

화승엔터프라이즈

BUY(유지)

241590 기업분석 | 의류&신발

목표주가(상향)	20,000원	현재주가(03/09)	16,450원	Up/Downside	+21.6%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2021. 03. 10

다시 전진!

Comment

이익의 질 개선 트렌드 지속: 작년 10~11월부터 아디다스 신제품 관련 물량 생산이 본격화되면서 실적 회복의 시그널이 엿보인다. 연말 코로나19 변종 바이러스 확산 등의 이슈로 생산 차질이 있었으나 연초 이후로는 가동률이 상당히 회복되고 있는 것으로 파악된다. 특히 수주 단가가 기존 물량 대비 많게는 2~2.5배 높은 고단가 제품 수주가 늘면서 매출 대비 이익률 레벨이 개선되는 점이 긍정적이다. 부스트를 탑재한 완제품 매출이 전체 매출 대비 15%까지 늘었고, 부스트 관련 반제품 매출 비중도 꾸준히 증가해 마진 상한선의 상향 트렌드가 유지되고 있는 것으로 보인다.

중장기 성장 위한 투자 재개 예상: 상반기 중으로 주춤했던 타 벤더 물량 이관이 재개될 가능성이 높아질 수 있으며, 이와 관련한 CAPA 증설이 예상된다. 과거보단 물량이 이관되는 속도나 크기가 크지 않을 수 있지만 중장기로 아디다스 내 동사의 생산 점유율을 높이는데 효과적이며, 평균 수주 단가 상승에도 기여한다는 점에서 주목된다. 인도네시아 중심의 CAPA 증설이 예상되며, 다만 지난 2~3년 간의 CAPEX 규모에서 크게 차이 나지 않는 수준(500~600억원)에서 집행될 것으로 파악된다. 반제품 수요도 급증하는 추세로 상반기 반제품 생산 비중 증가에 따른 마진을 개선 가능성도 긍정 포인트로 꼽는다. 작년 2월 조달한 1,500억원(영구전환사채)에 대한 자금 활용 계획이 구체화될 수 있는 시점이 멀지 않았다고 판단되어 관련 뉴스 플로우에 관심을 모아볼 필요가 있다.

Action

목표주가 2만원으로 상향: 밸류에이션 시점 및 환율 가정 변경으로 목표주가를 2만원으로 상향했다. 최근 원/달러 환율 안정세와 전방 수요 호재로 의류/신발 OEM사들의 주가 흐름이 양호하다. 다만 밸류에이션 부담 정도가 다른데 동사의 경우 펀더멘탈 대비 밸류에이션 매력 남아있다고 판단된다. 이익의 질이 개선되는 흐름에 초점을 맞추어 중장기 관점에서 매수 접근을 권한다.

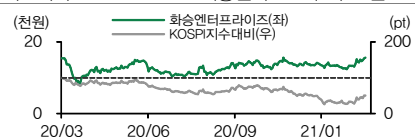
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	879	1,202	1,116	1,380	1,726
(증가율)	14.4	36.7	-7.1	23.7	25.1
영업이익	40	85	63	94	140
(증가율)	-31.2	112.0	-26.8	50.0	49.0
지배주주순이익	17	62	40	67	104
EPS	284	1,031	659	1,106	1,725
PER (H/L)	53.6/33.2	17.3/8.1	21.5	14.9	9.5
PBR (H/L)	3.3/2.0	3.1/1.5	2.2	2.2	1.8
EV/EBITDA (H/L)	14.6/7.0	10.1/6.1	8.6	7.5	5.3
영업이익률	4.6	7.1	5.6	6.8	8.1
ROE	6.4	19.9	10.8	16.1	21.1

Stock Data

52주 최저/최고	8,150/16,600원
KOSDAQ /KOSPI	896/2,976pt
시가총액	9,960억원
60일-평균거래량	349,377
외국인지분율	4.4%
60일-외국인지분율변동추이	+0.4%p
주요주주	화승인더스트리 외 5인 72.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	23.2	17.9	19.6
상대기준	27.7	9.2	-21.4

도표 1. 화승엔터프라이즈 연간 실적 전망

(단위: 억원, m\$, %)

	15	16	17	18	19	20P	21E	22E
연결매출	3,380	6,402	7,682	8,792	12,016	11,160	13,801	17,262
%YoY	37.5%	89.4%	20.0%	14.4%	36.7%	-7.1%	23.7%	25.1%
1) 신발제조부문								
순매출액(억원)	3,450	6,002	7,549	8,612	11,459	10,202	12,706	16,002
%YoY	37.5%	74.0%	25.8%	14.1%	33.1%	-11.0%	24.5%	25.9%
순매출액(mn\$)	304	517	668	801	1,136	1,000	1,273	1,580
%YoY	28.4%	69.9%	29.1%	20.0%	41.8%	-12.0%	27.3%	24.1%
아디다스 총 생산량	301,000	360,000	378,000	390,000	409,500	348,075	365,479	383,753
%YoY	16.7%	19.6%	5.0%	3.2%	5%	-15%	5%	5%
화승 점유율	8.7%	11.9%	15.3%	14.6%	17.5%	18.1%	19.9%	21.5%
CAPA(천족)	26,400	42,974	63,655	71,495	74,739	82,213	92,078	99,445
%YoY	15.8%	62.8%	48.1%	12.3%	4.5%	10%	12%	8%
생산량(Q)	26,039	42,974	57,873	57,107	71,464	63,140	72,742	82,539
%YoY	25.6%	65.0%	34.7%	-1.3%	25.1%	-11.6%	15.2%	13.5%
가동률	99%	100%	91%	80%	96%	77%	79%	83%
2) 유통부문								
		400	133	180	557	418	502	602
3) UNIPAX								
				500	300	539	593	658
영업이익		438	585	403	854	625	938	1,397
% of sales		6.8%	7.6%	4.6%	7.1%	5.6%	6.8%	8.1%
%YoY			33.6%	-31.2%	112.0%	-26.8%	50.0%	49.0%

자료: DB금융투자

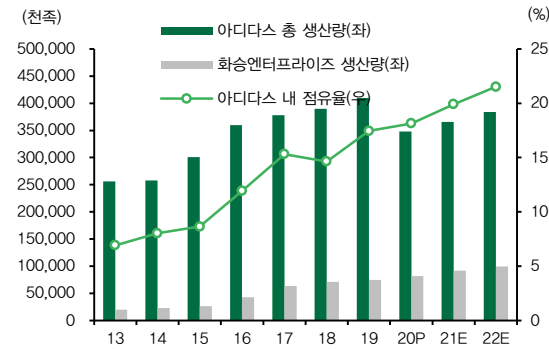
도표 2. 화승엔터프라이즈 분기 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
연결매출	2,326	2,948	3,007	3,733	2,844	3,063	2,283	2,969	3,127	3,685	3,320	3,669
%YoY	26.1%	26.9%	34.0%	56.8%	22.3%	3.9%	-24.1%	-20.5%	9.9%	20.3%	45.4%	23.6%
영업이익	92	174	250	340	182	117	90	237	216	221	203	298
% of sales	3.9%	5.9%	8.3%	9.1%	6.4%	3.8%	3.9%	8.0%	6.9%	6.0%	6.1%	8.1%
%YoY	50.3%	50.0%	220.6%	129.4%	98.1%	-32.7%	-64.1%	-30.3%	18.8%	89.3%	125.1%	26.0%

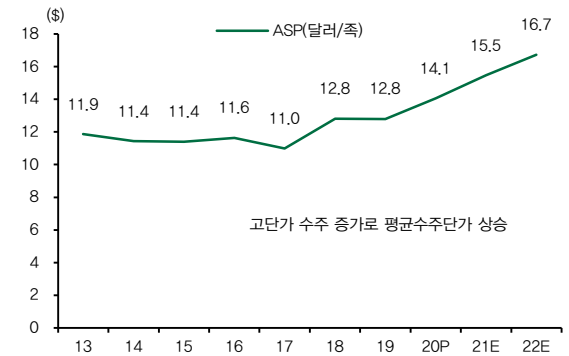
자료: DB 금융투자

도표 3. 아디다스 내 화승엔터프라이즈 생산 점유율 추정



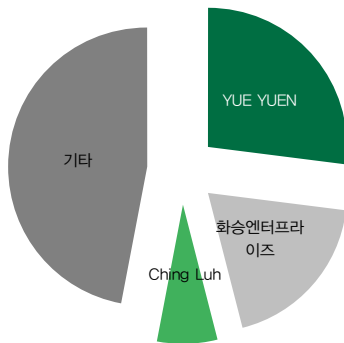
자료: DB 금융투자

도표 4. 화승엔터프라이즈 수주 단가 상승 추세



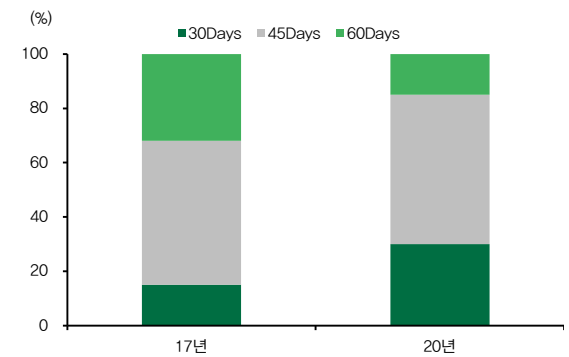
자료: DB 금융투자

도표 5. 아디다스 생산 벤더별 점유율 추정



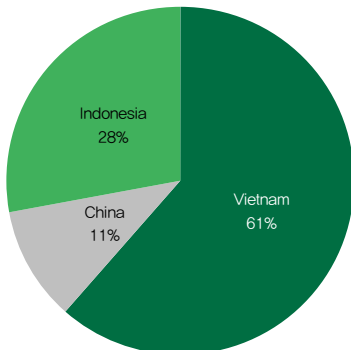
자료: DB 금융투자

도표 6. 신발 생산 리드타임 축소 트렌드



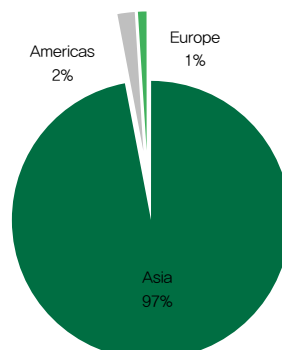
자료: DB 금융투자

도표 7. 화승엔터프라이즈 생산국별 CAPA 비중



자료: DB 금융투자

도표 8. 아디다스 지역별 신발 생산 비중



자료: DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	359	485	463	594	771
현금및현금성자산	60	72	120	184	267
매출채권및기타채권	95	157	127	153	188
재고자산	158	219	174	216	270
비유동자산	401	494	499	478	494
유형자산	362	406	412	392	410
무형자산	4	27	26	25	24
투자자산	5	7	7	7	7
자산총계	760	979	969	1,099	1,293
유동부채	408	520	509	561	651
매입채무및기타채무	166	235	233	295	385
단기차입금및단기차	235	215	206	196	196
유동상장기부채	6	59	59	59	59
비유동부채	69	92	72	69	69
사채및차입금	64	66	46	43	43
부채총계	477	611	581	630	719
자본금	30	30	35	30	30
자본잉여금	167	168	168	168	168
이익잉여금	91	150	185	247	347
비지배주주지분	3	19	21	24	28
자본총계	283	367	408	469	573

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	43	69	173	125	163
당기순이익	17	65	42	70	109
현금유출이없는비용및수익	57	60	74	74	82
유형및무형자산상각비	37	49	62	59	60
영업관련자산부채변동	-26	-51	65	-7	-7
매출채권및기타채권감소	-7	-40	30	-26	-35
재고자산감소	-27	-52	44	-41	-54
매입채무및기타채무의증가	23	63	-2	62	89
투자활동현금흐름	-105	-74	-55	-24	-61
CAPEX	-110	-68	-67	-38	-77
투자자산의순증	1	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	74	15	-43	-37	-19
사채및차입금의 증가	91	53	-29	-13	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	4	-4	0
배당금지급	-1	-2	-3	-5	-5
기타현금흐름	0	2	-27	0	0
현금의증가	13	12	48	64	83
기초현금	47	60	72	120	184
기말현금	60	72	120	184	267

자료: 회성엔터프라이즈, DB 금융투자

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	879	1,202	1,116	1,380	1,726
매출원가	756	1,017	951	1,161	1,431
매출총이익	123	184	165	219	295
판매비	83	99	103	125	155
영업이익	40	85	63	94	140
EBITDA	78	134	125	153	200
영업외손익	-17	-7	-14	-12	-10
금융손익	-11	-13	-5	-3	-1
투자손익	0	1	1	1	1
기타영업외손익	-6	5	-10	-10	-10
당기순이익	23	78	49	82	130
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	65	42	70	109
지배주주지분순이익	17	62	40	67	104
비지배주주지분순이익	0	3	2	3	5
총포괄이익	22	74	42	70	109
증감률(%YoY)					
매출액	14.4	36.7	-7.1	23.7	25.1
영업이익	-31.2	112.0	-26.8	50.0	49.0
EPS	-62.2	263.5	-36.1	67.7	56.0

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당주요지표(원)					
EPS	284	1,031	659	1,106	1,725
BPS	4,621	5,759	6,403	7,357	9,003
DPS	35	45	75	80	80
Multiple(배)					
P/E	37.5	16.4	21.5	14.9	9.5
P/B	2.3	2.9	2.2	2.2	1.8
EV/EBITDA	11.2	9.9	8.6	7.5	5.3
수익성(%)					
영업이익률	4.6	7.1	5.6	6.8	8.1
EBITDA마진	8.8	11.2	11.2	11.1	11.6
순이익률	1.9	5.4	3.7	5.1	6.3
ROE	6.4	19.9	10.8	16.1	21.1
ROA	2.5	7.5	4.2	6.7	9.1
ROIC	6.7	12.5	8.7	13.9	20.3
안정성및기타					
부채비율(%)	168.6	166.4	142.3	134.4	125.5
이자보상배율(배)	3.5	5.6	4.0	6.3	9.6
배당성향(배)	12.4	4.2	12.4	6.9	4.4

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 PO 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 정중하게 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 투자이익률(2021-01-06 기준) - 매수(89.6%) 중립(10.4%) 매도(0.0%)

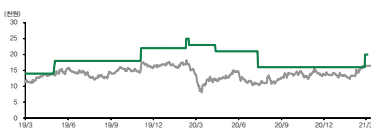
■ 기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

■ 업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

회성엔터프라이즈 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
18/12/05	Buy	14,000	-20.5 0.7	21/03/10	Buy	20,000	-
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				
20/07/22	Buy	16,000	-16.7 3.8				

주: *표는 담당자 변경