

2020. 3. 30

# 이베스트 사과나무

## 시리즈 5

의류

Analyst 안진아

02 3779 8687

aja1215@ebestsec.co.kr



# 이베스트 사 과 나 무 시리즈 5

의류

Analyst 안진아  
02 3779 8687  
aja1215@ebestsec.co.kr



'사과나무 시리즈'를 발간합니다.

'내일 지구의 종말이 와도 나는 한 그루의 사과나무를 심겠다' 철학자 스피노자가 한 말로 알려져 있지만 어떤 이는 마틴 루터 킹이 한 말이라고도 합니다. 누가 한 말이냐는 중요하지 않습니다. 글로벌 증시가 마치 지구가 종말 하는 것처럼 폭락하는 상황에서 떠오른 문장이었기 때문입니다.

시장급락의 원인을 사후적으로 설명하기 보다, 이미 우리 앞에 주어진 상황에서 할 일을 찾아보았습니다. 안정적 재무구조와 경쟁우위를 확보한 기업, 지속 가능한 성장을 보여준 기업을 찾아내어, 변동성이 마무리 되는 구간에서는 다시 기업가치가 복원될 기업들을 소개하고자 합니다.

저 역시 정답은 모릅니다. 하지만 긴 호흡으로 볼 때, 주주가 되고 싶은 기업은 늘어나고 있습니다. 가을이 되면 풍성하게 수확할 수 있는 사과 나무를 심고 기다립시다. 더 뒤져보고, 더 고민하겠습니다.

우리는 가격이 아닌 시간과의 싸움을 준비하고 있습니다.

이베스트 투자증권  
리서치 센터장 윤지호





이베스트  
사과나무  
시리즈

5

기업분석 | 의류

Analyst

안진아

02 3779 8687

aja1215 @ebestsec.co.kr

## Buy (initiation)

목표주가	17,000 원
현재주가	10,600 원

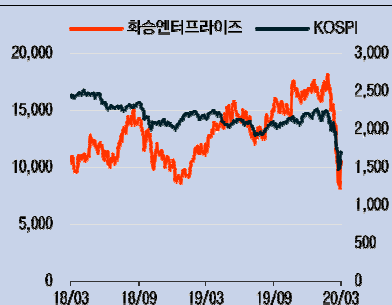
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

### Stock Data

KOSPI (3/27)	1,717.73 pt
시가총액	6,417 억원
발행주식수	60,537 천주
52 주 최고가/최저가	18,150 / 8,150 원
90 일 일평균거래대금	44.71 억원
외국인 지분율	3.9%
배당수익률(20.12E)	0.4%
BPS(20.12E)	6,959 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -16.7%
	6개월 -15.0%
	12개월 12.1%
주주구성	회승엔터프라이즈 (외 6인) 72.0%
	국민연금공단 (외 1인) 7.3%

### Stock Price



# 화승엔터프라이즈

(241590)

COVID 19, 역성장은 없다

## 2020년에도 실적 증가는 지속될 것

2020년 실적은 매출액 1조 4,657억원(+22.0% yoy), 영업이익 1,169억원(+36.8% yoy)으로 전년에 이어 양호한 실적을 기록할 것으로 예상. 아디다스 신발 제조 부문의 1)ASP 상승(P↑)과 2)수주물량 확대(Q↑)에 따른 매출 증가(P\*Q↑), 2)원/달러 환율 상승(원화 약세)에 기인한 환차익 효과 및 3)CAPA 가동률 정상화에 따른 생산 물량 증대가 기대되는 시점

## COVID 19로 인한 전방산업 부진 리스크 제한적

동사의 연초 수주 물량이 일정 부분 확보, COVID 19로 인한 오더 감소는 제한적인 가운데 경쟁사(Pou Chen, Chingluh 등) 대부분 중국 익스포저가 높아 COVID 19로 경쟁사 설비가 셧다운 될 경우 수주 물량은 동사에게 넘어올 가능성도 배제할 수 없는 상황. 아디다스 그룹 또한 대만계 생산 비중이 압도적으로 높다고 판단, 한국 업체 수주 비중을 높여 가는 중. 동사의 현금 확보도 안정적인 수준으로 COVID19로 인한 유동성 리스크 역시 제한적(영구전환사채 발행, 기존 보유 현금 등)

## 투자의견 BUY(매수), 목표주가 17,000원 커버리지 개시

1)아디다스 그룹 내 점유율 확대, 2)고마진 제품 수주 물량 증대, 3)대규모 CAPEX 증설 마무리 등 비용 지출 감소로 인한 이익 모멘텀 유효한 가운데 카테고리 다변화를 통한 중장기적 성장성 확보. 목표주가는 2020년 순이익에 Target P/E 11.7배(12MF EPS 기준) 적용해 산출. EPS growth 17%(2019년 ~ 2021년 CAGR)고려 시, 무리가 없다는 판단

### Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	879	1,202	1,466	1,756	2,009
영업이익	40	85	117	140	161
세전계속사업손익	23	78	107	130	151
순이익	17	65	88	105	126
EPS (원)	284	1,031	1,391	1,666	1,995
증감률 (%)	-	263.5	34.9	19.8	19.8
PER (x)	37.5	16.3	7.6	6.4	5.3
PBR (x)	2.3	2.9	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	11.1	9.6	5.2	4.5	3.7
영업이익률 (%)	4.6	7.1	8.0	8.0	8.0
EBITDA 마진 (%)	8.8	11.2	12.0	12.2	12.5
ROE (%)	6.4	19.9	21.9	21.4	20.9
부채비율 (%)	168.6	166.4	150.7	132.5	117.7

주: IFRS 연결 기준

자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

## 실적전망

### 2020년에도 실적 증가는 지속될 것

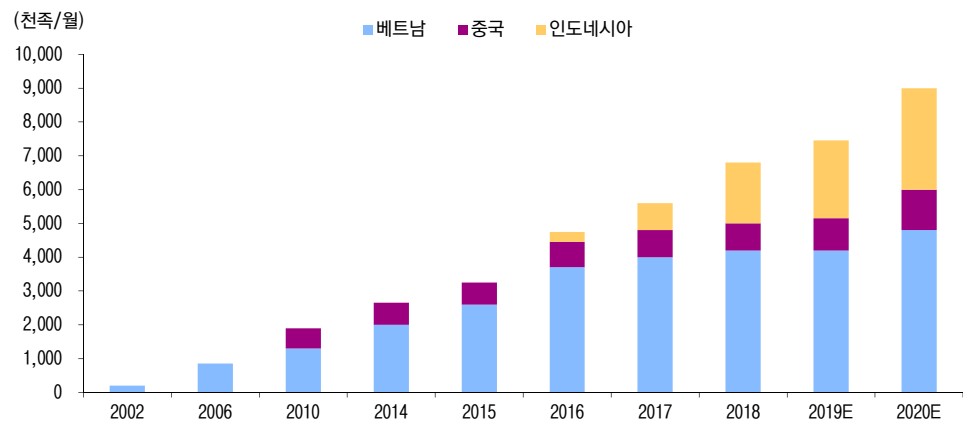
동사의 2020년 실적은 매출액 1조 4,657억원(+22.0% yoy), 영업이익 1,169억원(+36.8% yoy)으로 전년에 이어 양호한 실적을 기록할 것으로 예상된다. 아디다스 신발 제조 부문의 1)ASP 상승(P↑)과 2)수주물량 확대(Q↑)에 따른 매출 증가(P\*Q↑), 2)원/달러 환율 상승(원화 약세)에 기인한 환차익 효과 및 3)CAPA 가동률 정상화에 따른 생산 물량 증대가 기대되는 시점이다.

첫째, 아디다스 신발 제조 부문의 단가 상승과 신규 수주물량 확대로 인한 실적 개선이 기대된다. 경쟁사 물량을 확보하는 과정에서 ASP가 높은 고단가 제품 위주로 신규 수주를 확보하며 영업이익률이 전년대비 0.9%p 상승한 8.0%를 기록할 것으로 예상된다.

둘째, COVID 19로 인한 원화 약세는 동사에게 오히려 우호적으로 작용한다. 신발 부문 매출의 97% 이상이 수출이며, 특히 매출의 대부분을 차지하고 있는 운동화 매출은 전량 수출하고 있다. 대금 결제는 달러베이스로 이루어지기 때문에 원화가 약세로 갈 경우 환차익 효과로 인한 실적이 개선되는 구조이다.

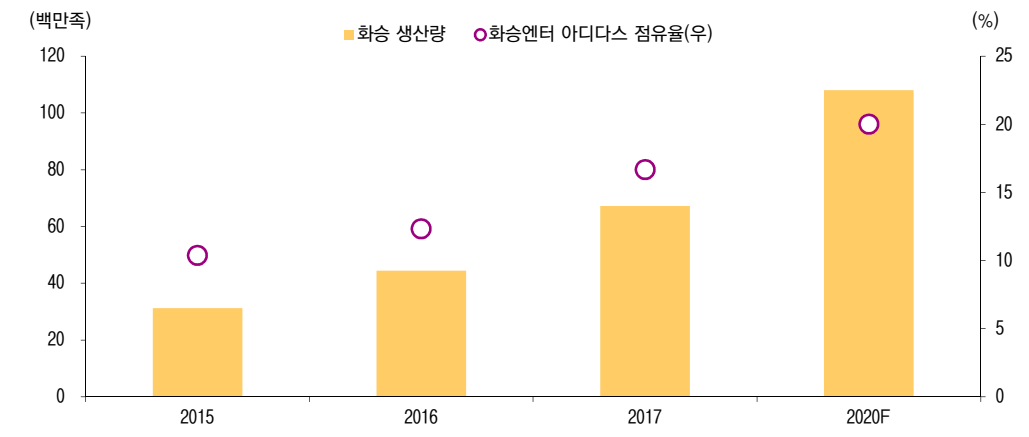
연초 수주 물량이 일정 부분 확보, COVID 19로 인한 오더 감소는 제한적인 가운데 경쟁사 대부분이 중국 익스포저가 높아 COVID 19로 경쟁사 설비가 셧다운 될 경우 수주 물량은 동사에게 넘어올 가능성도 배제할 수 없다. 또한, 대규모 CAPEX 지출이 마무리된 가운데 증설 라인 가동 정상화로 수익성 역시 개선될 것으로 보인다.

그림1 화승엔터프라이즈 지역별 연간 신발 생산량 추이



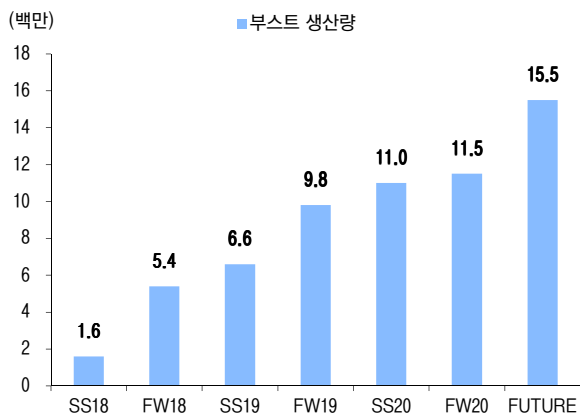
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 화승엔터프라이즈 아디다스 신발 생산량 및 점유율 추이



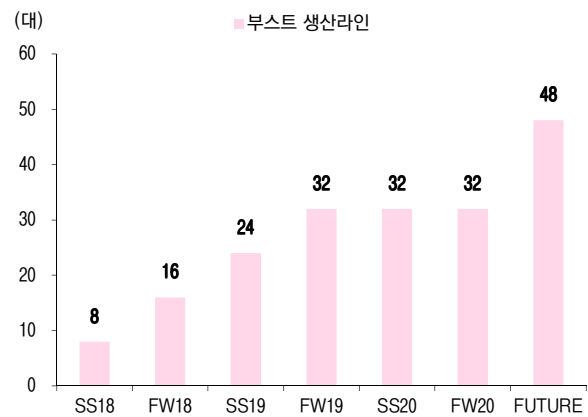
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 ASP 높은 아디다스 부스트 제품 생산 계획



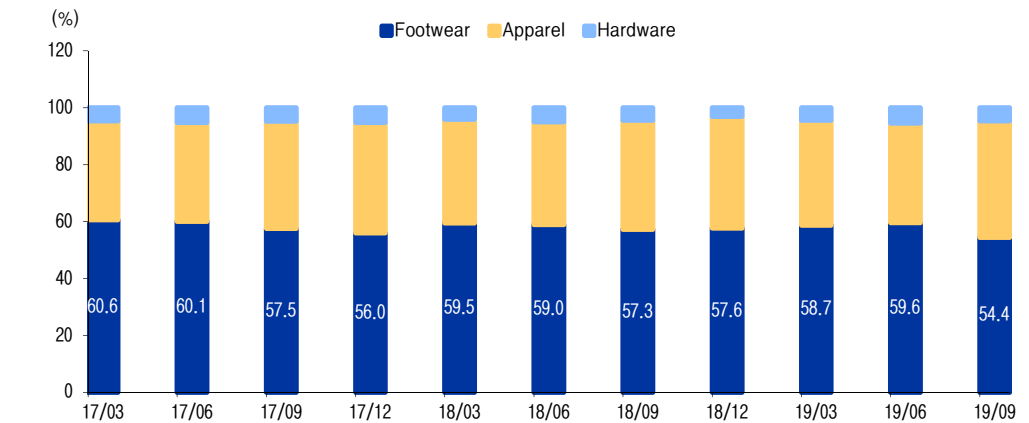
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 아디다스 부스트 제품 생산라인



자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 Adidas 품목별 매출 비중 가운데 신발이 50% 이상



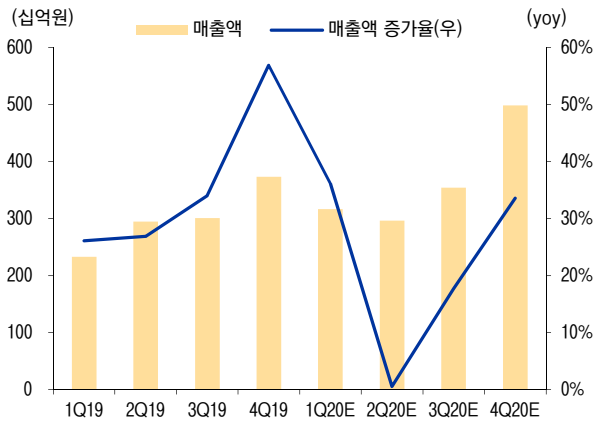
자료: Bloomberg, Adidas, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 화승엔터프라이즈 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>232.6</b>	<b>294.8</b>	<b>300.7</b>	<b>373.4</b>	<b>316.6</b>	<b>296.5</b>	<b>354.0</b>	<b>498.6</b>	<b>879.2</b>	<b>1,201.6</b>	<b>1,465.7</b>
YoY	26.1%	26.9%	34.0%	56.9%	36.1%	0.6%	17.7%	33.5%	14.4%	36.7%	22.0%
qoq	-2.3%	26.7%	2.0%	24.2%	-15.2%	-6.4%	19.4%	40.9%			
신발	216.5	272.5	297.2	318.0	305.6	280.6	341.5	490.6	861.2	1,104.2	1,418.3
유통	16.1	22.3	3.5	4.6	11.1	15.9	12.4	8.0	18.0	46.6	47.4
<b>영업이익</b>	<b>9.2</b>	<b>17.4</b>	<b>25.0</b>	<b>33.9</b>	<b>15.7</b>	<b>22.0</b>	<b>24.7</b>	<b>54.5</b>	<b>40.3</b>	<b>85.4</b>	<b>116.9</b>
YoY	50.3%	50.0%	220.7%	128.7%	71.0%	26.9%	-1.4%	60.8%	-31.2%	112.0%	36.8%
qoq	-38.1%	89.5%	44.2%	35.3%	-53.7%	40.7%	12.0%	120.6%			
신발	8.6	15.2	23.4	31.8	15.0	21.0	23.9	54.0	38.8	79.0	113.9
유통	0.6	2.2	1.6	0.3	0.7	1.0	0.8	0.5	1.5	4.6	3.0
OPM	3.9%	5.9%	8.3%	9.1%	4.9%	7.4%	7.0%	10.9%	4.6%	7.1%	8.0%
신발	4.0%	5.6%	7.9%	10.0%	4.9%	7.5%	7.0%	11.0%	4.5%	7.2%	8.0%
유통	3.6%	9.8%	46.2%	5.5%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	8.3%	10.0%	6.3%
<b>당기순이익</b>	<b>6.5</b>	<b>14.5</b>	<b>18.4</b>	<b>25.8</b>	<b>11.3</b>	<b>16.5</b>	<b>17.6</b>	<b>42.7</b>	<b>17.1</b>	<b>65.2</b>	<b>88.1</b>
YoY	110.7%	212.0%	45786.7%	177.6%	72.7%	13.5%	-4.1%	65.8%	-59.0%	281.7%	35.1%
qoq	-29.6%	122.5%	26.3%	40.3%	-56.2%	46.3%	6.7%	142.5%			
NPM	2.8%	4.9%	6.1%	6.9%	3.6%	5.6%	5.0%	8.6%	1.9%	5.4%	6.0%

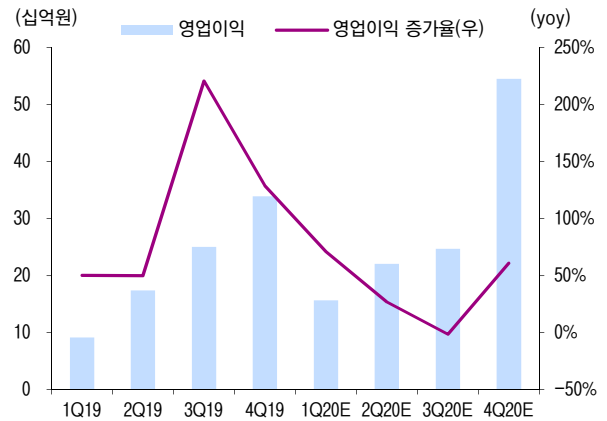
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 화승엔터프라이즈 매출액 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 영업이익 모멘텀은 4 분기가 가장 뚜렷



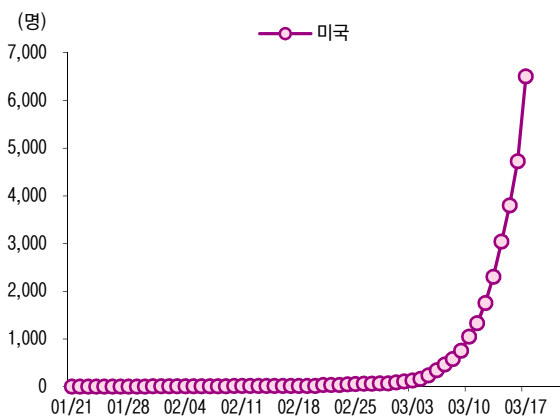
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

## Risk 요인 & 고민해 봐야 할 사항

### COVID 19로 인한 전방산업 부진 가능성

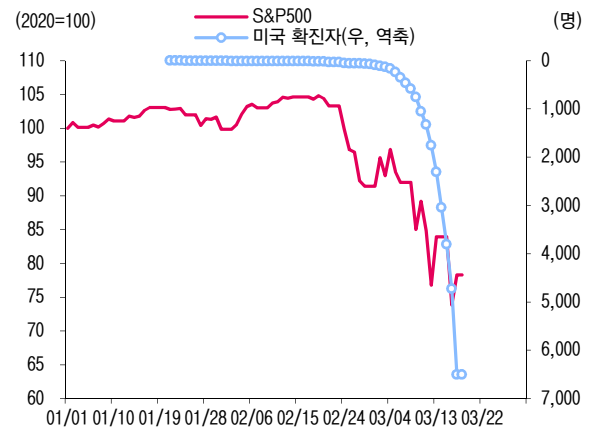
미국 COVID 19 확진자가 급증하며 대부분 리테일 샵들이 3월 말까지 일시 휴업에 돌입했으며, 패션쇼, 이벤트 등이 일제히 취소되었다. 스포츠/아웃도어, 캐주얼 브랜드 샵, 주요 백화점 섯다운으로 인한 판매 부진이 예상된다. COVID 19로 인한 전방산업 매출 감소가 벤더사 오더 감소로 이루어진다는 가정 시, 수요 부진으로 인한 추가 오더 관련 리스크는 2분기에 가시화 될 가능성이 높다. 1~2월은 중국, 3월은 미국 지역으로 COVID 19가 순차적으로 확산되면서 1분기는 수요 부진보다 중국 지역 생산 감소 리스크가 상대적으로 부각될 것으로 보인다. 다만, 동사의 생산기지 가운데 중국 비중은 약 13~14% 수준으로 1)동남아(베트남, 인도네시아) 지역 대비 생산 비중이 낮고, 2) 대부분 공장이 중국 북부 지역에 위치해있어 비교적 남부 지역 대비 공장 가동률이 빠르게 정상화 되었다는 점을 감안 시, COVID 19로 인한 생산 차질은 제한적일 것으로 보인다.

그림8 미국, 3월 10일 기점으로 확진자 천명 이상 급증



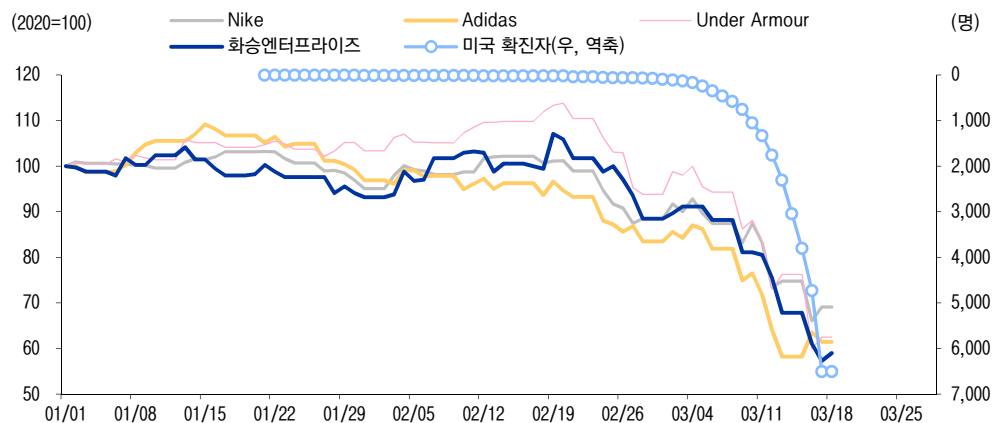
자료: WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 바이러스 확산에 따른 수요 둔화 우려에 미국 증시 하락



자료: WIND, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 미국, COVID 19 확산 가속화되며 글로벌 스포츠 브랜드 및 동사 주가 급락



자료: WIND, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 북미, 유럽 지역 COVID 19 확산 가속화되며 의류 업체 3월 말까지 섰다운 진입

구분	브랜드	지역	내용	국내 관련 기업				
Sports/ Outdoor	Adidas	Europe, U.S., Canada	아디다스, 리복 스토어 영업정지(~3/29) 휴무 기간 동안 유급 휴가 지원 온라인 스토어 정상 영업	화승엔터프라이즈, 화승인더				
	Nike	U.S., Canada, Western Europe, Australia, New Zealand	리테일 스토어 영업정지(~3/27) 온라인 스토어 정상 영업	태광실업, 화승엔터프라이즈				
		Japan, South Korea, most of China	리테일 영업 정상적으로 운영					
	Under Armour	North America	리테일 스토어 영업정지(~3/28) 휴무 기간 동안 유급 휴가 지원 온라인 스토어 정상 영업	화승엔터프라이즈, 화승인더				
			리테일 스토어 영업정지(~4/5) 휴무 기간 동안 유급 휴가 지원		영원무역			
			온라인 스토어 정상 영업					
	Patagonia	North America, Argentina, Chile, Japan, Europe	본사 및 리테일 스토어 휴무 휴무 기간 동안 유급 휴가 지원 온라인 주문 정지	영원무역				
			Lululemon		U.S.	3/16일부터 영업시간 단축 및 리테일 스토어 내 클래스 취소	영원무역	
					Columbia	North America	리테일 스토어 영업정지(3/16~3/27) 온라인 스토어 정상 영업	영원무역
	Casual/SPA/ Underwear	Gap Inc	U.S., Canada	3/16일부터 영업시간 단축 고위험군 지역 100개 이상 리테일 스토어 영업정지 휴무 기간 동안 유급 휴가 지원			한세실업	
Urban Outfitters				Worldwide	리테일 스토어 영업정지(~3/28) 휴무 기간 동안 유급 휴가 지원 온라인 스토어 정상 영업	한세실업		
					American Eagle			U.S., Canada
		Ralph Lauren	U.S., Europe				리테일 스토어, Ralph's Bar 모두 전면 일시 휴업(2주 예상) 휴무 기간 동안 유급 휴가 지원 온라인 스토어 정상 영업	
Levi's				U.S., Canada		리테일 스토어 영업정지(~3/27) 휴무 기간 동안 유급 휴가 지원 온라인 스토어 정상 영업		
					Victoria's Secret	U.S., Canada		리테일 스토어 영업정지(~3/29) 휴무 기간 동안 유급 휴가 지원 온라인 스토어 정상 영업
		H&M	U.S., Europe (Italy, France, Spain, Germany)					리테일 스토어 일시적 영업 정지
Luxury				CHANEL			U.S.	미국 내 전 지역 리테일 스토어 일시적 영업 정지 휴무 기간 동안 유급 휴가 지원
					Kering	U.S., Canada		리테일 스토어 일시적 영업 정지 휴무 기간 동안 유급 휴가 지원 온라인 스토어 정상 영업

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

# Valuation

## 투자의견 매수, 목표주가 17,000원 커버리지 개시

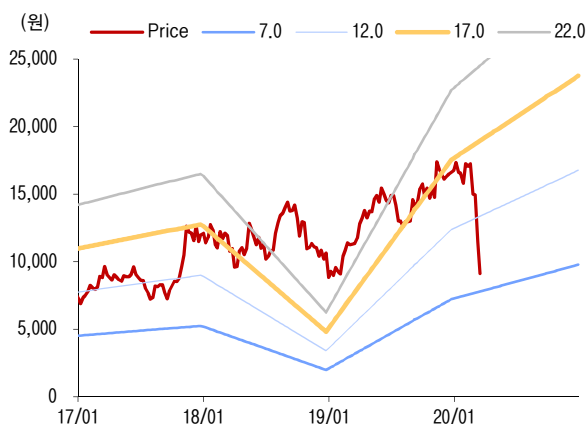
동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 17,000원으로 커버리지 개시한다. COVID 19로 인한 이례적인 경우를 배제, 향후 글로벌 스포츠 슈즈 시장 성장세 지속될 것으로 예상되는 가운데 아디다스는 글로벌 시장 점유율 2위를 유지하고 있다. 동사의 1)아디다스 그룹 내 운동화 ODM 제조 점유율 확대, 2)ASP가 높은 고마진 제품 수주 물량 증대, 3)CAPEX를 비롯한 비용 지출 감소로 인한 이익 모멘텀 유효한 가운데 의류, 모자 등 카테고리 다변화를 통한 중·장기적 성장성이 향후에도 지속될 가능성이 높다고 판단한다. 목표주가는 2020년 당기순이익에 글로벌 피어 그룹 P/E 적용을 통해 산출하였다. Target P/E 11.7배(12MF EPS 기준)는 EPS growth 17.0%(2019년 ~ 2021년 CAGR)을 고려했을 때 무리가 없다는 판단이다.

표3 화승엔터프라이즈 Valuation

항목	값	비고
① 순이익(십억원)	88.1	2020E 당기순이익
② 주식수(천주)	60,537	
③ 12M Fwd EPS	1,455	①/②
④ Target P/E(X)	11.7	2020년 Global peer 그룹 평균 P/E 적용
⑤ 목표주가 산출(원)	<b>17,040</b>	③x④
⑥ 목표주가(원)	<b>17,000</b>	
⑦ 현재주가(원)	10,600	
상승여력(%)	60.4	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 화승엔터프라이즈 PER Band



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 화승엔터프라이즈 PBR Band



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 국내·외 OEM 업체 Valuation

(백만달러)		영원무역	한세실업	화승엔터 프라이즈	Eclat	Makalot	Shenzhen	Li&Fung	FENG TAY	YUE YUEN	글로벌 평균
<b>시가총액 (3/26)</b>		<b>754</b>	<b>281</b>	<b>518</b>	<b>2,229</b>	<b>777</b>	<b>15,403</b>	<b>1,057</b>	<b>3,312</b>	<b>2,424</b>	
<b>PER (x)</b>	2019	9.03	-	16.44	25.70	18.19	30.04	54.56	23.00	16.98	24.24
	2020E	4.85	6.47	7.59	14.90	12.43	20.89	12.38	15.63	7.79	11.44
	2021E	4.42	5.05	5.97	13.82	11.97	17.16	12.38	14.22	7.71	10.30
<b>PBR (x)</b>	2019	0.82	0.85	2.94	6.10	3.63	6.08	0.74	8.62	1.25	3.45
	2020E	0.48	0.80	1.49	3.43	2.46	3.93	0.69	6.04	0.59	2.21
	2021E	0.43	0.72	1.20	3.16	2.36	3.53	0.65	4.52	0.59	1.91
<b>EV/EBITDA (x)</b>	2019	5.06	7.90	9.89	17.20	11.07	23.36	6.17	14.06	9.37	11.56
	2020E	2.95	5.74	5.46	9.94	7.96	15.36	8.61	9.47	5.08	7.84
	2021E	2.77	5.10	4.60	9.15	7.43	12.67	8.09	8.36	5.06	7.02
<b>ROE (%)</b>	2019	9.82	-0.06	19.87	24.53	21.32	21.47	1.35	38.21	7.31	15.98
	2020E	10.22	12.61	21.35	24.33	20.57	19.28	-1.24	34.90	7.68	16.63
	2021E	10.22	14.98	21.34	23.57	20.35	21.31	6.19	33.15	8.04	17.68
<b>배당수익률 (%)</b>	2019	1.17	2.89	0.27	2.73	4.29	2.39	5.20	3.12	12.86	3.88
	2020E	1.82	5.72	0.53	4.60	7.01	2.46	4.85	5.20	12.43	4.96
	2021E	1.81	5.88	0.62	4.88	7.40	3.00	5.65	5.73	11.90	5.21
<b>EPS 증감률 (%)</b>	2019	47.11	99.54	263.03	-1.80	26.29	12.25	-	18.38	-40.45	53.04
	2020E	13.64	-	34.24	5.39	-0.57	5.62	342.67	11.57	15.40	53.50
	2021E	9.70	28.19	27.07	7.77	3.79	22.40	0.00	9.95	1.00	12.21
<b>영업이익률 (%)</b>	2019	9.95	3.07	7.11	19.45	9.21	23.47	1.46	11.33	5.15	10.02
	2020E	10.67	4.39	8.14	19.93	9.14	23.36	2.43	0.00	5.03	9.23
	2021E	10.81	4.85	8.58	20.09	9.51	25.45	2.42	12.41	4.83	10.99
<b>매출액증감률 (%)</b>	2019	13.66	12.25	36.66	1.98	13.03	8.19	-10.41	14.62	6.29	10.70
	2020E	5.98	-0.24	20.22	5.15	1.50	4.92	-8.09	15.99	3.49	5.44
	2021E	5.26	6.40	17.67	5.66	4.30	17.25	4.71	7.85	1.31	7.82

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

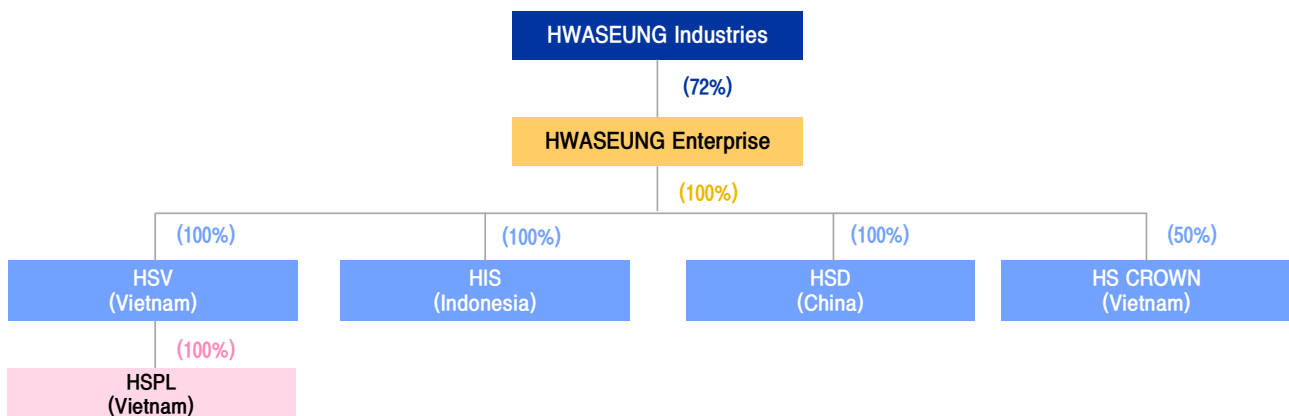
## Appendix. 사업의 현황

### 1. 화승엔터프라이즈 사업 부문 및 개요

화승엔터프라이즈는 브랜드 신발의 제조업자 개발생산 방식(ODM) 생산 사업을 영위하는 화승비나 등을 자회사로 두고 있는 외국기업지배주회사로서 신발 사업부문을 관리하고 있다. 연결실체는 지배기업과 18개 종속회사로 1)신발부문, 2)유통부문으로 제품의 용도 및 특징에 따라 사업부문을 관리하고 있다.

동사의 신발 사업 부문은 주로 아디다스 그룹의 운동화 ODM 제조 사업을 영위하고 있다. 아디다스 그룹은 주요 생산업체로 9개(화승, Pou Chen, Chingluh, PRB&EVN, Shangway 등) 그룹을 선정, 관리하고 있으며 이들 생산 비중이 98% 이상이다. 2018년 기준 동사의 아디다스 운동화 부문 점유율은 약 15%로 2위를 차지하고 있다. 아디다스 그룹 제품의 약 80%를 대만에서 제조, 생산하고 있으며, 아디다스 측은 단일 국가 생산 의존도를 낮추기 위해 대만 이외 지역의 생산 비중을 높여가고 있다. 동사의 1) 가격 경쟁력, 2)납기 대응능력을 바탕으로 아디다스 수주 물량은 증가 추세에 있다.

그림13 화승엔터프라이즈 지배구조



자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 화승엔터프라이즈 사업 부문 내역

사업 부문	주요 사업 영역	지배회사 및 주요 종속회사
신발	Adidas ODM 신발, Reebok ODM 신발 제조 및 판매 신발 관련 상품 등 판매 Nike, Under Amour 등 모자 제조 및 판매	㈜화승엔터프라이즈
		HS Vina Co., LTD
		HS Vungtau Co., LTD
		Changchun Vina Co.,LTD
		HS Polytech Co., LTD.
		PHOSPIN CO.LTD
		HWASEUNG RACH GIA Co., LTD
		장천제화대련유한공사
		청도장천제화유한공사
		PT. HWASEUNG INDONESIA
		PT. SUNG SHIN ADVANCE INDONESIA
		JANGCHUN SHOE MANUFACTURING TONGLIAO CO., LTD
㈜화승크라운, UNIPAX CO.,LTD		
유통	화학용품, 산업용품 판매 등	International B2B Solution Co., LTD
		HS Logistics Co., LTD
		HS Global Co., LTD
		PT Hwaseung IBS Indonesia,

자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

전체 매출의 약 97% 이상을 차지하는 신발 완제품 거래처인 아디다스 그룹으로부터 주문 받은 후 생산 제품을 화승인더스트리에 판매하고 있다. 신발 부문 매출의 97% 이상이 수출이며, 특히 매출의 대부분을 차지하고 있는 운동화 매출은 전량 수출하고 있다. 동사의 제품은 최종적으로 아디다스 그룹으로 수출되어 글로벌 소비자들이 소비하게 된다. 자원조달 역시 아디다스 그룹에서 지정한 원재료 업체에서만 매입하고 있다. 때문에, ODM 생산을 위한 원재료 수급과 가격이 안정적이다. 수출의 경우 거래처에서 주문 받은 후 제품을 판매하고 대금회수는 T/T 등 결제방식으로 이루어진다. 일부 베트남에 반제품 매출이 존재하며 신발 반제품 및 기타 제품의 경우 해당 거래처에 직판을 통해 판매하고 있다.

표6 화승엔터프라이즈 생산가능 수량

날짜	제조라인 수	시간당 생산량	생산 가능 수량
2013	69	124	20,400,000
2014	75	127	22,800,000
2015	82	135	26,400,000
2016	90	138	30,000,000
2017	124	136	43,074,000
2018	142	129	43,925,000
<b>2019</b>	<b>169</b>	<b>110</b>	<b>44,764,720</b>

자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

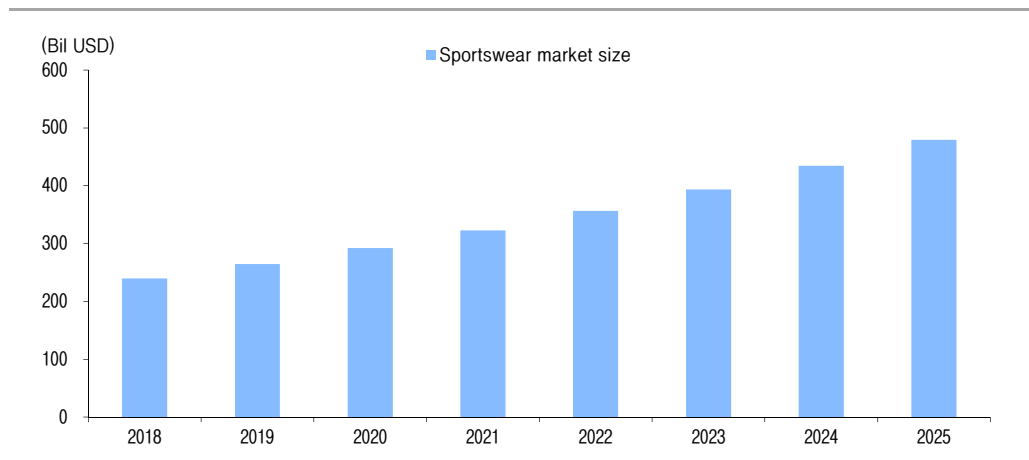
주: 생산가능수량=제조라인 수x근무일 수x시간당 생산량x일 근무시간

## 2. Global Shoes Market

### 글로벌 스포츠 브랜드 성장 지속

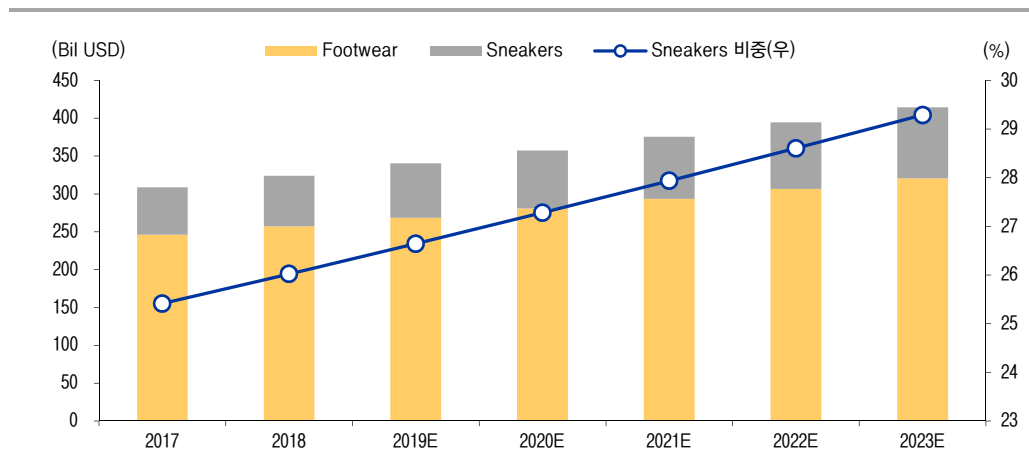
Statista에 의하면 글로벌 스포츠웨어 시장 규모는 2018년 2,400억달러에서 2025년에는 4,796억달러 수준까지 약 100% 성장할 것으로 전망하고 있다. 스포츠웨어 가운데 신발 시장에서 운동화가 차지하는 비중은 전체 시장 가운데 약 25% 이상으로 압도적인 점유율을 보이고 있다. 스포츠 브랜드의 운동화는 글로벌 1,2위 브랜드 업체가 차지하는 비중이 약 70% 이상으로 과점 시장이다. 동사의 최대 고객인 Adidas는 글로벌 2위 업체로 운동화 시장에서 점유율이 지속적으로 상승하고 있다.

그림14 글로벌 스포츠웨어 시장 규모 증가세 지속



자료: Statista 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 신발 시장 가운데 스니커즈 품목 비중은 25% 이상



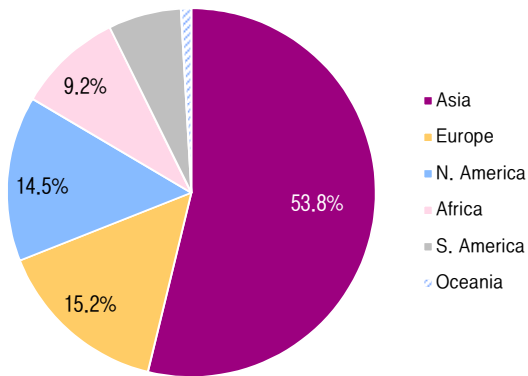
자료: Value Market Research 2018, Statista 이베스트투자증권 리서치센터

### 지역별 스니커즈 시장

지역별로 스니커즈 소비가 가장 큰 지역은 아시아, 유럽, 북미 지역 순이다. 상위 10개 국가로부터 나오는 신발 소비 규모는 전 세계 신발 소비 시장의 60%를 차지한다. 국가별로 신발 소비 1,2위를 차지하는 중국과 인도는 높은 인구 수(13~14억명)로 신발 소비가 높은 편이다. 아시아 지역 성장률이 빠르게 올라오는 가운데 가장 높은 연평균 성장률과 온라인 매출 성장률을 보이는 국가는 중국이다. 미국의 경우 상위 두 국가에 비해 인구 밀도는 낮음에도 불구하고, 신발 소비규모와 인당 신발 품목에 지출하는 비용이 타 국가 대비 절대적으로 높다.

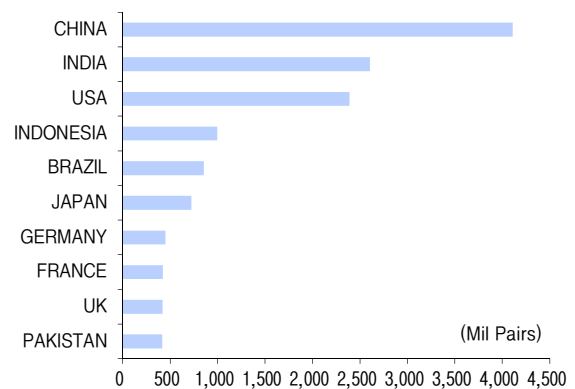
신발 수입이 가장 많은 지역은 미국과 유럽으로 특히 미국의 경우 단일 국가로서 신발 소비시장에서 가장 큰 비중을 차지한다고 볼 수 있다. 반면, 신발 제조 및 수출은 중국을 중심으로 한 동남아 지역이다. 중국의 경우 생산기지로서의 시장 점유율이 2010년을 기점으로 낮아지며, 2018년 기준 약 9%p 낮아진 상황이다(그림20). 높아진 인건비와 원가 상승으로 인해 글로벌 업체들이 생산기지를 베트남, 방글라데시 등으로 이전하며 동남아 지역으로의 탈중국화 현상이 가속화 되고 있다.

그림16 지역별 신발 소비시장



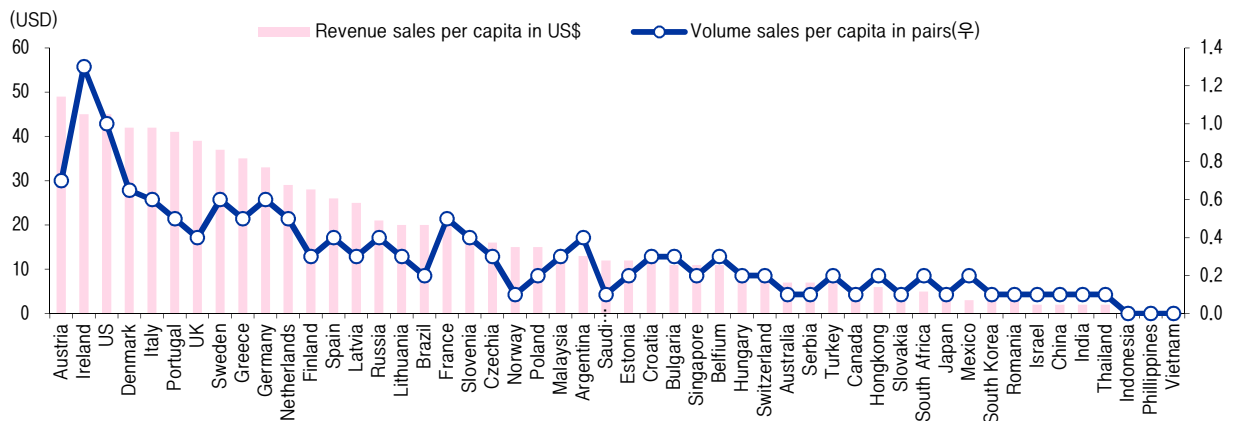
자료: World footwear year book, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 국가별 신발 소비 규모



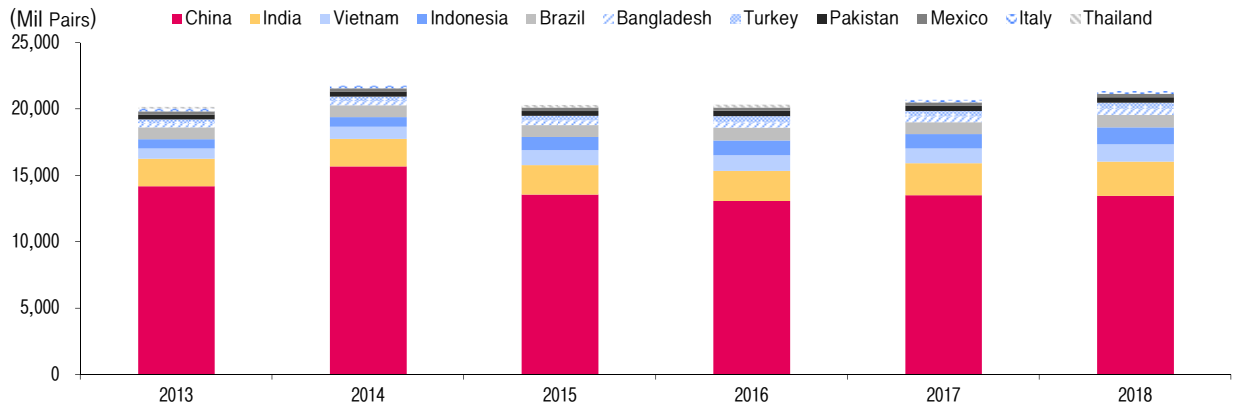
자료: World footwear year book, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 국가별 인당 신발 소비 금액. 미국과 유럽 중심으로 높아



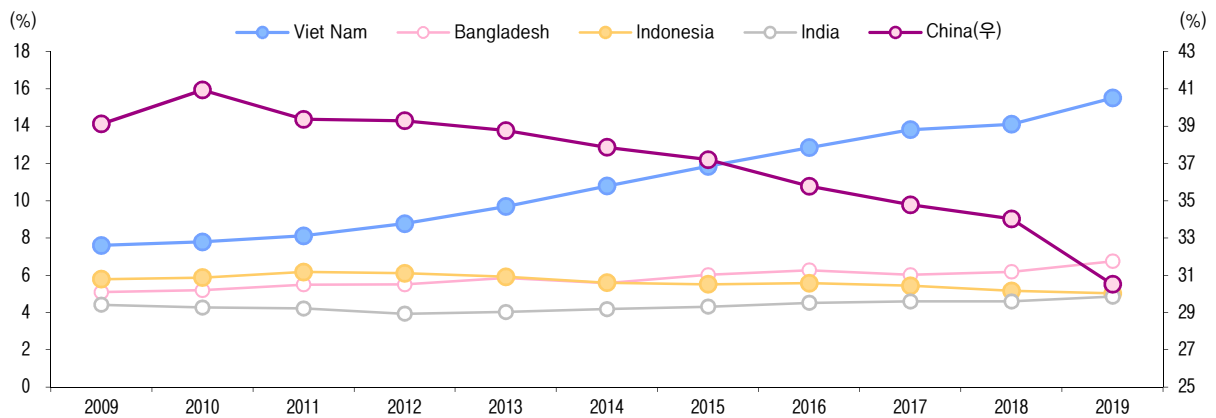
자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 10대 신발 생산 국가. 중국 생산 비중 감소 추세



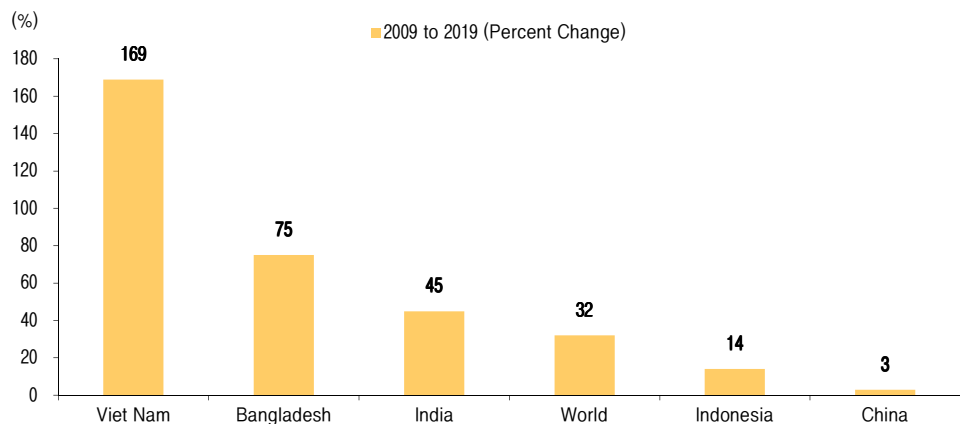
자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 국가별 글로벌 OEM/ODM 제품 생산 비중 중국 생산기로서 시장 점유율 하락세



자료: Foreign Trade Division, U.S. Census Bureau, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 생산기로서 베트남과 방글라데시 성장률이 압도적으로 높아



자료: Foreign Trade Division, U.S. Census Bureau, 이베스트투자증권 리서치센터

### 브랜드별 스니커즈 시장

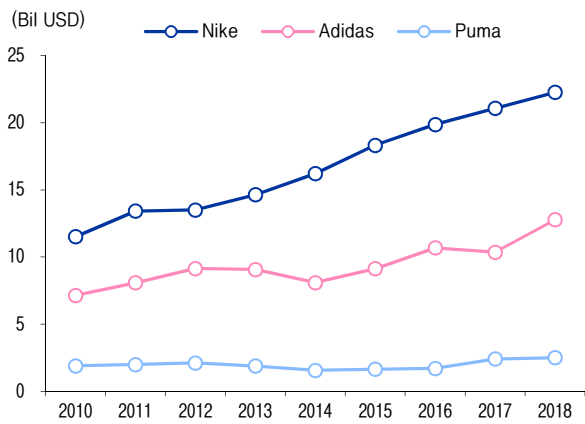
스포츠 슈즈 시장에서 가장 시장 점유율이 높은 브랜드는 나이키, 아디다스, 푸마이다. 독보적인 1,2위는 나이키와 아디다스로 글로벌 시장 점유율의 50% 이상을 두 브랜드가 차지하고 있다. 2019년 상반기 기준으로 Vans와 Fila, Reebok의 부상도 눈에 띈다.

표7 TOP10 Footwear Brands. Nike 와 Adidas, Vans 가 시장 점유율 70% 이상 차지

순위	2016 F/W		2017 S/S		2017 F/W		2018 S/S		2019
1	Nike	51%	Nike	52%	Nike	46%	Nike	42%	Nike
2	Vans	9%	Vans	9%	Vans	12%	Vans	16%	Adidas
3	Converse	7%	Adidas	8%	Adidas	11%	Adidas	14%	New Balance
4	Adidas	6%	Converse	6%	Converse	7%	Converse	4%	ASICS
5	Steve Madden	2%	Steve Madden	3%	Birkenstock	2%	DSW	3%	Kering(PUMA)
6	Sperry	2%	Sperry	2%	DSW	2%	Steve Madden	3%	Skechers
7	DSW	2%	DSW	2%	Foot Locker	2%	Foot Locker	2%	Fila
8	Birkenstock	2%	Foot Locker	1%	Sperry	2%	Nordstrom	1%	bata
9	Foot Locker	1%	Birkenstock	1%	New Balance	1%	New Balance	1%	Burberry
10	Nordstrom	1%	Payless ShoeSource	1%	Steve Madden	1%	Sperry	1%	VF Corporation

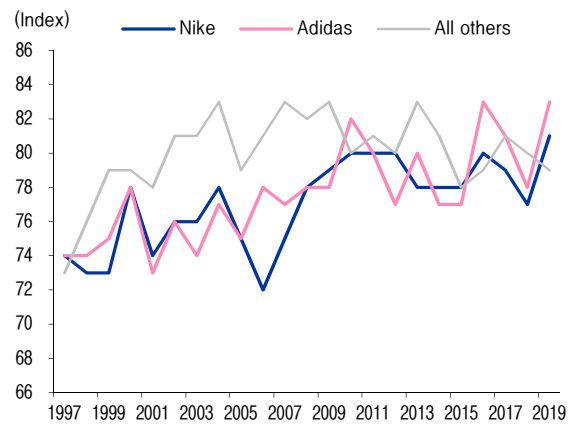
자료: Footwear News, Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 브랜드별 신발 부문 매출액 추이 글로벌 브랜드



자료: Bloomberg, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 ACSI Index 나이키와 아디다스 브랜드 선호



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

주: ACSI, American Customer Satisfaction Index(미국소비자만족지수)

## 화승엔터프라이즈 (241590)

### 재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	359	485	486	491	510
현금 및 현금성자산	60	72	78	15	67
매출채권 및 기타채권	95	157	178	210	249
재고자산	158	219	191	226	153
기타유동자산	46	37	39	40	42
<b>비유동자산</b>	401	494	617	761	920
관계기업투자등	4	6	6	7	7
유형자산	362	406	534	681	843
무형자산	4	27	20	14	9
<b>자산총계</b>	<b>760</b>	<b>979</b>	<b>1,103</b>	<b>1,252</b>	<b>1,430</b>
<b>유동부채</b>	408	520	571	621	680
매입채무 및 기타채무	157	220	270	319	378
단기금융부채	240	275	275	275	275
기타유동부채	11	24	25	26	27
<b>비유동부채</b>	69	92	92	93	93
장기금융부채	64	81	81	81	81
기타비유동부채	6	11	11	12	12
<b>부채총계</b>	<b>477</b>	<b>611</b>	<b>663</b>	<b>714</b>	<b>773</b>
<b>지배주주지분</b>	280	349	421	520	638
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	167	168	168	168	168
이익잉여금	91	150	233	331	449
비지배주주지분(연결)	3	19	19	19	19
<b>자본총계</b>	<b>283</b>	<b>367</b>	<b>440</b>	<b>539</b>	<b>657</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>42</b>	<b>69</b>	<b>190</b>	<b>156</b>	<b>304</b>
당기순이익(손실)	23	78	88	105	126
비현금수익비용가감	57	60	46	69	85
유형자산감가상각비	37	47	55	71	89
무형자산상각비	1	1	4	3	2
기타현금수익비용	7	12	-14	-5	-6
영업활동 자산부채변동	-27	-51	57	-18	93
매출채권 감소(증가)	-7	-40	-21	-32	-38
재고자산 감소(증가)	-27	-52	28	-35	73
매입채무 증가(감소)	23	63	50	49	58
기타자산, 부채변동	-16	-21	0	0	0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-104</b>	<b>-74</b>	<b>-181</b>	<b>-218</b>	<b>-249</b>
유형자산처분(취득)	-105	-65	-183	-219	-251
무형자산 감소(증가)	-1	-1	3	3	3
투자자산 감소(증가)	-3	13	1	1	1
기타투자활동	5	-22	-2	-2	-2
<b>재무활동 현금</b>	<b>74</b>	<b>15</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
차입금의 증가(감소)	75	3	0	0	0
자본의 증가(감소)	-1	12	-2	-2	-2
배당금의 지급	1	2	2	2	2
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>-64</b>	<b>52</b>
기초현금	47	60	72	78	15
기말현금	60	72	78	15	67

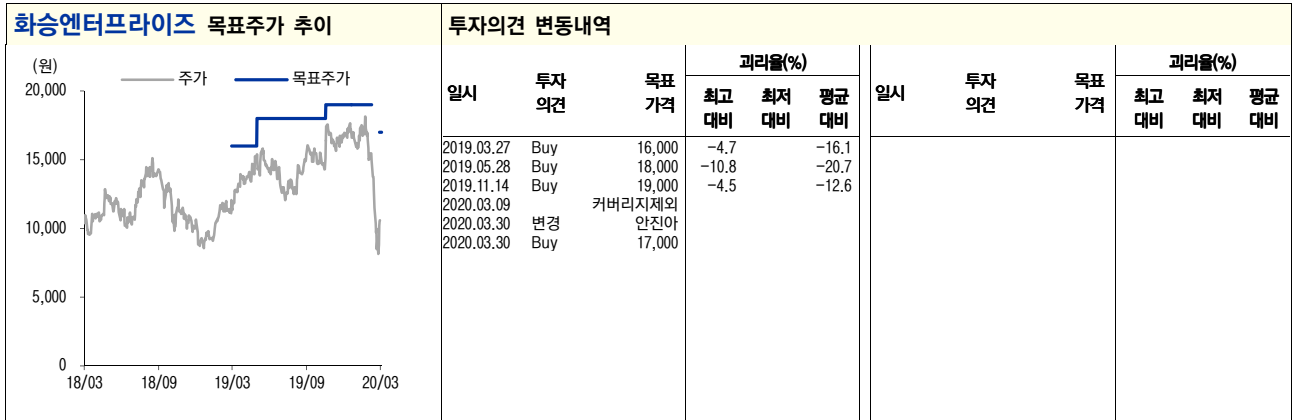
자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>879</b>	<b>1,202</b>	<b>1,466</b>	<b>1,756</b>	<b>2,009</b>
매출원가	756	1,017	1,219	1,460	1,671
<b>매출총이익</b>	<b>123</b>	<b>184</b>	<b>247</b>	<b>296</b>	<b>339</b>
판매비 및 관리비	83	99	130	156	178
<b>영업이익</b>	<b>40</b>	<b>85</b>	<b>117</b>	<b>140</b>	<b>161</b>
(EBITDA)	78	134	176	214	252
금융손익	-18	-9	-12	-12	-12
이자비용	11	15	16	16	16
관계기업등 투자손익	0	1	1	1	1
기타영업외손익	1	1	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>23</b>	<b>78</b>	<b>107</b>	<b>130</b>	<b>151</b>
계속사업법인세비용	6	13	19	25	25
계속사업이익	17	65	88	105	126
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>17</b>	<b>65</b>	<b>88</b>	<b>105</b>	<b>126</b>
지배주주	17	62	84	101	121
<b>총포괄이익</b>	<b>22</b>	<b>65</b>	<b>88</b>	<b>105</b>	<b>126</b>
매출총이익률 (%)	14.0	15.3	16.8	16.8	16.9
영업이익률 (%)	4.6	7.1	8.0	8.0	8.0
EBITDA마진률 (%)	8.8	11.2	12.0	12.2	12.5
당기순이익률 (%)	1.9	5.4	6.0	6.0	6.3
ROA (%)	2.5	7.2	8.1	8.6	9.0
ROE (%)	6.4	19.9	21.9	21.4	20.9
ROIC (%)	6.7	12.6	14.3	14.5	15.0

### 주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	37.5	16.3	7.6	6.4	5.3
P/B	2.3	2.9	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	11.1	9.6	5.2	4.5	3.7
P/CF	8.1	7.3	4.8	3.7	3.0
배당수익률 (%)	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	14.4	36.7	22.0	19.8	14.5
영업이익	-31.2	112.0	36.8	19.7	14.9
세전이익	-56.3	237.9	36.9	21.6	16.0
당기순이익	-59.0	281.7	34.6	19.8	19.8
EPS	-62.3	263.5	34.9	19.8	19.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	168.6	166.4	150.7	132.5	117.7
유동비율	88.1	93.3	85.2	79.1	75.0
순차입금/자기자본(x)	77.0	74.9	60.9	61.5	42.4
영업이익/금융비용(x)	3.5	5.6	7.1	8.5	9.8
총차입금 (십억원)	304	356	356	356	356
순차입금 (십억원)	218	275	268	331	279
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	284	1,031	1,391	1,666	1,995
BPS	4,621	5,759	6,959	8,585	10,540
CFPS	1,317	2,287	2,202	2,880	3,489
DPS	35	40	40	40	40



**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안진아)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) <b>합계</b>	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	95.0% 5.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				<b>100.0%</b>	투자의견 비율은 2019. 1. 1 ~ 2019. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)