



화승엔터프라이즈 (241590)

당분간은 코로나19 타격 영향권이나 중장기 성장 방향성은 유효

▶Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610

Buy (유지)

목표주가(하향): 16,000원

현재 주가(7/16)	10,800원
상승여력	▲48.1%
시가총액	6,538억원
발행주식수	60,537천주
52 주 최고가 / 최저가	18,150 / 8,150원
90 일 일평균 거래대금	66.19억원
외국인 지분율	3.5%
주주 구성	
화승인더스트리 (외 6 인)	72.0%
국민연금공단 (외 1 인)	8.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-14.6	-4.4	-35.9	-22.6
상대수익률(KOSPI)	-16.8	-22.0	-33.0	-27.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	879	1,202	1,086	1,296
영업이익	40	85	70	103
EBITDA	78	134	114	155
지배주주순이익	17	62	25	69
EPS	284	1,031	428	996
순차입금	218	275	159	142
PER	37.5	16.4	25.2	10.8
PBR	2.3	2.9	1.4	1.3
EV/EBITDA	11.1	9.7	7.1	5.1
배당수익률	0.3	0.3	0.5	0.5
ROE	6.4	19.9	5.8	12.4

주가 추이



화승엔터프라이즈의 2Q20 실적은 코로나 19 타격이 본격화되면서 부진할 것으로 예상합니다. 실적 타격은 3 분기에도 지속될 전망입니다. 다만 이는 외부환경적인 요인으로 동사의 핵심 투자포인트였던 아디다스 내에서의 M/S 상승을 훼손하는 이슈는 아니라 판단합니다. 코로나 19가 진정될 경우 실적은 다시 고성장세를 회복할 것으로 기대합니다.

2Q20 Preview: 실적 타격 본격화

2Q20 연결 기준 매출액 2,436억원(-17.4%, 이하 yoy 기준 동일), 영업이익 117억원(-32.8%), 지배주주 순이익 59억원(-55.4%)으로 시장 컨센서스 대비 부진한 실적을 전망한다. 1분기 실적은 우려 대비 양호했으나 2분기부터는 전방산업 부진의 영향이 본격화되고 있는 것으로 추정된다. 달러기준 매출액은 -22.4% 감소, 원/달러 환율이 같은 기간 +4.6% 상승하여 원화 기준 매출액 감소율은 소폭 완화되나, 절대적인 매출액 감소에 따른 고정 비용 부담 증가로 영업이익률 하락은 불가피할 것으로 예상된다.

비우호적인 환경 장기화에 실적 타격 불가피

연초 중국과 한국에서 코로나19 확산 시 동사에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상했었다. 그러나 주요 고객사인 아디다스의 주력 판매 국가인 유럽과 미국에서의 코로나19 확산이 2분기 이후부터 본격화되어 동사 역시 타격은 불가피해 보인다. 아디다스가 최근 기존 재고 제품 판매에 주력하면서 신규 오더 물량 감소가 눈에 띄게 나타나고 있는 것으로 추정된다. 실적 부진은 3분기에도 지속될 것으로 전망한다.

중장기 성장 방향성은 유효

단기적인 실적 타격은 불가피하나 코로나19 사태는 외부환경적인 요인으로서 기존 동사의 핵심 투자 포인트였던 아디다스 내에서의 M/S 상승을 훼손하는 이슈는 아니라 판단한다. 코로나19 진정 시에는 실적의 눈높이는 다시 올라갈 것으로 전망한다. 더불어 최근 조달한 자금을 통해 카테고리 및 고객사 확보가 가시화된다면 중장기 성장성도 주목해야 할 포인트라 판단한다. 실적 추정치를 하향하여 목표주가는 1.6만원으로 하향 조정한다. 다만 상기한 바와 같이 코로나19 진정 시 실적은 다시 고성장성을 회복할 것으로 전망되어 투자 의견 Buy를 유지한다.

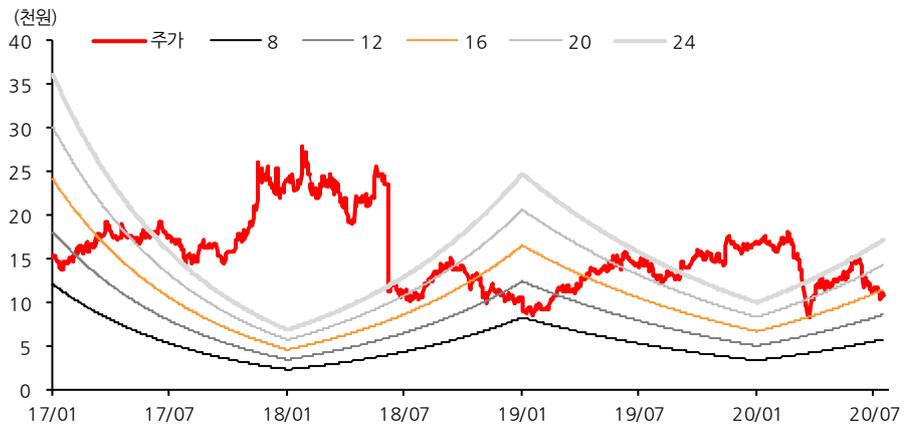
[표1] 화승엔터프라이즈 2Q20 실적 당사추정치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억 원)

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E (a)	yy	q-q	컨센서스(b)	차이(a/b-1)
매출액	294.8	300.7	373.4	284.4	243.6	-17.4	-14.4	312.5	-22.1
영업이익	17.4	25.0	33.9	18.2	11.7	-32.8	-35.7	19.7	-40.8
지배주주순이익	13.2	17.7	25.1	-6.0	5.9	-55.4	흑자전환	12.5	-52.9
영업이익률(%)	5.9	8.3	9.1	6.4	4.8			6.3	
순이익률(%)	4.5	5.9	6.7	-2.1	2.4			4.0	

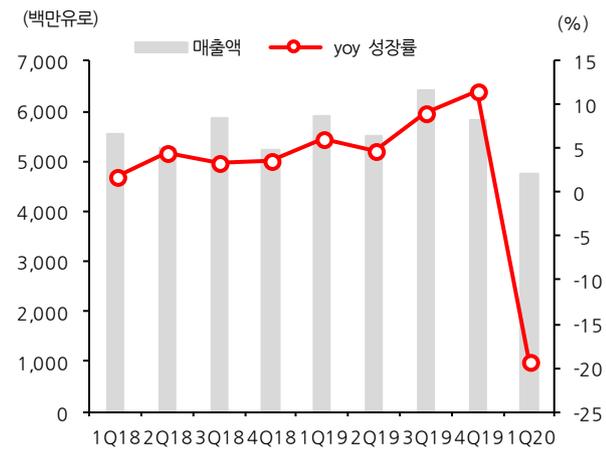
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 화승엔터프라이즈 12M FWD P/E 밴드 추이



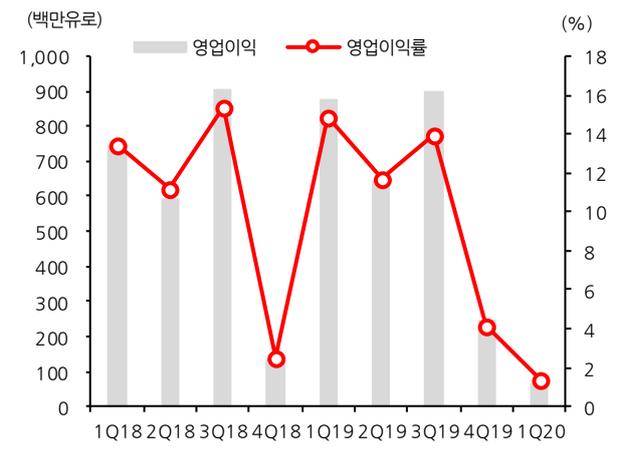
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 아디다스 분기별 매출액 추이



자료: 아디다스, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 아디다스 분기별 영업이익 추이



자료: 아디다스, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 회승엔터프라이즈 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	232.6	294.8	300.7	373.4	284.4	243.6	231.4	326.5	1,201.6	1,085.8	1,296.4
growth %	26.1	26.9	34.0	56.9	22.3	-17.4	-23.0	-12.6	36.7	-9.6	19.4
OEM	216.5	272.5	297.2	361.0	265.1	221.2	227.9	308.0	1,147.2	1,022.2	1,223.3
growth %	19.4	18.2	36.5	55.9	22.4	-18.8	-23.3	-14.7	33.2	-10.9	19.7
of total %	93.1	92.4	98.8	96.7	93.2	90.8	98.5	94.4	95.5	94.1	94.4
달러매출액(백만\$)	192.4	233.5	248.9	307.1	222.1	181.2	193.1	261.1	981.9	857.5	1,036.7
growth %	13.8	9.4	28.2	49.5	15.4	-22.4	-22.4	-15.0	25.4	-12.7	20.9
원/달러	1,125.3	1,166.8	1,194.2	1,175.6	1,193.6	1,220.8	1,180.0	1,180.0	1,166.1	1,180.0	1,180.0
growth %	4.9	8.1	6.5	4.3	6.1	4.6	-1.2	0.4	6.0	1.2	0.0
영업이익	9.2	17.4	25.0	33.9	18.2	11.7	13.6	26.7	85.4	70.1	102.8
growth %	50.3	50.0	220.6	128.7	98.1	-32.8	-45.8	-21.0	112.0	-17.9	46.6
margin %	3.9	5.9	8.3	9.1	6.4	4.8	5.9	8.2	7.1	6.5	7.9
지배주주순이익	6.4	13.2	17.7	25.1	-6.0	5.9	7.6	17.6	62.4	25.1	68.8
growth %	107.5	183.6	흑전	161.7	적전	-55.4	-57.0	-29.8	263.5	-59.8	174.0
margin %	2.8	4.5	5.9	6.7	-2.1	2.4	3.3	5.4	5.2	2.3	5.3

자료: 회승엔터프라이즈, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	768	879	1,202	1,086	1,296
매출총이익	126	123	184	163	212
영업이익	59	40	85	70	103
EBITDA	84	78	134	114	155
순이자손익	-3	-11	-14	-9	-9
외화관련손익	-2	-7	4	0	0
지분법손익	0	0	1	0	0
세전계속사업손익	53	23	78	38	94
당기순이익	42	17	65	27	71
지배주주순이익	41	17	62	25	69
증가율(%)					
매출액	20.0	14.4	36.7	-9.6	19.4
영업이익	33.6	-31.2	112.0	-17.9	46.6
EBITDA	35.2	-7.6	72.6	-14.7	36.0
순이익	19.1	-59.0	281.7	-58.9	164.0
이익률(%)					
매출총이익률	16.4	14.0	15.3	15.0	16.4
영업이익률	7.6	4.6	7.1	6.5	7.9
EBITDA 이익률	10.9	8.8	11.2	10.5	12.0
세전이익률	6.9	2.6	6.5	3.5	7.3
순이익률	5.4	1.9	5.4	2.5	5.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	32	43	69	68	120
당기순이익	53	23	78	27	71
자산상각비	25	37	49	44	53
운전자본증감	-39	-26	-51	-2	-2
매출채권 감소(증가)	-10	-7	-40	-2	-2
재고자산 감소(증가)	-39	-27	-52	-3	-3
매입채무 증가(감소)	13	1	44	3	3
투자현금흐름	-97	-105	-74	-99	-99
유형자산처분(취득)	-106	-105	-65	-100	-100
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	3	3
투자자산 감소(증가)	4	-3	13	0	0
재무현금흐름	34	74	15	83	-53
차입금의 증가(감소)	35	75	3	-64	-50
자본의 증가(감소)	-1	-1	12	147	-3
배당금의 지급	1	1	2	3	3
총현금흐름	85	80	138	70	122
(-)운전자본증가(감소)	16	26	53	2	2
(-)설비투자	111	110	68	100	100
(+)자산매각	4	4	3	3	3
Free Cash Flow	-38	-52	20	-29	23
(-)기타투자	16	-4	19	2	3
잉여현금	-54	-48	0	-31	21
NOPLAT	46	30	71	49	77
(+) Dep	25	37	49	44	53
(-)운전자본투자	16	26	53	2	2
(-)Capex	111	110	68	100	100
OpFCF	-56	-69	-2	-9	28

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	301	359	485	542	516
현금성자산	75	86	81	133	101
매출채권	71	95	157	159	161
재고자산	127	158	219	221	224
비유동자산	325	401	494	549	596
투자자산	34	35	61	63	66
유형자산	288	362	406	463	512
무형자산	4	4	27	23	18
자산총계	627	760	979	1,091	1,111
유동부채	326	408	520	464	438
매입채무	142	157	220	223	225
유동성이자부채	179	240	275	216	186
비유동부채	39	69	92	87	68
비유동이자부채	34	64	81	76	56
부채총계	365	477	611	551	506
자본금	15	30	30	35	35
자본잉여금	182	167	168	313	313
이익잉여금	75	91	150	173	239
자본조정	-14	-9	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	261	283	367	540	606

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	752	284	1,031	428	996
BPS	4,261	4,621	5,759	7,541	8,492
DPS	35	35	0	50	50
CFPS	1,545	1,317	2,287	1,188	1,765
ROA(%)	7.8	2.5	7.2	2.4	6.2
ROE(%)	18.4	6.4	19.9	5.8	12.4
ROIC(%)	14.8	6.7	12.6	7.4	10.8
Multiples(x, %)					
PER	16.0	37.5	16.4	25.2	10.8
PBR	2.8	2.3	2.9	1.4	1.3
PSR	0.9	0.7	0.9	0.6	0.6
PCR	7.8	8.1	7.4	9.1	6.1
EV/EBITDA	10.3	11.1	9.7	7.1	5.1
배당수익률	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	139.7	168.6	166.4	102.1	83.5
Net debt/Equity	53.0	77.0	74.9	29.5	23.4
Net debt/EBITDA	165.0	281.0	205.4	139.3	91.1
유동비율	92.4	88.1	93.3	116.8	117.7
이자보상배율(배)	10.7	3.5	5.6	5.1	9.6
자산구조(%)					
투하자본	78.5	80.4	81.8	77.9	81.7
현금+투자자산	21.5	19.6	18.2	22.1	18.3
자본구조(%)					
차입금	44.9	51.8	49.2	35.1	28.6
자기자본	55.1	48.2	50.8	64.9	71.4

[Compliance Notice]

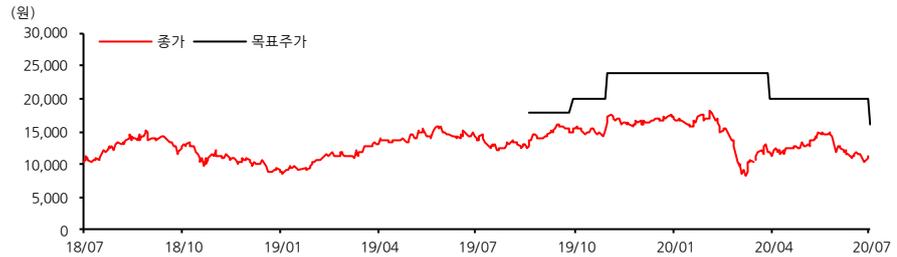
(공표일: 2020년 7월 17일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (순효주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[화승엔터프라이즈 주가 및 목표주가 추이]



[투자이전 변동 내역]

일 시	2019.09.04	2019.09.04	2019.10.14	2019.11.07	2019.11.14	2019.11.22
투자이전	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	순효주	18,000	20,000	20,000	24,000	24,000
일 시	2020.01.07	2020.02.19	2020.02.24	2020.02.25	2020.04.14	2020.05.15
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	24,000	24,000	24,000	24,000	20,000	20,000
일 시	2020.06.02	2020.07.17				
투자이전	Buy	Buy				
목표가격	20,000	16,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자이전	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.09.04	Buy	18,000	-17.71	-10.83
2019.10.14	Buy	20,000	-25.04	-21.00
2019.11.14	Buy	24,000	-36.35	-24.38
2020.04.14	Buy	20,000	-36.95	-25.00
2020.07.17	Buy	16,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이전]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%