화승인더 (006060)

SMIC 2023년 11월 29일

해 뜨기 전이 가장 어둡다

신발장에 가득 찰 세 개의 선, 그리고 불철주야 돌아갈 화승의 공장

Historical EV/EBITDA Method로 도출한 6,700원을 목표주가로 제시한다. 아디다스 신발공장을 운영하는 동사, 아디다스가 부진하자 동사의 공장은 하나 둘, 멈추었고, 동사의 주가 역시 신저가를 연일 갱신했다. 그런데, 아디다스는 다시금 '힙'한 브랜드가 되었고, 주가 역시 올해 50% 이상 상승하는 등 분위기가 심상치 않다. 이제, 아디다스의 턴어라운드와 함께 동사의 공장은 다시 하나 둘 달리기 시작했고, 동사의 주가 역시 상승을 준비를 모두 마쳤다.

Point 1. 아디다스의 태양이 뜬다

패션의 완성은 신발이다. 지금 이 순간, 당신의 패션에 마지막 퍼즐을 맞춰줄 브랜드는 아디다스이다. 과거의 아픔을 딛고 새로운 수장을 맞이한 아디다스는 때마침 할리우드와 스포츠계에서 불어오는 뜨거운 기운을 맞이하며 다시 한 번 화려한 빛을 발산할 준비를 마쳤다. 동사의 영원한 파트너 아디다스의 성장 가능성을 바라보며, 동사의 전방에서 불어오는 나비효과를 가늠해보자.

Point 2. For 화승, IMPOSSIBLE IS NOTHING

아디다스의 슬로건에 가장 잘 어울리는 OEM/ODM 업체가 있으니, 바로 화승이다. 현재 경쟁 업체 시장에서 2위를 달리고 있는 동사를 둘러싼 경기장의 상황은 여느때보다 우호적이다. 누구보다 빠르게, 이른바 '취향 저격' 제품을 개발하고 생산할 수 있는 동사와 아디다스의 우애는 나날이 깊어지고 있다. 경쟁자들의 속도는 느려지고 동사의 속도는 빨라진 현시점, P와 Q의 성장을 통해 실적으로 증명될 일만 남았다.

추정 연결손익계산서 - 화승인더

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	3Q23	~3Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,425,876**	**1,298,774**	**1,365,518**	**1,912,956**	**328,805**	**1,079,498**	**1,519,029**	**2,049,920**	**2,369,674**
YoY(%)	*28.2%*	*-8.9%*	*5.1%*	*40.1%*			*-20.6%*	*34.9%*	*15.6%*
매출원가	**1,179,102**	**1,078,398**	**1,189,195**	**1,635,293**	**279,904**	**920,093**	**1,308,576**	**1,767,155**	**2,052,266**
매출총이익	246,775	220,375	176,323	277,663	48,901	159,405	210,453	282,765	317,407
GPM(%)	*17.3%*	*17.0%*	*12.9%*	*14.5%*	*14.9%*	*14.8%*	*13.9%*	*13.8%*	*13.4%*
판매비와관리비	133,208	137,983	159,187	204,365	50,119	149,455	193,422	213,792	226,062
영업이익(손실)	**113,567**	**82,392**	**17,136**	**73,298**	**(1,217)**	**9,950**	**17,032**	**68,973**	**91,346**
OPM(%)	*8.0%*	*6.3%*	*1.3%*	*3.8%*	*-0.4%*	*0.9%*	*1.1%*	*3.4%*	*3.9%*
금융손익	(17,501)	(11,512)	(14,994)	(24,005)	(8,320)	(24,406)	(38,974)	(38,974)	(38,974)
기타손익	3,973	(9,199)	10,941	(28,488)	(10,269)	(2,504)	6,007	6,007	6,007
법인세비용차감전순이익	99,983	61,618	12,845	20,390	(20,176)	(17,196)	(15,935)	36,006	58,379
법인세비용(수익)	19,105	11,700	17,049	20,306	171	8,673	4,143	7,855	13,024
당기순이익(손실)	**80,878**	**49,917**	**(4,203)**	**84**	**(20,005)**	**(25,869)**	**(20,078)**	**28,150**	**45,355**
NPM(%)	*5.7%*	*3.8%*	*-0.3%*	*0.0%*	*-6.1%*	*-2.4%*	*-1.3%*	*1.4%*	*1.9%*

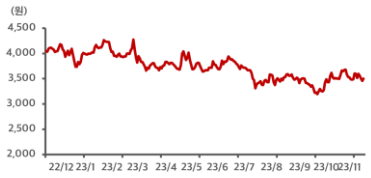
Rating

Buy

목표주가: 6,700 원
현재주가: 3,505 원
상승여력: 91%

12M 주가추이

시가총액 1,939 억원



B/S Data(TTM)

자산 총계	1 조 7,260 억원
부채 총계	1 조 843 억원
자본 총계	6,417 억원

Earning Data

추정 EPS(24F)	307 원
추정 EPS(25F)	820 원
Implied PER(24F)	11.34x
Implied PER(25F)	5.14x

주요 주주

현석호 외 3인	33.59%
자사주	10.35%

SMIC 4 팀

팀장 47 기 김진형
팀원 47 기 강승지
47 기 박주형
48 기 양지영
48 기 이승민

CONTENTS

1. In to the 화승 인더 - 기업 & 산업 분석 03

2. 메이드 인 화승을 신고, Let's Turn-around - 투자포인트 08

Point 1. 아디다스의 태양이 뜬다 08

Point 2. For 화승, IMPOSSIBLE IS NOTHING 13

3. 매출추정 19

4. Valuation - Historical EV/EBITDA Method 21

5. Appendix 25

In to the 화승 인더 - 기업 & 산업 분석

아디다스 Samba를 중심으로 신발 트렌드의 **중심**이 된 **아디다스**의 인기가 심상치 않다. 역성장의 마침표를 찍고 성장의 질주를 시작한 아디다스와 함께 아디다스의 **Main ODM 업체**인 동사는 전세계인의 신발장에 아디다스를 채워 넣기 시작하였다. 투자포인트에 들어가기 앞서, 본 장에서는 신발 산업 Value Chain 전반을 짚어보며 그 속에서 빛나는 아디다스 2등 벤더 동사의 존재감과 자회사 보다 높은 투자 매력을 가진 모회사, **화승인더**를 조명한다.

1.1. 대대손손 신발 명가, 화승인더

신발 제조가 주력 사업

모두가 신발장에 한 켤레씩 가지고 있는 아디다스 운동화는 **아디다스 2등 ODM 업체**인 동사의 손을 거쳐 만들어진다. 동사는 ODM 사업과 케미칼 사업을 영위하고 있으며, ODM 사업부는 동사 전체 매출액의 **80%**를 차지하고 있다.

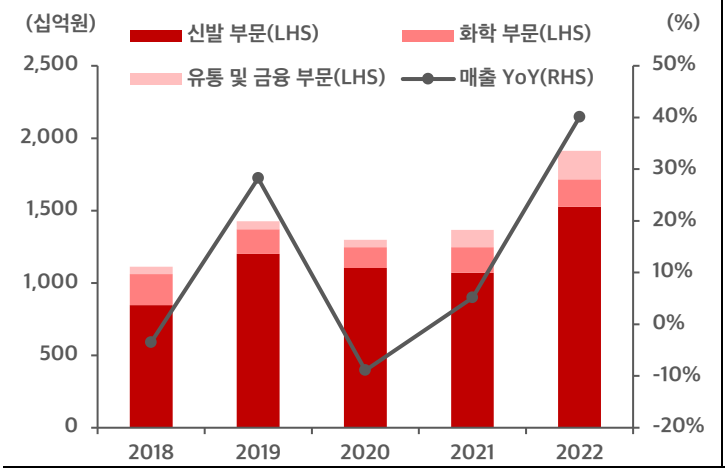
70 년 전통 신발명가 화승인더

동사의 신발 제조 역사는 70년을 거슬러 올라간다. 동사는 **53년**부터 고무신을 생산하며 신발 제조 사업을 영위한 "신발 장인"이며, 70, 80년대에는 **나이키** 신발 OEM을 담당하며 제조역량을 키워왔다. 87년에 **리복**의 OEM을 수주한 것이 **아디다스**와의 연결고리가 되었다. 06년 아디다스가 리복을 인수하며 아디다스와도 파트너쉽을 맺게 된 것이다. 그 후 동사는 아디다스와 리복의 신발 제조를 주력으로 해왔으며, 21년 아디다스가 리복을 매각한 이후 아디다스만을 전담하는 Pure Player로 자리매김하였다. 22년 기준 동사의 아디다스향 매출은 ODM 사업부 매출의 **80%**를 차지하고 있다.

상장 자회사 통해 신발 ODM 영위

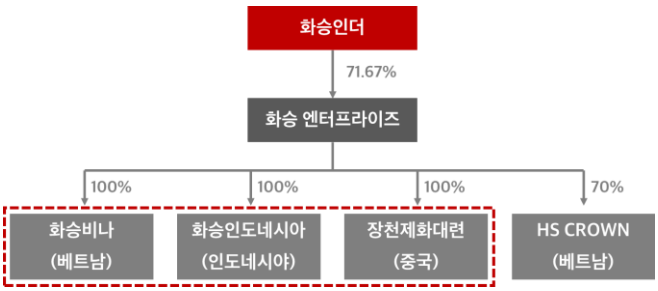
동사는 신발 ODM 사업을 상장 자회사인 **화승엔터프라이즈**(이하 화승엔터)를 통해 영위한다. 동사는 15년 신발 ODM 핵심 법인인 **화승비나**를 현물출자하여 화승엔터를 설립하고 상장 법인화하였다. 이후 중국, 인도네시아 공장 법인 역시 현물출자, 신발 ODM 법인을 모두 동사로부터 분리하였다. 화승엔터는 최종적으로 [도표 1-2.]와 같은 **지배구조**를 가지게 되었으며, 동사는 화승엔터 지분의 **72%**를 보유하며 화승엔터를 지배하고 있다. 동사의 이러한 행보는 대주주의 지분 희석 없이 **Capa 증설 자금**을 마련하기 위함이다.

도표 1-1. 동사 부문별 매출 추이



출처: 화승인더, SMIC 4팀

도표 1-2. 화승엔터프라이즈 지배구조

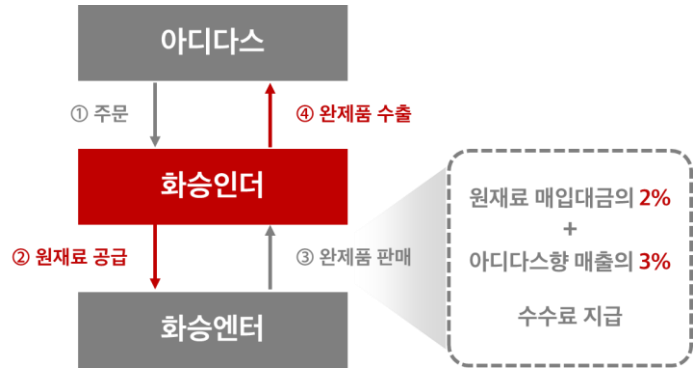


출처: 화승인더, SMIC 4팀

동사를 거쳐서 신발 판매

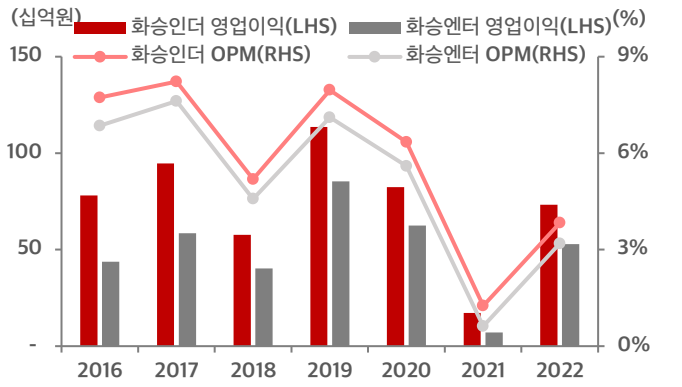
동사는 신발 생산을 담당하는 화승엔터와 고객사인 아디다스 사이를 연결하는 **다리 역할**을 한다. 이는 품질 관리와 공급망 최적화를 위해 소규모 업체나 단일 공장과는 직접 계약을 맺지 않는 아디다스의 벤더운영 정책 때문이다. 아디다스가 동사와 신발 주문 계약을 체결하면 동사가 화승엔터에게 **원재료**를 공급하고, 생산된 **완제품**을 구매하여 다시 아디다스에게 판매하는 구조이다.

도표 1-3. 동사 BM



출처: 화승인더, SMIC 4팀

도표 1-4. 동사, 화승엔터프라이즈 마진 비교



출처: 화승인더, 화승엔터프라이즈, SMIC 4팀

원가 부담 전가하는 ASP 산정 방식

이러한 계약 구조에서 케미칼 사업부를 통해 신발 생산에 필요한 부품과 원재료의 일부를 **내재화**하고 있는 동사의 매력이 드러난다. 또한, 동사는 아디다스와의 **cost-plus-margin 계약**을 통해 원재료비와 인건비 등을 고려한 원가에 일정 마진율을 적용하여 ASP를 산정한다. 이를 통해 동사는 원가 부담을 고객사에게 일정 부분 **전가**할 수 있으며, **5~8%**수준의 OPM을 보장받는다.

통행세 받아요~

더불어 아디다스향 신발 판매 매출 인식과 별개로 동사는 화승엔터로부터 **원재료 매입대금의 2%**에 해당하는 **원재료 공급 수수료**와 **아디다스향 매출의 3%**에 해당하는 **로열티**를 수취하고 있다. 이러한 BM 덕에 모회사인 동사의 OPM이 자회사인 화승엔터의 OPM보다 **0.7%** 가량 높음을 [도표 1-4.]에서 확인 가능하다. 투자자의 입장에서 유상증자와 CB 발행으로 **지분 희석 우려**가 있는 화승엔터 보다 수수료 수취로 마진율까지 높은 **모회사 동사**가 더 매력적인 선택지인 이유이다.

1.2. Down Stream의 슈퍼스타, 아디다스

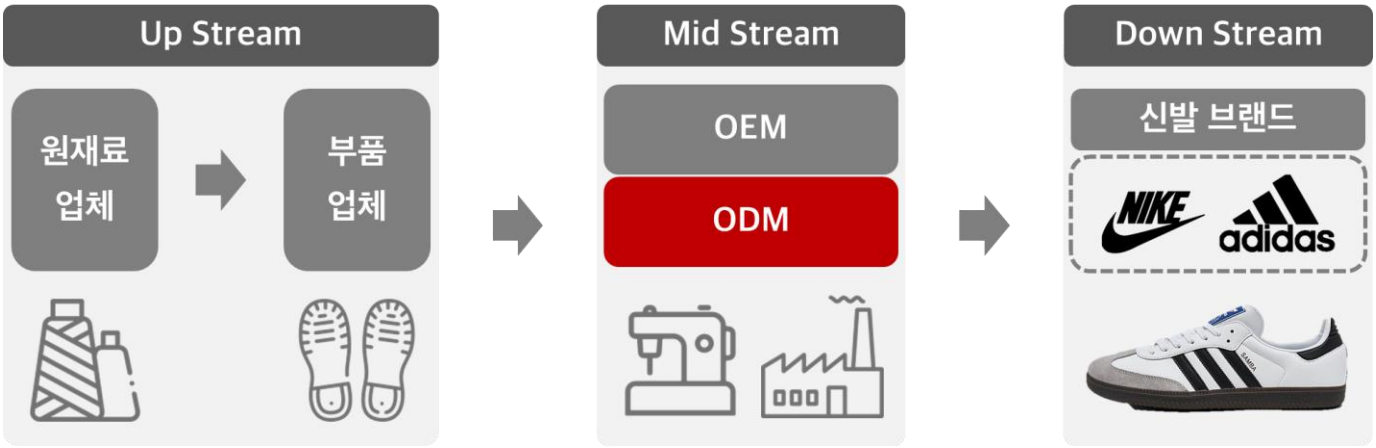
의류 산업과 유사한 밸류체인

이제 **신발 산업 Value Chain**을 통해 아디다스와 동사의 역학 관계를 이해하고, 아디다스와 함께 성장 가도를 달릴 동사의 **청사진**을 그려보자. 의류산업과 마찬가지로 신발산업의 Value Chain은 [도표 1-5.]와 같은 구조를 가진다.

동사와 같은 OEM/ODM 은 Mid Stream

먼저 텍스타일, 비닐, 가죽 등을 생산하는 **원재료 업체**와 밑창(Insole, Midsole, Outsole), 갑피(Upper) 등을 생산하는 **부품 업체**가 Up Stream을 구성한다. 이로부터 원재료와 부품을 구매하여 완제품을 생산하는 동사와 같은 **OEM/ODM 업체**가 Mid Stream에, 그리고 소비자에게 신발을 판매하는 **브랜드**가 Down Stream에 위치한다.

도표 1-5. 신발 산업 Value Chain



출처: 화승인더, SMIC 4팀

나이키와 아디다스의 견고한 양강체제

소비자와 맞닿아 있는 전방 업체부터 차례대로 살펴보자. **파편화**되어 있는 의류시장과 달리 신발 시장은 **나이키**와 **아디다스**라는 글로벌 브랜드가 전체 시장의 **80%**를 점유하고 있다. 90년대 이후 글로벌 신발 시장의 성장은 나이키와 아디다스가 견인하고 있으며, 양사가 구축한 **브랜드 파워**라는 장벽의 높이를 보았을 때 나이키와 아디다스의 **양강체제**는 장기적으도 견고하게 유지될 전망이다.

인기 폭발 아디다스

동사의 고객사인 **아디다스**에 주목하자. 아디다스는 나이키에 이어 신발 브랜드 **M/S 2위**의 자리를 공고히 하고 있으며, **Samba, Boost** 등 수많은 히트 신발을 보유하고 있다. 아디다스 매출의 **58%**가 신발 판매에서 발생하고 있으며, 투자포인트에서 후술하겠지만 아디다스의 신발은 Samba를 필두로 폭발적인 인기를 끌며 아디다스의 매출 성장을 **견인**할 것으로 예상된다.

주요 매출은 유럽과 미국 중국은 턴어라운드

전세계적으로 불티나게 팔리는 아디다스이지만 매출은 **유럽과 미국**에 집중되어 있다. 22년 기준 지역별 매출 비중은 **유럽 38%, 북미 28%, 중국 14%**로 상위 3개의 지역에서 **80%**의 매출이 발생하였다. 아디다스가 21년 위구르 면화를 불매하여 중국향 매출 비중이 2년 사이 12%p 감소하였지만, 2Q23에 중국향 매출 YoY가 **양전**하며 투자자들의 걱정을 불식시켰다.

1.3. 아디다스 ODM, 동사

한국과 대만이 양분하는 신발 OEM

이제 전방 업체의 신발 생산을 책임지는 **ODM/OEM 업체**를 살펴보자. 글로벌 브랜드인 나이키와 아디다스는 기획, 마케팅, 물류 유통 등 브랜드 관리를 전담하며, 모든 생산은 **한국과 대만**의 **OEM**(Original Equipment Manufacturing) 업체에게 위탁하는 **국제 분업체제**가 확립되어 있다.

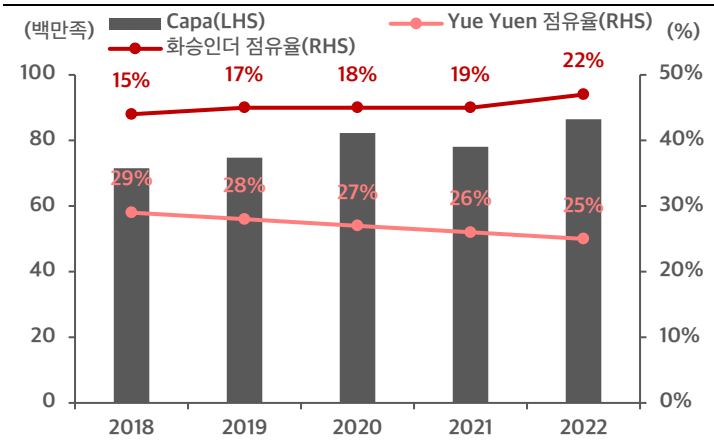
ODM = 제품 개발 + OEM

ODM(Original Design Manufacturing)은 제조업체의 기술력을 바탕으로 제품을 개발, 제조하여 납품하는 방식으로 상품 기획과 디자인 단계부터 ODM 업체와 브랜드가 함께 참여하게 된다. 즉, OEM 방식에서 **기획과 디자인** 등 개발 역량이 추가된 방식이 ODM이며, ODM 업체는 개발한 제품 생산에 대한 **우선권**과 판매 매출에 대한 **로열티**를 가지게 된다.

2 위 OEM 이자 유일 ODM

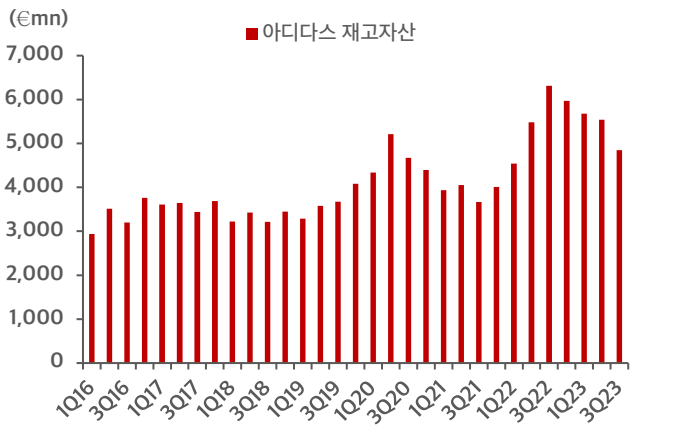
아디다스는 동사를 비롯한 **8개의 신발 OEM 업체**를 벤더로 두고 있으며 그 중 주요 5개사가 아디다스 신발의 **89%**를 생산하고 있다. 동사는 아디다스 2위 OEM 업체이자 아디다스와 함께 **네오라벨(NEO Label)**을 개발, **유일한 ODM 벤더**로 활약하고 있다. 동사의 베트남 공장에는 80여 명의 아디다스 마케터와 디자이너가 상주하고 있으며, 이러한 케이스는 아디다스 신발 제조 업체 중 동사가 유일하다는 점에서 동사의 위상을 알 수 있다.

도표 1-6. 아디다스 OEM 업체 점유율과 동사 CAPA



출처: 업계 자료, 화승인더, SMIC 4팀

도표 1-7. 아디다스 재고자산 추이



출처: 아디다스, SMIC 4팀

실적과 주가는 전방 업체 따라서

동사와 같은 OEM/ODM 업체의 실적은 전방 업체가 신발을 얼마나 많이 만드는지(**생산량**)와 그 중 우리가 얼마의 물량을 담당하는지(**점유율**)에 따라 결정되며, 이러한 특성에 따라 OEM 업체의 주가는 전방 업체 주가와 **동행**하는 것이 일반적이다. 정리하자면, OEM 업체의 실적을 좌우하는 키워드는 **1) 우량한 전방 고객사 2) 전방사의 재고 정책 3) 고객사 내 점유율**이다.

얼마 안남은 Re-stocking

그렇다면 동사의 경우는 어떨까? 우선 동사는 **아디다스**라는 굴지의 글로벌 브랜드를 고객사로 두고 있다. 아디다스의 재고자산회전율은 현재 과거 평균인 3.06x 보다 낮은 **2.34x**이며, 아디다스는 현재 **재고자산회전율**을 올리기 위해 재고 수준을 줄이고 있다. 아디다스의 재고자산은 3Q22에 62억 유로로 피크를 기록한 후 현재는 **45억 유로**까지 감소한 상황이며, 투자포인트에서 후술하겠지만 재고자산회전율 정상화 이후 아디다스의 **Re-stocking(재고 재축적)**이 동사의 실적을 견인할 전망이다.

1 등 향해 맹추격

마지막으로 동사의 점유율과 함께 아디다스 OEM 업체들의 **경쟁구도**를 살펴보자. 신발 OEM 시장은 대만과 한국이 양분하고 있었으나, 아디다스의 **탈(脫) 대만** 기조에 따라 아디다스 Main OEM 중 **유일**한 한국 업체인 동사의 몫은 나날이 커지고 있다. 부동의 1위를 차지하던 파우첸 그룹의 **유원(Yue Yuen)**의 점유율은 16년 30%에서 22년 **25%**까지 감소하였으며 동사의 점유율은 16년 12%에서 22년 **22%**까지 증가하여 1등 자리를 넘보고 있다.

Capa 는 준비 완료 이제는 달려나갈 때

동사의 외형성장은 현재 진행형이다. 동사는 물 들어올 때 열심히 노를 저으며 **Capa를 증설**해왔고, 22년 기준 연간 **8,650만 족**의 Capa를 확보하고 있다. 23년은 아디다스의 이지 부스트(Yeezy Boost) 재고 처분과 수주 공백으로 **고정비 부담**이 증가하여 동사의 실적에도 그림자가 드리웠다. 하지만 이는 신상품 출시와 판매량 회복으로 단기간 내에 해소될 문제이며, 동사의 실적에 구름이 걷히고 햇볕이 들 날은 멀지 않았다.

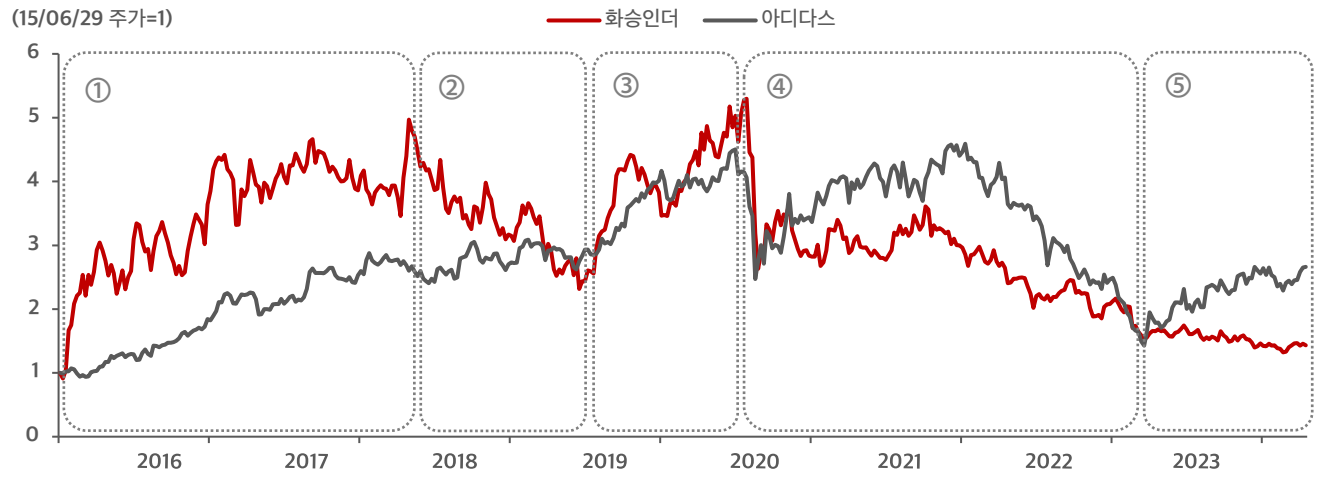
폭발적으로 성장하는 아디다스 인기에 전세계인들이 아디다스를 찾고 있다. 비어가는 아디다스의 곳간을 수북하게 채울 동사는 어느덧 아디다스의 1등 OEM 자리까지 넘보고 있다.

1.4. 주가 분석

주가 Driver 는 "실적"

동사의 실적과 주가는 대부분의 상황에서 **아디다스와 동행**하는 모습을 보였으며, 동사 주가는 **실적**에 따라 민감하게 움직이는 모습을 보인다. 동사와 아디다스의 주가를 긴 시계열로 분석하여 동사에 대해 더 구체적으로 파악해보자.

도표 1-8. 동사, 화승엔터, 아디다스



출처: KRX, Yahoo Finance, SMIC 4팀

실적과 주가의 폭발적인 상승

①동사의 14년 영업이익 147억원, YoY +62.5%의 실적 성장을 기록하며 폭발적인 주가 상승기를 맞이하였다. 이후 16년 매출액 1조 돌파, 17년 영업이익 948억원까지 큰 폭의 **외형성장**을 이룬다. 동기간 아디다스의 신발 매출액 역시 14년 666억 유로에서 17년 1,243억 유로까지 연평균 23%의 성장세를 보이며 주가 역시 상승하는 모습을 보였다.

수율 문제로 발생한 주가 디커플링

②아디다스의 신발 매출 성장세는 둔화되었으나 꾸준히 성장을 이어갔으며, 아디다스 주가 역시 우상향 하는 흐름을 보였다. 반면 동사의 주가는 1년 내내 하락하며 아디다스와 **디커플링** 되는 모습을 보였다. 이는 동사의 베트남 법인 라인 교체 과정에서 **수율 하락, 불량률 상승 이슈**가 발생하여 **실적 악화**로 이어졌기 때문이다. 18년 동사는 마진율 훼손으로 인해 577억원의 영업이익, YoY -39.2%를 기록하였다.

수익성 개선과 함께 주가 상승

③수율 문제 해소와 ASP가 상승이 동시에 이루어지며 **수익성**이 개선되어 동사의 주가가 아디다스와 함께 상승하였다. 더불어 아디다스 내 3위 벤더인 칭루가 계약을 해지하면서 동사의 **점유율 상승**이 전망되어 아디다스 주가보다 큰 폭으로 상승하였다.

코로나 19 와 여러 악재들

④**코로나 19**로 인한 공장 락다운과 물류 이슈, 그리고 전세계적으로 진행되는 금리 인상으로 경기가 둔화되며 동사와 아디다스의 주가가 **하락**하는 흐름을 보였다. 중국 내 아디다스 불매운동과 Yeezy 판매 중단으로 주가 하락이 장기화되었다.

재고정책으로 인한 주가 디커플링

⑤아디다스의 인기 부상과 재고 건전성 개선으로 아디다스의 실적과 주가가 상승한다. 하지만 아디다스의 **재고 감소 정책**에 동사의 실적까지 온기가 이어지지 않았으며, 동사의 주가는 아디다스와 **디커플링** 되어 하락하는 추세를 보였다.

메이드 인 화승을 신고, Let's Turn-around - 투자포인트

문을 열고 나가기 전 마지막 선택, 패션의 완성은 신발이다. **전세계인의 신발장은 아디다스의 세 줄무늬로 채워지고** 있으며, 잠들어 있던 **아시아의 생산 벤더는 긴 겨울잠에서 깨어나**고 있다. 23년 스포츠 브랜드 산업에 일어난 변화를 확인하며 동사의 턴어라운드 기회를 포착해보자.

Top-Down의 흐름으로, 다시 한 번 **황금기를 맞이하고 있는 아디다스**와 함께, **그 위에서 이루어질 동사의 무한질주**를 확인한다. **Point1.**에서는 아디다스가 맞이한 변화와 아디다스의 성장 가능성을 살펴보고, **Point2.**에서는 아디다스의 성장에 따라 생산 벤더인 OEM/ODM 업체가 수혜를 받을 것임을 지적하며, 그 중에서 동사가 가장 우월한 선택지가 될 수 밖에 없음을 살펴보겠다.

Point 1. 아디다스의 태양이 뜬다

투자자의 주목 밖에 있던 **동사는 이제 움츠렸던 어깨를 펴고 활짝 기지개를 펼 예정**이다. 이를 이해하기 위해, 전방을 이끄는 **아디다스의 과거와 현재**, 그 **앞에 펼쳐진 황금빛 미래**를 살펴보자.

2.1. 아디다스의 아픈 과거

경쟁에서 뒤쳐진 아디다스

20년 COVID-19 이후 **아디다스의 빛은 힘을 잃었고, 동사의 공장은 얼어붙었다.** 같은 기간 나이키는 아디다스를 멀찍이 따돌리기 시작했다. 22년 아디다스의 매출액은 19년의 0.9배 수준 회복에 그친 반면, 나이키는 1.2배 수준의 매출을 달성하며 차이를 벌렸다. 그러자 아디다스만을 바라보던 동사의 주가는 바닥으로 향했다. [도표 2-1.] 아디다스가 과거의 영광을 잃어버린 이유는 **전임 CEO 캐스퍼 로스테드의 실책**과 인기 제품 **Yeezy Boost의 판매 중단**에 기인한다.

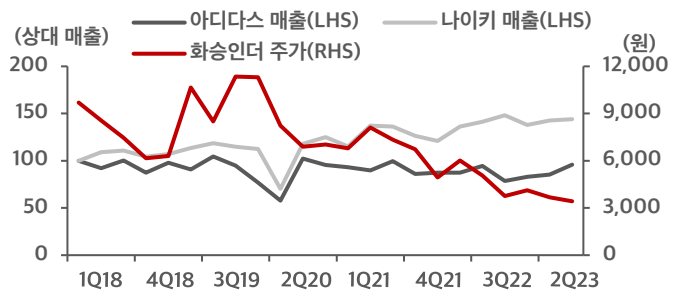
캐스퍼 로스테드의 소극적인 신제품 출시

로스테드는 과거의 성공에 젖어 팬더믹 이후 **민첩한 대응에 실패**했다. 억눌렸던 소비 심리가 폭발했던 21년과 22년, 로스테드는 신제품 출시에 소극적이었고 그 결과 소비자의 관심을 끌지 못했다. 같은 기간 나이키는 일찍이 집중한 온라인몰을 바탕으로 신제품을 적극 출시하며 시장의 관심을 끌었고, [도표 2-2.] 나이키와 아디다스의 격차는 벌어지기 시작했다. 그러자 아디다스는 나이키처럼 도매상을 거치지 않고 자사의 온라인몰이나 직영점을 통해 상품을 판매하는 방식인 DTC 위주의 비즈니스 개선안을 내놓았지만, 성과를 거두지 못했다.

Yeezy Boost 판매 중단

게다가, 아디다스 전체 매출의 8%를 차지하는 인기 모델 **Yeezy Boost의 판매 중단**은 아디다스를 더욱 나락으로 이끌었다. Yeezy Boost는 2010년대 중후반 아디다스 부흥기를 이끌었던 제품으로, 유명 래퍼 칸예 웨스트와 아디다스가 협력하여 제작한 제품이다. 그러나 칸예 웨스트의 유대인 혐오 발언과 나치 찬양 발언으로 인해 지난해 10월 아디다스는 파트너십 종료를 선언했다. 이에 Yeezy Boost의 판매가 중단되었고, 이는 **아디다스의 매출 감소와 재고 부담**으로 이어졌다.

도표 2-1. 화승인더 주가 및 아디다스와 나이키 매출액



출처: 각 사, SMIC 4팀

도표 2-2. 2021, 2022 인기 스니커즈 순위

순위	2021 제품명	2021 브랜드	순위	2022 제품명	2022 브랜드
1	A Ma Maniere x Air Jordan 3	Nike	1	Louis Vuitton x Nike Air Force 1 Low	Nike
2	Off-White x Air Jordan 2 Low	Nike	2	Air Jordan 1 'Lost and Found'	Nike
3	Off-White x Nike Dunk Low 'The 50'	Nike	3	A Ma Maniere x Air Jordan 4	Nike
4	Fragment x Travis Scott x Air Jordan 1 High	Nike	4	Travis Scott x Air Jordan 1 Low 'Reverse Mocha'	Nike
5	Joe Freshgoods x New Balance 990v3	NB	5	Off White x Air Force 1 Low 'Brooklyn'	Nike
...	...	...	...	...	...
8	Adidas Yeezy 450	Adidas	10	Gucci x Adidas Gazelle Indoor	Adidas

출처: Complex, SMIC 4팀

2.2. 상처를 치료해 줄 CEO 어디 없나

아디다스의 히어로 비에르 굴덴의 등장

22년 말, **새로운 CEO 비에르 굴덴이 취임**했고, 적절한 전략으로 **아디다스의 상처를 치료**하고 있다. 굴덴은 퓨마의 CEO로 재직한 9년간 매출을 2배로 상승시키는 성공을 거두었다. 이는 경쟁 브랜드가 자사 유통망에 집중한 틈을 탄 도매상 판매(Wholesale) 집중 전략, 적극적인 신제품 개발과 제품 라인 정비, 리한나와 같은 스타와의 협업 및 맨체스터시티, AC밀란 등 명문 축구 구단과 스폰서십을 통한 브랜드 이미지 제고를 통해 거둔 성공이었다. 그리고 굴덴은 퓨마의 성공 DNA를 아디다스로 옮겨 오고 있다.

투트랙 전략으로 위기를 돌파!

굴덴은 **투트랙 전략**을 통해 빠르게 **아디다스의 실책을 만회**해 나가고 있다. 투트랙 전략이란 온라인몰이나 직영점을 통해 고객에게 직접 상품을 판매하는 DTC(Direct-to-customer) 방식과 도매상에 상품을 납품하는 Wholesale 방식 각각에서 알맞는 전략을 수행함을 말한다. 보통 DTC에서는 트렌디한 신제품과 협업 제품들을 위주로 판매하며, Wholesale에서는 스테디 셀러나 기본 제품 위주로 판매한다. [도표 2-3.] 그러나 그동안 아디다스는 DTC의 온라인 강화를 시도하면서도 신제품 출시나 협업을 적극적으로 하지 않는 실책을 저질렀고, 굴덴은 이를 정확히 짚어냈다.

적극적인 신제품 개발 + Wholesale 회복

굴덴은 **적극적인 신제품 개발**을 통해 시장의 관심을 되찾아오고 있으며, **Whole sale의 회복**을 통해 나이키의 빈자리를 노리고 있다. 굴덴 취임 이전 마케팅 부서는 유행에 대해 조심스러운 고민을 거듭했다. 그러나 굴덴은 짧은 시간 내에 신제품을 과감하게 제작하라고 요구하며 다품종 소량생산을 밀어붙이고 있다. 또한 나이키가 DTC에 심취한 나머지 풋락커와의 공급 계약을 일부 중단하며 생긴 빈틈을 포착하고, Wholesale 판매 비중을 높여나가고 있다.

Yeezy Boost 재판매 → 매출 하락 방어 및 재고수준 완화

게다가 굴덴은 재고 부담 감소와 매출 회복을 위해 **Yeezy boost의 재판매를 결정**하였다. 이 과정에서 재판매 수익금을 인종차별 반대 프로젝트에 기부하며 칸예 웨스트 이슈를 회피하는 묘수를 고안해 내었다. 그 결과 Yeezy Boost는 첫 재고 판매에서 총재고의 20%가 판매되며, 아디다스는 **매출 하락 방어**와 **재고수준 완화**라는 두 마리 토끼를 잡을 수 있었다. 아디다스의 빠른 Yeezy Boost 재고 감소는 해당 모델을 제조하지 않는 동사에게도 좋은 시그널을 주었다. Yeezy Boost의 재고가 빠르게 소진됨에 따라 향후 수주의 불확실성을 해소할 수 있기 때문이다.

2.3. 아픈 성장통은 끝났고, 이제는 쑥쑥 클 차례.

이미 마련된 성장의 발판

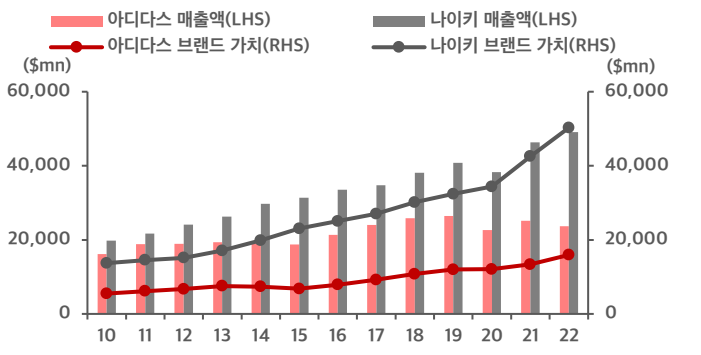
내부의 산적한 문제를 해결했으니 이제는 **본격적인 성장을 위한 계책을 마련할 차례**다. 스포츠 신발/의류 브랜드의 매출액은 브랜드 가치와 동행한다. [도표 2-4.] 즉, 스포츠 패션 브랜드 가치의 향상은 곧 매출액의 성장을 의미한다. 굴덴은 과거 퓨마에서 그랬듯이 인기 제품 판매와 스포츠 업계와의 적극적인 연계로 브랜드의 가치 상승을 꿈꾸고 있다. 그런데 마침 아디다스에게 최적의 환경이 마련되었고, 아디다스는 빠르게 전략 수행에 나서고 있다.

도표 2-3. DTC와 Wholesale

판매 방식	DTC (Direct-To-Customer)	Wholesale
방식 설명	온라인, 직영점 등을 통한 직접 판매	풋락커 등 도매상을 통한 간접 판매
장점	고객 데이터 확보 유리	다양한 소비자에게 접근 가능
단점	재고 부담	고객 데이터 확보 어려움
주요 판매 제품	신제품 및 한정판	스테디 셀러 및 기본 제품

출처: 언론 종합, SMIC 4팀

도표 2-4. 브랜드 가치와 매출액



출처: Interbrand, SMIC 4팀

(1) Samba와 함께 삼바 춤을! 아디다스로 향하는 트렌드

스타가 신거나 협업하거나

글로벌 브랜드의 신발은 **힙한 스타와 만나거나 획기적인 협업을 통해 트렌드를 형성**하고 인기가 폭발한다. 국내의 경우 G-Dragon이 조던, 트리플S, 스타일 36의 유행을 이끌었으며, 해외에서는 Jay-Z, Rihanna, Travis Scott 등이 브랜드와 협업하며 유행을 선도하였다. 아디다스 역시 칸예 부스트와의 협업으로 Yeezy Boost를 성공시킨 경험이 있다. 그런데 이제, **스타들이 즐겨 신으면서도, 적극적인 협업**을 통해 **트렌드를 선도하는 제품이 등장**했다.

Hollywood는 Samba앓이 중

2023년 11월 **지금 이 순간, 가장 핫한 신발**은 아디다스의 **Samba**이다. 젊은 여성의 워너비인 **Bella Hadid**는 지난해 4월 Samba를 착용하며 트렌드의 시작을 알렸고, 이후 인스타그램 팔로워 수 1위 모델인 **Kylie Jenner**를 비롯한 Hailey Bieber, Sienna Miller등의 스타들이 Samba를 착용한 모습이 포착되며 Samba는 완전한 트렌드로 자리잡게 되었다. **TIktok에서 #adidassamba 검색량은 10억건을 돌파**했으며, **Samba의 구글 검색량은 나이키의 에어포스1과 조던1을 추월**하였다.

물 들어 올 때 협업으로 노 젓는 아디다스

트렌드를 감지한 아디다스는 **발빠르게 협업**을 시도하며 Samba의 성공을 이어나가고 있다. 지난 20년 협업을 통해 Samba의 매출을 단기적으로 10배 상승 시킨 유명 디자이너 Bonner와의 관계는 현재에도 계속되고 있으며, GQ는 Bonner가 올해 디자인한 Samba를 23년 최고의 협업 제품 중 하나로 선정하였다. 또한 올해 1분기 출시된 Palace 및 Clarks와의 협업 제품은 각각 발매가 대비 최고 3배, 5배의 리셀가를 형성하는 등 Samaba의 꾸준한 인기를 견인하고 있다.

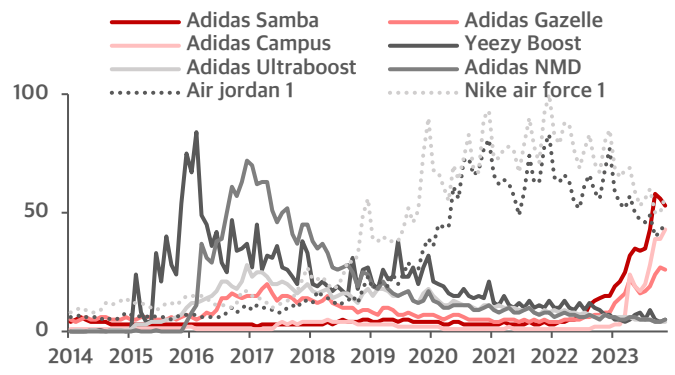
Samba의 인기는 다른 제품으로도 확산

Samba의 인기는 비슷한 **다른 Adidas 제품의 인기로 확산**되고 있으며, 이는 아디다스 판매량의 전반적인 상승으로 이어질 것이다. 인기 제품의 등장은 단순히 그 제품만이 아닌 다른 비슷한 상품의 인기로 이어진다. 실제로 지난 15년 Yeezy Boost의 출시 이후 부스트 폼을 적용한 유사 제품인 Ultra Boost와 NMD의 구글 검색량은 Yeezy Boost의 고점 대비 33%, 86% 수준까지 증가하였다. Samba 역시 마찬가지이다. Samba의 구글 검색량이 22년 4월 이후 1060% 상승하는 동안 Gazelle은 380%, Campus는 3800% 상승하였다. [도표 2-5.]

인기 모델의 등장은 브랜드 성장과 직결

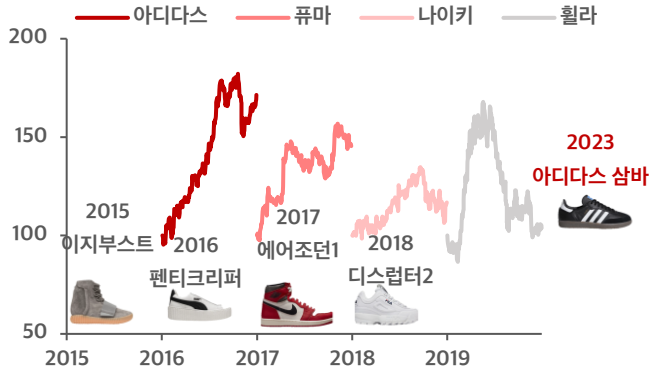
역사적으로 **인기 모델**은 **브랜드의 전체적인 가치 성장**을 이끌었다. **Samba는 이 명제를 증명**할 주인공이다. 미국의 공신력 있는 매체인 Footwear News가 선정한 올해의 신발에 특정 회사의 제품이 선정되면, 해당 브랜드의 주가는 평균적으로 최고 88% 상승하는 모습을 보였다. 아디다스 역시 지난 15년 올해의 신발 Yeezy Boost를 배출하며 1년간 주가가 최고 82% 상승했다. [도표 2-6.] 마침 10월 발표된 2023년 올해의 신발에는 아디다스의 Samba가 당당히 자리하며 아디다스는 9년만에 영예를 탈환했다. 과거의 명제는 24년 아디다스의 가치 상승을 겨냥하고 있다.

도표 2-5. 구글 트렌드 검색량



출처: Google Trend, SMIC 4팀

도표 2-6. 올해의 신발 출시 후 해당 브랜드 주가 추이



출처: Investing.com, Footwear News, SMIC 4팀

(2) 스포츠 이벤트와 함께 Shoot! 아디다스로 향하는 스포츠 수혜

메시 이적
→ MLS 관심 폭증

올해 7월 "The Goat" **메시의 이적**으로 가속화된 **MLS(미국프로축구리그)의 인기 상승**은 글로벌 스포츠 브랜드로서 아디다스의 가치를 한층 더 끌어 올리고 있다. 메시의 MLS 데뷔전 티켓 가격은 정가보다 9배 이상의 가격으로 거래되었으며, 메시가 속한 인터 마이애미의 관중 수는 YoY 30.9% 증가하였다. 애플 TV의 MLS 시즌 패스권 구독자는 70만명에서 100만명으로 늘었으며, MLS 유튜브 계정 구독자 수는 메시 이적 후 2달 동안 44% 증가하였다. [도표 2-7.]

아디다스는
MLS의 독점 파트너
온전한 수혜 가능

아디다스는 **독점적 스폰서십**을 바탕으로 **MLS 인기 상승**에 따른 강력한 **수혜를 온전히** 받을 기업이다. 미국 프로 스포츠 리그는 다른 나라와 달리 스폰서십을 리그 전체 차원에서 체결한다. 때문에 아디다스는 MLS와 계약하면서 **모든 팀들의 유니폼과 용품을 공급**하게 되었고, 이는 MLS의 인기에 따른 **브랜드 노출 증가 수혜를 온전히 아디다스가 누릴 수 있음**을 의미한다. 메시가 06년부터 18년동안 아디다스의 공식 후원을 받고 있다는 점은 덤이다. MLS의 인기에 메시의 화제성이 더해지며, 브랜드 노출도가 증가함에 따라 아디다스의 가치는 상승할 것이다.

26 북중미 월드컵
미국 축구 관심 up

메시와 MLS가 구축한 미국 축구 시장의 인기 위에서, **3년 후 개최되는 2026 북중미 월드컵**은 추가적인 강력한 모멘텀으로 작동할 것이다. 지난 94년 미국 월드컵 당시 미국의 축구팬은 월드컵 4년전보다 33% 증가한 바 있는 과거와 메시의 이적으로 MLS의 인기가 뜨겁다는 현재를 고려할 때, 26년 북중미 월드컵을 앞두고 **미국인들의 축구를 향한 관심 폭발이 예상**된다.

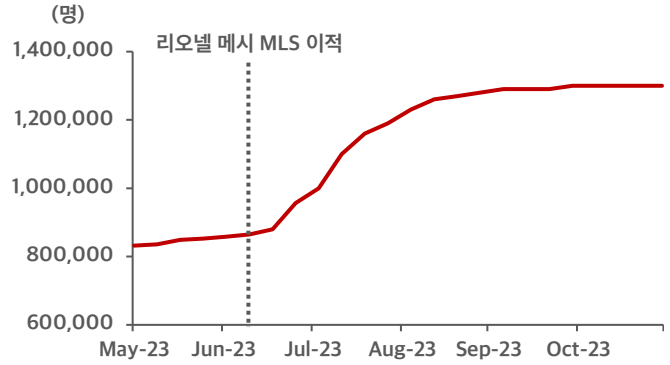
미국 축구 관심 up
+ Football Inspired
= Adidas 수요 증가

미국에서 축구의 인기 상승은 트렌드와 맞물리며 **아디다스 성장의 열쇠**가 될 것이다. 그동안 미국에서 아디다스는 나이키와의 경쟁에서 고전을 면치 못했다. 80년대 마이클 조던의 등장과 NBA의 부상, 그 위에서 형성된 문화 속에서, 미국 스니커즈 시장은 에어 조던 시리즈와 같은 농구화 모양의 신발이 인기를 주도하였기 때문이다. 그러나 최근 축구 용품을 일상에서 입는 블록코어가 유행하며 **축구화 모양(Football-inspired)의 신발이 주목**받고 있다. 마침 아디다스는 애초에 축구 목적으로 개발된 Samba를 비롯하여 여러 유사한 신발 라인업을 보유 중이다. 미국의 축구 인기 폭발과 Samba 트렌드가 만나게 된다면, 아디다스의 매출 상승으로 이어질 것이다.

빅 스포츠 이벤트는
단기적 모멘텀 부여
24 파리올림픽, 유로

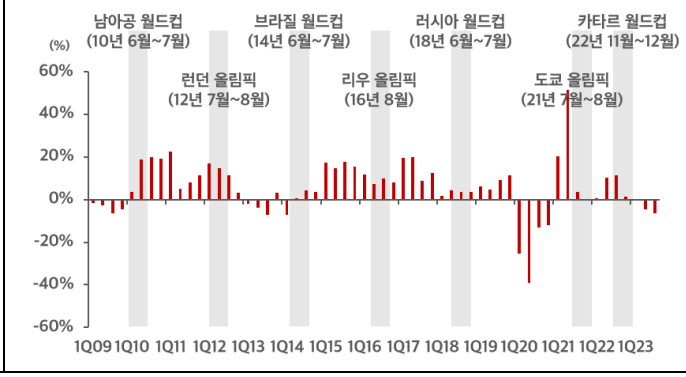
24년 개최되는 **파리 올림픽**과 **유로**는 **아디다스의 매출 상승에 박차를 가할 것**이다. 지난 13년동안의 아디다스 매출액 증가율을 분석(펜더믹 기간 제외)한 결과, 올림픽과 월드컵이 열렸던 분기와 직전 분기의 매출성장률(9.0%)은 평소(6.9%)보다 2.1%p 높은 것으로 나타났다. [도표 2-8.] 게다가 아디다스가 유럽 토종 브랜드이며, 매출 내 유럽 비중이 가장 크다는 점을 고려하면, 내년 올림픽 개최지가 유럽에 있다는 점은 더욱 강력한 모멘텀으로 작용할 것이다. 실제로 유럽에서 올림픽이 열렸던 2012년, 아디다스의 유럽 지역 매출액은 YoY 9.1%의 상승률을 기록하였다.

도표 2-7. YouTube MLS 구독자 추이



출처: Social Blade, SMIC 4팀

도표 2-8. 스포츠 이벤트와 아디다스 매출액 증가율(YoY)



출처: Adidas, SMIC 4팀

2.4. 중국 리스크, 걱정 말아요 그대.

신장 위구르발 중국 리스크는 걱정하지 마세요.

아디다스의 개별적인 성장 여력과 별개로, 신발 브랜드 전체를 억눌렀던 **중국발 리스크가 개선 신호**를 보내며 **아디다스의 매출 상승을 예고**하고 있다. 본 단락에서는 아디다스에게 닥친 중국 매출 감소의 원인을 알아본 후, 아디다스의 중국 매출이 빠르게 회복되고 있으며, 이후 장기적으로도 계속 성장할 수 있음을 알아보겠다.

(1) 삐져버린 중국: 신장 위구르 강제 노역과 중국의 보이콧

중국의 차가워진 민심

COVID-19 후 중국의 리오프닝을 기대한 아디다스였지만, **중국의 민심은 차가웠다**. 지난 21년 3월, 글로벌 패션 브랜드 H&M을 시작으로 여러 브랜드 등이 중국 신장에서의 위구르족 강제 노역을 비판하고 나서자, 중국인들은 해외 브랜드에 대한 불매운동을 펼쳤다. 게다가 안타, 리닝 등을 향한 애국 소비가 더해지며 아디다스는 중국 시장에서 계속하여 영향력을 잃게 되었다.

(2) 풀려버린 중국: 빠르게 회복되는 매출

불매운동은 단기적인 이슈일 뿐

그러나 중국발 **보이콧은 그 열기를 금세 잃어버린 것으로 보이며**, 이는 아디다스를 향한 보이콧 역시 마찬가지이다. 실제로 스웨덴 국립 연구소가 제시한 신장 위구르발 보이콧의 대상이 된 스포츠 브랜드 4곳의 중국향 분기별 매출성장률을 분석한 결과, 모두 올해 긍정적인 매출성장률을 기록하는 것으로 나타났다. [도표 2-9.] 아디다스는 지난 **2분기(16%)와 이번 3분기(6%) 모두 긍정적인 매출성장률**(c.n.)을 기록하며, 중국 리스크에 대한 걱정을 불식시켜 나가고 있다.

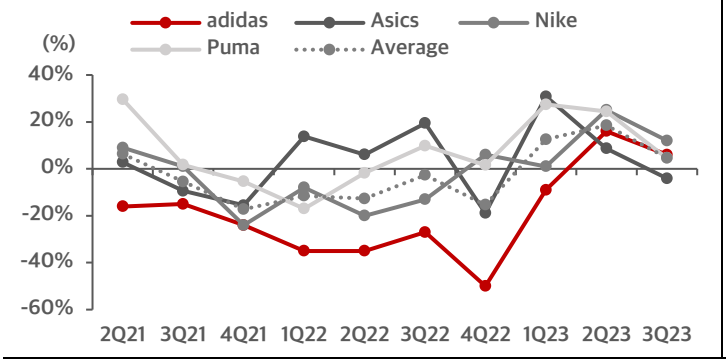
중국에서도 적극적인 남자. 비에르 굴덴

게다가 신임 CEO **비에르 굴덴**은 중국 판매량 진작을 위해 칼을 꺼내 들며 **중국발 리스크 해소에 적극적**으로 나서고 있다. 굴덴은 지난 1분기 IR에서 중국 테니스 역사를 새로 쓰고 있는 스타인 우이빙을 포함한 "거의 모든 스포츠"에서 **중국 선수들과 계약을 시작**했다고 언급했으며, 아디다스 차이나의 상무이사 Adrian Siu는 **중국 내 판매 제품의 30%까지 현지에서 디자인**하는 것을 목표로 한다고 밝혔다. 이러한 노력의 결과는 앞서 서술한 2분기부터의 중국 매출 회복의 결과로 이어진 것으로 보이며, 지속적인 전략 수행을 통해 계속된 성과를 기대할 수 있을 것이다.

중국의 펀더멘탈 수요 역시 증가할 것

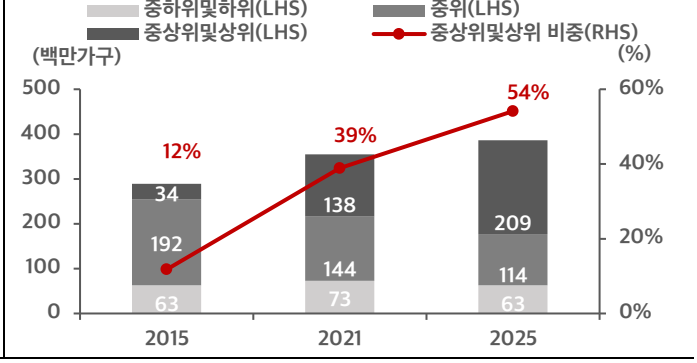
장기적으로도 **스포츠 브랜드를 향한 중국의 소비는 꾸준히 성장할 것**이며, 탄탄한 펀더멘탈이 이를 뒷받침하고 있다. Mckinsey의 분석에 따르면, 중국의 중산층 인구는 빠르게 증가 중으로, 21년 중상위 및 상위소득 도시가구는 15년보다 300% 증가했으며, 25년까지 51.4% 증가할 것으로 예상된다. [도표 2-10.] 또한 1등급 도시에서는 25년까지 스포츠 브랜드 상품 지출이 서구 주요 경제권의 지출과 비슷해질 것으로 예상된다. 중국 경제를 둘러싼 여러 리스크에도 불구하고 중국은 부유해지고 있으며, 이는 아디다스를 향한 근본적인 수요 증가로 이어질 것이다.

도표 2-9. 보이콧 후 글로벌 스포츠 브랜드 매출성장률(c.n.)



출처: Adidas, SMIC 4팀

도표 2-10. 소득 구간별 중국 도시 인구 구성비 변화



출처: Mckinsey, SMIC 4팀

Point 2. FOR 화승, IMPOSSIBLE IS NOTHING

아디다스의 성장을 확인했으니, 이제는 **동사의 수혜를 확인할 차례**이다. 아디다스를 다시 한 번 화려한 빛을 내기 시작하면서 시장은 서서히 아디다스를 주목해왔지만, **아디다스의 재고 수준에 대한 우려**로 인해 생산 벤더들에게는 시선을 주지 않았다. Point2에서는 이러한 **우려의 시선을 해소**하고, 아디다스의 벤더 중 **동사가 가장 강력한 Top-Pick**임을 증명한다.

2.5. 재고자산회전율을 통해 바라보는 주가 디커플링

최근 **아디다스 재고자산회전율의 하락**(재고수준 악화)은 올해 **아디다스(48%↑)와 동사(18%↓)의 주가 디커플링을 야기**했다. 이는 아디다스 재고수준에 대한 시장의 우려가 반영된 것이었다.

아디다스의 재고자산회전율은 빠른 회복 가능

그러나 아디다스 **재고자산회전율**은 **빠른 회복이 가능**하다. 정확한 이해를 위해 재고자산회전율의 의미를 파헤쳐 보자. 기업은 재고자산회전율을 일정하게 유지하고 싶어한다. 재고과잉은 불필요한 비용을 낳으며, 재고부족은 적절한 수요 대응을 어렵게 하기 때문이다. 그렇기에 10년대의 부흥기 동안 아디다스는 3.06x 수준의 분기재고자산회전율을 안정적으로 유지하였다.

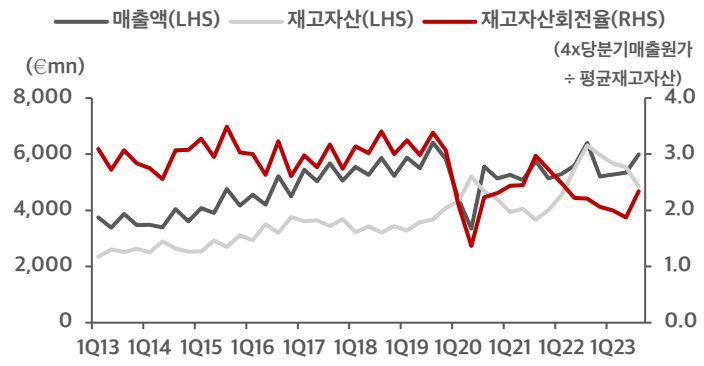
투자자들의 우려사항 : 아디다스의 기존 재고 처분 집중

코로나 위기 이후 경영진의 실책과 Yeezy Boost의 판매 중단이 더해지며 매출은 꺾였고, 재고는 쌓였으며, 재고자산회전율은 대폭 감소하였다. 정상 재고 수준으로 복귀하기 위해서는 매출을 올리는 것보다 재고를 감소시키는 것이 쉽다. 따라서 사람들은 아디다스가 신규 재고 수주 대신 **기존 재고 처분에 집중**하여, 생산 벤더의 수주량이 낮은 상태로 유지될 것이라 예상하였다. 올해 아디다스 주가 상승의 온기가 동사까지 전해지지 않은 건 바로 이에 기인한다.

생각보다 빨리 털어낸 재고

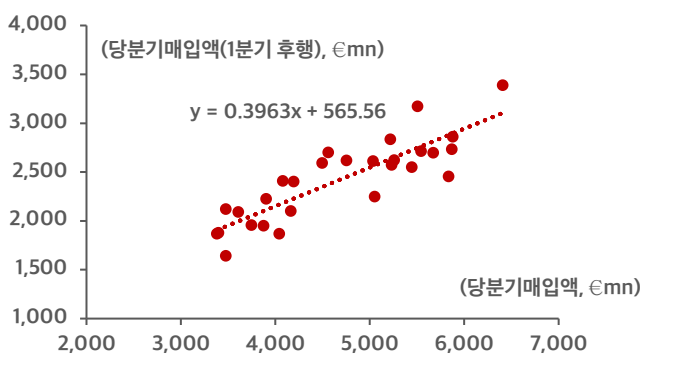
그러나 신임 CEO **굴덴의 의도적인 재고 감소 정책**으로 아디다스의 **재고자산회전율은 정상 수준을 빠르게 회복**하며, 재고 악화가 단기적 현상이었음을 증명하고 있다. 특히 Yeezy Boost의 재판매로 인한 효과가 고무적이다. 실제로 3Q23 재고자산은 23% 감소했고, 재고자산회전율은 1.87x에서 2.34x로 대폭 증가하며 정상수준으로 빠르게 근접해 나가고 있다. [도표 2-11.]

도표 2-11. 아디다스 매출액 및 재고자산, 재고자산회전율



출처: Adidas, SMIC 4팀

도표 2-12. 매출액에 후행하는 Re-stocking



출처: Adidas, SMIC 4팀

2.6. Re-stocking이 다가온다.

Re-stocking, 매출에 1분기 후행

재고자산이 정상 수준으로 돌아옴에 따라, **앞으로의 매출 상승은 Re-stocking**으로 이어질 것이다. 기업이 원하는 재고자산회전율에 도달했다면, 추가적인 매출 증가 시 일정 재고자산회전율을 유지하기 위해 재고량 역시 증가시켜야 한다. 실제로 회귀분석 결과, 정상 재고 수준이 유지되던 10년대 중후반, 아디다스의 매입액은 매출액에 1분기 후행하는 것으로 나타났다. [도표 2-12.]

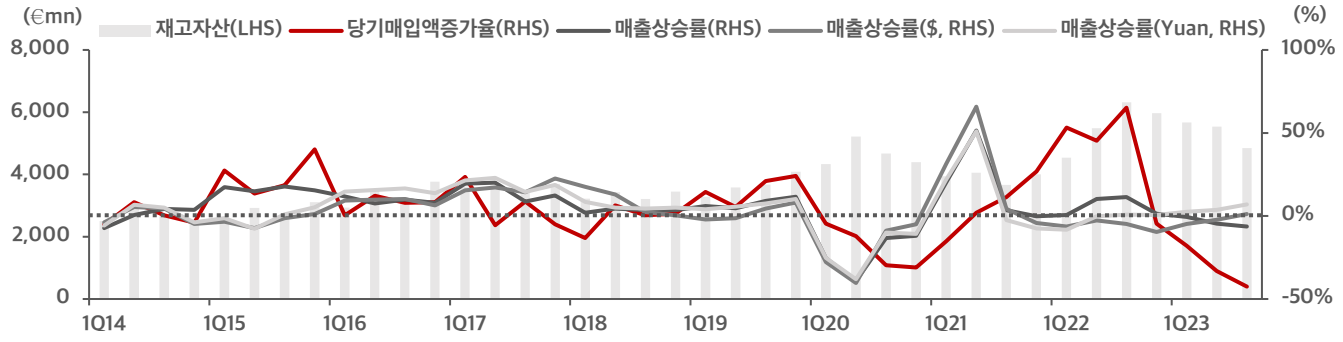
Re-stocking은 24년 2분기 이내에 시작

현재 **재고자산회전율** 회복 추이를 고려하면, **24년 2분기에 정상 수준에 도달**할 것으로 보인다. 이는 마침 파리 올림픽과 유로의 특수가 기대되는 시기와 비슷하다. 따라서 **Re-stocking은 내년 2분기에 시작**될 것으로 예상된다. 또한 앞으로 Samba의 인기와 스포츠와의 연계를 바탕으로 아디다스의 지속적인 매출 성장이 예상되는 바, 이는 곧 지속적인 Re-stocking으로 이어질 것이다.

사실 매출액 상승은 이미 진행중

뿐만 아니라 **재무제표에 숨겨진 정보**를 뜯어보면, **아디다스의 매출 상승은 이미 진행 중**이며, **Re-stocking이 눈 앞에 다가왔음**을 알 수 있다. F/S 상 아디다스의 매출상승률은 3분기 째 마이너스를 기록 중이다. 그러나 최근 유로화의 강세를 고려하면, 유럽의 수출기업인 아디다스의 매출변화율은 이미 턴어라운드한 것으로 보인다. 실제로 달러화 환산 시 3분기부터 매출상승률이 플러스로 전환하며, 위안화 환산 시 1Q23부터 본격적인 매출 상승을 보이고 있다. [도표 2-13.]

도표 2-13. 아디다스 당기매입액상승률(YoY)과 매출상승률(YoY) 및 재고자산



출처: Adidas, European Central Bank, SMIC 4팀

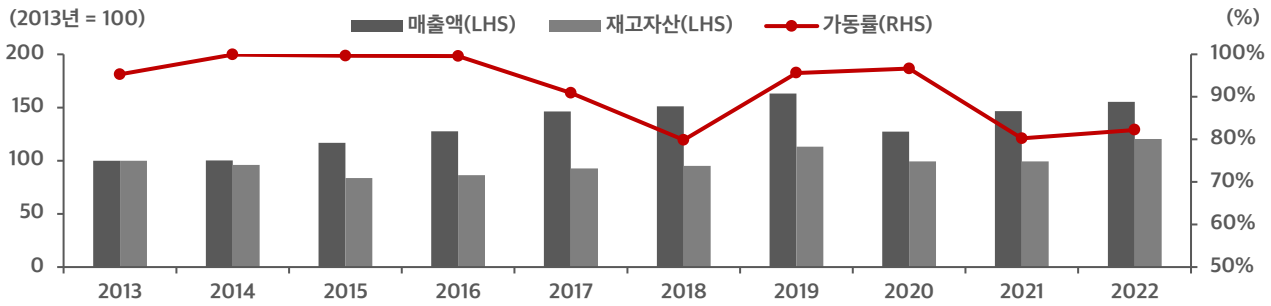
신제품 속도 up + Wholesale 회복 → 신규 재고 수요

DTC에서의 신제품 출시 가속화 및 Wholesale 확대의 **투트랙 전략** 역시 계속해서 Re-stocking 수요를 증가시킬 것이다. 당연하게도, **신제품 출시는 새로운 재고의 수요를 창출**하여, 생산 벤더의 수주로 이어진다. 또한 Wholesale과 DTC의 제품은 주력 제품이 보통 다르기 때문에, **Wholesale 비중 회복**은 도매점에 물량을 채우기 위한 **신규 재고 수요로 이어질 것**이다.

실제로 아디다스는 Re-stocking 의지를 표명

본 연구팀은 여기서 멈추지 않고, 굴덴의 취임 후 거의 모든 인터뷰를 열람, 아디다스가 **실제로 Re-stocking의 의지를 지니고 있음**을 집요하게 확인하였다. 지난 11월 8일 로이터에 따르면, 굴덴은 아디다스가 Samba, Gazelle 등의 수요 대비 충분한 공급을 갖고 있지 않으며, 계속해서 생산을 늘릴 것이라 말했다. 인기 제품의 숏티지 해소를 위한 Re-stocking 의지를 드러낸 것이다.

도표 2-14. 화승인더 가동률, 아디다스 매출액과 재고자산



출처: 각 사, SMIC 4팀

재고 수준 안정화 + 꾸준한 매출성장 → 가동률 up

안정된 재고자산회전율과 꾸준한 매출성장은 안정적인 Re-stocking으로 이어져, 이미 Capa를 확충해 놓은 **동사의 안정적인 가동률**로 이어질 것이다. 실제로 동사는 아디다스 부흥기인 15-19년, 신식 시설 구축에 따른 수율 감소가 있었던 18년을 제외하고, 안정적인 가동률을 유지하였다.

2.7. 동사로 이어지는 아디다스의 Turn-around

전술한 Re-stocking은 그룹 내 가장 매력적인 벤더의 일감으로 이어질 것이다. 아디다스의 침체에 따라 어려움을 겪었음에도 불구, 동사는 꾸준히 **시장점유율을 늘려왔다.** 현재 1위와의 격차는 줄어들고 있으며, 따라오던 3위는 경기장을 이탈했다. 아디다스의 턴어라운드 수혜가 가장 강력한 해자를 구축한 동사에게 흘러가고 있음을 알아보자.

(1) 느려지는 1위의 속도

경기장 내 동사의 현위치

동사의 점유율은 꾸준히 증가했고, 현재 아디다스의 OEM/ODM 업체들간 경주에서 동사의 현위치는 2위이다. 21년 소폭 감소했으나, 이는 코로나로 인해 베트남에서 생산량이 감소한 데 기인하며 엔데믹과 함께 다시 회복되고 있다. 여기에 최근 동사가 인도네시아를 중심으로 capa를 증설해왔다는 점도 회복 추세를 뒷받침한다. 이에 하락했던 점유율은 22년 22%로 다시 상승했다.

아디다스에게 충실하지 못한 대만 업체: 유원

그 결과 **대만의 1위 업체 유원(25%)**과의 격차를 줄여가고 있다. 이는 우선 특정 국가에의 의존도를 줄이고자 한 아디다스의 의중에 기인한다. 아디다스는 80%에 달하는 대만계 벤더들의 비중 감소를 통해 장기간 신발 산업의 패권을 쥐어 온 **대만 기업들의 영향력을 감소**시키려는 전략을 취하고 있다. 또한, 1위 업체의 상대적으로 낮은 **아디다스에 대한 이해도 및 대응력**도 동사와의 간극을 줄이는 데 영향을 주고 있다. 아디다스에 주력하는 동사와 달리, 유원은 16개 이상의 브랜드에 납품하고 있어 빠르게 변화하는 아디다스의 트렌드에 발맞추는 데 한계가 있다.

아디다스의 마음 속 1위: 동사

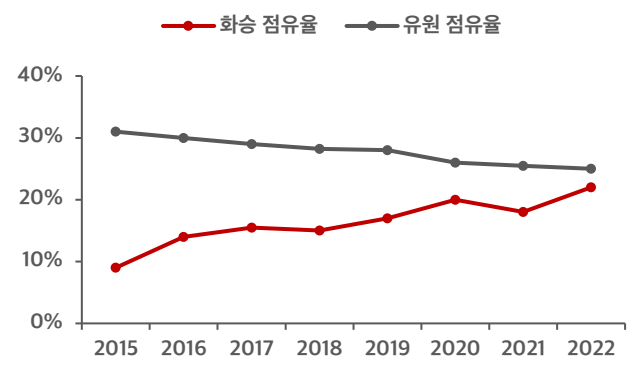
실제 아디다스는 18년 실시한 아디다스 **그룹 협력사 Facts 평가**에서 동사의 역량을 가장 높게 평가했다. 동사가 지닌 베트남, 인도네시아, 중국의 전공장이 해당 평가에서 **1~3위**를 모두 독식한 것이다. 이러한 아디다스의 평가는 동사의 점유율 상승을 뒷받침하는 배경일 뿐만 아니라, 고마진의 제품을 선별할 능력을 제고하는 원동력으로 작용해오고 있다.

(2) 경기장을 이탈한 3위

아디다스와 맞지 않았던 대만 업체: 칭루

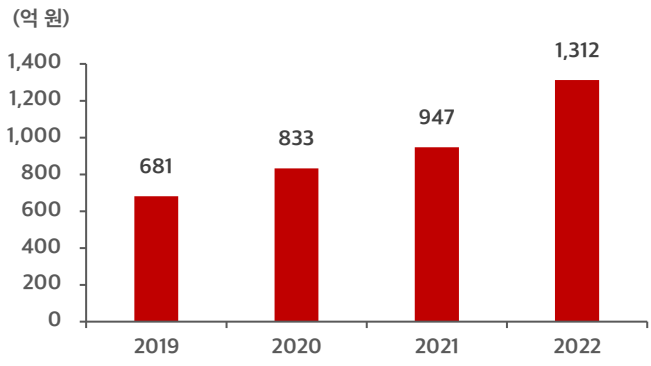
1위의 속도가 현저히 느려진 현시점, 따라오던 주자는 경기장을 이탈해버렸다. 19년 점유율 **10% 수준의 3위 업체였던 칭루**는 아디다스 그룹과의 이해관계 상충으로 계약을 종료한다. 20년부터 칭루의 공백에 따른 반사이익이 동사에게 작용했어야 했으나, 코로나에 따른 경기침체와 맞물리며 수혜를 온전히 누리지 못했다. 아디다스 업황의 턴어라운드의 초입에 온 현재, 동사가 꾸준히 투자해온 **capex의 효과**가 가시화될 일만 남았다.

도표 2-15. 화승과 유원 점유율 추이



출처: 각 사, SMIC 4팀

도표 2-16. 동사 capex 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

2.8. 점유율 상승이 필연적인 이유

전술한 경기장의 상황 뒤에는 우연이 아닌 동사가 지닌 경쟁력이 있다. **개발 능력, 민첩함, 숙련도**를 모두 갖춘 동사는 흔한 신발 공장이 아니다. 아디다스의 니즈를 누구보다 잘 이해하고 충족시켜줄 팔방미인 동사의 점유율 상승은 앞으로도 지속될 것이다.

(1) 유일 ODM의 개발 능력

생산은 기본, 개발 능력까지

아디다스가 바라는 OEM/ODM 업체는 더이상 단순한 생산 공장이 아니다. 아디다스와 같은 글로벌 풋웨어 선진사들은 효율성을 제고하고자 생산 벤더를 **개발 허브로 육성**하려는 전략을 취하고 있다. 즉, 기능 디자인을 다운 스트림으로 확대함에 따라, OEM/ODM 업체가 갖추어야 할 **R&D 역량**은 한층 더 중요해졌다.

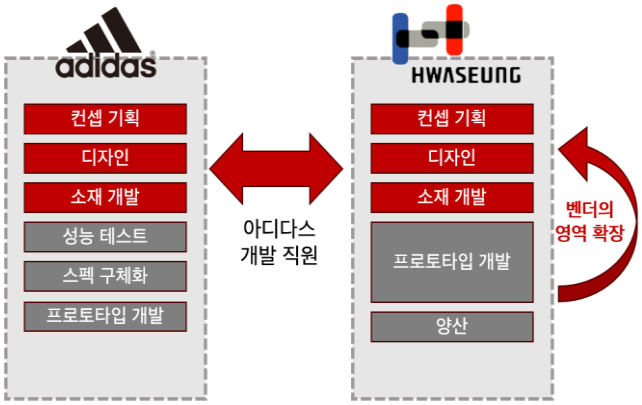
아디다스 그룹 내 유일한 ODM 업체

동사는 아디다스로부터 이러한 역량을 인정받은 유일한 ODM 업체이다. 아디다스는 벤더간 평가를 통해 자사에 필적하는 수준의 연구개발 역량을 요구해왔고, 꾸준히 개발 능력을 함양해온 동사만이 ODM업체로 선정되었다. 이에 동사에는 경쟁사 중 유일하게 아디다스의 R&D 인력이 공장에 상주하며, 현재 **70-80명의 본사 직원**이 동사의 **개발센터**에서 협력하고 있다.

개발과 생산은 1+1 상품

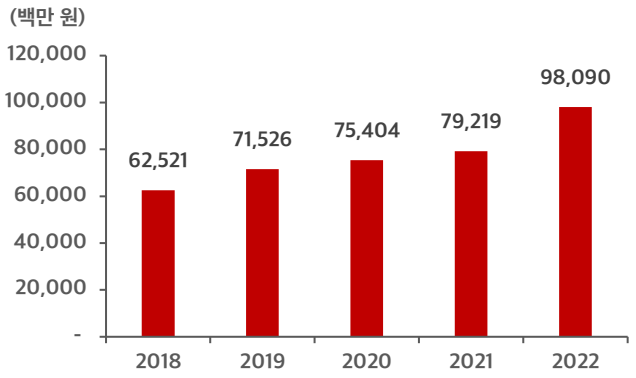
ODM 업체가 지니는 가장 큰 매력은 개발에 참여한 제품의 **생산을 도맡아** 할 수 있다는 점이다. 일례로 과거 동사는 개발에 참여한 제품인 **네오 라벨**의 60%를 생산했다. 동사는 아디다스 인력과 함께 꾸준히 개발에 참여해오고 있으며, 20-22년 큰 폭으로 상승한 경상개발비는 이를 방증한다. 사측에서는 늦어도 24년 1분기 아디다스와 함께 개발한 **신제품들이 출시**될 예정이라 밝힌 바 있다. 뛰어난 개발 역량을 바탕으로 아디다스의 눈길을 사로잡고 있는 동사는 수주에 있어 **'우선권'**이라는 해자를 손에 쥔 상태이다.

도표 2-17. 벤더의 영역 확장



출처: SMIC 4팀

도표 2-18. 동사 경상개발비 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

(2) 누구보다 빠르게

가장 중요한 것은 속도

유원이 동사에 비해 지니던 강점은 '몸집'이었으나, 작금의 신발 생산 공정에서 가장 중요한 것은 '**민첩함**'이다. **급변하는 트렌드**에 대응하는 신제품 출시는 빠른 납기능력을 OEM/ODM이 갖추어야 할 필수적 역량으로 만들었다. 또한 코로나 이후 **온라인 시장이 확장**되며 속도의 중요성이 배가되었다. 동사는 업체 중 누구보다 해당 역량을 가장 잘 충족하는 업체이다.

How?
① 아디다스 직원 상주

통상적인 아디다스 벤더사의 리드 타임은 주문 후 납기까지 90여일이 소요되나, 동사의 경우에는 **평균 30~40일**만이 소요된다. 16년 50%의 제품만을 30일 안에 납기할 수 있었으나, 현재는 80% 이상의 제품을 납기한다. 동사가 이렇게 민첩해진 첫 번째 요인은 ODM 업체가 지니는 매력과 다시 연결된다. 동사의 개발센터 및 공장에 **상주하는 아디다스 직원**은 본사와 벤더 간 조정자 역할을 담당한다. 이에 프로토타입 개발 및 스펙 검증에 있어 문제가 있을 경우 빠르게 조정하는 등 신속한 의사결정을 가능하게 한다.

② 최고 수준의 자동화기기 도입률

두 번째 요인은 업계 **최고 수준의 자동화기기 도입률**에 있다. 업체의 생산 프로세스에 대해 먼저 살펴보면 자동화기기가 투입되는 부분과, 기계가 다루지 못하는 정교한 과정을 숙련공이 다루는 부분으로 구성된다. 그리고 자동화기기는 1세대(Computer 재봉), 2세대(Laser 및 Auto 재단기), 그리고 3세대(3D PUR, Digital Printing)로 구분된다. 1세대의 경우 40%, 2세대의 경우 72%인 동사의 자동화기기 도입률은 현존하는 경쟁사 중 가장 높은 비율이다.

(3) 다양한 제품을 취향에 맞게

다품종 소량 생산에 최적화된 숙련도

동사는 아디다스가 추구하는 방향성과도 일치한다. 글로벌 브랜드 업체에게 **다품종 소량 생산**은 필수적 전략이 되었고, OEM/ODM 업체는 이러한 생산 공정에 능숙해야 한다. 해당 공정의 특성상 모든 제품을 자동화는 것은 불가능하기에 **직원의 숙련도**가 중요하다. 동사는 전술한 개발센터와의 협업을 통해 제품의 품질을 올리고 있으며, 숙련공 양성에 힘쓰고 있다. 최근 증가한 인건비는 공장 건설 후 숙련된 노동자 양성에 투자하고 있음을 짐작하게 하며, 과거 32%에 육박했던 퇴직률이 22년 4% 수준으로 감소했다는 점 역시 이를 뒷받침한다.

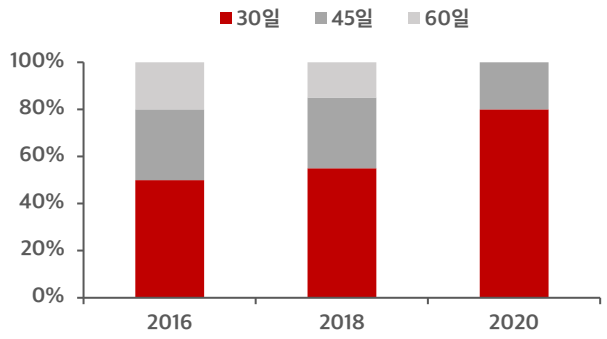
유원, 숙련도 우려

더불어 경쟁사 **유원**의 중국 공장에서 노동자 대우 문제로 4만 명이 **파업**했었다는 점에 주목해야 한다. 저렴한 노동력만이 중요했던 과거와 달리, 현재는 빠르게 출시되는 신제품에 발맞추어 움직일 숙련된 인력의 중요성이 커졌다. 이러한 점에서 유원의 노동자 대우 방식은 인력의 숙련도를 낮출 우려가 있다.

로봇 공장, 생산 가능한 신발 수는 제한적

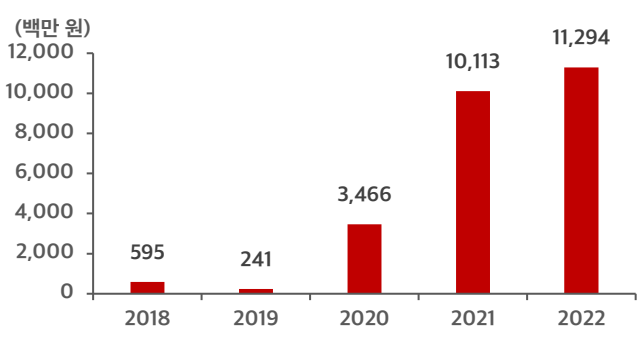
한편 아디다스의 로봇 생산 공정 시도 실패는 다품종 소량 생산에 여전히 동사와 같은 OEM/ODM 업체가 필요함을 방증한다. 16년 아디다스는 **'스피드팩토리'**라는 로봇 공장 방식을 시도했으나, 3년만에 결정을 철회하고 만다. 당시 아디다스는 해당 시도를 중단한 가장 큰 요인으로 **다양한 종류의 신발 생산에 한계**가 있었다는 점을 꼽았다. 동사는 현재 매월 약 760종류의 신발을 생산 중이며, 각 종류에 대해서는 10여 가지의 사이즈를 만든다. 즉, 이미 최적화된 공정을 지닌 동사의 구조적 해자를 뒤로 하고 새로운 대안에 대규모로 투자할 유인이 없었던 것이다.

도표 2-19. 동사 리드타임 변동 추이



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

도표 2-20. 동사 인건비 증가 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

SEA 에도 최적화된 동사

그뿐만 아니라, 동사는 아디다스가 추구하는 ESG 방향성에도 최적화되어 있다. 22년 글로벌 OEM/ODM 업체 최초로 유엔기후변화협약에 가입 후 베트남 생산시설 4곳에 옥상태양광 전력 구매계약(PPA)을 체결했다. 아디다스가 **SEA(Social Environmental Affairs)**에 충족하지 못하는 업체에는 수주를 내지 않음을 고려할 때, 발주처의 요구에 발맞춘 제품 생산은 동사를 계속해서 찾을 수밖에 없게 하는 유인이 되고 있다.

2.9. 실적으로 증명될 동사의 수혜

아디다스의 업황 개선에서 출발한 수혜는 재고회전율 정상화를 거쳐 강력한 해자를 지닌 동사에게 당도할 것이다. 그리고 이는 고단가의 제품 수주와 가동률 상승을 통한 실적 개선으로 이어져 가시화될 일만 남았다.

(1) 단가 높은 제품을 받아서

공고한 협력 관계
-> 가격 협상력 제고

동사는 과거 경쟁사 대비 낮은 단가의 제품을 취급해왔으나, 이제는 **고마진의 제품**을 도맡을 때이다. 동사는 전술한 경쟁력을 제고하며 아디다스와의 **협력 관계를 공고히** 해왔다. 실제 현시점 동사의 대부분의 신발 완제품은 아디다스로 향하며, 그 결과 **가격 협상력을 제고**해왔다.

제품 믹스
-> ASP 로 가시화

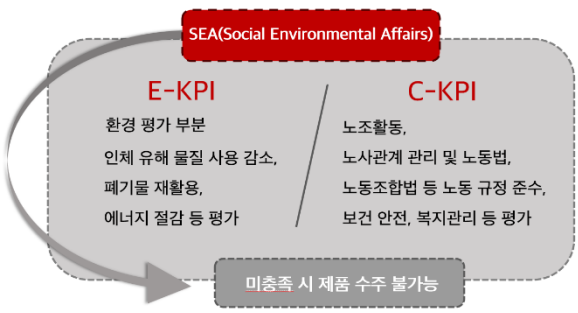
고단가 제품 수주에 따른 **제품 믹스 개선** 효과는 꾸준히 증가해온 동사의 ASP를 통해 이미 가시화되고 있다. 실제 사측에 따르면, 최근 아디다스 팔콘, 알파부스트 등 **새로운 제품들을 수주**받았으며, 곧 아디다스 오리지널 및 부스트 등의 고단가 제품 수주로 ASP가 올라갈 것으로 기대하고 있다. 즉, 이제는 단순히 저렴한 신발을 빠르게 납품하는 공장이 아니라, 고단가의 제품도 **개발** 및 생산할 수 있는 숙련도 높은 ODM 업체로 거듭나고 있다.

(2) 놀고 있는 공장을 돌리자

재고회전율 정상화
+ 롱텀 물량 확대
-> 가동률 상승

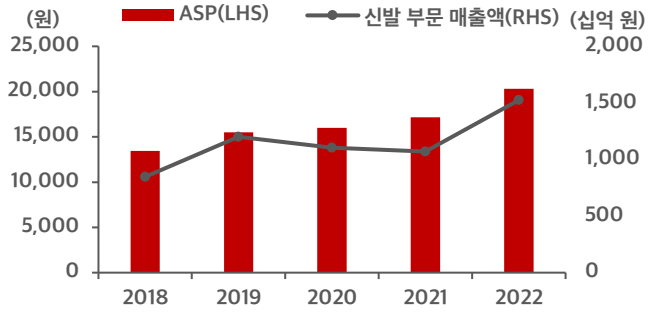
23년 3Q 기준 생산설비의 가동률은 54%로, 놀고 있는 공장들이 존재한다. 그러나 곧 정상화될 아디다스의 **재고회전율** 및 향후 **확대될 홀세일 전략**의 비중을 고려할 때, 동사의 생산설비 가동률 역시 올라갈 것으로 기대된다. DTC에서 홀세일 전략으로 회귀할 경우, 장기적으로 들어오는 동일한 제품의 주문(롱텀 물량)이 증가한다. 동일 라인에서 해당 제품을 장기적으로 생산하기에, 라인 교체에 따른 생산 설비의 수율 하락 및 비용 문제를 완화할 수 있다. 즉, 아디다스의 업황 회복 및 DTC/홀세일 two-track 전략은 동사에게 가동률을 상승시키는 요인으로 작용해 실적 개선으로 이어질 것이다.

도표 2-21. 아디다스의 SEA 기준



출처: SMIC 4팀

도표 2-22. 동사 ASP 및 신발 부문 매출액



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

매출추정

상기 투자포인트를 종합하여 도출한 매출 추정 테이블은 다음과 같다.

최종 매출 추정 테이블

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021	2022	3Q23(누적)	2023E	2024E	2025E
전체 매출액	**1,111,910**	**1,425,876**	**1,298,774**	**1,365,517**	**1,912,955**	**1,079,498**	**1,519,029**	**2,049,920**	**2,369,674**
YoY(%)	*-3%*	*28%*	*-9%*	*5%*	*40%*		*-21%*	*35%*	*16%*
신발 부문	846,690	1,201,744	1,103,605	1,070,857	1,525,095	812,577	1,163,135	1,694,025	2,013,779
% of Sales	*76%*	*84%*	*85%*	*78%*	*80%*	*75%*	*77%*	*83%*	*85%*
YoY(%)	*-6%*	*42%*	*-8%*	*-3%*	*42%*		*-24%*	*46%*	*19%*
화학 부문	215,140	169,461	143,096	175,199	189,739	131,610	175,480	175,480	175,480
% of Sales	*19%*	*12%*	*11%*	*13%*	*10%*	*12%*	*12%*	*9%*	*7%*
YoY(%)	*13%*	*-21%*	*-16%*	*22%*	*8%*		*-8%*	*0%*	*0%*
유통 및 금융 부문	50,080	54,671	52,073	119,461	198,121	135,311	180,415	180,415	180,415
% of Sales	*5%*	*4%*	*4%*	*9%*	*10%*	*13%*	*12%*	*9%*	*8%*
YoY(%)	*-17%*	*9%*	*-5%*	*129%*	*66%*		*-9%*	*0%*	*0%*

3.1. 신발 부문 매출 추정

신발 부문 매출 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	3Q23 (누적)	2023E	2024E	2025E
신발 부문 매출액	**846,690**	**1,201,744**	**1,103,605**	**1,070,857**	**1,525,095**	**812,577**	**1,163,135**	**1,694,025**	**2,013,779**
YoY(%)		*42%*	*-8%*	*-3%*	*42%*		*-24%*	*46%*	*19%*
(A) 완제품 매출액	767,116	1,112,676	1,080,962	1,076,479	1,443,458	768,455	1,116,106	1,625,531	1,932,357
생산실적 (천족)	57,110	71,749	79,483	62,677	71,127	35,032	50,169	70,939	81,873
운동화 생산능력 (천족)	71,495	74,739	82,263	78,112	86,498	64,874	86,498	93,721	108,166
가동률 (%)	79.88%	96%	97%	80%	82%	54%	58%	76%	76%
ASP (원)	13,432	15,508	16,000	17,175	20,294	21,936	22,247	22,914	23,602
(B) 반제품 매출액	118,814	171,790	32,255	83,660	82,796	46,602	47,028	68,494	81,422
반제품 생산액	142,440	204,498	199,642	181,368	229,706	141,153	196,832	286,672	340,783
반제품 중 내재화 사용 비율	16.6%	16.0%	83.8%	53.9%	64.0%	67.0%	76.1%	76.1%	76.1%
기초재고자산	146,781	180,135	250,449	258,619	334,508	335,493	335,493	-	-
기말재고자산	180,135	250,449	258,619	334,508	335,493	337,601	-	-	-
차이	33,354	70,314	8,170	75,889	985	2,108	-	-	-
차이(원가반영)	39,240	82,722	9,612	89,281	1,158	2,480	-	-	-

**2020은 코로나를 고려, 턴오버(2018-2022 5개년 평균 85%) 적용*

(1) 완제품 매출 추정

아디다스로부터 오더를 받은 만큼 생산 및 판매하는 동사의 BM을 고려하여 완제품 매출은 **생산실적(생산능력 * 가동률) * ASP**로 추정하였다.

① 생산능력 추정

건물(취득원가) 대비 기계장치(취득원가) 비율

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	AVG
건물	182,360	188,038	225,563	239,602	
기계장치	366,695	387,707	467,980	504,802	
비율	**2.01**	**2.06**	**2.07**	**2.11**	**2.05**

CAPEX를 통한 CAPA 추정

(단위: 백만 원)	누적	2024E	2025E
기계장치 취득원가 증분	504,802	84,451	84,451
기계장치 당 CAPA	**5.98**		
CAPA	**84,451**	**91,515**	**105,643**

사업보고서상 생산능력은 가동을 멈춘 라인은 고려되지 않은 값으로, 통상적으로 사용하는 CAPA와는 다르다. 그러나 보수적으로 22년의 생산능력을 기준으로 추정하고, 22년 대규모 CAPEX 투입 이전의 공장들은 모두 가동되는 것으로 가정했다. 이렇게 통상적인 CAPA 기준으로 수정된 23년 현재 가동률은 단 54%에 불과하다. 이후 23년의 생산능력은 3분기 사업보고서에는 공개되지 않으나, 추가 기계장치 CAPEX가 없는 것으로 추정되어 22년 값을 사용하였다. 이후 24년과 25년은 **건물 대비 기계장치 취득원가 비율**을 고려해 각각 **8.35%, 25.05%** 증가할 것이라 추정하였다.

② 가동률 추정

가동률 추정												
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	~3Q23	2023E	2024E	2025E
생산능력(단위 : 천 족)	36,577	52,319	63,655	71,495	74,739	82,263	78,112	86,498	64,874	86,498	93,721	108,166
생산실적	36,448	52,092	57,873	57,107	71,464	79,485	62,679	71,123	35,032	50,169	70,940	81,873
가동률	**99.6%**	**99.6%**	**90.9%**	**79.9%**	**95.6%**	**96.6%**	**80.2%**	**82.2%**	**54.0%**	**58.0%**	**75.7%**	**75.7%**
Adidas												
Revenue	16,915	18,483	21,218	21,916	23,640	18,436	21,234	22,511	16,616	21,590	23,320	24,320
COGS	8,748	9,383	10,514	10,554	11,347	9,214	10,469	11,867	8,579	11,147	11,736	12,240
매출원가율(%)	*52%*	*51%*	*50%*	*48%*	*48%*	*50%*	*49%*	*53%*	*52%*	*52%*	*50%*	*50%*
Inventory_AV	2,820	3,438	3,728	3,569	3,765	4,241	4,203	4,991	5,411	4,478	4,013	4,185
Inventory turnover	**3.10**	**2.73**	**2.82**	**2.96**	**3.01**	**2.17**	**2.49**	**2.38**	**2.11**	**2.49**	**2.92**	**2.92**
당기매입액	**9,335**	**10,033**	**10,443**	**10,307**	**11,987**	**9,526**	**10,081**	**13,831**	**7,455**	**8,157**	**13,795**	**13,719**

아디다스의 실적은 브랜드 가치와 소비재적 성격에 좌우되므로, 동사의 CAPA 및 가동률의 엄밀한 장기적 추정은 어렵다. 이에 24년 가동률을 신뢰도 있는 수준으로 예측해, 이를 Flat하여 매출을 추정하고자 한다.

동사의 24년 가동률은 아디다스의 재고확충과 판매실적, 즉 당기매입액에 좌우된다. 아디다스의 당기매입액을 추정하기 위해서는 우선 **재고자산회전율(Inventory turnover)**을 고려해야 한다. 아디다스의 재고자산회전율은 24년부터 평년 수준으로 정상화될 예정이며, 해당 값은 15~19 5개년 재고자산회전율 avg를 사용했다. 23년의 경우에는 3Q23과 24년 예측치의 가중평균 값으로 도출하였다.

또한 아디다스의 24년 실적 전망치는 3분기 실적 발표 이후 긍정적으로 수정된 컨센서스를 사용하였다. 해당 컨센서스 및 정상화될 재고자산회전율을 바탕으로 아디다스의 24년 당기매입액을 산정, **24년 75.7%의 가동률**을 추정할 수 있고, 25년 값은 flat 처리하였다. 동사의 CAPA 확장은 아디다스와 협의하여 진행되고, 이전 가동률 수준이 100%에 입각할 것이라는 점을 고려할 때, 해당 추정은 충분히 보수적이다.

③ ASP 추정

20~22년 CAGR 값으로 추정하였다. 19년도 경쟁업체 칭루의 이탈 및 화승비나에 아디다스의 인라인 런닝 개발센터 및 디자인센터가 추가로 설립되었다는 점을 볼 때, 20년부터 현시점에도 유효한 가격 협상력이 제고되어왔을 것이라 판단한 데 기인한다. 향후 동사의 경쟁력을 바탕으로 고단가의 제품을 수주 받을 것이라는 투자포인트와 최근 3년의 증가 추세를 볼 때, 보수적인 추정이라 판단된다.

(2) 반제품 매출 추정

반제품 매출은 **반제품 생산액 * 비 내부거래 비율(1-내재화율)**로 추정하였다. 우선 반제품 생산액은 완제품 매출액에 완제품 매출액 대비 반제품 생산액 비율의 5개년 AVG를 곱해 도출하였다. 한편 내재화율은 21년에서 22년도 증가율을 곱해 구한 후 나머지는 Flat하였다.

3.2. 기타 매출 추정

화학 부문과 유통 및 금융 부문은 3Q23(누적) 매출액에 4/3를 곱해 23년도 매출액을 추정한 후, YoY 성장률을 0%로 Flat처리해 보수적으로 24년과 25년도 매출액을 추정하였다.

Valuation - Historical EV/EBITDA Method

Key Implication

동사는 아디다스의 유일한 **ODM 파트너**이자 벤더중 2위인 신발 제조업체이다. 이에 가장 많은 아디다스의 연구인력들이 동사 생산기지에 상주하고 있으며, **아디다스의 확장 기조에 발 맞추어 생산기지를 확대**해왔다.

그런데 칸예웨스트와의 계약 종료, 중국에서 발생한 아디다스 불매운동 등은 **아디다스의 탑라인 성장을 제한**했으며, 아디다스의 요청을 통해 **공격적으로 CAEPX를 투자하고 CAPA를 확장한 동사 역시 그 여파에 따라 고전을 면치 못했다.** 즉, 공장의 가동률은 하락했고, CAPA확장에서 발생한 반고정비 성격의 판관비는 동사 OPM(%)을 강하게 훼손했다.

그러나 바로 지금, 아디다스의 탑라인은 추세 반전에 성공했고, **동사 역시 공격적인 확장**을 요구하던 시기인 2010년대 중반의 **성장가도를 재현할 준비를** 마쳤다. 특히, 지속적으로 투입된 동사의 CAPEX를 확인해보면, 동사의 '자신감'에 확신을 더한다. 현재 동사 공장의 가동률은 단 60% 남짓에 불과하고, 동사의 마진을 잡아먹던 CAPA는 별도 CAPEX 없이 탑라인 성장이 가능하게 한다. 아디다스의 추세 반전으로 **시작된 가동률 증가**, 그에 따라 자명하게 증가할 **이익을 바탕으로 성장할 동사의 진정한 가치**를 확인해보자.

4.1. 화승 인더스트리 비용 추정 및 최종 연결손익계산서

비용 추정 - 화승인더

(단위:백만원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	~3Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,151,943**	**1,111,910**	**1,425,876**	**1,298,774**	**1,365,518**	**1,912,956**	**1,079,498**	**1,519,029**	**2,049,920**	**2,369,674**
YoY(%)	***13.9%***	***-3.5%***	***28.2%***	***-8.9%***	***5.1%***	***47.3%***		***-20.6%***	***34.9%***	***15.6%***
매출원가	**947,875**	**942,156**	**1,179,102**	**1,078,398**	**1,189,195**	**1,635,293**	**920,093**	**1,308,576**	**1,767,155**	**2,052,266**
매출원가율(%)	*82.3%*	*84.7%*	*82.7%*	*83.0%*	*87.1%*	*85.5%*	*85.2%*	*86.1%*	*86.2%*	*86.6%*
GPM(%)	***17.7%***	***15.3%***	***17.3%***	***17.0%***	***12.9%***	***14.5%***	***14.8%***	***13.9%***	***13.8%***	***13.4%***
재고자산의 변동	(59,786)	13,521	42,696	(34,403)	(64,485)	(17,519)		-	-	-
% of Sales	*-5.2%*	*1.2%*	*3.0%*	*-2.6%*	*-4.7%*	*-0.9%*		*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
원재료비	444,732	337,245	396,208	429,338	541,762	663,499		516,826	697,452	806,244
% of Sales	*38.6%*	*30.3%*	*27.8%*	*33.1%*	*39.7%*	*34.7%*		*34.0%*	*34.0%*	*34.0%*
종업원급여	175,911	156,877	272,268	258,693	264,037	360,335		286,133	386,135	446,365
% of Sales	*15.3%*	*14.1%*	*19.1%*	*19.9%*	*19.3%*	*18.8%*		*18.8%*	*18.8%*	*18.8%*
감가상각비	27,533	32,508	41,932	46,924	50,155	61,261		60,560	82,965	105,371
% of Sales	*2.4%*	*2.9%*	*2.9%*	*3.6%*	*3.7%*	*3.2%*		*4.0%*	*4.0%*	*4.4%*
지급수수료	11,302	18,861	11,440	8,839	8,418	12,185		9,793	13,215	15,276
% of Sales	*0.98%*	*1.70%*	*0.80%*	*0.68%*	*0.62%*	*0.64%*		*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*
기타비용	348,184	383,144	414,557	369,007	389,309	555,533		435,265	587,387	679,010
% of sales	*30.2%*	*34.5%*	*29.1%*	*28.4%*	*28.5%*	*29.0%*		*28.7%*	*28.7%*	*28.7%*
판관비	**109,314**	**112,046**	**133,208**	**137,983**	**159,187**	**204,365**	**149,455**	**193,422**	**213,792**	**226,062**
판관비율(%)	*9.5%*	*10.1%*	*9.3%*	*10.6%*	*11.7%*	*10.7%*	*13.8%*	*12.7%*	*10.4%*	*9.5%*
OPM(%)	***8.2%***	***5.2%***	***8.0%***	***6.3%***	***1.3%***	***3.8%***	***0.9%***	***1.1%***	***3.4%***	***3.9%***
인건비	61,805	62,521	71,526	75,404	79,219	98,090	72,746	98,090	98,090	98,090
% of Sales	*5.4%*	*5.6%*	*5.0%*	*5.8%*	*5.8%*	*5.1%*	*6.7%*	*6.5%*	*4.8%*	*4.1%*
경상개발비	3,156	595	241	3,466	10,113	11,294	8,997	11,996	11,996	11,996
% of Sales	*0.3%*	*0.1%*	*0.0%*	*0.3%*	*0.7%*	*0.6%*	*0.8%*	*0.8%*	*0.6%*	*0.5%*
수출부대비	5,451	7,589	10,357	9,565	15,124	20,608	9,805	16,364	22,083	25,528
% of Sales	*0.5%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*	*1.1%*	*1.1%*	*0.9%*	*1.1%*	*1.1%*	*1.1%*
지급수수료	7,723	8,201	12,739	13,498	16,108	25,049	23,425	25,049	25,049	25,049
% of Sales	*0.7%*	*0.7%*	*0.9%*	*1.0%*	*1.2%*	*1.3%*	*2.2%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
감가상각비	6,942	9,131	9,002	9,030	8,373	8,783	6,727	9,678	13,061	15,098
% of Sales	*0.6%*	*0.8%*	*0.6%*	*0.7%*	*0.6%*	*0.5%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*
기타비용	24,237	24,009	29,344	27,020	30,249	40,540	27,756	32,244	43,513	50,301
% of Sales	*2.1%*	*2.2%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.2%*	*2.1%*	*2.6%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*

(1) 매출원가 추정 및 implication

판관비와 매출원가로 구분하여 엄밀히 추정하였다. **매출원가**의 경우 동사는 국내 의류 OEM 업체 중 영원무역과 유이하게 금액 단위 계약이 아니라, 원재료비에 연동되는 마진 스프레드 계약으로 계약을 체결한다. 이에 탑라인 성장과 무관하게 GPM이 일정하게 유지되는 특징을 보인다. 이에 원재료비 및 종업원급여 모두 매출 대비 비율을 고려해 보수적으로 추정하였다.

재고자산의 경우 가동률의 증감에 따라 함께 증감하는 특성을 보이나, 합리적인 추정이 불가해 0 Flat 처리하였고, 지급수수료 등 기타비용은 매출 대비 보수적인 비율을 적용했다.

다만 감가상각비의 경우 유형자산 투자와 CAPA에 대한 합리적 추정치를 반영해 추정했고, 감각상각비와 이에 따른 별도 Implication은 [4.2. 감가상각비 추정 및 implication]에 첨부한다.

(2) 판관비 추정 및 implication

판관비의 경우 19년까지 일정한 비율로 증가하다가, **21년 탑라인 증가에 맞추어 증가한 판관비**가, **매출의 감소에 따라 반고정비 성격을 보이면서 동사의 마진에 악영향**을 미쳤다. 즉, 급격히 높아진 판관비율이 동사의 펀더멘털을 훼손하였고, **반고정비 성격**이 반영되었다고 볼 수 있다. 동사의 BM은 ODM으로 확실한 전방사가 주문할 시에만 생산한다. 동사는 별도의 판매비용이 필요하지 않고, **판관비는** 외형성장에 필요한 **반고정비 성격의 "관리비"**로 이해해야 한다.

동사가 급격하게 확장한 CAPA에 따라 판관비 지출이 늘어났고, 추후 가동률 하락에 따라, 판관비율이 급증하고 영업이익률이 하락했다. 그러나, 낮아진 마진율은 결코 **GPM 훼손, 즉 본업가치의 훼손**이 아님을 명심해야 한다. 턴어라운드하는 전방사 아디다스의 상황을 고려하고, **동사의 가동률이 다시 정상화될 것**이라는 점을 고려했을 때, **반고정비 성격을 보이는 판관비**는 동사에게 다시 유리하게 작용하고, **증가하는 영업이익률을 견인할 것**이 자명하다.

판관비 추정은 위에 서술한 논리에 맞게 **금액적 중요성**을 보이는 1) 인건비와 경상개발비는 3분기 금액을 4/3해서 flat, 2) 수출부대비 및 지급수수료, 기타비용은 매출에 연동해서 추정하였고, 감각상각비와 이에 따른 별도 Implication은 [4.2. 감가상각비 추정 및 implication]에 첨부한다. 영업외손익은 동사의 이자비용을 고려해 엄밀히 추정하였고, 법인세비용의 경우 과세표준을 고려해 엄밀히 추정하였다. 영업외손익 및 법인세비용 추정치는 [Appx. 3]에 첨부하였으며, 최종 IS는 아래와 같다.

추정 연결손익계산서 - 화승인더

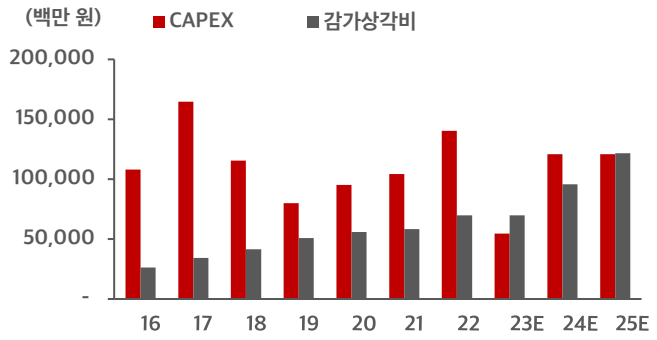
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	3Q23	~3Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,111,910**	**1,425,876**	**1,298,774**	**1,365,518**	**1,912,956**	**328,805**	**1,079,498**	**1,519,029**	**2,049,920**	**2,369,674**
YoY(%)	*-3.5%*	*28.2%*	*-8.9%*	*5.1%*	*40.1%*			*-20.6%*	*34.9%*	*15.6%*
매출원가	**942,156**	**1,179,102**	**1,078,398**	**1,189,195**	**1,635,293**	**279,904**	**920,093**	**1,308,576**	**1,767,155**	**2,052,266**
매출총이익	169,754	246,775	220,375	176,323	277,663	48,901	159,405	210,453	282,765	317,407
GPM(%)	*15.3%*	*17.3%*	*17.0%*	*12.9%*	*14.5%*	*14.9%*	*14.8%*	*13.9%*	*13.8%*	*13.4%*
판매비와관리비	112,046	133,208	137,983	159,187	204,365	50,119	149,455	193,422	213,792	226,062
영업이익(손실)	**57,708**	**113,567**	**82,392**	**17,136**	**73,298**	**(1,217)**	**9,950**	**17,032**	**68,973**	**91,346**
OPM(%)	*5.2%*	*8.0%*	*6.3%*	*1.3%*	*3.8%*	*-0.4%*	*0.9%*	*1.1%*	*3.4%*	*3.9%*
금융손익	(19,227)	(17,501)	(11,512)	(14,994)	(24,005)	(8,320)	(24,406)	(38,974)	(38,974)	(38,974)
기타손익	(3,980)	3,973	(9,199)	10,941	(28,488)	(10,269)	(2,504)	6,007	6,007	6,007
법인세비용차감전순이익	34,463	99,983	61,618	12,845	20,390	(20,176)	(17,196)	(15,935)	36,006	58,379
법인세비용(수익)	8,545	19,105	11,700	17,049	20,306	171	8,673	4,143	7,855	13,024
당기순이익(손실)	**25,918**	**80,878**	**49,917**	**(4,203)**	**84**	**(20,005)**	**(25,869)**	**(20,078)**	**28,150**	**45,355**
NPM(%)	*2.3%*	*5.7%*	*3.8%*	*-0.3%*	*0.0%*	*-6.1%*	*-2.4%*	*-1.3%*	*1.4%*	*1.9%*

4.2. 감가상각비 추정 및 Implication - 추가 CAPA 확장의 증거

IR에서 동사는 가동률 증가에 집중하고 추가 CAPEX 투자 및 추가 CAPA 확장은 당분간 없을 것이라고 밝힌다. 그러나 정말 추가 투자와 CAPA 확장이 없을까? 본 보고서는 몇 가지 증거를 통해 추가적인 CAPA확장을 진행할 예정이고, 동사의 매출을 추정함에 있어 이 확장한 CAPA까지 고려해야 함을 주장한다.

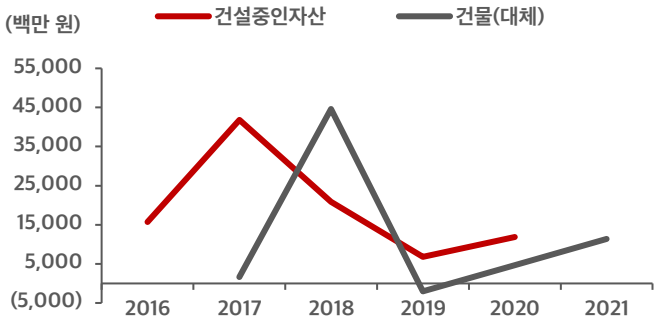
우선 작년 CAPEX부터 확인해보자. 작년 동사가 투자한 CAPEX는 약 1,400억이고, 그중 약 700억은 건설중인자산을 취득하는 것에 사용되었다. 동사의 지난 8년간의 재무제표를 살펴보면, 동사의 건설중인자산은 60% 이상 건물로 대체되었다. 즉, 작년 투자한 CAPEX는 대부분 건물로 환원되어 유형자산에 반영될 계획이다. 빈 건물에는 자명하게 그 안에 구축물 및 기계장치가 추가로 들어오고, 이는 추가 CAPA확장으로 이어진다고 추정하는 것이 합리적이다.

도표 4-1. 동사 CAPEX 및 감가상각비 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

도표 4-2. 동사 건설중인자산 및 건물(대체) 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

즉 본 보고서는 동사가 추가 CAPA 확장을 진행하고 있다고 단언한다. 다시 말하자면, 작년에 기집행된 CAPEX의 대부분이 건물 취득으로 사용되었고, 당연하게 기계장치 및 구축물의 구입이 이루어질 예정일 테다. 동사의 감가상각비 추정에는 이런 가정이 들어가야할 뿐만 아니라, 동사의 매출에도 상당한 비율로 추가될 동사의 CAPA가 고려되어야 한다. 특히 CAPA 확장은 유일한 전방사인 아디다스의 요청 없이는 이루어지지 않는 만큼, 동사의 CAPA 확장이 그대로 탑라인 성장으로 이어질 것이라고 예상하는 것은 합리적이다.

구체적으로 건물과 기계장치의 취득원가 비율을 활용해 확장될 CAPA 정도를 추정하였고, 구축물 등 나머지 유형자산 투자 예측치 또한 건물과 취득원가의 비율을 사용해 추정했다. 구체적인 CAPEX 지출 계획 및 감가상각비 추정치는 아래와 같으며, 유형자산별 추정논리는 [Appx. 4]에 첨부하였다.

감가상각비 추정

(단위: 백만 원)	2023E	2024E	2025E
건물 (20년)	8,726	10,787	12,848
구축물 (12년)	3,744	4,602	5,461
기계장치 (8년)	33,926	44,483	55,039
차량운반구 (5년)	1,373	1,985	2,597
공구와기구 (2년)	21,630	33,422	45,214
비품 (4년)	549	549	549
합 계	69,949	95,828	121,708
판관비	9,389	12,863	16,337
매출원가	60,560	82,965	105,371

CAPEX 추정

(단위: 백만 원	비율	2024E	2025E
건물(대체)	1	41,216	41,216
구축물	0.25	10,301	10,301
기계장치	2.05	84,451	84,451
차량운반구	0.05	2,448	2,448
공구와기구	0.57	23,584	23,584
합 계		120,784	120,784

4.3. 최종 Valuation - Historical EV/EBITDA Method

(1) Why Historical EV/EBITDA Method?

동사에게 적절한 Peer를 찾기는 굉장히 어렵다. 동사는 **아디다스의 2위 벤더**이자 가장 큰 Pure 벤더다. 1위 업체인 **유원공업은 아디다스와 나이키 모두의 OEM**이기 때문이다. 또한 신발을 주력으로 생산하기 때문에 여타 의류 OEM과의 비교도 적합하지 않고, **아디다스의 브랜드 가치에 따라 이익 전망**이 달라지는 만큼 나이키 등 다른 글로벌 의류업체의 **Pure 벤더사와의 비교도 적합하지 않다.**

특히, 동사의 지배구조는 매우 독특한데, **화승엔터프라이즈가 단순 자회사가 아니라** 아디다스향 매출의 3%, 원재료 매입액의 2% 남짓을 **동사가 수수료로 수취**하며, 이에 따라 OPM(%)가 화승엔터프라이즈에 비해 0.7% 높게 형성된다. 즉, 일반적인 지주사 - 사업회사 관계가 아니며, 마진 또한 **다른 Peer와 직접 비교가 어렵다.**

따라서 가장 좋은 Peer로 과거의 동사를 사용한다. 동사가 현재 받는 기대감을 유사하게 받던 시기의 동사를 Peer로 사용하는 **Historical**을 사용하고, 더불어 또한 동사는 CAPEX 투자를 차입금 조달을 바탕을 진행하기 때문에, 정확한 비교를 위해 **EV/EBITDA** Method를 사용한다.

(2) 최종 Valuation Table

현재 **동사는 CAPA를 확장하는 시기**임에도, 아디다스의 사정에 따라 **낮아지는 가동률을 바탕으로 힘든 시기**를 보내고 있다. 그럼에도 불구하고 전방사 아디다스의 사정은 나아졌고, 동사는 해뜨기 전이 가장 어두운 것처럼, 실적 폭발을 앞두고 어려움을 견뎌내는 중이다. 동사에게 다가오는 24년은 18년 동사와 매우 유사한데, 동사는 18년 아디다스의 스마트팩토리 시스템인 ASC(Adidas Standard Cell)도입을 위해 일시적으로 가동률이 낮아졌으며, 19년부터 차츰 정상화되었다. 이후 19년 반기, 동사 주가는 큰 폭으로 상승한다.

이를 고려하여 24년의 동사가 18년 동사와 시기적으로 유사하다고 판단, **25년은 실적이 가시화되며, 동사에게 19년과 마찬가지로 주가가 폭발할 시기가 될 예정이다. 이에 25년 동사 실적에 19년 반기의 12MF EV/EBITDA Multiple**을 사용한다. 상기 논의를 종합하여, 투자포인트에서 제시한 아디다스의 턴어라운드와 동사 가동률의 회복이 가시화되는 시점인 2025F EBITDA 2,248억원에 Target Multiple EV/EBITDA 4.7x를 적용한 **목표주가 6,700원, 상승여력 91%의 투자의견 Buy**를 제시한다. 보조 Valuation으로는 같은 시기 같은 Multiple의 PER Method를 첨부한다.ㅋ

EV/EBITDA Method(2025F)	
2025E 매출액 (단위: 백만 원)	**2,369,674**
2025E EBITDA	**224,844**
Target EV/EBITDA	4.7
Target EV(2025E)	**1,064,186**
순차입금	693,536
목표시가총액	**370,650**
발행주식총수 (단위 : 주)	55,320,000
목표주가 (단위 : 원)	6,700
현재주가 (단위 : 원)	3,505
상승여력	**91%**

Peer 12MF EV/EBITDA		
시기	EV/EBIDTA	PER
1H19	4.7	9.0
Target Multiple	**4.7**	**9.0**

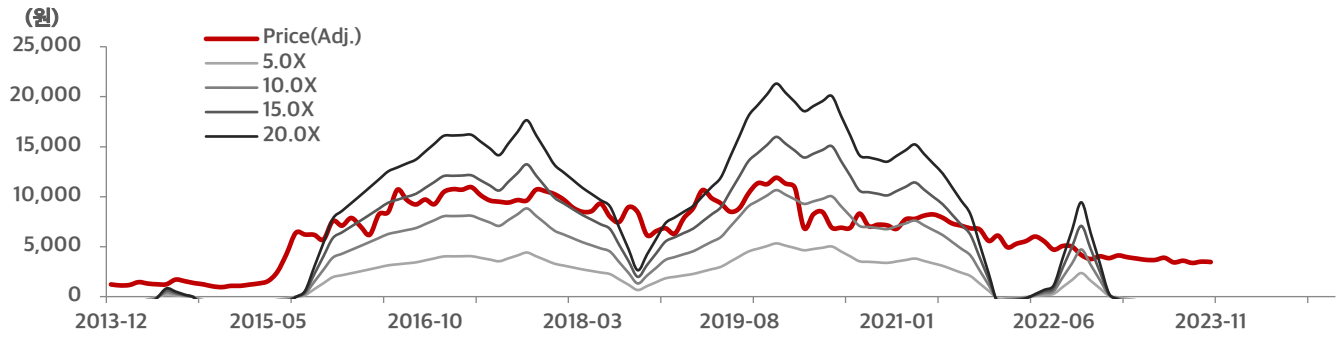
EBITDA 추정		
(단위 : 백만 원)	2024E	2025E
영업이익	68,973	91,346
유형자산 감가상각비	95,828	121,708
기타 감가상각비	11,791	11,791
EBITDA	**176,591**	**224,844**

PER Method(2025F)	
2025E 매출액 (단위: 백만 원)	**2,369,674**
2025E 당기순이익	45,355
발행주식총수 (단위 : 주)	55,320,000
2025E EPS(단위 : 원)	**820**
Target PER	9.0
목표주가 (단위 : 원)	**7,340**
현재주가 (단위 : 원)	3,505
상승여력	**109%**

거버넌스 관련 내용은 인트라넷 별첨

Appendix.

Appx 1. 동사 12M TTM PER Band



Appx 2. 동사 연결재무상태표 및 연결현금흐름표

동사 연결재무상태표

(단위 : 백만 원)	2020	2021	2022	3Q23
자산	**1,433,482**	**1,637,051**	**1,779,489**	**1,725,949**
유동자산	764,633	820,294	874,904	795,444
현금및현금성자산	313,651	247,398	242,006	151,580
매출채권	152,396	160,983	154,731	165,533
기타수취채권	1,406	13	3,086	93,059
기타유동자산	18,666	41,221	86,905	46,026
단기금융상품	19,699	36,170	52,340	1,091
재고자산	258,619	334,508	335,493	337,601
당기법인세자산	196	0	343	554
비유동자산	668,850	816,757	904,586	930,505
기타장기수취채권	6,689	12,941	15,560	19,906
당기손익-금융자산	2,100	3,000	3,182	3,395
기타포괄손익-금융자산	17,013	22,143	15,059	20,077
관계기업투자자산	8,545	10,921	14,901	14,689
기타비유동금융자산	-	1,910	1,119	1,304
이연법인세자산	5,645	7,069	8,563	8,979
유형자산	490,469	583,052	653,440	670,415
투자부동산	4,016	3,032	3,148	3,266
사용권자산	64,819	105,379	110,822	108,913
무형자산	64,977	66,181	76,346	77,269
기타비유동자산	4,576	1,129	2,446	2,291
부채	**806,234**	**1,002,373**	**1,119,840**	**1,084,255**
유동부채	713,295	854,748	943,369	934,329
매입채무	148,235	175,736	147,163	140,052
미지급금	56,963	63,544	47,526	48,339
차입금	437,167	537,694	667,199	689,057
채권할인차입금	50,449	52,181	38,620	25,790
파생상품부채	119	647	2,127	2,127
기타유동부채	4,846	7,286	14,123	8,973
당기법인세부채	8,855	10,639	8,790	4,690
리스부채	6,661	5,921	9,746	7,870
상환전환우선주	-	1,098	8,075	7,429
비유동부채	92,939	147,626	176,471	149,926
장기지급채무	2,073	3,519	2,317	2,343
차입금	44,260	52,658	83,715	54,195
이연법인세부채	9,012	11,736	13,212	12,967
퇴직급여부채	17,818	20,444	15,588	19,033
장기종업원급여부채	661	626	629	528
충당부채	85	85	321	85
리스부채	18,024	51,714	53,395	51,906
상환전환우선주	1,007	6,844	7,295	8,869
자본	**627,248**	**634,678**	**659,650**	**641,694**
소유주에게 귀속되는 자본	352,612	358,485	344,984	327,176
자본금	27,660	27,660	27,660	27,660
자본잉여금	16,586	14,244	17,145	12,943
기타자본	42,199	37,211	25,341	23,346
기타포괄손익누계액	(21,601)	2,531	9,261	22,590
이익잉여금(결손금)	287,768	276,840	265,577	240,637
비지배지분	274,636	276,193	314,666	314,518
자본과부채총계	**1,433,482**	**1,637,051**	**1,779,489**	**1,725,949**

동사 연결 현금흐름표

(단위 : 백만 원)	2020	2021	2022	3Q23
영업활동현금흐름	**110,051**	**9,904**	**119,983**	**21,979**
영업으로부터 창출된 현금흐름	140,544	35,243	171,476	68,460
이자의 수취	3,587	4,533	10,119	13,962
이자지급	(18,047)	(16,296)	(35,181)	(46,653)
법인세의 환급	980	98	70	41
법인세의 납부	(17,195)	(13,879)	(26,659)	(14,340)
배당급수취	183	205	160	510
투자활동현금흐름	**(116,111)**	**(126,207)**	**(231,519)**	**(74,288)**
투자활동으로 인한 현금유입	15,728	22,678	25,709	93,983
금융기관예치금 감소	5,983	5,886	14,552	20,842
단기대여금 감소	6,971	13,895	1,203	64,549
기타장기수취채권 감소	668	218	165	247
유형자산 처분	1,984	778	9,563	7,344
금융리스 감소	-	-	-	241
기타비유동자산처분	123	1,900	225	761
투자활동으로 인한 현금유출	(131,839)	(148,885)	(257,228)	(168,271)
금융기관예치금 증가	5,151	11,126	65,817	7,852
단기대여금 증가	7,539	9,705	11,583	96,372
장기수취채권 증가	2,737	11,356	4,745	900
금융자산 취득	1,250	1,818	182	4,382
유형자산 취득	95,101	104,219	140,481	41,012
사용권자산 취득	13,200	2,768	1,626	241
무형자산 취득	3,982	1,617	493	2,290
관계기업투자자산 취득	2,600	2,725	3,439	591
연결범위변동	-	-	-	14,843
단기금융상품 증가	278	220	-	-
종속기업취득	-	3,331	28,863	-
재무활동현금흐름	**197,215**	**41,564**	**106,620**	**(42,020)**
재무활동으로 인한 현금유입	1,057,406	855,927	1,335,464	640,394
단기차입금 증가	789,023	708,502	1,096,398	573,487
채권할인차입금 증가	110,019	119,446	124,204	54,258
장기차입금 증가	8,192	20,382	65,178	12,650
전환상환우선주 발행	-	7,200	7,735	-
스톡옵션 행사	-	380	180	-
유상증자	-	16	41,770	-
종속회사 신종자본증권 발행	150,000	-	-	-
비지배지분 증가	171	-	-	-
재무활동으로인한 현금유출	(860,192)	(814,362)	(1,228,844)	(682,414)
단기차입금 감소	699,048	628,524	1,035,502	574,600
유동성장기부채 상환	34,489	34,743	24,668	19,198
채권할인차입금 감소	110,547	118,619	134,998	67,683
장기차입금 상환	1,688	772	55	186
장기지급채무 감소	-	-	-	34
리스부채상환	6,228	8,555	10,508	8,457
배당금지급	3,197	12,334	10,822	10,262
비지배지분 취득	-	5,829	421	-
자기주식 취득	4,995	4,987	11,870	1,994
환율변동효과(현금및현금성자산)	**(1,178)**	**1,483**	**786**	**(1,205)**
현금및현금성자산의증가(감소)	**191,155**	**(74,739)**	**(4,916)**	**(94,329)**
기초현금및현금성자산	**127,997**	**313,651**	**247,398**	**242,006**
기말현금및현금성자산	**313,651**	**247,398**	**242,006**	**151,580**

Appx 3. 동사 법인세비용 및 영업외손익 추정

영업외손익 추정

(단위:백만 원)	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	~3Q23	2023E	2024E	2025E
영업외손익	**(20,711)**	**(4,053)**	**(52,494)**	**3,088**	**(8,665)**	**(26,914)**	**(32,967)**	**(32,967)**	**(32,967)**
기타손익	**(9,199)**	**10,941**	**(28,490)**	**12,084**	**276**	**(2,508)**	**6,007**	**6,007**	**6,007**
기타이익	**45,738**	**40,783**	**78,350**	**36,178**	**64,544**	**45,760**	**13,036**	**13,036**	**13,036**
외환차익	26,414	21,704	53,389	12,455	33,103	25,122			
외화환산이익	12,904	11,729	11,710	21,635	21,602	14,459	-	-	-
유형자산처분이익	342	248	216	596	152	990	-	-	-
잡이익	6,078	7,103	13,036	1,492	9,687	5,189	13,036	13,036	13,036
기타비용	**54,938**	**29,842**	**106,840**	**24,094**	**64,268**	**48,268**	**7,028**	**7,028**	**7,028**
외환차손	30,398	15,122	45,253	13,652	26,483	24,977	-	-	-
외화환산손익	14,890	6,993	43,495	5,454	30,545	12,157	-	-	-
대손상각비	49	-	19	3	11	3	-	-	-
유형자산손상차손	2,810	736	4,054	3,054	3,268	5,271	7,028	7,028	7,028
기타손익	6,791	6,992	14,019	1,929	3,961	5,860	-	-	-
금융손익	**(11,512)**	**(14,994)**	**(24,005)**	**(8,996)**	**(8,941)**	**(24,406)**	**(38,974)**	**(38,974)**	**(38,974)**
금융수익	9,805	6,039	21,148	5,308	20,137	19,148	13,001	13,001	13,001
이자수익	2,075	2,340	4,788	2,067	3,094	9,241	12,321	12,321	12,321
금융자산처분이익	246	-	-	-	-	-	-	-	-
배당금수익	183	205	160	390	160	510	680	680	680
외환차익	4,436	2,183	12,674	2,486	11,885	5,010	-	-	-
외화환산이익	2,866	1,312	3,315	139	4,998	3,907	-	-	-
파생상품이익	-	-	211	226	-	481	-	-	-
금융비용	**21,317**	**21,034**	**45,153**	**14,305**	**29,078**	**43,554**	**51,976**	**51,976**	**51,976**
이자비용	17,250	14,806	28,288	11,159	17,601	38,982	51,976	51,976	51,976
외환차손	2,900	5,751	8,225	2,080	5,437	3,314	-	-	-
외화환산손실	1,167	477	8,174	1,065	6,039	1,258	-	-	-
파생상품손실	-	-	466	-	-	-	-	-	-
금융자산손상차손	-	-	-	-	-	-	-	-	-

법인세비용 추정

(단위: 십억 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2024E	2025E
법인세비용차감전순이익	34,463	99,983	61,618	12,845	20,390	36,006	58,379
2억원 이하						20	20
2억원 초과 200억원 이하						4,138	4,138
200억 초과 3000억원 이하						3,697	8,866
법인세비용(수익)	**8,545**	**19,105**	**11,700**	**17,049**	**20,306**	**7,855**	**13,024**
유효법인세율(%)	*24.8%*	*19.1%*	*19.0%*	*132.7%*	*99.6%*	*21.8%*	*22.3%*

'22년 이후 한계세율

과세표준	세율 (%)
2억원 이하	9.9%
2억원 초과 200억원 이하	20.9%
200억 초과 3000억원 이하	23.1%
3000억원 초과	26.4%

Appx 4. 동사 감가상각비 및 CAPEX 추정

건물

(단위: 백만 원)	기초	취득	연결변동	매각예정	감가상각	처분	대체	손상차손	환율차이 조정	기말	취득원가	상각누계액	국가보조금	내용연수	상각률
2016A	40,250	20,904	-	-	(2,231)	-	1,292	-	1,673	61,888	87,710	(25,822)			4.4%
2017A	61,888	18,653	632	-	(3,419)	(12)	1,604	-	(7,003)	72,345	100,200	(27,856)			5.1%
2018A	72,345	16,528	-	-	(4,021)	-	44,608	-	1,579	131,039	163,379	(32,340)			4.0%
2019A	131,039	11,290	4,639	-	(5,945)	(2,032)	(2,025)	-	6,010	142,976	182,360	(39,384)			4.3%
2020A	142,976	11,908	-	-	(6,499)	(170)	4,626	-	(9,005)	143,837	188,038	(44,201)			4.5%
2021A	143,837	8,199	1,351	-	(7,286)	(7)	11,351	-	12,609	170,054	225,563	(55,509)			4.6%
2022A	170,054	3,361	5,942	-	(8,726)	-	-	-	2,482	173,113	239,602	(66,489)		**20**	5.1%

구축물

(단위: 백만 원)	기초	취득	연결변동	매각예정	감가상각	처분	대체	손상차손	환율차이 조정	기말	취득원가	상각누계액	국가보조금	내용연수	상각률
2016A	4,611	5,349	-	-	(469)	-	73	-	286	9,850	15,027	(5,078)	(100)		6.5%
2017A	9,850	13,536	-	-	(744)	-	-	-	(1,779)	20,862	26,582	(5,625)	-		4.8%
2018A	20,862	7,722	-	-	(1,462)	-	2,548	-	270	29,940	37,164	(7,133)	(91)		5.8%
2019A	29,940	4,617	451	-	(2,212)	(219)	(68)	-	1,531	34,040	43,910	(9,681)	(189)		6.9%
2020A	34,040	5,989	-	-	(2,455)	(488)	224	-	(2,286)	35,025	46,637	(11,500)	(113)		7.1%
2021A	35,025	7,216	-	-	(2,694)	(0)	(46)	-	3,286	42,786	57,957	(14,952)	(218)		6.9%
2022A	42,786	5,099	790	-	(3,744)	-	1,364	-	260	46,556	66,240	(19,485)	(198)	**12**	8.4%

기계장치

(단위: 백만 원)	기초	취득	연결변동	매각예정	감가상각	처분	대체	손상차손	환차이	기말	취득원가	상각누계액	국가보조금	내용연수	상각률
2016A	101,033	48,675	-	-	(13,907)	(1,227)	150	-	2,586	137,310	275,832	(138,522)	-		11.7%
2017A	137,310	67,793	351	-	(17,852)	(5,092)	4,352	(6,415)	(15,995)	164,451	287,455	(123,004)	-		11.8%
2018A	164,451	49,700	-	-	(17,528)	(3,888)	(4,476)	(1,710)	3,793	190,342	325,233	(134,891)	-		9.9%
2019A	190,342	34,949	6,611	(2,877)	(22,898)	(755)	3,212	-	7,968	216,553	366,695	(150,007)	(135)		11.3%
2020A	216,553	38,872	-	-	(24,674)	(1,262)	5,173	-	(12,525)	222,138	387,707	(165,325)	(244)		11.2%
2021A	222,138	46,914	1,329	-	(27,968)	(287)	507	-	19,898	262,531	467,980	(205,204)	(244)		11.5%
2022A	262,531	36,027	974	-	(33,926)	(4,731)	2,998	-	4,282	268,155	504,802	(236,443)	(205)	8	12.8%

차량운반구

(단위: 백만 원)	기초	취득	연결변동	매각예정	감가상각	처분	대체	손상차손	환차이	기말	취득원가	상각누계액	국가보조금	내용연수	상각률
2016A	1,468	1,520	-	-	(409)	(157)	-	-	50	2,471	4,185	(1,714)			20.8%
2017A	2,471	1,756	-	-	(598)	(8)	-	-	(292)	3,329	5,416	(2,087)			20.6%
2018A	3,329	1,253	-	-	(714)	(175)	(83)	-	75	3,685	6,302	(2,617)			20.4%
2019A	3,685	1,431	92	-	(878)	(57)	189	-	146	4,607	8,257	(3,650)			21.2%
2020A	4,607	2,797	-	-	(1,008)	(224)	96	-	(350)	5,918	9,324	(3,406)			19.2%
2021A	5,918	404	46	-	(1,070)	(6)	18	-	513	5,823	10,640	(4,817)			18.2%
2022A	5,823	3,146	37	-	(1,373)	(2)	183	-	41	7,854	14,229	(6,375)		5	20.1%

공기구비품

(단위: 백만 원)	기초	취득	연결변동	매각예정	감가상각	처분	대체	손상차손	환차이	기말	취득원가	상각누계액	국가보조금	내용연수	상각률
2016A	19,088	15,770	-	-	(9,134)	(227)	-	-	628	26,125	88,011	(61,886)			40.4%
2017A	26,125	20,794	24	-	(11,794)	(339)	(1,888)	-	(3,014)	29,908	71,624	(41,716)			42.1%
2018A	29,908	19,252	-	-	(17,806)	(866)	7,226	(47)	986	38,653	95,372	(56,720)			51.9%
2019A	38,653	20,564	680	-	(18,894)	(483)	16	-	1,729	42,264	109,056	(66,792)			46.7%
2020A	42,264	23,385	-	-	(21,210)	(554)	-	-	(2,495)	41,391	97,679	(56,288)			50.7%
2021A	41,391	16,555	6	-	(19,425)	(59)	3,402	-	3,570	45,439	123,765	(78,326)			44.7%
2022A	45,439	21,387	78	-	(21,630)	(781)	47	-	844	45,384	146,414	(101,030)		2	47.6%

건설중인자산

(단위: 백만 원)	기초	취득	연결변동	매각예정	감가상각	처분	대체	손상차손	환차이	기말	취득원가	상각누계액	국가보조금	내용연수	상각률
2016A	751	15,707	-	-	-	(7)	(1,514)	-	268	15,204	15,204	-	-		
2017A	15,204	41,817	-	-	-	(3,820)	(13,145)	-	(2,920)	37,136	37,136	-	-		
2018A	37,136	20,854	-	-	-	-	(49,914)	-	(523)	7,553	7,740	-	(187)		
2019A	7,553	6,798	-	-	-	-	(2,655)	-	560	12,257	12,257	-	-		
2020A	12,257	11,834	-	-	-	-	(10,059)	-	(804)	13,228	13,228	-	-		
2021A	13,228	24,899	405	-	-	(89)	(12,480)	-	1,492	27,454	27,454	-	-		
2022A	27,454	70,136	-	-	-	(7,886)	(2,628)	-	(4,644)	82,432	82,432	-	-		

동사 CAPEX(유형자산) 및 감가상각비(유형자산) 추이

(단위: 백만 원)	16	17	18	19	20	21	22	23E	24E	25E
CAPEX	107,927	164,650	115,395	79,966	95,101	104,219	140,481	54,683	120,784	120,784
감가상각비	26,150	34,407	41,536	50,826	55,846	58,443	69,949	69,949	95,828	121,708

건설중인자산(취득) 및 건물(대체)의 유사성

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	합계	점유율
건설중인자산	15,707	41,817	20,854	6,798	11,834		97,010	62.0%
건물(대체)		1,604	44,608	(2,025)	4,626	11,351	60,164	

건설중인자산 건물 대체 추정

(단위: 백만 원)	2023E	2024E
기초	82,432	41,216
취득		
대체 (기초의 50%)	41,216	41,216
기말	41,216	-

CAPEX 추정

(단위: 백만 원)	비율	2024E	2025E
건물(대체)	1	41,216	41,216
구축물	0.25	10,301	10,301
기계장치	2.05	84,451	84,451
차량운반구	0.05	2,448	2,448
공구와기구	0.57	23,584	23,584
합 계		120,784	120,784

감가상각비 추정

(단위: 백만 원)	2023E	2024E	2025E
건물 (20년)	8,726	10,787	12,848
구축물 (12년)	3,744	4,602	5,461
기계장치 (8년)	33,926	44,483	55,039
차량운반구 (5년)	1,373	1,985	2,597
공구와기구 (2년)	21,630	33,422	45,214
비품 (4년)	549	549	549
합 계	69,949	95,828	121,708
판관비	9,389	12,863	16,337
매출원가	60,560	82,965	105,371

감가상각비 안분비율

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021
판관비	9,002	9,030	8,373
안분비율 (%)	*18%*	*16%*	*14%*
매출원가	41,932	46,924	50,155
안분비율 (%)	*82%*	*84%*	*86%*
합 계	50,933	55,955	58,528

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.