

2021. 5. 17



▲ 화장품/섬유이복  
Analyst **하누리**  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

## Buy

**적정주가 (12개월)** **26,000 원**

**현재주가 (5.14)** **20,350 원**

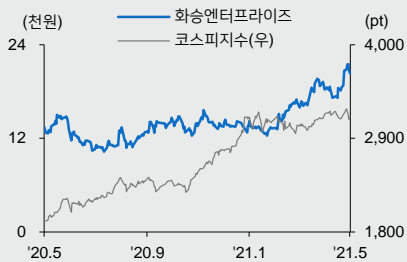
**상승여력** **27.8%**

KOSPI	3,153.32pt
시가총액	12,323억원
발행주식수	6,055만주
유동주식비율	28.00%
외국인비중	3.48%
52주 최고/최저가	21,500원/10,300원
평균거래대금	80.9억원

<b>주요주주(%)</b>	
화승인더스트리 외 5인	72.00
국민연금공단	10.73

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	11.5	49.6	51.9
상대주가	12.5	18.3	-7.3

### 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,201.6	85.4	62.4	1,031	281.7	5,759	16.4	2.9	9.9	19.9	166.4
2020	1,115.8	62.5	40.1	662	-36.4	8,554	21.4	1.7	8.4	9.3	114.9
2021E	1,245.4	84.3	64.9	1,072	59.7	9,575	19.0	2.1	9.8	11.8	99.9
2022E	1,426.8	119.5	99.5	1,643	53.3	11,163	12.4	1.8	7.3	15.8	83.2
2023E	1,565.5	135.8	112.9	1,865	13.5	12,973	10.9	1.6	6.3	15.5	71.8

# 화승엔터프라이즈 241590

## 1Q21 Review: 원가 부담 > 매출 증가

- ✓ 1Q21: 매출액 3,031억원(+7%), 영업이익 111억원(-39%), 순이익 44억원(흑전)
- ✓ 원재료비 가격 인상 + 물량 이전 영향 → 매출 원가율 +3%p → 역레버리지
- ✓ 판가 +2%, 생산량 Flat, 가동률 완제 +4%p/반제 -15%p, 평균 원재료가 +25%
- ✓ 거래선 회복(Q ↑) + 제품 믹스 개선(P ↑) + 수직계열화 효과(C ↓) → 매수 추천

### 1Q21 수주 감소 불가피

화승엔터프라이즈는 2021년 1분기 매출액 3,031억원(+6.6% YoY; 이하 YoY), 영업이익 111억원(-38.9%), 순이익 44억원(흑전)을 기록했다. 원재료비 인상 및 물량 이관에 따른 원가 증가가 역레버리지를 일으켰다. 이익 단이 기대치를 벗어난 이유이다. 판가(+1.5%)는 상승했고, 생산량(Flat) 또한 전년동기 수준을 유지했다.

OEM 업체가 자체적으로 수익성을 올리는 방법은 '원가 개선' 밖에 없다. 거래선의 주문을 따를 뿐, 자체적으로 수주량을 조절할 수 없기 때문이다. 원가는 크게 원재료(60%), 노무비(35%), 감가비(5%)로 구성된다. 후방 수직계열화로써 원부자재를 역내 조달하거나, 저임금 지역으로의 이전을 통해 인건비 부담을 낮출 수 있다.

금번 물량 이관 또한 이와 궤를 같이 한다. 반제품 전용 생산 법인 Vungtau(베트남 동남; 호치민에서 2.3시간)의 물량 전량을 Rach Gia(베트남 서남; 호치민에서 4.5시간)로 이관시켰다. 신규 인력 투입에 따라 채산성이 훼손될 수밖에 없었다. 1Q21 반제품 가동률은 81.5%(-15.0%p)로 전년동기의 84% 수준에 불과했다. 속련도 확보까지 1개 분기는 더 소요될 것으로 본다.

### 투자의견 Buy 및 적정주가 26,000원 유지

분기가 거듭될수록 회복하겠다(매출액: 1Q +6.6% → 2Q +7.8% → 3Q +18.8% → 4Q +14.8%). ① 거래선 회복에 따른 낙수효과(2021E 아디다스 매출액 +17.5% → 화승엔터 판매량 +15.0%), ② 고단가 생산 확대를 통한 믹스 개선(2021E ASP +6.1%), ③ 수직계열화에 기반한 원가 절감(2021E 원가율 -0.7%p) 모두 유효하다. ④ 카테고리 확장에 대한 기대감 또한 열려 있는 바, 매수 접근을 추천한다.

(십억원, %, %p)	1Q21	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	303.1	284.4	6.6	296.7	2.2	298.1	1.7	269.6	12.4
영업이익	11.1	18.2	-38.9	23.6	-53.0	16.8	-34.0	15.9	-30.3
순이익	4.4	-6.0	흑전	22.6	-80.6	7.1	-38.2	12.4	-64.6
영업이익률	3.7	6.4	-2.7	8.0	-4.3	5.6	-2.0	5.9	-2.2

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,245.4	1,426.8	1,237.2	1,381.0	0.7	3.3	1,317.8	1,569.2
영업이익	84.3	119.5	101.2	122.8	-16.7	-2.7	93.9	127.8
순이익	64.9	99.5	84.2	99.5	-22.9	0.0	70.5	98.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>284.4</b>	<b>306.3</b>	<b>228.3</b>	<b>296.7</b>	<b>303.1</b>	<b>330.3</b>	<b>271.3</b>	<b>340.7</b>	<b>1,115.8</b>	<b>1,245.4</b>	<b>1,426.8</b>
OEM	265.1	301.3	227.9	280.8	283.8	323.7	269.4	323.0	1,075.1	1,199.9	1,376.8
기타	19.3	4.9	0.4	15.9	19.3	6.6	1.9	17.7	40.6	45.5	50.1
<b>매출총이익</b>	<b>45.6</b>	<b>33.2</b>	<b>32.5</b>	<b>48.5</b>	<b>39.7</b>	<b>41.8</b>	<b>46.8</b>	<b>59.1</b>	<b>159.9</b>	<b>187.4</b>	<b>231.7</b>
매출총이익률	16.0	10.9	14.2	16.4	13.1	12.7	17.2	17.4	14.3	15.0	16.2
<b>영업이익</b>	<b>18.2</b>	<b>11.7</b>	<b>9.0</b>	<b>23.6</b>	<b>11.1</b>	<b>18.5</b>	<b>22.4</b>	<b>32.3</b>	<b>62.5</b>	<b>84.3</b>	<b>119.5</b>
영업이익률	6.4	3.8	3.9	8.0	3.7	5.6	8.2	9.5	5.6	6.8	8.4
OEM	16.6	11.8	9.0	21.9	8.4	14.3	20.1	29.5	59.4	72.3	103.4
기타	1.5	-0.1	0.0	1.7	2.7	4.2	2.3	2.9	3.1	12.0	16.1
<b>순이익</b>	<b>-6.0</b>	<b>18.9</b>	<b>4.6</b>	<b>22.6</b>	<b>4.4</b>	<b>16.2</b>	<b>15.4</b>	<b>28.9</b>	<b>40.1</b>	<b>64.9</b>	<b>99.5</b>
순이익률	-2.1	6.2	2.0	7.6	1.4	4.9	5.7	8.5	3.6	5.2	7.0
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>22.3</b>	<b>3.9</b>	<b>-24.1</b>	<b>-20.5</b>	<b>6.6</b>	<b>7.8</b>	<b>18.8</b>	<b>14.8</b>	<b>-7.1</b>	<b>11.6</b>	<b>14.6</b>
OEM	22.4	10.6	-23.3	-21.9	7.1	7.4	18.2	15.0	-6.2	11.6	14.7
기타	19.9	-77.9	-88.1	15.8	-0.3	34.4	348.0	11.1	-27.1	12.0	10.0
매출총이익	35.3	-25.2	-39.7	-6.8	-12.9	25.7	43.8	21.8	-13.2	17.2	23.6
<b>영업이익</b>	<b>98.1</b>	<b>-32.7</b>	<b>-64.1</b>	<b>-30.2</b>	<b>-38.9</b>	<b>58.8</b>	<b>148.4</b>	<b>36.8</b>	<b>-26.9</b>	<b>35.0</b>	<b>41.7</b>
OEM	93.4	-22.3	-61.5	-32.4	-49.2	21.1	122.9	34.2	-25.5	21.7	43.1
기타	168.2	적전	적전	0.2	71.6	흑전	흑전	0.7	-0.5	2.9	33.7
<b>순이익</b>	<b>적전</b>	<b>43.0</b>	<b>-74.2</b>	<b>-9.7</b>	<b>흑전</b>	<b>-14.2</b>	<b>235.6</b>	<b>27.8</b>	<b>-35.8</b>	<b>61.8</b>	<b>53.3</b>

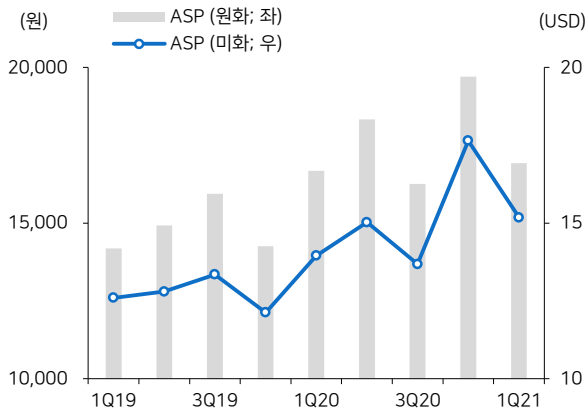
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

표4 화승엔터프라이즈 생산 거점별 실적

생산 거점	항목	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
베트남	매출액(백만원)	178,185	207,325	243,519	280,692	231,847	208,926	185,184	216,196	187,788
	YoY(%)	32.6	19.1	48.8	65.9	30.1	0.8	-24	-23	-19
	비중(%)	69.9	65.9	70.2	69.3	66.9	66.9	66.8	63.1	59.2
	순이익(백만원)	4,118	7,033	14,788	18,843	10,084	-1,002	1,944	6,638	1,774
	YoY(%)	459.1	152.6	1751.6	392.1	144.9	적전	-86.9	-64.8	-82.4
	비중(%)	90.7	58	92.1	69.3	-109.5	-4.7	41.2	28.5	52.9
인도네시아	매출액(백만원)	45,420	61,293	56,199	71,157	76,767	57,649	52,633	75,770	86,191
	YoY(%)	57.4	64.7	75.1	52.2	69	-5.9	-6.3	6.5	12.3
	비중(%)	17.8	19.5	16.2	17.6	22.1	18.5	19	22.1	27.2
	순이익(백만원)	1,270	5,330	-635	6,047	-16,421	19,548	81	10,963	2,807
	YoY(%)	-22.8	89.8	52	12.1	적전	266.8	흑전	81.3	흑전
	비중(%)	28	44	-4	22.2	178.4	92.6	1.7	47	83.7
중국	매출액(백만원)	31,394	45,799	47,210	52,997	38,133	45,865	39,335	50,808	43,431
	YoY(%)	8.3	21	23	40.3	21.5	0.1	-16.7	-4.1	13.9
	비중(%)	12.3	14.6	13.6	13.1	11	14.7	14.2	14.8	13.7
	순이익(백만원)	-850	-241	1,908	2,305	-2,870	2,571	2,697	5,708	-1,228
	YoY(%)	적전	83	497.7	14.3	-237.8	흑전	41.3	147.7	57.2
	비중(%)	-18.7	-2	11.9	8.5	31.2	12.2	57.1	24.5	-36.6

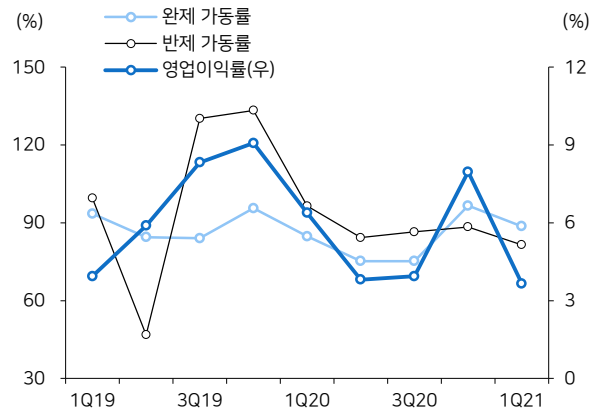
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림1 화승엔터프라이즈 완제품 ASP



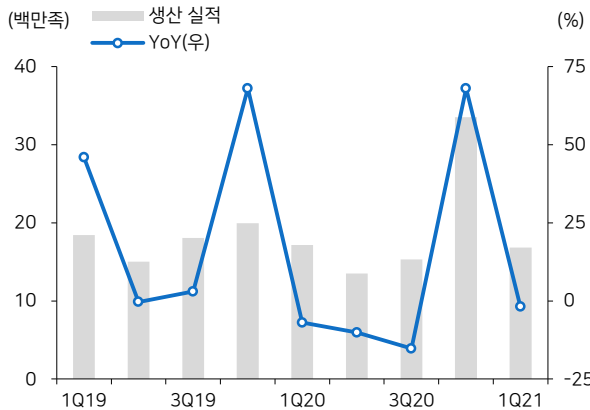
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림2 화승엔터프라이즈 가동률 및 영업이익률



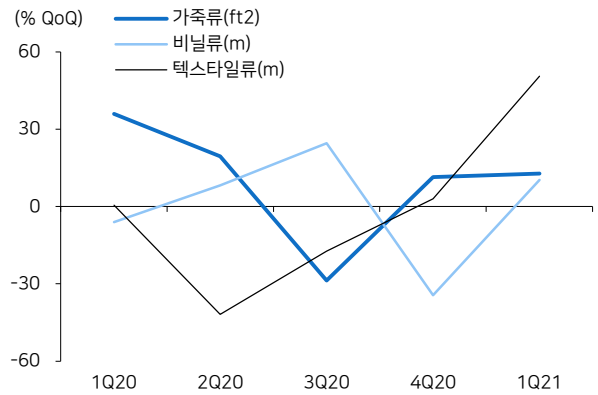
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림3 화승엔터프라이즈 완제품 생산 실적



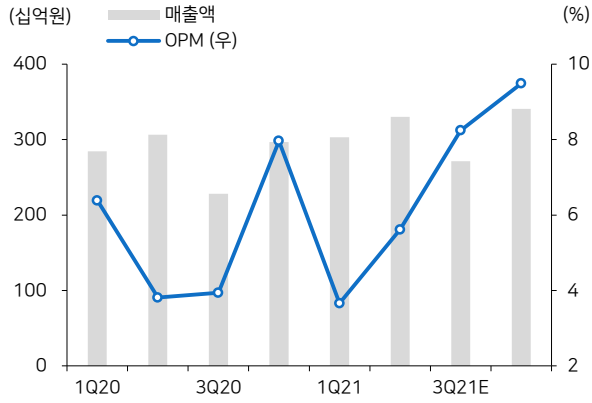
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림4 화승엔터프라이즈 주요 원재료 가격 변동



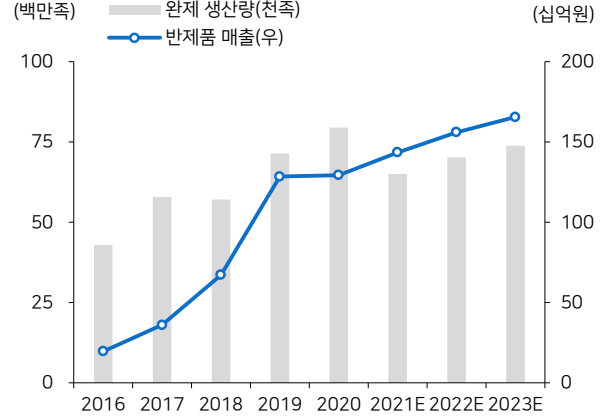
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림5 화승엔터프라이즈 분기 매출액 및 영업이익률



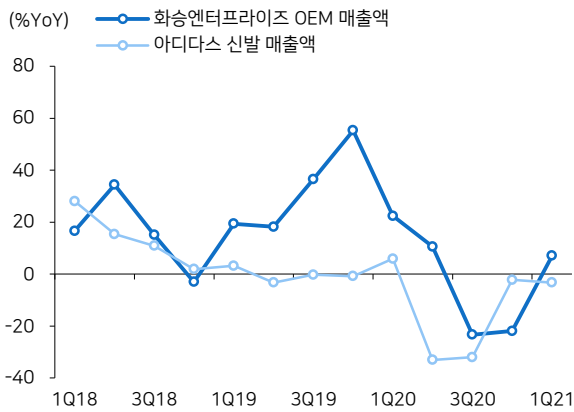
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 화승엔터프라이즈 연간 완제품 생산 및 반제품 매출



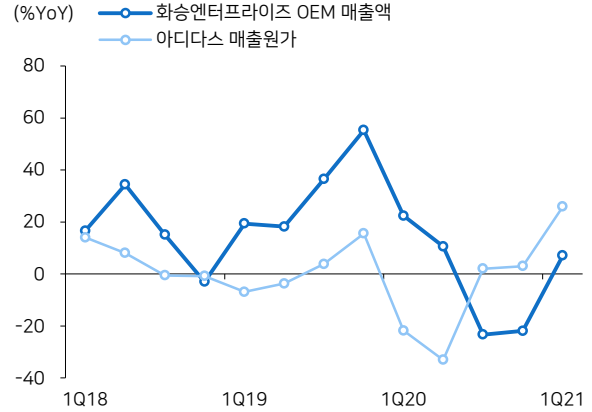
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 화승엔터 매출(1개 분기 후행) vs. 아디다스 매출



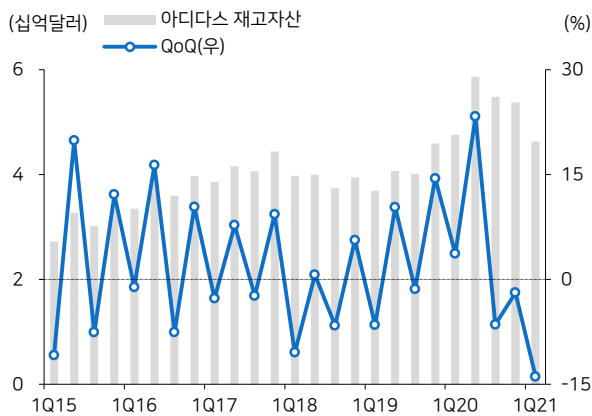
주: 시계열은 화승엔터프라이즈 실적 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 화승엔터 매출(1개 분기 후행) vs. 아디다스 매출원가



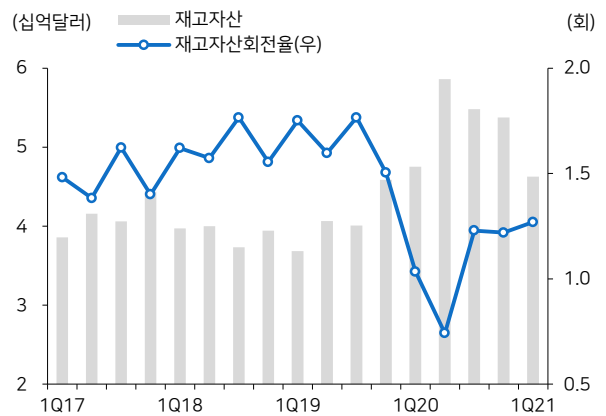
주: 시계열은 화승엔터프라이즈 실적 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 아디다스 재고자산



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 아디다스 재고자산회전율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,201.6</b>	<b>1,115.8</b>	<b>1,245.4</b>	<b>1,426.8</b>	<b>1,565.5</b>
매출액증가율 (%)	36.7	-7.1	11.6	14.6	9.7
매출원가	1,017.4	955.9	1,058.0	1,195.2	1,309.5
매출총이익	184.2	159.9	187.4	231.7	256.0
판매관리비	98.7	97.4	103.1	112.2	120.2
<b>영업이익</b>	<b>85.4</b>	<b>62.5</b>	<b>84.3</b>	<b>119.5</b>	<b>135.8</b>
영업이익률	7.1	5.6	6.8	8.4	8.7
금융손익	-13.2	-13.3	-10.6	-8.9	-9.1
중속/관계기업손익	0.7	0.3	0.7	0.2	0.7
기타영업외손익	5.1	-0.8	5.3	11.5	11.4
세전계속사업이익	78.1	48.7	79.8	122.3	138.8
법인세비용	12.9	7.2	13.6	20.8	23.6
<b>당기순이익</b>	<b>65.2</b>	<b>41.5</b>	<b>66.2</b>	<b>101.5</b>	<b>115.2</b>
지배주주지분 순이익	62.4	40.1	64.9	99.5	112.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>69.3</b>	<b>77.7</b>	<b>97.8</b>	<b>136.2</b>	<b>148.9</b>
당기순이익(손실)	65.2	41.5	66.2	101.5	115.2
유형자산상각비	47.2	55.2	50.1	51.4	53.1
무형자산상각비	1.3	2.5	3.3	2.9	2.6
운전자본의 증감	-51.1	-23.2	-21.8	-19.7	-22.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-73.8</b>	<b>-100.9</b>	<b>-61.8</b>	<b>-67.5</b>	<b>-68.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-68.1	-83.3	-60.0	-65.0	-65.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-0.6	-0.7	-0.5	-0.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>14.7</b>	<b>202.4</b>	<b>-28.9</b>	<b>-29.5</b>	<b>-32.5</b>
차입금의 증감	52.5	35.8	-26.2	-26.4	-29.2
자본의 증가	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	11.7	174.4	7.1	39.2	47.6
기초현금	59.9	71.7	246.0	253.1	292.4
기말현금	71.7	246.0	253.1	292.4	340.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>484.7</b>	<b>633.0</b>	<b>671.4</b>	<b>740.3</b>	<b>842.5</b>
현금및현금성자산	71.7	246.0	253.1	292.4	340.0
매출채권	137.5	112.8	121.8	129.1	144.9
재고자산	218.8	226.7	247.1	266.8	299.4
<b>비유동자산</b>	<b>494.2</b>	<b>522.0</b>	<b>529.3</b>	<b>540.3</b>	<b>550.3</b>
유형자산	406.3	410.7	420.6	434.2	446.1
무형자산	27.4	31.5	28.2	25.3	22.7
투자자산	6.2	7.1	7.8	8.2	8.9
<b>자산총계</b>	<b>978.9</b>	<b>1,155.0</b>	<b>1,200.7</b>	<b>1,280.6</b>	<b>1,392.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>519.6</b>	<b>560.5</b>	<b>552.2</b>	<b>538.6</b>	<b>540.0</b>
매입채무	187.4	158.5	168.0	176.4	198.0
단기차입금	214.9	284.1	272.1	253.1	229.1
유동성장기부채	59.3	58.6	54.6	52.6	49.6
<b>비유동부채</b>	<b>91.8</b>	<b>57.0</b>	<b>47.8</b>	<b>43.1</b>	<b>42.1</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	66.0	28.6	17.6	11.6	8.6
<b>부채총계</b>	<b>611.4</b>	<b>617.5</b>	<b>600.0</b>	<b>581.7</b>	<b>582.1</b>
<b>자본금</b>	<b>30.3</b>	<b>30.3</b>	<b>30.3</b>	<b>30.3</b>	<b>30.3</b>
자본잉여금	166.5	166.5	166.5	166.5	166.5
기타포괄이익누계액	0.3	-19.3	-19.3	-19.3	-19.3
이익잉여금	150.4	188.8	250.7	346.9	456.4
비지배주주지분	18.9	19.6	21.0	23.0	25.3
<b>자본총계</b>	<b>367.5</b>	<b>537.5</b>	<b>600.7</b>	<b>698.9</b>	<b>810.7</b>

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	19,849	18,431	20,569	23,566	25,857
EPS(지배주주)	1,031	662	1,072	1,643	1,865
CFPS	2,073	1,860	2,343	3,045	3,320
EBITDAPS	2,213	1,985	2,274	2,872	3,163
BPS	5,759	8,554	9,575	11,163	12,973
DPS	45	45	50	55	55
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	16.4	21.4	19.0	12.4	10.9
PCR	8.2	7.6	8.7	6.7	6.1
PSR	0.9	0.8	1.0	0.9	0.8
PBR	2.9	1.7	2.1	1.8	1.6
EBITDA	134.0	120.1	137.7	173.9	191.5
EV/EBITDA	9.9	8.4	9.8	7.3	6.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	19.9	9.3	11.8	15.8	15.5
EBITDA 이익률	11.2	10.8	11.1	12.2	12.2
부채비율	166.4	114.9	99.9	83.2	71.8
금융비용부담률	1.3	1.2	0.9	0.7	0.6
이자보상배율(x)	5.6	4.8	7.5	11.4	14.1
매출채권회전율(x)	10.5	8.9	10.6	11.4	11.4
재고자산회전율(x)	6.4	5.0	5.3	5.6	5.5

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

