

의류/신발OEM

산업이슈

2020. 04. 22

갈 놨은 간다

Comment

코로나19 확산으로 OEM사 실적 변동성 상승: 유럽과 미국 등에서 코로나19 확산으로 미주나 유럽 바이어들을 주요 고객사로 삼는 OEM기업들의 수주 트렌드에 변화가 감지된다. 아시아와 달리 미국과 유럽이 3월 중순부터 코로나19 영향권에 들어가면서 글로벌 브랜드사들의 유통이 원활하지 못한 데에 따른 실적 부진이 1Q20에 이어 2Q20에도 반영될 것으로 예상된다. 단답기 오더의 취소나 변경, 배송 지연 이슈가 분기 실적의 변동성을 높일 수 밖에 없어 주로 5월 중순에 실적 발표가 주를 잇는 OEM 기업들에 대한 주의 환기가 필요해 보인다.

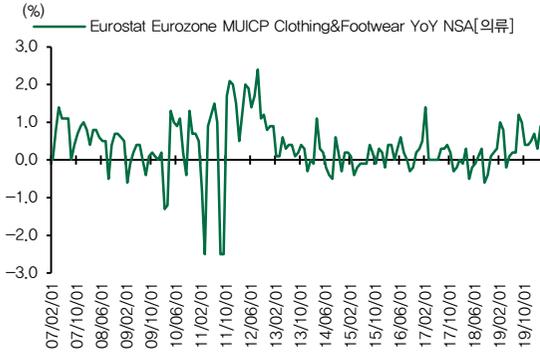
봄 건너 뛰고 여름 시즌 대응, 니트 OEM 실적 우려: 아무래도 단기 오더 비중이 높은 캐주얼 니트 OEM기업들의 분기 변동성이 더 클 것으로 예상된다. 브랜드사들의 봄 시즌 대응 자체가 어려워 봄을 건너뛰고, 곧장 여름 시즌을 대비하는 추세로 관련 수주 공백이 예상되기 때문이다. 한편 우븐(아웃도어 등), 기능성 의류/신발 생산 비중이 높은 기업들은 상대적으로 여유가 있는 편이지만 중장기 오더 계획에 대한 불확실성이 커졌다든 점에선 양쪽 모두 자류롭지 못하다.

고정비를 상쇄할 요인도 공존: 악재만 있는 것은 아니다. 방호복, 마스크 등 위생 관련 아이템들의 생산 수요가 발생하면서 일부 수주 공백을 대체할 여지가 생겼고, 화섬 가격 하락이 타 고정비성 원가 부담을 상쇄하는데 조금이나마 기여할 것으로 예상된다. 특히 방호복과 같은 위생 관련 아이템들의 가격 배수가 보통의 캐주얼 의류보다 높아 마진 기여에 긍정적이다. 모멘텀이라 하기엔 부족하지만 불확실성이 높은 시기에 안전 마진을 보장하는데 충분하다.

Action

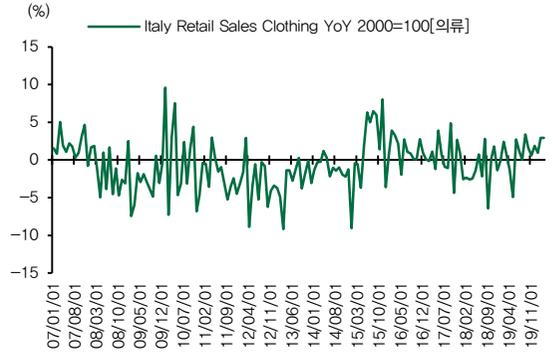
안정적인 영원무역, 성장성은 화승엔터프라이즈: 연간 오더 계획의 조정 가능성이 생긴 만큼 의류/신발 OEM사들에 대한 실적 눈높이를 조금씩 낮출 필요가 있어 보인다. 다만 패션 아이템 특성상 시즌 대응을 위한 오더가 지속해서 발생할 수 밖에 없고, 성장하는 온라인 바이어들의 수요도 꾸준히 증가할 것으로 기대된다. 불확실성이 높은 시기이긴 하지만 성수기로 들어가는 초입임을 인지해 1Q20보다 2Q20, 그리고 3Q20으로 갈수록 성장성은 담보될 것으로 예상해 본다. 분기 변동성이 가장 낮을 것으로 보여지는 쪽은 영원무역이며, 연간 목표치를 수정함에도 YOY 성장성이 높을 것으로 예상되는 쪽은 화승엔터프라이즈(Top pick)로 선호 관점을 유지한다.

도표 1. 유럽 패션/신발 소매 3월 YOY 성장, 4월이 관건



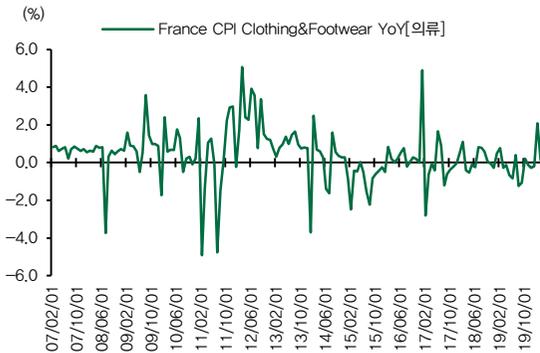
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 2. 이탈리아 의류 소매판매 3월 (+)성장, 4월 부진 예상



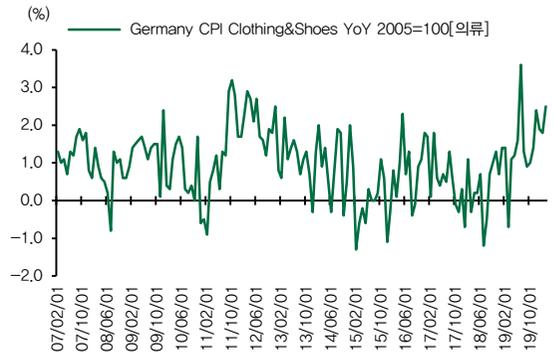
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 3. 프랑스 패션/신발 3월 CPI 부진, 4월도 부진 예상



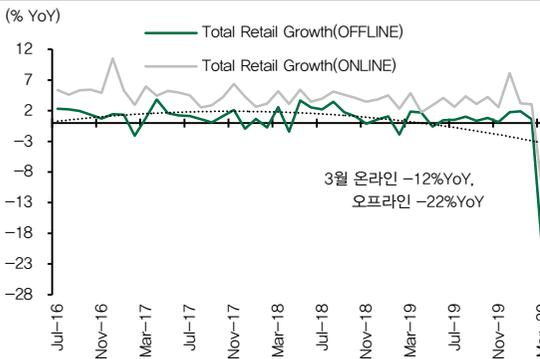
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 4. 독일 패션/신발 CPI 양호, 추세 확인 필요



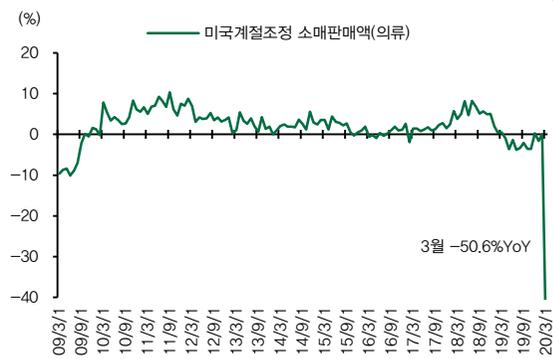
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 5. 북미 소매판매 3월 부진, 4월도 유사할 것으로 전망



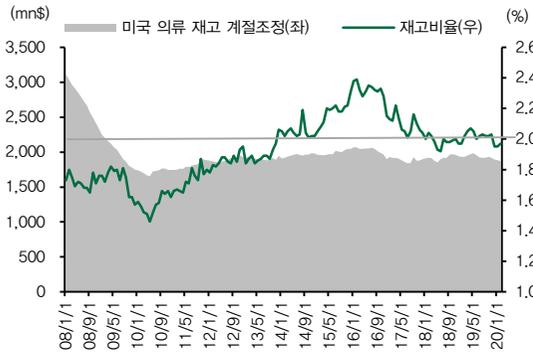
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 6. 북미 의류 소매판매 3월 51%YOY 감소, 4월 부진 예상



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 7. 미국 의류 재고를 3월 상승, 추세 확인 필수



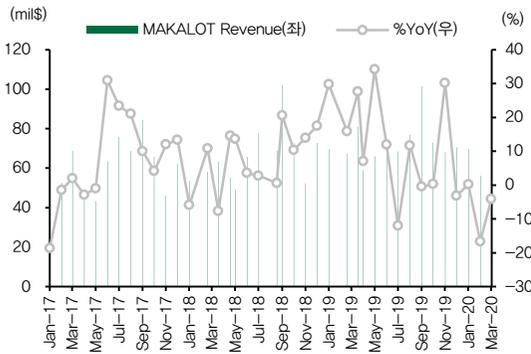
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 8. 원/달러 환율 상승으로 OEM 회계상 실적에 (+)



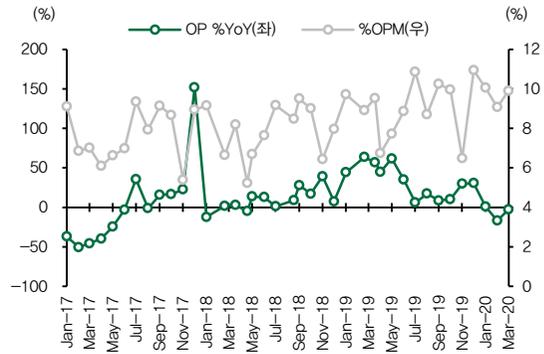
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 9. 아시아계 대표 OEM사 MAKALOT 2~3월 매출 부진



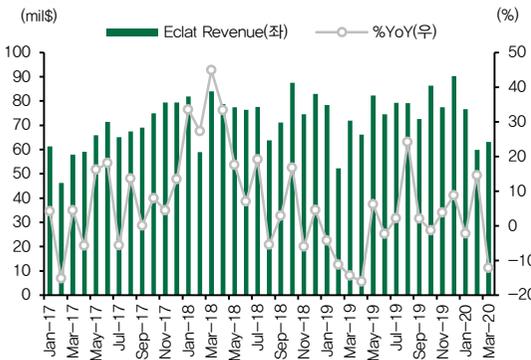
자료: MAKALOT, DB금융투자

도표 10. MAKALOT 매출 부진에 따른 영업이익 감소



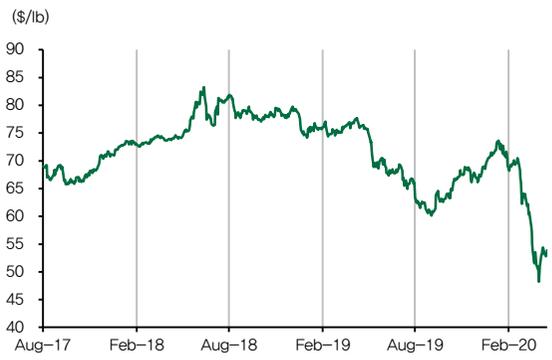
자료: MAKALOT, DB금융투자

도표 11. 아시아계 대표 OEM사 ECLAT 3월 매출 부진



자료: ECLAT, DB금융투자

도표 12. 면화 가격 하락, OEM 원가 부담 상쇄에 일부 기여



자료: Bloomberg, DB금융투자

BUY(유지)

목표주가: 40,000원

현재주가: 23,200원(04/21)

영원무역(111770)**매력 대비 너무 낮은 밸류**

코로나19로
단기 변동성
생기지만,
타사 대비로는
안정적인 편

북미와 유럽 내 코로나19 확산세로 미주나 유럽 바이어들을 주요 고객사로 삼는 OEM기업들의 업황 불확실성이 커지고 있다. 특히 동사는 유럽과 북미항 매출 비중이 고르게 분포하고 있는 만큼 영업단에서 느끼는 수주 패턴의 변동성을 체감하는 차이가 남다른 것으로도 판단된다. 단납기 오더에 대한 주문 사항 변경이나 오더 지연, 배송 유예 등이 상반기 실적에 부담으로 작용할 수 밖에 없다. 다만 중장기 오더 비중이 높은 특성 탓에 타사 대비 분기 변동성이 높지는 않을 것으로 기대된다. 즉 우려 대비 전사 매출과 이익 성장은 안정적일 수도 있다는 판단이다. 1Q20 연결매출 5,303억원(+10%YoY), 영업이익 475억원(+13%YoY)으로 스카트를 제외한 OEM에서의 매출 성장은 약 12%YoY를 전망한다. 환율효과를 제거한다면 대략 6%YoY 성장함을 가정하는 셈이다. 오히려 2Q20에는 OEM에서 전년동기 실적에 대한 베이스 부담이 심화되다가 3Q20으로 갈수록 성수기 효과가 부각될 것으로 예상된다.

스카트 우려
되지만, 연결
실적에는 지속
기여할 것

스카트가 변수이긴 하다. 우선 1Q20에는 작년 10~12월 실적을 반영하기에 매출 6%YoY 성장하는데 무리가 없었을 것으로 전망한다. 오히려 4~6월 실적이 반영되는 3Q20 연결 실적에 부담을 줄 가능성이 있으나 반대로 3Q는 OEM에서 성수기 시즌이기 때문에 전사 연결 실적에는 스카트의 실적 부진이 드러나지 않을 수도 있다. 전반적으로 OEM에서 부족할 때 스카트가 더해주고, 역으로 스카트가 부족할 때 OEM이 더해주는 실적 흐름이 올해 내내 지속될 것으로 전망한다.

중장기 관점에서
매수 선호

코로나19 확산에 따른 오더 계획 변경 가능성을 염두해 연간 추정치를 소폭 하향 조정했으며, 이에 따라 목표주기도 4만원으로 하향 제시한다. 성장성 측면에서의 매력보다는 불확실성이 상대적으로 크지 않다는 점에서 현 주가가 저점 매수 구간으로 적정해 보인다. 중장기 관점에서 매수 접근을 권한다.

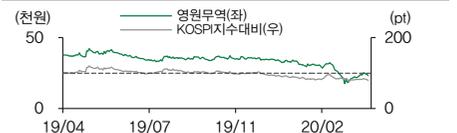
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,101	2,388	2,562	2,759	3,023
(증가율)	4.6	13.7	7.3	7.7	9.5
영업이익	201	238	253	286	320
(증가율)	11.0	18.2	6.3	13.2	11.8
지배주주순이익	113	166	184	207	233
EPS	2,551	3,753	4,162	4,674	5,256
PER (H/L)	16.2/10.3	11.3/8.1	5.6	4.9	4.4
PBR (H/L)	1.2/0.8	1.0/0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (H/L)	7.0/4.7	6.0/4.5	2.8	2.3	1.9
영업이익률	9.6	9.9	9.9	10.4	10.6
ROE	8.2	9.8	9.6	9.9	10.1

52주 최저/최고	17,550/42,300원
KOSDAQ /KOSPI	623/1,857pt
시가총액	10,236억원
60일-평균거래량	179,025
외국인지분율	24.2%
60일-외국인지분율변동추이	+0.2%p
주요주주	영원무역홀딩스 외 7인 50.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-0.9	-30.7	-40.5
상대기준	-8.5	-16.2	-28.0

도표 13. 영원무역 분기, 연간 실적 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	18	19	20E	21E
연결매출	482	670	683	554	530	687	717	627	2,101	2,388	2,562	2,759
%YoY	7.2	16.5	14.1	15.8	10.0	2.5	5.1	13.3	4.6	13.7	7.3	7.7
OEM&OR	298	423	477	371	336	424	531	424	1,323	1,571	1,715	1,871
%YoY	15.2	19.3	21.1	18.0	12.5	0.2	11.3	14.2	0.5	18.8	9.2	9.1
SCOTT	184	247	205	182	195	262	186	203	779	818	846	889
%YoY	-3.8	11.9	0.5	11.7	5.9	6.4	-9.3	11.5	12.4	5.0	3.5	5.0
매출원가	350	489	519	425	383	505	544	476	1,532	1,782	1,908	2,042
%of sales	72.5	73.0	76.0	76.8	72.3	73.5	75.8	76.0	72.9	74.6	74.5	74.0
매출총이익	132	181	164	129	147	182	174	151	569	606	653	717
%of sales	27.5	27.0	24.0	23.2	27.7	26.5	24.2	24.0	27.1	25.4	25.5	26.0
판매비	90	91	93	94	99	93	98	110	368	368	401	432
%YoY	5.3	5.9	1.1	-10.0	10.0	2.5	5.1	17.3	3.4	0.1	8.8	7.7
%of sales	18.7	13.6	13.7	17.0	18.7	13.6	13.7	17.6	17.5	15.4	15.6	15.6
영업이익	42	90	71	35	48	89	76	41	201	238	253	286
%YoY	1.5	15.8	13.9	76.3	13.0	-1.6	7.2	17.0	11.0	18.2	6.3	13.2
%of sales	8.7	13.5	10.3	6.3	9.0	12.9	10.5	6.5	9.6	9.9	9.9	10.4

자료: DB금융투자

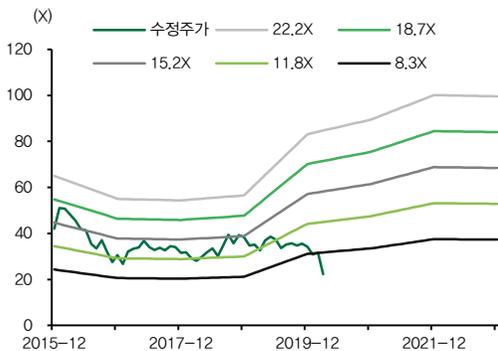
도표 14. 영원무역 연간 추정치 조정

(단위: 십억원 %)

	20E			21E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
연결매출	2,562	2,598	-1.4	2,759	2,654	4.0
영업이익	253	273	-7.5	286	311	-8.1
지배주주순이익	184	203	-9.2	207	222	-6.7

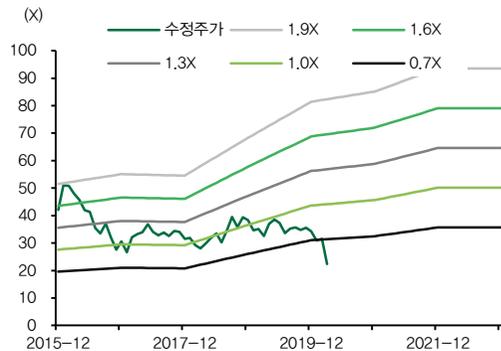
자료: DB금융투자

도표 15. 영원무역 Historical P/E밴드 추이



자료: DB금융투자

도표 16. 영원무역 Historical P/B밴드 추이



자료: DB금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	1,337	1,501	1,613	1,770	1,947
현금및현금성자산	356	447	496	586	665
매출채권및기타채권	355	377	406	433	469
재고자산	494	540	568	606	663
비유동자산	1,302	1,604	1,660	1,723	1,793
유형자산	632	608	669	736	811
무형자산	153	160	155	151	147
투자자산	384	545	545	545	545
자산총계	2,639	3,105	3,325	3,544	3,792
유동부채	469	623	670	692	715
매입채무및기타채무	265	258	304	327	350
단기차입금및단기차입금	120	137	137	137	137
유동성장기부채	28	165	165	165	165
비유동부채	506	513	513	513	513
사채및장기차입금	234	80	80	80	80
부채총계	976	1,136	1,182	1,204	1,228
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	411	410	410	410	410
이익잉여금	980	1,130	1,295	1,482	1,695
비지배주주지분	119	126	134	144	156
자본총계	1,663	1,969	2,143	2,340	2,564

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	184	232	310	314	324
당기순이익	111	174	193	217	244
현금유출이없는비용및수익	167	188	185	202	222
유형및무형자산상각비	64	82	115	126	139
영업관련자산부채변동	-41	-72	-14	-44	-73
매출채권및기타채권의감소	-18	-10	-29	-26	-37
재고자산의감소	-31	-28	-27	-38	-57
매입채무및기타채무의증가	16	-22	47	22	23
투자활동현금흐름	-117	-112	-171	-183	-205
CAPEX	-127	-126	-172	-189	-210
투자자산의순증	-232	-161	0	0	0
재무활동현금흐름	-80	-25	-38	-40	-40
사채및차입금의 증가	-60	80	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-13	-15	-18	-20	-20
기타현금흐름	-19	-4	-52	0	0
현금의증가	-33	91	49	90	79
기초현금	389	356	447	496	565
기말현금	356	447	496	586	665

자료: 영원무역 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	2,101	2,388	2,562	2,759	3,023
매출원가	1,532	1,782	1,908	2,042	2,237
매출총이익	569	606	653	717	786
판매비	368	368	401	432	466
영업이익	201	238	253	286	320
EBITDA	265	320	368	412	459
영업외손익	-32	-5	-5	-8	-7
금융손익	-9	-11	-12	-11	-10
투자손익	-3	-1	-2	-1	-1
기타영업외손익	-20	7	9	4	4
세전이익	169	234	248	278	313
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	111	174	193	217	244
자배주주지분순이익	113	166	184	207	233
비지배주주지분순이익	-2	8	9	10	11
총포괄이익	333	323	193	217	244
증감률(%YoY)					
매출액	4.6	13.7	7.3	7.7	9.5
영업이익	11.0	18.2	6.3	13.2	11.8
EPS	4.0	47.1	10.9	12.3	12.5

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

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,551	3,753	4,162	4,674	5,256
BPS	34,857	41,602	45,318	49,547	54,357
DPS	350	400	450	450	450
Multiple(배)					
P/E	15.0	9.1	5.6	4.9	4.4
P/B	1.1	0.8	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.6	4.9	2.8	2.3	1.9
수익성(%)					
영업이익률	9.6	9.9	9.9	10.4	10.6
EBITDA마진	12.6	13.4	14.4	14.9	15.2
순이익률	5.3	7.3	7.5	7.9	8.1
ROE	8.2	9.8	9.6	9.9	10.1
ROA	4.5	6.1	6.0	6.3	6.7
ROIC	10.1	12.2	12.7	13.6	14.1
안정성및기타					
부채비율(%)	58.7	57.7	55.2	51.5	47.9
이자보상배율(배)	12.5	12.7	12.3	13.9	15.6
배당성향(배)	13.8	10.1	10.2	9.1	8.1

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 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 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

영원무역 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/05/16	Buy	43,000	-25.2	-12.3					
18/05/16		1년경과	-26.2	-16.6					
18/08/16	Buy	46,000	-20.8	-12.5					
18/11/15	Buy	52,000	-30.2	-21.8					
19/05/16	Buy	46,000	-27.0	-8.0					
20/04/22	Buy	40,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경

BUY(유지)

목표주가: 14,000원
현재주가: 10,900원(04/21)

한세실업(105630)

산 넘어 또 산 있다

1Q20 OEM
변동성 증가,
엠케이 실적
부진 예상

북미 코로나19 확산에 따른 바이어들의 리테일 판매 부진 혹은 점포 폐쇄 등으로 매출액 대비 재고 수준이 나빠질 우려가 높아졌다. 실제 3월 북미 패션 재고 비율은 전월 대비 소폭 증가했고, 이에 OEM사들이 체감하는 코로나19 영향은 올해 연간 수주 계획 조차 전망하기 어렵게 만든다. 특히 동사 처럼 봄 시즌 대응이 필요했던 니트 캐주얼 OEM사들의 경우 수주의 지연, 오더 변경, 배송 지연 등과 관련해 일시적으로 매출 공백이 발생했을 것으로 예상된다. 단기 오더 비중이 높은 캐주얼군의 생산 비중이 높은 만큼 봄 시즌 대응이 어려웠던 3~4월 상황을 감안해 실적 눈높이를 조정할 필요가 있다. 따라서 1Q20 연결매출 +3%YoY, 영업이익 -49%YoY 성장했을 것으로 전망하며, 크게는 OEM에서 +9%YoY, 엠케이 -25%YoY로 전망한다. 환율 효과 제거시 1Q20 OEM 매출은 약 3~4% 성장하는 셈이며, 엠케이가 국내 오프라인 채널 판매 부진으로 매출이 크게 감소할 것으로 예상된다.

엠케이 브랜드
재정비 혹은
채널 효율성
제고 노력 필요

4월 현재까지도 미국에서 코로나19가 확산 중에 있어 2Q20에도 수주 변동성은 유지될 것으로 전망한다. 상반기 어닝 모멘텀이 하반기보다 약할 것으로 보여지는 한편 유가 하락에 따른 화석 가격 하락과 면화가격 추세 등을 감안시 고정비용 부담이 늘어나는 수준은 제한적일 것으로 판단한다. 문제는 엠케이인데, 온라인 채널 비중이 5% 내외로 비다면 채널 비중이 절대 소수다. 오프라인 채널의 경쟁력 약화가 가속화됨에 따라 고정비 부담은 지속적으로 커질 수 밖에 없어 전사 연결 실적에 부정적이다. 점포 효율을 높이기 위한 조치가 필수적이며, 브랜드 재정비를 통해 성장의 기회를 모색해볼 필요가 있다는 판단이다. 엠케이의 턴어라운드 여부에 따라 주가의 방향성도 달라질 수 있을 것으로 전망한다. 그 전까지 밸류에이션 트레이딩 관점에서 접근을 권한다.

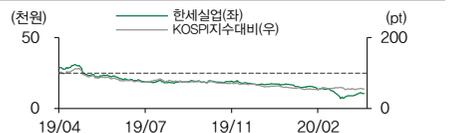
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,713	1,922	2,066	2,279	2,507
(증가율)	0.1	12.2	7.5	10.3	10.0
영업이익	39	59	78	95	118
(증가율)	-31.7	52.7	32.8	21.0	24.1
지배주주순이익	-51	0	37	51	64
EPS	-1,269	-6	913	1,265	1,602
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	11.6	8.4	6.6
PBR (H/L)	2.8/1.4	3.2/1.7	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (H/L)	22.0/13.3	15.9/10.1	7.5	7.2	6.1
영업이익률	2.3	3.1	3.8	4.2	4.7
ROE	-11.4	-0.1	9.0	11.8	13.7

Stock Data

52주 최저/최고	6,810/31,050원
KOSDAQ /KOSPI	623/1,857pt
시가총액	4,240억원
60일-평균거래량	192,497
외국인지분율	6.8%
60일-외국인지분율변동추이	-0.4%p
주요주주	한세에스24홀딩스 외 12 인 56.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	6.0	-37.5	-64.2
상대기준	-2.1	-24.3	-56.7

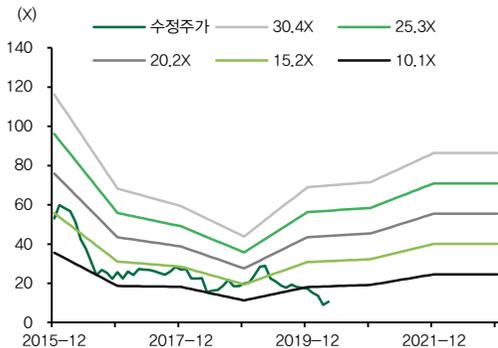
도표 17. 한세실업 분기, 연간 실적 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	18	19	20E	21E
연결매출	423	430	572	498	436	450	630	550	1,713	1,922	2,066	2,279
%YoY	16.1	9.3	11.1	13.1	3.2	4.7	10.1	10.5	0.1	12.2	7.5	10.3
OEM	346	355	506	408	378	382	560	457	1,390	1,615	1,777	1,976
%YoY	19.9	12.6	13.7	19.8	9.4	7.7	10.7	11.8	0.5	16.2	10.0	11.2
MK.	77	75	67	89	58	68	71	93	323	307	289	303
%YoY	1.9	-3.9	-5.7	-10.0	-24.9	-9.5	6.2	4.2	-1.8	-4.8	-6.0	4.9
매출원가	333	327	449	412	344	344	494	460	1,326	1,521	1,642	1,808
% of sales	78.9	76.0	78.5	82.7	78.9	76.5	78.3	83.7	77.4	79.1	79.5	79.3
매출총이익	89	103	123	86	92	106	137	89	387	402	424	471
% of sales	25.9	29.1	24.4	17.3	24.3	27.7	24.4	16.3	27.8	24.9	23.9	23.8
판매비	84	84	84	90	89	89	91	75	348	343	346	376
%YoY	-0.4	1.1	4.5	-9.6	6.1	6.6	8.4	-16.5	4.3	-1.5	0.8	8.9
% of sales	19.9	21.0	15.0	18.1	20.5	19.9	14.5	13.7	25.0	21.2	19.4	19.0
영업이익	5	19	39	-4	3	16	45	14	39	59	78	95
%YoY	NA	70.0	29.4	NA	-48.8	-15.3	16.2	NA	-31.8	52.9	32.8	21.0
% of sales	1.2	4.5	6.8	-0.9	0.6	3.6	7.2	2.6	2.3	3.1	3.8	4.2
OEM	9.3	18.0	41.1	14.4	11.3	14.8	46.9	13.8	36.2	82.9	86.9	88.2
%YoY	NA	138.2	34.1	37.8	21.4	-17.7	14.0	-4.0	-23.0	129.1	4.8	1.6
% of sales	2.2	4.2	7.2	2.9	2.6	3.3	7.4	2.5	2.1	4.3	4.2	3.9
MK.	-4.2	1.1	-2.1	-18.7	-8.7	1.4	-1.5	0.3	2.4	-23.9	-8.5	6.6
%YoY	NA	-70.0	NA	NA	NA	22.4	NA	NA	-74.8	NA	NA	NA
% of sales	-5.4	1.5	-3.1	-21.0	-15.0	2.0	-2.1	0.3	0.7	-7.8	-2.9	2.2

자료: DB금융투자

도표 18. 한세실업 Historical EV/EBITDA 밴드 추이



자료: DB금융투자

도표 19. 한세실업 Historical P/B 밴드 추이



자료: DB금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	826	740	895	1,043	1,090
현금및현금성자산	36	82	42	119	122
매출채권및기타채권	206	181	226	246	265
재고자산	295	295	314	351	384
비유동자산	345	440	417	409	415
유형자산	182	186	166	157	163
무형자산	28	8	5	6	6
투자자산	66	148	148	148	148
자산총계	1,171	1,179	1,336	1,475	1,529
유동부채	589	641	731	800	809
매입채무및기타채무	93	104	108	117	127
단기차입금및단기차입	391	464	544	604	604
유동성장기부채	72	12	17	17	17
비유동부채	89	83	133	173	173
사채및장기차입금	40	29	79	119	119
부채총계	678	724	864	973	983
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	52	55	55	55	55
이익잉여금	367	350	367	398	442
비자배주주지분	80	57	57	56	56
자본총계	493	455	472	502	546

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	-21	88	60	50	94
당기순이익	-50	-17	36	50	63
현금유출이없는비용및수익	115	121	75	75	80
유형및무형자산상각비	26	42	48	40	41
영업관련자산부채변동	-80	4	-43	-63	-34
매출채권및기타채권의감소	-22	27	-45	-20	-19
재고자산의감소	-62	-14	-19	-37	-33
매입채무및기타채무의증가	0	8	5	9	10
투자활동현금흐름	-25	-15	-22	-25	-43
CAPEX	-32	-45	-25	-32	-47
투자자산의손중	8	-82	0	0	0
재무활동현금흐름	20	-27	93	54	-48
사채및차입금의 증가	42	32	135	100	0
자본금및자본잉여금의증가	6	3	0	0	0
배당금지급	-19	-19	-20	-20	-20
기타현금흐름	0	0	-171	0	0
현금의증가	-26	46	-40	78	3
기초현금	63	36	82	42	119
기말현금	36	82	42	119	122

자료: 한세실업 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	1,713	1,922	2,066	2,279	2,507
매출원가	1,326	1,521	1,642	1,808	1,968
매출총이익	387	402	424	471	539
판매비	348	343	346	376	421
영업이익	39	59	78	95	118
EBITDA	64	101	126	135	159
영업외손익	-87	-66	-34	-33	-39
금융손익	-7	-11	-19	-23	-24
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-80	-55	-15	-10	-15
세전이익	-48	-7	45	63	79
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-50	-17	36	50	63
자배주주지분순이익	-51	0	37	51	64
비자배주주지분순이익	1	-17	0	-1	-1
총포괄이익	-51	-17	36	50	63
증감률(%YoY)					
매출액	0.1	12.2	7.5	10.3	10.0
영업이익	-31.7	52.7	32.8	21.0	24.1
EPS	적전	적지	흑전	흑전	흑전

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	-1,269	-6	913	1,265	1,602
BPS	10,306	9,945	10,368	11,142	12,254
DPS	450	500	500	500	500
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	11.6	8.4	6.6
P/B	1.9	1.7	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	16.7	10.4	7.5	7.2	6.1
수익성(%)					
영업이익률	2.3	3.1	3.8	4.2	4.7
EBITDA마진	3.8	5.2	6.1	5.9	6.3
순이익률	-2.9	-0.9	1.8	2.2	2.5
ROE	-11.4	-0.1	9.0	11.8	13.7
ROA	-4.2	-1.5	2.9	3.6	4.2
ROIC	5.3	17.9	8.1	9.3	10.9
안정성및기타					
부채비율(%)	137.6	159.2	183.2	193.8	180.1
이자보상배율(배)	2.6	3.0	3.5	3.5	4.1
배당성향(배)	-35.5	-113.6	54.2	39.2	30.9

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 게재된 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 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

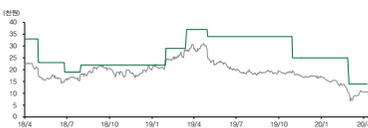
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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

한세실업 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/11/15	Buy	33,000	-24.8	-10.3	19/11/15	Buy	25,000	-36.2	-24.6
18/05/16	Hold	23,000	-29.6	-22.4	20/03/16	Buy	14,000	-	-
18/07/12	Buy	19,000	-13.8	-7.4					
18/08/16	Buy	22,000	-11.3	8.6					
19/02/15	Buy	29,000	-12.0	-1.7					
19/04/01	Buy	37,000	-21.2	-16.1					
19/05/16	Buy	34,000	-41.2	-26.9					

주: *표는 담당자 변경

BUY(유지)

목표주가: 21,000원
현재주가: 11,900원(04/21)

화승엔터프라이즈(241590)

새 신을 신고, 1Q20도 점프-업

북미, 유럽 수요
둔화 우려 증가

신발 OEM이 의류 OEM과 다른 점을 찾자면 단납기 오더 비중이 적고, 대부분 확정적 오더 성격이 짙어 단기적으로는 실적 변동성이 낮을 수 있다. 상반기 실적, 적어도 1Q20 실적에 대한 기대치를 높게 가져갈 수 있는 이유이다. 하지만 상황이 악화된다면 동사 역시 중장기 수주 계획에 차질이 생길 수 밖에 없어 관심이 요구된다. 유럽과 북미에서 코로나19 확산세가 유지되고 있고, 이에 따라 아디다스 점포의 정상 영업이 불가능해짐에 따른 재고 소잔을 저하가 우려되기 때문이다. 다만 현 시점에서 단정하기 어려워 우선은 어닝 시즌을 맞아 분기 실적 흐름에 집중하는 것이 최선이란 판단이다. 일단 1Q20 연결매출 2,705억원(+16%YoY), 영업이익 141억원(+53%YoY)으로 코로나19 관련 일회적 비용 등을 감안해도 여타 OEM사 대비 월등한 성장률을 달성하는데 무리가 없었을 것으로 전망한다. 기존 추정치와 비교한다면 상반기에 달성할 것으로 보았던 일부 물량이 하반기로 이연됨에 따라 매출 추정치를 8% 하향 조정했다.

눈높이 조정해도
월등한
성장성으로
업종 내 매력
유지

중장기로는 아디다스 내 점유율 확장 추세가 지속되고 있고, 이에 따른 평균 수주 단가 상승 추세는 작년어 이어 올해가 의미 있는 시기임을 다시 한번 더 강조한다. 미국발 수요에 대해서는 탈중국화를 원하는 오더 물량의 상당 부분을 동사의 베트남법인과 인도네시아법인에서 대응하고 있으며, 이에 따라 비수기 가동률이 개선되는 흐름으로 이익률 개선에 기여해나갈 것으로 전망한다. 더불어 현재 아디다스의 핵심 원부자재인 미드솔 생산 증가에 따른 제품 포트폴리오 비중 개선이 뒤따르고, 이에 따른 마진 구조 개선도 긍정 포인트이다. 코로나19 확산 이전으로 돌아가 되짚어본다면 사실 중장기 투자 포인트가 누구보다 더 명쾌한 OEM기업으로서 성장성 대비 현재의 밸류에이션 하락이 과도하다는 판단이다. 추정치 조정으로 목표주기도 하향하나 지속해서 업종 내 최선호주 관점을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	879	1,202	1,473	1,835	2,348
(증가율)	14.4	36.7	22.6	24.6	28.0
영업이익	40	85	118	173	237
(증가율)	-31.2	112.0	37.9	46.5	37.3
지배주주순이익	17	62	82	125	178
EPS	284	1,031	1,355	2,063	2,941
PER (H/L)	53.6/33.2	17.3/8.1	8.3	5.5	3.8
PBR (H/L)	3.3/2.0	3.1/1.5	1.6	1.2	0.9
EV/EBITDA (H/L)	14.6/7.0	10.1/6.1	5.0	3.5	2.4
영업이익률	4.6	7.1	8.0	9.4	10.1
ROE	6.4	19.9	21.1	25.5	28.0

Stock Data

52주 최저/최고	8,150/18,150원
KOSDAQ /KOSPI	623/1,857pt
시가총액	6,841억원
60일-평균거래량	390,598
외국인지분율	3.7%
60일-외국인지분율변동추이	-1.9%p
주요주주	화승인더스트리 외 5 인 72.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	9.2	-32.9	-13.4
상대기준	0.8	-18.8	4.8

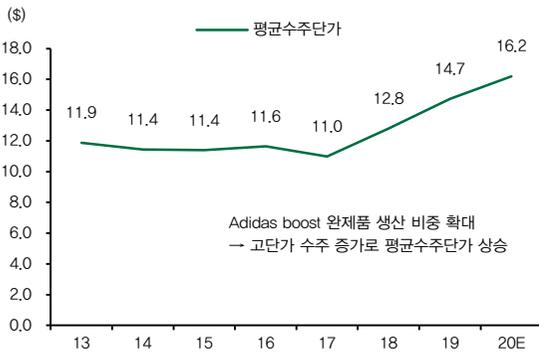
도표 20. 화승엔터프라이즈 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	17	18	19	20E
연결매출	2,326	2,948	3,007	3,735	2,705	3,390	3,819	4,819	7,682	8,792	12,016	14,733
%YoY	26.1	26.9	34.0	56.9	16.3	15.0	27.0	29.0	20.0	14.4	36.7	22.6
매출원가	1,990	2,503	2,468	3,089	2,258	2,824	3,093	4,032	6,419	7,562	10,049	12,207
% of sales	85.5	84.9	82.1	82.7	83.5	83.3	81.0	83.7	83.6	86.0	83.6	82.9
매출총이익	337	445	539	646	446	566	726	788	1,263	1,230	1,967	2,526
% of sales	14.5	15.1	17.9	17.3	16.5	16.7	19.0	16.3	16.4	14.0	16.4	17.1
판매비	245	271	289	308	306	315	359	367	678	827	1,113	1,347
% of sales	10.5	9.2	9.6	8.2	11.3	9.3	9.4	7.6	8.8	9.4	9.3	9.1
영업이익	92	174	250	338	141	251	367	420	585	403	854	1,178
% of sales	3.9	5.9	8.3	9.1	5.2	7.4	9.6	8.7	7.6	4.6	7.1	8.0
%YoY	50.3	50.0	220.6	128.3	53.4	44.4	46.4	24.3	33.6	-31.2	111.9	38.0

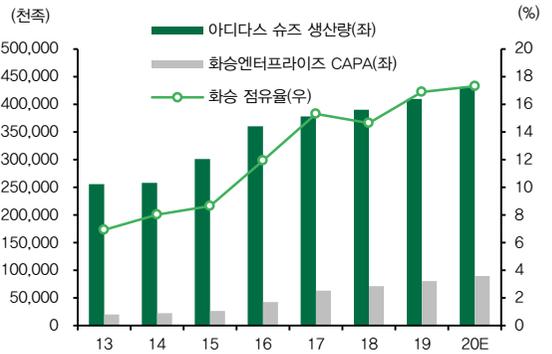
자료: DB금융투자

도표 21. 화승엔터프라이즈 평균 수주 단가 추이



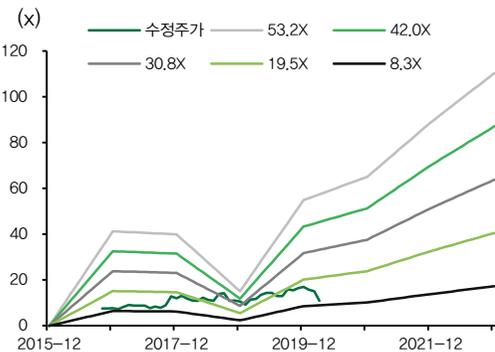
자료: DB금융투자

도표 22. 아디다스 내 화승엔터프라이즈의 점유율 추정



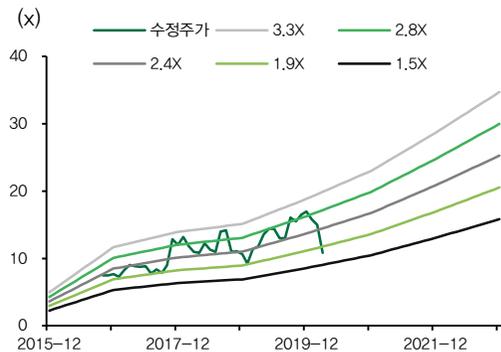
자료: DB금융투자

도표 23. 화승엔터프라이즈 Historical P/E 밴드



자료: DB금융투자

도표 24. 화승엔터프라이즈 Historical P/B 밴드



자료: DB금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	359	485	528	694	942
현금및현금성자산	60	72	96	170	282
매출채권및기타채권	95	157	161	196	246
재고자산	158	219	230	287	367
비유동자산	401	494	534	558	605
유형자산	362	406	448	472	521
무형자산	4	27	26	25	24
투자자산	5	7	7	7	7
자산총계	760	979	1,089	1,279	1,574
유동부채	408	520	565	633	748
매입채무및기타채무	166	235	289	367	482
단기차입금및단기차입	235	215	206	196	196
유동성장기부채	6	59	59	59	59
비유동부채	69	92	72	69	69
사채및차입금	64	66	46	43	43
부채총계	477	611	637	702	817
자본금	30	30	35	35	35
자본잉여금	167	168	168	168	168
이익잉여금	91	150	227	347	519
비자배주지분	3	19	22	28	36
자본총계	283	367	452	577	757

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	43	69	198	196	248
당기순이익	17	65	86	130	186
현금유출이없는비용및수익	57	60	98	108	122
유형및무형자산상각비	37	49	67	70	75
영업관련자산부채변동	-26	-51	32	-17	-23
매출채권및기타채권의감소	-7	-40	-3	-35	-51
재고자산의감소	-27	-52	-11	-57	-81
매입채무및기타채무의증가	23	63	54	78	115
투자활동현금흐름	-105	-74	-105	-89	-115
CAPEX	-110	-68	-107	-94	-122
투자자산의순증	1	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	74	15	-43	-33	-20
사채및차입금의 증가	91	53	-29	-13	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	4	0	0
배당금지급	-1	-2	-3	-5	-6
기타현금흐름	0	2	-27	0	0
현금의증가	13	12	24	74	112
기초현금	47	60	72	96	170
기말현금	60	72	96	170	282

자료: 화승엔터프라이즈, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	879	1,202	1,473	1,835	2,348
매출원가	756	1,017	1,221	1,505	1,912
매출총이익	123	184	253	330	437
판매비	83	99	135	158	200
영업이익	40	85	118	173	237
EBITDA	78	134	185	243	312
영업외손익	-17	-7	-15	-16	-14
금융손익	-11	-13	-11	-12	-10
투자손익	0	1	0	0	0
기타영업외손익	-6	5	-4	-4	-4
세전이익	23	78	103	156	223
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	65	86	130	186
자배주주지분순이익	17	62	82	125	178
비자배주지분순이익	0	3	4	5	8
총포괄이익	22	74	86	130	186
증감률(%YoY)					
매출액	14.4	36.7	22.6	24.6	28.0
영업이익	-31.2	112.0	37.9	46.5	37.3
EPS	-62.2	263.5	31.3	52.3	42.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당주요지표(원)					
EPS	284	1,031	1,355	2,063	2,941
BPS	4,621	5,759	7,098	9,070	11,920
DPS	35	45	75	80	80
Multiple(배)					
P/E	37.5	16.4	8.3	5.5	3.8
P/B	2.3	2.9	1.6	1.2	0.9
EV/EBITDA	11.2	9.9	5.0	3.5	2.4
수익성(%)					
영업이익률	4.6	7.1	8.0	9.4	10.1
EBITDA마진	8.8	11.2	12.6	13.2	13.3
순이익률	1.9	5.4	5.8	7.1	7.9
ROE	6.4	19.9	21.1	25.5	28.0
ROA	2.5	7.5	8.3	11.0	13.0
ROIC	6.7	12.5	15.3	21.6	27.4
안정성및기타					
부채비율(%)	168.6	166.4	140.9	121.6	107.9
이자보상배율(배)	3.5	5.6	7.5	11.6	16.3
배당성향(배)	12.4	4.2	6.1	4.2	3.0

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 게재된 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 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 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 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/11/15	Buy	30,000	-23.1	-7.2	20/04/22	Buy	21,000	-	-
18/07/12	Buy	16,000	-22.8	-5.6					
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					

주: *표는 담당자 변경