

2022. 1. 13



▲ 화장품/섬유의복

Analyst 하누리
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **23,000 원**

현재주가 (1.12) **15,350 원**

상승여력 **49.8%**

KOSPI 2,972.48pt

시가총액 9,298억원

발행주식수 6,057만주

유동주식비율 28.02%

외국인비중 3.63%

52주 최고/최저가 21,500원/12,350원

평균거래대금 30.8억원

주요주주(%)

화승인더스트리 외 5인 71.98

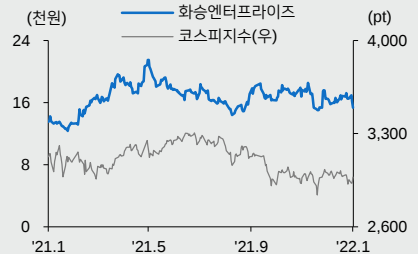
국민연금공단 10.15

주가상승률(%)

절대주가 -7.0 -11.0 13.3

상대주가 -5.8 -2.8 19.1

주가그래프



화승엔터프라이즈 241590

4Q21E Preview: 대세에 지장 없다

- ✓ 4Q21E 매출 2,657억원(-11%), 영업이익 77억원(-67%)
- ✓ 주력 거점 베트남발 가동률 저하 및 항만 적체 지속 → 가동률 -22%p, 매출 -11%
- ✓ 노무비/운반비/수출제반비 ↑ → 원가율 +4%p, 판매비율 +2%p → 영업이익 -67%
- ✓ 2022E 실적 성장(매출 +24%, 영업이익 +598%) 및 카테고리 다각화 → 매수 추천
- ✓ 1Q22E 베트남 의류 OEM사 인수 예상(연결 편입 효과: 매출 +8%, 영업이익 +4%)

4Q21E 베트남 영향 지속

화승엔터프라이즈는 2021년 4분기 매출액 2,657억원(-10.5% YoY; 이하 YoY), 영업이익 77억원(-67.4%), 순이익 64억원(-71.8%)을 기록할 전망이다. 주력 생산 거점인 베트남(CAPA 비중 66%) 내 가동률 저하와 항만 적체가 계속되는 모습이다.

[매출] 직전분기 대비로는 낮겠으나, 전년동기대비 역신장은 불가피하다(4Q21E 매출 +36.3% QoQ, -10.5% YoY). 반제품 공장 모두 베트남에 위치하고 있어, 고단가 부스트 생산에도 차질을 겪었을 것으로 본다(4Q21E ASP -1.5%).

[이익] 매출원가율(+3.5%p)과 판매비율(+1.6%p) 상승을 추정, 영업이익(-67.4%) 감소 폭이 크겠다. 평균 가동률은 75% 수준으로 파악된다(3Q21 55.4%, 4Q20 96.6%). OEM사는 고정비성 구조이다(평균 매출원가율 85~90%). 수주와 생산이 충분하지 못하면 원가 부담 가중으로 역레버리지가 발생하기 마련이다. 베트남 정부의 공정 조건을 충족하기 위한 부수 비용(숙식 및 통근 제공)도 지속 집행되고 있다.

투자의견 Buy 및 적정주가 23,000원 유지

완전한 회복까지 다소 시일이 걸리겠다. 신발 OEM사로서 완제품 외주 활용(Q ↓)이 거의 불가능하며, 반제품 공장 차질로 믹스 개선(P ↓) 또한 쉽지 않다. 빠르게 개선되고 있는 의류 OEM사(한세, 영원)들과 대조적인 배경이다.

단, 2022E 실적 성장(매출액 +24.2%, 영업이익 +597.7%) 카테고리 다각화(1Q22E 의류 OEM사 인수)에 대한 기대는 유효하다. 피인수 업체는 베트남 의류 OEM사로(주요 거래선 N사, L사 등) 파악되며, 연결 편입 시 매출액 1천억원(+7.5%), 영업이익 40억원(+4.4%) 추가될 것으로 보인다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,115.8	62.5	40.1	662	-36.4	8,554	21.4	1.7	8.4	9.3	114.9
2021E	1,067.5	13.2	4.8	79	-88.2	9,060	213.0	1.9	16.7	0.9	120.7
2022E	1,325.9	91.8	81.2	1,341	1,578.4	10,351	11.4	1.5	7.0	13.8	103.4
2023E	1,494.6	110.2	96.4	1,591	18.6	11,887	9.6	1.3	5.9	14.3	91.5
2024E	1,684.8	124.2	83.8	1,383	-13.1	13,215	11.1	1.2	3.5	11.0	80.8

표1 화승엔터프라이즈 4Q21E 실적 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	265.7	296.7	-10.5	194.9	36.3	290.9	-8.7
영업이익	7.7	23.6	-67.4	-17.6	-143.6	15.1	-48.9
순이익	6.4	22.6	-71.8	-15.7	-140.8	14.9	-57.2
영업이익률(%)	2.9	8.0	-5.1	-9.0	11.9	5.2	-2.3

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

표2 화승엔터프라이즈 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,067.5	1,325.9	1,078.6	1,385.9	-1.0	-4.3	1,092.8	1,436.6
영업이익	13.2	91.8	17.7	92.3	-25.6	-0.5	20.6	99.0
순이익	4.8	81.2	6.4	77.0	-24.6	5.6	11.7	78.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 화승엔터프라이즈 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	1,341	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	16.9	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균 값 적용
적정주가 (원)	23,000	반올림
현재주가 (원)	15,350	
상승여력 (%)	49.8	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	284.4	306.3	228.3	296.7	303.1	303.8	194.9	265.7	1,115.8	1,067.5	1,325.9
OEM	265.1	301.3	227.9	280.8	283.8	262.0	185.4	252.1	1,075.1	983.4	1,218.2
기타	19.3	4.9	0.4	15.9	19.3	41.8	9.5	13.6	40.6	84.1	107.6
영업이익	18.2	11.7	9.0	23.6	11.1	12.0	-17.6	7.7	62.5	13.2	91.8
영업이익률	6.4	3.8	3.9	8.0	3.7	4.0	-9.0	2.9	5.6	1.2	6.9
OEM	16.6	11.8	9.0	21.9	8.4	9.8	-15.7	12.2	59.4	14.8	83.6
브랜드 유통 및 기타	1.5	-0.1	0.0	1.7	2.7	2.2	-2.0	-4.5	3.1	-1.6	8.2
순이익	-6.0	18.9	4.6	22.6	4.4	9.7	-15.7	6.4	40.1	4.8	81.2
순이익률	-2.1	6.2	2.0	7.6	1.4	3.2	-8.0	2.4	3.6	0.4	6.1
(% YoY)											
매출액	22.3	3.9	-24.1	-20.5	6.6	-0.8	-14.7	-10.5	-7.1	-4.3	24.2
OEM	22.4	10.6	-23.3	-21.9	7.1	-13.1	-18.7	-10.2	-6.2	-8.5	23.9
브랜드 유통 및 기타	19.9	-77.9	-88.1	15.8	-0.3	747.1	2,137.6	-14.8	-27.1	107.0	28.0
영업이익	98.1	-32.7	-64.1	-30.2	-38.9	2.8	적전	-67.4	-26.9	-78.9	597.7
영업이익률	2.4	-2.1	-4.4	-1.1	-2.7	0.1	-13.0	-5.1	-1.5	-4.4	5.7
OEM	93.4	-22.3	-61.5	-32.4	-49.2	-17.1	적전	-44.4	-25.5	-75.2	466.8
브랜드 유통 및 기타	168.2	적전	적전	0.2	71.6	흑전	-194.4	적전	-0.5	적전	흑전
순이익	적전	43.0	-74.2	-9.7	흑전	-48.8	적전	-71.8	-35.8	-88.1	1,595.9

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	1,115.8	1,067.5	1,325.9	1,494.6	1,684.8
매출액증가율 (%)	-7.1	-4.3	24.2	12.7	12.7
매출원가	955.9	947.9	1,119.6	1,260.4	1,420.8
매출총이익	159.9	119.6	206.3	234.2	264.1
판매관리비	97.4	106.4	114.5	124.1	139.9
영업이익	62.5	13.2	91.8	110.2	124.2
영업이익률	5.6	1.2	6.9	7.4	7.4
금융손익	-13.3	-10.1	-8.2	-8.5	-5.0
종속/관계기업손익	0.3	0.7	0.3	0.7	0.0
기타영업외손익	-0.8	7.1	13.8	13.5	0.0
세전계속사업이익	48.7	10.9	97.7	115.9	119.2
법인세비용	7.2	6.0	15.6	18.5	34.6
당기순이익	41.5	4.9	82.1	97.3	84.6
지배주주지분 순이익	40.1	4.8	81.2	96.4	83.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	77.7	76.3	133.9	138.2	185.1
당기순이익(손실)	41.5	4.9	82.1	97.3	84.6
유형자산상각비	55.2	61.3	68.1	67.7	125.7
무형자산상각비	2.5	2.2	1.8	1.7	1.6
운전자본의 증감	-23.2	8.3	-18.1	-28.5	-26.8
투자활동 현금흐름	-100.9	-142.7	-71.2	-70.2	-4.9
유형자산의증가(CAPEX)	-83.3	-114.9	-65.0	-65.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-0.8	-0.9	-0.8	-0.7
재무활동 현금흐름	202.4	3.0	-28.9	-32.4	-52.0
차입금의 증감	35.8	62.4	-25.9	-29.1	-48.7
자본의 증가	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	174.4	-57.1	33.8	35.6	128.1
기초현금	71.7	245.8	188.9	222.7	258.3
기말현금	246.0	188.9	222.7	258.3	386.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	633.0	607.2	673.8	780.0	974.5
현금및현금성자산	246.0	188.9	222.7	258.3	386.4
매출채권	112.8	121.8	129.1	149.3	168.3
재고자산	226.7	247.1	266.8	308.6	347.9
비유동자산	522.0	645.9	641.9	638.3	511.8
유형자산	410.7	508.6	505.5	502.8	377.1
무형자산	31.5	34.4	32.6	30.9	29.4
투자자산	7.1	7.6	8.5	9.3	10.0
자산총계	1,155.0	1,253.1	1,315.8	1,418.3	1,486.3
유동부채	560.5	622.7	609.7	619.0	603.6
매입채무	158.5	168.0	176.4	204.1	230.0
단기차입금	284.1	344.1	325.1	301.1	301.1
유동성장기부채	58.6	54.6	52.6	49.6	0.0
비유동부채	57.0	62.6	59.3	58.5	60.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	28.6	21.4	15.4	12.4	12.4
부채총계	617.5	685.4	669.0	677.5	664.2
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	166.5	167.0	167.0	167.0	167.0
기타포괄이익누계액	-19.3	9.0	9.0	9.0	9.0
이익잉여금	188.8	190.9	269.1	362.1	442.6
비지배주주지분	19.6	19.0	19.8	20.8	21.6
자본총계	537.5	567.7	646.8	740.8	822.1

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,431	17,627	21,890	24,676	27,816
EPS(지배주주)	662	79	1,341	1,591	1,383
CFPS	1,860	1,321	2,897	3,172	4,151
EBITDAPS	1,985	1,265	2,670	2,964	4,151
BPS	8,554	9,060	10,351	11,887	13,215
DPS	45	50	55	55	55
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	21.4	213.0	11.4	9.6	11.1
PCR	7.6	12.8	5.3	4.8	3.7
PSR	0.8	1.0	0.7	0.6	0.6
PBR	1.7	1.9	1.5	1.3	1.2
EBITDA	120.1	76.6	161.7	179.5	251.5
EV/EBITDA	8.4	16.7	7.0	5.9	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.3	0.9	13.8	14.3	11.0
EBITDA 이익률	10.8	7.2	12.2	12.0	14.9
부채비율	114.9	120.7	103.4	91.5	80.8
금융비용부담률	1.2	1.0	0.8	0.7	0.5
이자보상배율(x)	4.8	1.2	8.8	11.2	14.0
매출채권회전율(x)	8.9	9.1	10.6	10.7	10.6
재고자산회전율(x)	5.0	4.5	5.2	5.2	5.1

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.04.22	산업분석	Buy	18,000	하누리	-28.7	-16.7	
2020.07.09	기업브리프	Buy	16,000	하누리	-21.9	-7.5	
2020.11.16	기업브리프	Buy	18,000	하누리	-19.3	2.8	
2021.04.02	기업분석	Buy	26,000	하누리	-29.6	-17.3	
2021.07.09	산업브리프	Buy	24,000	하누리	-30.4	-23.3	
2021.08.17	기업브리프	Buy	21,000	하누리	-20.5	-12.1	
2021.11.15	기업브리프	Buy	23,000	하누리	-	-	