

화승엔터프라이즈

BUY(유지)

241590 기업분석 | 섬유·의복

목표주가(상향)	25,000원	현재주가(02/18)	16,850원	Up/Downside	+48.4%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 02. 19

흠 잡을 수 없는 완벽함

News

예상보다 더 순조로운 객단가 상승기: 4Q19 연결매출 3,735억원(+56.9%YoY), 영업이익 338억원(+128.3%YoY)으로 당사 추정이익(285억원)과 컨센서스 영업이익(290억원)을 상회했고, 분기 영업이익률 9.1%로 당사 추정이익률에 부합했다. 아디다스의 부스트 라인 등 고단가 수주가 증가하면서 이익 상승폭이 컸을 것으로 예상은 했지만 기대보다 수주 불륨은 컸고, 가동효율도 높았던 것으로 판단된다. 여기에 미드솔 등 부자재 매출이 기여하면서 마진 상한선을 높이고 있다. 고단가 제품 수주가 늘면서 동사의 아디다스 평균 수주 단가는 14\$을 초과했을 것으로 추정되며, 이러한 매출 성장세라면 아디다스 내 밴더 점유율을 1%pt 개선시켰을 것으로 전망된다.

Comment

비수기 1Q20 컨센서스도 상승 예상: 1Q20에도 이전 분기의 실적 성장세를 유지할 것으로 전망된다. 코로나 바이러스 확산 영향으로 중국내 생산이 차질을 빚으면서 베트남과 인도네시아로 물량 쏠림이 있는 것으로 파악된다. 본래 1Q가 비수기에 해당하는 분기였다면 코로나 감염병 영향으로 법인의 비수기 오더를 채울수 있어 이익 개선폭이 기대보다 높을 수 있다. 전반적으로 고단가 제품 수주가 본격화되면서 평균수주단가의 상승, 수주량 상승 효과가 온기로 반영되는 구간이며, 컨센서스의 상향 추세가 유지될 수 있을 것으로 판단한다. 더불어 작년말 수직계열화를 위한 소재 제조사를 인수하는 형태로 사업 확장 중이며 이에 따른 실적 증대도 염두 해둬야 할 것으로 보인다.

Action

올해가 더 기대되는 성장성에 목표주기도 Up: 올해 실적 추정치를 상향 조정했고, 목표주기도 다시 상향해 25,000원을 제시한다. 글로벌 OEM사 중에서도 독보적인 성장성과 밸류에이션 매력에 더해 저 업종 내 최선호 의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배. %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	768	879	1,202	1,568	1,995
(증가율)	20.0	14.4	36.7	30.5	27.2
영업이익	59	40	85	136	179
(증가율)	33.6	-31.2	111.9	59.3	31.8
지배주주순이익	41	17	65	104	139
EPS	750	284	1,081	1,724	2,300
PER (H/L)	18.2/8.9	53.6/33.2	15.7	9.8	7.3
PBR (H/L)	3.2/1.6	3.3/2.0	3.0	2.3	1.8
EV/EBITDA (H/L)	11.1/6.1	14.6/7.0	8.0	5.5	4.2
영업이익률	7.6	4.6	7.1	8.7	9.0
ROE	18.4	6.4	21.1	26.6	27.4

Stock Data

52주 최저/최고	10,550/17,650원
KOSDAQ /KOSPI	683/2,209pt
시가총액	10,200억원
60일-평균거래량	159,195
외국인지분율	5.8%
60일-외국인지분율변동추이	-0.3%p
주요주주	화승인더스트리 외 5인 72.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	1.5	-4.0	59.0
상대기준	3.4	-6.1	59.1

도표 1. 화승엔터프라이즈 4Q19 Review

(단위: 억원, %)

	4Q19P	4Q18	%YoY	3Q19	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
연결매출	3,735	2,380	56.9	3,007	24.2	3,132	19.2	3,148	18.6
영업이익	338	148	128.4	250	35.2	285	18.6	299	13.1
영업이익률	9.1	6.2	+2.8	8.3	+0.7	9.1	+0.0	9.5	-0.4
순이익	258	94	174.3	184	40.1	220	17.2	202	27.6

자료: DB금융투자

도표 2. 화승엔터프라이즈 연간 추정치 상황

(단위: 억원, %)

	19P			20E		
	잠정치	DB추정치	%차이	수정후	수정전	%차이
연결매출	12,016	11,414	5.3	15,683	14,795	6.0
영업이익	854	801	6.6	1,360	1,257	8.2
순이익	651	560	16.2	1,038	890	16.6

자료: DB금융투자

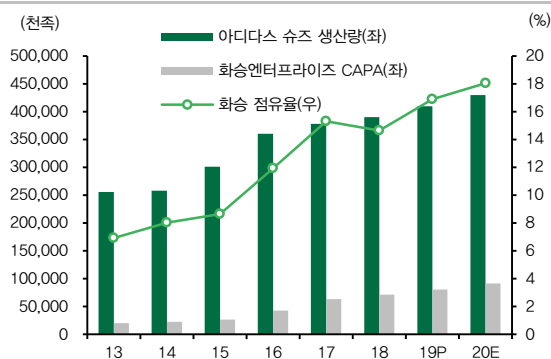
도표 3. 화승엔터프라이즈 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	17	18	19P	20E
연결매출	2,326	2,948	3,007	3,735	3,385	3,969	3,850	4,480	7,682	8,792	12,016	15,683
%YoY	26.1	26.9	34.0	56.9	45.5	34.6	28.0	20.0	20.0	14.4	36.7	30.5
매출원가	1,990	2,503	2,468	3,089	2,826	3,306	3,118	3,639	6,419	7,562	10,049	12,889
% of sales	85.5	84.9	82.1	82.7	83.5	83.3	81.0	81.2	83.6	86.0	83.6	82.2
매출총이익	337	445	539	646	558	663	731	841	1,263	1,230	1,967	2,794
% of sales	14.5	15.1	17.9	17.3	16.5	16.7	19.0	18.8	16.4	14.0	16.4	17.8
판매비	245	271	289	308	355	369	366	344	678	827	1,113	1,434
% of sales	10.5	9.2	9.6	8.2	10.5	9.3	9.5	7.7	8.8	9.4	9.3	9.1
영업이익	92	174	250	338	203	294	366	497	585	403	854	1,360
% of sales	3.9	5.9	8.3	9.1	6.0	7.4	9.5	11.1	7.6	4.6	7.1	8.7
%YoY	50.3	50.0	220.6	128.3	121.5	69.1	46.1	47.1	33.6	-31.2	111.9	59.3

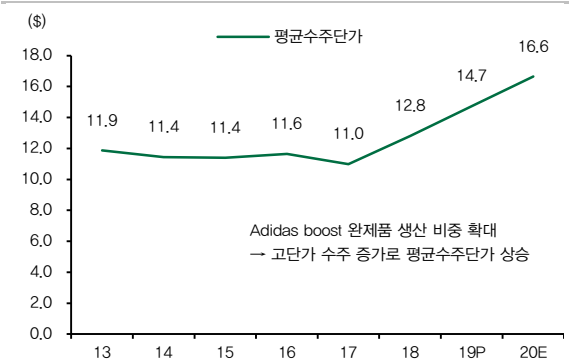
자료: DB금융투자

도표 4. Adidas 내 화승 점유율 추정



자료: DB 금융투자

도표 5. 고단가 수주 증가로 이익 개선 추세 진입



자료: DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	301	359	392	485	648
현금및현금성자산	47	60	83	90	157
매출채권및기타채권	71	95	84	109	142
재고자산	127	158	172	224	285
비유동자산	325	401	430	481	510
유형자산	288	362	391	443	473
무형자산	4	4	4	3	3
투자자산	6	5	5	5	5
자산총계	627	760	842	986	1,178
유동부채	326	408	445	509	571
매입채무및기타채무	145	166	211	284	356
단기차입금및단기차대	164	235	227	218	208
유동상장기부채	15	6	6	6	6
비유동부채	39	69	52	32	29
사채및장기차입금	34	64	47	27	24
부채총계	365	477	497	542	601
자본금	15	30	30	30	30
자본잉여금	182	167	167	167	167
이익잉여금	75	91	153	253	388
비지배주주지분	3	3	3	2	2
자본총계	261	283	345	444	578

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	32	43	175	176	201
당기순이익	42	17	65	104	138
현금유출이없는비용및수익	32	57	86	103	113
유형및무형자산상각비	25	37	65	72	76
영업관련자산부채변동	-39	-26	37	-10	-23
매출채권및기타채권의감소	-10	-7	11	-25	-33
재고자산의감소	-39	-27	-13	-52	-61
매입채무및기타채무의증가	5	23	45	73	72
투자활동현금흐름	-97	-105	-91	-126	-106
CAPEX	-111	-110	-93	-123	-106
투자자산의순증	-5	1	0	0	0
재무활동현금흐름	34	74	-40	-44	-28
사채및차입금의 증가	79	91	-25	-29	-13
자본금및자본잉여금의증가	44	0	0	0	0
배당금지급	-1	-1	-2	-3	-5
기타현금흐름	0	0	-20	0	0
현금의증가	-30	13	24	7	66
기초현금	78	47	60	83	90
기말현금	47	60	83	90	157

자료: 화승엔터프라이즈, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	768	879	1,202	1,568	1,995
매출원가	642	756	1,005	1,289	1,636
매출총이익	126	123	197	279	359
판매비	68	83	111	143	180
영업이익	59	40	85	136	179
EBITDA	84	78	150	208	255
영업외손익	-6	-17	-7	-11	-13
금융손익	-5	-11	-5	-7	-9
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-6	-2	-4	-4
세전이익	53	23	78	124	166
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	42	17	65	104	138
자배주주지분순이익	41	17	65	104	139
비지배주주지분순이익	0	0	0	-1	-1
총포괄이익	23	22	65	104	138
증감률(%YoY)					
매출액	20.0	14.4	36.7	30.5	27.2
영업이익	33.6	-31.2	111.9	59.3	31.8
EPS	-3.2	-62.2	281.1	59.4	33.4

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	750	284	1,081	1,724	2,300
BPS	4,261	4,621	5,648	7,297	9,517
DPS	18	35	55	75	80
Multiple(배)					
P/E	16.0	37.5	15.7	9.8	7.3
P/B	2.8	2.3	3.0	2.3	1.8
EV/EBITDA	10.3	11.2	8.0	5.5	4.2
수익성(%)					
영업이익률	7.6	4.6	7.1	8.7	9.0
EBITDA마진	10.9	8.8	12.5	13.3	12.8
순이익률	5.4	1.9	5.4	6.6	6.9
ROE	18.4	6.4	21.1	26.6	27.4
ROA	7.8	2.5	8.1	11.4	12.8
ROC	14.7	6.7	14.4	21.9	26.0
안정성및기타					
부채비율(%)	139.7	168.6	144.2	122.0	104.0
이자보상배율(배)	10.7	3.5	6.6	11.6	16.5
배당성향(배)	2.5	12.4	5.1	4.4	3.5

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

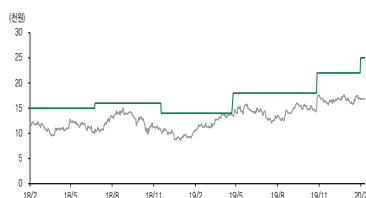
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

화승엔터프라이즈 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
17/11/15	Buy	30,000	-23.1 -7.2				
18/07/12	Buy	16,000	-22.8 -5.6				
18/12/05	Buy	14,000	-20.5 0.7				
19/05/13	Buy	18,000	-20.6 -10.8				
19/11/14	Buy	22,000	-24.1 -19.8				
20/02/19	Buy	25,000	-				

주: *표는 담당자 변경