

2020. 10. 8



▲ 화장품/섬유의복

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 (10.7) 13,600 원

상승여력 17.6%

KOSPI 2,386.94pt

시가총액 8,233억원

발행주식수 6,054만주

유동주식비율 27.98%

외국인비중 3.91%

52주 최고/최저가 18,150원/8,150원

평균거래대금 47.5억원

주요주주(%)

화승인더스트리 외 5인 72.02

국민연금공단 10.11

주가상승률(%)

1개월 9.7 6개월 11.9 12개월 -11.7

절대주가 9.6 -14.5 -25.2

상대주가

주가그래프



화승엔터프라이즈 241590

3Q20 Preview: 우려 반영 완료

- ✓ 3Q20E: 매출액 2,288억원(-23.9% YoY; 이하 YoY), 영업이익 87억원(-65.4%)
- ✓ 전방 판매 급감 → 재고 부담 증가 → 주문 취소 및 선적 지연 → 후방 수주 감소
- ✓ 아디다스: 4Q20E +4.3% 성장 전환 (2Q20 -36.3%, 3Q20E -3.6%)
- ✓ 화승엔터: 1Q21E +9.6% 성장 전환 (3Q20E -23.9%, 4Q20E -3.8%; 1개 분기 후행)
- ✓ 단기 실적 우려 주가 기반영 + 차기년도 실적 성장 기대 유효 = 매수 접근 추천

3Q20E 전방 판매 급감 → 재고 부담 증가 → 후방 수주 감소

화승엔터프라이즈는 2020년 3분기 매출액 2,288억원(-23.9% YoY; 이하 YoY), 영업이익 87억원(-65.4%), 순이익 47억원(-73.7%)을 기록할 것으로 예상된다. 전방 판매 급감으로, 수주 물량 확보에 차질이 있었을 것으로 판단한다.

단기 수주 감소는 불가피하다. 고객사 판매 부진에 기인한다. 2Q20 아디다스 매출은 전년동기대비 -36.3% 줄어들었다. 역대 최대 역신장 폭이다. 록다운 영향으로 정상 영업이 불가능했기 때문이다. 경쟁사 대비 DTC 채널 대응이 미흡하면서, 오프라인 부진에 더욱 노출되었던 것으로 해석한다. 2H19 경쟁사 물량 이전에 따른 역기저 부담도 감안할 필요가 있다.

분기가 거듭될수록 개선되겠다. 매출액은 3Q20E와 4Q20E 각각 -23.9%, -3.8% 감소, 1Q21E +9.6%로 성장 전환할 전망이다. 아디다스 판매 회복이 4Q20E 나타날 것으로 추정했다(평균 리드타임 1개 분기 적용).

투자 의견 Buy 및 적정주가 16,000원 유지

화승엔터프라이즈에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 16,000원을 유지한다. 단기 실적 우려는 주가에 상당 반영되었다고 판단한다. 차기년도 실적 개선에 대한 기대가 유효한 바, 매수 접근을 추천한다. ① 실적 성장: 신제품 수주(Q↑) 및 고단가 기여 확대(P↑)로 양질의 성장을 도모할 전망이다. ②모멘텀 강화: 아디다스 회복에 동조화되겠다. 실적과 주가 모두가 그렇다. 최근 북미 영업 활동 재개에 따른 판매 개선 기대감으로 아디다스 주가가 기지개를 켜고 있기도 하다.

(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	1,178.7	63.5	35.4	585	-43.4	8,914	23.3	1.5	8.2	8.0	90.1
2021E	1,326.0	91.0	65.7	1,086	85.7	9,950	12.5	1.4	6.4	11.5	74.5
2022E	1,404.5	99.7	73.0	1,207	11.1	11,102	11.3	1.2	5.7	11.5	63.6

표1 화승엔터프라이즈 3Q20 실적 Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	228.8	300.7	-23.9	306.3	-25.3	210.3	8.8
영업이익	8.7	25.0	-65.2	11.7	-25.6	6.1	42.6
지배순이익	4.7	17.7	-73.4	18.9	-75.1	4.1	14.6
영업이익률(%)	3.8	8.3	-4.5	3.8	0.0	2.9	0.9

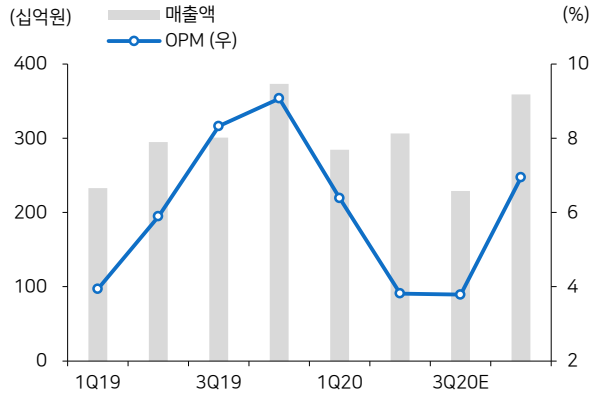
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

표2 화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	232.6	294.8	300.7	373.4	284.4	306.3	228.8	359.2	1,201.6	1,178.7	1,326.0
OEM	216.5	272.5	297.2	359.7	265.1	301.3	226.1	347.7	1,145.9	1,140.3	1,281.7
브랜드	16.1	22.3	3.5	13.8	19.3	4.9	2.7	11.5	55.7	38.4	44.2
매출총이익	33.7	44.5	53.9	52.1	45.6	33.2	29.6	50.5	184.2	158.9	201.2
매출총이익률	14.5	15.1	17.9	13.9	16.0	10.9	12.9	14.0	15.3	13.5	15.2
영업이익	9.2	17.4	25.0	33.9	18.2	11.7	8.7	25.0	85.4	63.5	91.0
영업이익률	3.9	5.9	8.3	9.1	6.4	3.8	3.8	6.9	7.1	5.4	6.9
OEM	8.6	15.2	23.4	32.5	16.6	11.8	8.6	24.6	79.7	61.6	88.4
브랜드	0.6	2.2	1.6	1.4	1.5	-0.1	0.1	0.4	5.8	1.9	2.6
순이익	6.4	13.2	17.7	25.1	-6.0	18.9	4.7	17.8	62.4	35.4	65.7
순이익률	2.8	4.5	5.9	6.7	-2.1	6.2	2.0	5.0	5.2	3.0	5.0
(% YoY)											
매출액	26.1	26.9	34.0	56.9	22.3	3.9	-23.9	-3.8	36.7	-1.9	12.5
OEM	19.4	18.2	36.5	55.3	22.4	10.6	-23.9	-3.3	33.1	-0.5	12.4
브랜드	414.1	1,120.2	-46.8	114.7	19.9	-77.9	-24.0	-16.6	209.1	-31.0	15.0
영업이익	50.3	50.0	220.6	128.7	98.1	-32.7	-65.4	-26.3	112.0	-25.7	43.4
OEM	42.3	42.2	217.0	121.0	93.4	-22.3	-63.3	-24.4	105.3	-22.7	43.6
브랜드	814.3	141.8	283.8	1,157.3	168.2	적전	-95.8	-71.5	284.9	-67.3	35.5
순이익	107.5	183.6	흑전	161.7	적전	43.0	-73.7	-28.8	263.5	-43.3	85.7

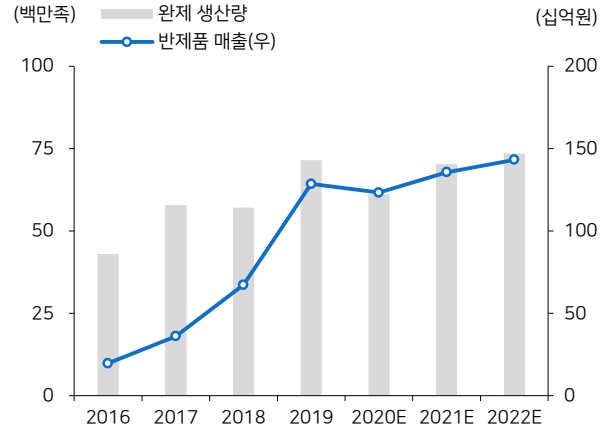
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림1 화승엔터프라이즈 분기 매출액 및 영업이익률



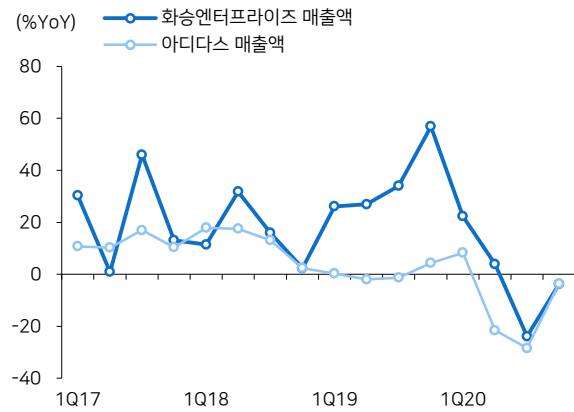
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 화승엔터프라이즈 연간 완제품 생산 및 반제품 매출



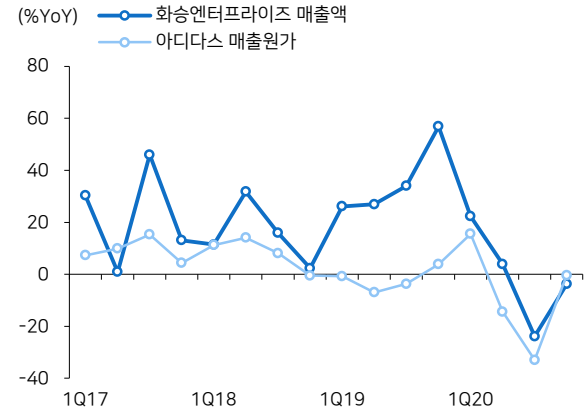
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 화승엔터 매출(1개 분기 후행) vs. 아디다스 매출



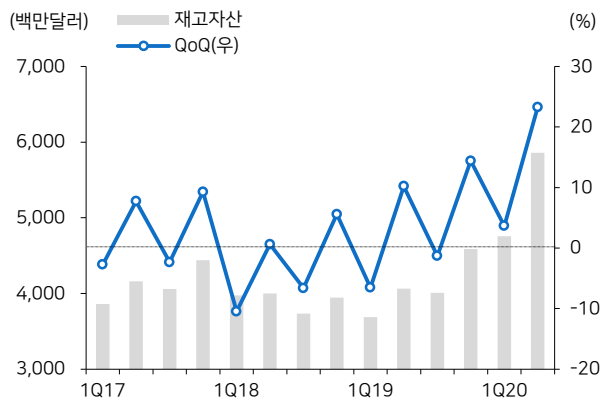
주: 시계열은 화승엔터프라이즈 실적 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 화승엔터 매출(1개 분기 후행) vs. 아디다스 매출원가



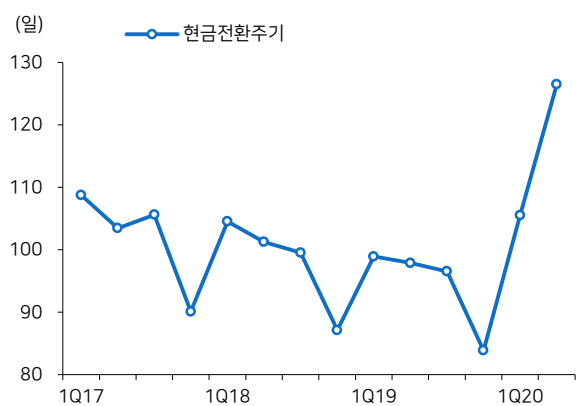
주: 시계열은 화승엔터프라이즈 실적 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 아디다스 재고자산



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 아디다스 현금전환주기



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	879.2	1,201.6	1,178.7	1,326.0	1,404.5
매출액증가율 (%)	14.4	36.7	-1.9	12.5	5.9
매출원가	756.2	1,017.4	1,019.8	1,124.7	1,190.0
매출총이익	123.0	184.2	158.9	201.3	214.5
판매관리비	82.7	98.7	95.4	110.3	114.9
영업이익	40.3	85.4	63.5	91.0	99.7
영업이익률	4.6	7.1	5.4	6.9	7.1
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	49.2	83.5	92.8
법인세비용	6.0	12.9	12.3	15.0	16.7
당기순이익	17.1	65.2	36.9	68.5	76.1
지배주주지분 순이익	17.2	62.4	35.4	65.7	73.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	42.9	69.3	27.4	123.7	124.6
당기순이익(손실)	17.1	65.2	36.9	68.5	76.1
유형자산상각비	36.6	47.2	58.9	59.3	59.6
무형자산상각비	0.7	1.3	2.2	1.7	1.6
운전자본의 증감	-26.0	-51.1	-70.8	-5.8	-12.7
투자활동 현금흐름	-104.5	-73.8	-64.0	-61.4	-66.3
유형자산의증가(CAPEX)	-109.8	-68.1	-59.3	-60.0	-65.0
투자자산의감소(증가)	1.1	-1.6	-0.6	-0.5	-0.5
재무활동 현금흐름	74.1	14.7	47.2	-55.6	-39.9
차입금의 증감	90.5	52.5	-82.0	-52.9	-36.9
자본의 증가	0.5	0.3	0.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.6	11.7	12.8	6.6	18.3
기초현금	47.3	59.9	71.7	84.5	91.1
기말현금	59.9	71.7	84.5	91.1	109.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	359.3	484.7	546.1	573.5	619.6
현금및현금성자산	59.9	71.7	84.5	91.1	109.4
매출채권	91.4	137.5	148.5	154.4	162.2
재고자산	158.3	218.8	245.1	257.3	275.4
비유동자산	401.2	494.2	518.7	518.2	522.6
유형자산	361.7	406.3	420.2	421.0	426.4
무형자산	4.3	27.4	20.3	18.6	17.0
투자자산	4.9	7.2	8.0	8.6	9.1
자산총계	760.5	978.9	1,064.8	1,091.8	1,142.2
유동부채	408.0	519.6	422.2	393.9	378.6
매입채무	139.1	187.4	168.7	184.7	199.9
단기차입금	234.6	214.9	160.6	131.6	110.6
유동성장기부채	5.6	59.3	40.7	27.7	19.7
비유동부채	69.4	91.8	82.4	72.3	65.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	63.7	66.0	56.9	45.9	37.9
부채총계	477.3	611.4	504.6	466.2	443.9
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	167.3	167.6	168.2	168.2	168.2
기타포괄이익누계액	-9.1	0.3	9.3	9.3	9.3
이익잉여금	91.3	150.4	181.9	244.6	314.4
비지배주주지분	3.4	18.9	20.5	23.3	26.3
자본총계	283.1	367.5	560.2	625.6	698.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	14,524	19,849	19,471	21,903	23,201
EPS(지배주주)	284	1,031	585	1,086	1,207
CFPS	1,217	2,073	1,966	2,530	2,653
EBITDAPS	1,282	2,213	2,057	2,511	2,657
BPS	4,621	5,759	8,914	9,950	11,102
DPS	35	45	45	50	55
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	37.5	16.4	23.3	12.5	11.3
PCR	8.7	8.2	6.9	5.4	5.1
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	124.5	152.0	160.8
EV/EBITDA	11.2	9.9	8.2	6.4	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	19.9	8.0	11.5	11.5
EBITDA 이익률	8.8	11.2	10.6	11.5	11.5
부채비율	168.6	166.4	90.1	74.5	63.6
금융비용부담률	1.3	1.3	1.2	0.8	0.6
이자보상배율(x)	3.5	5.6	4.5	9.0	12.1
매출채권회전율(x)	10.9	10.5	8.2	8.8	8.9
재고자산회전율(x)	6.2	6.4	5.1	5.3	5.3

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.04.22	산업분석	Buy	18,000	하누리	-28.7	-16.7	
2020.07.09	기업브리프	Buy	16,000	하누리	-	-	