

투자자의견(유지) **매수**

목표주가(12M, 유지) **23,000원**

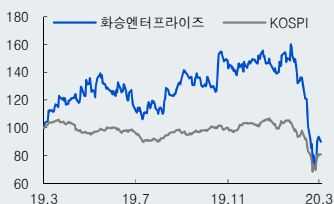
현재주가(20/03/30) 10,200원

상승여력 125%

영업이익(20F, 십억원)	93
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	118
EPS 성장률(20F, %)	11.9
MKT EPS 성장률(20F, %)	25.0
P/E(20F, x)	8.8
MKT P/E(20F, x)	9.7
KOSPI	1,717.12

시가총액(십억원)	617
발행주식수(백만주)	61
유동주식비율(%)	28.0
외국인 보유비중(%)	3.6
베타(12M) 일간수익률	1.40
52주 최저가(원)	8,150
52주 최고가(원)	18,150

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-32.0	-36.4	-13.2
상대주가	-21.3	-23.6	8.2



[글로벌 소비자재]

정우창

02-3774-6753

wchung@miraesasset.com

화승엔터프라이즈 (241590)

위기를 기회로

코로나19 영향 분석: 올해 하반기 영향 불가피

동사의 코로나19 관련 영향은 올해 상반기에는 크지 않을 것으로 판단된다. 중국 공장 (전체 설비의 12.8%)은 3월 초부터 공장 가동 시작, 4월에는 코로나19 이전 수준의 완벽한 정상 가동이 예상되고 있다. 또한, 원부자재의 상당부분을 중국에서 조달하는 중국/타이완 스포츠웨어 ODM 업체와는 달리 동사는 대부분의 원부자재를 베트남과 인도네시아에서 조달하고 있기 때문에, 코로나19 관련 물류 조달 관련 이슈 영향도 매우 적었던 것으로 판단된다.

또한, 3월 말 현재까지 고객사로부터 받은 수주 취소나 연기는 아직 없는 것으로 보인다. 동사가 올해 상반기 제조한 물량들의 대부분은 고객사가 올해 하반기 시장에 출시 예정인 물량들이라 아직 상반기 매출 관련 수주량에 변동은 없는 것으로 판단된다.

그러나 나이키, 언더아머, 룰루레몬 브랜드의 기능성 의류 생산을 주로 하는 에클라트 (Eclat, 1476 TW)이 3월 초 주요 고객사인 나이키로부터 올해 하반기 납품 예정인 일부 옷감 수주의 감소 (2%)를 통보받았다고 밝혔다. 우리는 스포츠웨어 ODM 업체들의 본격적인 하반기 수주 조정은 4월~5월부터 진행될 것으로 판단한다.

코로나19로 인한 글로벌 스포츠웨어 수요 일시 둔화로 재고가 늘고 있고, 하반기 코로나19 이슈가 완화된다고 하더라도 상반기 재고를 하반기에 소진해야 하기 때문이다.

20년 이익 추정치 하향 조정, 그러나 21년 이익 추정치는 유지

하반기 예상되는 수주 조정을 반영하여, 20년 매출 및 영업이익을 각각 8.8%, 25.6% 하향 조정한다. 주 고객사인 아디다스의 올해 판매량 하향 조정 (당초 +7% 증가에서 -3% 감소)을 반영하였기 때문이다. 그러나, 동사의 아디다스 그룹 내의 벤더 점유율 상승 (5.5pct 증가) 및 평균판매가격 상승 (+전년 대비 7%)은 그대로 유지한다.

또한, 과거 글로벌 팬데믹 및 금융위기 때의 한국 및 글로벌 주요 스포츠웨어 브랜드들의 빠른 수요 회복 전례를 반영하여, 동사의 21년 매출 및 영업이익은 기존 추정치를 유지한다.

매수 투자자의견 유지

코로나19로 인한 시장 변동성 확대로 동사 주가는 고점 대비 45% 하락, 2021년 PER 5.6배에 거래, 절대 저평가 구간에 있다.

올해 하반기 고객사의 재고 조정으로 인한 수주 감소가 예상되나, 1) 아디다스 내 벤더 점유율 상승과 2) 고가 완제품 신발 비중 증가 및 3) 완제품 신발 평균 판매단가 인상으로 인한 강력한 이익 성장 (2021년)을 고려하면, 현재 과거 평균 대비 -1 표준편차 수준은 지나친 저평가라고 판단한다. 동사에 대한 매수 투자자의견과 목표주가 23,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (십억원)	768	879	1,202	1,313	1,591	1,753
영업이익 (십억원)	59	40	85	93	151	168
영업이익률 (%)	7.7	4.6	7.1	7.1	9.5	9.6
순이익 (십억원)	41	17	62	70	110	122
EPS (원)	750	284	1,031	1,154	1,819	2,008
ROE (%)	18.4	6.3	19.2	17.3	22.1	19.7
P/E (배)	16.0	37.5	16.4	8.8	5.6	5.1
P/B (배)	2.8	2.3	2.9	1.5	1.2	1.0
배당수익률 (%)	0.1	0.3	0.3	0.5	0.9	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 화승엔터프라이즈 실적 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	(십억원)	
매출액	232.6	294.8	300.7	373.4	280.2	327.0	295.9	410.0	1,201.6	1,313.0
I. OEM	216.5	272.5	297.2	359.7	263.2	304.7	292.7	396.7	1,145.9	1,257.3
II. 유통	16.1	22.3	3.5	13.8	16.9	22.3	3.2	13.3	55.7	55.7
영업이익	9.2	17.4	25.0	33.9	11.0	19.2	24.5	38.5	85.4	93.2
I. OEM	8.6	15.2	23.4	32.5	10.4	17.0	23.1	36.9	79.7	87.4
II. 유통	0.6	2.2	1.6	1.4	0.6	2.2	1.5	1.5	5.8	5.8
전년 대비 증감율 (%)										
매출액	26.1	26.9	34.0	56.9	20.4	10.9	-1.6	9.8	36.7	9.3
I. OEM	19.4	18.2	36.5	55.3	21.6	11.8	-1.5	10.3	33.1	9.7
II. 유통	414.1	1,120.2	-46.8	114.7	5.0	0.0	-10.0	-3.3	209.1	0.0
영업이익	50.3	49.9	221.0	128.7	20.5	10.3	-2.1	13.6	112.0	9.1
I. OEM	42.3	42.2	217.0	121.0	21.6	11.8	-1.5	13.7	105.3	9.7
II. 유통	n/a	n/a	n/a	n/a	5.0	0.0	-10.0	9.7	n/a	0.0
영업이익률 (%)										
I. OEM	3.9	5.9	8.3	9.1	3.9	5.9	8.3	9.4	7.1	7.1
II. 유통	4.0	5.6	7.9	9.0	4.0	5.6	7.9	9.3	7.0	7.0

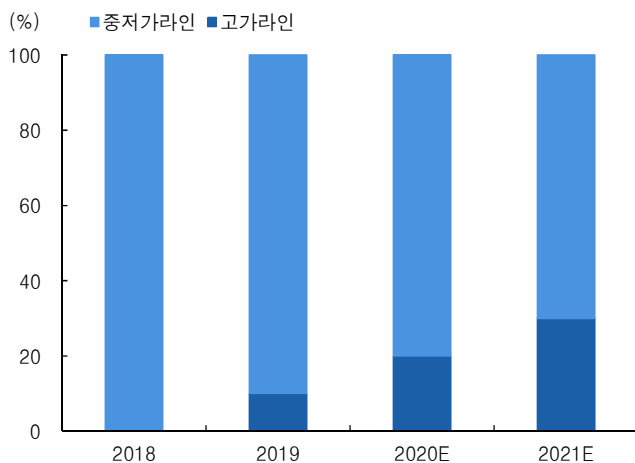
자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 화승엔터프라이즈 OEM 매출 실적 전망

	2017	2018	2019	2020E	2021E
I. OEM	754.9	861.2	1,145.9	1,257.3	1,529.9
1. 완제품	718.9	794.0	1,017.3	1,128.8	1,388.6
생산량 (백만족)	57.9	57.1	71.5	73.6	89.1
전년 대비 (YoY)	0.0	-1.3	25.1	3.0	21.0
ASP (USD)	10.9	12.6	12.1	13.0	13.5
전년 대비 (YoY)	0.0	16.2	-3.8	7.0	4.0
2. 반제품	36.0	67.2	128.5	128.5	141.4
전년 대비 (YoY)	0.0	86.6	91.2	0.0	10.0

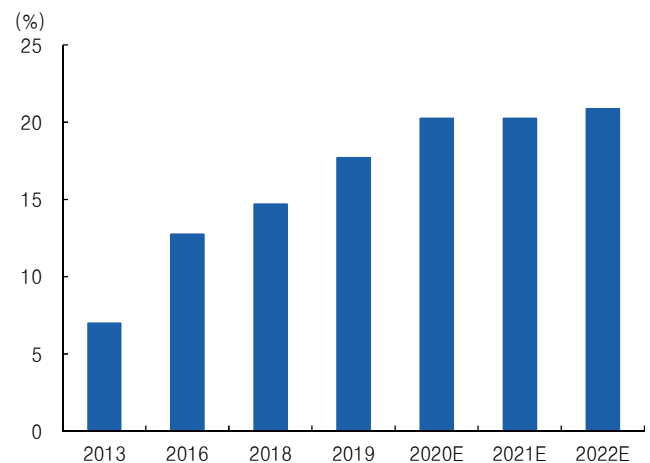
자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 화승엔터프라이즈 완제품 믹스 변화



자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 화승엔터프라이즈: 아디다스 벤더 점유율 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋대우 리서치센터

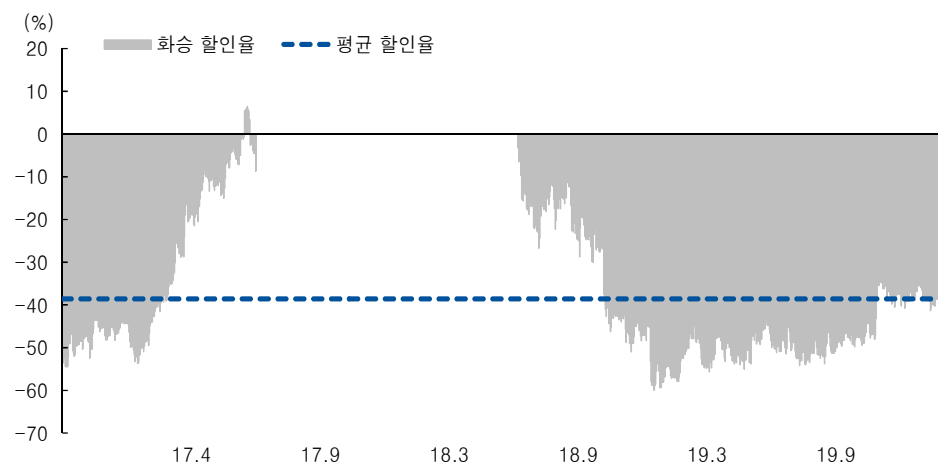
표 3. 연간 추정치 변경 (K-IFRS연결기준)

(십억원, %, ppt)

	변경 후		변경 전		변동률		컨센서스		차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	1,313	1,591	1,440	1,582	-8.8	0.6	1,459	1,811	-10.0	-12.1
영업이익	93	151	125	150	-25.6	0.9	118	154	-20.7	-1.6
당기순이익(지배주주)	70	110	92	109	-23.8	0.8	86	114	-18.3	-3.1
영업이익률 (%)	7.1	9.5	8.7	9.5	-1.6	0.0	8.1	8.5	-1.0	1.0
당기순이익률 (%)	5.3	6.9	6.4	6.9	-1.0	0.0	5.9	6.3	-0.5	0.6

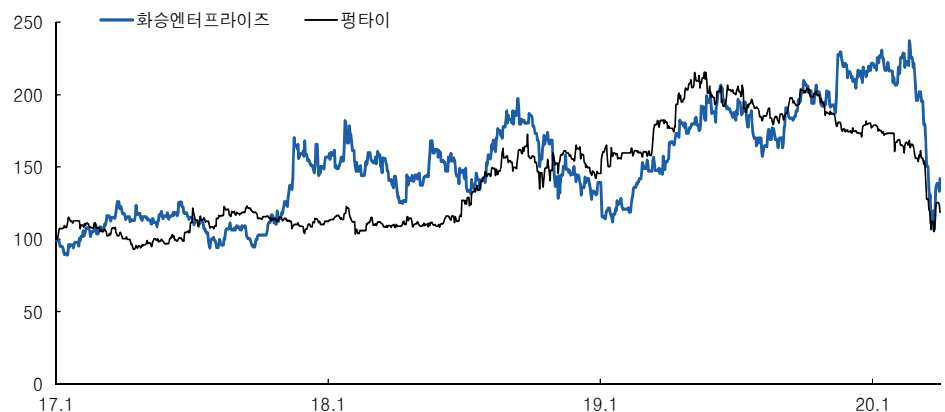
자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 평타이 대비 화승엔터프라이즈 P/E 할인율 차이



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 화승 vs 평타이 주가 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 주요 아시아 신발 ODM 업체 밸류에이션 비교

(원, 십억원, 타이완달러, 백만타이완달러, 홍콩달러, 백만홍콩달러)

기업명		Hwaseung Enterprise	Feng Tay	Yue Yuen	Eclat	Makalot	Shenzhou
블룸버그 코드		241590 KS	9910 TT	551 HK	1476 TT	1477 TT	2313 HK
지역 통화		KW	TWD	HKD	TWD	TWD	HKD
현재 주가(지역통화)		10,200	130.00	11.88	240.50	106.00	82.40
매출액(지역 통화)	2018	879	64,498	9,695	27,578	23,930	20,950
	2019	1,202	73,930	n/a	28,125	27,048	n/a
	2020F	1,313	78,025	9,961	28,985	26,915	23,781
	2021F	1,591	83,019	10,893	30,290	28,018	27,884
영업이익(지역 통화)	2018	40	7,328	483	5,305	1,977	4,566
	2019	85	8,380	n/a	5,471	2,490	n/a
	2020F	93	8,504	406	5,756	2,412	5,555
	2021F	151	9,833	575	6,088	2,593	6,892
순이익(지역 통화)	2018	17	5,263	307	4,380	1,507	4,540
	2019	62	6,231	n/a	4,299	1,905	n/a
	2020F	70	6,143	268	4,385	1,737	5,073
	2021F	110	6,628	363	4,642	1,844	6,163
영업이익률(%)	2018	4.6	11.4	5.0	19.2	8.3	21.8
	2019	7.1	11.3	n/a	19.5	9.2	n/a
	2020F	7.1	10.9	4.1	19.9	9.0	23.4
	2021F	9.5	11.8	5.3	20.1	9.3	24.7
순이익률(%)	2018	2.0	8.2	3.2	15.9	6.3	21.7
	2019	5.2	8.4	n/a	15.3	7.0	n/a
	2020F	5.3	7.9	2.7	15.1	6.5	21.3
	2021F	6.9	8.0	3.3	15.3	6.6	22.1
ROE (%)	2018	6.3	35.5	7.3	27.4	17.6	21.7
	2019	20.0	38.2	n/a	24.5	21.3	n/a
	2020F	18.6	33.1	6.3	23.5	19.1	19.2
	2021F	23.8	31.3	8.6	22.7	18.6	21.3
ROA (%)	2018	2.5	16.1	3.7	20.8	11.5	17.6
	2019	7.5	16.5	n/a	18.9	13.4	n/a
	2020F	7.2	16.5	3.5	19.3	13.2	16.1
	2021F	10.2	17.2	5.1	19.2	13.1	18.2
배당수익률(%)	2018	0.3	3.9	11.7	4.8	5.7	2.1
	2019	0.4	5.4	12.2	4.7	7.2	2.4
	2020F	0.5	5.1	9.5	4.5	6.7	2.3
	2021F	0.9	5.6	11.1	4.8	7.0	2.9
EPS (지역 통화)	2018	284	7.16	0.19	15.96	6.86	3.02
	2019	1,031	8.48	n/a	15.67	8.66	n/a
	2020F	1,154	8.36	0.17	16.04	8.33	3.42
	2021F	1,819	9.02	0.23	17.00	8.39	4.19
EPS 성장률 (%)	2018	-62.2	n/a	-40.3	43.5	16.5	17.1
	2019	263.4	15.5	n/a	-1.9	20.8	n/a
	2020F	11.9	-1.5	n/a	2.3	-4.0	n/a
	2021F	57.6	7.4	26.6	5.7	0.7	18.4
EV/EBITDA (x)	2018	10.9	12.9	8.2	15.4	14.5	20.5
	2019	6.6	14.0	n/a	17.1	10.7	n/a
	2020F	5.7	9.2	5.4	10.0	7.8	16.7
	2021F	3.6	8.1	4.7	9.2	7.1	13.6
P/E (x)	2018	35.9	22.3	17.0	21.8	23.6	25.8
	2019	9.9	23.0	n/a	25.7	18.2	n/a
	2020F	8.8	15.6	9.0	15.0	12.7	22.1
	2021F	5.6	14.4	6.6	14.1	12.6	18.0

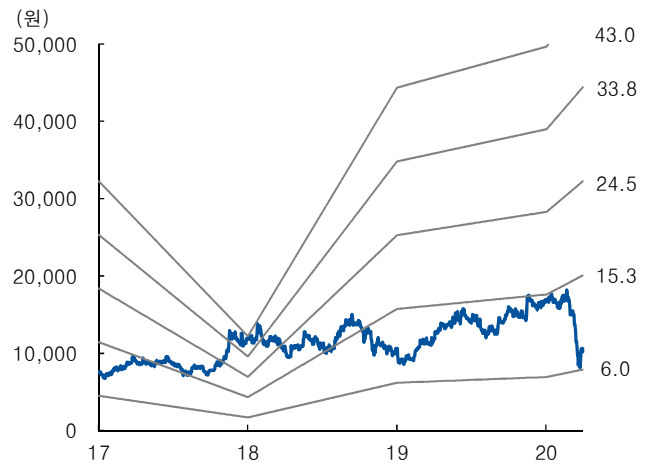
자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. P/E 밴드 차트 I



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. P/E 밴드 차트 II



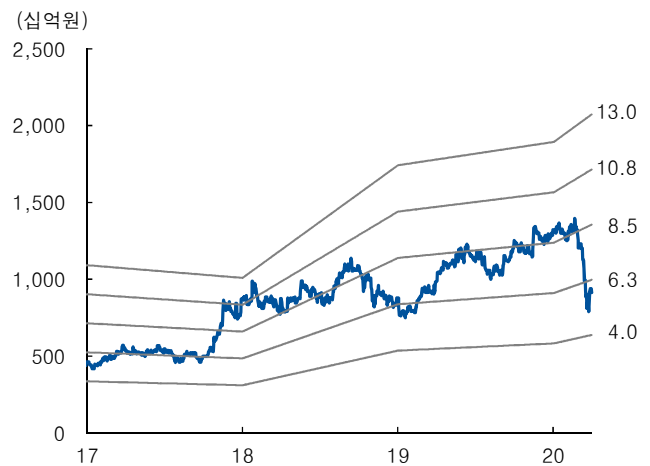
자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. EV/EBITDA 밴드 차트 I



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. EV/EBITDA 밴드 차트 II



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액	1,202	1,313	1,591	1,753
매출원가	1,017	1,112	1,317	1,450
매출총이익	185	201	274	303
판매비와관리비	99	108	123	135
조정영업이익	85	93	151	168
영업이익	85	93	151	168
비영업손익	-7	1	3	6
금융손익	-14	-14	-12	-9
관계기업등 투자손익	1	1	1	1
세전계속사업손익	78	94	154	174
계속사업법인세비용	13	19	35	44
계속사업이익	65	75	118	131
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	65	75	118	131
지배주주	62	70	110	122
비지배주주	3	5	8	9
총포괄이익	65	75	118	131
지배주주	62	70	110	122
비지배주주	3	5	8	9
EBITDA	134	146	202	223
FCF	1	53	95	84
EBITDA 마진율 (%)	11.1	11.1	12.7	12.7
영업이익률 (%)	7.1	7.1	9.5	9.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.2	5.3	6.9	7.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
유동자산	485	604	722	807
현금 및 현금성자산	79	160	182	210
매출채권 및 기타채권	157	173	211	235
재고자산	219	239	290	319
기타유동자산	30	32	39	43
비유동자산	494	502	492	518
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	406	415	405	432
무형자산	27	26	25	23
자산총계	979	1,107	1,214	1,325
유동부채	520	453	440	423
매입채무 및 기타채무	220	241	292	321
단기금융부채	274	185	115	65
기타유동부채	26	27	33	37
비유동부채	92	214	219	222
장기금융부채	66	186	186	186
기타비유동부채	26	28	33	36
부채총계	611	667	659	645
지배주주지분	348	417	527	645
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	168	168	168	168
이익잉여금	150	223	338	463
비지배주주지분	19	23	28	35
자본총계	367	440	555	680

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
영업활동으로 인한 현금흐름	69	113	135	164
당기순이익	65	75	118	131
비현금수익비용가감	73	67	83	94
유형자산감가상각비	47	51	50	53
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	25	15	32	40
영업활동으로인한자산및부채의변동	-56	-11	-31	-18
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-40	-11	-31	-17
재고자산 감소(증가)	-52	-20	-51	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	44	17	43	25
법인세납부	-13	-19	-35	-44
투자활동으로 인한 현금흐름	-80	-60	-40	-80
유형자산처분(취득)	-68	-60	-40	-80
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-12	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	15	28	-73	-55
장단기금융부채의 증가(감소)	4	31	-70	-50
자본의 증가(감소)	14	0	0	0
배당금의 지급	-2	-3	-3	-5
기타재무활동	-1	0	0	0
현금의 증가	4	81	22	28
기초현금	75	79	160	182
기말현금	79	160	182	210

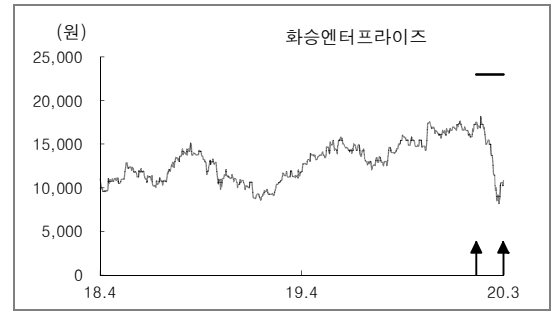
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
P/E (x)	16.4	8.8	5.6	5.1
P/CF (x)	7.4	4.3	3.1	2.7
P/B (x)	2.9	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	9.7	6.7	4.8	4.4
EPS (원)	1,031	1,154	1,819	2,008
CFPS (원)	2,287	2,354	3,323	3,717
BPS (원)	5,758	6,893	8,696	10,661
DPS (원)	45	56	88	97
배당성향 (%)	4.2	4.5	4.5	4.5
배당수익률 (%)	0.3	0.5	0.9	1.0
매출액증가율 (%)	36.7	9.2	21.2	10.2
EBITDA증가율 (%)	71.8	9.0	38.4	10.4
조정영업이익증가율 (%)	112.5	9.4	62.4	11.3
EPS증가율 (%)	263.0	11.9	57.6	10.4
매출채권 회전율 (회)	10.5	9.1	9.4	9.0
재고자산 회전율 (회)	6.4	5.7	6.0	5.8
매입채무 회전율 (회)	6.2	5.7	5.8	5.6
ROA (%)	7.5	7.2	10.2	10.3
ROE (%)	19.2	17.3	22.1	19.7
ROIC (%)	12.5	11.3	17.0	17.5
부채비율 (%)	166.4	151.6	118.7	94.8
유동비율 (%)	93.3	133.4	164.0	190.7
순차입금/자기자본 (%)	71.0	77.8	60.3	47.4
조정영업이익/금융비용 (x)	5.6	5.5	9.5	12.9

자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
화승엔터프라이즈(241590)				
2020.02.11	매수	23,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.05%	9.82%	6.13%	0.00%

* 2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.