

# 화승엔터프라이즈

**BUY(유지)**

241590 기업분석 | 패션/신발

목표주가(유지)	16,000원	현재주가(08/21)	11,300원	Up/Downside	+41.6%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 08. 24

## NDR 코멘트: 경쟁 우위 재확인!

### Comment

**어려운 시기에도 경쟁 우위 확보 중:** 코로나19 영향이 OEM산업의 불확실성을 키우고 있는 와중에도 동시에 상반기 실적 성장세가 양호했고, 심지어 아디다스 내 생산 점유율과 평균 수주단가의 상승이 두드러져 타 벤더 대비 경쟁 우위를 점하고 있음을 재확인 할 수 있었다. 아디다스의 재고가 최고 수준으로 늘어 관련 생산벤팠의 매출과 이익도 상당히 부진했던 것과는 달리 화승이 견조한 실적을 유지할 수 있었던 이유는 중고가 제품 위주로 제품믹스가 변화했기 때문이다. 작년부터 본격 생산 시작했던 고단가 제품(boost라인)의 영향이 컸을 것으로 판단되는데 실제 코로나19 영향에 따른 생산 차질로 가동률은 전년동기대비 20%pt 이상 떨어졌지만 평균수주단가는 27% 상승했다.

**3Q20 부진하지만 4Q20 V자 실적 회복 기대:** 연말 내로 아디다스가 적극적인 프로모션 등을 앞세워 재고 소진에 집중하겠다는 의지가 강해 3Q20 벤더사들의 매출과 이익이 또 한번 바닥을 확인할 것으로 보인다. 화승도 매출은 -21%YOY, 영업이익 -52%YOY 감소할 것으로 보이는 한편 4Q20 초에는 아디다스의 미뤄졌던 신제품 라인 생산이 가시화될 수 있을 것으로 예상되어 3Q20 실적을 바닥으로 실적 회복세가 예상된다. 또한 크로스 카테고리 전개를 위한 인력 재편도 예상되어 장기 성장을 위한 액션이 좀 더 구체화될 수 있을 것으로 기대된다. 단기 실적에 대한 기대치가 상당히 낮아지긴 하지만 중장기 실적 회복 기대감 또한 높은 편이라 판단한다.

### Action

**주가는 우상향 타이밍 노리며 당분간 바닥 확인 중:** 어려운 시기에 경쟁 우위를 보여주고 있는 점과 중장기 실적 회복 기대감이 높은 점을 들어 주가는 하방 압력을 키우기보다 바닥을 확인하며 우상향 타이밍을 노릴 것으로 예상된다. 의류/신발 OEM사 중 동사에 대한 선호 의견을 제시한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	8,150/18,150원
<b>매출액</b>	879	1,202	1,251	1,587	2,017	KOSDAQ /KOSPI	796/2,305pt
(증가율)	14.4	36.7	4.1	26.9	27.1	시가총액	6,841억원
영업이익	40	85	87	148	227	60일-평균거래량	439,357
(증가율)	-31.2	112.0	1.5	71.0	53.0	외국인지분율	3.5%
자배주주순이익	17	62	59	108	172	60일-외국인지분율변동추이	0.0%
EPS	284	1,031	972	1,777	2,846	주요주주	화승인더스트리 외 5 인 72.0%
PER (H/L)	53.6/33.2	17.3/8.1	11.6	6.4	4.0	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	3.3/2.0	3.1/1.5	1.7	1.3	1.0	화승엔터프라이즈(좌)	
EV/EBITDA (H/L)	14.6/7.0	10.1/6.1	6.0	3.8	2.3	KOSPI수준비(우)	
영업이익률	4.6	7.1	6.9	9.3	11.3		
ROE	6.4	19.9	15.6	23.5	29.1		
						주가상승률	1M 3M 12M
						절대기준	5.1 -11.7 -16.3
						상대기준	1.7 -23.5 -28.6

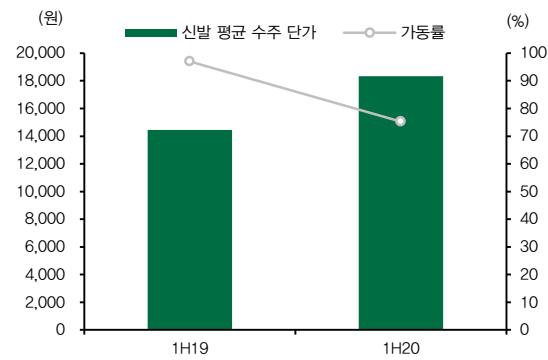
도표 1. 화승엔터프라이즈 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	19	20E	21E
연결매출	2,326	2,948	3,007	3,733	2,844	3,063	2,391	4,055	12,016	12,513	15,874
%YoY	26.1	26.9	34.0	56.8	22.3	3.9	-20.5	8.6	36.7	4.1	26.9
매출원가	1,990	2,503	2,468	3,213	2,389	2,730	2,044	3,467	10,174	10,630	13,117
% of sales	85.5	84.9	82.1	86.1	84.0	89.1	85.5	85.5	84.7	85.0	82.6
매출총이익	337	445	539	520	456	332	347	588	1,842	1,883	2,757
% of sales	14.5	15.1	17.9	13.9	16.0	10.9	14.5	14.5	15.3	15.0	17.4
판관비	245	271	289	182	274	216	227	298	987	1,015	1,274
% of sales	10.5	9.2	9.6	4.9	9.6	7.0	9.5	7.4	8.2	8.1	8.0
영업이익	92	174	250	340	182	117	120	290	854	867	1,483
% of sales	3.9	5.9	8.3	9.1	6.4	3.8	5.0	7.1	7.1	6.9	9.3
%YoY	50.3	50.0	220.6	129.4	98.1	-32.7	-52.3	-14.8	112.0	1.5	71.0

자료: 화승엔터프라이즈, DB 금융투자

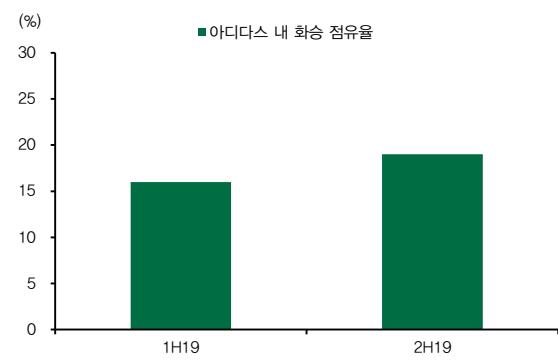
도표 2. 1H20 신발 평균 수주 단가 27%YoY 일시 상승



자료: 화승엔터프라이즈, DB 금융투자

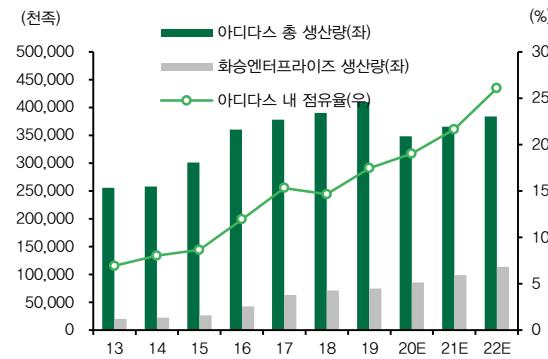
주: 전자공시 반기 보고서 기준

도표 3. 아디다스 내 화승 점유율: 타 벤더 대비 경쟁 우위



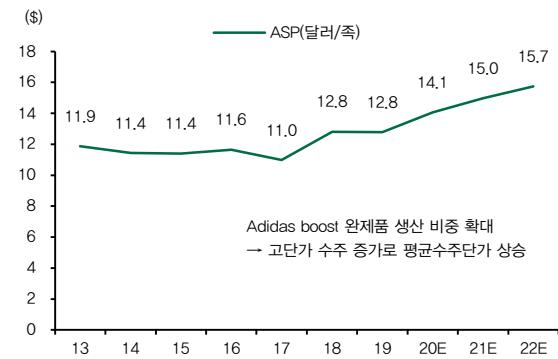
자료: 화승엔터프라이즈, DB 금융투자

도표 4. 아디다스 총 생산량 대비 화승 점유율 연간 추이



자료: 화승엔터프赖이즈, DB 금융투자

도표 5. 평균 수주 단가 추세 상승 중



자료: 화승엔터프赖이즈, DB 금융투자

**대차대조표**

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	359	485	504	686	922
현금및현금성자산	60	72	127	224	345
매출채권및기타채권	95	157	140	172	215
재고자산	158	219	196	248	316
<b>비유동자산</b>	<b>401</b>	<b>494</b>	<b>499</b>	<b>484</b>	<b>525</b>
유형자산	362	406	412	399	441
무형자산	4	27	26	25	24
투자자산	5	7	7	7	7
<b>자산총계</b>	<b>760</b>	<b>979</b>	<b>1,030</b>	<b>1,198</b>	<b>1,474</b>
<b>유동부채</b>	<b>408</b>	<b>520</b>	<b>530</b>	<b>594</b>	<b>696</b>
매입채무및기타채무	166	235	254	328	430
단기应付금및단기차제	235	215	206	196	196
유동성장기부채	6	59	59	59	59
<b>비유동부채</b>	<b>69</b>	<b>92</b>	<b>72</b>	<b>69</b>	<b>69</b>
사례및장기차입금	64	66	46	43	43
<b>부채총계</b>	<b>477</b>	<b>611</b>	<b>602</b>	<b>663</b>	<b>765</b>
자본금	30	30	35	35	35
자본잉여금	167	168	168	168	168
이익잉여금	91	150	204	306	473
비자매주자분	3	19	21	26	34
<b>자본총계</b>	<b>283</b>	<b>367</b>	<b>428</b>	<b>535</b>	<b>709</b>

**현금흐름표**

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>43</b>	<b>69</b>	<b>186</b>	<b>165</b>	<b>234</b>
당기순이익	17	65	61	112	180
현금유동이 없는 비용 및 수익	57	60	84	90	105
유형 및 무형자산상각비	37	49	62	60	64
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-26</b>	<b>-51</b>	<b>52</b>	<b>-14</b>	<b>-15</b>
매출채권및기타채권의감소	-7	-40	18	-33	-43
재고자산의감소	-27	-52	23	-53	-68
마이너스부채 및 기타채무의증가	23	63	19	74	102
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-105</b>	<b>-74</b>	<b>-60</b>	<b>-36</b>	<b>-93</b>
CAPEX	-110	-68	-67	-45	-105
투자자산의순증	1	-2	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>74</b>	<b>15</b>	<b>-43</b>	<b>-33</b>	<b>-20</b>
사례자본금의증가	91	53	-29	-13	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	4	0	0
배당금지급	-1	-2	-3	-5	-6
기타현금흐름	0	2	-27	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>56</b>	<b>97</b>	<b>121</b>
기초현금	47	60	72	127	224
기말현금	60	72	127	224	345

자료: 화승엔터프라이즈, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

**손익계산서**

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>879</b>	<b>1,202</b>	<b>1,251</b>	<b>1,587</b>	<b>2,017</b>
매출원가	756	1,017	1,063	1,312	1,630
<b>매출총이익</b>	<b>123</b>	<b>184</b>	<b>188</b>	<b>276</b>	<b>387</b>
판관비	83	99	102	127	160
<b>영업이익</b>	<b>40</b>	<b>85</b>	<b>87</b>	<b>148</b>	<b>227</b>
EBITDA	78	134	149	208	291
<b>영업외손익</b>	<b>-17</b>	<b>-7</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	<b>-11</b>
금융순익	-11	-13	-7	-8	-5
투자순익	0	1	0	0	0
기타영업외손익	-6	5	-6	-6	-6
<b>세전이익</b>	<b>23</b>	<b>78</b>	<b>74</b>	<b>135</b>	<b>215</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>17</b>	<b>65</b>	<b>61</b>	<b>112</b>	<b>180</b>
자비주주지분순이익	17	62	59	108	172
비자비주주지분순이익	0	3	3	5	8
<b>총포괄이익</b>	<b>22</b>	<b>74</b>	<b>61</b>	<b>112</b>	<b>180</b>
증감률(%YoY)					
매출액	14.4	36.7	4.1	26.9	27.1
영업이익	-31.2	112.0	1.5	71.0	53.0
EPS	-62.2	263.5	-5.8	82.8	60.2

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

**주요 투자지표**

12월 결산(원 %, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	284	1,031	972	1,777	2,846
BPS	4,621	5,759	6,716	8,401	11,156
DPS	35	45	75	80	80
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	37.5	16.4	11.6	6.4	4.0
P/B	2.3	2.9	1.7	1.3	1.0
EV/EBITDA	11.2	9.9	6.0	3.8	2.3
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	4.6	7.1	6.9	9.3	11.3
EBITDA마진	8.8	11.2	11.9	13.1	14.4
순이익률	1.9	5.4	4.9	7.1	8.9
ROE	6.4	19.9	15.6	23.5	29.1
ROA	2.5	7.5	6.1	10.1	13.5
ROI	6.7	12.5	11.7	20.9	30.6
<b>안정성 및 기타</b>					
부채비율(%)	168.6	166.4	140.7	123.9	107.9
이자보상배율(배)	3.5	5.6	5.5	10.0	15.6
배당성향(배)	12.4	4.2	8.4	4.9	3.1

자료: 화승엔터프라이즈, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

주: IFRS 연결기준

주: IFRS 연결기준

**Compliance Notice**

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 하위없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
18/07/12	Buy	16,000	-22.8 -5.6	20/07/22	Buy	16,000	- -
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	-30.7 -28.2				
20/02/25	Buy	23,000	-47.2 -28.5				
20/04/22	Buy	21,000	-40.2 -28.6				

주: \*표는 담당자 변경

**화승엔터프라이즈 현주가 및 목표주가 차트**