

# 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 동사는 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 생산벤더의 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%p 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 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	879	1,202	1,251	1,587	2,017
(증가율)	14.4	36.7	4.1	26.9	27.1
영업이익	40	85	87	148	227
(증가율)	-31.2	112.0	1.5	71.0	53.0
지배주주순이익	17	62	59	108	172
EPS	284	1,031	972	1,777	2,846
PER (H/L)	53.6/33.2	17.3/8.1	11.6	6.4	4.0
PBR (H/L)	3.3/2.0	3.1/1.5	1.7	1.3	1.0
EV/EBITDA (H/L)	14.6/7.0	10.1/6.1	6.0	3.8	2.3
영업이익률	4.6	7.1	6.9	9.3	11.3
ROE	6.4	19.9	15.6	23.5	29.1

#### Stock Data

52주 최저/최고	8,150/18,150원
KOSDAQ /KOSPI	796/2,305pt
시가총액	6,841억원
60일-평균거래량	439,357
외국인지분율	3.5%
60일-외국인지분율변동추이	0.0%p
주요주주	화승인더스트리 외 5인 72.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	5.1	-11.7	-16.3
상대기준	1.7	-23.5	-28.6

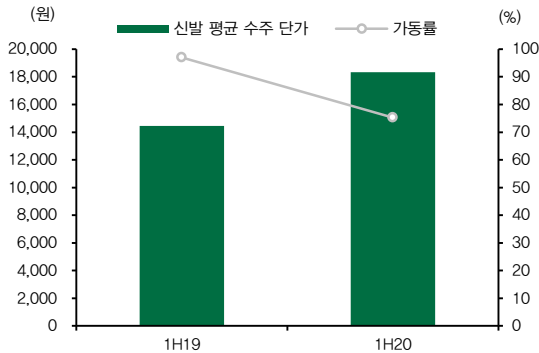
도표 1. 회승엔터프라이즈 분기, 연간 실적 전망

(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
판매비	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

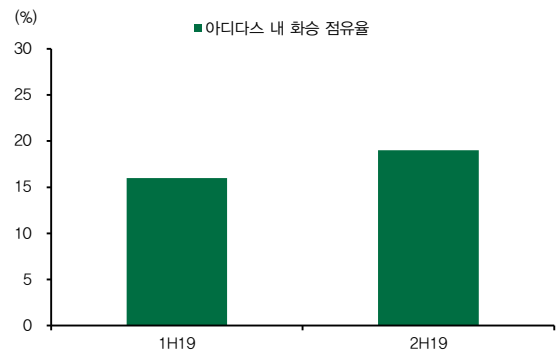
자료: 회승엔터프라이즈, DB 금융투자

도표 2. 1H20 신발 평균 수주 단가 27%YoY 일시 상승



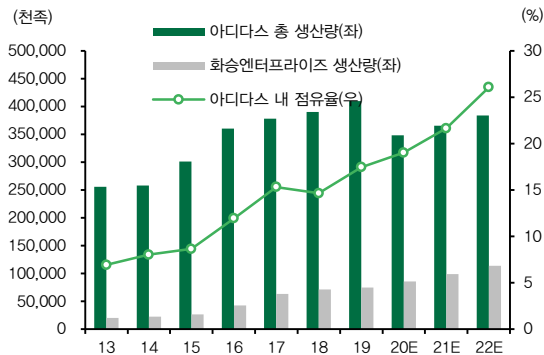
자료: 회승엔터프라이즈, DB금융투자 주: 전자공시 반기 보고서 기준

도표 3. 아디다스 내 회승 점유율: 타 벤더 대비 경쟁 우위



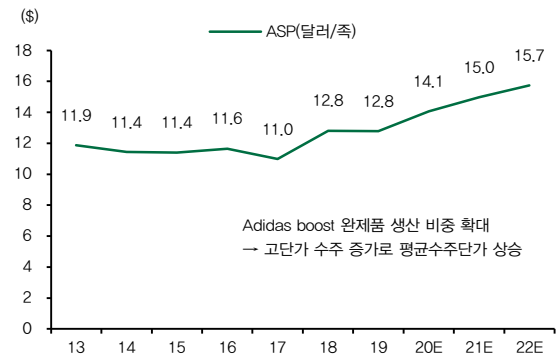
자료: 회승엔터프라이즈, DB금융투자

도표 4. 아디다스 총 생산량 대비 회승 점유율 연간 추이



자료: 회승엔터프라이즈, DB 금융투자

도표 5. 평균 수주 단가 추세 상승 중



자료: 회승엔터프라이즈, DB 금융투자

**대차대조표**

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

**현금흐름표**

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

자료: 화승엔터프라이즈, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

**손익계산서**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	879	1,202	1,251	1,587	2,017
매출원가	756	1,017	1,063	1,312	1,630
매출총이익	123	184	188	276	387
판관비	83	99	102	127	160
영업이익	40	85	87	148	227
EBITDA	78	134	149	208	291
영업외손익	-17	-7	-13	-14	-11
금융손익	-11	-13	-7	-8	-5
투자손익	0	1	0	0	0
기타영업외손익	-6	5	-6	-6	-6
세전이익	23	78	74	135	215
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	65	61	112	180
자배주주지분순이익	17	62	59	108	172
비자배주주지분순이익	0	3	3	5	8
총포괄이익	22	74	61	112	180
총감률(%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 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

**주요 투자지표**

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)	284	1,031	972	1,777	2,846
EPS	4,621	5,759	6,716	8,401	11,156
BPS	35	45	75	80	80
DPS					
Multiple(배)					
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
수익성(%)					
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
ROIC	6.7	12.5	11.7	20.9	30.6
안정성및기타					
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

**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 것이나 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 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)**

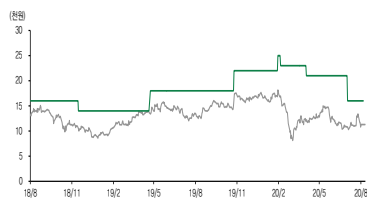
■ 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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 현재주 및 목표주가 차트**



**최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경**

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			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