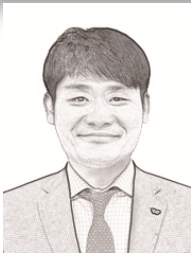


# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**이지훈**

sa75you@sk.com  
02-3773-8880

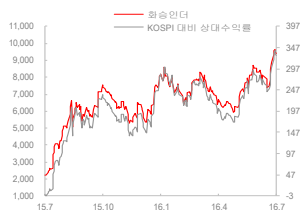
## Company Data

자본금	277 억원
발행주식수	5,532 만주
자사주	35 만주
액면가	500 원
시가총액	5,206 억원
주요주주	
(주)화승알앤에이(외4)	42.98%
신한비엔피파리바	6.97%
외국인지분률	6.00%
배당수익률	0.30%

## Stock Data

주가(16/07/08)	9,410 원
KOSPI	1974.08 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	9,610 원
52주 최저가	2,215 원
60일 평균 거래대금	63 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.9%	-9.4%
6개월	20.3%	19.2%
12개월	45.0%	39.3%

## 화승인더 (006060/KS | 매수(신규편입) | T.P 13,000 원(신규편입))

### 날개 돋친 신발

투자 의견 매수, 목표주가 13,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 2017 년 예상 실적에 목표 PER 15 배를 적용하여 산출하였다. 글로벌 신발 ODM/OEM 선두업체의 평균 배수에 20%를 할증 적용하였다. 실적의 높은 성장성을 감안할 때 일정 정도의 프리미엄 부여는 적절하다는 판단이다. 지속적인 실적개선과 화승 비나 상장에 따른 현금 유입과 보유지분 가치 부각, 생산능력 확대에 주목할 시점이다.

### 투자 의견 매수, 목표주가 13,000 원을 제시하며 신규편입

투자 의견 매수, 목표주가 13,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 2017 년 예상 실적에 목표 PER 15 배를 적용하여 산출하였다. 글로벌 신발 ODM/OEM 선두업체의 평균 배수에 20%를 할증 적용하였다. 실적의 높은 성장성을 감안할 때 일정 정도의 프리미엄 부여는 적절하다는 판단이다.

### 투자포인트 3 가지

-지속적인 실적개선: 2016 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 29%, 36% 증가가 예상된다. 아디다스 그룹의 매출증가 및 그룹내 점유율 확대, 네오라벨의 판매 호조에 따른 외형성장과 수익성 개선, 이 외에 외형확대에 따른 고정비 비중 감소, 베트남 공장의 생산안정화에 따른 경영효율성 개선도 실적개선에 보탬이 되고 있다.

-화승 비나 상장: 지난 5 월 화승 비나의 모회사인 화승엔터프라이즈(화승인더 지분율 100%, 2015 년 11 월에 설립된 SPC)가 상장 예비심사 청구서를 제출했다. 60 영업일 동안 심사를 받은 후 하반기에는 상장이 유력시되고 있다. 상장을 통한 현금유입과 보유지분 가치의 부각이 예상된다.

-생산능력 확대: 현재 350 만족/월(화승 비나 300 만족, 중국 대련공장 50 만족) 정도인 생산능력을 2020 년까지 900 만족 수준까지 확대할 예정이다. 이에 따라 화승 비나 확장과 인도네시아 신공장 증설이 예정되어 있다. 재원마련의 중심축은 화승 비나 상장이다. 아디다스가 추진하고 있는 생산기지 지역별 다변화 정책의 수혜가 예상된다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	5,984	5,854	7,468	9,636	11,279	13,295
yoy	%	6.9	-2.2	27.6	29.0	17.1	17.9
영업이익	억원	91	147	443	601	760	927
yoy	%	-26.1	61.2	200.7	35.6	26.5	22.0
EBITDA	억원	289	338	659	870	1,066	1,378
세전이익	억원	-32	-98	240	492	647	790
순이익(지배주주)	억원	-54	-111	216	373	490	599
영업이익률%	%	1.5	2.5	5.9	6.2	6.7	7.0
EBITDA%	%	4.8	5.8	8.8	9.0	9.5	10.4
순이익률	%	-1.1	-1.9	2.9	3.9	4.4	4.5
EPS	원	-98	-200	390	675	886	1,082
PER	배	N/A	N/A	19.4	13.9	10.6	8.7
PBR	배	0.6	0.5	3.2	3.0	2.2	1.7
EV/EBITDA	배	9.1	8.2	10.2	9.2	7.6	5.9
ROE	%	-4.7	-10.7	18.8	24.5	24.0	22.4
순차입금	억원	1,873	2,151	2,441	2,655	2,759	2,723
부채비율	%	338.1	419.0	332.9	286.4	238.1	193.9



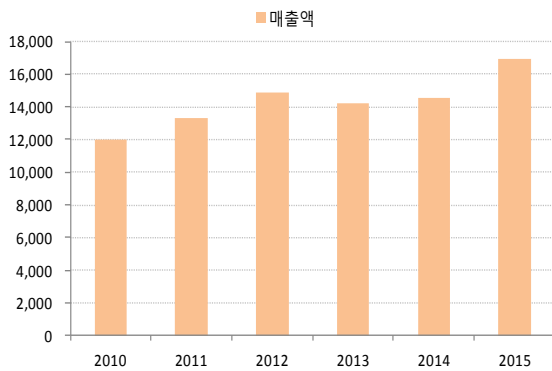
## 투자포인트

**지속적인 실적개선: 아디다스  
그룹의 외형 성장, 점유율 확대,  
네오라벨 성장 등**

투자포인트는 다음과 같다. 첫째, 지속적인 실적개선이다. 지난해부터 외형 및 수익성 증가가 가파르게 진행되고 있다. 2015 년 외형증가율은 28%, 2016 년에도 29%에 달할 것으로 전망된다. 같은 기간 예상 영업이익증가율은 201%, 36%이다. 특히 이익개선폭이 컸는데 그 이유는 1) 아디다스 그룹의 매출증가 및 그룹내 동사의 시장점유율 확대이다. 아디다스 그룹은 중국을 비롯한 아시아지역과 유럽 매출 증가에 힘입어 2015 년 매출액이 16.4% 증가했고, 금년 1 분기에도 16.8% 증가했다. 매출증가는 신발이 이끌고 있다. 의류와 스포츠장비 매출은 정체된 반면, 지난해 신발 매출증가율은 25.5%에 달했다(1Q16 +23%). 아디다스 그룹내 동사의 점유율도 상승하고 있다. 금년에는 점유율이 18%를 상회하면서 포우첸에 이어 2 위를 차지할 것으로 예상된다. 2) 네오라벨 매출증가에 따른 제품믹스 개선이다. 네오 라벨은 젊은 층을 위한 아디다스의 제품군중 하나로 매년 15%이상의 성장을 보이고 있다. 네오라벨을 ODM 납품하는 동사의 실적도 동반 개선되고 있다. 3) 이 외에 외형확대에 따른 고정비 비중 감소, 베트남 공장의 생산안정화에 따른 경영효율성 개선도 실적개선에 보탬이 되고 있다.

아디다스 그룹 매출액 추이

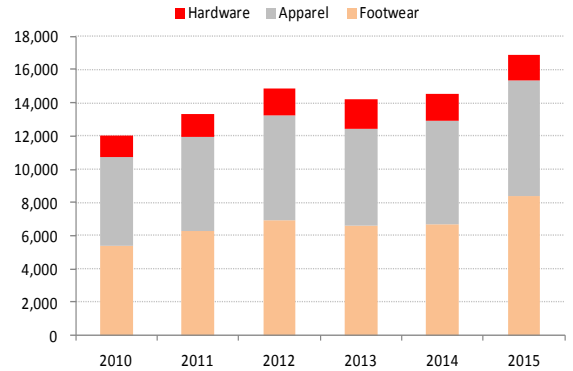
(단위 : 백만유로)



자료 : 아디다스 그룹

아디다스 그룹 부문별 매출 추이

(단위 : 백만유로)



자료 : 아디다스 그룹

### 하반기 화승 비나 상장 예정, 현금유입과 보유지분 가치 부각

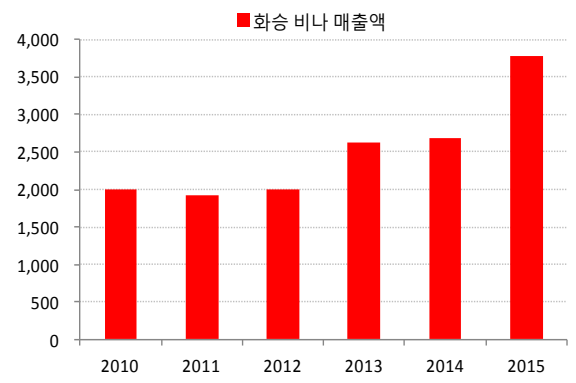
둘째, 화승 비나 상장이다. 지난 5월 화승 비나의 모회사인 화승엔터프라이즈(화승인더 지분을 100%, 2015년 11월에 설립된 SPC)가 상장 예비심사 청구서를 제출했다. 60영업일 동안 심사를 받은 후 하반기에는 상장이 유력시되고 있다. 상장을 통한 현금유입과 보유지분 가치의 부각이 예상된다.

### 생산능력 확대, 현 350만족/월에서 900만족/월

셋째, 생산능력 확대이다. 현재 350만족/월(화승 비나 300만족, 중국 대련공장 50만족) 정도인 생산능력을 2020년까지 900만족 수준까지 확대할 예정이다. 이에 따라 화승 비나 확장과 인도네시아 신공장 증설이 예정되어 있다. 재원마련의 중심축은 화승 비나 상장이다. 아디다스가 추진하고 있는 생산기지 지역별 다변화 정책의 수혜가 예상된다.

화승 비나 매출액 추이

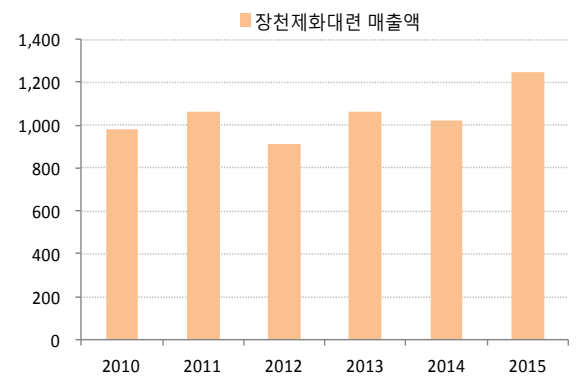
(단위: 억원)



자료: 화승인더

장천제화대련 매출액 추이

(단위: 억원)



자료: 화승인더

부문별 실적추이

(단위: 억원)

		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
필름부문	매출액	1,803	1,689	1,707	1,711	1,720	1,755
	영업이익률	-2.9%	-0.4%	2.5%	2.2%	2.4%	2.5%
신발부문	매출액	3,284	3,414	4,973	7,115	8,724	10,688
	영업이익률	4.2%	4.2%	7.3%	7.3%	7.7%	7.8%
유통부문	매출액	863	750	788	810	835	852
	영업이익률	0.7%	1.2%	4.8%	5.3%	5.3%	6.0%
합계	매출액	5,950	5,853	7,468	9,636	11,279	13,295
	영업이익	91	147	443	601	760	927
	영업이익률	1.5%	2.5%	5.9%	6.2%	6.7%	7.0%

자료: 화승인더, SK 증권 추정

**투자의견 매수, 목표주가  
13,000 원을 제시하고 신규편입**

투자의견 매수, 목표주가 13,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 2017 년 예상실적에 목표 PER 15 배를 적용하여 산출하였다. 글로벌 신발 ODM/OEM 선두업체의 평균 배수에 20%를 할증 적용하였다. 실적의 성장 속도를 감안할 때 일정 정도의 프리미엄 부여는 적절하다는 판단이다.

**글로벌 peer 밸류에이션 요약**

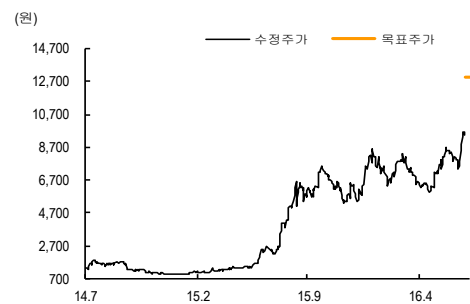
(단위: 천만달러)

Company	FY	Sales	OP	NI	PER(x)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	ROE(%)	Net Debt
나이키	2014	2,780	368	269	25.9	6.2	15.9	33.6	-377
	2015	3,060	418	327	27.5	6.9	18.2	35.5	-466
	2016E	3,512	505	410	23.2	7.5	15.6	32.0	-343
	2017E	3,829	575	461	20.2	2.9	13.7	34.3	-359
아디다스	2014	1,931	117	65	21.6	2.1	9.3	15.9	7
	2015	1,878	118	70	26.7	3.2	12.5	18.8	32
	2016E	2,096	143	97	29.2	4.2	15.6	14.8	68
	2017E	2,260	166	113	25.1	3.8	13.6	16.2	62
웨워언 공업	2014	801	31	33	17.9	1.4	10.8	7.0	-2
	2015	843	41	39	14.3	1.2	8.5	9.1	-24
	2016E	877	52	49	14.3	1.4	8.2	10.7	-28
	2017E	928	57	54	12.8	1.3	7.5	11.1	-41
포우첸	2014	805	26	28	13.1	1.6	7.3	12.0	60
	2015	848	39	30	13.3	1.8	6.1	17.6	51
	2016E	889	48	37	10.6	1.4	9.0	15.0	52
	2017E	972	59	40	9.5	1.2	7.9	13.6	41
평타이 기업	2014	157	15	10	18.6	5.1	9.9	43.7	5
	2015	176	17	13	23.6	7.7	14.3	46.1	1
	2016E	194	20	14	17.0	5.3	10.3	32.3	2
	2017E	221	23	17	14.5	4.5	8.6	32.8	-1

자료: Bloomberg

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.07.11	매수	13,000원
2016.06.17	Not Rated	



## Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 7월 11일 기준)

매수	95.45%	중립	4.55%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	2,784	2,880	3,631	4,280	4,917
현금및현금성자산	120	340	570	712	748
매출채권및기타채권	821	1,111	1,373	1,616	1,905
재고자산	959	1,011	1,249	1,470	1,733
<b>비유동자산</b>	2,393	2,732	3,164	3,623	3,974
장기금융자산	272	344	388	388	388
유형자산	1,709	1,962	2,150	2,404	2,587
무형자산	289	317	467	614	756
<b>자산총계</b>	5,177	5,611	6,795	7,903	8,891
<b>유동부채</b>	3,851	3,958	4,078	4,319	4,606
단기금융부채	2,884	2,854	2,714	2,714	2,714
매입채무 및 기타채무	858	1,002	1,239	1,458	1,719
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	329	357	959	1,246	1,260
장기금융부채	148	152	712	958	958
장기매입채무 및 기타채무	2	6	6	5	5
장기충당부채	13	13	16	19	26
<b>부채총계</b>	4,180	4,315	5,037	5,565	5,866
<b>지배주주지분</b>	998	1,294	1,756	2,336	3,025
자본금	277	277	277	277	277
자본잉여금	66	66	66	66	66
기타자본구성요소	-66	-66	-66	-66	-66
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	682	897	1,256	1,732	2,317
비지배주주지분	0	2	2	2	2
<b>자본총계</b>	998	1,296	1,758	2,338	3,025
<b>부채외자본총계</b>	5,177	5,611	6,795	7,903	8,891

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	229	501	484	677	869
당기순이익(손실)	-98	240	398	490	599
비현금성항목등	450	417	485	575	779
유형자산감가상각비	185	210	262	296	437
무형자산상각비	5	5	7	9	14
기타	133	109	48	49	75
운전자본감소(증가)	-107	-112	-283	-236	-318
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-120	-262	-259	-243	-289
재고자산감소(증가)	-180	7	-256	-221	-263
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	307	147	258	219	261
기타	-113	-4	-27	9	-27
법인세납부	-16	-44	-116	-153	-191
<b>투자활동현금흐름</b>	-565	-62	-596	-655	-699
금융자산감소(증가)	-368	532	14	0	0
유형자산감소(증가)	-198	-426	-479	-550	-620
무형자산감소(증가)	-52	-164	-156	-156	-156
기타	53	-4	25	51	77
<b>재무활동현금흐름</b>	108	-225	349	120	-134
단기금융부채증가(감소)	41	80	-198	0	0
장기금융부채증가(감소)	132	-255	663	246	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-14	-14	-14
기타	-65	-50	-103	-112	-120
<b>현금의 증가(감소)</b>	-235	220	230	142	36
기초현금	355	120	340	570	712
기말현금	120	340	570	712	748
FCF	217	-280	-198	-91	59

자료 : 화승인더, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	5,854	7,468	9,636	11,279	13,295
<b>매출원가</b>	5,184	6,331	8,139	9,531	11,301
<b>매출총이익</b>	670	1,138	1,497	1,748	1,994
매출총이익률 (%)	11.5	15.2	15.5	15.5	15.0
<b>판매비와관리비</b>	523	695	897	988	1,067
영업이익	147	443	601	760	927
영업이익률 (%)	2.5	5.9	6.2	6.7	7.0
비영업손익	-246	-203	-109	-114	-138
<b>순금융비용</b>	66	65	60	47	43
외환관련손익	4	-59	-22	-18	-20
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-68	3	0	0	0
세전계속사업이익	-98	240	492	647	790
세전계속사업이익률 (%)	-1.7	3.2	5.1	5.7	5.9
계속사업법인세	12	25	119	156	191
<b>계속사업이익</b>	-111	215	373	490	599
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-111	215	373	490	599
<b>순이익률 (%)</b>	-1.9	2.9	3.9	4.4	4.5
지배주주	-111	216	373	490	599
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-1.89	2.89	3.87	4.35	4.5
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	-49	296	476	593	701
<b>지배주주</b>	-49	296	476	593	702
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	338	659	870	1,066	1,378

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-2.2	27.6	29.0	17.1	17.9
영업이익	61.2	200.7	35.6	26.5	22.0
세전계속사업이익	적지	흑전	105.1	31.5	22.1
EBITDA	16.9	95.1	32.0	22.5	29.3
EPS(계속사업)	적지	흑전	73.2	31.3	22.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-10.7	18.8	24.5	24.0	22.4
ROA	-2.2	4.0	6.0	6.7	7.1
EBITDA마진	5.8	8.8	9.0	9.5	10.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	72.3	72.8	89.1	99.1	106.8
부채비율	419.0	332.9	286.4	238.1	193.9
순차입금/자기자본	215.6	188.3	151.0	118.0	90.0
EBITDA/이자비용(배)	3.0	6.2	8.6	9.5	11.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-200	390	675	886	1,082
BPS	1,803	2,339	3,175	4,222	5,465
CFPS	144	779	1,161	1,438	1,896
주당 현금배당금	0	25	25	25	25
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	19.4	14.2	10.8	8.9
PER(최저)	N/A	2.4	8.8	6.7	5.5
PBR(최고)	1.0	3.2	3.0	2.3	1.8
PBR(최저)	0.5	0.4	1.9	1.4	1.1
PCR	6.6	9.7	8.1	6.5	5.0
EV/EBITDA(최고)	9.6	10.2	9.3	7.7	6.0
EV/EBITDA(최저)	8.2	4.7	7.0	5.9	4.5