



기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst

김한경

02 3779 8848

hkim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	14,000 원
현재주가	10,550 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSDAQ(10/28)	2,093.6 pt
시가총액	5,836 억원
발행주식수	55,320 천주
52 주 최고가/ 최저가	11,200 / 5,660 원
90 일 일평균거래대금	21.64 억원
외국인 지분율	19.9%
배당수익률(19.12E)	0.9%
BPS(19.12E)	6,083 원
KOSDAQ 대비상대수익률	1개월 4.5%
	6개월 7.4%
	12개월 44.7%
주주구성	현승훈 (외 5인) 33.6%
	국민연금공단 (외 1인) 7.3%
	Credit Suisse Group AG (외 3인) 5.1%

Stock Price



화승인더 (006060)

아디다스 內 점유율 상승과 고객사 다변화

아디다스 內 점유율 상승과 고객사 다변화

화승인더 3Q19 실적은 매출액 3,506억원(+19.7% yoy), 영업이익은 281억원(+116.2% yoy, OPM 8.0%)로 당사 추정치를 크게 상회할 전망이다. 3분기는 통상 비수기임에도 불구하고 고단가 위주의 신규 오더와 경쟁사 물량 이전효과에 따른 매출 상승, 2분기를 마지막으로 B급 재고 관련 손실 반영이 마무리되며 매출과 수익성이 동반 개선된 영향으로 추정된다. 아디다스 內 점유율 상승(고단가 생산, 경쟁사 물량 이전) 및 고객사 다변화(Nike, 언더아머)가 동시에 진행되고 있어 중장기 방향성이 아주 밝다.

투자의견 매수 유지, 목표주가는 14,000원으로 상향

화승인더에 대해 투자의견 매수를 유지하며 목표주가는 14,000원으로 7.7% 상향한다. 기존 고객사 內 점유율 상승과 고객사 다변화가 동시에 진행되는 국면으로 가파른 성장세가 내년까지 지속될 것으로 전망한다. 엔터프라이즈의 성장과 더불어 동사가 수취하는 매입 수수료(엔터 매출의 3.3%) 및 원재료 공급 수수료(매입원가의 2%)의 이익기여도 상승에도 주목할 필요가 있다.

화승인더는 시장에서 지주사로 간주되며 멀티플 디스카운트를 적용 받고 있으나 1) 지주사법에 따른 지주회사에 해당되지 않으며, 2) 자체 사업을 영위하고 있으며, 3) 신발 자체 조달 및 생산, 유통 및 마케팅, 고객사 납품까지 신발 사업 밸류체인 전반에 관여하고 있는 만큼 재평가가 필요하다는 판단이다. 화승엔터프라이즈 연결 인식분 이외에도 자체적으로 순도 높은 이익을 창출해내고 있음에도(2019F OP 화승인더 1,024억원 / 화승엔터 770억원) 현 시총은 엔터프라이즈 지분가치(약 6,470억)에도 못 미치고 있다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,151.9	1,111.9	1,355.3	1,547.0	1,746.0
영업이익	94.8	57.7	102.4	137.7	165.9
세전계속사업손익	71.7	34.5	91.3	123.7	154.3
순이익	48.5	25.9	71.3	95.3	117.3
EPS (원)	663	375	996	1,321	1,625
증감률 (%)	n/a	-43.4	165.5	32.7	23.0
PER (x)	15.5	18.2	10.6	8.0	6.5
PBR (x)	2.3	1.4	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA (x)	6.4	7.0	5.6	4.4	3.6
영업이익률 (%)	8.2	5.2	7.6	8.9	9.5
EBITDA 마진 (%)	11.3	9.0	11.4	12.2	12.4
ROE (%)	15.4	7.9	17.8	19.4	19.9
부채비율 (%)	180.4	179.9	151.6	127.8	107.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 화승인더, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 화승인더 3Q19 Preview

(단위: 억원)	2Q19	2Q18	YoY	1Q19	QoQ	이베스트	대비
매출액	350.6	289.5	21.1%	283.5	23.7%	304.0	15.3%
영업이익	28.1	17.5	60.0%	13.4	108.8%	22.4	25.0%
순이익(지배)	15.5	4.3	261.3%	6.7	133.1%	12.1	28.2%
OPM	8.0%	6.1%	1.9%	4.7%	3.3%	7.4%	0.6%
NPM	4.4%	1.5%	2.9%	2.4%	2.1%	4.0%	0.4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 화승인더 연간 실적 추정 변경

(십억원)	2019E			2020E		
항목	변경전	변경후	차이(%)	변경전	변경후	차이(%)
매출액	1,300.2	1,355.3	4.2%	1,478.0	1,547.0	4.7%
영업이익	99.4	102.4	3.0%	137.3	137.7	0.3%
지배순이익	52.2	54.1	3.7%	69.3	71.5	3.1%

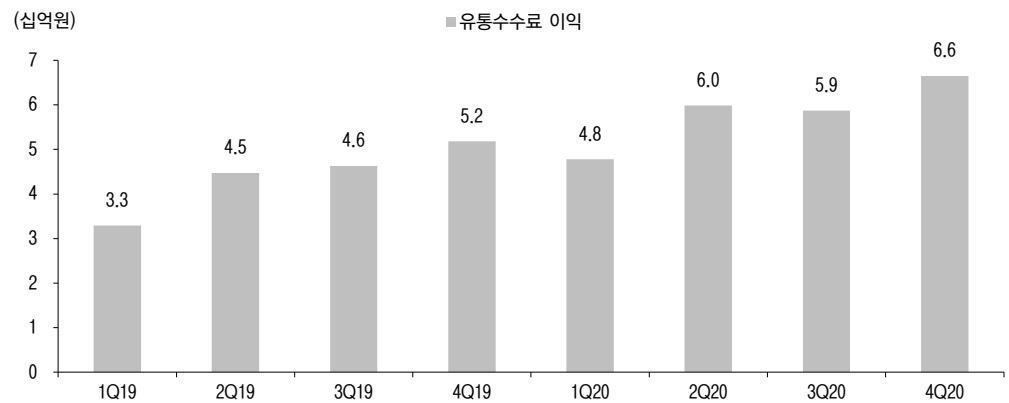
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 화승인더 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
매출액	1,151.9	1,111.9	1,355.3	1,547.0	1,746.0
필름	190.4	215.1	217.0	214.5	223.1
신발	901.2	846.7	1,054.4	1,273.5	1,462.8
유통	60.4	50.1	83.9	58.9	60.1
YoY					
매출액	13.9%	-3.5%	21.9%	14.1%	12.9%
필름	-1.7%	13.0%	0.9%	-1.1%	4.0%
신발	22.8%	-6.0%	24.5%	20.8%	14.9%
유통	-27.8%	-17.2%	67.5%	-29.8%	2.1%
매출총이익	204.1	169.7	243.2	295.0	300.3
GPM	17.7%	15.3%	17.9%	19.1%	17.2%
영업이익	94.8	57.7	102.4	137.7	165.9
OP Margin	8.2%	5.2%	7.6%	8.9%	9.5%
YoY	21.3%	-39.1%	77.5%	34.4%	20.5%
세전이익	71.7	34.5	91.3	123.7	154.3
당기순이익	48.5	25.9	71.3	95.2	117.2
지배순이익	36.5	20.3	54.1	71.5	87.9
NP Margin	3.2%	1.8%	4.0%	4.6%	5.0%
YoY(지배)	-18.0%	-44.3%	166.2%	32.2%	23.0%

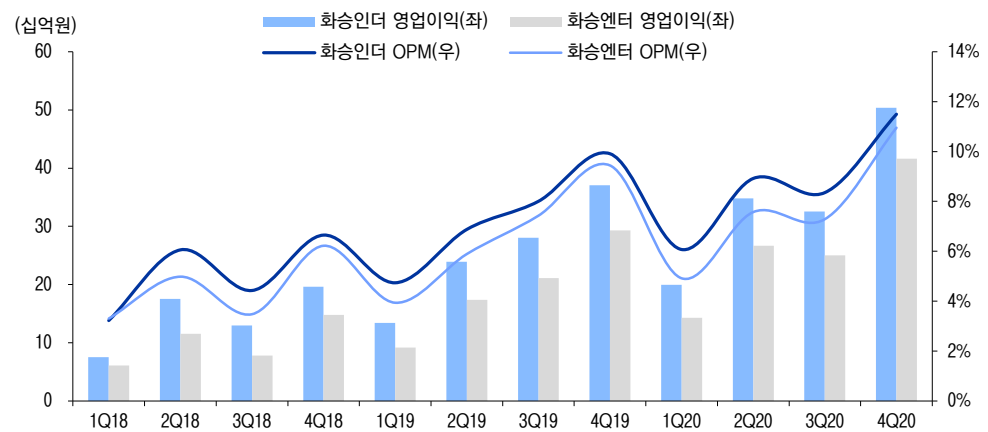
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 유통수수료 이익(화승엔터 신발사업 매출의 2.1% - 고정비) 추이 및 전망



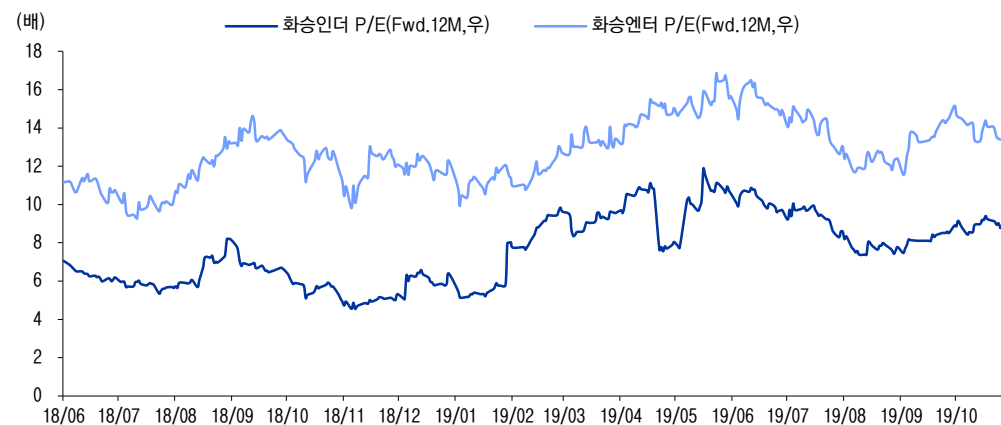
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 화승인더, 화승엔터 영업이익 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 화승인더, 화승엔터 멀티플 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

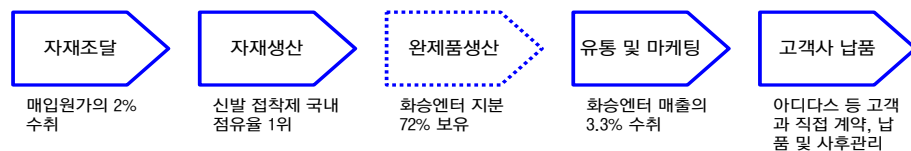
표4 화승인더 밸류에이션 테이블

(십억원)			2019E
화승인더 본업	필름/유통사업부문	가치	59.8
		영업이익	7.9
		세후	6.0
		멀티플	10.0
	신발사업부문	가치	231.2
		영업이익	17.6
		세후	13.4
		멀티플	17.3
		본업가치 합계	291.0
	화승엔터프라이즈	시가총액	1,086.0
지분율		72%	
할인율		25%	
지분가치		584.3	
	순차입금	100.0	
	합계	775.3	
	유통주식 수(백만)	54.8	
	주당가치	14,147	
	목표주가	14,000	
	현주가	10,550	
	상승여력	32.7%	

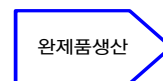
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 화승인더 사업 구조 - 태광실업(2020년 상장 예정)과 유사

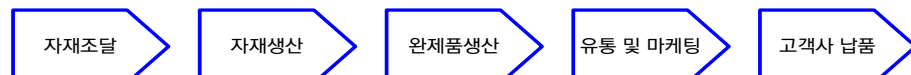
< 화승인더 사업 구조 >



< 화승엔터 사업 구조 >



< 태광실업 사업 구조 >



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

화승인더 (006060)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	427.6	467.2	513.6	563.0	626.5
현금 및 현금성자산	90.5	96.1	103.8	109.9	120.8
매출채권 및 기타채권	127.7	137.0	161.3	184.1	207.8
재고자산	146.8	180.1	193.1	211.9	239.2
기타유동자산	62.6	53.9	55.4	57.0	58.7
비유동자산	448.1	524.1	546.3	547.1	549.5
관계기업투자등	23.1	21.7	26.5	30.2	34.1
유형자산	357.3	430.2	438.4	427.8	418.3
무형자산	34.6	36.4	37.9	39.4	40.9
자산총계	875.7	991.3	1,060.0	1,110.1	1,175.9
유동부채	485.2	542.0	548.3	547.1	537.8
매입채무 및 기타채무	134.1	142.0	168.3	192.1	216.8
단기금융부채	329.9	379.0	359.0	334.0	300.0
기타유동부채	21.1	21.0	21.0	21.0	21.0
비유동부채	78.3	95.2	90.4	75.6	70.9
장기금융부채	58.5	72.1	67.1	52.1	47.1
기타비유동부채	19.8	23.1	23.3	23.5	23.8
부채총계	563.4	637.1	638.7	622.7	608.7
자배주주지분	242.3	269.4	336.5	402.7	482.5
자본금	27.7	27.7	27.7	27.7	27.7
자본잉여금	1.9	15.8	15.8	15.8	15.8
이익잉여금	167.1	192.8	244.6	310.7	390.6
비지배주주지분(연결)	70.1	84.8	84.8	84.8	84.8
자본총계	312.3	354.1	421.3	487.4	567.3

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	84.5	55.4	98.6	84.3	101.1
당기순이익(손실)	71.6	34.5	71.3	95.3	117.3
비현금수익비용가감	61.9	73.8	38.2	6.9	10.0
유형자산감가상각비	34.5	41.6	51.8	50.6	49.5
무형자산상각비	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
기타현금수익비용	1.2	7.6	-14.5	-44.6	-40.4
영업활동 자산부채변동	-17.7	-31.1	-10.9	-17.8	-26.2
매출채권 감소(증가)	-8.7	2.9	-24.3	-22.8	-23.7
재고자산 감소(증가)	-42.9	-29.3	-13.0	-18.8	-27.3
매입채무 증가(감소)	38.3	-9.2	26.3	23.8	24.7
기타자산, 부채변동	-4.4	4.5	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-187.9	-83.3	-68.7	-47.8	-48.1
유형자산처분(취득)	-158.8	-111.1	-60.0	-40.0	-40.0
무형자산 감소(증가)	-1.2	-2.4	-2.4	-2.4	-2.5
투자자산 감소(증가)	-31.8	12.1	-6.3	-5.4	-5.6
기타투자활동	3.8	18.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	68.2	33.5	-22.2	-30.4	-42.1
차입금의 증가(감소)	65.9	39.1	-20.0	-25.0	-34.0
자본의 증가(감소)	1.6	-0.9	-2.2	-5.4	-8.1
배당금의 지급	1.7	2.0	2.2	5.4	8.1
기타재무활동	0.7	-4.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-35.8	5.6	7.7	6.1	10.9
기초현금	126.3	90.5	96.1	103.8	109.9
기말현금	90.5	96.1	103.8	109.9	120.8

자료: 화승인더, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,151.9	1,111.9	1,355.3	1,547.0	1,746.0
매출원가	947.9	942.2	1,112.1	1,252.0	1,414.3
매출총이익	204.1	169.8	243.2	295.0	331.7
판매비 및 관리비	109.3	112.0	140.8	157.3	165.9
영업이익	94.8	57.7	102.4	137.7	165.9
(EBITDA)	129.9	100.2	155.2	189.2	216.3
금융손익	-10.2	-24.5	0.1	0.1	-1.5
이자비용	11.8	17.3	13.1	12.8	12.2
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-12.9	1.3	-11.2	-14.0	-10.0
세전계속사업이익	71.7	34.5	91.3	123.7	154.3
계속사업법인세비용	23.2	8.5	19.9	28.5	37.0
계속사업이익	48.5	25.9	71.3	95.3	117.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	48.5	25.9	71.3	95.3	117.3
지배주주	36.5	20.3	53.9	71.5	88.0
총포괄이익	29.5	19.2	71.3	95.3	117.3
매출총이익률 (%)	17.7	15.3	17.9	19.1	19.0
영업이익률 (%)	8.2	5.2	7.6	8.9	9.5
EBITDA마진률 (%)	11.3	9.0	11.4	12.2	12.4
당기순이익률 (%)	4.2	2.3	5.3	6.2	6.7
ROA (%)	4.3	2.2	5.3	6.6	7.7
ROE (%)	15.4	7.9	17.8	19.4	19.9
ROIC (%)	12.4	7.1	11.9	15.3	17.7

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	15.5	18.2	10.6	8.0	6.5
P/B	2.3	1.4	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.4	7.0	5.6	4.4	3.6
P/CF	4.2	3.5	5.3	5.7	4.6
배당수익률 (%)	0.2	0.6	0.9	1.4	1.9
성장성 (%)					
매출액	13.9	-3.5	21.9	14.1	12.9
영업이익	21.3	-39.1	77.5	34.4	20.5
세전이익	17.1	-51.9	164.9	35.5	24.8
당기순이익	-0.5	-46.5	175.2	33.5	23.1
EPS	-18.0	-43.4	165.5	32.7	23.0
안정성 (%)					
부채비율	180.4	179.9	151.6	127.8	107.3
유동비율	88.1	86.2	93.7	102.9	116.5
순차입금/자기자본(x)	86.2	91.7	68.9	49.8	33.7
영업이익/금융비용(x)	8.0	3.3	7.8	10.8	13.6
총차입금 (십억원)	388	451	426	386	347
순차입금 (십억원)	269	325	290	243	191
주당지표(원)					
EPS	663	375	996	1,321	1,625
BPS	4,379	4,869	6,083	7,279	8,722
CFPS	2,413	1,957	1,980	1,847	2,301
DPS	25	40	100	150	200

화승인더 목표주가 추이		투자의견 변동내역						
(원)	주가 목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			과락율(%)
					최고 대비	최저 대비	평균 대비	
16,000		2018.08.16	변경	김한경				
14,000		2018.08.16	Buy	12,000	-25.1	-32.2		
12,000		2018.10.30	Buy	10,000	-29.7	-37.3		
10,000		2019.01.29	Buy	9,000	-10.7	-20.6		
8,000		2019.03.05	Buy	11,000	-4.1	-17.1		
6,000		2019.04.22	Buy	13,000	-13.8	-18.6		
4,000		2019.05.16	Buy	14,500	-23.8	-34.7		
2,000		2019.08.16	Buy	13,000	-14.2	-24.7		
0		2019.10.29	Buy	14,000				

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김한경)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.9% 5.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2018. 10. 1 ~ 2019. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)