

성공적 진화

BUY(유지)

목표주가	18,500 원
현재주가	14,050 원
목표수익률	31.7 %
Key Data	2019년 9월 11일
산업분류	제조업
KOSPI (pt)	2,049.20
시가총액 (억원)	8,505
발행주식수 (백만주)	60.5
외국인 지분율 (%)	3.7
52 주 고가 (원)	15,800
저가 (원)	8,570
60 일 일평균거래대금 (십억원)	1.6
주요주주	(%)
(주)화승인더스트리	72.0
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	11.5 24.9 -4.8
상대주가	5.4 30.3 6.1

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 서형석

hsseo@leading.co.kr

+822-2009-7086

1. 목표주가, 18,500원

투자이견 '매수(BUY)' 및 목표주가 18,500 원 유지. 긍정적 시각은 펄스부스트 등 부가가치 제품 비중 확대, 경쟁사 물량 이전 효과, 계절적 성수기 진입, 불량 재고 물량 영향 마무리 등을 반영하여 유지.

2. 실적전망

'19년 연결기준 예상실적은 매출액 11,293억원(YoY+28.4%), 영업이익 636억원(YoY+57.9%) 전망. 3분기 연결 예상실적도 매출액 2,891억원(YoY+28.8%, QoQ-1.9%), 영업이익 168억원(YoY+114.7%,QoQ-3.5%) 예상.

실적 성장은 배경은 ① 아디다스향 고가 제품 공급 물량 확대. 아디다스 그룹은 연간 생산량을 '18년 4.1억켈레에서 '20년까지 5.4억켈레 확대 계획. 동사도 월생산Capa를 '18년 680만켈레에서 '19년 760만켈레, '20년 900만켈레로 확대 중. 특히 알파부스트를 시작으로 에어로바운스, 아퀼먼트 등 고부가제품 증가. 하반기 펄스부스트 신규 수주를 반영하여 향후 고가 제품이 월간 150만 켈레(아디다스 100만켈레, 리복 50만켈레) 생산 계획. ASP \$24 예상. 현재 아디다스 내 M/S는 16% 수준이나 '20년 20%까지 상승 예상. '20년까지 P와 Q가 동반 상승하는 성장기 진입.

② ASP상승으로 수익성 개선. 고부가가치 부스트 완제품 공급으로 ASP 상승 효과 기대. '17년 ASP는 \$12.8에서 '18년 ASP는 \$12선, '19년 \$13 예상. 신규 오더 물량의 ASP는 \$18~\$24. 동사의 부스트 라인 Capa는 '20년까지 연간 2,250만켈레로 확대 계획.

③ Unipax 인수 효과. 나이키(매출비중 80%), 언더아머(20%) 모자 OEM 기업. 연간 매출 400억원, OPM 15%. 연간 생산 Capa 1,000만 piece. 인수금액 약 220억원. 기대효과는 ① 모자를 시작으로 스포츠 의류까지 확장 가능한 교두보 확보, ② 고객사로 나이키 보유함으로써 글로벌 스포츠 양대 브랜드 대응 가능.

Valuation Forecast

구분	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	억원	6,402	7,682	8,792	11,293	13,205
영업이익	억원	438	585	403	636	864
세전이익	억원	430	528	231	578	799
순이익	억원	349	416	171	477	623
지배순이익	억원	347	415	172	460	617
PER	배	11.88	17.52	37.53	18.49	13.79
PBR	배	2.14	2.82	2.30	2.55	2.15
EV/EBITDA	배	7.42	10.35	11.21	9.90	8.11

Exhibit 1. 생산 리드 타임 추이 전망



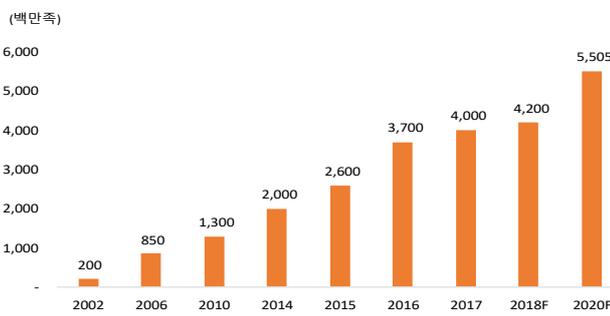
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 2. 목표달성을 위한 스마트팩토리 도입

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

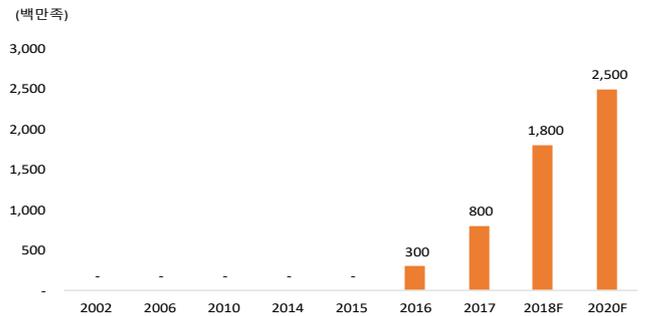
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 3. 베트남 CAPA 추이 전망



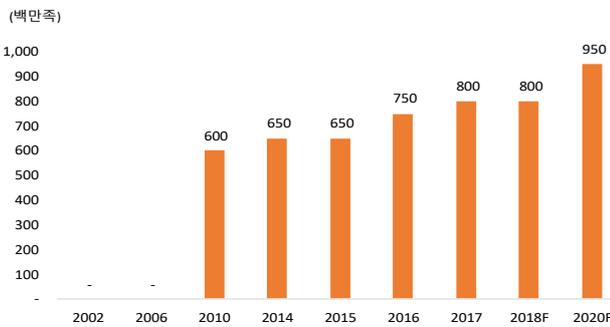
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 4. 인도네시아 CAPA 추이 전망



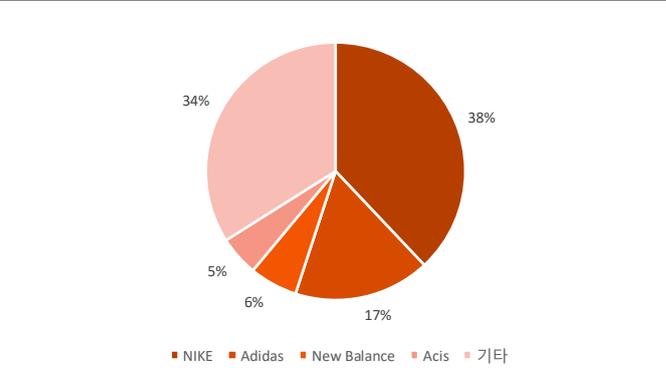
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 5. 중국 CAPA 추이 전망



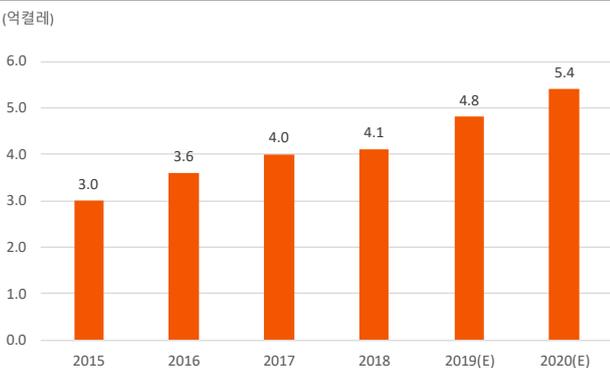
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 6. 글로벌 스포츠 운동화 점유율 추이



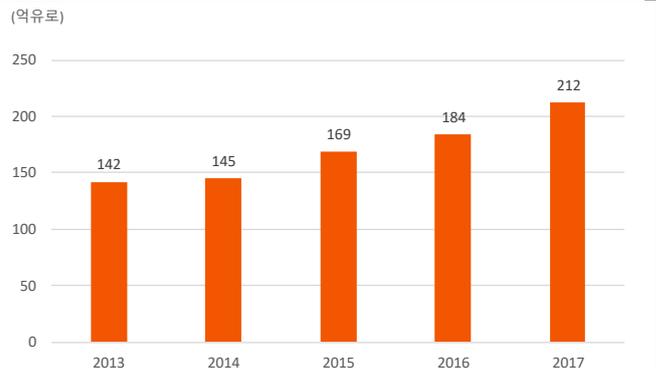
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 7. 아디다스 그룹 스포츠 신발 생산량 전망



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 8. 아디다스 그룹, 매출액 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 9. 부스트 라인 CAPA 추이 전망



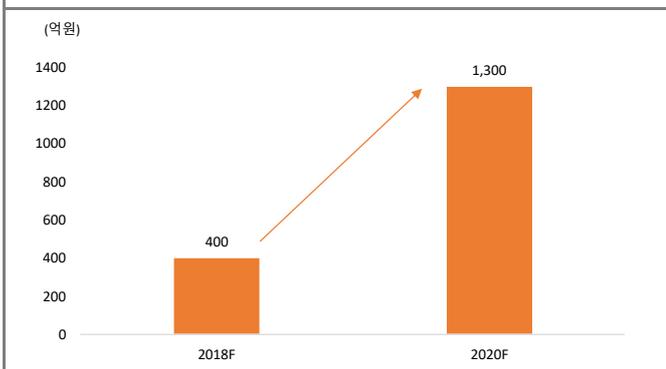
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 10. 부스트 라인 설비 대수 추이 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 11. 부스트 라인 매출 전망



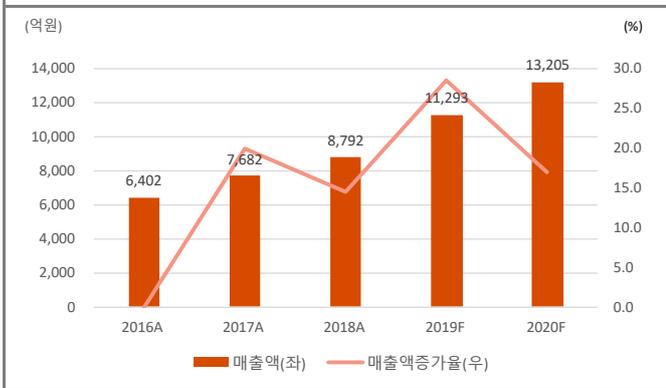
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 12. ADIDAS MI ULTRA BOOST



Source: ADIDAS, Leading Research Center

Exhibit 13. 매출액 및 매출액성장률



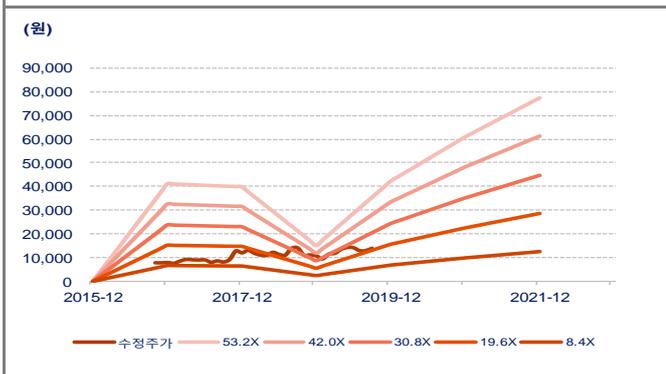
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. 영업이익 및 영업이익성장률



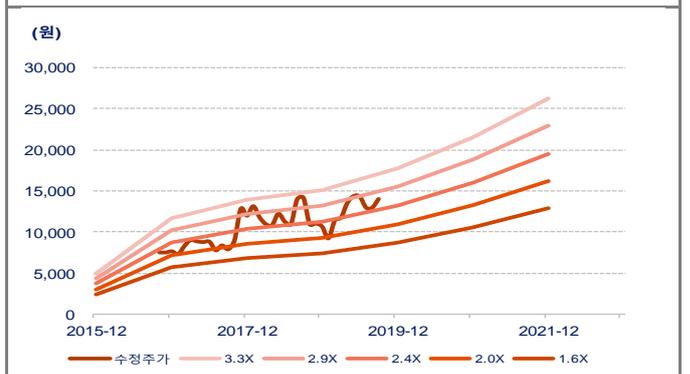
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 15. PER band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 16. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
자산총계	4,367	6,268	7,605	8,805	9,163
유동자산	2,655	3,013	3,593	4,099	4,265
현금및현금성자산	778	473	599	551	573
단기금융자산	196	272	259	104	108
매출채권및기타채권	756	714	947	1,209	1,258
재고자산	745	1,274	1,583	1,866	1,941
비유동자산	1,712	3,255	4,012	4,706	4,897
장기금융자산	11	60	48	20	21
관계기업등투자자산	0	0	1	39	40
유형자산	1,617	2,877	3,617	3,961	4,122
무형자산	22	41	43	211	220
부채총계	2,439	3,653	4,773	5,310	5,050
유동부채	2,268	3,260	4,080	4,800	4,995
단기차입부채	1,217	1,787	2,402	2,610	2,716
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	1,042	1,452	1,659	2,150	2,237
비유동부채	171	393	694	510	55
장기차입부채	130	344	637	626	651
기타장기금융부채	0	3	3	0	0
자본총계*	1,928	2,615	2,831	3,495	4,113
지배주주지분*	1,923	2,580	2,798	3,337	3,955
비지배주주지분	5	35	34	158	158

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	327	322	429	485	451
당기순이익	430	528	231	503	623
현금유입(유출)이없는수익(비용)	212	324	566	610	719
자산상각비	183	254	373	470	499
영업자산부채변동	-208	-389	-260	-382	-548
매출채권및기타채권감소(증가)	-321	30	-26	-156	-49
재고자산감소(증가)	-115	-388	-269	-194	-76
매입채무및기타채무증가(감소)	306	46	234	361	87
투자활동현금흐름	-552	-968	-1,045	-557	-665
투자활동현금유입액	135	343	354	480	11
유형자산	1	55	47	4	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	687	1,311	1,399	1,037	676
유형자산	561	1,113	1,098	667	640
무형자산	4	13	7	17	28
재무활동현금흐름	943	341	741	-39	126
재무활동현금유입액	5,966	455	969	193	147
단기차입부채	4,780	60	487	51	106
장기차입부채	286	395	479	23	25
재무활동현금유출액	5,023	105	214	211	0
단기차입부채	4,933	105	156	196	0
장기차입부채	90	1	58	15	0
기타현금흐름	0	0	0	50	110
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	13	2	1	13	0
현금변동	730	-304	126	-49	22
기초현금	47	778	473	599	551
기말현금	778	473	599	551	573

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	6,402	7,682	8,792	11,293	13,205
매출원가	5,468	6,419	7,562	9,594	11,179
매출총이익	935	1,263	1,230	1,700	2,026
판매비와관리비	496	678	827	1,063	1,162
영업이익	438	585	403	636	864
EBITDA	621	840	776	1,106	1,363
비영업손익	-8	-57	-172	-58	-65
이자수익	10	20	9	16	18
이자비용	40	55	115	162	185
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	16	-22	-74	87	110
관계기업등관련손익	0	0	0	8	12
기타비영업손익	6	-1	8	-8	-21
세전계속사업이익	430	528	231	578	799
법인세비용	81	112	60	101	176
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	349	416	171	477	623
지배주주순이익*	347	415	172	460	617
비지배주주순이익	3	2	-1	17	6
기타포괄손익	45	-188	52	106	22
총포괄손익	395	228	223	583	645

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원, 배,%)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
주당지표 및 추가배수					
EPS*	775	751	284	760	1,019
BPS*	4,300	4,671	4,621	5,512	6,532
CFPS	731	583	709	801	745
SPS	14,319	13,909	14,524	18,656	21,813
EBITDAPS	1,389	1,520	1,282	1,827	2,252
DPS (보통, 현금)	18	18	35	35	35
배당수익률 (보통, 현금)	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2
배당성향 (보통, 현금)	2.7	2.6	12.3	4.6	3.4
PER*	11.9	17.5	37.5	18.5	13.8
PBR*	2.1	2.8	2.3	2.5	2.2
PCFR	12.6	22.5	15.0	17.5	18.9
PSR	0.6	0.9	0.7	0.8	0.6
EV/EBITDA	7.4	10.4	11.2	9.9	8.1
재무비율					
매출액증가율	0.0	20.0	14.4	28.4	16.9
영업이익증가율	흑전	33.6	-31.2	57.9	35.8
지배주주순이익증가율*	흑전	19.1	-59.0	179.2	30.7
매출총이익률	14.6	16.4	14.0	15.1	15.3
영업이익률	6.8	7.6	4.6	5.6	6.5
EBITDA이익률	9.7	10.9	8.8	9.8	10.3
지배주주순이익률*	5.5	5.4	1.9	4.2	4.7
ROA	12.6	11.0	5.8	7.8	9.6
ROE	27.2	18.4	6.4	15.0	16.9
ROIC	18.1	14.9	6.7	9.6	10.7
부채비율	126.5	139.7	168.6	151.9	122.8
차입금비율	69.8	81.5	107.3	92.6	81.9
순차입금비율	25.6	56.0	80.9	74.4	65.8

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

▶ Compliance Notice

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

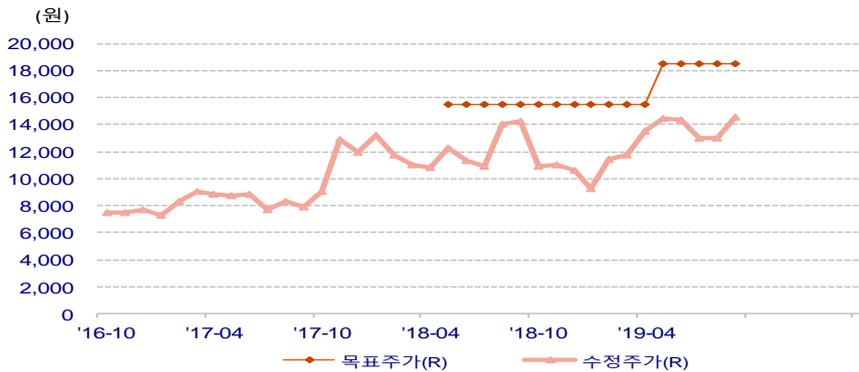
- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 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	2018-6-5	2018-9-3	2019-3-25	2019-5-28	2019-9-16
투자의견	BUY(신규)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(TP 상향)	BUY(유지)
목표주가	15,500 원	15,500 원	15,500 원	15,500 원	18,500 원	18,500 원
과리율(%)						
평균주가대비	-24.0%	-24.0%	-24.0%	-13.6%		
최고(최저)주가대비	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%		

* 과리율 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 : 2019.6.30)

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