

2021. 11. 15



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

Buy

적정주가 (12개월) **23,000 원**

현재주가 (11.12) **17,650 원**

상승여력 **30.3%**

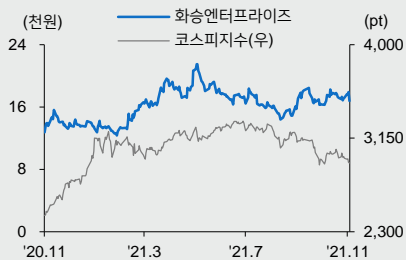
KOSPI	2,968.80pt
시가총액	10,691억원
발행주식수	6,057만주
유동주식비율	28.02%
외국인비중	4.11%
52주 최고/최저가	21,500원/12,350원
평균거래대금	37.4억원

주요주주(%)

화승인더스트리 외 5인	71.98
국민연금공단	10.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.3	-17.9	26.5
상대주가	6.4	-12.6	5.5

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	1,078.6	17.7	6.4	105	-84.4	8,789	168.3	2.0	16.5	1.2	115.7
2022E	1,385.9	92.3	77.0	1,271	1,099.6	10,010	13.9	1.8	8.0	13.5	99.3
2023E	1,562.5	110.7	92.6	1,528	20.3	11,483	11.5	1.5	6.8	14.2	88.1

화승엔터프라이즈 241590

3Q21 Review: 먹구름 걷힌다

- ✓ 3Q21 베트남 록다운 영향: 매출액 1,949억원(-15%), 영업손실 176억원(적전)
- ✓ 생산 감소(완제 -38%, 반제 -22%) & 판가 유지(달러 기준 -1%) → 매출 -19%
- ✓ 가동 저해(완제 -22%p, 반제 -33%p), = 고정비 부담 가중 → 원가율 97%(+11%p)
- ✓ 선적 문제(운반비 및 수출비 +8%) → 판관비율 13%(+2%p)
- ✓ 서구권 재고 비축 수요 및 베트남 공급 재개 최대 수혜주 → 매수 접근 추천

3Q21 베트남 록다운 영향

화승엔터프라이즈는 2021년 3분기 매출액 1,949억원(-14.7% YoY; 이하 YoY), 영업손실 176억원(적전), 순손실 157억원(적전)을 기록했다. 베트남 록다운 영향이다.

[매출] 정상 영업이 불가했다. 인력과 원부자재 수급 차질로 생산량이 크게 줄었다(완제품 -38.1%, 반제품 -22.1%). 이동 통제로 인한 선적 지연이 기존 생산 물량의 이연 인식을 방해하기도 했다(3Q OEM 매출 -18.7% vs. 2Q 생산량 완제 +16.0%, 반제 +53.1%). 판가(달러 기준 -1.1%) 인상은 부재했다.

[이익] 적자 발생이 불가피했다. 매출원가율이 96.5%(+10.8%p)로 치솟았기 때문이다. 가동률(완제 52.8%/-22.4%p, 반제 58.0%/-33.3%p) 저하에, 공장 섯다운에도 지급된 노무비와 일회성 비용(숙식 및 통근 비용)이 고정비 부담을 가중시켰다. 선적 비용 증가(운반비 및 수출 부대비 합산 +8.3%)로 판관비(매출액 대비 +2.2%p) 또한 늘었다. 원재료비 부담은 없었다(가죽 +13.4%, 비닐 -8.4%, 원단 -25.1%).

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 23,000원(상향) 제시

서구권 수요 확대와 베트남 공급 재개 속에 가장 큰 수혜가 기대되는 업체이다. 2022E 실적 개선 폭(매출액 +28.5%, 영업이익 +421.3%)이 상당할 것으로 판단. 매수 접근을 추천한다. ① 수주가 늘어난다. 미국과 유럽의 재고 비축 수요를 감안, 2022E 완제품(+20%)과 반제품(+30%) 모두 고성장할 전망이다. ② 가동은 개선된다. 10월 1일자로 베트남 남부 18 개성에 대한 록다운이 해제되었다. 12월부터는 Full Capa 전환이 가능할 것으로 본다. ③ 믹스 개선은 덤이다. 아디다스와 협업한 고가 신제품 출시 확대와 증저단가 비중 축소를 반영, 2022E 완제품 컬러당 ASP는 \$16.8(+8.0%)로 상승하겠다.

(십억원, %, %p)	3Q21	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	194.9	228.3	-14.7	303.8	-35.9	200.0	-2.6	198.7	-1.9
영업이익	-17.6	9.0	적전	12.0	적전	-3.9	적지	-9.1	적지
순이익	-15.7	4.6	적전	9.7	작잔	-3.0	적지	-9.5	적지
영업이익률	-9.0	3.9	-13.0	4.0	-13.0	-2.0	-7.1	-4.6	-4.5

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,078.6	1,385.9	1,136.6	1,382.8	-5.1	0.2	1,159.6	1,458.6
영업이익	17.7	92.3	31.4	92.6	-43.7	-0.4	44.0	103.3
순이익	6.4	77.0	23.1	76.0	-72.6	1.2	33.9	77.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

	적정가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	1,271	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	18.4	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균 값 적용
적정주가 (원)	23,000	반올림
현재주가 (원)	17,650	
상승여력 (%)	30.3	

자료: 메리츠증권 리서치센터

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
화승엔터프라이즈	1,069	1,079	1,386	18	92	6	77	168.3	13.9	2.0	1.8	1.2	13.5	16.5	8.0
Fengtay	8,532	3,015	3,708	285	472	194	333	43.3	25.6	10.5	8.5	24.9	35.4	21.5	14.4
Yue Yuen	4,071	10,893	12,203	528	715	298	431	13.5	9.5	0.8	0.8	6.1	8.0	6.7	5.4
Pou Chen	4,361	10,893	12,589	358	522	534	523	8.0	8.1	0.8	0.7	8.1	7.3	7.3	7.1
평균(국내사 제외)								28.4	17.5	4.0	3.3	13.0	16.9	11.8	8.9

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

생산 거점	항목	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
베트남	매출액(백만원)	178,185	207,325	243,519	280,692	231,847	208,926	185,184	216,196	187,788	205,734	70,651
	YoY(%)	32.6	19.1	48.8	65.9	30.1	0.8	-24	-23	-19.0	-1.5%	-61.8
	비중(%)	69.9	65.9	70.2	69.3	66.9	66.9	66.8	63.1	59.2	65.4	33.8
인도네시아	매출액(백만원)	45,420	61,293	56,199	71,157	76,767	57,649	52,633	75,770	86,191	66,950	83,270
	YoY(%)	57.4	64.7	75.1	52.2	69	-5.9	-6.3	6.5	12.3	16.1	58.2
	비중(%)	17.8	19.5	16.2	17.6	22.1	18.5	19	22.1	27.2	21.3	39.8
중국	매출액(백만원)	31,394	45,799	47,210	52,997	38,133	45,865	39,335	50,808	43,431	42,039	55,210
	YoY(%)	8.3	21	23	40.3	21.5	0.1	-16.7	-4.1	13.9	-8.3	40.4
	비중(%)	12.3	14.6	13.6	13.1	11	14.7	14.2	14.8	13.7	13.4	26.4

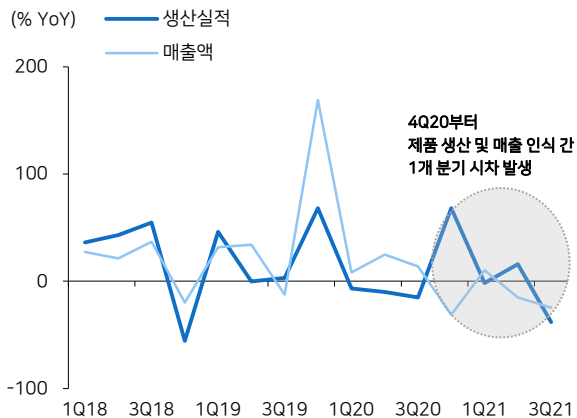
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

표6 화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020E	2021E	2022E
매출액	284.4	306.3	228.3	296.7	303.1	303.8	194.9	276.9	1,115.8	1,078.6	1,385.9
OEM	265.1	301.3	227.9	280.8	283.8	262.0	185.4	258.6	1,075.1	989.9	1,272.3
기타	19.3	4.9	0.4	15.9	19.3	41.8	9.5	18.3	40.6	88.8	113.6
매출총이익	45.6	33.2	32.5	48.5	39.7	38.9	6.8	39.2	159.9	124.6	209.0
매출총이익률	16.0	10.9	14.2	16.4	13.1	12.8	3.5	14.2	14.3	11.6	15.1
영업이익	18.2	11.7	9.0	23.6	11.1	12.0	-17.6	12.2	62.5	17.7	92.3
영업이익률	6.4	3.8	3.9	8.0	3.7	4.0	-9.0	4.4	5.6	1.6	6.7
OEM	16.6	11.8	9.0	21.9	8.4	9.8	-15.7	12.3	59.4	14.8	79.5
브랜드 유통 및 기타	1.5	-0.1	0.0	1.7	2.7	2.2	-2.0	-0.1	3.1	2.9	12.7
순이익	-6.0	18.9	4.6	22.6	4.4	9.7	-15.7	7.9	40.1	6.4	77.0
순이익률	-2.1	6.2	2.0	7.6	1.4	3.2	-8.0	2.9	3.6	0.6	5.6
(% YoY)											
매출액	22.3	3.9	-24.1	-20.5	6.6	-0.8	-14.7	-6.7	-7.1	-3.3	28.5
OEM	22.4	10.6	-23.3	-21.9	7.1	-13.1	-18.7	-7.9	-6.2	-7.9	28.5
기타	19.9	-77.9	-88.1	15.8	-0.3	747.1	2,137.6	14.6	-27.1	118.5	28.0
매출총이익	35.3	-25.2	-39.7	-6.8	-12.9	17.0	-79.1	-19.2	-13.2	-22.1	67.8
영업이익	98.1	-32.7	-64.1	-30.2	-38.9	2.8	적전	-48.2	-26.9	-71.7	421.3
OEM	93.4	-22.3	-61.5	-32.4	-49.2	-17.1	적전	-44.0	-25.5	-75.0	435.7
브랜드 유통 및 기타	168.2	적전	적전	0.2	71.6	흑전	-194.4	적전	-0.5	-0.1	346.2
순이익	적전	43.0	-74.2	-9.7	흑전	-48.8	적전	-64.9	-35.8	-84.2	1,112.1

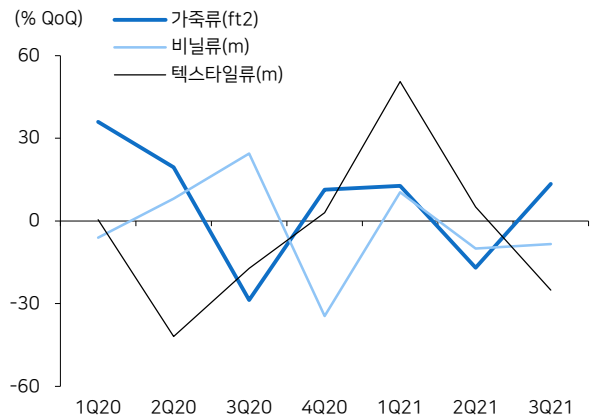
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림1 화승엔터프라이즈 생산 실적 및 매출액



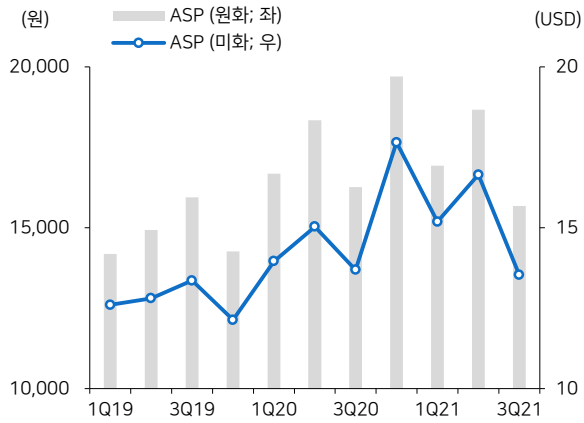
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림2 화승엔터프라이즈 주요 원재료 가격 변동



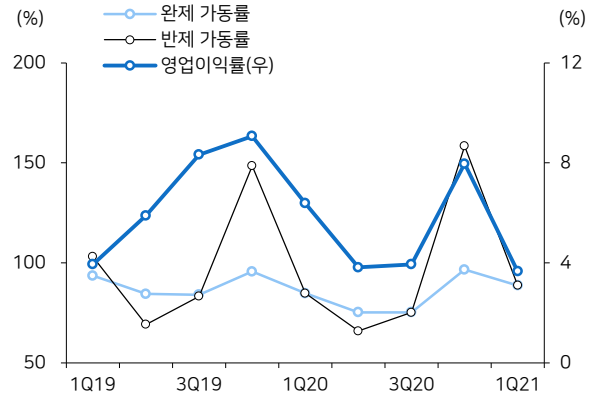
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림3 화승엔터프라이즈 완제품 ASP



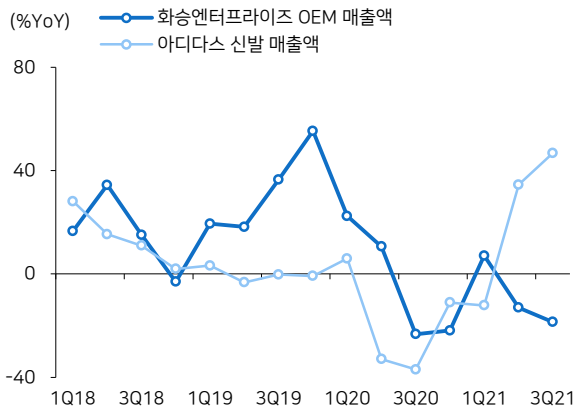
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림4 화승엔터프라이즈 가동률 및 영업이익률



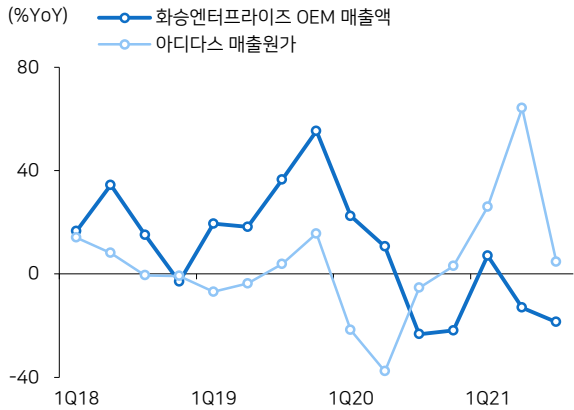
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

그림5 화승엔터 매출(1개 분기 후행) vs. 아디다스 매출



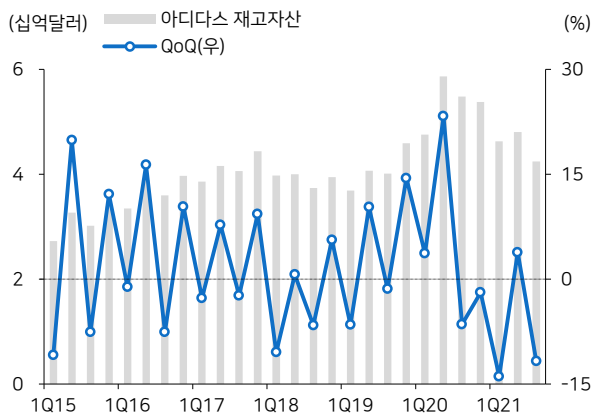
주: 시계열은 화승엔터프라이즈 실적 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 화승엔터 매출(1개 분기 후행) vs. 아디다스 매출원가



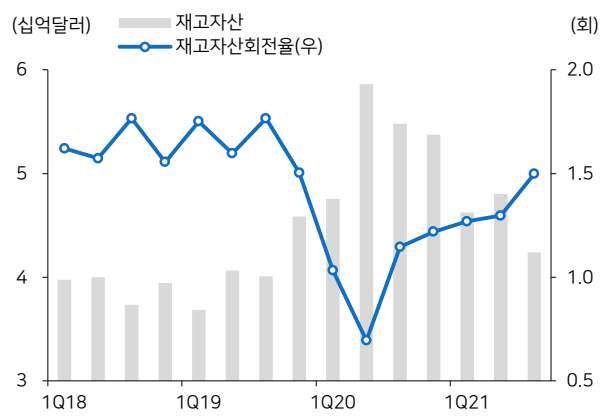
주: 시계열은 화승엔터프라이즈 실적 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 아디다스 재고자산



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 아디다스 재고자산회전율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,201.6	1,115.8	1,078.6	1,385.9	1,562.5
매출액증가율 (%)	36.7	-7.1	-3.3	28.5	12.7
매출원가	1,017.4	955.9	954.1	1,176.9	1,325.1
매출총이익	184.2	159.9	124.6	209.0	237.4
판매관리비	98.7	97.4	106.9	116.8	126.6
영업이익	85.4	62.5	17.7	92.3	110.7
영업이익률	7.1	5.6	1.6	6.7	7.1
금융손익	-13.2	-13.3	-11.1	-9.1	-9.4
중속/관계기업손익	0.7	0.3	0.7	0.3	0.7
기타영업외손익	5.1	-0.8	7.1	9.1	9.3
세전계속사업이익	78.1	48.7	14.4	92.6	111.3
법인세비용	12.9	7.2	7.9	14.8	17.8
당기순이익	65.2	41.5	6.5	77.8	93.5
지배주주지분 순이익	62.4	40.1	6.4	77.0	92.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	69.3	77.7	45.3	123.9	129.0
당기순이익(손실)	65.2	41.5	6.5	77.8	93.5
유형자산상각비	47.2	55.2	59.2	61.9	62.3
무형자산상각비	1.3	2.5	2.3	2.0	1.8
운전자본의 증감	-51.1	-23.2	-23.6	-17.6	-28.6
투자활동 현금흐름	-73.8	-100.9	-125.8	-72.0	-70.4
유형자산의증가(CAPEX)	-68.1	-83.3	-105.2	-65.0	-65.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-0.6	-0.8	-1.1	-0.8
재무활동 현금흐름	14.7	202.4	-4.3	-28.7	-32.3
차입금의 증감	52.5	35.8	13.6	-25.7	-29.0
자본의 증가	-0.8	0.0	0.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	11.7	174.4	-81.5	23.2	26.3
기초현금	59.9	71.7	245.8	164.5	187.8
기말현금	71.7	246.0	164.5	187.8	214.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	484.7	633.0	582.8	639.6	737.1
현금및현금성자산	71.7	246.0	164.5	187.8	214.0
매출채권	137.5	112.8	121.8	129.1	149.5
재고자산	218.8	226.7	247.1	266.8	308.9
비유동자산	494.2	522.0	605.1	607.4	609.1
유형자산	406.3	410.7	473.5	476.6	479.4
무형자산	27.4	31.5	34.0	32.1	30.2
투자자산	6.2	7.1	7.7	8.8	9.6
자산총계	978.9	1,155.0	1,187.9	1,246.9	1,346.2
유동부채	519.6	560.5	584.9	572.1	581.7
매입채무	187.4	158.5	168.0	176.4	204.3
단기차입금	214.9	284.1	306.6	287.6	263.6
유동성장기부채	59.3	58.6	53.9	51.9	48.9
비유동부채	91.8	57.0	52.2	49.3	48.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	66.0	28.6	11.6	5.6	2.6
부채총계	611.4	617.5	637.1	621.4	630.4
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	166.5	166.5	167.0	167.0	167.0
기타포괄이익누계액	0.3	-19.3	-8.9	-8.9	-8.9
이익잉여금	150.4	188.8	192.5	266.4	355.6
비지배주주지분	18.9	19.6	18.5	19.3	20.2
자본총계	367.5	537.5	550.8	625.6	715.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	19,849	18,431	17,811	22,880	25,795
EPS(지배주주)	1,031	662	105	1,271	1,528
CFPS	2,073	1,860	1,386	2,697	2,996
EBITDAPS	2,213	1,985	1,306	2,577	2,887
BPS	5,759	8,554	8,789	10,010	11,483
DPS	45	45	50	55	55
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	16.4	21.4	168.3	13.9	11.5
PCR	8.2	7.6	12.7	6.5	5.9
PSR	0.9	0.8	1.0	0.8	0.7
PBR	2.9	1.7	2.0	1.8	1.5
EBITDA	134.0	120.1	79.1	156.1	174.8
EV/EBITDA	9.9	8.4	16.5	8.0	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.9	9.3	1.2	13.5	14.2
EBITDA 이익률	11.2	10.8	7.3	11.3	11.2
부채비율	166.4	114.9	115.7	99.3	88.1
금융비용부담률	1.3	1.2	1.0	0.7	0.6
이자보상배율(x)	5.6	4.8	1.7	9.8	12.6
매출채권회전율(x)	10.5	8.9	9.2	11.0	11.2
재고자산회전율(x)	6.4	5.0	4.6	5.4	5.4

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	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

