



화승엔터프라이즈 (241590)

단기 부진보다는 주요 고객사 실적 호전에 주목하기

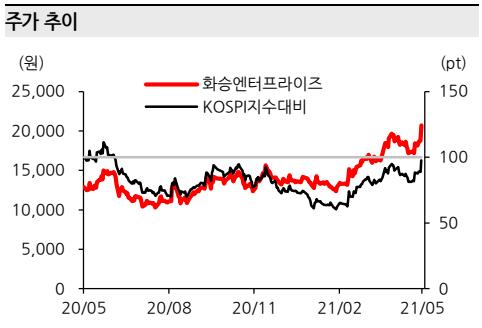
▶ Analyst 손효주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(유지): 24,000원

현재 주가(5/7)	20,700원
상승여력	▲15.9%
시가총액	12,533억원
발행주식수	60,545천주
52 주 최고가 / 최저가	20,700 / 10,300원
90 일 일평균 거래대금	71.82억원
외국인 지분율	3.5%
주주 구성	
화승인더스트리 (외 6 인)	72.0%
국민연금공단 (외 1 인)	10.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.2	60.5	67.6	63.6
상대수익률(KOSPI)	4.2	58.0	35.3	-2.1
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,202	1,116	1,291	1,511
영업이익	85	62	84	117
EBITDA	134	117	147	191
지배주주순이익	62	40	56	83
EPS	1,031	662	922	1,364
순차입금	275	120	129	97
PER	16.4	21.5	22.4	15.2
PBR	2.9	1.6	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.7	8.4	9.4	7.1
배당수익률	0.3	0.4	0.2	0.2
ROE	19.9	9.0	9.9	13.1



화승엔터프라이즈의 단기 실적은 기준대비 눈높이를 소폭 낮춰야 할 것으로 예상합니다. 다만 주요 고객사 실적 호전으로 하반기 이후에는 실적 텐어라운드가 본격화될 것으로 전망합니다. 작년에 조달한 자금을 통한 사업 확장이 가시화된다면 중장기 성장성은 재차 주목받을 것으로 전망합니다. 단기 부진보다는 주요 고객사 실적 호전에 주목할 필요가 있다고 판단합니다.

1Q21 Preview: 실적 눈높이를 좀 더 낮추자

1Q21 연결 기준 매출액 2,725억원(-4.2%, 이하 yoy 기준 동일), 영업 이익 117억원(-35.7%)으로 비용 상승이 예상보다 높아 당초 추정치보다 이익 기준으로 좀 더 하회할 것으로 예상한다. 달러기준 매출액 성장률은 +2%로 전년동기대비 소폭 성장하나, 같은기간 원/달러 환율이 -6.7% 하락하여 원화기준 매출액은 감소할 것으로 예상한다. 코로나 19 타격 후 동사는 P 상승을 통해 Q 하락을 일부 상쇄시키고 있으나, Q 하락에 따른 고정비용 부담 증가와 채산성 약화로 영업이익은 기존 추정치보다 소폭 더 감소할 것으로 예상한다.

단기 부진, 실적 회복은 하반기 이후부터 기대

주요 고객사의 1Q21 실적은 시장 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록했다. 2Q21에도 긍정적인 가이던스를 제시하였다. 이에 동사 실적 역시 시차를 두고 하반기부터는 실적 성장이 가시화될 수 있을 것으로 전망한다. 이에 동사 실적은 상반기 변동성이 확대된 가운데 하반기 이후부터 본격적인 회복이 나타날 것으로 전망한다. 2021년 연간 매출액 1조 2,910억원(+15.7%), 영업이익 840억원(+34.5%) 전망한다.

중장기 성장 방향성은 유효

2021년 상반기 실적은 기존 예상보다 변동성이 확대되었으나, 하반기부터는 회복되는 실적과 함께 추가적인 설비 확장으로 아디다스 내에서의 M/S 확대에 대한 실적 성장 모멘텀이 다시 살아날 것으로 예상한다. 동사의 중장기적 성장 방향성은 수직 계열화와 멀티 브랜드 바이어를 확보를 통한 사업 확장이 가시화된다면 중장기 성장성은 재차 부각받을 것으로 예상한다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가는 2.4만 원을 유지한다.

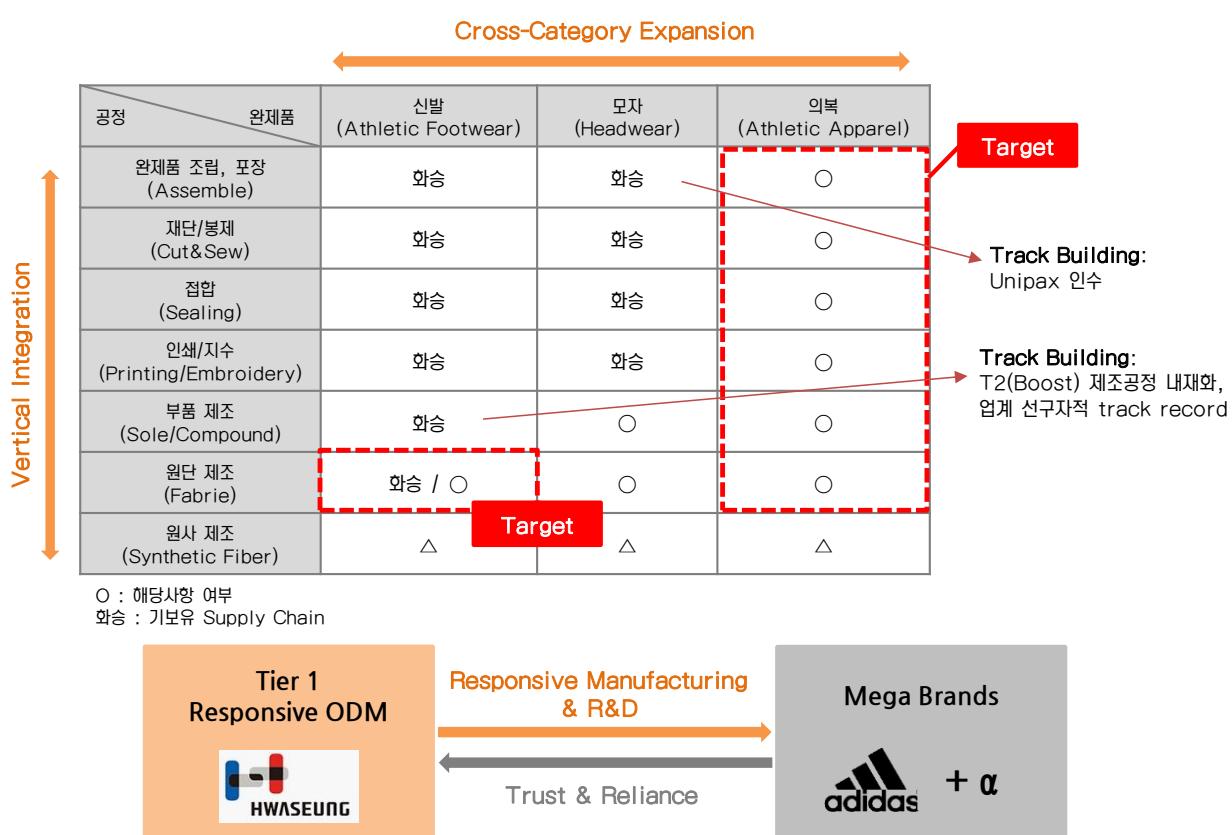
[표1] 화승엔터프라이즈 1Q21 실적 당사추정치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E (a)	yy	q-q	컨센서스(b)	차이(a/b-1)
매출액	284.4	306.3	228.3	296.7	272.5	-4.2	-8.2	298.1	-8.6
영업이익	18.2	11.7	9.0	23.6	11.7	-35.7	-50.6	17.6	-33.5
지배주주순이익	-6.0	18.9	4.6	22.6	7.1	흑자전환	-68.4	9.1	-21.5
영업이익률(%)	6.4	3.8	3.9	8.0	4.3			5.9	
순이익률(%)	-2.1	6.2	2.0	7.6	2.6			3.1	

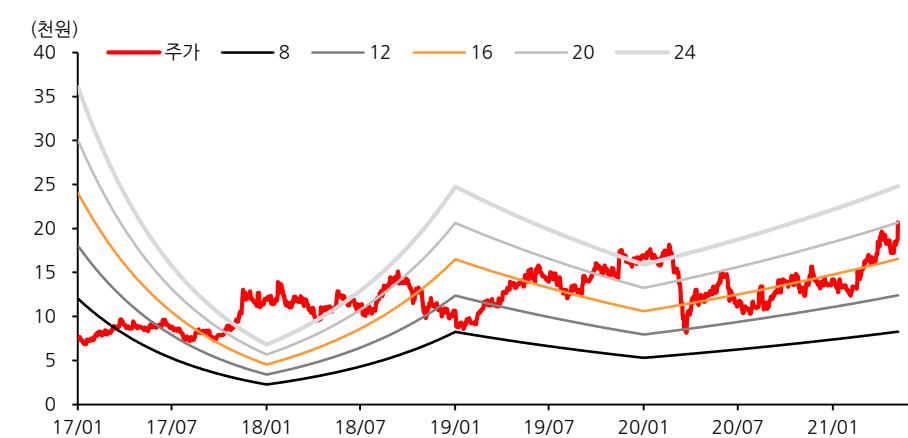
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 화승엔터프라이즈 중장기 성장 전략



자료: 화승엔터프라이즈, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 화승엔터프라이즈 12M FWD P/E 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 화승엔터프라이즈 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	284.4	306.3	228.3	296.7	272.5	340.5	287.0	391.1	1,115.8	1,291.0	1,510.9
growth %	22.3	3.9	-24.1	-20.5	-4.2	11.2	25.7	31.8	-7.1	15.7	17.0
OEM	265.1	301.3	227.9	296.7	252.1	320.8	286.5	374.5	1,091.1	1,233.9	1,448.1
growth %	22.4	10.6	-23.3	-17.5	-4.9	6.5	25.7	26.2	-4.8	13.1	17.4
of total %	93.2	98.4	99.8	100.0	92.5	94.2	99.8	95.8	97.8	95.6	95.8
달러매출액(백만\$)	222.1	246.8	191.8	265.5	226.3	287.9	257.2	336.1	926.2	1,107.6	1,299.9
growth %	15.4	5.7	-22.9	-13.6	1.9	16.7	34.1	26.6	-5.7	19.6	17.4
원/달러	1,193.6	1,220.8	1,188.5	1,117.6	1,114.1	1,114.1	1,114.1	1,114.1	1,180.1	1,114.1	1,114.1
growth %	6.1	4.6	-0.5	-4.9	-6.7	-8.7	-6.3	-0.3	1.2	-5.6	0.0
영업이익	18.2	11.7	9.0	23.6	11.7	15.6	22.7	34.0	62.5	84.0	117.5
growth %	98.1	-32.7	-64.1	-30.2	-35.7	33.9	152.0	44.1	-26.9	34.5	39.8
margin %	6.4	3.8	3.9	8.0	4.3	4.6	7.9	8.7	5.6	6.5	7.8
지배주주순이익	-6.0	18.9	4.6	22.6	7.1	9.6	16.4	22.8	40.1	55.8	82.6
growth %	적전	43.0	-74.2	-9.7	-219.0	-49.4	257.1	0.6	-35.8	39.2	47.9
margin %	-2.1	6.2	2.0	7.6	2.6	2.8	5.7	5.8	3.6	4.3	5.5

자료: 화승엔터프라이즈, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서						재무상태표					
12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E	12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	879	1,202	1,116	1,291	1,511	유동자산	359	485	573	565	613
매출총이익	123	184	160	194	238	현금성자산	86	81	213	154	161
영업이익	40	85	62	84	117	매출채권	95	157	141	163	179
EBITDA	78	134	117	147	191	재고자산	158	219	197	226	249
순이자순익	-11	-14	-3	-10	-8	비유동자산	401	494	547	589	620
외화관련손익	-7	4	-20	0	0	투자자산	35	61	79	82	85
지분법손익	0	1	0	0	0	유형자산	362	406	437	477	506
세전계속사업손익	23	78	49	74	109	무형자산	4	27	31	30	29
당기순이익	17	65	41	55	82	자산총계	760	979	1,120	1,154	1,233
지배주주순이익	17	62	40	56	83	유동부채	408	520	469	469	483
증가율(%)						매입채무	157	220	198	228	251
매출액	14.4	36.7	-7.1	15.7	17.0	유동성이자부채	240	275	254	224	214
영업이익	-31.2	112.0	-26.9	34.5	39.8	비유동부채	69	92	94	75	60
EBITDA	-7.6	72.6	-12.8	26.0	30.1	비유동이자부채	64	81	79	59	44
순이익	-59.0	281.7	-36.4	33.7	47.8	부채총계	477	611	563	544	543
이익률(%)						자본금	30	30	30	30	30
매출총이익률	14.0	15.3	14.3	15.0	15.7	자본잉여금	167	168	167	167	167
영업이익률	4.6	7.1	5.6	6.5	7.8	이익잉여금	91	150	189	242	322
EBITDA 이익률	8.8	11.2	10.5	11.4	12.7	자본조정	-9	0	2	2	2
세전이익률	2.6	6.5	4.4	5.7	7.2	자기주식	0	0	0	0	0
순이익률	1.9	5.4	3.7	4.3	5.4	자본총계	283	367	557	610	690
현금흐름표						주요지표					
12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E	12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	43	69	121	98	141	주당지표					
당기순이익	23	78	46	55	82	EPS	284	1,031	662	922	1,364
자산상각비	37	49	54	63	74	BPS	4,621	5,759	8,890	9,767	11,087
운전자본증감	-26	-51	20	-21	-16	DPS	35	45	50	50	50
매출채권 감소(증가)	-7	-40	25	-21	-16	CFPS	1,317	2,287	1,931	1,975	2,596
재고자산 감소(증가)	-27	-52	23	-30	-23	ROA(%)	2.5	7.2	3.8	4.9	6.9
매입채무 증가(감소)	1	44	-25	30	23	ROE(%)	6.4	19.9	9.0	9.9	13.1
투자현금흐름	-105	-74	-98	-108	-108	ROIC(%)	6.7	12.6	8.1	9.0	11.7
유형자산처분(취득)	-105	-65	-92	-100	-100	Multiples(x, %)					
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-3	-2	-2	PER	37.5	164	21.5	22.4	15.2
투자자산 감소(증가)	-3	13	-1	-3	-3	PBR	2.3	2.9	1.6	2.1	1.9
재무현금흐름	74	15	111	-53	-28	PSR	0.7	0.9	0.8	1.0	0.8
차입금의 증가(감소)	75	3	-36	-50	-25	PCR	8.1	7.4	7.4	10.5	8.0
자본의 증가(감소)	-1	12	150	-3	-3	EV/EBITDA	11.1	9.7	8.4	9.4	7.1
배당금의 지급	-1	-2	0	-3	-3	배당수익률	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2
총현금흐름	80	138	117	120	157	안정성(%)					
(-)운전자본증가(감소)	26	53	-14	21	16	부채비율	168.6	166.4	101.0	89.1	78.7
(-)설비투자	110	68	95	100	100	Net debt/Equity	77.0	74.9	21.5	21.2	14.0
(+)자산매각	4	3	1	-2	-2	Net debt/EBITDA	281.0	205.4	102.4	87.9	50.5
Free Cash Flow	-52	20	37	-4	39	유동비율	88.1	93.3	122.3	120.5	126.9
(-)기타투자	-4	19	-4	3	3	이자보상배율(배)	3.5	5.6	18.4	6.7	11.1
잉여현금	-48	0	41	-7	35	자산구조(%)					
NOPLAT	30	71	53	63	88	투하자본	80.4	81.8	69.6	75.6	76.0
(+) Dep	37	49	54	63	74	현금+투자자산	19.6	18.2	30.4	24.4	24.0
(-)운전자본투자	26	53	-14	21	16	자본구조(%)					
(-)Capex	110	68	95	100	100	차입금	51.8	49.2	37.4	31.7	27.2
OpFCF	-69	-2	27	5	46	자기자본	48.2	50.8	62.6	68.3	72.8

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 5월 10일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손호주, 조은아)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[화승엔터프라이즈 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.09.04	2019.09.04	2019.10.14	2019.11.07	2019.11.14	2019.11.22
투자의견	당당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	손호주	18,000	20,000	20,000	24,000	24,000
일 시	2020.01.07	2020.02.19	2020.02.24	2020.02.25	2020.04.14	2020.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	24,000	24,000	24,000	24,000	20,000	20,000
일 시	2020.06.02	2020.07.17	2020.08.18	2021.03.15	2021.04.19	2021.05.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	20,000	16,000	16,000	21,000	24,000	24,000

[목표주가 변동 내역별 고리율]

*고리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.09.04	Buy	18,000	-17.71	-10.83
2019.10.14	Buy	20,000	-25.04	-21.00
2019.11.14	Buy	24,000	-36.20	-24.38
2020.04.14	Buy	20,000	-37.09	-25.00
2020.07.17	Buy	16,000	-16.59	6.25
2021.03.15	Buy	21,000	-15.20	-6.43
2021.04.19	Buy	24,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15%~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률을 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%