

아디다스 그룹의 후광효과 본격화

BUY(TP 유지)

목표주가	15,500 원
현재주가	11,350 원
목표수익률	36.6 %
Key Data	2019년 3월 22일
산업분류	섬유의복업
KOSPI (pt)	2,186.95
시가총액 (억원)	6,871
발행주식수 (백만주)	60.5
외국인 지분율 (%)	5.8
52 주 고가 (원)	15,100
저가 (원)	8,570
60 일 일평균거래대금 (십억원)	2.2
주요주주	(%)
(주)화승인더스트리	72.0
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	4.6 -17.8 -16.3
상대주가	6.7 -12.0 15.1

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 서형석

hsseo@leading.co.kr

+822-2009-7086

1. 목표주가, 15,500원 유지

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 15,500 원 유지. 최근 주가는 부진. '18년 하반기 ASC (Adidas Standard Cell) 라인 교체에 따른 수출 하락과 불량률 상승, 재고부담(B급 제품) 등이 실적부진의 원인. 반면, '19년 2분기 실적 개선 본격화 기대, 최근 주가하락에 따른 Valuation 매력 발생했다는 점에서 지금은 비중 확대 시점으로 판단.

2. 실적전망 및 투자포인트

'19년 연결기준 예상실적은 매출액 12,258억원(YoY+39.4%), 영업이익 702억원(YoY+74.1%) 전망.

실적 성장은 배경은 ① 베트남 법인 ASC(Adidas Standard Cell) 적용 이후 수출 안정화 단계 진입. 현재 수출 90%선 유지. ASC 적용 라인의 정상화로 아디다스 주요 벤더 Yue Yuen과 경쟁이 원활할 것으로 기대.

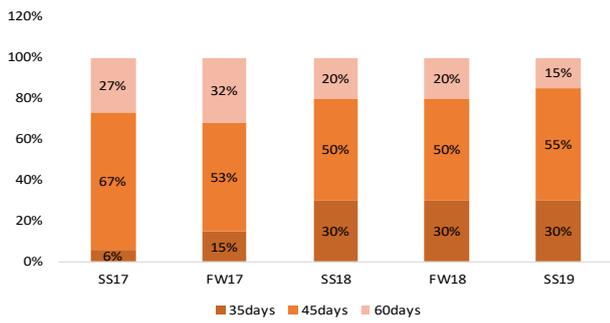
② '19년 최대 고객사 아디다스향 공급 물량 확대. 아디다스 그룹은 '18년 4.1억켈레에서 '20년 5.4억켈레까지 물량 확대 계획. 동사는 알파 바운스, 부스트 등 고객사의 주력 완제품 확대 공급. 고부가 제품 라인 물량 공급 증가에 따른 제품믹스 개선 효과와 ASC 라인 투자로 향상된 대응능력 및 리드타임 단축으로 인한 고객사 내 점유율 확대 전망. 현재 M/S는 16% 수준이나 '20년 20%까지 확대 예상. 이는 매출로 반영될 전망.

③ ASP상승으로 수익성 개선. 고부가가치 부스트 완제품 공급으로 ASP 상승 효과 발생. '17년 ASP는 \$12.8에서 '18년 ASP는 \$12선. 신규 오더 물량의 ASP는 \$18~\$24. 동사의 부스트 라인 capa는 '20년까지 연간 2,250만켈레로 확대 전망.

Valuation Forecast

구분	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	억원	6,402	7,682	8,792	11,713	15,140
영업이익	억원	438	585	403	709	1,008
세전이익	억원	430	528	231	598	863
순이익	억원	349	416	171	466	673
지배순이익	억원	347	415	172	473	683
PER	배	11.88	17.52	37.53	14.54	10.06
PBR	배	2.14	2.82	2.30	2.06	1.68
EV/EBITDA	배	7.42	10.35	11.21	8.24	6.50

Exhibit 1. 생산 리드 타임 추이 전망



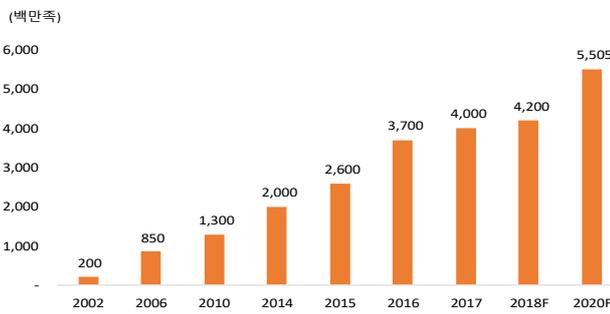
Source: Company Data, Leading Research Center

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)

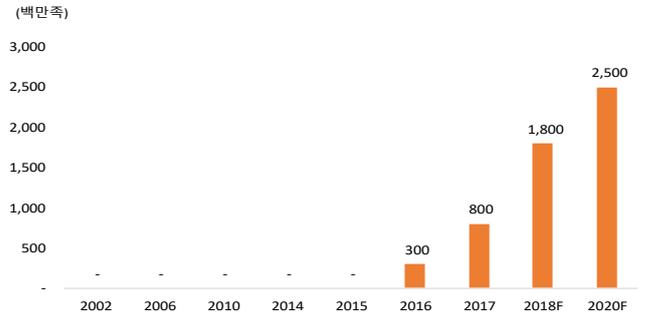
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 3. 베트남 CAPA 추이 전망



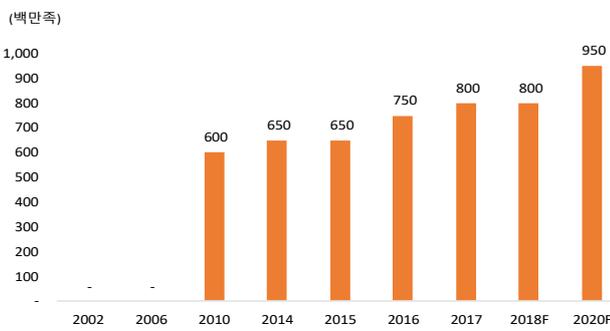
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 4. 인도네시아 CAPA 추이 전망



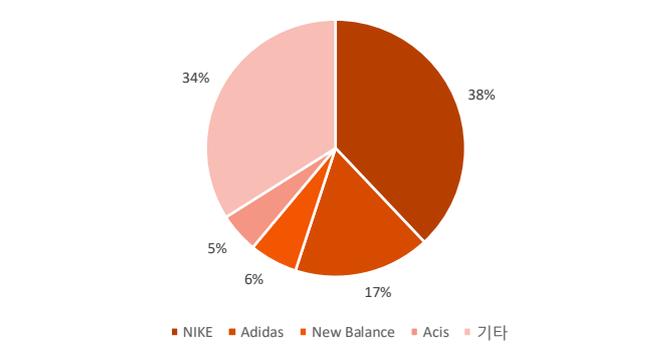
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 5. 중국 CAPA 추이 전망



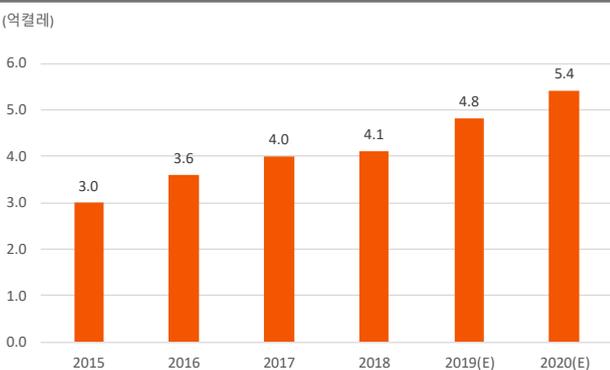
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 6. 글로벌 스포츠 운동화 점유율 추이



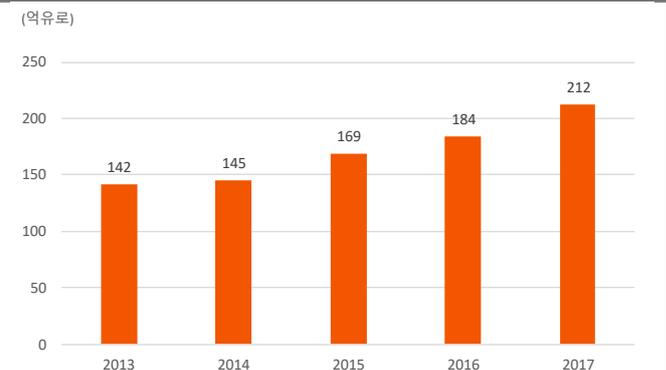
Source: Company Data, Leading Research Center

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



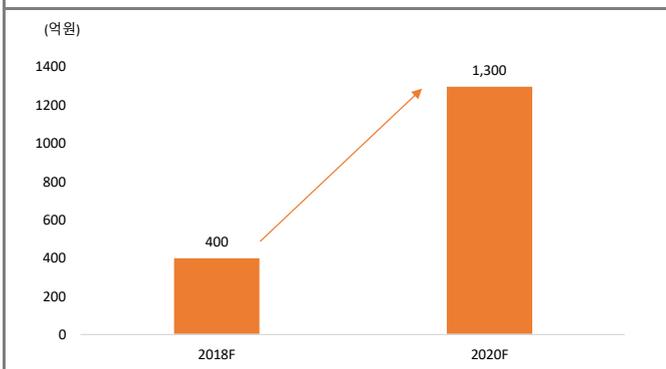
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 10. 부스트 라인 설비 대수 추이 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 11. 부스트 라인 매출 전망



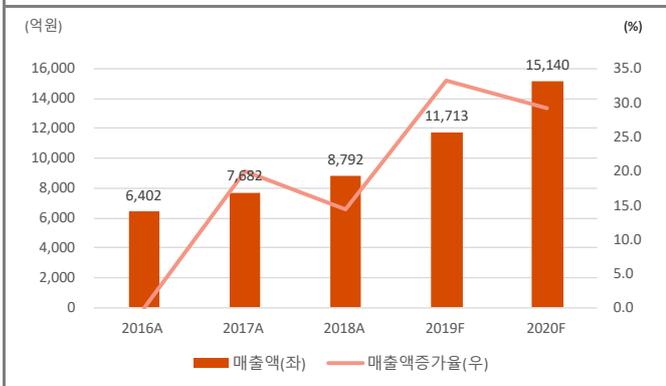
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 12. ADIDAS MI ULTRA BOOST



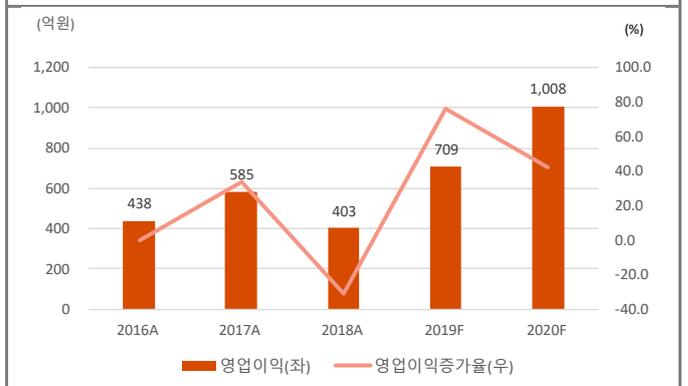
Source: ADIDAS, Leading Research Center

Exhibit 13. 매출액 및 매출액성장률



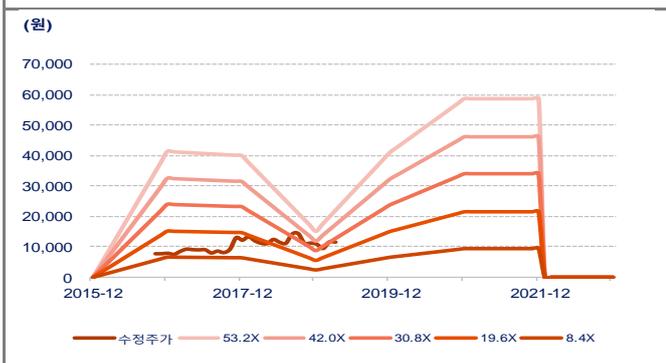
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. 영업이익 및 영업이익성장률



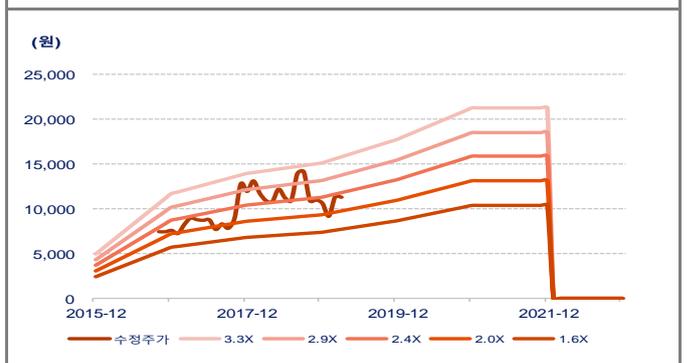
Source: Company data, Leading Research Center

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	8,231	8,910
유동자산	2,655	3,013	3,593	3,889	4,210
현금및현금성자산	778	473	599	649	702
단기금융자산	196	272	259	281	304
매출채권및기타채권	756	714	947	1,025	1,110
재고자산	745	1,274	1,583	1,713	1,855
비유동자산	1,712	3,255	4,012	4,342	4,700
장기금융자산	11	60	48	52	56
관계기업등투자자산	0	0	1	1	1
유형자산	1,617	2,877	3,617	3,915	4,238
무형자산	22	41	43	47	50
부채총계	2,439	3,653	4,773	4,861	4,790
유동부채	2,268	3,260	4,080	4,416	4,780
단기차입부채	1,217	1,787	2,402	2,600	2,815
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	1,042	1,452	1,659	1,795	1,943
비유동부채	171	393	694	445	10
장기차입부채	130	344	637	689	746
기타장기금융부채	0	3	3	4	4
자본총계*	1,928	2,615	2,831	3,371	4,120
지배주주지분*	1,923	2,580	2,798	3,337	4,087
비지배주주지분	5	35	34	34	34

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	327	322	429	465	504
당기순이익	430	528	231	466	673
현금유입(유출)이없는수익(비용)	212	324	566	676	805
자산상각비	183	254	373	422	457
영업자산부채변동	-208	-389	-260	-411	-611
매출채권및기타채권감소(증가)	-321	30	-26	-78	-85
재고자산감소(증가)	-115	-388	-269	-130	-141
매입채무및기타채무증가(감소)	306	46	234	137	148
투자활동현금흐름	-552	-968	-1,045	-752	-813
투자활동현금유입액	135	343	354	0	0
유형자산	1	55	47	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	687	1,311	1,399	752	813
유형자산	561	1,113	1,098	714	773
무형자산	4	13	7	10	10
재무활동현금흐름	943	341	741	324	348
재무활동현금유입액	5,966	455	969	345	369
단기차입부채	4,780	60	487	198	214
장기차입부채	286	395	479	53	57
재무활동현금유출액	5,023	105	214	0	0
단기차입부채	4,933	105	156	0	0
장기차입부채	90	1	58	0	0
기타현금흐름	0	0	0	12	15
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	13	2	1	0	0
현금변동	730	-304	126	49	53
기초현금	47	778	473	599	649
기말현금	778	473	599	649	702

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	6,402	7,682	8,792	11,713	15,140
매출원가	5,468	6,419	7,562	10,026	12,846
매출총이익	935	1,263	1,230	1,687	2,294
판매비와관리비	496	678	827	977	1,287
영업이익	438	585	403	709	1,008
EBITDA	621	840	776	1,131	1,464
비영업손익	-8	-57	-172	-112	-144
이자수익	10	20	9	6	8
이자비용	40	55	115	141	182
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	16	-22	-74	12	15
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	6	-1	8	11	14
세전계속사업이익	430	528	231	598	863
법인세비용	81	112	60	131	190
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	349	416	171	466	673
지배주주순이익*	347	415	172	473	683
비지배주주순이익	3	2	-1	-6	-9
기타포괄손익	45	-188	52	88	88
총포괄손익	395	228	223	554	761

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	775	751	284	781	1,128
BPS*	4,300	4,671	4,621	5,512	6,751
CFPS	731	583	709	768	833
SPS	14,319	13,909	14,524	19,349	25,010
EBITDAPS	1,389	1,520	1,282	1,868	2,419
DPS (보통,현금)	18	18	35	35	35
배당수익률 (보통,현금)	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3
배당성향 (보통,현금)	2.7	2.6	12.3	4.5	3.1
PER*	11.9	17.5	37.5	14.5	10.1
PBR*	2.1	2.8	2.3	2.1	1.7
PCFR	12.6	22.5	15.0	14.8	13.6
PSR	0.6	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	7.4	10.4	11.2	8.2	6.5
재무비율					
매출액증가율	0.0	20.0	14.4	33.2	29.3
영업이익증가율	흑전	33.6	-31.2	76.0	42.1
지배주주순이익증가율*	흑전	19.1	-59.0	172.9	44.5
매출총이익률	14.6	16.4	14.0	14.4	15.2
영업이익률	6.8	7.6	4.6	6.1	6.7
EBITDA이익률	9.7	10.9	8.8	9.7	9.7
지배주주순이익률*	5.5	5.4	1.9	4.0	4.4
ROA	12.6	11.0	5.8	9.0	11.8
ROE	27.2	18.4	6.4	15.4	18.4
ROIC	18.1	14.9	6.7	10.5	12.8
부채비율	126.5	139.7	168.6	144.2	116.2
차입금비율	69.8	81.5	107.3	97.6	86.4
순차입금비율	25.6	56.0	80.9	73.5	65.1

(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 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.

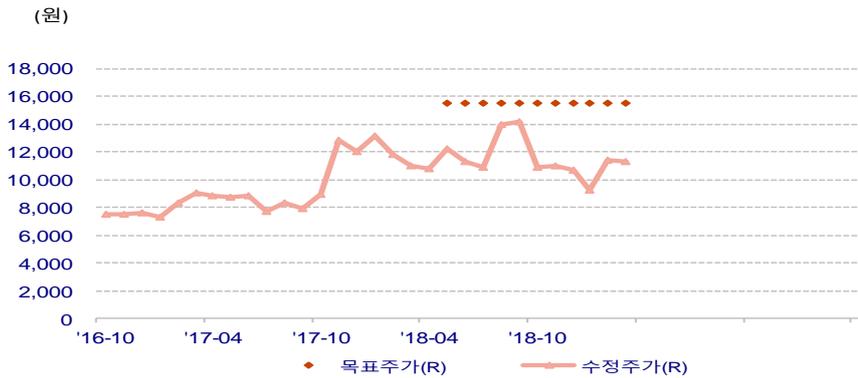
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

화승엔터프라이즈(241590)

일자	2018-5-28	2018-6-5	2018-9-3	2019-3-25
투자의견	BUY(신규)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 유지)
목표주가	15,500 원	15,500 원	15,500 원	15,500 원
과리율(%)				
평균주가대비	-	-	-	-
최고(최저)주가대비	-	-	-	-

* 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 : 2018.12.31)

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