



2019년 11월 14일 | Equity Research

화승엔터프라이즈 (241590)

3QRe: 어닝 서프라이즈, 이제 시작일 뿐!

3분기 영업이익 250억원 기록하며 컨센서스 큰 폭 상회

3분기 매출과 영업이익 각각 3,007억원(YoY 34%)과 250억원(YoY 220.7%)을 기록하며 시장 기대치(OPM 200억원)를 큰 폭 상회했다. 환율 효과를 제외하더라도 전년동기 대비 25% 이상 매출 증가했다. 전체 매출 증가분의 약 25%는 대만 경쟁업체로부터 이전된 물량이며, 고단가 부스트 완제품 생산 매출이 당분기 온기 반영되며 외형 성장을 이끌었다. 기존 생산해오던 아디다스 오리지널 또한 전년 대비 약 15% 물량 확대된 것으로 파악한다. 영업이익률 개선(YoY 4.8%p)은 전년동기 베트남 자동화 라인 수율 하락에 따른 기저, 탑라인 성장에 의한 레버리지 효과와 고단가 제품 생산량 증가에 기인했다.

3분기 보다 더 좋아질 4분기, 그리고 2020년

전통적으로 신발 OEM/ODM 업체들의 성수기는 4분기다. 신학기를 맞이한 수요에 대비해 브랜드업체들이 오더량을 늘리기 때문이다. 화승엔터프라이즈 4분기 매출액 3,176억원(YoY 33.4%), 영업이익 275억원(YoY 85.8%)을 예상한다(OMM 8.7%, YoY 2.5%p). 중국 공장의 경우 2018년 베트남으로부터 공급받던 반제품 수량이 감소하며 수익성 둔화되었으나, 2019년 4분기부터 수급이 재원활해지며 완만한 이익률 개선을 기대할 수 있을 것이다. 인도네시아, 베트남 공장은 경쟁사 제품 생산량이 점진적으로 이전되는 효과로 2020년 상반기 두 자리 수 이익률로 회복 가능할 전망이다. 2020년 연간 대만업체 물량의 약 60%가 화승엔터프라이즈로 이전, 온기 반영되며 고단가 제품 생산량은 전체 수량의 20%를 상회할 것으로 예상한다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 1.9만원 → 2.2만원 상향

투자의견 BUY 유지, 시간 가중치 조정 및 실적 추정치 상향에 따라 목표주가를 기존 1.9만원에서 2.2만원으로 상향한다. 목표주가는 12MF 예상 EPS에 Target PER 17배를 적용하여 산출했다. 현 주가는 2020년 예상 PER 10.9배로 아디다스 그룹 내 생산 점유율 확대 및 전사 ASP를 상승시킬 수 있는 고단가 제품 생산량 증가 국면으로 추세적 고성장이 예상된다. 적극 매수 유호하다.

Earnings Review

BUY
| TP(12M): 22,000원(상향) | CP(11월13일): 15,100원

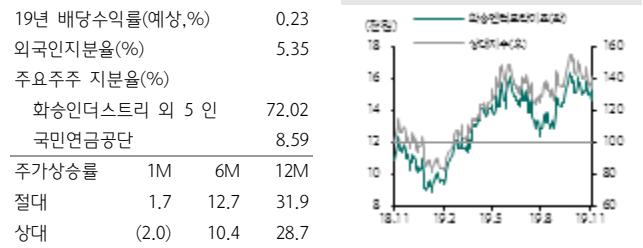
Key Data

	2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,122.45	
52주 최고/최저(원)	16,050/8,570	
시가총액(십억원)	914.1	
시가총액비중(%)	0.08	
발행주식수(천주)	60,536.7	
60일 평균 거래량(천주)	171.3	
60일 평균 거래대금(십억원)	2.5	
19년 배당금(예상,원)	35	
19년 배당수익률(예상,%)	0.23	
외국인지분율(%)	5.35	
주요주주 지분율(%)		
화승인더스트리 외 5 인	72.02	
국민연금공단	8.59	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	1.7 12.7 31.9	
상대	(2.0) 10.4 28.7	

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,119.8	1,376.6
영업이익(십억원)	72.7	101.2
순이익(십억원)	50.9	71.1
EPS(원)	814	1,154
BPS(원)	5,528	6,692

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	768.2	879.2	1,145.8	1,436.1	1,667.8
영업이익	십억원	58.5	40.3	79.1	110.6	140.1
세전이익	십억원	52.8	23.1	72.0	104.5	134.9
순이익	십억원	41.5	17.2	56.6	82.1	106.1
EPS	원	750	284	935	1,357	1,752
증감률	%	(3.2)	(62.1)	229.2	45.1	29.1
PER	배	15.99	37.53	16.15	11.13	8.62
PBR	배	2.82	2.30	2.66	2.16	1.73
EV/EBITDA	배	10.35	11.16	9.08	6.73	4.90
ROE	%	18.41	6.39	18.18	21.43	22.32
BPS	원	4,261	4,621	5,670	6,992	8,709
DPS	원	18	35	35	35	35



Analyst 허제나

02-3771-7375

jn.huh@hanafn.com

표 1. 화승엔터프라이즈 3분기 실적 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	3Q18	3Q19	YoY(%,%p)	컨센서스	피리올(%)	하나금투 추정치	피리올(%)
매출	224	301	34.0	282	6.5	294	2.2
영업이익	8	25	220.7	20	26.5	20	26.5
세전이익	0	23	5,596.5				
순이익	(0)	18	흑전	12	54.2	12	42.1
영업이익률(%)	3.5	8.3	4.8				
세전이익률(%)	0.2	7.6	7.5				
순이익률(%)	(0.1)	5.9	6.0				

자료: 화승엔터프라이즈, 하나금융투자

표 2. 화승엔터프라이즈 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018년	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2019F
매출	184	232	224	238	879	233	295	301	318	1,146
영업이익	6	12	8	15	40	9	17	25	28	79
세전이익	4	6	0	13	23	8	16	23	25	72
지배주주귀속순이익	3	5	(0)	10	17	6	10	18	19	57
영업이익률(%)	3.3	5.0	3.5	6.2	4.6	3.9	5.9	8.3	8.7	6.9
세전이익률(%)	2.1	2.5	0.2	5.5	2.6	3.3	5.4	7.6	8.0	6.3
순이익률(%)	1.7	2.0	(0.1)	4.0	2.0	2.8	3.4	5.9	6.1	4.9

자료: 화승엔터프라이즈, 하나금융투자

표 3. 화승엔터프라이즈 연간 실적 전망 및 밸류에이션 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	768	879	1,146	1,436	1,668
영업이익	59	40	79	111	140
세전이익	53	23	72	105	135
지배주주귀속순이익	41	17	57	82	106
적정시가총액	622	258	962	1,355	1,750
주식수(천주)	30,268	30,268	60,536	60,536	60,536
적정주가(원)	20,544	8,512	15,899	22,390	28,907
적정PER(배)	15	15	17	17	17
EPS(원)	1,370	567	935	1,357	1,752
영업이익률(%)	7.6	4.6	6.9	7.7	8.4
매출 (YoY,%)	20.0	14.4	30.3	25.3	16.1
영업이익 (YoY,%)	33.6	(31.2)	96.3	39.8	26.7
순이익 (YoY,%)	19.6	(58.6)	229.6	45.1	29.1

자료: 화승엔터프라이즈, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	768.2	879.2	1,145.8	1,436.1	1,667.8
매출원가	641.9	756.2	962.6	1,201.7	1,385.8
매출총이익	126.3	123.0	183.2	234.4	282.0
판관비	67.8	82.7	104.1	123.8	141.9
영업이익	58.5	40.3	79.1	110.6	140.1
금융수익	(5.0)	(11.1)	(11.9)	(10.1)	(8.6)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9
기타영업이익	(0.7)	(6.1)	3.9	3.2	2.5
세전이익	52.8	23.1	72.0	104.5	134.9
법인세	11.2	6.0	14.4	20.9	27.0
계속사업이익	41.6	17.1	57.6	83.6	107.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	41.6	17.1	57.6	83.6	107.9
비지배주주지분 순이익	0.2	(0.1)	1.0	1.5	1.9
지배주주순이익	41.5	17.2	56.6	82.1	106.1
지배주주지분포괄이익	22.5	22.0	72.3	90.0	116.2
NOPAT	46.1	29.8	63.3	88.5	112.1
EBITDA	84.0	77.6	125.6	162.1	201.6
성장성(%)					
매출액증가율	20.0	14.4	30.3	25.3	16.1
NOPAT증가율	29.5	(35.4)	112.4	39.8	26.7
EBITDA증가율	35.3	(7.6)	61.9	29.1	24.4
영업이익증가율	33.6	(31.1)	96.3	39.8	26.7
(지배주주)순이익증가율	19.6	(58.6)	229.1	45.1	29.2
EPS증가율	(3.2)	(62.1)	229.2	45.1	29.1
수익성(%)					
매출총이익률	16.4	14.0	16.0	16.3	16.9
EBITDA이익률	10.9	8.8	11.0	11.3	12.1
영업이익률	7.6	4.6	6.9	7.7	8.4
계속사업이익률	5.4	1.9	5.0	5.8	6.5
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	750	284	935	1,357	1,752
BPS	4,261	4,621	5,670	6,992	8,709
CFPS	1,339	1,217	2,111	2,803	3,437
EBITDAPS	1,520	1,282	2,075	2,677	3,330
SPS	13,905	14,524	18,927	23,722	27,551
DPS	18	35	35	35	35
주가지표(배)					
PER	16.0	37.5	16.1	11.1	8.6
PBR	2.8	2.3	2.7	2.2	1.7
PCFR	9.0	8.7	7.2	5.4	4.4
EV/EBITDA	10.3	11.2	9.1	6.7	4.9
PSR	0.9	0.7	0.8	0.6	0.5
재무비율(%)					
ROE	18.4	6.4	18.2	21.4	22.3
ROA	7.8	2.5	6.8	8.5	9.7
ROIC	14.6	6.6	11.9	15.2	18.8
부채비율	139.7	168.6	152.3	134.7	112.5
순부채비율	53.1	77.1	58.9	36.3	9.9
이자보상배율(배)	10.7	3.5	5.0	6.9	9.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	301.3	359.3	470.9	603.1	757.3
금융자산	74.6	85.9	105.9	146.0	226.6
현금성자산	47.3	59.9	71.3	102.7	176.3
매출채권 등	71.4	94.7	126.4	158.4	184.0
재고자산	127.4	158.3	211.2	264.7	307.5
기타유동자산	27.9	20.4	27.4	34.0	39.2
비유동자산	325.5	401.2	433.9	429.7	402.7
투자자산	6.0	4.9	2.1	2.3	2.5
금융자산	0.9	0.5	0.7	0.9	1.1
유형자산	287.7	361.7	365.4	362.3	336.5
무형자산	4.1	4.3	19.8	18.4	17.2
기타비유동자산	27.7	30.3	46.6	46.7	46.5
자산총계	626.8	760.5	904.8	1,032.8	1,160.0
유동부채	326.0	408.0	477.7	524.7	548.3
금융부채	178.7	240.2	255.7	246.6	225.4
매입채무 등	145.2	165.9	221.3	277.4	322.1
기타유동부채	2.1	1.9	0.7	0.7	0.8
비유동부채	39.3	69.4	68.5	68.0	65.7
금융부채	34.7	64.0	61.4	59.1	55.4
기타비유동부채	4.6	5.4	7.1	8.9	10.3
부채총계	365.3	477.3	546.2	592.7	614.1
지배주주지분	258.0	279.7	343.2	423.2	527.2
자본금	15.1	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	181.9	167.3	167.7	167.7	167.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(14.3)	(9.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	75.2	91.3	145.4	225.4	329.3
비지배주주지분	3.5	3.4	15.4	16.9	18.8
자본총계	261.5	283.1	358.6	440.1	546.0
순금융부채	138.9	218.4	211.2	159.6	54.2
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	32.2	42.9	65.6	100.9	142.1
당기순이익	41.6	17.1	57.6	83.6	107.9
조정	29.5	51.8	44.2	51.5	61.5
감가상각비	25.4	37.3	46.5	51.5	61.5
외환거래손익	1.8	7.5	(2.4)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(0.3)	0.0	0.0
기타	2.3	7.0	0.4	0.0	0.0
영업활동자산부채 변동	(38.9)	(26.0)	(36.2)	(34.2)	(27.3)
투자활동 현금흐름	(96.8)	(104.5)	(44.2)	(56.0)	(41.5)
투자자산감소(증가)	(4.9)	1.1	3.0	(0.2)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(105.8)	(105.0)	(35.3)	(47.0)	(34.4)
기타	13.9	(0.6)	(11.9)	(8.8)	(7.0)
재무활동 현금흐름	34.1	74.1	(11.3)	(13.6)	(26.9)
금융부채증가(감소)	78.8	90.8	12.8	(11.5)	(24.8)
자본증가(감소)	44.0	0.5	0.4	0.0	0.0
기타재무활동	(87.8)	(15.8)	(22.4)	0.0	0.0
배당지급	(0.9)	(1.4)	(2.1)	(2.1)	(2.1)
현금의 증감	(30.4)	12.6	11.4	31.3	73.6
Unlevered CFO	74.0	73.7	127.8	169.7	208.0
Free Cash Flow	(79.1)	(66.8)	29.9	53.9	107.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

화승엔터프라이즈



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.11.14	BUY	22,000		
19.11.4	BUY	19,000	-23.08%	-22.11%
19.5.27	BUY	17,000	-16.07%	-5.59%
19.5.21	담당자변경	17,000	-14.63%	-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(마도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비증확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비증축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(마도)	합계
금융투자상품의 비율	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(어제나)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(어제나)는 2019년 11월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.