

화승엔터프라이즈 (241590 KS)

하반기 이익 모멘텀 일시적 약화, 내년을 보자!

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	23,000원
현재주가(20/6/22)	12,900원
상승여력	78%

영업이익(20F, 십억원)	86
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	103
EPS 성장률(20F, %)	-20.2
MKT EPS 성장률(20F, %)	25.4
P/E(20F, x)	15.7
MKT P/E(20F, x)	14.6
KOSPI	2,133.48
시가총액(십억원)	781
발행주식수(백만주)	61
유동주식비율(%)	28.0
외국인 보유비중(%)	3.2
베타(12M) 일간수익률	1.32
52주 최저가(원)	8,150
52주 최고가(원)	18,150
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	2.0 -19.1 -12.2
상대주가	-7.4 -16.8 -13.7

2Q20 실적 프리뷰: 견고한 펀더멘털 유지

- 2Q20 영업이익은 210억원 (+21.1% YoY)으로 시장 기대치를 충족할 것으로 전망
- 아디다스 그룹 내 벤더 점유율 상승 및 제품 믹스 개선으로 인한 평균 판매 가격 상승이 예상대로 순조로운 것으로 판단

하반기 전망: 이익 모멘텀 일시적 약화 예상

- 아디다스가 나이키에 비해 코로나19의 영향을 크게 받았고, 회복의 속도도 더 느림
- 동사의 아디다스 그룹 내의 벤더 점유율 상승 및 제품 믹스 개선이 올해 하반기에 지속됨에도 불구하고, 동사의 하반기 영업이익은 전년 대비 20% 감소할 것으로 전망 (1H20's 48% 증가)

매수 투자 의견 유지

- 하반기 고객사의 재고 조정으로 인한 수주 및 이익 감소 가능성 존재
- 그러나 1) 아디다스 내 벤더 점유율 상승과 2) 완제품 신발 평균 판매 단가 인상으로 인한 강력한 이익 성장 (2021년)을 고려하여, 매수 투자 의견 유지



결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (십억원)	768	879	1,202	1,214	1,591	1,753
영업이익 (십억원)	59	40	85	86	151	168
영업이익률 (%)	7.7	4.6	7.1	7.1	9.5	9.6
순이익 (십억원)	41	17	62	50	110	121
EPS (원)	750	284	1,031	823	1,816	2,003
ROE (%)	18.4	6.3	19.2	12.7	23.1	20.3
P/E (배)	16.0	37.5	16.4	15.7	7.1	6.4
P/B (배)	2.8	2.3	2.9	2.0	1.5	1.2
배당수익률 (%)	0.1	0.3	0.3	0.3	0.7	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋대우 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590 KS)

2Q20 실적 프리뷰: 견고한 펀더멘털 유지

- 2Q20 매출과 영업이익은 각각 3,604억원 (+22.3% YoY), 210억원 (+21.1% YoY)으로 영업이익 기준으로 시장 기대치를 충족할 것으로 전망
- 1) 코로나19에도 불구하고 2분기 매출 관련 수주량에 변동이 없고, 2) 동사의 아디다스 그룹 내 벤더 점유율 상승 및 제품 믹스 개선으로 인한 평균 판매 가격 상승이 예상대로 순조로운 것으로 판단

2Q20 프리뷰 (K-IFRS연결기준)

(십억원, %, ppt)	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	294.8	300.7	373.4	284.4	360.4	22.3	337.9	6.7
영업이익	17.4	25.0	33.9	18.2	21.0	21.1	21.9	-4.0
당기순이익	13.2	17.7	25.1	-6.0	11.0	-16.4	10.4	6.2
영업이익률 (%)	5.9	8.3	9.1	6.4	5.8	-0.1	6.5	-0.6
당기순이익률 (%)	4.5	5.9	6.7	-2.1	3.1	-1.4	3.1	0.0

자료: 화승엔터프라이즈, 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590 KS)

하반기 이익 모멘텀 일시적 약화 예상

- 올해 상반기 제조한 대부분의 물량은 고객사가 올해 하반기에 출시 예정인 물량들이라 아직 상반기 매출 관련 수주량에 변동이 없는 것으로 판단
- 그러나 나이키, 언더아머, 롤루레몬 브랜드의 기능성 의류 생산을 주로 하는 대만 ODM 업체들의 수주 감소가 시작되고 있다는 점을 고려하면, 스포츠웨어 ODM 업체들의 본격적인 하반기 수주 조정은 불가피할 것으로 판단
- 아디다스가 나이키에 비해 코로나19의 영향을 크게 받았고, 회복의 속도도 더 느리기 때문에 동사의 아디다스 그룹 내의 벤더 점유율 상승 및 제품 믹스 개선이 올해 하반기에 지속됨에도 불구하고, 동사의 하반기 영업이익은 전년 대비 20% 감소할 것으로 전망 (1H20's 48% 증가)

화승엔터프라이즈 OEM 매출 실적 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
I. OEM	754.9	861.2	1,145.9	1,158.7	1,530.1	1,686.0
1. 완제품	718.9	794.0	1,017.3	1,030.1	1,388.7	1,530.5
생산량 (백만족)	57.9	57.1	71.5	67.2	89.1	95.3
전년 대비 (YoY)	0.0	-1.3	25.1	-6.0	32.6	7.0
ASP (USD)	10.9	12.6	12.1	13.0	13.5	13.9
전년 대비 (YoY)	0.0	16.2	-3.8	7.0	4.0	3.0
2. 반제품	36.0	67.2	128.5	128.5	141.4	155.5
전년 대비 (YoY)	0.0	86.6	91.2	0.0	10.0	10.0

자료: 화승엔터프라이즈, 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590 KS)

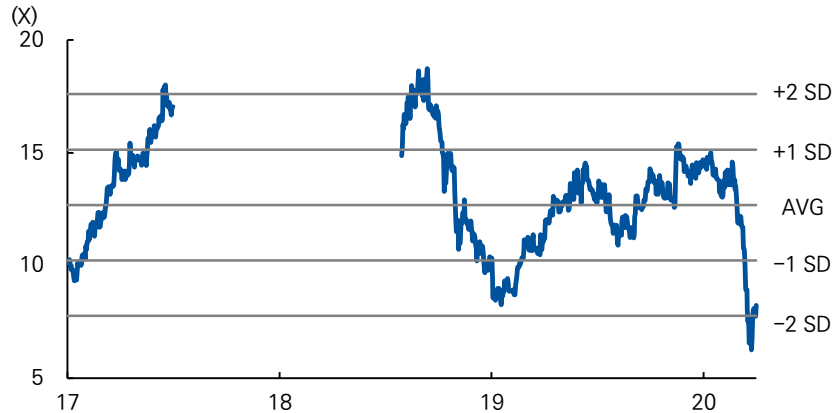
화승엔터프라이즈 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F
매출액	232.6	294.8	300.7	373.4	284.4	360.4	312.6	256.9	1,201.6	1,214.4
I. OEM	216.5	272.5	297.2	359.7	265.1	338.1	309.4	246.0	1,145.9	1,158.7
II. 유통	16.1	22.3	3.5	13.8	19.3	22.3	3.2	10.9	55.7	55.7
영업이익	9.2	17.4	25.0	33.9	18.2	21.0	22.3	24.9	85.4	86.3
I. OEM	8.6	15.2	23.4	32.5	16.6	18.8	21.7	23.4	79.7	80.6
II. 유통	0.6	2.2	1.6	1.4	1.5	2.2	0.6	1.4	5.8	5.8
전년 대비 증감율 (%)										
매출액	26.1	26.9	34.0	56.9	22.3	22.3	4.0	-31.2	36.7	1.1
I. OEM	19.4	18.2	36.5	55.3	22.4	24.1	4.1	-31.6	33.1	1.1
II. 유통	414.1	1,120.2	-46.8	114.7	19.9	0.0	-10.0	-20.8	209.1	0.0
영업이익	50.3	49.9	221.0	128.7	98.0	21.1	-11.0	-26.6	112.0	1.0
I. OEM	42.3	42.2	217.0	121.0	93.4	24.1	-7.5	-27.8	105.3	1.1
II. 유통	n/a	n/a	n/a	n/a	168.2	0.0	-61.0	2.1	n/a	0.0
영업이익률 (%)										
영업이익	3.9	5.9	8.3	9.1	6.4	5.8	7.1	9.7	7.1	7.1
I. OEM	4.0	5.6	7.9	9.0	6.3	5.6	7.0	9.5	7.0	7.0

자료: 화승엔터프라이즈, 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

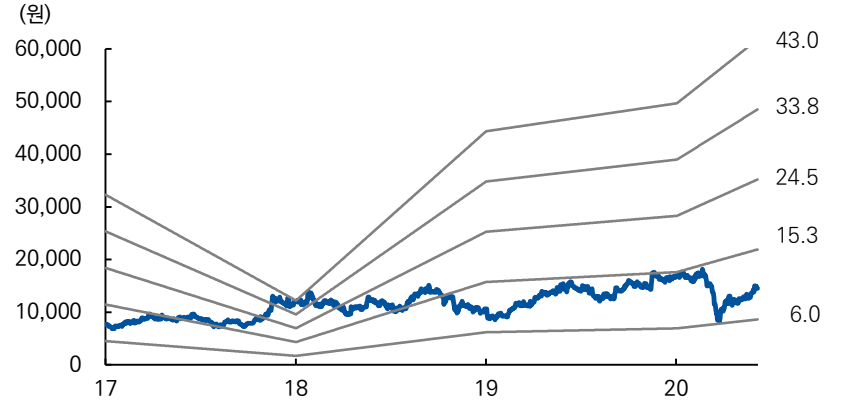
화승엔터프라이즈 (241590 KS)

P/E 밴드 차트 I



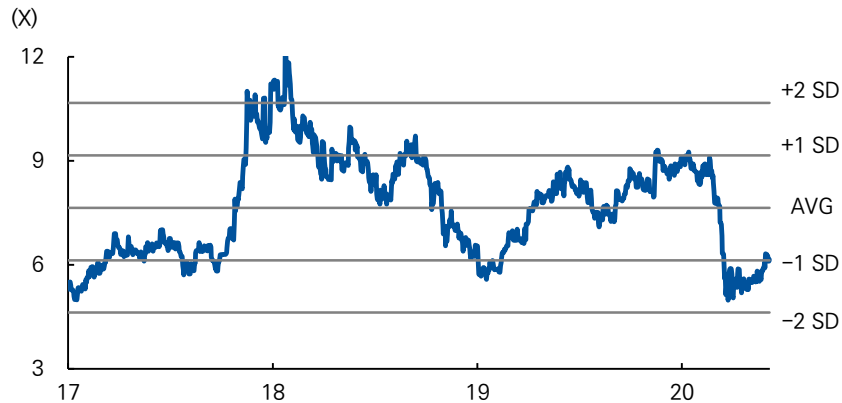
자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋대우 리서치센터

P/E 밴드 차트 II



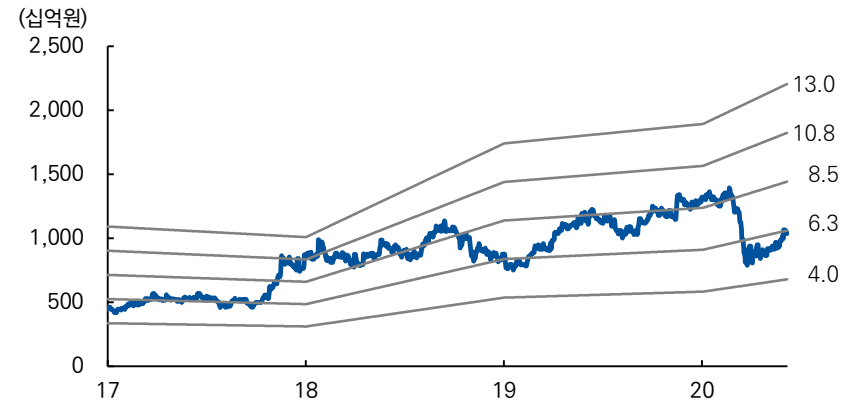
자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋대우 리서치센터

EV/EBITDA 밴드 차트 I



자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋대우 리서치센터

EV/EBITDA 밴드 차트 II



자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋대우 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590 KS)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액	1,202	1,214	1,591	1,753
매출원가	1,017	1,028	1,317	1,450
매출총이익	185	186	274	303
판매비와관리비	99	100	123	135
조정영업이익	85	86	151	168
영업이익	85	86	151	168
비영업손익	-7	-19	2	6
금융손익	-14	-14	-13	-9
관계기업등 투자손익	1	1	1	1
세전계속사업손익	78	67	153	174
계속사업법인세비용	13	13	35	43
계속사업이익	65	54	118	130
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	65	54	118	130
지배주주	62	50	110	121
비지배주주	3	4	8	9
총포괄이익	74	54	118	130
지배주주	72	50	110	121
비지배주주	3	4	8	9
EBITDA	134	139	202	223
FCF	1	43	83	83
EBITDA 마진율 (%)	11.1	11.4	12.7	12.7
영업이익률 (%)	7.1	7.1	9.5	9.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.2	4.1	6.9	6.9

자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
유동자산	485	561	701	786
현금 및 현금성자산	72	150	161	189
매출채권 및 기타채권	157	160	211	235
재고자산	219	221	290	319
기타유동자산	37	30	39	43
비유동자산	494	502	492	518
관계기업투자등	5	0	0	0
유형자산	406	415	405	432
무형자산	27	26	25	23
자산총계	979	1,063	1,193	1,304
유동부채	520	433	440	423
매입채무 및 기타채무	220	223	292	321
단기금융부채	275	185	115	65
기타유동부채	25	25	33	37
비유동부채	92	212	219	222
장기금융부채	81	186	186	186
기타비유동부채	11	26	33	36
부채총계	611	645	659	645
지배주주지분	348	397	507	625
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	168	168	168	168
이익잉여금	150	201	317	442
비지배주주지분	19	21	27	34
자본총계	367	418	534	659

자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋대우 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590 KS)

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
영업활동으로 인한 현금흐름	69	103	123	163
당기순이익	65	54	118	130
비현금수익비용가감	60	82	83	94
유형자산감가상각비	47	51	50	53
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	12	30	32	40
영업활동으로인한자산및부채의변동	-51	-20	-42	-18
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-40	-20	-42	-17
재고자산 감소(증가)	-52	-2	-69	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	63	2	59	25
법인세납부	-5	-13	-35	-43
투자활동으로 인한 현금흐름	-74	-60	-40	-80
유형자산처분(취득)	-65	-60	-40	-80
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	16	0	0	0
기타투자활동	-24	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	15	28	-72	-55
장단기금융부채의 증가(감소)	53	31	-70	-50
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-3	-2	-5
기타재무활동	-36	0	0	0
현금의 증가	12	71	11	28
기초현금	60	79	150	161
기말현금	72	150	161	189

자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당 가치 및 valuation (요약)				
(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
P/E (x)	16.4	15.7	7.1	6.4
P/CF (x)	8.2	5.8	3.9	3.5
P/B (x)	2.9	2.0	1.5	1.2
EV/EBITDA (x)	9.9	8.2	5.6	5.1
EPS (원)	1,031	823	1,816	2,003
CFPS (원)	2,073	2,240	3,318	3,710
BPS (원)	5,758	6,556	8,370	10,330
DPS (원)	45	40	88	97
배당성향 (%)	4.2	4.5	4.5	4.5
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.7	0.8
매출액증가율 (%)	36.7	1.0	31.1	10.2
EBITDA증가율 (%)	71.8	3.7	45.3	10.4
조정영업이익증가율 (%)	112.5	1.2	75.6	11.3
EPS증가율 (%)	263.0	-20.2	120.7	10.3
매출채권 회전율 (회)	10.5	8.7	9.8	9.0
재고자산 회전율 (회)	6.4	5.5	6.2	5.8
매입채무 회전율 (회)	6.2	5.5	6.0	5.6
ROA (%)	7.5	5.2	10.5	10.4
ROE (%)	19.2	12.7	23.1	20.3
ROIC (%)	12.5	10.6	17.2	17.5
부채비율 (%)	166.4	154.2	123.3	97.8
유동비율 (%)	93.3	129.5	159.3	185.7
순차입금/자기자본 (%)	74.9	81.8	62.6	49.0
조정영업이익/금융비용 (x)	5.6	5.1	9.5	12.9

자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋대우 리서치센터

투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2020.02.11	매수	23,000	-	-



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

투자이건 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 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자이건 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
82.04%	12.57%	5.39%	0.00%

* 2020년 3월 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.