LEADING

Company Report

화승엔터프라이즈(241590)

2018년 5월 28일

화승을 신고 뛰어보자~ 폴짝!

BUY(Initiate)

목표주가	31,000 원
현재주가	24,800 원
목표수익률	25.0 %
Key Data	2018 년 5 월 25 일
산업분류	지주
KOSPI (pt)	2,460.80
시가총액 (억원)	7,507
발행주식수 (백만주)	30
외국인 지분율 (%)	7.0
52 주 고가 (원)	27,850
저가 (원)	14,400
60 일 일평균거래대금 (십억원)	1.5
주요주주	(%)
㈜화승인더스트리	74.1

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	15.6	1.9	39.7
상대주가	15.1	5.3	33.0

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 서형석
hsseo@leading.co.kr
+822-2009-7086

Analyst 정태원
twchung@leading.co.kr
+822-2009-7087

투자의견 및 목표주가 : BUY & 31,000원

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 31,000 원을 제시하며, 커버리지를 개시. 목표주가 31,000 원은 12M Fwd EPS 2,056 원에 Target PER 15 배를 적용. Target Valuation 은 Peer group 의 PER 평균.

동사는 매년 주요 고객사 內 점유율을 확대하고 있는 추세. 이는 생산 리드타임 축소, Co-location 을 통한 경쟁력 확보, 업계 선도적인 자동화 등 요인 때문. '18 년에도 이러한 추세는 지속될 전망이며 '20 년까지 고객사내 점유율 20% 를 확보할 계획. 또한 '18 년부터 본격적으로 이루어지는 부스터 라인 생산을 통해 의미 있는 실적 기여가 예상되는 바, Peer group 의 Valuation 평균을 적용.

실적전망 및 투자포인트

동사의 **'18 년 실적은 매출액 9,968 억원(YoY+29.8%), 영업이익 783 억원(YoY+33.7%), 당기순이익 567 억원(YoY+36.2%) 을 전망**. 매출 성장은 높은 경쟁력에 기반한 주요 고객사 內 점진적인 점유율 확대, 이익률 개선은 수익성 높은 부스트 제품 라인 생산 본격화에 기인.

1) '18 년 주요 고객사인 아디다스 內 점유율 상승으로 실적 모멘텀을 확보할 것으로 예상. '18 년 1 분기말 기준 약 16% 수준으로 상승. '20 년까지 점유율 20% 까지 확대 목표.

2) '18 년부터 본격화되는 고마진 제품 부스트 라인 생산으로 의미 있는 실적 기여 기대. 부스트 라인 CAPA 는 '20 년까지 연간 2,250 만족으로 확대 전망. 아디다스의 부스트 라인 공급 비중 목표는 20% 로 전년 대비 2 배 이상으로 추정.

Valuation Forecast

구분	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	억원	6,402	7,682	9,968	12,314	14,533
영업이익	억원	438	585	783	1,010	1,239
세전이익	억원	430	528	729	954	1,184
순이익	억원	349	416	567	742	921
지배순이익	억원	347	415	564	739	918
PER	배	11.88	17.52	13.32	10.15	8.18
PBR	배	2.14	2.82	2.43	1.97	1.59
EV/EBITDA	배	7.42	10.35	7.47	5.96	4.90

Source: Leading Research Center, K-IFRS 연결기준

투자포인트 1. 주요 고객사 판매 성장률 이상의 성장

'18 년 주요 고객사인 아디다스 內 점유율 상승으로 실적 모멘텀을 확보할 것으로 예상된다. 동사의 점유율은 '17 년 상반기 기준 14% 수준이었다. '18 년 1 분기말 기준 약 16% 수준으로 상승했다. 동사는 다음과 같은 경쟁력을 기반으로 매년 점유율을 확대하여 '20 년까지 점유율 20% 까지 확대를 목표로 하고 있다. 첫째, 생산 리드타임, 둘째, Co-location, 셋째, 업계 선도적인 자동화이다.

첫째, 생산 리드타임 축소를 통한 경쟁력 확보이다. 고객사 內 점유율을 꾸준히 확보할 수 있었던 동사의 성공 Key point 는 다름 아닌 리드타임이다. 제품 생산부터 선적까지의 업계 평균 리드타임은 90 days 이다. 반면 동사는 리드타임을 90 일에서 60 일까지 단축시켰다. '17 년 F/W 기준 전체 생산물량의 53% 를 45 day, 15% 를 30 days 까지 단축시켰다.

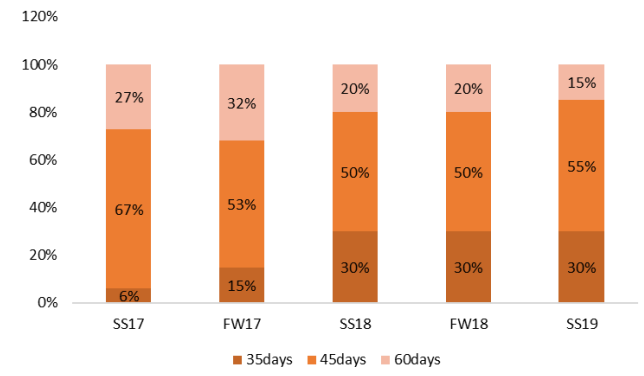
경쟁사의 납기 45 days 비중은 10% 미만인 것을 감안하면 경쟁사 대비 높은 경쟁력을 보유하고 있다고 판단할 수 있을 것이다. 이러한 납기 단축은 ① 일부 자재 업체의 베트남 이전, ② SCM(Supply Chain Management) 도입, ③ 인하우스 자체제작 비중 확대 등을 통한 제품 생산 및 유통의 효율화에 기인한다.

이러한 리드타임 단축은 동사의 주요 고객사의 재고부담을 경감시키며 정상가 판매율을 제고시킨다. 주요 고객사의 정상가 판매율은 50% 미만인 반면, 동사가 생산하는 제품의 경우 60% 이상 정상가 판매율을 나타내고 있다.

둘째, Co-location 을 통한 경쟁력 확보이다. 화승 비나 공장 內 아디다스 그룹 본사의 마케터와 디자이너들이 상주하며 개발 단계에서부터 협업하고 있다. 이를 통해 제품 기획, 디자인, 생산 등 제품 제조에 필요한 모든 단계에서 시간을 단축하고 있다.

셋째, 업계 선도적인 자동화이다. 동사는 자동화기기 조기 도입을 통해 생산 효율을 제고시키고 원가를 절감시키는 노력을 하고 있다. 자동화기기 도입을 통한 인건비 절감, 리드타임 단축, 원부자재 절감 등 다양한 이점을 확보하고 있다. '17 년말 동사의 자동화율은 30% 이며 '20 년까지 70% 로 확대하는 것을 목표로 하고 있다.

Exhibit 1. 생산 리드 타임 추이 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 2. 목표달성을 위한 스마트팩토리 도입

목표	생산성	2.0PPH(전체 공장), 3.5PPH(SMART 라인)
	스피드	개발 - 시즌 내 개발, 생산 - 제조 리드타임 30 일
	품질	99.98%
	생산능력	월 9 백만족
	비용	목표 달성
해결책	프로세스	모범 실무 사례 바탕의 표준화
	엔지니어링	기계(로보틱스, 무인 대차, ETC)
	디지털	시스템(ERP, MES, WHM, SCM, ETC)

Source: Company Data, Leading Research Center

아디다스의 글로벌 생산기지가 중국에서 베트남 및 인도네시아로 이전되는 추세에 따라 동사의 지속적인 수혜가 예상된다. 베트남은 낮은 인건비와 동남아 지역에서 가장 잘 구축된 인프라 덕에 가파르게 인건비가 상승하는 중국의 대안으로 주목받고 있다. 아디다스는 '12 년부터 중국 신발 생산 물량을 베트남으로 이전하였다.

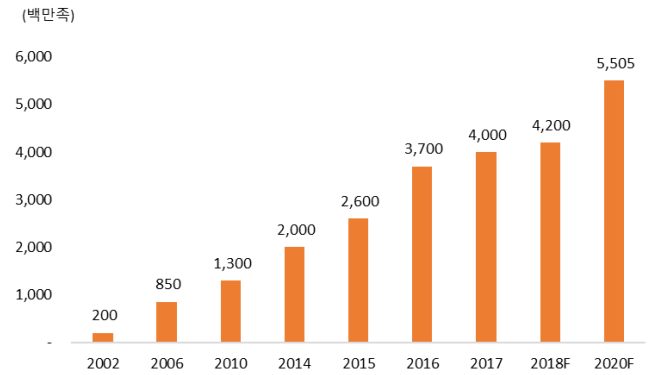
신발 ODM 사업은 노동 집약적 산업이다. 즉 낮은 인건비가 글로벌 신발 ODM 생산기지로서 장점을 가질 수 있는 요건인 것이다. 기존 글로벌 최대 신발 생산기지는 중국이었다. '18 년 기준 중국의 최저임금은 상해 기준 월 39 만원 수준이다. 베트남은 1 지역 기준 월 19 만원 수준이다. 중국과 베트남의 최저임금 차이가 약 두 배에 달한다.

동사의 베트남 공장 CAPA 는 '02 년 월 20 만족에서 '18 년 월 420 만족까지 확대될 전망이다. 반면 중국 공장은 '18 년 월 80 만족으로 큰 성장이 없고, 유럽 向 제품의 관세 효과가 큰 인도네시아 공장의 생산능력이 월 180 만족으로 '17 년 월 80 만족 대비 125% 증가할 것으로 분석된다.

신발 ODM 산업의 경우 제품을 적기에 공급하는 것이 중요하다. 따라서 수주 확대를 위해서는 CAPA 증설이 선행되어야 하며, 고객사의 요청에 따라 미리 CAPA 를 증설하는 경우가 대부분이다. 동사의 CAPA 증설이 고객사 판매 계획에 연동되는 점을 감안할 때 위와 같은 CAPA 확대는 동사 실적의 장기적인 성장을 견인할 것으로 예상된다.

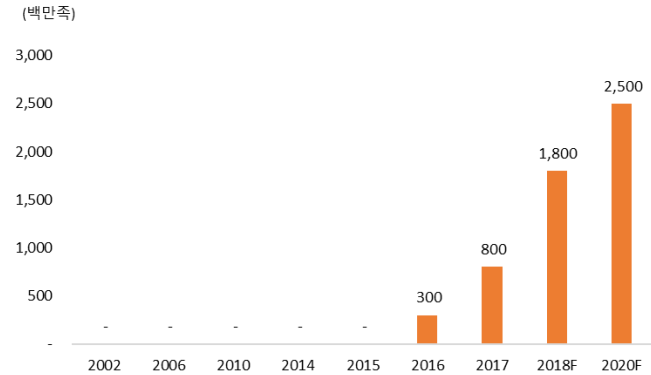
글로벌 운동화 시장은 의류 시장과 달리 나이키, 아디다스 등 소수 업체들이 주도하고 있는 과점 시장이다. 또한 신발 제조 산업은 의류 산업 대비 부품과 공정이 다양하여 높은 진입장벽을 형성하고 있다. Top-tier 업체인 아디다스를 고객사로 확보하고 고객사 內 점유율을 확대시키고 있는 동사의 안정적인 성장이 기대되는 이유이다.

Exhibit 3. 베트남 CAPA 추이 전망



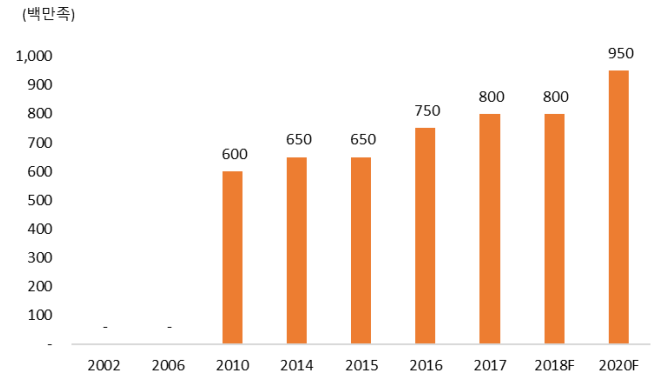
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 4. 인도네시아 CAPA 추이 전망



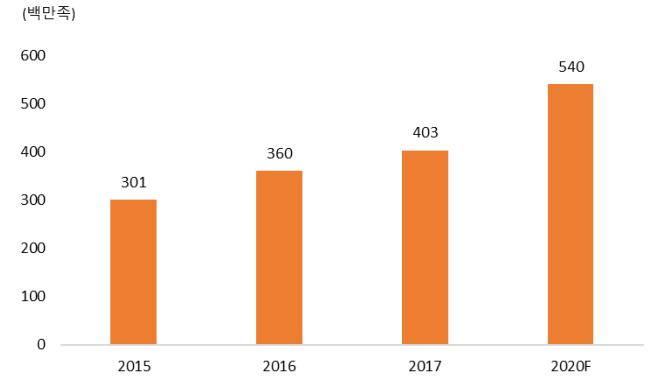
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 5. 중국 CAPA 추이 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 6. 아디다스 그룹 스포츠 신발 생산량 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

투자포인트 2. 부스트 라인 생산 본격화로 실적 기여 전망

'18 년부터 본격화되는 고마진 제품인 부스트 라인 생산으로 의미 있는 실적 기여가 전망된다. '18 년 부스트 제품 매출액은 400 억원으로 전망된다. '17 년 설비 도입 및 샘플 공급으로 인하여 4 분기 일부 매출 인식과 영업손실을 기록하였으나 올해부터 흑자전환하여 동사의 기존 제품 대비 2 배 이상의 이익률을 시현할 것으로 추정된다. 규모의 경제에 따라 매년 수익성을 높여가며 전사 수익성 개선에 기여할 것으로 기대된다.

'18 년 부스트 라인 CAPA 는 연간 700 만족으로 전망되며 '20 년까지 부스트 생산능력이 빠르게 확대되어 연간 2,250 만족까지 증가할 것으로 추정된다. '20 년 부스트 제품 매출액은 1,300 억원까지 성장하여 영업이익률 20.3%, 영업이익 264 억원으로 추정된다.

부스트 라인은 기존 제품 대비 반발력이 좋고 착화감이 뛰어나 10 대~20 대 사이에서 인기를 끌고 있다. 동사의 주요 고객사인 아디다스는 '17 년 부스트 라인의 비중이 약 10% 에 달하였으며 '18 년 목표는 20% 로 올해 제품 공급량이 2 배 이상 증가할 것으로 예상된다.

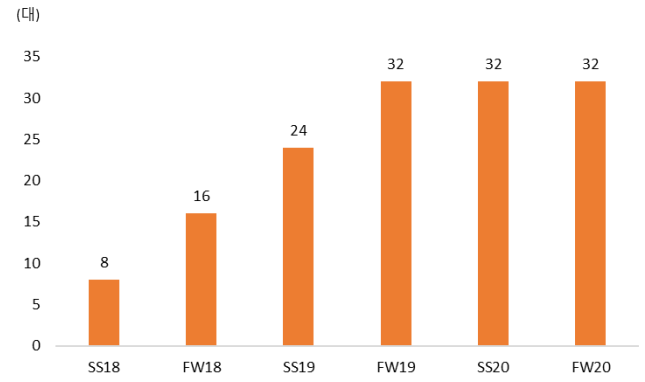
과거 동사의 성장을 견인하였던 제품은 아디다스 네오 라벨이었다. 동 제품 라인은 시즌 중에도 신제품을 출시(Created in-season)하여 1 년에 12 가지 컬렉션을 출시하였다. 동사가 제품 생산 리드타임을 줄이며 신제품 출시 주기를 단축시켰다. 부스트 라인은 기존 제품 라인에 부스트 소재를 추가하는 등 다양한 제품 출시를 통한 성장이 예상된다. 리드타임이 짧아 신속한 대응이 가능한 동사의 ODM 비중이 증가하며 수혜를 받을 전망이다.

Exhibit 7. 부스트 라인 CAPA 추이 전망



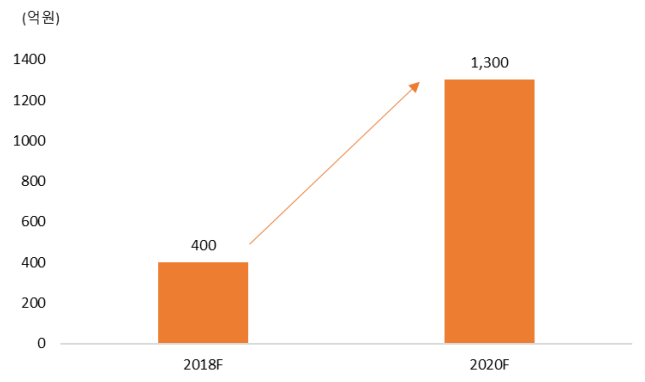
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 8. 부스트 라인 설비 대수 추이 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 9. 부스트 라인 매출 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 10. ADIDAS MI ULTRA BOOST



Source: ADIDAS, Leading Research Center

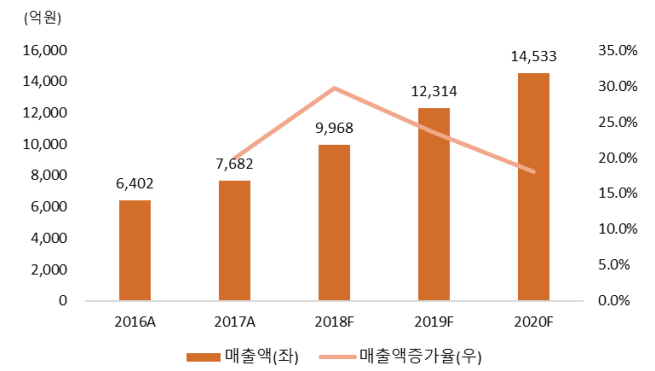
실적전망 및 투자의견

동사의 **'18 년 실적은 매출액 9,968 억원(YoY+29.8%), 영업이익 783 억원(YoY+33.7%), 당기순이익 567 억원(YoY+36.2%)을 전망**한다. 매출 성장은 높은 경쟁력에 기반한 주요 고객사 內 점진적인 점유율 확대, 이익률 개선은 수익성 높은 부스트 제품 라인 생산 본격화에 기인한다.

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 31,000 원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 목표주가 31,000 원은 12M Fwd EPS 2,056 원에 Target PER 15 배를 적용하였다. Target Valuation 은 Peer group 의 PER 평균 값이다.

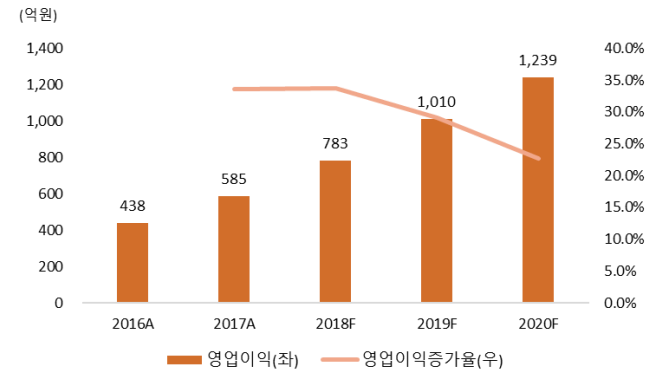
동사는 매년 주요 고객사 內 점유율을 확대하고 있는 추세이다. 이는 생산 리드타임 축소, Co-location 을 통한 경쟁력 확보, 업계 선도적인 자동화 등 요인 때문이다. '18 년에도 이러한 추세는 지속될 전망이며 '20 년까지 점유율 20% 를 확보하며 지속적인 성장을 거듭할 것으로 전망된다. 또한 '18 년부터 본격적으로 이루어지는 부스터 라인 생산을 통해 의미 있는 실적 기여가 예상되는 바, Peer group 의 Valuation 평균을 적용하였다.

Exhibit 11. 매출액 및 매출액성장률



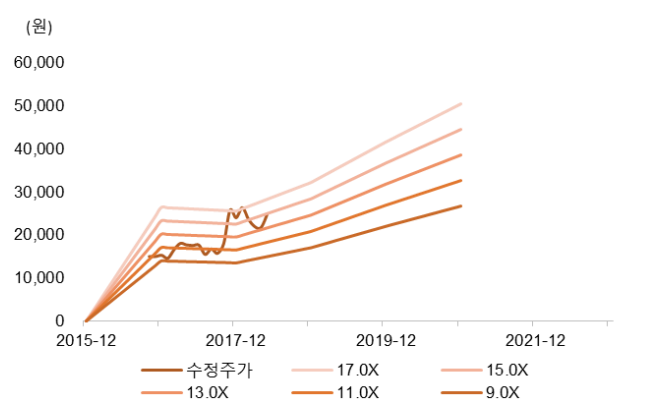
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 12. 영업이익 및 영업이익성장률



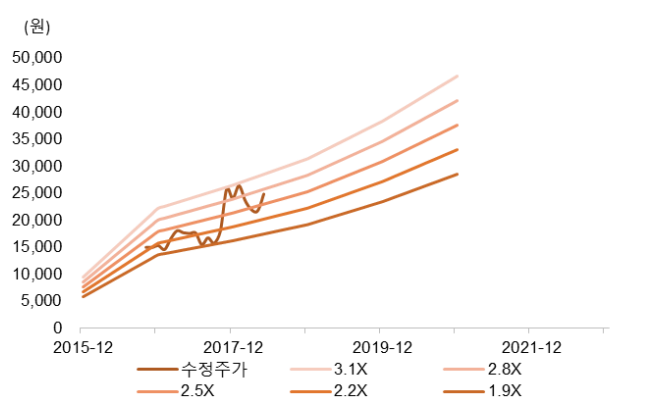
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 13. PER band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	4,367	6,268	8,239	10,014	12,172
유동자산	2,655	3,013	3,910	4,694	5,636
현금및현금성자산	778	473	622	756	919
단기금융자산	196	272	358	435	529
매출채권및기타채권	756	714	939	1,141	1,387
재고자산	745	1,274	1,624	1,914	2,257
비유동자산	1,712	3,255	4,328	5,320	6,537
장기금융자산	11	60	79	96	117
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	1,617	2,877	3,782	4,597	5,587
무형자산	22	41	53	65	79
부채총계	2,439	3,653	5,068	6,117	7,352
유동부채	2,268	3,260	3,993	4,530	5,145
단기차입부채	1,217	1,787	2,114	2,313	2,530
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	1,042	1,452	1,852	2,183	2,574
비유동부채	171	393	1,074	1,588	2,208
장기차입부채	130	344	443	528	629
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	1,928	2,615	3,171	3,897	4,820
지배주주지분*	1,923	2,580	3,094	3,809	4,716
비지배주주지분	5	35	77	88	104

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,402	7,682	9,968	12,314	14,533
매출원가	5,468	6,419	8,288	10,192	11,997
매출총이익	935	1,263	1,680	2,122	2,536
판매비와관리비	496	678	897	1,112	1,297
영업이익	438	585	783	1,010	1,239
EBITDA	621	840	1,207	1,523	1,862
비영업손익	-8	-57	-54	-56	-55
이자수익	10	20	20	20	22
이자비용	40	55	64	69	74
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	16	-22	-9	-6	-4
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	6	-1	-1	-1	0
세전계속사업이익	430	528	729	954	1,184
법인세비용	81	112	162	212	263
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	349	416	567	742	921
지배주주순이익*	347	415	564	739	918
비지배주주순이익	3	2	3	3	3
기타포괄손익	45	-188	-29	-14	0
총포괄손익	395	228	538	728	921

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	327	322	1,344	1,315	1,599
당기순이익	430	528	576	742	921
현금유입(유출)이없는수	212	324	635	780	941
자산상각비	183	254	425	513	623
영업자산부채변동	-208	-389	359	54	51
매출채권및기타채권	-321	30	-71	-202	-246
재고자산감소(증가)	-115	-388	-353	-291	-343
매입채무및기타채무	306	46	545	332	391
투자활동현금흐름	-552	-968	-1,376	-1,442	-1,753
투자활동현금유입액	135	343	803	802	975
유형자산	1	55	45	178	217
무형자산	0	0	7	8	10
투자활동현금유출액	687	1,311	2,179	2,244	2,728
유형자산	561	1,113	1,489	1,497	1,820
무형자산	4	13	26	29	35
재무활동현금흐름	943	341	185	267	320
재무활동현금유입액	5,966	6,278	1,830	965	1,101
단기차입부채	4,780	5,882	1,391	536	587
장기차입부채	286	395	421	410	488
재무활동현금유출액	5,023	5,928	1,634	687	770
단기차입부채	4,933	5,927	1,361	338	369
장기차입부채	90	1	273	325	387
기타현금흐름	0	0	-5	-6	-4
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	13	2	-0	0	0
현금변동	730	-304	148	134	163
기초현금	47	778	473	622	756
기말현금	778	473	622	756	919

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	1,551	1,501	1,862	2,443	3,031
BPS*	8,600	9,342	10,223	12,583	15,580
CFPS	1,461	1,167	4,439	4,345	5,284
SPS	28,639	27,819	32,932	40,683	48,014
EBITDAPS	2,778	3,041	3,989	5,031	6,152
DPS (보통,현금)	35	35	35	35	35
배당수익률 (보통,현금)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
배당성향 (보통,현금)	2.7	2.6	1.9	1.4	1.2
PER*	11.9	17.5	13.3	10.2	8.2
PBR*	2.1	2.8	2.4	2.0	1.6
PCFR	12.6	22.5	5.6	5.7	4.7
PSR	0.6	0.9	0.8	0.6	0.5
EV/EBITDA	7.4	10.4	7.5	6.0	4.9
재무비율					
매출액증가율	0.0	20.0	29.8	23.5	18.0
영업이익증가율	흑전	33.6	33.7	29.1	22.6
지배주주순이익증가율*	흑전	19.1	36.2	30.9	24.1
매출총이익률	14.6	16.4	16.9	17.2	17.4
영업이익률	6.8	7.6	7.9	8.2	8.5
EBITDA이익률	9.7	10.9	12.1	12.4	12.8
지배주주순이익률*	5.5	5.4	5.7	6.0	6.3
ROA	12.6	11.0	10.8	11.1	11.2
ROE	27.2	18.4	19.9	21.4	21.5
ROIC	18.1	14.9	14.2	15.4	15.9
부채비율	126.5	139.7	159.8	157.0	152.6
차입금비율	69.8	81.5	80.6	72.9	65.5
순차입금비율	25.6	56.0	50.0	42.6	35.8

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

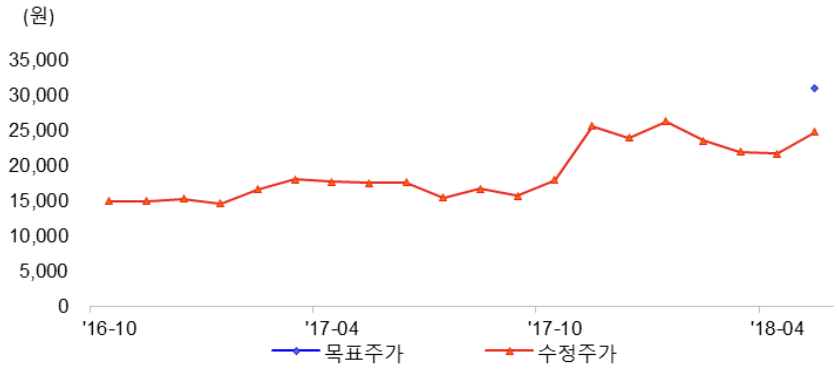
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

화승엔터프라이즈(241590)

일자	2018-5-28
투자의견	BUY(신규)
목표주가	31,000 원
괴리율(%)	
평균주가대비	-
최고(최저)주가대비	-

** 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용*

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2018.3.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%

©. 2018 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved