

형성그룹 (900270.KQ)

중국 아동시장 성장에 올라타자

자체 캐릭터 개발로 콘텐츠 및 완구 사업 간 시너지 도모. 중국 아동시장 확대, 완구 및 자체 개발 콘텐츠 간 시너지, 글로벌 완구 브랜드 고객사 확대로 실적 성장 전망. 회계 신뢰성 제고 및 주주권의 보호도 긍정적

향후 3년간 중국 아동산업 연간 15%, 완구산업 8% 성장 전망

동사는 완구, 아동의류 생산 및 판매 기업. 완구의 경우, Mattel, Disney 등 글로벌 브랜드의 완구를 OEM(주문자상표부착생산)으로 제작하여 내수 및 수출 판매. 자체개발 브랜드를 활용하여 애니메이션 및 아동의류 사업 영위

중국 아동시장은 산아제한 폐지로 인한 아동 인구 확대, 소득 수준 상승에 따른 자녀 관련 소비 증가로 2019년까지 연평균 15% 성장 전망, 중국 아동용 완구 시장은 2019년까지 연평균 8.0% 성장 전망

고객사 다변화 + 자체 브랜드 사업 확대

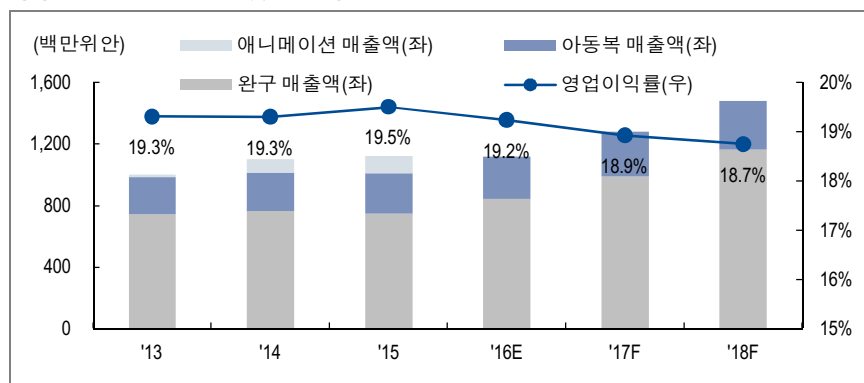
동사는 기술력 및 신뢰성을 바탕으로 글로벌 브랜드인 Fisher Price와 수출 계약 체결. 최근 고부가가치 제품 수출 확대 추세. 또한 장기 성장성 확보 목적으로 자체 브랜드를 개발하여 자체 브랜드 관련 상품(OBM) 판매도 증가. 상장 이후 2017년부터 생산능력 확대 진행 중

회계 투명성 및 주주 권익 보호 노력. China Discount 점진적 해소 기대

동사는 회계 투명성 제고와 주주 권리 보호를 위해, 반기보고서 추가 제출하고, 상장주선인 1인을 기타비상무이사로 선임. 지배구조 안정성 확보를 위해서 정관 상 자회사의 전환사채, 신주인수권부사채(BW) 발행 제한 설정

현재 동사의 밸류에이션은 2017년 기준 PER 7.5배. 중국 내 경쟁기업의 평균 PER 30배, 국내 완구 기업 PER 11배 대비 낮은 수준. 중국 완구 시장 성장과 동사의 수익성을 감안하면 현재 밸류에이션은 저평가로 판단

형성그룹 제품별 매출액 및 전사 영업이익률 추이



자료: 형성그룹, NH투자증권 리서치센터 전망

Not Rated

현재가 ('17/01/18)

2,845원

업종

소비재

KOSPI / KOSDAQ

2,070.54 / 626.89

시가총액(보통주)

227.6십억원

발행주식수(보통주)

80.0백만주

52주 최고가('16/09/05)

4,290원

최저가('16/08/18)

2,690원

평균거래대금(60일)

3,695백만원

배당수익률(2016E)

0.00%

외국인지분율

75.2%

주요주주

Hui Man Kit 외 1인

57.8%

주가상승률

3개월

6개월

12개월

절대수익률 (%)

-21.2

-

-

상대수익률 (%p)

-17.0

-

-

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	202.4	194.9	221.2	255.3
증감률	7.5	-3.7	13.5	15.4
영업이익	39.5	37.5	41.8	47.9
영업이익률	19.5	19.2	18.9	18.7
(지배지분)순이익	28.1	26.6	30.3	35.2
EPS	469	392	379	440
증감률	-50.7	-16.5	-3.2	16.1
PER	N/A	7.4	7.5	6.5
PBR	N/A	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	N/A	5.5	4.7	3.9
ROE	31.4	22.6	20.8	19.7
부채비율	65.4	42.0	32.0	25.3
순차입금	11.3	-3.5	0.1	-14.1

단위: 십억원, %, 원, 배

주1) EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

주2) 동사의 주 재무제표의 통화는 위안화. 편의상 원화환산

환산 환율은 2016년 174.71원/위안, 2017년은 172.9원/위안 적용

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 정연승

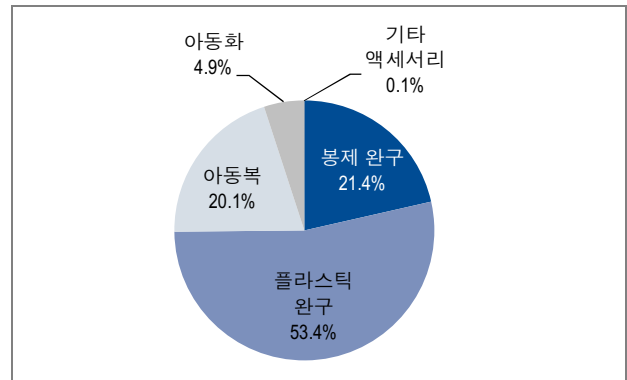
02)768-7882, ys.jung@nhqv.com

기업개요

- 형성그룹은 1995년 11월 홍콩에 설립된 아동 완구 기업. 형성그룹은 지주회사로 자회사인 형성완구가 완구사업을, 첸저우JAZZIT어패럴이 아동복 사업을 영위. 지주회사인 형성그룹은 자회사 지분을 100% 보유
- 자회사인 형성완구는 완구의 연구 개발, 설계 및 생산까지 담당. 주요 제품으로 고부가가치 글로벌 완구 브랜드의 봉제 완구를 OEM으로 생산하고 있으며, 자체적으로 개발한 전동완구 및 애니메이션 완구를 생산 및 판매하고 있음
- 첸저우JAZZIT어패럴은 자체 캐릭터인 JAZZIT을 소유하고 있으며, 이를 기반으로 아동용 의류, 신발, 가방을 생산. 자체 디자인을 바탕으로 외주 생산하여 가맹점에 납품
- 중국의 산아제한 정책 폐지와 중국 부모들의 아동 관련 소비 확대, 중국의 아동 시장은 연평균 15% 성장. 또한 캐릭터 사업을 바탕으로 고부가가치 완구를 본격 제작하여 실적 성장이 2017년부터 본격화될 전망

제품 및 매출비중

- 형성그룹의 3분기 누적 매출액 기준 부문별 비중은 봉제완구 21%, 플라스틱완구 54%, 아동복 20%, 아동화 5% 수준임
- 봉제완구는 글로벌 완구 기업의 OEM 제품을 생산하고 있으며, 특히 가격이 높은 전동 봉제 완구를 생산. 플라스틱 완구는 OEM과 더불어 자체 개발한 완구를 생산
- 한국 증시에 상장 이후, 글로벌 기업과의 협력이 확대되면서 완구 생산 확대 전망. 특히 드론, RC카를 포함한 플라스틱 완구 매출 성장 기대

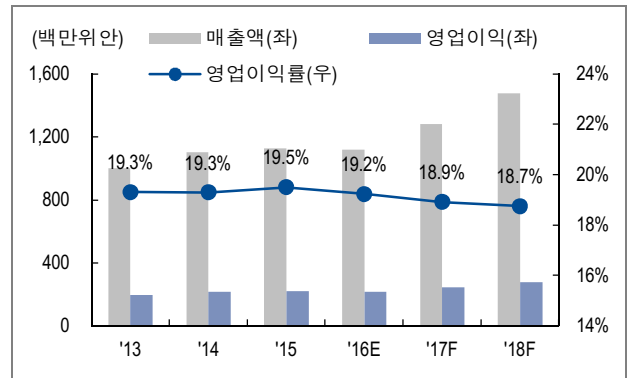


주: 3Q16 누적, 위안화 기준

자료: 형성그룹, NH투자증권 리서치센터

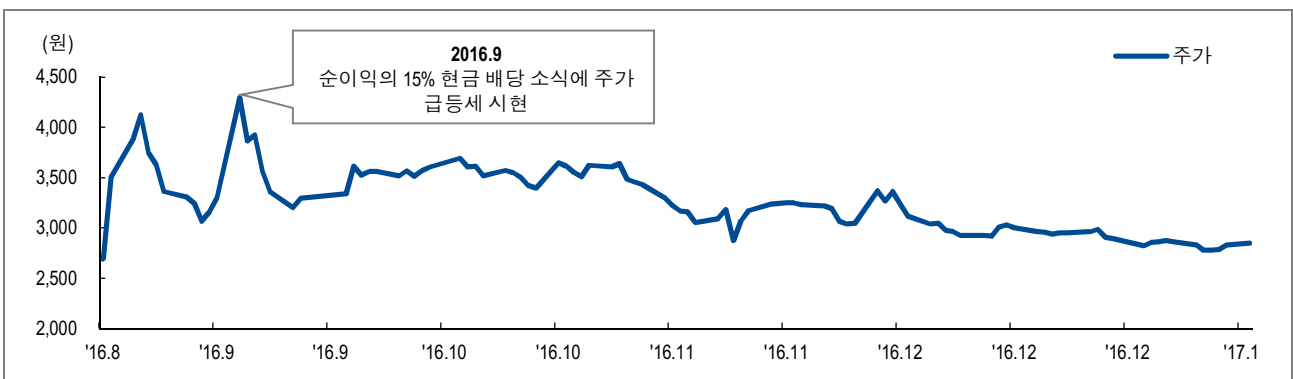
영업 실적 추이

- 원화 환산 기준, 3분기 누적 매출액 1,530억원, 영업이익 313억원, 영업이익률 20.4%의 호실적 기록 (위안화 기준, 매출액 8.7억위안, 영업이익 1.8억 위안)
- 복건애니메이션(연간 매출 200억원)의 연결회계 제외로 인한 매출 감소 영향을 제외하면, 전년대비 9.2% 매출 성장 기록
- 한국 시장 상장 이후, 글로벌 완구 기업의 고부가가치 OEM 수주 증가. 2017년 실적 성장이 지속되는 가운데 생산능력 (Capa) 증설 효과가 나타나는 2018년 본격 외형 성장 전망



자료: 형성그룹, NH투자증권 리서치센터 전망

과거 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

1. 중국 아동 시장 연평균 15%, 완구 시장은 연평균 8% 성장 전망

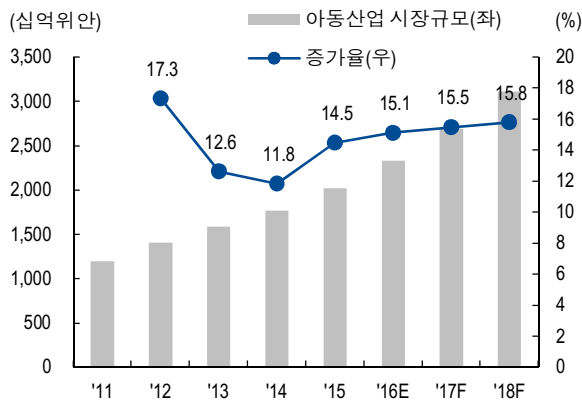
중국 아동시장 연평균 15% 성장 전망, 완구 시장은 8% 성장 기대

중국 아동 시장은 2014년 이후 본격 성장세로 접어들고 있다. iResearch, Roland Berger 등의 글로벌 연구 기관들은 2015년 중국 아동시장 규모가 2조위안을 돌파하였으며, 향후 3년간 연평균 15% 이상의 성장을 지속하여 18년에는 3조위안의 시장으로 급성장할 것으로 예상하고 있다. 중국 경기 둔화로 인한 소비 둔화에도 불구하고 아동 시장의 성장이 지속될 것으로 판단하고 있다. 아동 시장 규모 확대에 따라 중국 완구시장도 2019년까지 연평균 8% 수준의 성장을 전망하고 있다.

1) 산아제한 폐지 2) 자녀들에게 집중되는 가족 구조 3) 보육에 관심이 많은 젊은 부부 증가

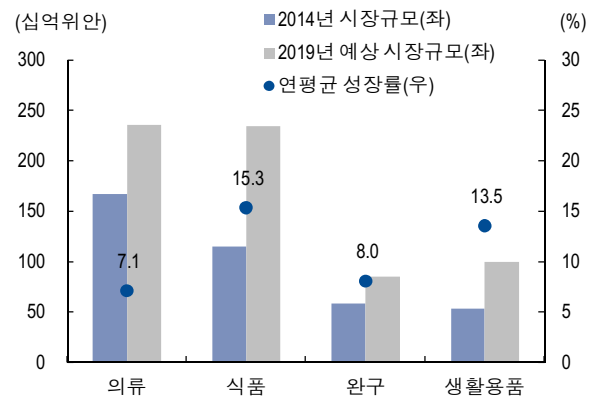
중국 아동 시장의 성장동력은 1) 2016년 1월 전면 실시된 중국 두자녀 정책 및 이로 인한 아동 인구 증가, 2) 한 아이에게 소비가 집중되는 4-2-1 가정 구조, 3) 자녀 투자에 관심이 많은 80년대생 부부의 증가이다. 특히 산아제한 폐지로 연간 250만명의 신생아가 추가로 태어날 것으로 전망하고 있어, 아동 인구 증가가 본격화될 것으로 전망된다.

중국 아동산업 시장규모 및 성장을 추이



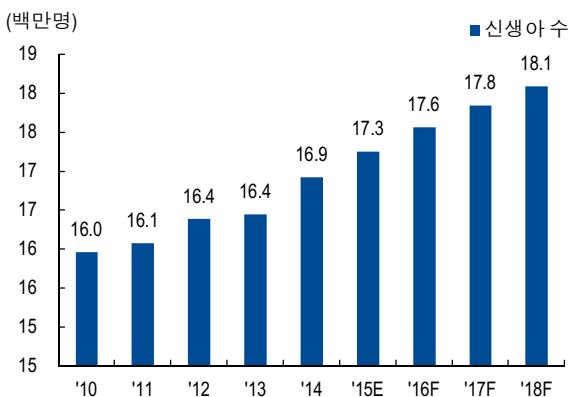
자료: KOTRA, NH투자증권 리서치센터

품목별 시장규모 및 성장을 추이



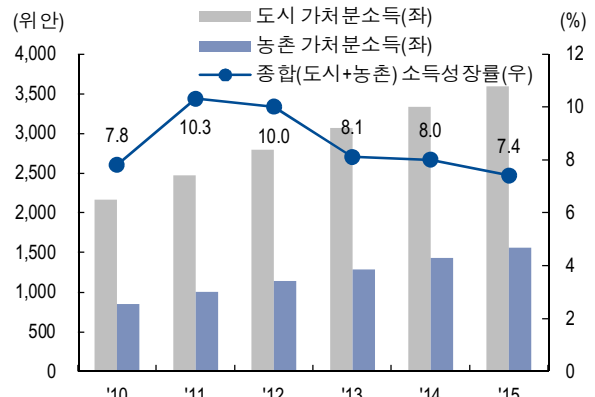
자료: Euromonitor, KOTRA, NH투자증권 리서치센터

중국 연간 출생 인구수 추이 전망



자료: Analysys, NH투자증권 리서치센터

중국 도시, 농촌 국민 가처분 소득과 성장을 추이



자료: 중국 국가통계국, KOTRA, NH투자증권 리서치센터

2. 글로벌 완구 기업과 협력 확대

글로벌 완구 브랜드인 Mattel, Disney, Hasbro 등의 완구 OEM으로 생산

형성그룹은 완구사업과 콘텐츠 사업을 영위하고 있다. 자회사인 '진장형성완구유한회사'(지분 100% 보유)는 1992년부터 25년간 봉제완구와 플라스틱 전동 완구를 생산하고 있다. 동사는 자체적인 설계 능력과 생산 설비를 보유하고 있으며, 글로벌 완구 브랜드인 Mattel, Disney, Hasbro의 완구를 OEM(주문자상표부착)방식으로 내수 및 해외에 판매하고 있다. 또한 EN71(유럽표준위원회 안전인증), 2000 SGS(유해물질안전인증) 등 글로벌 기업의 제품 수출 과정에 반드시 필요한 국제 생산관리 및 안전 인증을 획득함으로써 동사의 완구 품질을 인증 받은 바 있다.

상하이 디즈니랜드, Fisher Price와 신규 계약 성공

동사는 단순 완구가 아닌 자체 프로그래밍 칩이 탑재된 전동 완구를 생산하고 있다. 즉 단순 봉제 완구 대비 가격이 높고 수익성이 높은 완구를 생산하고 있다. 또한 플라스틱 전동 완구를 위한 자체 금형설비와 자동화설비까지 확보하고 있어, 품질 측면에서도 인증을 받았다. 이를 바탕으로 동사는 신규 고객인 Fisher Price (350만달러), 상하이 디즈니랜드(500만달러)와 신규 계약에 성공하는 등 고객사를 확대하고 있다.

해외 브랜드 완구 고객사



자료: 형성그룹, NH투자증권 리서치센터

완구 제품



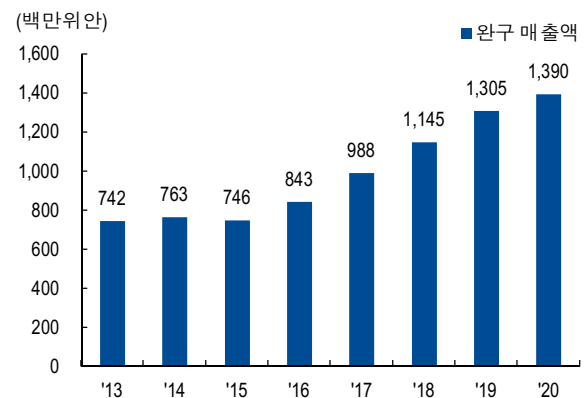
자료: NH투자증권 리서치센터

전동 플라스틱 완구 생산 공장



자료: NH투자증권 리서치센터

완구 사업 실적 전망



자료: 형성그룹, NH투자증권 리서치센터

3. 자체 콘텐츠(캐릭터) 개발로 장기 성장성 확보 시도

자체 브랜드 JAZZIT 개발

세계 최대 완구 생산국인 중국에는 총 2만개의 완구 기업이 있다. 경쟁기업의 존재는 과잉 경쟁으로 이어져 수익성 제고에 한계가 존재한다. 형성그룹은 이러한 문제를 해소하고자, 자체 브랜드 JAZZIT 브랜드를 개발, 이를 바탕으로 애니메이션 콘텐츠 사업을 영위하고 있으며, 완구와 더불어 파생상품으로 식기 및 아동복 사업을 영위하고 있다. 자체 브랜드인 JAZZIT 애니메이션을 중국 공영방송에서 시즌2까지 방영한 바 있으며, 2017년 시즌3를 방영할 예정이다. 중국 내에서 시청률 1%를 기록하였으며, 방송통신위원회 ‘우수애니메이션 상’, ‘명품 애니메이션 2위’를 기록하는 등 자체 캐릭터를 성공적으로 론칭하였다. 추가적인 캐릭터 확보를 위해 한국 공룡 캐릭터 ‘점박이’에 지분 투자, YJM엔터테인먼트 지분 인수, EBS와 전략적 제휴 확대를 지속하고 있다.

한국 콘텐츠 기업과 협력 확대

장기 성장성 확보를 위해서는 자체 콘텐츠 개발이 필수적

ODM(제조사개발생산), OEM 위주의 완구 기업은 장기적인 관점에서 경쟁 심화로 인한 수익성 훼손이 지속적으로 일어날 수 밖에 없다. 2만개의 완구 기업 사이에서 장기적인 기업 성장성을 확보하기 위해서는 자체 브랜드 확보 노력이 필수적이다.

중국의 최대 완구 및 콘텐츠 회사인 알파의 경우, 애니메이션 ‘시양양’이라는 유망 IP(지적재산권)를 확보하고 이를 바탕으로 파생상품 개발 및 라이선스 판매를 통해 20% 수준의 높은 순이익률을 기록하고 있다. 알파를 제외한 나머지 화웨이(완구), 골드락, 천싱 등의 기업은 아직 제조 중심의 사업을 영위하고 있다. 당사는 일찌감치 이러한 경쟁 심화 요인을 예상하고 자체 브랜드 생산 방식(OBM) 매출을 확대하였다. OBM 매출비중은 2011년 30%에서 2015년 65%까지 확대되었다.

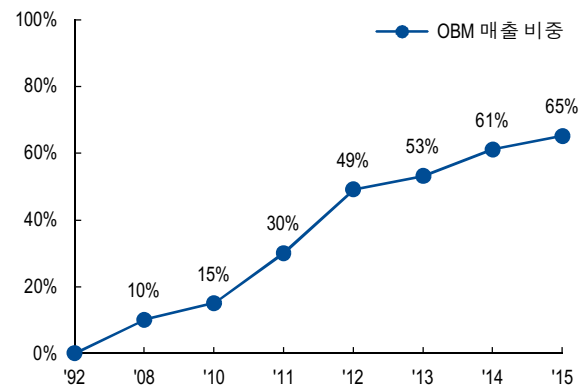
다만 콘텐츠 사업은 투자 대비 수익 확보가 쉽지 않다는 점에서 리스크 요인이다. 하지만 장기적 성장성 관점에서는 캐릭터 개발 또는 인수를 통한 추가적인 자체 콘텐츠를 확보가 필수적이다.

자체 개발한 JAZZIT 캐릭터



자료: 형성그룹

OBM(Original Brand Manufacturing) 매출 비중 증가 추세



자료: 형성그룹, NH투자증권 리서치센터

4. 실적 전망

해외 완구 수출
고부가가치 전동 완구
판매 증가 기대

형성그룹은 2016년 매출액 1,949억원(-3.7% y-y), 영업이익 375억원(-5.0%)을 기록한 것으로 추정된다. 표면상으로 역성장이나, 2015년 11월 연결 회계에서 복건 애니메이션(연간 200억원 매출 기록)이 제외되었기 때문으로, 이를 고려하면 9.2% 매출 성장을 기록하였다. 2017년에는 본격적인 해외 완구 수출 증가와 고부가가치 전동완구 매출 증가가 예상되며, 매출액 2,212억원(+13.5% y-y), 영업이익 403억원(+7.6%)을 기록할 것으로 전망된다.

형성그룹 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	202.4	194.9	221.2	255.3
영업이익	39.5	37.5	41.8	47.9
영업이익률	19.5	19.2	18.9	18.7
EBITDA	42.5	41.3	48.2	55.0
(지배지분)순이익	28.1	26.6	30.3	35.2
EPS	469	392	379	440
PER	-	7.4	7.5	6.5
PBR	-	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	-	5.5	4.7	3.9
ROE	31.4	22.6	20.8	19.7

주: 1. EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

2. 동사의 주 재무제표의 통화는 위안화. 편의상 원화환산, 환산 환율은 2016년 174.71원/위안, 2017년은 172.9원/위안 적용

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

형성그룹 Peer Valuation Table

(단위: 백만달러, 배, %)

회사명		형성그룹	ALPHA	GOLDLOK	HUAWEI (완구기업)	손오공	오로라	Mattel	Hasbro
주가 (1/18, 달러)		2.4	2.9	1.0	1.7	5.5	8.3	29.5	83.9
시가총액 (백만달러)		192.5	3,843.6	969.1	1,429.1	119.5	89.7	10,097.2	10,464.7
매출액	2015	178.8	407.7	65.5	93.0	110.6	108.1	5,702.6	4,447.5
	2016E	166.3	469.9	65.3	164.1	N/A	110.1	5,587.6	4,901.3
	2017F	191.5	600.9	72.1	195.4	N/A	117.6	6,011.5	5,156.8
영업이익	2015	34.9	68.3	7.1	16.4	9.2	12.0	623.6	688.9
	2016E	32.0	88.1	10.0	48.9	N/A	12.4	623.7	777.8
	2017F	36.2	119.5	12.9	61.1	N/A	13.2	847.9	851.8
순이익	2015	24.8	60.4	8.9	19.2	8.2	5.5	453.1	445.0
	2016E	22.7	84.7	9.2	46.7	N/A	6.6	N/A	521.8
	2017F	26.2	112.4	11.0	59.8	N/A	7.5	598.1	564.9
PER	2015	-	132.6	148.7	-	13.4	23.8	20.5	19.2
	2016E	7.4	44.6	108.6	30.2	N/A	12.6	23.3	20.4
	2017F	7.5	34.4	94.1	23.8	N/A	11.2	16.8	18.7
PBR	2015	-	21.6	6.8	-	4.2	1.7	3.5	5.1
	2016E	1.8	6.2	3.5	2.2	N/A	N/A	4.1	5.7
	2017F	1.4	5.4	3.3	1.9	N/A	N/A	3.8	5.3
ROE	2015	31.4	13.6	4.7	6.0	37.3	7.5	16.3	28.4
	2016E	22.6	14.8	4.8	9.4	N/A	9.5	16.7	29.6
	2017F	20.8	15.6	5.6	10.8	N/A	10.0	23.5	31.2

주: 달러기준으로 작성

자료: Bloomberg, Dataguide, NH투자증권 리서치센터 전망

5. 회계 투명성 확보 및 주주 권익 보호 노력

투자자보호 강화 방안 제시

형성그룹은 2016년 8월 국내 시장에 상장하였다. 2016년 GRT, 형성그룹, 로스웰 등 국내에 상장한 중국 기업들은 늘어나고 있으나, 이전 중국 고섬 등 분식회계로 인해 해당 기업들에 대한 회계 불신은 여전한 상황이다. 이로 인해 형성그룹은 사업상 실체를 가지고 있음에도 불구하고 회계 신뢰성 우려로 기관투자자들의 투자 대상에서 제외되는 경우가 많았다. 따라서 당사는 회계의 신뢰성을 제고하고, 투자자들의 권익을 보호하고자 상장 당시 다양한 투자자 보호 강화 방안을 제시하였다. 이러한 투자자 보호 강화 방안은 긍정적으로 판단한다.

형성그룹 투자자보호 강화 방안

구분	내용
보호예수 연장	<u>기존 주주들의 보유지분 전액 보호예수 기간 연장</u> 1) 최대주주 및 특수관계인 - 의무보호예수 기간 6개월 외 자율보호예수 1년 6개월 추가 연장 2) 기타 4인 주주 - 자율보호예수 6개월 설정
공시대리인 기간 연장	코스닥 시장 상장규정 상 상장주선인의 의무 공시대리인 기간을 상장 후 2년에서 4년으로 연장
기타 비상무이사 선임	상장주선인 임직원 1인을 회사의 기타 비상무이사로 선임하여 투자자보호에 영향을 미칠 수 있는 사항 결의 시 회사의 독단적 의사결정 견제
<u>반기보고서 추가 제출</u>	<u>감사인의 반기검토보고서 제출 시, 감사인 외 타 회계법인을 추가선임하여 자산, 부채 실사보고서를 추가로 제출 (상장 후 3년간)</u>

자료: 형성그룹(투자설명서, 2016년 8월 제출), NH투자증권 리서치센터

종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 1월 13일 기준)

● 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
75.0%	25.0%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 형성그룹의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 1월 10일~11일 형성그룹의 중국 공장 탐방 및 기업설명회에 형성그룹의 비용으로 참석 한 사실이 있음을 고지합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.