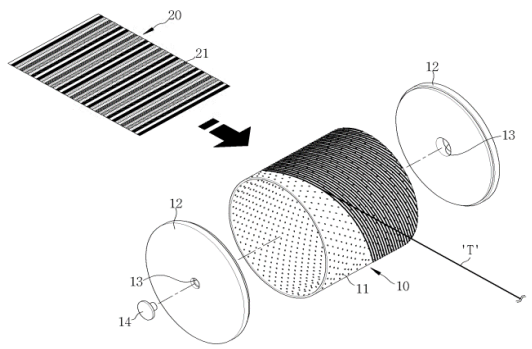
글로벌 스포츠화 브랜드 회사의 친환경 전략은 동사에게 기회가 되고 있다. 무이형지 필름 매출 증가뿐만 아니라 올해부터 매출 반영이 기대되는 무수염색사는 글로벌 스포츠화 회사에서 중점적으로 추진하고 있는 친환경 전략에 필수적인 소재이다. 무수염색사는 말그대로 물 없이 염사를 만드는 기술이고, 기존 유수염색 방식 대비 제조단가는 높지만 폐수가 발생하지 않는다는 친환경적 특징을 가지고 있다. 이러한 친환경 소재(무이형지 필름, 무수염색사)는 이형지 필름 보다 영업이익률이 높기 때문에 동사의 외형 및 이익 성장에 의미있는 기여를 할 수 있을 것으로 예상한다.

표11 핫멜트 필름과 수성접착제 비교

	아셈스 핫멜트 필름	기존 접착제
제품사진		
형태	필름 타입	수성 또는 고체형
장단점	무취, 높은 지속력, 친환경	악취, 낮은 지속력, 독성 솔벤트 사용

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 **아셈스의 진공 감압 방식을 이용한 무수염색 특허**

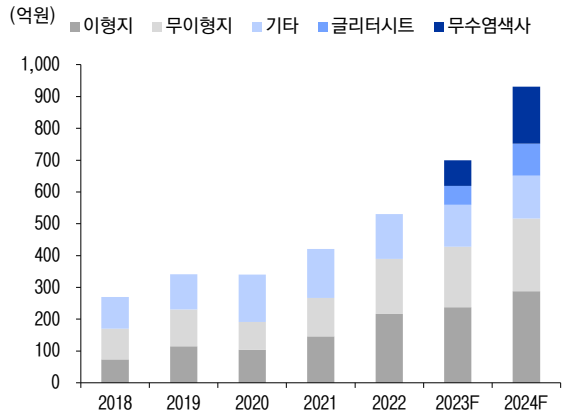


자료: 특허청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 **나이키 '플라이니트' 신발**

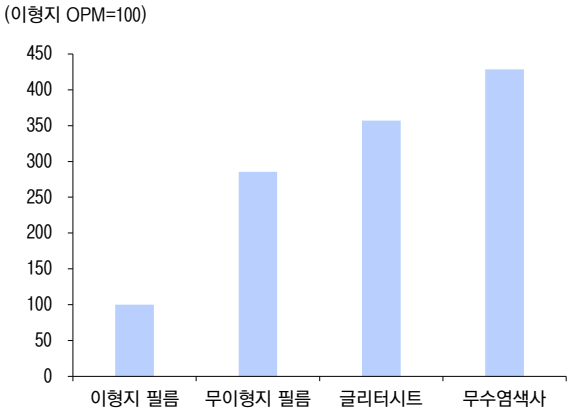
자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 **아셈스 사업부별 매출 추이**



자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 **아셈스 사업부별 영업마진 수준**



자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

화승엔터프라이즈 (241590)	44
아셈스 (136410)	49
나이키 (NKE)	57
아디다스 (ADS)	62
크록스 (CROX)	66

Universe

종목명	투자판단	목표주가
화승엔터프라이즈	Buy(유지)	13,000 원(유지)
아셈스	Buy(유지)	18,000 원(하향)
나이키	Not Rated	Not Rated
아디다스	Not Rated	Not Rated
크록스	Not Rated	Not Rated

화승엔터프라이즈 (241590)

2023. 3. 23 음식료/화장품/의류

Analyst 오지우
02-3779-8431
jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

2Q23E부터 반등 기대

1Q23 Preview

화승엔터프라이즈의 2023년 1분기 실적은 매출액 3,650억원(-3.0% YoY), 영업이익 99억원(+43.7% YoY, OPM 2.7%)을 기록할 전망이다. 계절적 비수기, 전방 고객사의 재고 소진이 지연되면서 슬로우한 분기가 되겠다. 영업이익단에서 높은 성장률을 달성할 수 있을 것으로 보이나, 전년 낮은 기저 영향임을 감안해야 한다. 달러 기준 OEM 매출액은 +10.2% 성장할 것으로 추정된다(1Q23E 평균 원/달러 환율 1,235원; +2.5% YoY).

뚜렷한 상저하고

하반기로 갈수록 업황이 반전되며 실적 개선폭이 커지겠다. 분기별 매출액 성장률은 2Q23E -4.3% → 3Q23E +13.6% → 4Q23E +27.2% YoY으로 전망한다. 2Q23E: 고객사의 Restocking(3Q23E)을 앞두고 동사의 물량 증대가 기대된다. 전년 높은 기저 영향으로 매출액은 -4.3% YoY 감소하겠으나, 2018~21년 대비로는 아주 높은 수치이다. 3~4Q23E: 아디다스가 재고 소진 이후 계절적 성수기를 앞두고 본격적인 재고 비축 기간에 돌입할 전망이다. 동사는 물량 증대와 함께 가동률 개선이 가능하겠다. 신임 CEO 하에서 스포츠화 신제품 추가에 따른 믹스 개선 효과도 더해지면서 분기를 거듭할수록 높은 성장률이 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 13,000원 유지

화승엔터프라이즈에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 13,000원을 유지한다. 1)밸류에이션: 목표주가는 Target P/E 13배(글로벌 Peer 평균 P/E)를 적용해 산출했다. 2023E 당사 추정 실적 기준 현재 주가는 9배로, 역사적 밴드 하단에서 거래되고 있다. 전방 업황 및 아디다스 실적 부진에 대한 우려는 이미 반영되어 왔기 때문에 추가적인 주가 하락은 제한적일 것으로 보인다.
2)경쟁력 강화: ASP 및 M/S의 지속적인 상승은 장기적으로 매우 긍정적이다. 동사의 2022년 평균 ASP는 $16 수준으로, 매년 $0.5~1 가량 꾸준히 증가하고 있다(vs. 2017년 ASP $12). 2022년 기준 아디다스 내 동사의 M/S는 21% 수준으로 꾸준히 증가세이다(2016년 13% → 2018년 15% → 2022년 21%). 코로나19 이후 가속화된 Vendor Consolidation과 아디다스의 대만 생산그룹 의존도 감소 노력도 동사에게 긍정적이다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	13,000 원
현재주가	8,320 원
상승여력	56.3 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (3/22)		2,416.96 pt
시가총액		5,041 억원
발행주식수		60,589 천주
52 주 최고가/최저가		17,100 / 8,320 원
90 일 일평균거래대금		24.34 억원
외국인 지분율		3.3%
배당수익률(22.12)		0.6%
BPS(22.12)		7,221 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-11.9%
	6 개월	-43.1%
	12 개월	-33.0%
주주구성	화승인더스트리 (외 6 인)	72.0%
	국민연금공단 (외 1 인)	8.6%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	1,116	62	49	41	662	-35.8	120	21.4	8.2	1.7	9.3
2021	1,139	7	2	-7	-108	적전	69	n/a	19.2	1.9	-1.2
2022	1,654	53	6	-8	-165	적지	126	n/a	7.4	1.0	-1.9
2023E	1,788	85	80	63	984	흑전	165	8.5	6.0	1.2	12.2
2024E	1,945	98	93	73	1,152	17.1	182	7.2	5.0	1.0	14.8

자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표12 화승엔터프라이즈 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	376.3	452.4	439.2	386.2	365.0	432.9	498.9	491.2	1,654.0	1,788.0	1,944.8
신발	323.3	389.3	430.6	354.3	299.3	355.0	444.0	417.5	1,497.5	1,515.9	1,808.5
기타	53.1	63.0	8.5	31.9	53.9	63.9	48.8	62.6	156.5	229.2	125.8
매출액 YoY(%)	24.2	48.9	125.4	14.7	-3.0	-4.3	13.6	27.2	45.3	8.1	8.8
신발	13.9	48.6	132.3	12.4	-7.4	-8.8	3.1	17.8	43.1	1.2	19.3
신발 달러	5.3	32.1	100.7	-2.0	10.2	12.9	21.8	46.4	26.8	3.9	31.3
기타	175.2	50.9	-9.8	47.4	1.5	1.4	472.3	96.5	69.9	46.5	-45.1
매출총이익	40.6	61.0	53.1	44.5	49.6	56.5	59.6	62.7	199.2	228.4	252.2
YoY(%)	2.2	57.0	681.0	43.0	22.2	-7.4	12.1	41.0	71.0	14.7	10.4
GPM(%)	10.8	13.5	12.1	11.5	13.6	13.1	11.9	12.8	12.0	12.8	13.0
영업이익	6.9	26.1	15.5	4.3	9.9	23.8	24.9	26.0	52.8	84.6	98.4
신발	5.4	23.2	17.1	4.8	8.8	21.2	22.2	23.2	50.5	75.3	87.6
기타	1.5	2.9	-1.6	-0.5	1.1	2.6	2.7	2.9	2.3	9.3	10.8
영업이익 YoY(%)	-38.1	117.5	흑전	163.4	43.7	-8.8	60.5	506.8	643.8	60.3	16.3
신발	-36.3	136.7	흑전	352.8	63.2	-8.5	29.6	383.6	1,297.0	49.3	16.3
기타	-44.0	32.9	적지	적전	-26.9	-11.2	흑전	흑전	-32.9	297.7	16.3
OPM(%)	1.8	5.8	3.5	1.1	2.7	5.5	5.0	5.3	3.2	4.7	5.1
신발	1.7	6.0	4.0	1.4	2.9	6.0	5.0	5.5	3.4	5.0	4.8
기타	2.8	4.7	-18.6	-1.6	2.0	4.1	5.6	4.6	1.5	4.1	8.6
지배주주순이익	3.5	12.4	4.4	-30.3	5.7	15.9	16.0	22.0	-10.0	59.6	69.8

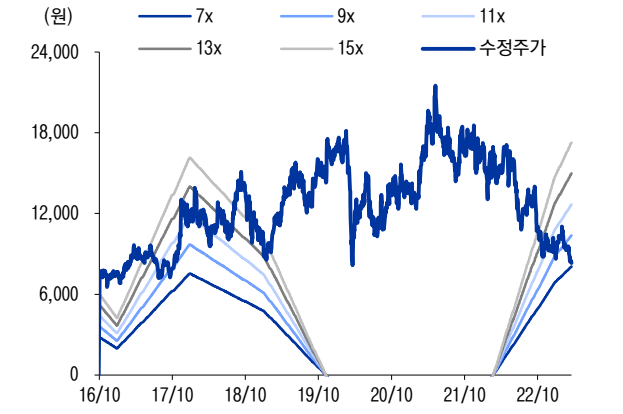
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

표13 화승엔터프라이즈 Valuation

(원)	항목	비고
12MF EPS	1,025	
Target P/E(배)	13	글로벌 Peer P/E 평균 적용
목표주가	13,000	
현재주가	8,320	
Upside(%)	56.3	

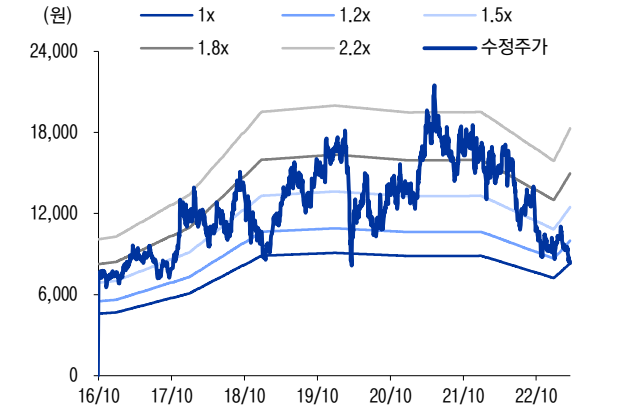
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 화승엔터프라이즈 PER 밴드 차트



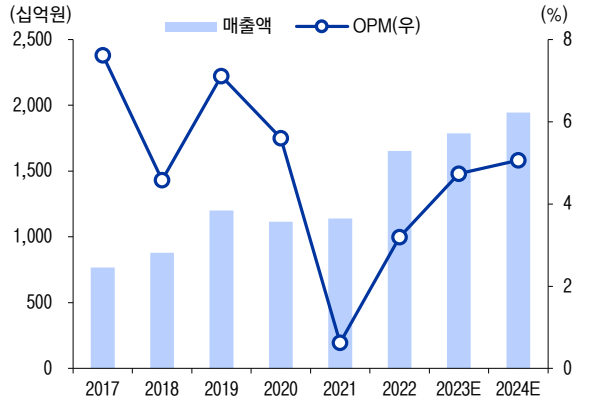
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 화승엔터프라이즈 PBR 밴드 차트



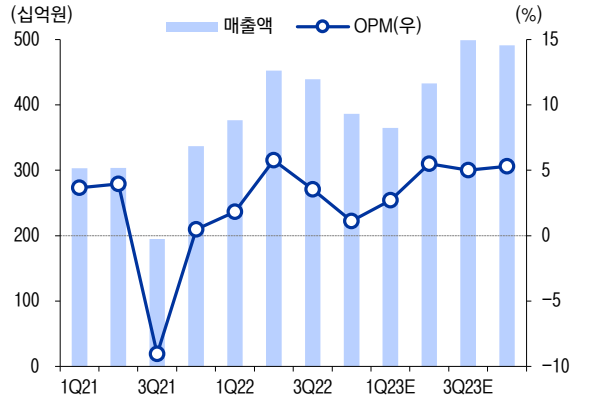
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 화승엔터프라이즈 연간 실적 추이 및 전망



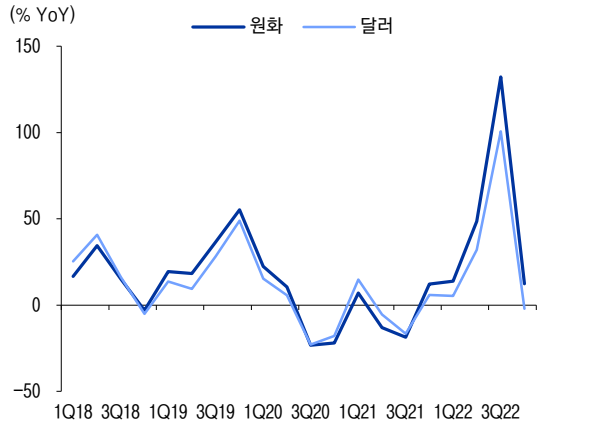
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 화승엔터프라이즈 분기 실적 추이 및 전망



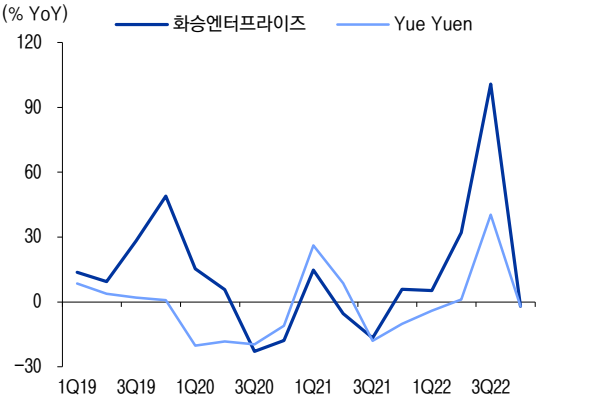
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 신발 매출액 성장률: 원화 vs. 달러



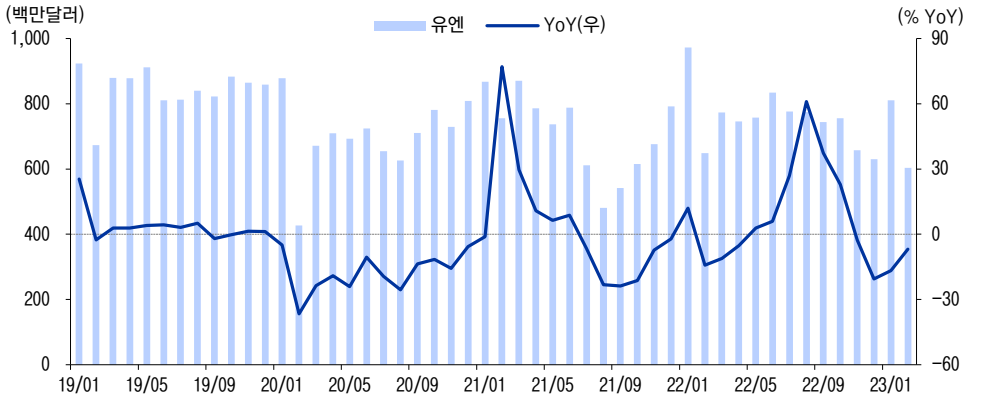
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 화승엔터 vs. Yue Yuen 매출액 추이



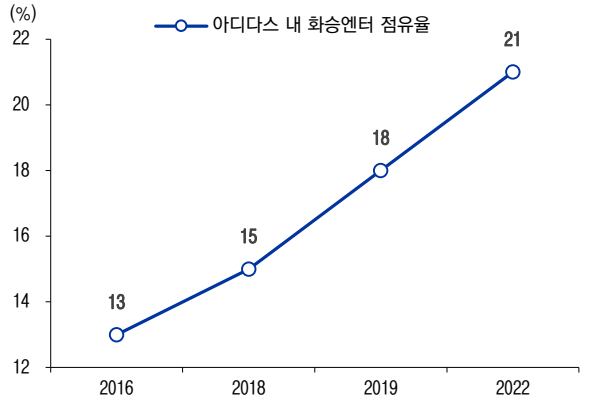
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 Yue Yuen 월별 매출액 추이



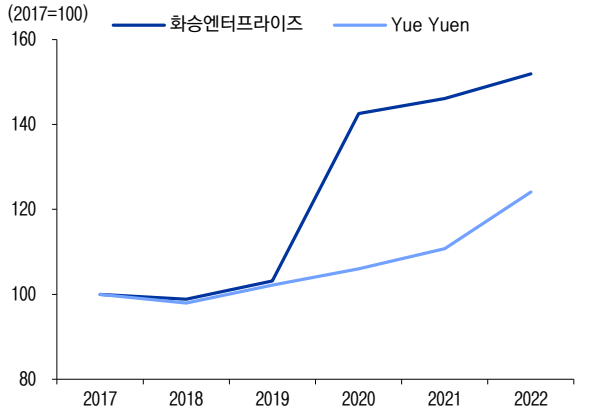
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 아디다스 내 화승엔터 비중 추이: 점유율 우상향



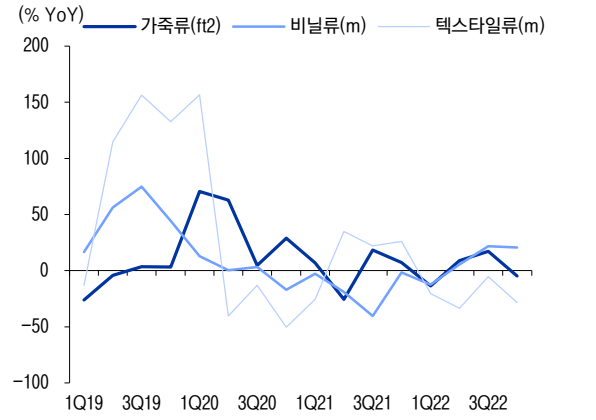
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 화승엔터 vs. Yue Yuen 운동화 ASP 상대 비교



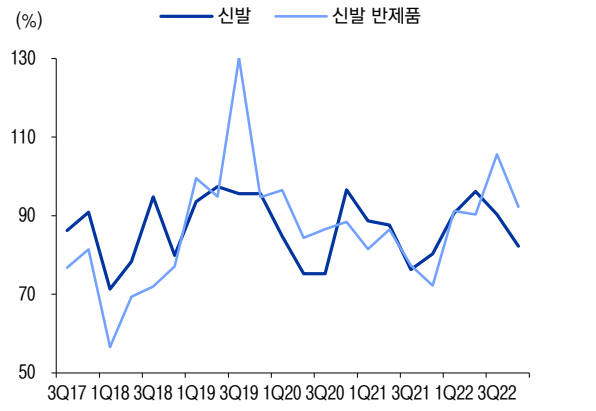
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 주요 원재료 가격 변동 추이



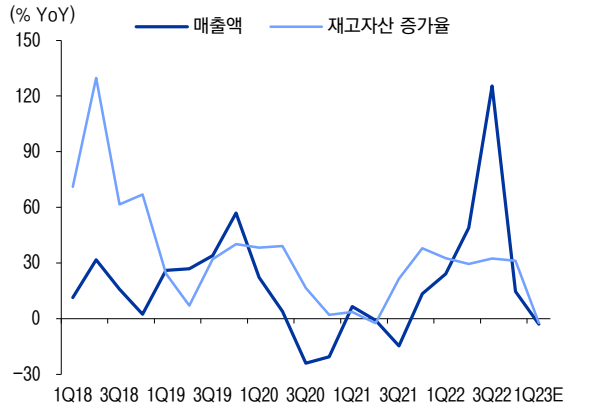
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 화승엔터프라이즈 가동률 추이



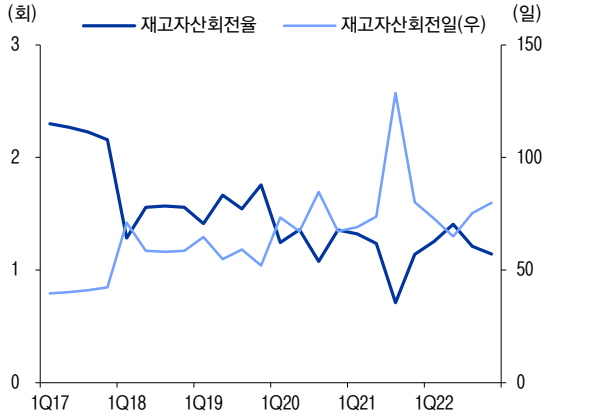
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 매출액 vs. 재고자산 증감률(1 개 분기 후행)



자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 1Q23E 매출액 증가율은 당사 추정치 기준

그림84 재고자산회전율 vs. 재고자산회전일



자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	698	757	763	817	698
현금 및 현금성자산	173	183	126	188	173
매출채권 및 기타채권	144	128	178	203	144
재고자산	301	294	350	311	301
기타유동자산	79	153	110	114	79
비유동자산	633	718	744	775	633
관계기업투자등	9	9	9	10	9
유형자산	497	567	590	619	497
무형자산	32	42	40	38	32
자산총계	**1,330**	**1,476**	**1,508**	**1,592**	**1,330**
유동부채	695	778	909	926	695
매입채무 및 기타재무	245	201	332	349	245
단기금융부채	443	564	564	564	443
기타유동부채	7	13	13	14	7
비유동부채	84	107	107	108	84
장기금융부채	66	90	90	90	66
기타비유동부채	19	17	17	18	19
부채총계	**780**	**885**	**1,016**	**1,034**	**780**
지배주주지분	537	537	438	504	537
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	166	170	170	170	166
이익잉여금	179	169	226	293	179
비지배주주지분(연결)	14	54	54	54	14
자본총계	**550**	**591**	**491**	**558**	**550**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	**1,116**	**1,139**	**1,654**	**1,788**	**1,945**
매출원가	956	1,022	1,455	1,560	1,693
매출총이익	160	116	199	228	252
판매비 및 관리비	97	109	146	144	154
영업이익	**62**	**7**	**53**	**85**	**98**
(EBITDA)	120	69	126	165	182
금융손익	-12	-3	-41	-10	-10
이자비용	13	10	21	12	12
관계기업등 투자손익	0	-1	0	0	0
기타영업외손익	-2	-2	-5	5	5
세전계속사업이익	**49**	**2**	**6**	**80**	**93**
계속사업법인세비용	7	9	14	17	20
계속사업이익	41	-7	-8	63	73
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	41	-7	-8	63	73
지배주주	40	-7	-10	60	70
총포괄이익	**22**	**22**	**-8**	**63**	**73**
매출총이익률 (%)	14.3	10.2	12.0	12.8	13.0
영업이익률 (%)	5.6	0.6	3.2	4.7	5.1
EBITDA 마진률 (%)	10.8	6.0	7.6	9.2	9.4
당기순이익률 (%)	3.7	-0.6	-0.5	3.5	3.8
ROA (%)	3.8	-0.5	-0.7	4.0	4.5
ROE (%)	9.3	-1.2	-1.9	12.2	14.8
ROIC (%)	8.2	-3.0	-6.8	6.9	8.1

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**78**	**-8**	**97**	**6**	**182**
당기순이익(손실)	41	-7	-8	63	73
비현금수익비용가감	71	73	140	-79	81
유형자산감가상각비	55	59	70	78	82
무형자산상각비	2	3	3	2	2
기타현금수익비용	13	11	47	-159	-3
영업활동 자산부채변동	-23	-67	-12	23	28
매출채권 감소(증가)	16	8	27	-50	-26
재고자산 감소(증가)	-21	-49	27	-56	39
매입채무 증가(감소)	-16	5	-62	131	17
기타자산, 부채변동	-3	-31	-4	-2	-2
투자활동 현금	**-101**	**-120**	**-206**	**-61**	**-117**
유형자산처분(취득)	-81	-94	-122	-101	-110
무형자산 감소(증가)	-4	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	-6	-2	45	-3
기타투자활동	-15	-20	-82	-4	-4
재무활동 현금	**202**	**48**	**118**	**-3**	**-3**
차입금의 증가(감소)	57	57	79	0	0
자본의 증가(감소)	147	-4	-3	-3	-3
배당금의 지급	3	4	3	3	3
기타재무활동	-2	-6	42	0	0
현금의 증가	**174**	**-73**	**10**	**-57**	**62**
기초현금	72	246	173	183	126
기말현금	246	173	183	126	188

자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2020	2021	2022	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	21.4	n/a	n/a	8.5	7.2
P/B	1.7	1.9	1.0	1.2	1.0
EV/EBITDA	8.2	19.2	7.4	6.0	5.0
P/CF	7.6	15.5	4.2	n/a	3.3
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6
성장성 (%)					
매출액	-7.1	2.0	45.3	8.1	8.8
영업이익	-26.9	-88.6	643.8	60.3	16.3
세전이익	-37.6	-95.6	201.8	1,124.9	17.1
당기순이익	-36.4	적전	적지	흑전	17.1
EPS	-35.8	적전	적지	흑전	17.1
안정성 (%)					
부채비율	114.9	141.7	149.6	206.9	185.3
유동비율	112.9	100.3	97.3	84.0	88.2
순차입금/자기자본(x)	23.1	53.9	63.8	97.6	74.5
영업이익/금융비용(x)	4.8	0.7	2.6	6.8	7.9
총차입금 (십억원)	392	509	654	654	654
순차입금 (십억원)	124	297	377	479	415
주당지표 (원)					
EPS	662	-108	-165	984	1,152
BPS	8,554	8,858	8,870	7,221	8,323
CFPS	1,860	1,086	2,193	n/a	2,549
DPS	45	45	50	50	50

아셈스 (136410)

2023. 3. 23 Mid-Small Cap

Analyst 조은애
02-3779-8951
goodkid@ebestsec.co.kr

신사업 성과가 기대되는 2023년

친환경 소재 채택은 선택이 아닌 필수

동사는 나이키, 아디다스에 친환경 접착제인 무이형지 핫멜트 필름을 독점 공급하고 있다. 독점 공급자로서 단가 하락 압력에서 상대적으로 자유로운 편이며, 종이 폐기물이 발생하는 이형지 대비 친환경적인 제품으로 글로벌 스포츠 브랜드들의 친환경 전략 강화에 따른 꾸준한 채택률 상승이 예상된다.

동사 필름사업 부문 매출 증가율은 2022년 +46% → 2023F +10%로 전방 산업인 글로벌 스포츠화 시장 성장률 +4%(2021~2025년 CAGR)을 상회하는 성장이 가능할 것으로 예상한다. ① 이형지 대체제로서의 무이형지 침투율 확대 및 ② 적용 부위(솔 → 갑피 등) 확대, ③ 산업 확장(의류 → 자동차 헤드라이너 등)이 기대되기 때문이다.

1H23 글리터 시트, 2H23 무수염색사 매출 기여 기대

2023년에는 신사업으로 글리터 시트 매출액이 본격적으로 발생하고, 무수염색사 초도물량에 대한 매출 인식이 가능할 것으로 판단한다. 신사업 모두 상대적으로 마진이 좋은 무이형지 핫멜트 필름 대비해서도 수익성이 좋은 사업으로, 매출 발생에 따른 이익 기여 속도가 빠를 것으로 예상한다. 2023년 예상 매출은 글리터시트 60억원(매출비중 9%), 무수염색 80억원(매출비중 19%) 이다.

신사업 성장성이 반영되지 않은 주가

아셈스에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 18,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 무수염색사 초도물량 인식 시점 변경(1H23 → 2H23)한 것에 따른 예상 실적 변경에 기인한다.

2023년 예상 매출은 699억원(+32% yoy), 영업이익 142억원(+65% yoy), 영업이익률 20%(+4%p yoy)를 전망한다. 필름사업 부문의 안정적인 이익 증가를 감안하면 실적 및 주가의 다운사이드는 낮은 반면, 글리터 시트, 무수염색사 등 친환경 신제품 매출 기대치와 주가 업사이드는 시간이 지날수록 높아질 수 있다고 판단한다.

Buy (유지)

목표주가 (하향)	18,000 원
현재주가	11,550 원
상승여력	55.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

Stock Data

KOSDAQ(3/22)		813.43 pt
시가총액		1,273 억원
발행주식수		11,019 천주
52 주 최고가 / 최저가		17,950 / 9,750 원
90 일 일평균거래대금		10.57 억원
외국인 지분율		0.6%
배당수익률(22.12E)		0.0%
BPS(22.12E)		5,386 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-8.1%
	6 개월	-18.7%
	12 개월	-2.5%
주주구성	장지상 (외 9 인)	46.6%
	케이앤투자파트너스 (외 1 인)	10.3%
	트러스톤자산운용(외 1 인)	5.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	34.0	4.8	1.7	1.1	85	-86.6	7	n/a	2.4	n/a	3.4
2021	42.0	6.1	6.8	5.7	597	601.3	8	n/a	3.1	n/a	17.0
2022	53.1	8.7	10.5	8.9	788	31.9	11	14.7	12.7	2.1	18.3
2023E	69.9	14.2	17.4	14.7	1,332	69.1	17	8.7	7.6	1.7	22.0
2024E	93.1	23.4	23.0	19.7	1,786	34.1	23	6.5	4.8	1.4	23.5

자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

친환경 소재 채택은 선택이 아닌 필수

동사는 2005년 나이키에 단독으로 무이형지 핫멜트 필름을 공급하기 시작했다. 무이형지 점착 필름은 이형지 점착 필름과는 다르게 제품에 수반되는 종이(이형지)가 없어서, 미터당 단가는 낮고 마진은 상대적으로 더 높은 제품이다. 나이키, 아디다스에 독점 공급하고 있기 때문에 단가 하락 압력에서 자유로운 편이며, 종이폐기물이 발생하는 이형지 대비 친환경적인 제품으로 글로벌 스포츠 브랜드들의 ESG 경영 강화에 따른 꾸준한 채택률 상승이 예상된다.

스포츠화 시장은 동사 매출비중의 약 64%를 차지하는 전방 산업이며, 글로벌 스포츠화 시장은 2021~2025년 CAGR +4%의 성장이 전망된다. 같은 기간 동사 필름사업부 매출증가율은 +26%로 시장 성장률을 크게 상회할 것으로 예상하는데, 이는 ① 이형지 대체제로서의 무이형지 침투율 확대, ② 적용 부위(솔 → 갑피 등) 확대, ③ 산업 확장(의류 → 자동차 헤드라이너 등)이 기대되기 때문이다.

특히, 4Q22 동사는 두께 20미크론(1mm의 1/1000) 이하 무이형지 핫멜트 필름을 개발 완료하였는데, 이는 기존 제품 대비 두께는 20미크론 이하로 얇으면서도 점착력이 우수하여, 신발에서 기존 적용분야인 솔 부위에서 → PU Foam 접착, 갑피 등으로 확대가 가능할 것으로 기대된다. 기존 PU Foam 접착 공정은 수성접착제를 사용하고 있으며, 나이키, 아디다스의 수성접착제 시장규모는 약 1,000억원 수준으로 파악된다. 아셈스는 2023년 중 해당 제품을 고객사에 제품등록하고, 판매를 시작한다는 계획이다.

표14 **핫멜트 필름과 수성접착제 비교**

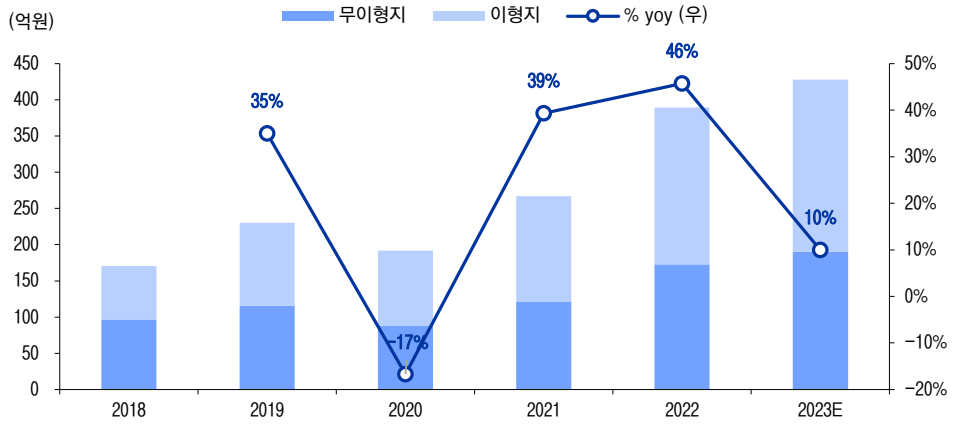
	아셈스 핫멜트 필름	기존 접착제
제품사진		
형태	필름 타입	수성 또는 고체형
장단점	무취, 높은 지속력, 친환경	악취, 낮은 지속력, 독성 솔벤트 사용

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

필름사업부 예상 매출은 2022년 389억원(+46% yoy) → 2023F 428억원(+10% yoy)으로 전방 시장인 스포츠화 시장 성장률 +4%를 상회할 수 있을 것으로 전망한다. 동사는 나이키, 아디다스에 무이형지 핫멜트 필름을 독점 공급하고 있으며, 2018~2022 필름사업부 매출은 CAGR +23%를 기록했다.

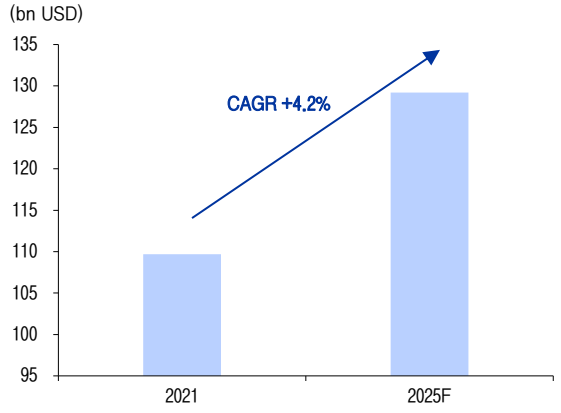
아셈스는 필름사업부 생산능력을 2022년 400억원에서 2023년 550~600억원으로 +40~50% 확대한다는 계획이다. 당사 추정 2021년 기준 동사의 국내 필름접착제 시장점유율은 13%(+3%p yoy)이고, 증설과 접착필름 시장 내 무이형지 침투율 상승으로 동사의 시장점유율은 추가 상승이 가능할 것으로 예상한다.

그림85 **아셈스 필름사업부 매출액 추이 및 전망**



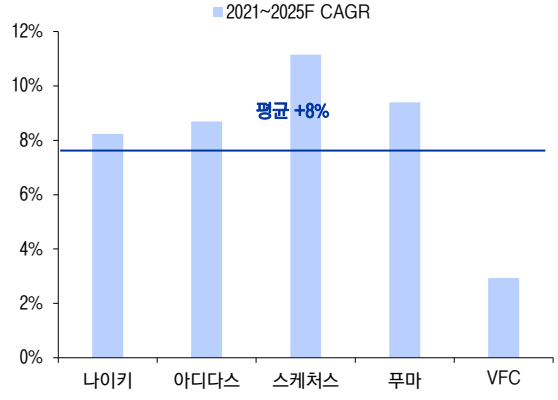
자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 **글로벌 스포츠와 시장전망 (소매 기준)**



자료: Allied Market Research, SGI, 이베스트투자증권 리서치센터
주석: end-user and distribution channel 기준 시장규모

그림87 **글로벌 탑 5 브랜드 매출성장률 전망**



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

신사업: 1H23 글리터 시트, 2H23 무수염색사 매출 기여 기대

2023년에는 신사업으로 글리터 시트 매출이 본격적으로 발생하고, 무수염색사 초도물량에 대한 매출 인식이 가능할 것으로 판단한다. 신사업 모두 상대적으로 마진이 좋은 무이형지 핫멜트 필름 대비해서도 수익성이 좋은 사업으로, 매출 발생에 따른 이익 기여 속도가 빠를 것으로 예상한다. 2023F 예상 매출은 글리터시트 60억원(매출비중 9%), 무수염색 80억원(매출비중 19%) 이다.

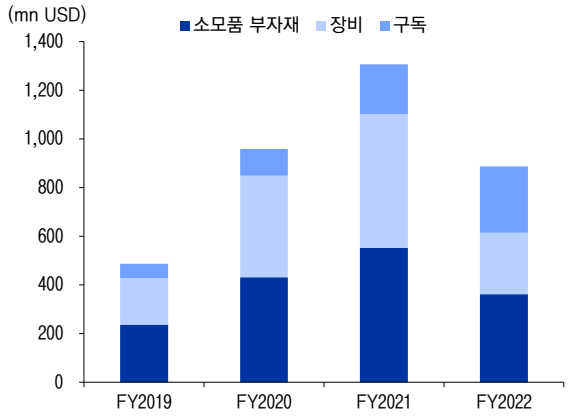
글리터 시트는 열을 이용해 의류 등과 부자재 장식을 접착시키는 제품이다. 아셈스는 크리컷(CRCT US, 커스텀 의류, 일상 용품 등을 디자인하고 커스텀 할 수 있는 가정용 커팅 머신 제조업체)의 소모품 부자재인 글리터 시트를 직접 공급한다는 계획으로 증설 작업을 마친 상태이며, 공장 오딧이 완료되면 본격적인 매출 발생이 가능하다.

크리컷은 2021년 3월 미국에 상장했으며, 시가총액 22억달러, 유료구독자 260만명을 보유하고 있다. 2022년 매출이 -32% yoy 감소했으나, 유료구독자수(21년 204만명 →22년 261만명, +28% yoy)와 구독 매출(21년 2.0억달러 → 2.7억달러)은 여전히 증가 추세이며, 2022년 기준 부자재 매출규모 3.6억달러(약 4,700억원)이기 때문에 동사 글리터 시트 매출 전망에는 큰 문제가 없는 것으로 판단한다.

그림88 **크리컷 메이커와 글리터 시트**

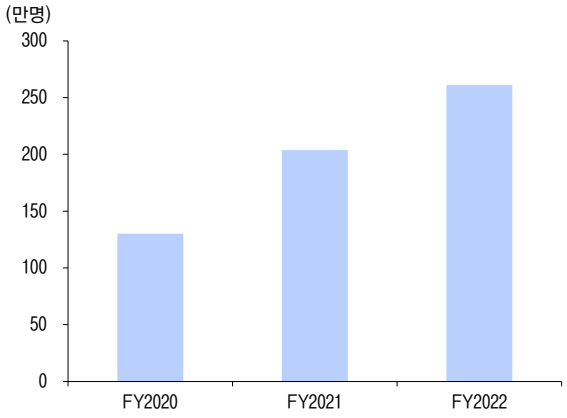
자료: Cricut, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 **크리컷 매출구성**



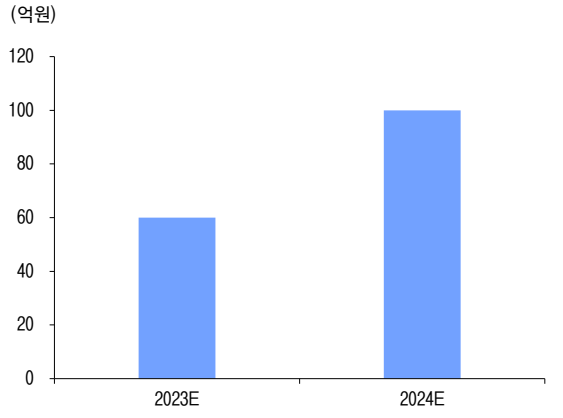
자료: Cricut, 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 **크리컷 유료 구독자수 추이**



자료: 크리컷, 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 **아셈스 글리터 시트 매출 전망**



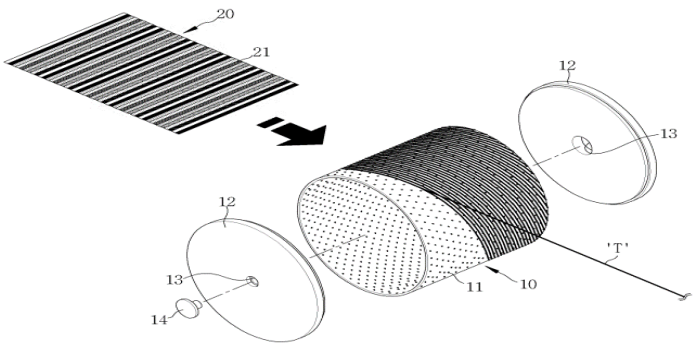
자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

아셈스는 니트 운동화 소재에 들어가는 무수염색사(waterless dyeing yarm)를 개발했다, 무수염색사는 말그대로 물 없이 염사를 만드는 기술이다. 기존 유수염색 방식 대비 제조단가는 높지만 폐수가 발생하지 않는다는 친환경적 특징을 가지고 있다. 친환경 소재 혁신에 중점을 두고 있는 글로벌 패션기업에 납품을 준비 중이며, 상용화 될 경우 새로운 성장동력이 될 전망이다.

아셈스 진공 감압 무수염색은 PET 소재에 멀티컬러를 발현하면서 물 사용 및 염색 폐수 발생이 없는 친환경 기술이다. 이와 같은 방식은 컬러 구현에 제한이 없고, 생산비 또한 기존 방식과 차이가 없어 기존 염색방식 대비 경제적이고 효율적이다.

기술의 주요 내용은, 복수의 미세구멍이 형성되어 있는 드럼에 원사를 감고, 그 위에 염색할 색상의 염료가 도포된 캐리어 필름을 덮은 다음, 진공챔버 내부에서 고온의 열을 가함과 동시에 드럼 내부에 진공압을 가하여 캐리어필름에 도포되어 있던 염료를 원사에 전이시켜 염색할 수 있는 진공 전이를 이용하는 것이다. 관련 사업 특허로는 출원일로부터 20년간 독점권을 가지는 국내특허 등록 10건, 출원 11건을 보유하고 있으며, 해외 개별국으로 베트남 출원 1건(20년간 독점), 해외 PCT 출원 6건을 완료하여 기간내에 개별국 진입이 가능한 권리를 가지고 있다.

그림92 **아셈스의 진공 감압 방식을 이용한 무수염색 특허**



자료: 특허청, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 **신규사업관련 국내외 주요 특허 현황**

국가	국문명칭	출원번호	출원일	현재상태
국내	진공 전이를 이용한 무수원사 염색장치 및 방법, 그 염색 방법에 의하여 제조된 원사	10-2019-0145792	2019.11.14	출원완료
국내	원사의 무수 염색용 전사시트 제조방법	10-2020-0111745	2020.09.02	등록
국내	진공 전이 방식으로 무수염색된 원사를 사용한 원단	10-2020-0129468	2020.10.07	출원완료
국내	진공 전이 방식으로 무수 염색된 다색 원사	10-2021-0038435	2021.03.29	출원완료
베트남	진공 전이를 이용한 무수원사 염색장치 및 방법, 그 염색 방법에 의하여 제조된 원사	1-2022-03858	2020.11.12	출원완료
PCT	진공 전이를 이용한 무수원사 염색장치 및 방법, 그 염색 방법에 의하여 제조된 원사	PCT/KR2020/015868	2020.11.12	출원완료

자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

동사는 2023년 기준 약 200억원 규모의 무수염색 생산능력을 갖출 계획이다. 족당 단가를 1천원으로 가정하면, 연간 2천만족을 생산할 수 있는 규모다. 나이키 플라이니트는 정확한 연간 판매량이 공개되고 있지 않지만, 연간 2억족을 웃도는 것으로 추정된다.

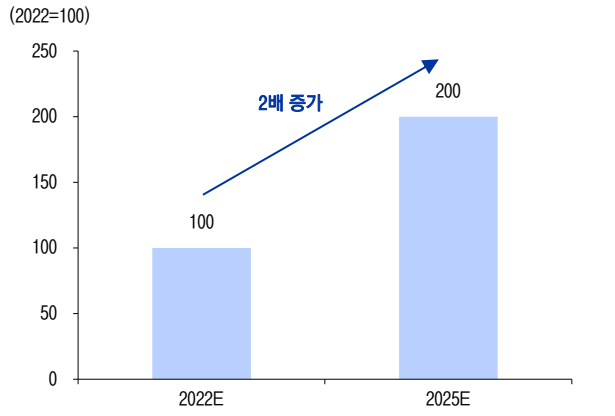
2023년 나이키 플라이니트의 무수염색사 침투율을 10%로 가정하면 동사 무수염색사 매출액은 약 200억원이 가능하다. 나이키의 목표대로 2025년 생산량이 2022년의 두배로 증가하고, 동시에 침투율 확대가 진행되면 이에 따른 매출액 업사이드는 클 것으로 예상된다. 당사는 아셈스의 무수염색사 매출을 2023년 초도물량 80억원, 2024년 본격 공급 180억원으로 예상한다.

표16 **나이키 플라이니트 판매량과 무수염색사의 침투율에 따른 매출액 가정**

예상 매출액 (억원)		나이키 플라이니트 판매량 (억 족)				
		2.0	2.5	3.0	3.5	4.0
침투율	10%	200	250	300	350	400
	15%	300	375	450	525	600
	20%	400	500	600	700	800
	25%	500	625	750	875	1,000
	30%	600	750	900	1,050	1,200

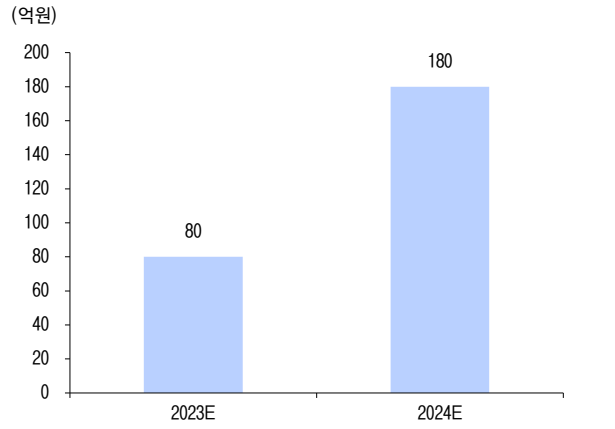
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주석: 무수염색사 족당 단가는 1천원으로 가정

그림93 **나이키 플라이니트 생산 목표**



자료: Nike, 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 **아셈스 무수염색 매출 전망**



자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망과 Valuation

아셈스에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 18,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 무수염색사 초도물량 인식 시점 변경(1H23 → 2H23)한 것에 따른 예상 실적 변경에 기인한다. 목표주가는 2023년 예상 EPS에 Target PER 13배를 적용해 산출했다. Target PER 13배는 나이키향 플라이니트 독점 공급으로 리레이팅 된 선저우국제(2313 HK)의 2013~2017년 PER 평균 16배를 20% 할인 적용했다. 2023년에는 상반기 글리터 시트, 하반기 무수염색사 등 친환경 신제품의 매출이 본격화되면서 외형 및 이익 증가와 함께 친환경 소재 기업으로 적정 PER 리레이팅이 가능할 것으로 예상한다.

2023년 예상 매출은 699억원(+32% yoy), 영업이익 142억원(+65% yoy), 영업이익률 20%(+4%p yoy)를 전망한다. 필름사업 부문의 안정적인 이익 증가를 감안하면, 실적 및 주가의 다운사이드는 낮은 반면, 글리터 시트, 무수염색사 등 친환경 신제품 매출 기대치와 주가 업사이드는 시간이 지날수록 높아질 수 있다고 판단한다.

표17 PER 밸류에이션

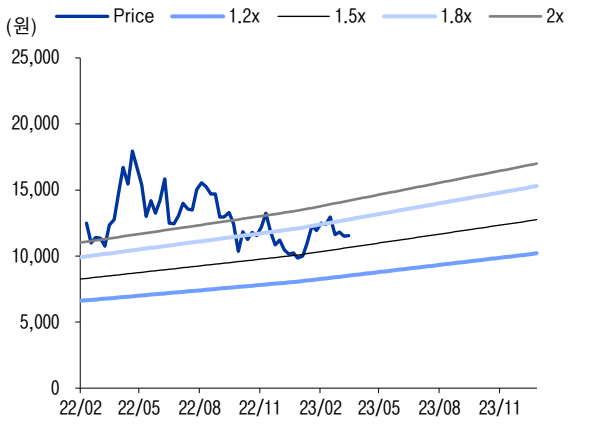
	2020	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	85	597	788	1,332	1,786
발행주식수(천주)				11,019	11,019
타겟 PER (배)				13	13
적정 시가총액 (억원)				1,974	1,128
현재주가(원)				11,720	11,720
목표주가(원)				18,000	23,000
상승여력				54%	96%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 아셈스 12M Forward PER 밴드 차트

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 아셈스 12M Forward PBR 밴드 차트



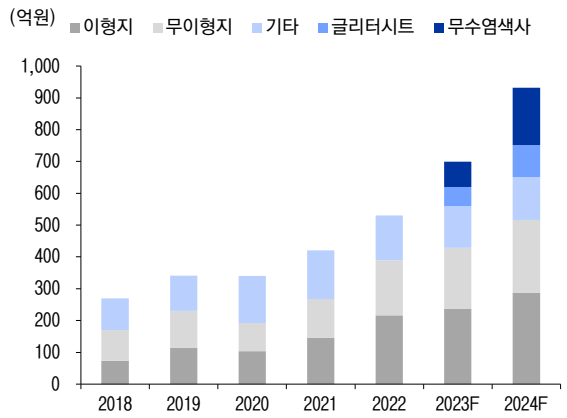
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 **아셈스 실적테이블**

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	**132**	**132**	**143**	**123**	**341**	**340**	**420**	**531**	**699**	**931**
% yoy	34%	29%	41%	5%	26%	0%	23%	26%	32%	33%
1. 필름사업부	96	95	108	89	230	192	267	389	428	516
% yoy					35%	-17%	39%	46%	10%	21%
% sales	73%	72%	76%	73%	67%	56%	64%	73%	61%	55%
무이형지	46	44	45	37	116	88	122	173	190	228
% yoy					0%			19%	-24%	38%
% sales	35%	33%	32%	30%	34%	26%	29%	33%	27%	25%
이형지	50	51	63	52	114	103	146	216	238	288
% yoy					56%	-10%	41%	49%	10%	21%
% sales	38%	38%	44%	42%			27%	34%	25%	125%
2. 신사업									140	280
% yoy									-	100%
% Sales									20%	30%
글리터시트									60	100
% yoy									-	67%
% Sales									9%	11%
무수염색									80	180
% yoy									-	125%
% Sales									11%	19%
3. 기타	35	37	35	34	111	149	153	141	131	135
% yoy	-	-	-	-	12%	34%	3%	-8%	-7%	3%
% Sales	27%	28%	24%	27%	33%	44%	36%	27%	19%	15%
매출총이익	44	40	48	41	108	104	124	173	243	340
GPM	34%	30%	33%	33%	32%	30%	30%	33%	35%	36%
판매비와관리비	21	22	21	23	62	55	63	86	101	133
% sales	16%	17%	14%	19%	18%	16%	15%	16%	15%	14%
영업이익	**24**	**18**	**27**	**17**	**46**	**48**	**61**	**86**	**142**	**207**
OPM	18%	14%	19%	14%	14%	14%	15%	16%	20%	22%

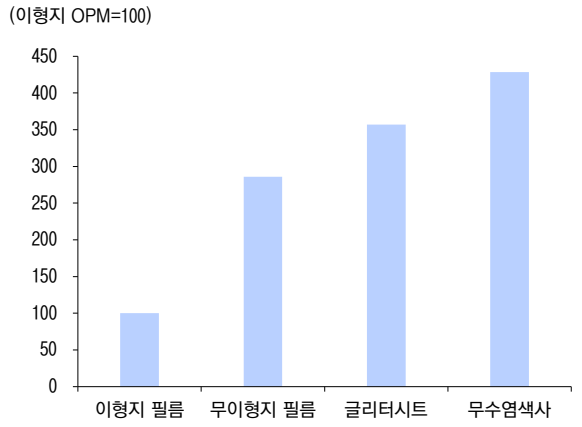
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 **아셈스 사업부별 매출 추이**



자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 **아셈스 사업부별 영업마진 수준**



자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

아셈스 (136410)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	27.2	31.3	52.0	59.7	72.6
현금 및 현금성자산	5.8	5.3	7.1	15.0	27.3
매출채권 및 기타채권	8.2	10.4	11.1	11.5	11.5
재고자산	12.9	15.1	20.3	19.2	19.1
기타유동자산	0.2	0.6	13.5	14.1	14.6
비유동자산	30.6	44.2	48.5	55.1	60.6
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	28.8	42.0	46.6	53.1	58.5
무형자산	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
자산총계	57.8	75.5	100.5	114.8	133.2
유동부채	19.6	21.5	20.8	20.6	19.7
매입채무 및 기타재무	4.7	5.8	5.7	6.3	6.4
단기금융부채	14.7	14.7	13.5	12.5	11.5
기타유동부채	0.2	1.0	1.7	1.8	1.8
비유동부채	9.2	17.0	18.1	18.0	17.6
장기금융부채	6.8	14.5	15.7	15.5	15.0
기타비유동부채	2.5	2.5	2.4	2.5	2.6
부채총계	28.8	38.5	39.0	38.6	37.3
지배주주지분	27.7	35.3	59.4	74.0	93.7
자본금	4.5	4.5	5.5	5.5	5.5
자본잉여금	6.3	6.5	21.3	21.3	21.3
이익잉여금	13.1	18.5	27.2	41.9	61.6
비지배주주지분(연결)	1.2	1.7	2.2	2.2	2.2
자본총계	29.0	37.0	61.5	76.2	95.9

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	34.0	42.0	53.1	69.9	93.1
매출원가	23.7	29.6	35.8	45.6	59.2
매출총이익	10.4	12.4	17.3	24.3	34.0
판매비 및 관리비	5.5	6.3	8.6	10.1	13.3
영업이익	4.8	6.1	8.7	14.2	20.7
(EBITDA)	6.6	7.8	10.7	16.6	23.4
금융손익	-1.7	0.7	0.1	0.2	0.2
이자비용	0.9	0.5	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.4	0.0	1.8	3.0	2.5
세전계속사업이익	1.7	6.8	10.5	17.4	23.4
계속사업법인세비용	0.7	1.1	1.6	2.7	3.7
계속사업이익	1.1	5.7	8.9	14.7	19.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1.1	5.7	8.9	14.7	19.7
지배주주	0.8	5.4	8.7	14.7	19.7
총포괄이익	0.8	7.6	8.9	14.7	19.7
매출총이익률 (%)	30.5	29.5	32.6	34.8	36.5
영업이익률 (%)	14.2	14.5	16.4	20.3	22.2
EBITDA 마진률 (%)	19.4	18.6	20.2	23.8	25.1
당기순이익률 (%)	3.1	13.6	16.9	21.0	21.1
ROA (%)	1.3	8.0	9.9	13.6	15.9
ROE (%)	3.4	17.0	18.3	22.0	23.5
ROIC (%)	6.6	9.7	11.2	16.3	22.1

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	5.9	4.1	4.6	18.6	22.6
당기순이익(손실)	1.1	5.7	8.9	14.7	19.7
비현금수익비용가감	6.1	3.2	2.1	2.5	2.8
유형자산감가상각비	1.7	1.6	1.9	2.3	2.6
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	4.3	1.5	-4.8	0.1	0.1
영업활동 자산부채변동	0.3	-4.1	-4.5	1.4	0.1
매출채권 감소(증가)	-1.2	-0.9	1.4	-0.4	0.0
재고자산 감소(증가)	0.3	-1.8	-4.5	1.1	0.0
매입채무 증가(감소)	1.1	0.1	-0.9	0.7	0.1
기타자산, 부채변동	0.1	-1.4	-0.6	0.0	0.0
투자활동 현금	-3.5	-11.8	-17.0	-9.6	-8.8
유형자산처분(취득)	-3.1	-11.8	-4.4	-8.8	-8.0
무형자산 감소(증가)	-0.3	0.0	-0.1	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	0.0	0.0	-0.1	-0.5	-0.5
기타투자활동	-0.1	0.0	-12.4	0.0	-0.1
재무활동 현금	-1.5	7.0	13.9	-1.2	-1.5
차입금의 증가(감소)	-1.6	6.8	-1.5	-1.2	-1.5
자본의 증가(감소)	0.0	0.2	15.4	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	0.7	-0.6	1.9	7.8	12.4
기초현금	5.1	5.8	5.3	7.1	15.0
기말현금	5.8	5.3	7.1	15.0	27.3

자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2020	2021	2022	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	14.7	8.7	6.5
P/B	n/a	n/a	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	2.4	3.1	12.7	7.6	4.8
P/CF	n/a	n/a	11.6	7.4	5.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-0.2	23.4	26.2	31.8	33.2
영업이익	4.9	26.3	42.2	63.1	46.1
세전이익	-60.5	296.3	55.2	64.8	34.9
당기순이익	-75.4	441.5	56.9	64.1	34.1
EPS	-86.6	601.3	31.9	69.1	34.1
안정성 (%)					
부채비율	99.6	104.1	63.3	50.6	38.9
유동비율	138.6	145.7	249.4	290.3	368.6
순차입금/자기자본(x)	54.2	64.7	15.2	-0.3	-15.2
영업이익/금융비용(x)	5.6	11.2	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	22	29	29	28	27
순차입금 (십억원)	16	24	9	0	-15
주당지표 (원)					
EPS	85	597	788	1,332	1,786
BPS	3,108	3,941	5,386	6,718	8,504
CFPS	801	995	998	1,563	2,042
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Nike (NYSE: NKE US)

2023. 3. 23 음식료/화장품/의류

Analyst 오지우
02-3779-8431
jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

FY3Q23 Review: 재고 조정 기대감 상승

어닝 서프라이즈!

나이키의 FY3Q23(2022.12~2023.02) 매출액은 124억달러(+14.0% YoY)로 컨센서스 115억달러를 +7.5% 상회했다. 환효과 제외 성장률은 +19%에 달한다. 매출총이익률은 재고 소진을 위한 할인판매 증가, 달러화 강세, 운임료 증가 등으로 전년대비 -3.3%p 감소했으나 시장 눈높이를 넘었다. 영업이익은 14억달러(-13.3% YoY, OPM 11.4%)를 기록하며 시장 기대치를 +39.9% 크게 상회했다. 가장 긍정적인 부분은 재고자산 감소와 중국 실적 회복이었다. 1)재고자산: 동사의 금번 분기 재고자산은 89억달러 규모, 재고자산회전율은 1.4회 수준이다. 여전히 재고 레벨이 낮다고 말할 수는 없지만, 빠른 증가폭 감소는 분명 긍정적이다(재고 증가율:4Q22 +22.8% → 1Q23 +44.2% → 2Q23 +43.3% → 3Q23 +15.6% YoY). 2)중국: 제로코로나 정책 해제 후 12월 확진자 수 급증에도 불구하고 QoQ 개선 흐름이 지속되었다. 환 효과 제외 시 +1% 성장이라는 호실적을 달성했다.

중국 리오프닝 수혜 기대

[Region] 지역별 매출액은 북미 49.1억달러(+26.6%), EMEA 32.5억달러(+16.8%), APLA 16.0억달러(+9.6%) vs. 중국 19.9억달러(-7.7%)을 달성했다. 중국 매출액이 전년대비 소폭 감소하긴 했지만, QoQ 개선 흐름이 매우 긍정적이다(매출 증가율:1Q23 +6.1% → 2Q23 +8.0% → 3Q23 +11.5% QoQ). 리오프닝 및 내수 소비 확대로 중국 실적 턴어라운드를 기대해볼 수 있다.

[Category] 품목별 매출액은 신발 79.7억달러(+19.7%), 의류 33.8억달러(+4.6%), 장비 4.0억달러(+3.3%)를 기록하며 전 부문에서 전년대비 성장했다. 직전 분기에 이어 신발의 성장세가 뚜렷하다(2Q23 +25.4% → 3Q23 +19.7%). 컨버스 브랜드는 6.4억달러(+2.2%)의 매출액을 달성했으며, 환 효과 제외 성장률은 +12%에 달한다.

FY2023 & 4Q23 가이던스

나이키는 FY2023 매출액 가이던스를 YoY +7~9% 성장으로 상향 조정했다(기존 가이던스: YoY +4~6% 성장). 매출총이익률은 YoY -0.25%p 감소할 전망이다(60%는 운임료 상승, 40%는 강달러 영향에 기인). 4Q23 매출액 가이던스로는 YoY +0~3% 성장률을 제시했다.

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	125.6 USD
블룸버그 컨센서스 목표주가	134.4 USD

Stock Data

거래소		뉴욕 거래소
SPX (03/21)		4,002.87 pt
시가총액		1,948 억달러
발행주식수		1,245,666 천주
52 주 최고가/최저가		139.86/82.22
90 일 일평균거래대금		82,559 만달러
기관투자가 유통주식		89.95 %
배당수익률(22.12)		0.99 %
SPX 대비 상대수익률	1 개월	4.5 %
	6 개월	19.7 %
	12 개월	6.4 %
주주구성	VANGUARD GROUP	8.8%
	블랙록	6.9%
	스테이트 스트	4.4%

Stock Price

Financial Data

(USD Bil)	매출액	영업이익	순이익	EPS (USD)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	영업이익률 (%)	EBITDA 마진 (%)	ROE (%)
2018	36,397	4,445	1,933	1.2	-53.5	61.4	11.7	12.2	14.3	17.4
2019	39,117	4,772	4,029	2.6	114.3	31.0	13.4	12.2	14.0	42.7
2020	37,403	3,115	2,539	1.6	-36.1	54.8	19.1	8.3	11.8	29.7
2021	44,538	6,937	5,727	3.6	123.3	37.0	16.9	15.6	18.6	55.0
2022	46,710	6,675	6,046	3.8	5.2	31.3	12.2	14.3	17.1	43.1

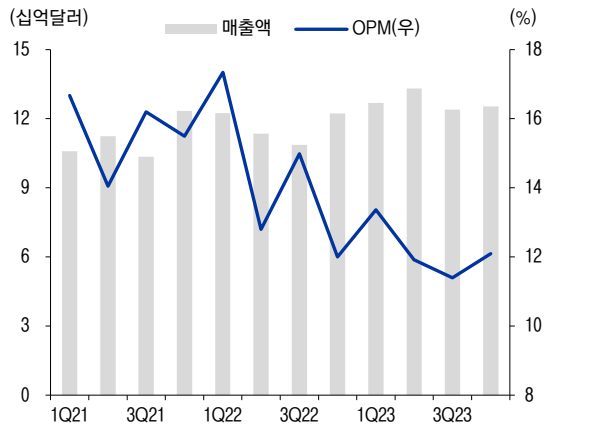
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 나이키 분기/연간 실적 추이

(십억달러)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q22	2020	2021	2022
매출액	12.2	11.4	10.9	12.2	12.7	13.3	12.4	37.4	44.5	46.7
YoY(%)	*15.6*	*1.0*	*5.0*	*-0.9*	*3.6*	*17.2*	*14.0*	*-4.4*	*19.1*	*4.9*
매출원가	6.6	6.1	5.8	6.7	7.1	7.6	7.0	21.2	24.6	25.2
매출총이익	5.7	5.2	5.1	5.5	5.6	5.7	5.4	16.2	20.0	21.5
판관비	3.6	3.8	3.4	4.0	3.9	4.1	4.0	13.1	13.0	14.8
영업이익	2.1	1.5	1.6	1.5	1.7	1.6	1.4	3.1	6.9	6.7
YoY(%)	*20.3*	*-8.0*	*-2.9*	*-23.3*	*-20.2*	*9.1*	*-13.3*	*-34.7*	*122.7*	*-3.8*
세전이익	2.1	1.5	1.7	1.4	1.8	1.7	1.5	2.9	6.7	6.7
순이익	1.9	1.3	1.4	1.4	1.5	1.3	1.2	2.5	5.7	6.0
수익성(%)										
매출총이익률	46.5	45.9	46.6	45.0	44.3	42.9	43.3	43.4	44.8	46.0
영업이익률	17.3	12.8	15.0	12.0	13.4	11.9	11.4	8.3	15.6	14.3
순이익률	15.3	11.8	12.8	11.8	11.6	10.0	10.0	6.8	12.9	12.9

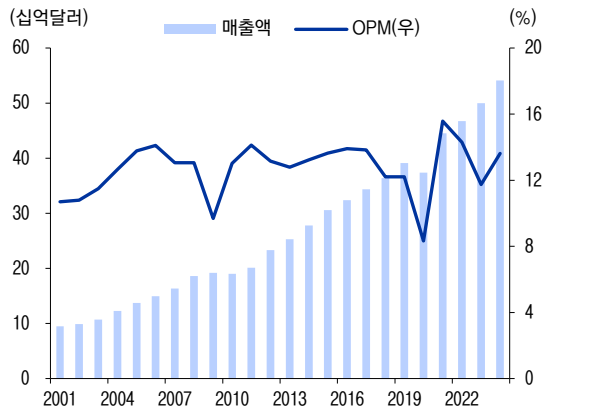
자료: NIKE, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 3Q23=2022년 12월~2023년 2월

그림99 나이키 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



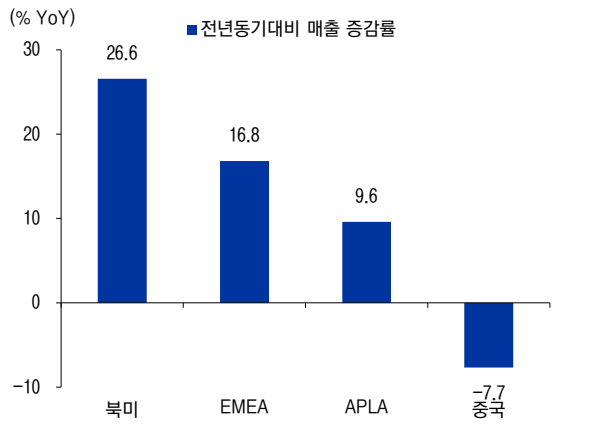
자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 나이키 연간 매출액 및 영업이익률 추이



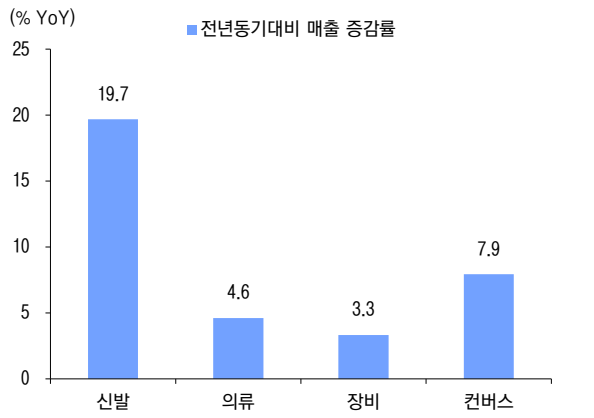
자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 3Q23 Review: 지역별 매출액 증감



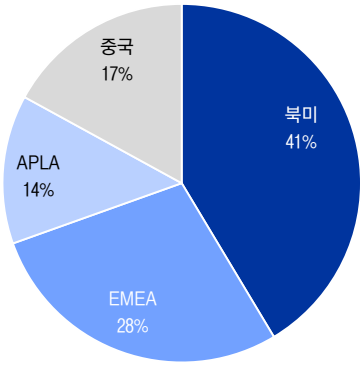
자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 3Q23 Review: 품목별 매출액 증감



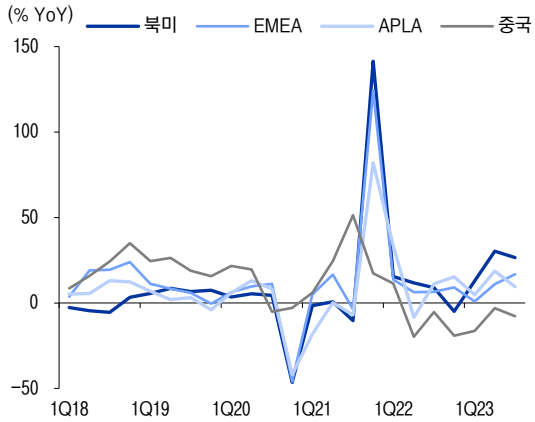
자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 나이키 지역별 매출 비중(FY2022 기준)



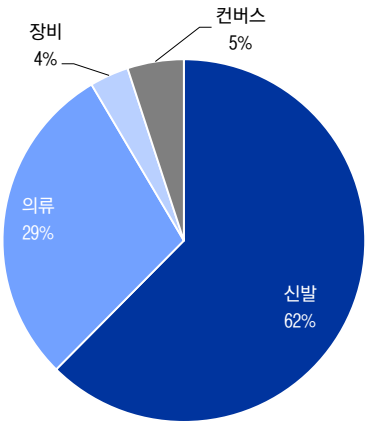
자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 나이키 지역별 매출 증감률 추이



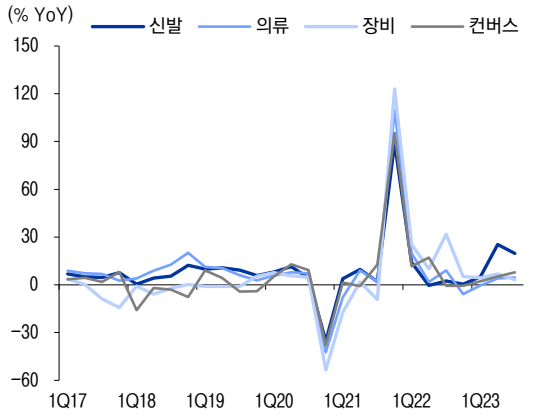
자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 나이키 품목별 매출 비중(FY2022 기준)



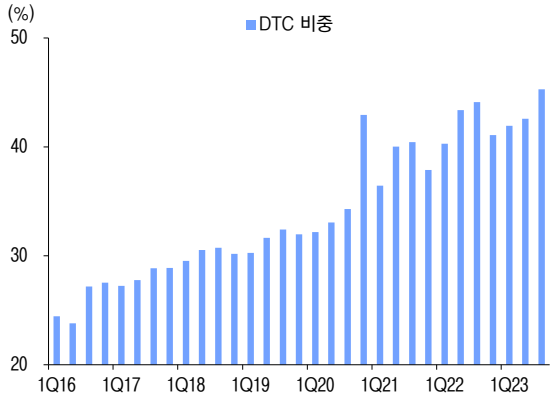
자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림106나이키 품목별 매출 증감률 추이



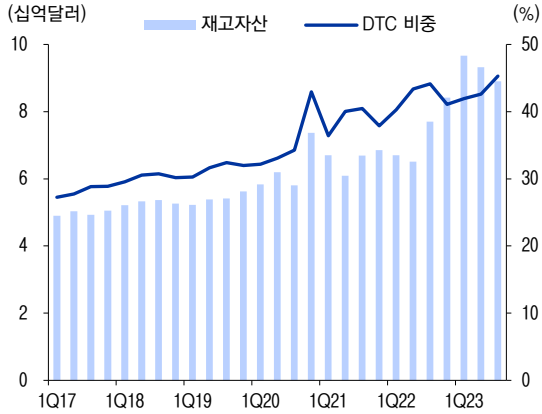
자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 나이키 DTC 비중 추이



자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림108나이키 재고자산 vs. DTC 비중



자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

NIKE INC (NKE US)

재무상태표

(백만달러)	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
유동자산	15,134	16,525	20,556	26,291	28,213
현금 및 현금성자산	5,245	4,663	8,787	13,476	12,997
매출채권 및 기타채권	3,498	4,272	2,749	4,463	4,667
재고자산	5,261	5,622	7,367	6,854	8,420
기타유동자산	890	1,352	1,561	1,422	1,460
비유동자산	7,402	7,192	10,786	11,449	12,108
관계기업투자 등	0	0	0	0	0
유형자산	4,454	4,744	7,963	8,017	7,717
무형자산 및 기타	2,948	2,448	2,823	3,432	4,391
자산총계	**22,536**	**23,717**	**31,342**	**37,740**	**40,321**
유동부채	6,040	7,866	8,284	9,674	10,730
매입채무 및 기타재무	5,508	7,797	7,381	8,728	9,677
단기금융부채	342	15	696	469	930
기타유동부채	190	54	207	477	123
비유동부채	6,684	6,811	15,003	15,299	14,310
장기금융부채	3,468	3,464	12,319	12,344	11,697
기타비유동부채	3,216	3,347	2,684	2,955	2,613
부채총계	**12,724**	**14,677**	**23,287**	**24,973**	**25,040**
지배주주지분	9,812	9,040	8,055	12,767	15,281
자본금 및	6,387	7,166	8,302	9,968	11,487
이익잉여금	3,517	1,643	-191	3,179	3,476
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**9,812**	**9,040**	**8,055**	**12,767**	**15,281**

손익계산서

(백만달러)	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
매출액	**36,397**	**39,117**	**37,403**	**44,538**	**46,710**
매출원가	20,441	21,643	21,162	24,576	25,231
매출총이익	**15,956**	**17,474**	**16,241**	**19,962**	**21,479**
판매비 및 관리비	11,511	12,702	13,126	13,025	14,804
영업이익	**4,445**	**4,772**	**3,115**	**6,937**	**6,675**
(EBITDA)	5,192	5,477	4,405	8,270	7,985
세전계속사업이익	**4,325**	**4,801**	**2,887**	**6,661**	**6,651**
당기순이익	**1,933**	**4,029**	**2,539**	**5,727**	**6,046**
매출총이익률 (%)	43.8	44.7	43.4	44.8	46.0
영업이익률 (%)	12.2	12.2	8.3	15.6	14.3
EBITDA 마진률 (%)	14.3	14.0	11.8	18.6	17.1
당기순이익률 (%)	5.3	10.3	7.6	13.3	13.1
ROA (%)	8.4	17.4	9.2	16.6	15.5
ROE (%)	17.4	42.7	29.7	55.0	43.1

현금흐름표

(백만달러)	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
영업활동 현금흐름	**4,955**	**5,903**	**2,485**	**6,657**	**5,188**
당기순이익(손실)	1,933	4,029	2,539	5,727	6,046
감가상각&무형자산상각	747	705	721	744	717
기타비현금항목조정	793	607	470	141	85
운전자본 변동	1,482	562	-1,245	45	-1,660
투자활동 현금	**276**	**-264**	**-1,028**	**-3,800**	**-1,524**
고정&무형자산 변동	-1,025	-1,119	-1,086	-695	-758
장기투자순변동	0	0	0	0	0
인수 등으로 인한 순현금	0	0	0	0	0
기타투자활동	1,301	855	58	-3,105	-766
재무활동 현금	**-4,835**	**-5,293**	**2,491**	**-1,459**	**-4,836**
배당금의 지급	-1,243	-1,332	-1,452	-1,638	-1,837
차입금의 증가(감소)	-16	-331	6,177	-249	15
자본의 증가(감소)	-3,576	-3,586	-2,182	564	-2,863
기타재무활동	0	-44	-52	-136	-151
중단사업 현금흐름	0	0	0	0	0

자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
투자지표 (x)					
P/E	61.4	31.0	54.8	37.0	31.3
P/B	11.7	13.4	19.1	16.9	12.2
EV/EBITDA	21.9	21.9	40.3	27.5	24.8
배당수익률 (%)	1.1	1.1	1.0	0.8	1.0
성장성 (%)					
매출액	6.0	7.5	-4.4	19.1	4.9
영업이익	-6.4	7.4	-34.7	122.7	-3.8
세전이익	-11.5	11.0	-39.9	130.7	-0.2
당기순이익	-54.4	108.4	-29.1	107.8	3.1
EPS	-53.5	114.3	-36.1	123.3	5.2
주당지표 (달러)					
EPS	1.2	2.6	1.6	3.6	3.8
BPS	6.1	5.8	5.2	8.1	9.7
DPS	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2

Adidas (ETR: ADS GR)

2023. 3. 23 음식료/화장품/의류

Analyst 오지우
02-3779-8431
jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

4Q22 Review: 실적 부진에도 주가는 상승

Yeezy 파트너십 종료

아디다스의 2022년 4분기 매출액은 52.1억유로(+1.3% YoY; 환 영향 제외 시 -1%)로 시장 컨센서스 53.0억유로에 부합(-1.7%)했다. 매출총이익은 20.4억유로(-19.2% YoY, GPM 39.1%)로 마진율이 -10%p 하락했다. 영업손실은 -7.2억유로(적자전환 YoY)를 기록하며 시장 기대치에 부합했다.

실적 부진의 주 원인은 1)이지(Yeezy) 파트너십 종료(6억유로), 2)중국 락다운에 따른 실적 부진(중국 영업손실 -2.2억유로), 3)재고 부담으로 인한 할인 판매 증가, 4)러시아 사업 중단 영향 지속 등이다.

4Q22 말 기준 재고자산은 59.7억유로로 YoY +49.0% 증가했다. 증가율은 전분기 대비 줄어들었으나(3Q22 +72.4% YoY), 여전히 재고 레벨이 높고 매출액 대비 비중도 늘어났다. 판가 인상, 우호적인 환율 환경, 채널/제품 믹스 개선 효과는 긍정적이었지만, 공급망 비용 및 판촉비 증가를 모두 상쇄시키기에는 부족했다.

중국 부진 지속

[Region] 지역별 매출액은 EMEA 20.7억유로(+13.2%, OPM 16.4%), 북미 15.4억 유로(+18.2%, OPM 2.8%), 남미 5.4억유로(+37.0%, OPM 18.0%), 아시아 6.1억유로(+12.0%, OPM 16.6%) vs. 중국 5.2억유로(-49.9%)로 중국의 실적 부진이 이어졌다. 2020년 아디다스 전체 매출액의 24%를 차지했던 중국 비중은 2022년 14%까지 줄어들었다(아디다스 내 중국 비중: 2020년 24% → 2021년 22% → 2022년 14%).

[Category] 품목별 매출액은 전체 실적의 49%의 비중을 차지하는 신발이 25.2억유로(-1.4%)로 소폭 감소했고, 45% 비중의 의류는 23.2억유로(+1.6%)로 소폭 증가했다. 7% 비중의 기타 장비는 3.7억유로(+21.8%)의 매출액을 기록했다.

2023 Guidance

아디다스는 2023년 연간 가이던스로 (환 영향 제외 시) 매출액 한 자릿수 후반대 감소, UOP BEP 수준을 제시했다(이지 관련 손실: 매출액 12억유로, 이익 5억유로 반영). 작년 10월 파트너십이 종료된 이지(기존 매출 비중 10%) 재고에 대해서는 처리 방법을 고민 중이다. 재고 소각 시 5억유로의 추가 손실이 예상되어, 연간 -7억유로 규모의 영업손실이 발생할 수 있다(일회성 비용 2억 유로 포함).

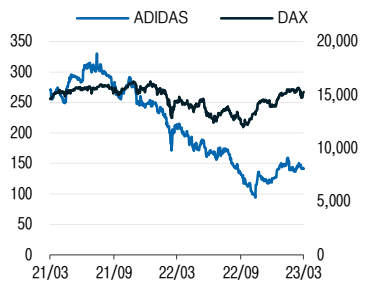
Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	141.3 EUR
블룸버그 컨센서스 목표주가	153.8 EUR

Stock Data

거래소		Xetra
DAX (03/21)		15,269.53 pt
시가총액		254 억유로
발행주식수		180,000 천주
52 주 최고가/최저가		220.8/93.4 유로
90 일 일평균거래대금		9,506 만유로
기관투자가 유통주식		68.88 %
배당수익률(22.12)		2.59 %
DAX 대비 상대수익률	1 개월	2.2 %
	6 개월	-13.4 %
	12 개월	-38.6 %
주주구성	그루프 브뤼셀	7.6%
	아디다스	5.4%
	블랙록	4.9%

Stock Price



Financial Data

(EUR Bil)	매출액	영업이익	순이익	EPS (EUR)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	영업이익률 (%)	EBITDA 마진 (%)	ROE (%)
2018	21,915	2,368	1,702	8.4	26.6	21.6	5.7	10.8	13.1	27.4
2019	23,640	2,660	1,976	10.0	14.7	29.9	8.4	11.3	16.4	30.0
2020	18,435	746	432	2.2	-76.2	129.0	9.0	4.0	10.5	6.5
2021	21,234	1,986	2,116	10.9	223.4	33.9	6.5	9.4	14.7	30.3
2022	22,511	669	612	3.3	-83.3	102.0	4.6	3.0	8.4	9.8

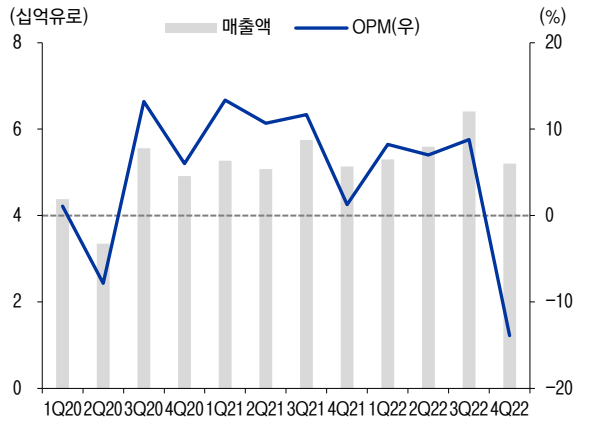
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표20 아디다스 분기/연간 실적 추이

(십억유로)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022
매출액	5.3	5.1	5.8	5.1	5.3	5.6	6.4	5.2	18.4	21.2	22.5
YoY(%)	*20.2*	*51.5*	*3.4*	*4.5*	*0.6*	*10.2*	*11.4*	*1.3*	*-22.0*	*15.2*	*6.0*
매출원가	2.5	2.4	2.9	2.6	2.7	2.8	3.3	3.2	9.2	10.5	11.9
매출총이익	2.7	2.6	2.9	2.5	2.6	2.8	3.1	2.0	9.2	10.8	10.6
판관비	2.0	2.1	2.2	2.5	2.3	2.5	2.7	2.8	8.6	8.9	10.3
영업이익(손실)	0.7	0.5	0.7	0.1	0.4	0.4	0.6	-0.7	0.7	2.0	0.7
YoY(%)	*1,366.7*	*흑전*	*-8.6*	*-77.7*	*-37.9*	*-27.8*	*-16.1*	*적전*	*-72.0*	*166.2*	*-66.3*
세전이익(손실)	*0.7*	*0.5*	*0.6*	*0.0*	*0.4*	*0.3*	*0.4*	*-0.7*	*0.6*	*1.9*	*0.4*
순이익(손실)	*0.6*	*0.4*	*1.0*	*0.2*	*0.5*	*0.3*	*0.3*	*-0.5*	*0.4*	*2.1*	*0.6*
수익성(%)											
매출총이익률	51.8	51.8	50.1	49.0	49.9	50.3	49.1	39.1	50.0	50.7	47.3
영업이익률	13.4	10.7	11.7	1.3	8.2	7.0	8.8	-13.9	4.0	9.4	3.0
순이익률	10.6	7.8	16.7	3.9	9.1	5.3	5.4	-9.8	2.3	10.0	2.7

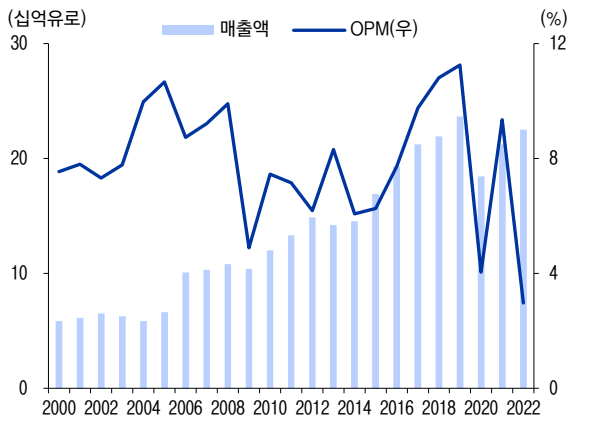
자료: Adidas, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 아디다스 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



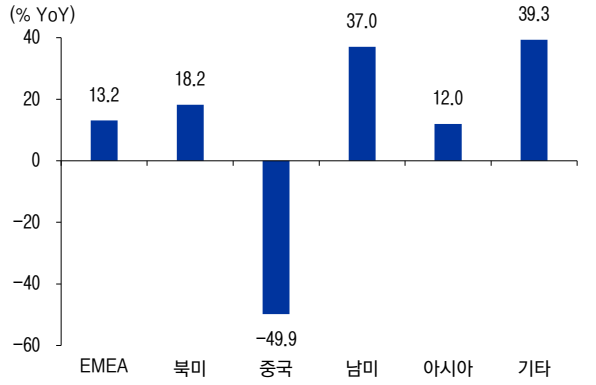
자료: Adidas, 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 아디다스 연간 매출액 및 영업이익률 추이



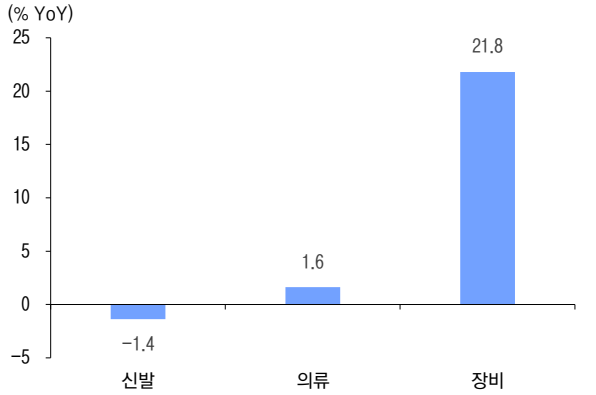
자료: Adidas, 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 4Q22 Review: 지역별 매출액 증감



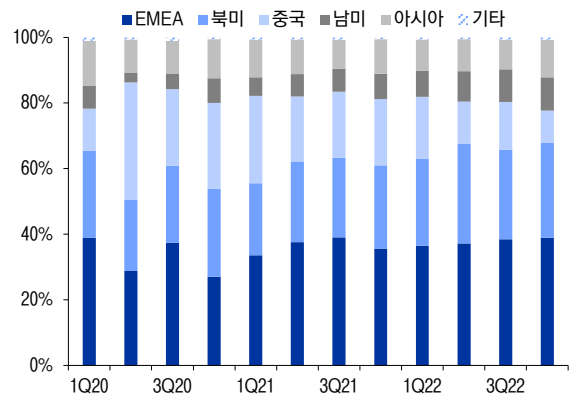
자료: Adidas, 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 4Q22 Review: 품목별 매출액 증감



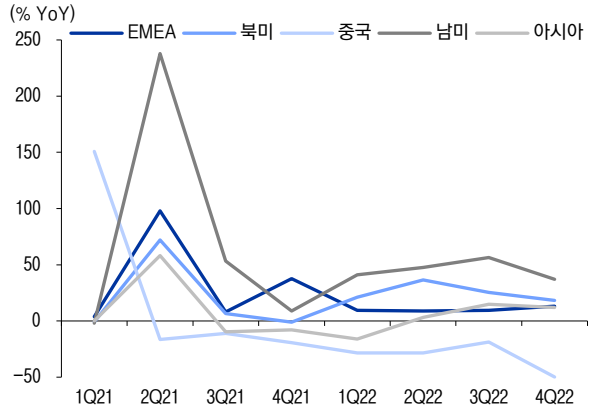
자료: Adidas, 이베스트투자증권 리서치센터

그림113 아디다스 지역별 매출 비중



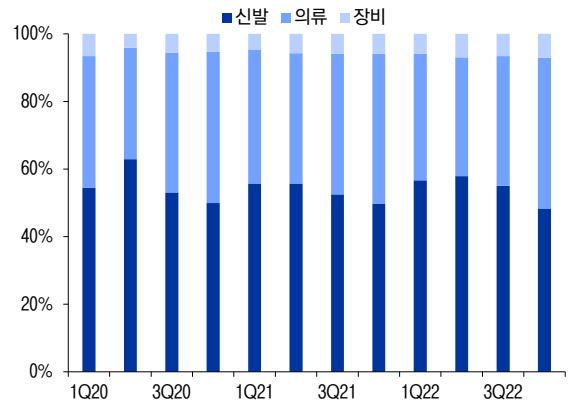
자료: Adidas, 이베스트투자증권 리서치센터

그림114 아디다스 지역별 매출 증감률 추이



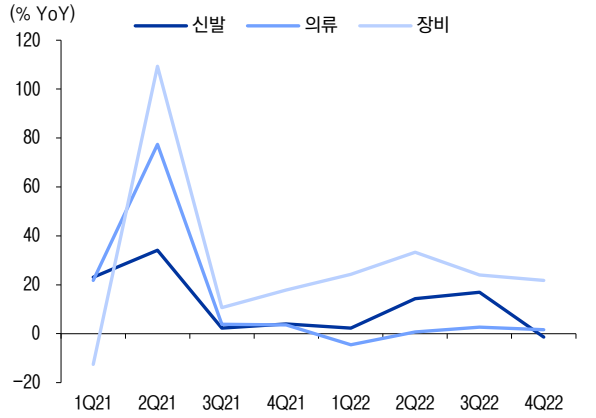
자료: Adidas, 이베스트투자증권 리서치센터

그림115 아디다스 품목별 매출 비중(신발 55 의류 40)



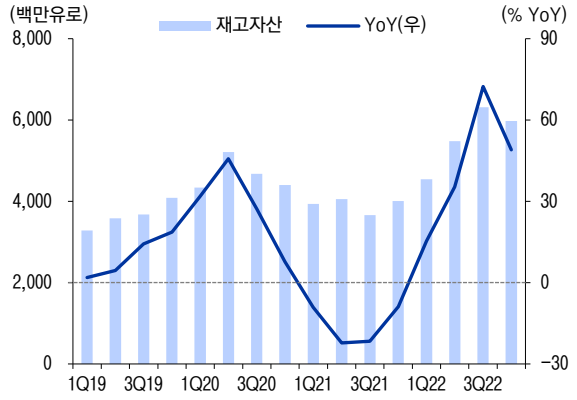
자료: Adidas, 이베스트투자증권 리서치센터

그림116아디다스 품목별 매출 증감률 추이



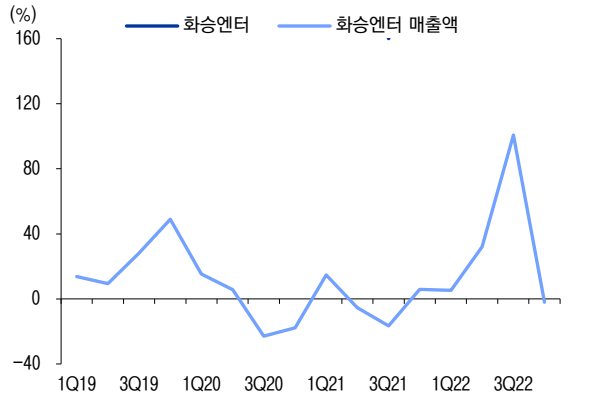
자료: Adidas, 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 아디다스 재고자산 및 증감률 추이



자료: Adidas, 이베스트투자증권 리서치센터

그림118아디다스 매출액 대비 재고자산 vs. 증감률



자료: Adidas, 이베스트투자증권 리서치센터

Adidas (ADS GR)

재무상태표

(백만유로)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	9,813	10,934	12,154	13,944	11,732
현금 및 현금성자산	2,635	2,890	4,696	4,573	1,812
매출채권 및 기타채권	2,418	2,625	1,952	2,175	2,529
재고자산	3,444	4,085	4,397	4,009	5,973
기타유동자산	484	784	194	75	187
비유동자산	5,799	9,746	8,899	8,193	8,564
관계기업투자 등	493	662	645	399	633
유형자산	2,238	5,311	4,586	4,825	4,943
무형자산 및 기타	3,068	3,773	3,668	2,969	2,988
자산총계	**15,612**	**20,680**	**21,053**	**22,137**	**20,296**
유동부채	6,834	8,754	8,827	8,965	9,257
매입채무 및 기타재무	4,937	5,954	5,274	5,565	5,694
단기금융부채	76	776	1,332	782	1,448
기타유동부채	1,821	2,024	2,221	2,618	2,115
비유동부채	2,414	4,868	5,535	5,335	5,688
장기금융부채	1,548	3,994	4,641	4,729	5,289
기타비유동부채	866	874	894	606	399
부채총계	**9,248**	**13,622**	**14,362**	**14,300**	**14,945**
지배주주지분	6,377	6,797	6,454	7,519	4,991
자본금 및	199	196	195	192	179
이익잉여금	6,054	6,555	6,733	6,860	4,347
비지배주주지분(연결)	-13	261	237	318	360
자본총계	**6,364**	**7,058**	**6,691**	**7,837**	**5,351**

손익계산서

(백만유로)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	**21,915**	**23,640**	**18,435**	**21,234**	**22,511**
매출원가	10,552	11,347	9,213	10,469	11,867
매출총이익	**11,363**	**12,293**	**9,222**	**10,765**	**10,644**
판매비 및 관리비	9,027	9,691	8,353	8,810	10,015
영업이익	**2,368**	**2,660**	**746**	**1,986**	**669**
(EBITDA)	2,861	3,882	1,934	3,127	1,889
세전계속사업이익	**2,378**	**2,558**	**578**	**1,852**	**388**
당기순이익	**1,702**	**1,976**	**432**	**2,116**	**612**
매출총이익률 (%)	51.9	52.0	50.0	50.7	47.3
영업이익률 (%)	10.8	11.3	4.0	9.4	3.0
EBITDA 마진률 (%)	13.1	16.4	10.5	14.7	8.4
당기순이익률 (%)	7.7	8.1	2.7	6.8	1.5
ROA (%)	11.5	10.9	2.1	9.8	2.9
ROE (%)	27.4	30.0	6.5	30.3	9.8

현금흐름표

(백만유로)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	**2,670**	**2,713**	**1,360**	**3,094**	**-658**
당기순이익(손실)	1,702	1,976	432	2,116	612
감가상각&무형자산상각	493	1,222	1,188	1,141	1,220
기타비현금항목조정	-237	-228	-119	-664	-405
운전자본 변동	712	-248	-261	181	-2,000
투자활동 현금	**-659**	**-975**	**-141**	**-436**	**471**
고정&무형자산 변동	-621	-695	-412	-665	-693
장기투자순변동	-56	-80	-49	49	-13
인수 등으로 인한 순현금	0	0	1	12	12
기타투자활동	18	-220	289	0	0
재무활동 현금	**-951**	**-2,118**	**630**	**-2,880**	**-2,825**
배당금의 지급	-528	-664	0	-585	-610
차입금의 증가(감소)	582	-639	932	-1,251	345
자본의 증가(감소)	-1,003	-813	-261	-1,005	-2,505
기타재무활동	-2	-2	-6	0	-49
중단사업 현금흐름	-	-	-35	-39	-6

자료: Adidas, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022
투자지표 (x)					
P/E	20.4	29.1	54.8	30.4	24.2
P/B	4.0	5.7	6.9	7.8	6.2
EV/EBITDA	11.3	15.9	23.4	18.8	14.7
배당수익률 (%)	2.2	1.6	0.9	1.0	1.8
성장성 (%)					
매출액	9.8	14.6	-16.8	43.8	23.3
영업이익	21.4	14.1	-28.7	113.9	22.3
세전이익	17.8	12.9	-31.3	133.7	16.9
당기순이익	18.1	13.4	-31.1	137.9	16.1
EPS	18.4	12.7	-34.5	156.2	17.4
주당지표 (유로)					
EPS	12.6	14.3	9.3	23.9	28.1
BPS	64.2	72.6	74.2	93.6	110.0
DPS	6.0	4.8	6.0	10.0	17.0

CROCS(NASDAQ:CROX)

2023. 3. 23 Mid-Small Cap

Analyst 조은애
02-3779-8951
goodkid@ebestsec.co.kr

크록스에 헤이듀드를 더하다

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	122.02 USD
블룸버그 컨센서스 목표주가	150.30 USD

레저를 위해 태어난 신발

크록스는 2002년 설립된 레저/스포츠용 신발 회사로, 브랜드 '크록스(CROCS)'와 '헤이듀드(Hey Dude)'를 판매하고 있다. 2004년 소비자 스스로 신발을 꾸밀 수 있는 신발 악세서리 브랜드 '지비츠(JIBBITZ)'를 인수했으며, 이는 현재까지 크록스의 재구매율을 높이는 중요 요인으로 작용하고 있다. 2022년에는 이탈리아계 캐쥬얼 신발 브랜드 헤이듀드를 인수했다.

해외확장, 브랜드 인수 통한 계단식 성장 전망

크록스의 성장전략은 해외 매출 확대와 신규브랜드 인수를 통한 계단식 매출 성장이다. 크록스 브랜드의 북미를 제외한 해외매출은 2022년 10억달러(+34% yoy)를 기록하며, 2022년 해외 매출비중은 37%(+4%p yoy)로 상승했다.

2022년 인수한 헤이듀드는 2022년 2월부터 실적 반영 중이며, 2022년 8.2억달러(+54% yoy, 매출비중 약 23%)로 고성장 중이다. 헤이듀드 브랜드의 2023년 가이던스는 +20% 이상의 매출 성장을 기대하고 있기 때문에 전사 매출에서 차지하는 비중은 더 높아질 것으로 예상한다.

동사의 DTC 매출은 2022년 16억달러(+41% yoy, 매출비중 45%)로 성장하고 있다. 크록스 브랜드의 높은 브랜드 로열티와 재구매율을 감안하면 이러한 DTC 매출 고성장은 장기간 지속될 가능성이 높은 것으로 보여진다.

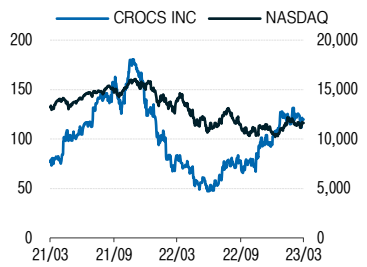
해외 매출 성장률 확인하면서 PER 재평가 기대

동사의 2023년 매출성장률 가이던스는 +10~+13%이다. 브랜드 별로는 크록스가 하이싱글, 헤이듀드가 +20% 이상의 성장이 가능할 것으로 전망했다. 크록스 브랜드의 낮은 북미 성장률을 해외 매출증가로 보완하고, 헤이듀드 브랜드의 고성장을 기대하고 있다. 컨센서스 기준 2023년 매출은 40억달러(+12% yoy), 영업이익 10억달러(+22% yoy), 영업이익률 26%(+2%p yoy)이고, 현재 주가는 2023F PER 11배 수준으로 최근 3년 평균 대비, 비교기업 대비 저평가 상태이다. 매분기 해외 매출 고성장을 숫자로 확인하면서 PER 할인률은 축소될 것으로 예상한다.

Stock Data

거래소		NASDAQ
NASDAQ(03/21)		11,860.11 pt
시가총액		75 억달러
발행주식수		61,752 천주
52 주 최고가/최저가		143.5/46.1 달러
90 일 일평균거래대금		18,687 만달러
기관투자가 유통주식		105.93 %
배당수익률(21.12)		n/a
NASDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-5 %
	6 개월	52.8 %
	12 개월	64.4 %
주주구성	FMR	13.3%
	블랙록	11.6%
	VANGUARD GROUP	9.2%

Stock Price



Financial Data

(백만달러)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,088.2	62.9	65.2	50.4	-1.0	-1,342.9	92.2	n/a	20.6	12.7	-43.9
2019	1,230.6	128.6	119.3	119.5	1.7	n/a	213.0	19.9	19.3	21.7	84.7
2020	1,386.0	214.1	207.0	312.9	4.6	172.9	303.3	17.0	17.3	14.2	148.1
2021	2,313.4	683.1	663.8	725.7	11.6	150.4	773.3	11.2	11.2	530.8	476.3
2022	3,555.0	850.8	718.5	540.2	8.8	-24.1	956.0	10.7	9.9	8.2	129.8

자료: CROCS, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

기업개요

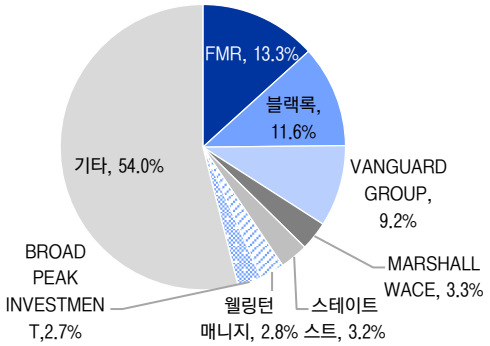
크록스는 2002년 설립된 레저/스포츠용 신발 회사로, 브랜드 '크록스(CROCS)'와 '헤이듀드(Hey Dude)'를 운영하고 있다. 크록스는 보트 등 레저스포츠를 즐겨하는 설립자가 크로슬라이트(Croslite)라는 특수 소재로 일반 신발과는 다르게 물에 젖지 않고, 물에 뜰만큼 가벼운 신발을 제작하면서 성장했다. 2004년 소비자 스스로 신발을 꾸밀 수 있는 신발 악세서리 브랜드 '지비츠(JIBBITZ)'를 인수했으며, 이는 현재까지 크록스의 재구매율을 높이는 중요 요인으로 작용하고 있다. 2022년에는 이탈리아계 캐쥬얼 신발 브랜드 헤이듀드를 인수했다.

그림119 **주요연혁**

시기	주요연혁
2002	크록스 설립
2006	나스닥 상장
2006	지비츠(JIBBITZ) 인수
2013	글로벌 소매점 600 개까지 확장
2014	앤드류 리스 CEO 부임
2015	직접생산에서 외주생산으로 전환
2017	글로벌 소매점 400 개까지 축소
2022	캐쥬얼 브랜드 'Hey Dude' 인수

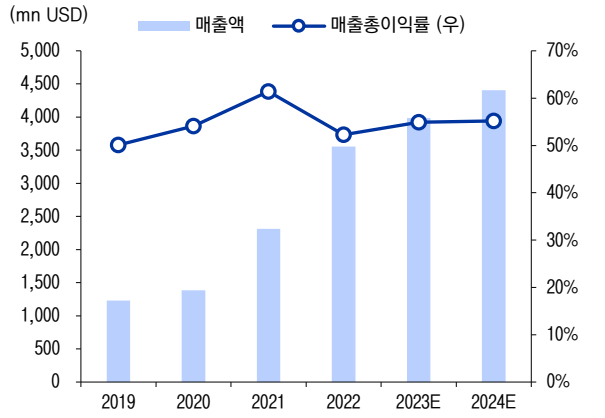
자료: 크록스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림120 **주요주주 현황**



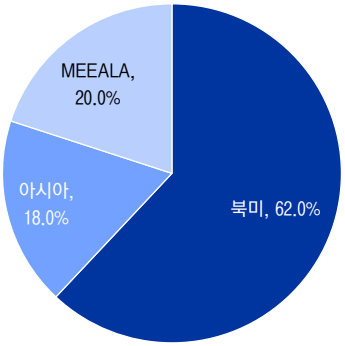
자료: 크록스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림121 **매출액과 매출총이익률 추이**



자료: Bloomberg, 크록스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림122 **지역별 매출액 구성 (2022)**



자료: 크록스, 이베스트투자증권 리서치센터

해외확장, 브랜드 인수 통한 계단식 성장 전망

크록스의 성장전략은 해외 매출 확대와 신규브랜드 인수를 통한 계단식 매출 성장이다. 또한, 높은 재구매율을 기반으로 DTC 매출도 성장하고 있다. 크록스 브랜드의 북미를 제외한 해외매출(아시아+EMELA 등)은 2021년 8억달러(+37% yoy) → 2022년 10억달러(+34% yoy)를 기록하며, 해외 매출비중은 37%(+4%p yoy)로 상승했다. 특히, 아시아 지역 매출이 3.5억달러(+25% yoy) → 4.7억달러(+35% yoy) 로 고성장 중이고, 중장기 성장성도 중국을 포함한 아시아 지역 매출 성장성이 중요할 것으로 보여진다.

2022년 인수한 헤이듀드는 2022년 2월부터 실적 반영 중이며, 2021년 매출 5.3억원 → 2022년 8.2억달러(+54% yoy, 매출비중 약 23%)로 고성장 중이다. 헤이듀드 브랜드의 2023년 가이던스는 +20% 이상의 매출 성장을 기대하고 있기 때문에 전사 매출에서 차지하는 비중은 더 높아질 것으로 예상한다.

동사의 DTC 매출은(직영점 + 온라인) 2021년 11억달러(+64% yoy) → 2022년 16억달러(+41% yoy, 매출비중 45%)로 성장하고 있다. 직영 점포수는 2019년 578개 → 2022년 346개로 줄어들고 있으나, 점포당 매출 증가와 온라인 매출 증가 영향으로 여전히 고성장 중이다. 크록스 브랜드의 높은 브랜드 로열티와 재구매율을 감안하면 이러한 DTC 매출 고성장은 장기간 지속될 가능성이 높은 것으로 보여진다.

참고로, 헤이듀드(2022년 영업이익률 31%)와 DTC 매출은 전사 영업이익률 보다 높은 수익성을 기록하고 있기 때문에 동사 이익 성장의 중요한 변수가 될 것으로 예상한다.

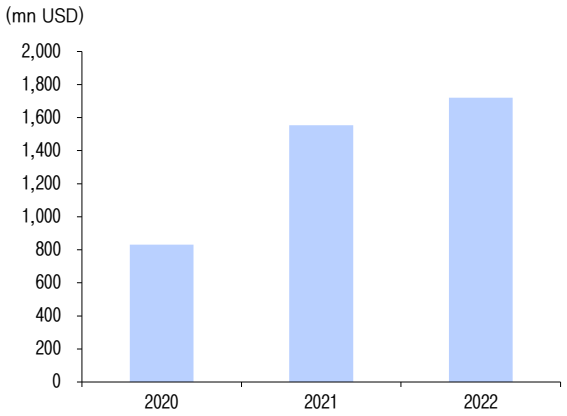
그림123 **크록스 제품 사진**

자료: 크록스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림124 **헤이듀드 제품 사진**

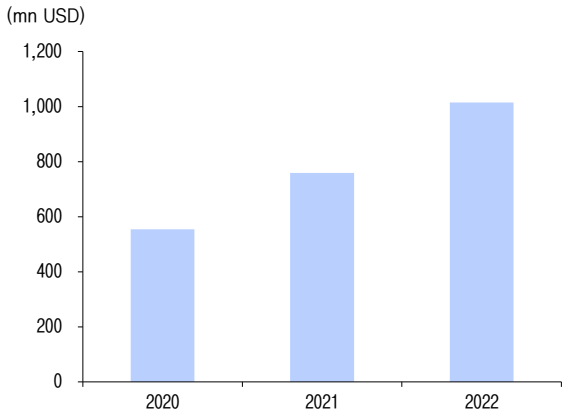
자료: 크록스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림125 크록스 브랜드 북미 매출 추이



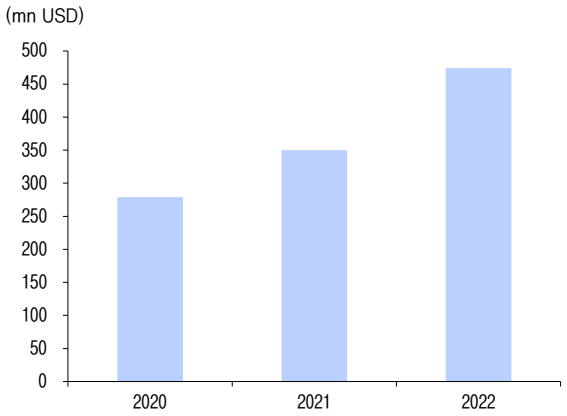
자료: 크록스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림126 크록스 브랜드 해외 매출 추이



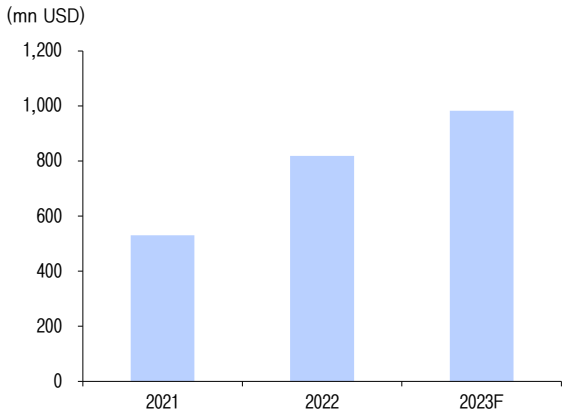
자료: 크록스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림127 크록스 브랜드 아시아 매출 추이



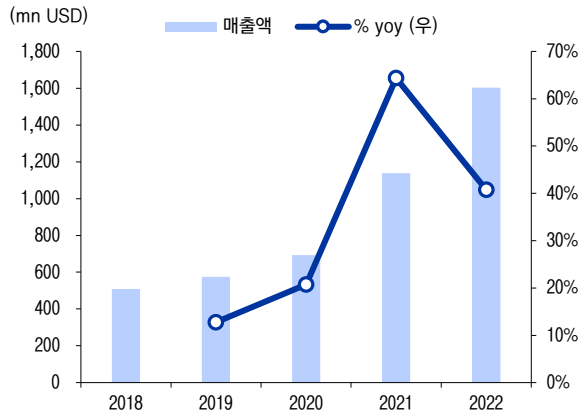
자료: 크록스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림128 헤이듀드 매출 추이 및 전망(가이던스 기준)



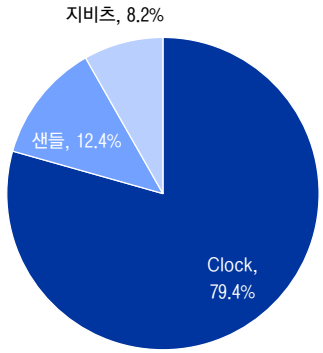
자료: 크록스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림129 DTC 매출과 성장률 추이



자료: 크록스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림130 크록스 브랜드 매출 구성



자료: 크록스, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

2022년 매출액 35억달러(+54% yoy), 영업이익은 9억달러(+22% yoy), OPM 24%(-6%p yoy)를 기록하며 매출과 이익 모두 시장 컨센서스를 상회했다. 브랜드별로는 크록스 27억달러(+15% yoy), 헤이듀드 8억달러(2022년 실적 기여 시작)를 기록했다. 지역별로는 크록스 북미 매출이 17.2억달러(+11% yoy), 아시아 4.7억달러(+35% yoy), EMEALA 5.4억달러(+32% yoy)로 미주 둔화, 아시아, EMELA 지역이 고성장하는 모습을 보였다.

회사는 2023년 매출성장률 가이던스를 +10~+13% yoy로 제시했다. 브랜드 별로는 크록스가 높은 한자리수, 헤이듀드가 +20% 이상의 성장이 가능할 것으로 전망했다. 크록스 브랜드의 낮은 북미 성장률을 해외 매출증가로 보완하고, 헤이듀드 브랜드의 고성장을 기대하고 있다.

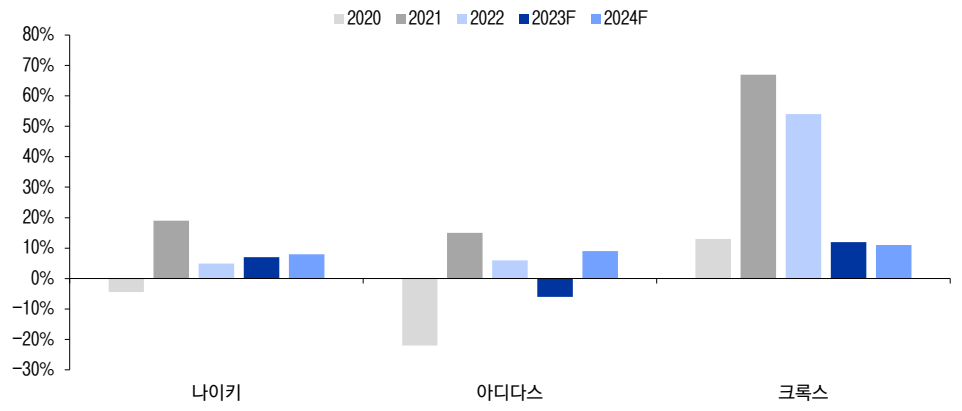
블룸버그 컨센서스 기준 2023년 예상 매출액은 40억달러(+12% yoy), 영업이익 10억달러(+22% yoy), 영업이익률 26%(+2%p yoy)이다. 동사 현재 주가 수준은 2023년 예상 EPS 기준 11배 수준으로 최근 3년 평균 13배 대비 저평가 상태이다. 참고로, 나이키는 2023F PER 38배, 스케처스는 2023F PER 15배에서 거래 중이다. 매분기 해외 매출 고성장을 숫자로 확인하면서 경쟁사 대비 PER 할인률은 축소될 것으로 예상한다.

표21 **크록스 실적테이블**

(mn USD)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	**1,386**	**2,313**	**3,555**	**3,987**	**4,406**
% yoy	*13%*	*67%*	*54%*	*12%*	*11%*
북미	832	1,554	1,721	-	-
% yoy		*87%*	*11%*	-	-
% sales	*60%*	*67%*	*48%*	-	-
아시아	279	350	474	-	-
% yoy		*25%*	*35%*	-	-
% sales	*20%*	*15%*	*13%*	-	-
EMELA	275	409	541	-	-
% yoy		*49%*	*32%*	-	-
% sales	*20%*	*18%*	*15%*	-	-
헤이듀드		531	819	-	-
% yoy		-	*54%*	-	-
% sales		-	*23%*	-	-
매출총이익	**750**	**1,420**	**1,860**	**2,187**	**2,432**
GPM	*54%*	*61%*	*52%*	*55%*	*55%*
판매비와관리비	536	737	1,010	1,146	1,269
% sales	*39%*	*32%*	*28%*	*29%*	*29%*
영업이익	**214**	**683**	**851**	**1,041**	**1,162**
OPM	*15%*	*30%*	*24%*	*26%*	*26%*

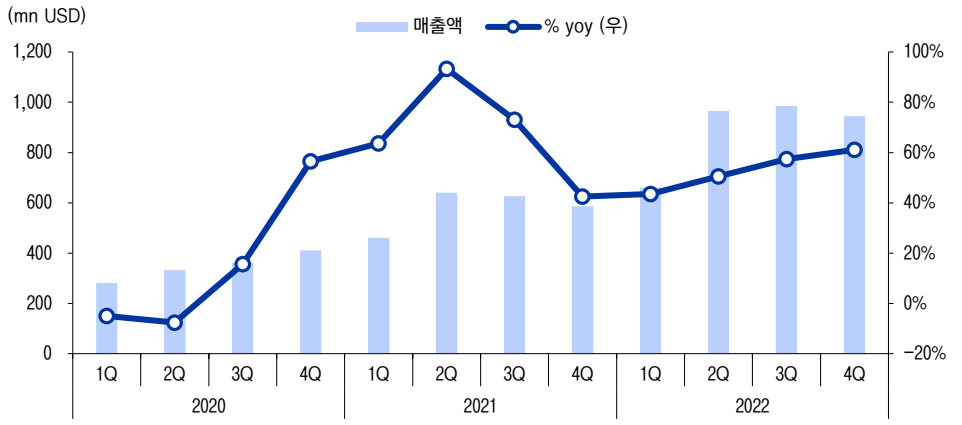
자료: 크록스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주석: 헤이듀드 2022년 2월부터 실적 기여중

그림131 **글로벌 브랜드 3사 매출성장률 추이 및 전망**



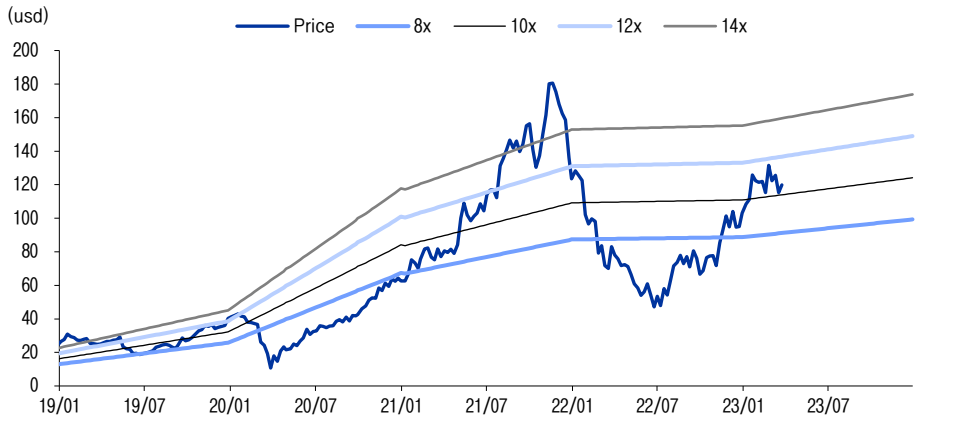
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림132 **크록스 분기 매출 및 증가율 추이**



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림133 **크록스 12M FWD PER**



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

CROCS (NASDAQ: CROX)

재무상태표

(백만달러)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	380.3	425.4	492.8	666.6	1,026.0
현금 및 현금성자산	123.4	108.3	135.8	213.2	191.6
매출채권 및 기타채권	97.6	108.2	149.8	182.6	295.6
재고자산	124.5	172.0	175.1	213.5	471.6
기타유동자산	31.8	35.5	29.8	34.9	52.4
비유동자산	88.6	313.4	625.9	878.5	3,475.8
관계기업투자 등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	22.2	229.6	224.9	269.2	421.4
무형자산 및 기타	66.4	83.8	401.0	609.3	3,054.4
자산총계	**468.9**	**738.8**	**1,118.7**	**1,545.1**	**4,501.8**
유동부채	184.5	257.2	291.6	388.2	641.3
매입채무 및 기타재무	183.2	208.6	244.1	345.1	559.5
단기금융부채	0.0	48.6	47.1	42.9	81.8
기타유동부채	1.3	0.0	0.4	0.2	0.0
비유동부채	134.1	349.7	536.5	1,142.7	3,042.6
장기금융부채	120.0	345.1	326.4	920.6	2,513.1
기타비유동부채	14.1	4.5	210.1	222.1	529.4
부채총계	**318.6**	**606.9**	**828.1**	**1,531.0**	**3,683.9**
지배주주지분	150.3	131.9	290.6	14.1	817.9
자본금 및 주식발행초과금	481.2	496.0	482.5	496.1	797.7
이익잉여금	121.2	240.5	553.3	1,279.0	1,819.2
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**150.3**	**131.9**	**290.6**	**14.1**	**817.9**

손익계산서

(백만달러)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	**1,088.2**	**1,230.6**	**1,386.0**	**2,313.4**	**3,555.0**
매출원가	528.1	613.5	636.0	893.2	1,694.7
매출총이익	**560.2**	**617.1**	**749.9**	**1,420.2**	**1,860.3**
판매비 및 관리비	483.8	481.2	506.8	728.4	999.9
영업이익	**62.9**	**128.6**	**214.1**	**683.1**	**850.8**
(EBITDA)	92.2	213.0	303.3	773.3	956.0
세전계속사업이익	**65.2**	**119.3**	**207.0**	**663.8**	**718.5**
당기순이익	**50.4**	**119.5**	**312.9**	**725.7**	**540.2**
매출총이익률 (%)	51.5	50.1	54.1	61.4	52.3
영업이익률 (%)	5.8	10.5	15.4	29.5	23.9
EBITDA 마진률 (%)	8.5	17.3	21.9	33.4	26.9
당기순이익률 (%)	6.7	12.3	18.2	31.6	17.6
ROA (%)	10.0	19.8	33.7	54.5	17.9
ROE (%)	-43.9	84.7	148.1	476.3	129.8

현금흐름표

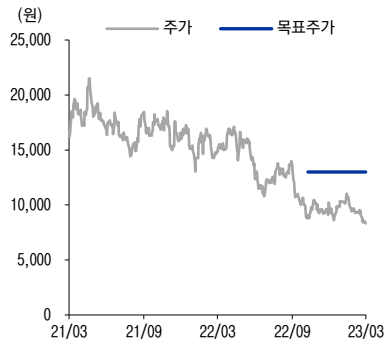
(백만달러)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	**114.2**	**90.0**	**266.9**	**567.2**	**603.1**
당기순이익(손실)	50.4	119.5	312.9	725.7	540.2
감가상각&무형자산상각	29.3	24.2	27.6	32.0	39.2
기타비현금항목조정	22.5	-6.8	-267.1	-198.7	52.1
운전자본 변동	12.0	-47.0	193.6	8.2	-28.3
투자활동 현금	**-10.1**	**-36.2**	**-41.8**	**-55.9**	**-2,151**
고정&무형자산 변동	-10.1	-36.0	-41.6	-55.9	-104.2
장기투자순변동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
인수 등으로 인한 순현금	0.0	0.0	0.0	0.0	-2,047
기타투자활동	0.0	-0.3	-0.2	0.0	0.0
재무활동 현금	**-148.8**	**-68.6**	**-198.0**	**-429.6**	**1,529.7**
배당금의 지급	-204.7	-3.0	0.0	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	119.3	85.0	-25.0	605.0	1,594.6
자본의 증가(감소)	-63.1	-147.2	-170.8	-1,020	-11.5
기타재무활동	-0.3	-3.5	-2.2	-14.5	-53.5
중단사업 현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: CROCS, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022
투자지표 (x)					
P/E	n/a	19.9	17.0	11.2	10.7
P/B	12.7	21.7	14.2	530.8	8.2
EV/EBITDA	20.6	19.3	17.3	11.2	9.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	6.3	13.1	12.6	66.9	53.7
영업이익	263.1	104.4	66.4	219.0	24.6
세전이익	258.4	83.1	73.5	220.7	8.2
당기순이익	n/a	n/a	66.9	189.1	-14.2
EPS	-1,342.9	n/a	172.9	150.4	-24.1
주당지표 (달러)					
EPS	-1.0	1.7	4.6	11.6	8.8
BPS	2.1	1.9	4.4	0.2	13.3
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

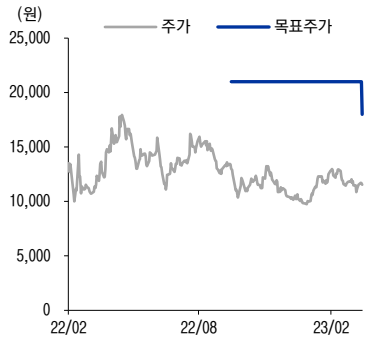
화승엔터프라이즈 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2022.10.31	신규	오지우									
2022.10.31	Buy	13,000									

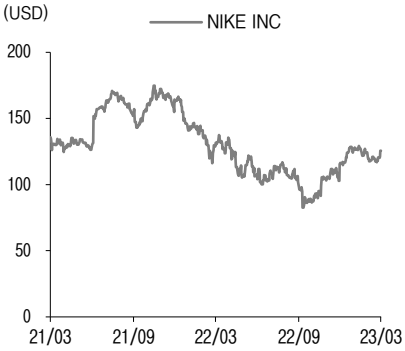
아셈스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2022.09.21	변경	조은애									
2022.09.21	Buy	21,000	-36.9		-45.2						
2023.03.23	Buy	18,000									

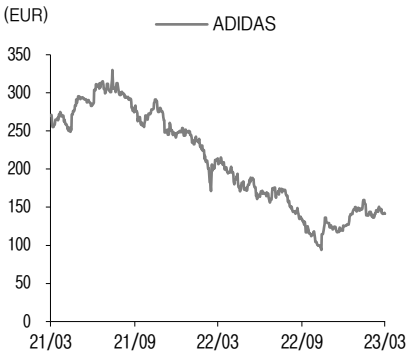
NIKE 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2023.03.23	변경	오지우									
2023.03.23	NR	오지우									

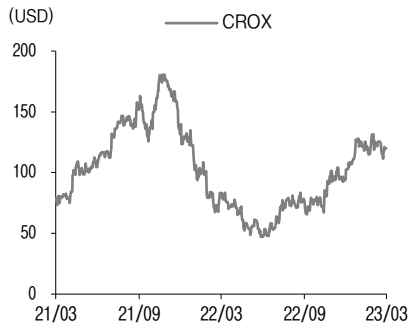
Adidas 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2023.03.23	변경	오지우									
2023.03.23	NR	NR									

크록스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2023.03.23	변경	조은애									
2023.03.23	NR	NR									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조은애, 오지우).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	93.0%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	7.0%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)