

2020. 8. 18



▲ 화장품/섬유/의복

Analyst **하누리**  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

RA **정은수**  
02. 6454-4887  
esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **16,000 원**

현재주가 (8.14) **13,400 원**

상승여력 **19.4%**

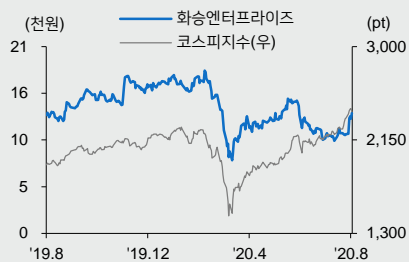
KOSPI	2,407.49pt
시가총액	8,112억원
발행주식수	6,054만주
유동주식비율	27.98%
외국인비중	3.40%
52주 최고/최저가	18,150원/8,150원
평균거래대금	57.4억원

주요주주(%)

화승인더스트리 외 5인	72.02
국민연금공단	8.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.9	-21.4	-0.4
상대주가	11.5	-26.8	-19.8

주가그래프



# 화승엔터프라이즈 241590

## 2Q20 Review: 쉽지 않은 영업 환경

- ✓ 2Q20 매출액 3,063억원(+4%), 영업이익 117억원(-33%), 순이익 189억원(+43%)
- ✓ 매출 상회: 달러 강세(+4.6%) 및 제품 믹스 개선(= P ↑ > Q ↓)
- ✓ 영업이익 하회: 물량 감소 → 가동률 저하 → 원가율 상승 → 마진 훼손
- ✓ 순이익 상회: 외화환산 환입(261억원) 영향
- ✓ 아디다스 재고 부담 역대 최고 수준, 실적 눈높이 낮출 필요

### 2Q20 매출 선방 vs. 이익 훼손

화승엔터프라이즈는 2분기 매출액 3,063억원(+3.9% YoY, 이하 YoY), 영업이익 117억원(-32.7%), 순이익 189억원(+43.0%)을 기록했다. 전 계정이 시장 기대치를 벗어났다. ① 매출 상회: OEM 매출이 두 자릿수 성장했다(+10.6%), 달러 강세(+4.6%) 및 제품 믹스 개선에 기인한다(= P ↑ > Q ↓). 2Q20 신발 완제품 생산량은 135만족(-33.0%), 족당 단가는 18,336원(+22.8%)이다.

② 영업이익 하회: 역레버리지가 불가피했다. '물량 감소(-33.0%) → 가동률 저하(-22.1%p; 완제품 -26.8%p) → 매출원가율 상승(+4.2%p) → 수익성 훼손(-2.1%p)'의 악순환이 발생한 탓이다. ③ 순이익 상회: 외화환산에 환입(261억원)이 있었다. 인도네시아 환율 안정화에 따른 조정으로 해석한다(외화환산손실: 1Q20 314억원 → 2Q20 -261억원).

### 투자 의견 Buy 및 적정주가 16,000원 유지

화승엔터프라이즈에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 16,000원을 유지한다. 실적에 대한 눈높이를 낮출 필요가 있다. 고객사 판매 부진으로 물량 확보가 녹록하지 못하기 때문이다. 2Q20 아디다스 그룹의 재고자산은 59억달러로(+23.3% QoQ, +44.3% YoY) 역대 최대, 재고자산회전율은 0.7회로 역대 최저 수준이다. 추가 주문 보다는 보유 재고 소진에 주력할 것으로 보인다.

수주 재개는 거래선 회복에 달려있다. 아디다스 판매 개선 시점을 4Q20E로 예상, 화승엔터프라이즈의 매출은 1Q21E 성장 전환할 것으로 추정한다(평균 리드타임 1개 분기 적용).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	879.2	40.3	17.2	284	-62.5	4,621	37.5	2.3	11.2	6.4	168.6
2019	1,201.6	85.4	62.4	1,031	281.7	5,759	16.4	2.9	9.9	19.9	166.4
2020E	1,153.9	57.6	31.2	515	-50.2	8,745	26.0	1.5	9.2	7.1	92.4
2021E	1,298.0	85.8	61.6	1,018	97.7	9,718	13.2	1.4	7.0	11.0	76.8
2022E	1,385.2	94.1	68.6	1,134	11.4	10,806	11.8	1.2	6.2	11.0	61.7

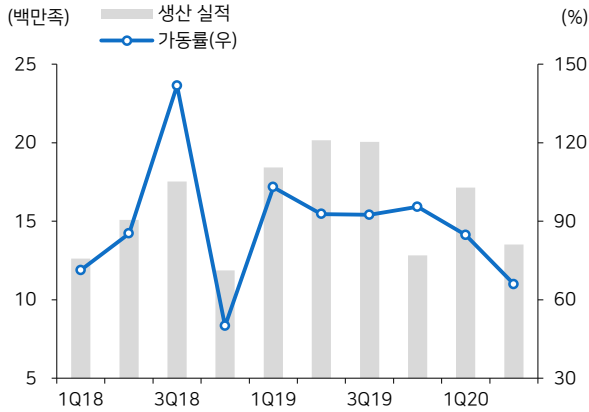
(십억원, %, %p)	2Q20	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	306.3	294.8	3.9	284.4	7.7	260.0	17.8	264.6	15.7
영업이익	11.7	17.4	-32.7	18.2	-35.7	14.4	-18.9	15.1	-22.6
순이익	18.9	13.2	43.0	-6.0	-414.5	10.3	83.4	6.4	195.2
영업이익률	3.8	5.9	-2.1	6.4	-2.6	5.5	-1.7	5.7	-1.9
순이익률	6.2	4.5	1.7	-2.1	8.3	4.0	2.2	2.4	3.7

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>232.6</b>	<b>294.8</b>	<b>300.7</b>	<b>373.4</b>	<b>284.4</b>	<b>306.3</b>	<b>203.6</b>	<b>359.5</b>	<b>1,201.6</b>	<b>1,153.9</b>	<b>1,298.0</b>
OEM	216.5	272.5	297.2	359.7	265.1	301.3	201.3	347.7	1,145.9	1,115.4	1,253.8
브랜드	16.1	22.3	3.5	13.8	19.3	4.9	2.3	11.9	55.7	38.4	44.2
매출총이익	33.7	44.5	53.9	52.1	45.6	33.2	21.7	50.5	184.2	151.0	194.9
매출총이익률	14.5	15.1	17.9	13.9	16.0	10.9	10.6	14.0	15.3	13.1	15.0
<b>영업이익</b>	<b>9.2</b>	<b>17.4</b>	<b>25.0</b>	<b>33.9</b>	<b>18.2</b>	<b>11.7</b>	<b>1.7</b>	<b>26.1</b>	<b>85.4</b>	<b>57.6</b>	<b>85.8</b>
영업이익률	3.9	5.9	8.3	9.1	6.4	3.8	0.8	7.2	7.1	5.0	6.6
OEM	8.6	15.2	23.4	32.5	16.6	11.8	2.0	25.3	79.7	55.8	81.5
브랜드 유통 및 기타	0.6	2.2	1.6	1.4	1.5	-0.1	-0.3	0.7	5.8	1.8	4.3
<b>순이익</b>	<b>6.4</b>	<b>13.2</b>	<b>17.7</b>	<b>25.1</b>	<b>-6.0</b>	<b>18.9</b>	<b>-0.8</b>	<b>19.0</b>	<b>62.4</b>	<b>31.2</b>	<b>61.6</b>
순이익률	2.8	4.5	5.9	6.7	-2.1	6.2	-0.4	5.3	5.2	2.7	4.7
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>26.1</b>	<b>26.9</b>	<b>34.0</b>	<b>56.9</b>	<b>22.3</b>	<b>3.9</b>	<b>-32.3</b>	<b>-3.7</b>	<b>36.7</b>	<b>-4.0</b>	<b>12.5</b>
OEM	19.4	18.2	36.5	55.3	22.4	10.6	-32.3	-3.3	33.1	-2.7	12.4
브랜드 유통 및 기타	414.1	1,120.2	-46.8	114.7	19.9	-77.9	-34.9	-13.8	209.1	-31.0	15.0
<b>영업이익</b>	<b>50.3</b>	<b>50.0</b>	<b>220.6</b>	<b>128.7</b>	<b>98.1</b>	<b>-32.7</b>	<b>-93.3</b>	<b>-23.1</b>	<b>112.0</b>	<b>-32.6</b>	<b>48.9</b>
OEM	42.3	42.2	217.0	121.0	93.4	-22.3	-91.4	-22.0	105.3	-30.0	46.1
브랜드 유통 및 기타	814.3	141.8	283.8	1,157.3	168.2	적전	적전	-48.1	284.9	-68.7	136.1
<b>순이익</b>	<b>107.5</b>	<b>183.6</b>	<b>흑전</b>	<b>161.7</b>	<b>적전</b>	<b>43.0</b>	<b>적전</b>	<b>-24.1</b>	<b>263.5</b>	<b>-50.1</b>	<b>97.7</b>

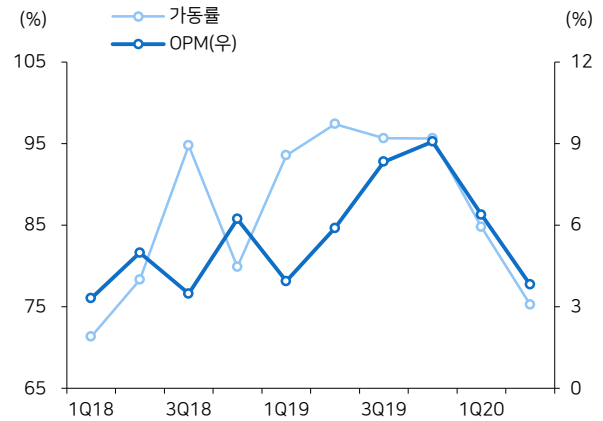
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림1 화승엔터프라이즈 신발 완제품 생산 실적 및 가동률



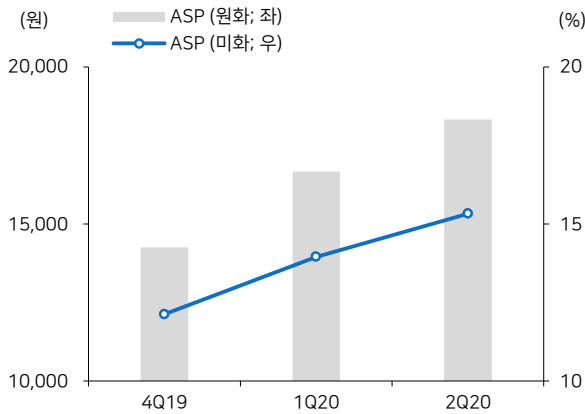
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림2 화승엔터프라이즈 가동률 (완제/반제 합산) 및 OPM



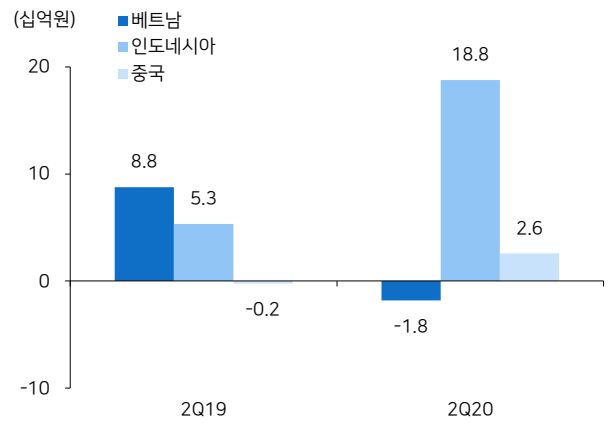
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림3 화승엔터프라이즈 신발 완제품 ASP 추이



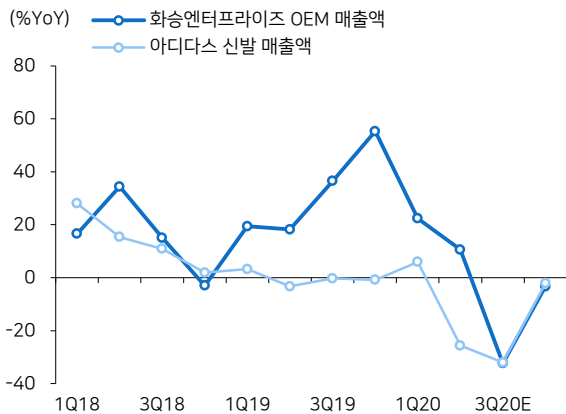
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림4 화승엔터프라이즈 지역별 순이익



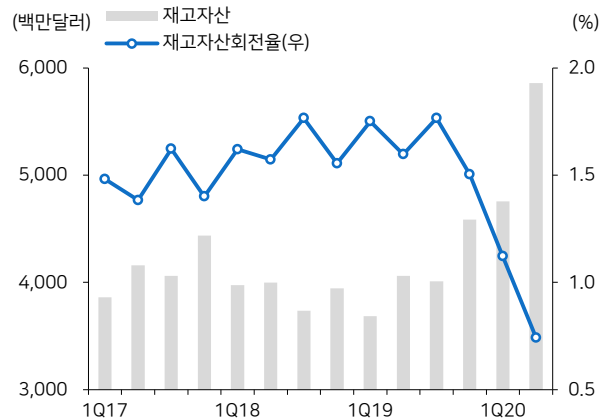
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림5 화승엔터 매출 vs. 아디다스 매출(1개 분기 선행)



주: 시계열은 화승엔터프라이즈 실적 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 아디다스 재고자산 및 재고자산회전율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 화승엔터프라이즈 (241590)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>879.2</b>	<b>1,201.6</b>	<b>1,153.9</b>	<b>1,298.0</b>	<b>1,385.2</b>
매출액증가율 (%)	14.4	36.7	-4.0	12.5	6.7
매출원가	756.2	1,017.4	1,002.9	1,103.1	1,175.3
매출총이익	123.0	184.2	151.0	194.9	209.9
판매관리비	82.7	98.7	93.4	109.1	115.8
<b>영업이익</b>	<b>40.3</b>	<b>85.4</b>	<b>57.6</b>	<b>85.8</b>	<b>94.1</b>
영업이익률	4.6	7.1	5.0	6.6	6.8
금융손익	-11.1	-13.2	-10.0	-10.3	-10.6
중속/관계기업손익	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
기타영업외손익	-6.1	5.1	-5.0	2.1	3.0
세전계속사업이익	23.1	78.1	43.3	78.3	87.2
법인세비용	6.0	12.9	10.8	14.1	15.7
<b>당기순이익</b>	<b>17.1</b>	<b>65.2</b>	<b>32.5</b>	<b>64.2</b>	<b>71.5</b>
지배주주지분 순이익	17.2	62.4	31.2	61.6	68.6

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>359.3</b>	<b>484.7</b>	<b>545.7</b>	<b>580.2</b>	<b>606.8</b>
현금및현금성자산	59.9	71.7	64.1	65.4	69.6
매출채권	91.4	137.5	162.3	171.8	178.7
재고자산	158.3	218.8	264.8	283.3	294.1
비유동자산	401.2	494.2	511.2	500.0	492.0
유형자산	361.7	406.3	420.9	410.6	403.5
무형자산	4.3	27.4	26.3	24.7	23.3
투자자산	4.9	7.2	7.9	8.4	8.9
<b>자산총계</b>	<b>760.5</b>	<b>978.9</b>	<b>1,056.9</b>	<b>1,080.1</b>	<b>1,098.7</b>
유동부채	408.0	519.6	430.6	403.5	374.4
매입채무	139.1	187.4	180.4	197.3	213.2
단기차입금	234.6	214.9	187.9	163.9	125.9
유동성장기부채	5.6	59.3	15.1	0.0	0.0
비유동부채	69.4	91.8	77.0	65.9	44.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	63.7	66.0	51.0	39.0	17.0
<b>부채총계</b>	<b>477.3</b>	<b>611.4</b>	<b>507.6</b>	<b>469.4</b>	<b>419.2</b>
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	167.3	167.6	167.7	167.7	167.7
기타포괄이익누계액	-9.1	0.3	5.2	5.2	5.2
이익잉여금	91.3	150.4	176.1	235.0	300.9
비지배주주지분	3.4	18.9	19.9	22.5	25.3
<b>자본총계</b>	<b>283.1</b>	<b>367.5</b>	<b>549.3</b>	<b>610.8</b>	<b>679.5</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>42.9</b>	<b>69.3</b>	<b>17.2</b>	<b>99.4</b>	<b>113.1</b>
당기순이익(손실)	17.1	65.2	32.5	64.2	71.5
유형자산상각비	36.6	47.2	53.1	53.3	52.1
무형자산상각비	0.7	1.3	1.6	1.5	1.4
운전자본의 증감	-26.0	-51.1	-86.3	-19.6	-11.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-104.5</b>	<b>-73.8</b>	<b>-70.8</b>	<b>-44.4</b>	<b>-46.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-109.8	-68.1	-70.0	-43.0	-45.0
투자자산의감소(증가)	1.1	-1.6	-0.5	-0.5	-0.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>74.1</b>	<b>14.7</b>	<b>43.6</b>	<b>-53.7</b>	<b>-62.6</b>
차입금의 증감	90.5	52.5	-85.7	-51.0	-59.9
자본의 증가	0.5	0.3	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.6	11.7	-7.6	1.3	4.2
기초현금	47.3	59.9	71.7	64.1	65.4
기말현금	59.9	71.7	64.1	65.4	69.6

### Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	14,524	19,849	19,061	21,441	22,881
EPS(지배주주)	284	1,031	515	1,018	1,134
CFPS	1,217	2,073	2,160	2,327	2,421
EBITDAPS	1,282	2,213	1,855	2,322	2,438
BPS	4,621	5,759	8,745	9,718	10,806
DPS	35	45	45	45	45
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	37.5	16.4	26.0	13.2	11.8
PCR	8.7	8.2	6.2	5.8	5.5
PSR	0.7	0.9	0.7	0.6	0.6
PBR	2.3	2.9	1.5	1.4	1.2
EBITDA	77.6	134.0	112.3	140.6	147.6
EV/EBITDA	11.2	9.9	9.2	7.0	6.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.4	19.9	7.1	11.0	11.0
EBITDA 이익률	8.8	11.2	9.7	10.8	10.7
부채비율	168.6	166.4	92.4	76.8	61.7
금융비용부담률	1.3	1.3	1.2	0.7	0.5
이자보상배율(x)	3.5	5.6	4.2	9.2	12.5
매출채권회전율(x)	10.9	10.5	7.7	7.8	7.9
재고자산회전율(x)	6.2	6.4	4.8	4.7	4.8

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

