

SK COMPANY Analysis



Analyst

조은애

goodkid@sk.com

02-3773-8826

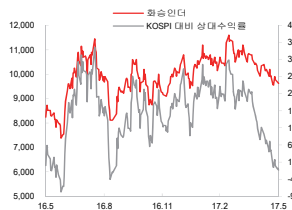
Company Data

자본금	277 억원
발행주식수	5,532 만주
자사주	35 만주
액면가	500 원
시가총액	5,322 억원
주요주주	
현석호(외4)	33.58%
국민연금공단	5.03%
외국인지분률	15.20%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(17/06/01)	9,740 원
KOSPI	2344.61 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	11,600 원
52주 최저가	7,380 원
60일 평균 거래대금	62 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.2%	-11.0%
6개월	4.0%	-12.1%
12개월	16.8%	-1.4%

화승인더 (006060/KS | Not Rated)

네오라벨 성장과 신규 카테고리군 진출

기업개요

화승인더는 1953년 설립된 동양고무공업을 모태로 한 화승그룹의 계열사이다. 2016년 매출 기준 신발(아디다스, 리복 등) ODM 매출 비중이 67%를 차지하고 있다. 동사 신발 사업 매출은 계열사인 화승비나(베트남)와 장천제화(중국)로부터 발생하고 있다. 주력 계열사인 화승비나는 2016년 기준 아디다스 신발 벤더 중 대만 업체에 이어 2위 자리를 영위하고 있다.

투자포인트

- 베트남 생산기지에서의 높은 경쟁력 보유 : 동사의 성장은 베트남 공장 물량 확대에 기인한다. 12년 이후 원가절감 등의 이유로 브랜드 신발 생산 거점이 베트남으로 이동, 베트남에 생산기지(화승비나)를 보유한 동사가 글로벌 브랜드(아디다스) 주문을 소화하면서 매출액이 증가하기 시작했다. 동사는 급증하는 주문량 대응을 위해 생산능력을 확대 중이다. 실제로 동사 생산능력은 15년 기준 월간 약 300만족 수준에서 16년 월간 약 500만족 생산이 가능한 수준으로 올라섰다. 장기적으로는 중국 이전 물량 소화를 위해 20년까지 월간 약 800~900만족 생산능력 확보를 계획 중으로 계획대로 진행 시 생산능력은 15년 대비 최대 3배가 가능할 전망이다.

- 안정적인 아디다스 네오라벨 성장 + 신규 카테고리군 진입 : 동사 주력 계열사인 화승비나가 생산을 맡고 있는 아디다스 물량은 대부분 네오 라벨이다. 동사 ODM 내 네오 라벨 비중은 60% 수준으로 이익률 개선의 주 요인으로 작용하고 있다. 향후 동사 신발사업은 아디다스 내 신규 카테고리군 진입 및 고단가 신제품 개발로 이를 통해 아디다스 그룹 내 MS 확대와 매출성장을 가속화할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	억원	5,599	5,984	5,854	7,468	10,112
yoy	%	-7.2	6.9	-2.2	27.6	35.4
영업이익	억원	124	91	147	443	781
yoy	%	-15.1	-26.1	61.2	200.7	76.4
EBITDA	억원	301	289	338	659	1,050
세전이익	억원	67	-32	-98	240	612
순이익(지배주주)	억원	16	-54	-111	216	445
영업이익률%	%	2.2	1.5	2.5	5.9	7.7
EBITDA%	%	5.4	4.8	5.8	8.8	10.4
순이익률	%	0.8	-1.1	-1.9	2.9	4.8
EPS	원	29	-98	-200	390	804
PER	배	29.2	N/A	N/A	19.4	13.0
PBR	배	0.4	0.6	0.5	3.2	2.5
EV/EBITDA	배	7.2	8.8	8.2	10.2	8.2
ROE	%	1.3	-4.7	-10.7	18.8	24.7
순차입금	억원	1,564	1,873	2,151	2,441	2,159
부채비율	%	233.5	338.1	419.0	332.9	179.5

주요 Q&A 정리

Q : 1Q17 실적 Review?

A : - 1Q17 매출액은 2,694 억원(+28% YoY), 영업이익 147 억원(+24% YoY) 기록

- 매출액은 시장 컨센스에 부합했으나 영업이익은 시장 컨센서스 하회
- 고마진 제품의 선적지연으로 예상보다 낮은 수준의 이익을 기록
- 지역별 영업이익은 베트남 77 억원, 중국 26 억원, 인도네시아 10 억원 등

Q : 아디다스 내 동사 지위는?

A : - 동사는 아디다스 그룹 내 성장브랜드 '네오라벨' 제조 부문 M/S 1 위 업체

- 네오라벨은 SPA 개념을 반영한 아디다스 내 패스트패션 운동화 브랜드
- 아디다스그룹 브랜드 카테고리 내 네오라벨은 가장 빠른 속도로 성장중
- 1Q16 기준 카테고리별 성장률은 오리지널 YoY +45%, 풋볼 YoY +25%, 러닝 YoY +19%, 트레이닝 YoY +15%, 네오라벨 YoY +60% 등

Q : 아디다스 다소 낮아진 매출 성장률 전망, 동사간 실적 연관성은?

A : - 아디다스 그룹이 제시한 17년 매출액 가이드는 +11~13% YoY

- 동시에 최근 아디다스 그룹이 원가비용, 인건비 상승 등 부담으로 진행중인 전략은 벤더 콘솔리데이션(Vendor Consolidation, 하청 업체를 줄여나가는 전략)
- 화승인더는 아디다스 내 Top 5 전략벤처 중 하나로 벤더 콘솔리데이션의 수혜(Q)가 가능한 업체
- 낮아지는 성장률에도 주문량(Q) 증가로 아디다스 그룹 내 MS는 확대될 것

Q : 향후 증설 계획은?

A : - 2010~2020년 동사 CAPA는 CAGR +20%로 증가

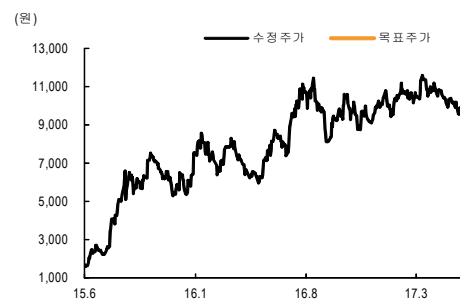
- 향후 기존 제품 생산물량 확대와 신규 카테고리군 물량 증대로 대규모 설비투자 진행할 예정
- 16년에는 아디다스 네오라벨 및 고마진 신발제품 신규생산설비 증설한 상태
- 20년 기준 생산능력 월간 800만족 가능 규모로 확보 예정(15년 월간 300만족)

Q : 17년 회사가 제시가능 한 실적 가이드는?

A : - 17년 매출액 영업이익 각각 +28% YoY, +24% YoY 증가 전망

- 3분기 이후 고마진의 아디다스 부스트(Boost) 부자재 생산 시작
- 17년 증설은 월간 150만족 수준을 추가로 확보할 전망

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.06.02	Not Rated	
	2016.07.11	매수	13,000원
	2016.06.17	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(조은애)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 기관투자자 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 (2017 년 6 월 2 일 기준)

매수	92.52%	중립	7.48%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
유동자산	2,512	2,706	2,784	2,880	4,319
현금및현금성자산	398	355	120	340	1,263
매출채권및기타채권	778	936	821	1,111	1,572
재고자산	740	802	959	1,011	1,165
비유동자산	2,061	2,024	2,393	2,732	3,720
장기금융자산	54	64	272	344	242
유형자산	1,680	1,718	1,709	1,962	2,818
무형자산	42	41	289	317	338
자산총계	4,573	4,730	5,177	5,611	8,039
유동부채	2,689	3,209	3,851	3,958	4,538
단기금융부채	2,071	2,470	2,884	2,854	3,109
매입채무 및 기타채무	547	662	858	1,002	1,267
단기충당부채				0	0
비유동부채	513	442	329	357	625
장기금융부채	393	268	148	152	410
장기매입채무 및 기타채무	5	6	2	6	4
장기충당부채		11	13	13	13
부채총계	3,201	3,650	4,180	4,315	5,162
지배주주지분	1,233	1,080	998	1,294	2,307
자본금	277	277	277	277	277
자본잉여금	66	66	66	66	66
기타자본구성요소	-8	-66	-66	-66	545
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	895	822	682	897	1,315
비지배주주지분	138			2	570
자본총계	1,371	1,080	998	1,296	2,877
부채외자본총계	4,573	4,730	5,177	5,611	8,039

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
영업활동현금흐름	163	111	172	501	382
당기순이익(손실)	67	-32	-98	240	612
비현금성항목등	288	365	450	417	492
유형자산감가상각비	170	193	185	210	263
무형자산감가상각비	7	5	5	5	6
기타	110	167	260	109	110
운전자본감소(증가)	-119	-138	-107	-112	-622
매출채권및기타채권의 감소(증가)	23	-187	-120	-262	-324
재고자산감소(증가)	103	-62	-180	7	-138
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-121	112	307	147	187
기타	-78	-376	-353	-4	-347
법인세납부	-17	-18	-18	-44	-100
투자활동현금흐름	-219	-254	-620	-62	-918
금융자산감소(증가)	88	-15	-368	532	134
유형자산감소(증가)	-314	-236	-198	-426	-1,039
무형자산감소(증가)	9	-4	-52	-164	-20
기타	5	2	5	-4	8
재무활동현금흐름	96	100	219	-225	311
단기금융부채증가(감소)	-257	225	41	80	-29
장기금융부채증가(감소)	366	106	132	-255	239
자본의증가(감소)				0	0
배당금의 지급	14	14		0	-14
기타	1	221	98	-50	116
현금의 증가(감소)	-10	-42	-235	220	923
기초현금	408	398	355	120	340
기말현금	398	355	120	340	1,263
FCF	54	44	92	-280	-736

자료 : 화승인더, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	5,599	5,984	5,854	7,468	10,112
매출원가	4,990	5,394	5,184	6,331	8,445
매출총이익	609	590	670	1,138	1,666
매출총이익률 (%)	10.9	9.9	11.5	15.2	16.5
판매비와관리비	485	498	523	695	885
영업이익	124	91	147	443	781
영업이익률 (%)	2.2	1.5	2.5	5.9	7.7
비영업손익	-56	-124	-246	-203	-170
순금융비용	63	65	66	65	90
외환관련손익	-5	-3	4	-59	-32
관계기업투자등 관련손익	-16	-65	-68	3	0
세전계속사업이익	67	-32	-98	240	612
세전계속사업이익률 (%)	1.2	-0.5	-1.7	3.2	6.1
계속사업법인세	25	32	12	25	125
계속사업이익	42	-64	-111	215	487
중단사업이익				0	0
*법인세효과				0	0
당기순이익	42	-64	-111	215	487
순이익률 (%)	0.8	-1.1	-1.9	2.9	4.8
지배주주	16	-54	-111	216	445
지배주주귀속 순이익률(%)	0.28	-0.91	-1.89	2.89	4.4
비지배주주	26	-10		0	43
총포괄이익	-3	-69	-49	296	494
지배주주	-19	-64	-49	296	415
비지배주주	16	-5		0	79
EBITDA	301	289	338	659	1,050

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
성장성 (%)					
매출액	-7.2	6.9	-2.2	27.6	35.4
영업이익	-15.1	-26.1	61.2	200.7	76.4
세전계속사업이익	-35.6	적전	적지	흑전	155.2
EBITDA	-5.5	-4.2	16.9	95.1	59.5
EPS(계속사업)	-76.2	적전	적지	흑전	106.4
수익성 (%)					
ROE	1.3	-4.7	-10.7	18.8	24.7
ROA	0.9	-1.4	-2.2	4.0	7.1
EBITDA마진	5.4	4.8	5.8	8.8	10.4
안정성 (%)					
유동비율	93.4	84.3	72.3	72.8	95.2
부채비율	233.5	338.1	419.0	332.9	179.5
순차입금/자기자본	114.1	173.5	215.6	188.3	75.0
EBITDA/이자비용(배)	2.6	2.7	3.0	6.2	10.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	29	-98	-200	390	804
BPS	2,233	1,955	1,807	2,339	4,169
CFPS	350	259	144	779	1,290
주당 현금배당금	25			25	25
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	41.3	N/A	N/A	19.4	14.2
PER(최저)	27.9	N/A	N/A	2.4	7.4
PBR(최고)	0.5	0.7	1.0	3.2	2.8
PBR(최저)	0.4	0.4	0.5	0.4	1.4
PCR	2.4	4.7	6.6	9.7	8.1
EV/EBITDA(최고)	8.0	9.3	9.6	10.2	8.8
EV/EBITDA(최저)	7.3	8.3	8.2	4.7	5.9