

# 화승엔터프라이즈

## BUY(유지)

241590 기업분석 | 섬유/의복

목표주가(하향)	23,000원	현재주가(02/24)	16,750원	Up/Downside	+37.3%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 02. 25

### 중장기 성장 위한 실탄 마련 긍정적

News

**2/24일 CB 발행 공시:** 전일 사모펀드(PF) 세 곳을 대상으로 CB 1,500억원을 발행할 예정이라고 공시했다. 시총 대비 약 12%에 해당하는 규모이며, 만기 이자율 2%, 표면 이자율 0%다. 만기는 2050년 3월까지만 발행회사의 선택에 따라 만기를 연장할 수 있고, 투자자가 상환을 요구할 수 있는 풋옵션이나 리픽싱도 없는 영구채이다. 최근 메자닌 시장이 축소되면서 발행 자체가 쉽지 않았을 것임에도 불구하고 상당히 유리한 조건으로 자금 마련이 가능한 것은 동사의 성장매력 때문일 것이다. 전환가액 17,542원으로 현 주가보다 5% 높으며, 1년 뒤부터 보통주 전환 가능하다.

Comment

**수직계열화, 크로스카테고리 위한 투자 재원 확보:** 갑작스런 자금 조달은 아니다. 전부터 수직계열화, 크로스 카테고리화를 위한 투자에 관심을 보여왔고, 금번 CB 발행도 투자를 위한 자금 확보 목적이 크다. 과거 나이키 모자 공장 인수를 시작으로 작년말 갑피와 원사 제조 공장을 인수했고, 향후에도 수직계열화와 크로스카테고리를 지향하기 위한 투자가 지속될 전망이다. 현재 아디다스와의 전략적 관계로 진전되는 점을 긍정적이나 단일 바이어로 편중된 사업 구조에 대한 리스크를 해소해야 하는 장기 과제가 남아있고, 이를 위한 투자의 준비 과정이라고 판단한다. CB 발행으로 인한 주가 희석은 -12%이다. 다만 목적이 분명한 자금조달이며, 오히려 M&A든 CAPA 증설이든 조달된 자원을 통해 성장의 기회가 더 커진 만큼 긍정적 투자 관점을 유지하는 바이다.

Action

**업종 내 최선호 관점 지속해서 유지:** 동사가 가진 역량 수준을 증명해주는 자금 조달 케이스로서 장기 성장을 위한 밑거름이 될 것으로 판단한다. 이미 코로나19 확산세로 한국 증시 전반에 공포감이 찬 상황에서 동사의 주가도 조정을 충분히 받았다고 판단한다. 보통주 전환에 따른 주가 희석 감안해 목표주가는 하향하지만 여전히 업종 내 최선호주로서 관점을 유지 한다.

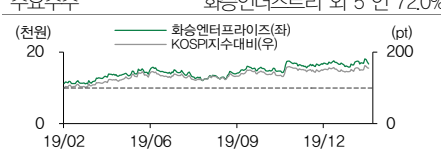
Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data	
(단위: 십억원, 원 배 %)							
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	10,850/18,150원
매출액	768	879	1,202	1,568	1,995	KOSDAQ /KOSPI	639/2,079pt
(증가율)	20.0	14.4	36.7	30.5	27.2	시가총액	10,140억원
영업이익	59	40	85	136	179	60일-평균거래량	187,038
(증가율)	33.6	-31.2	111.9	59.3	31.8	외국인지분율	6.1%
지배주주순이익	41	17	65	104	139	60일-외국인지분율변동주이	-0.3%p
EPS	750	284	1,081	1,724	2,300	주요주주	화승인더스트리 외 5인 72.0%
PER (H/L)	18.2/8.9	53.6/33.2	15.7	9.7	7.3	(천원)	
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	주가상승률	1M 3M 12M
영업이익률	7.6	4.6	7.1	8.7	9.0	절대기준	1.2 -0.3 54.4
ROE	18.4	6.4	21.1	26.6	27.4	상대기준	9.3 0.8 65.6

도표 1. 화승엔터프라이즈 전환사채 발행 조건

사채 종류	영구전환사채	리픽싱 & 풋옵션 조건 없음
권면 총액	150,000,000,000원	현 시총 대비 12.9%
기존 주식수	60,537,000주	
발행 주식수	8,550,906주	총 주식수 대비 12.4%
전환가액	17,542원	2/24일 증가 16,750원
이자율	표면이자율 0%, 만기이자율 2%	
만기일	2050년 03월 17일	
인수자	KB 메자닌 전문투자형 사모 증권투자신탁	500억원
	NH 뉴그로스 PEF	500억원
	신한BNPP MAIN 전문투자형 사모 혼합자산투자신탁	500억원

자료: DB금융투자

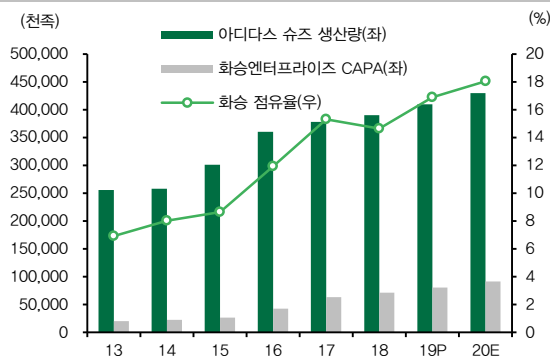
도표 2. 화승엔터프라이즈 분기, 연간 실적 전망

(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

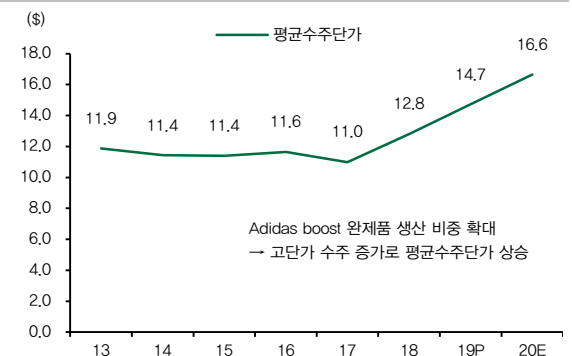
자료: DB금융투자

도표 3. Adidas 내 화승 점유율 추정



자료: DB 금융투자

도표 4. 고단가 수주 증가로 이익 개선 추세 진입



자료: DB 금융투자

**대차대조표**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
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
단기차입금및단기사채	164	235	227	218	208
유동성장기부채	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

**손익계산서**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
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
차배주주지분순이익	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	-6.2	28.1	59.4	33.4

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

**현금흐름표**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
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
투자자산의손중	-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

**주요 투자지표**

12월 결산원 % 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	9.7	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

자료: 화승엔터프라이즈, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

**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 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 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 투자이견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)**

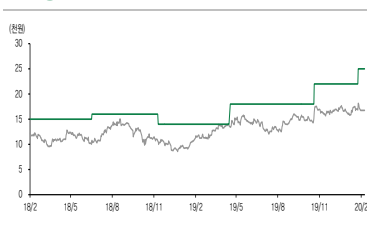
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자이견은 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 투자이견 및 목표주가 변경**

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				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	-	-					
20/02/25	Buy	23,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경