



△ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월)	18,000 원
현재주가 (8.12)	13,000 원
상승여력	38.5%
KOSPI	2,527.94pt
시가총액	7,875억원
발행주식수	6,058만주
유동주식비율	28.04%
외국인비중	4.16%
52주 최고/최저가	18,550원/10,800원
평균거래대금	21.2억원
주요주주(%)	
화승인터스트리 외 5 인	71.96
국민연금공단	9.97
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	17.6 -18.8 -19.5
상대주가	7.9 -11.7 2.2

주가그래프



화승엔터프라이즈 241590

2Q22 Review: 성장 궤도 진입

- ✓ 2Q22 매출액 4,524억원(+49%), 영업이익 261억원(+118%, OPM +2%)
- ✓ 회승: 수주 회복, 수율 개선(가동률 102%) → OEM 매출 +49%, 영업이익 +137%
- ✓ 아디: 노후 제품 소진 일단락 및 재고 비축 채비(재고자산: 1Q22 +15%, 2Q22 +35%)
- ✓ 아디다스 판매 개선(1Q22 +1%, 2Q22 +10%, 3Q22E +14%) → 화승 낙수효과 기대
- ✓ 고객사 재고 비축 및 의류 OEM 연결 통한 실적 개선 본격화 → 매수 추천

2Q22 서프라이즈

화승엔터프라이즈는 2022년 2분기 매출액 4,524억원(+48.9% YoY; 이하 YoY), 영업이익 261억원(+117.5%, OPM 5.8%), 순이익 124억원(+27.6%)으로 시장 기대치를 웃돌았다(영업이익 컨센서스 대비 +51.0%). 물량 증가(Q↑)에 달려 강세(P↑) 및 수율 개선(C↓)이 더해지며 영업 레버리지 확장(OPM +1.8%p) 효과가 뚜렷했다.

[화승엔터] 선적 적체 해소 및 기저 효과로 OEM 매출이 크게 늘었다(원화 매출: 2Q22 +48.6% vs. 2Q21 -13.1%). 베트남 공장 정상화가 가동률(완제품 101.5%, 반제품 89.7%)을 끌어올리며, 수익성이 개선되기도 했다(OEM 영업이익 +136.7%).

[아디다스] 경기 둔화에도 불구하고 수주 증가는 계속될 전망이다. 아디다스가 재고 비축을 채비하고 있기 때문이다(아디다스 재고자산: 1Q21 -9.1%, 2Q21 -22.2%, 3Q21 -21.6%, 4Q21 -8.8%, 1Q22 +15.3%, 2Q22 +35.0%). 도매 채널 축소와 DTC 향 노후 제품 소진이 일단락되며, 신제품 출시와 판매 회복에 박차를 가하는 모습이다. 아디다스 판매 성과 또한 우상향하고 있다(아디다스 매출: 1Q22 +0.7%, 2Q22 +10.2%, 3Q22E +13.5%, 블룸버그 컨센서스 기준).

투자의견 Buy 및 적정주가 18,000원 제시

성장 궤도에 진입한다. 실적 개선 본격화를 감안, 매수 접근을 추천한다. 고객사 재고 비축 구간 진입에 벤더 점유율 상승과 카테고리 다각화 효과까지(3Q22E 의류 OEM사 연결 편입 예상), 성장할 일만 남았다. 베트남 수율 또한 분기가 거듭될 수록 개선되겠다(연결 영업이익 성장률: 1Q22 -38.1%, 2Q22 +117.5%, 3Q22E 흑전, 4Q22E +2,269.0%).

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	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
2021	1,138.6	7.1	-6.5	-108	-116.5	8,858	-156.6	1.9	19.4	-1.2	141.7
2022E	1,557.1	97.5	68.0	1,123	-1,152.1	9,988	11.6	1.3	6.4	11.9	122.9
2023E	1,712.5	125.3	101.0	1,667	47.3	11,605	7.8	1.1	5.0	15.4	104.6

표1 화승엔터프라이즈 2Q22 실적 Review

(십억원)	2Q22	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	452.4	303.8	48.9	376.3	20.2	391.2	15.6
영업이익	26.1	12.0	117.5	6.9	280.8	17.3	51.0
순이익	12.4	9.7	27.6	3.5	253.7	17.3	-28.3
영업이익률(%)	5.8	4.0	1.8	1.8	4.0	4.4	1.4

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

표2 화승엔터프라이즈 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,557.1	1,712.5	1,498.9	1,707.3	3.9	0.3	1,552.0	1,843.7
영업이익	97.5	125.3	92.4	128.4	5.5	-2.4	77.0	113.9
순이익	68.0	101.0	78.2	107.5	-13.0	-6.0	61.9	90.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 화승엔터프라이즈 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	1,536	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	11.4	Fengtay 및 Yue Yuen 12개월 선행 PER 평균에 10% 할인 적용
적정주가 (원)	18,000	반내림
현재주가 (원)	13,000	
상승여력 (%)	38.5	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	303.1	303.8	194.9	336.8	376.3	452.4	331.5	396.8	1,138.6	1,557.1	1,712.5
OEM	283.8	262.0	185.4	315.2	323.3	389.3	317.9	370.0	1,046.4	1,400.4	1,548.0
기타	19.3	41.8	9.5	21.6	53.1	63.0	13.7	26.8	92.1	156.6	164.5
영업이익	11.1	12.0	-17.6	1.6	6.9	26.1	26.0	38.6	7.1	97.5	125.3
영업이익률	3.7	4.0	-9.0	0.5	1.8	5.8	7.8	9.7	0.6	6.3	7.3
OEM	8.4	9.8	-15.7	1.1	5.4	23.2	25.0	34.5	3.6	88.1	112.6
기타	2.7	2.2	-2.0	0.6	1.5	2.9	1.0	4.1	3.5	9.5	12.7
순이익	4.4	9.7	-15.7	-4.9	3.5	12.4	21.0	31.2	-6.5	68.0	101.0
순이익률	1.4	3.2	-8.0	-1.5	0.9	2.7	6.3	7.9	-0.6	4.4	5.9
(% YoY)											
매출액	6.6	-0.8	-14.7	13.5	24.2	48.9	70.1	17.8	2.0	36.8	10.0
OEM	7.1	-13.1	-18.7	12.2	13.9	48.6	71.5	17.4	-2.7	33.8	10.5
기타	-0.3	747.1	2,137.6	35.7	175.2	50.9	44.5	24.2	126.8	70.0	5.0
영업이익	-38.9	2.8	적전	-93.1	-38.1	117.5	흑전	2,269.0	-88.6	1,274.0	28.5
영업이익률	-2.7	0.1	-13.0	-7.5	-1.8	1.8	16.9	9.2	-5.0	5.6	1.1
OEM	-49.2	-17.1	적전	-95.2	-36.3	136.7	흑전	3,165.0	-93.9	2,339.1	27.8
기타	71.6	흑전	-194.4	-0.7	-44.0	32.9	흑전	6.1	12.8	171.4	34.3
순이익		흑전	-48.8	적전	적전	-20.1	27.6	흑전	적전	흑전	48.5

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,201.6	1,115.8	1,138.6	1,557.1	1,712.5
매출액증가율 (%)	36.7	-7.1	2.0	36.8	10.0
매출원가	1,017.4	955.9	1,022.1	1,336.4	1,453.3
매출총이익	184.2	159.9	116.5	220.7	259.2
판매관리비	98.7	97.4	109.4	123.2	133.9
영업이익	85.4	62.5	7.1	97.5	125.3
영업이익률	7.1	5.6	0.6	6.3	7.3
금융손익	-13.2	-13.3	-8.8	3.2	-4.1
증속/관계기업손익	0.7	0.3	-0.6	-0.1	-0.1
기타영업외손익	5.1	-0.8	4.4	-10.6	11.6
세전계속사업이익	78.1	48.7	2.2	90.1	132.7
법인세비용	12.9	7.2	9.0	18.0	26.5
당기순이익	65.2	41.5	-6.9	72.1	106.2
지배주주지분 순이익	62.4	40.1	-6.5	68.0	101.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	69.3	77.7	-8.3	127.5	169.4
당기순이익(손실)	65.2	41.5	-6.9	72.1	106.2
유형자산상각비	47.2	55.2	59.1	72.3	73.8
무형자산상각비	1.3	2.5	2.6	2.7	2.5
운전자본의 증감	-51.1	-23.2	-66.9	-18.2	-13.0
투자활동 현금흐름	-73.8	-100.9	-119.8	-111.6	-67.8
유형자산의증가(CAPEX)	-68.1	-83.3	-94.7	-107.8	-65.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-0.6	-2.7	-0.8	-0.3
재무활동 현금흐름	14.7	202.4	47.5	47.3	-32.8
차입금의 증감	52.5	35.8	116.9	27.1	-29.7
자본의 증가	-0.8	0.0	-0.8	-0.1	0.0
현금의 증가(감소)	11.7	174.4	-72.8	64.7	68.8
기초현금	59.9	71.7	246.0	173.2	237.9
기말현금	71.7	246.0	173.2	237.9	306.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	484.7	633.0	697.6	801.9	901.8
현금및현금성자산	71.7	246.0	173.2	237.9	306.7
매출채권	137.5	112.8	122.8	130.2	137.4
재고자산	218.8	226.7	300.7	324.8	342.6
비유동자산	494.2	522.0	632.6	681.5	670.5
유형자산	406.3	410.7	497.4	541.3	532.5
무형자산	27.4	31.5	31.7	29.1	26.6
투자자산	6.2	7.1	9.2	10.0	10.3
자산총계	978.9	1,155.0	1,330.3	1,483.4	1,572.3
유동부채	519.6	560.5	695.4	699.0	686.6
매입채무	187.4	158.5	191.3	200.8	211.9
단기차입금	214.9	284.1	388.5	388.3	364.3
유동성장기부채	59.3	58.6	50.7	46.1	43.1
비유동부채	91.8	57.0	84.5	119.0	117.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	66.0	28.6	36.5	66.6	63.6
부채총계	611.4	617.5	779.8	818.0	803.8
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	166.5	166.5	165.7	165.6	165.6
기타포괄이익누계액	0.3	-19.3	9.7	15.8	15.8
이익잉여금	150.4	188.8	179.2	241.8	339.7
비지배주주지분	18.9	19.6	13.9	60.3	65.5
자본총계	367.5	537.5	550.4	665.4	768.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	19,849	18,431	18,801	25,703	28,269
EPS(지배주주)	1,031	662	-108	1,123	1,667
CFPS	2,073	1,860	1,086	2,883	3,609
EBITDAPS	2,213	1,985	1,136	2,849	3,327
BPS	5,759	8,554	8,858	9,988	11,605
DPS	45	45	45	50	50
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	16.4	21.4	-156.6	11.6	7.8
PCR	8.2	7.6	15.5	4.5	3.6
PSR	0.9	0.8	0.9	0.5	0.5
PBR	2.9	1.7	1.9	1.3	1.1
EBITDA	134.0	120.1	68.8	172.6	201.6
EV/EBITDA	9.9	8.4	19.4	6.4	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.9	9.3	-1.2	11.9	15.4
EBITDA 이익률	11.2	10.8	6.0	11.1	11.8
부채비율	166.4	114.9	141.7	122.9	104.6
금융비용부담률	1.3	1.2	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(X)	5.6	4.8	0.7	7.5	9.9
매출채권회전율(X)	10.5	8.9	9.7	12.3	12.8
재고자산회전율(X)	6.4	5.0	4.3	5.0	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 간접 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 관리사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용

* 전정주가 대상시점 1년이면 투자등급변경 그래프는 숙정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.08.18	기업브리프	Buy	16,000	하누리	-18.4	-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	-30.2	-19.3	
2022.03.10	기업브리프	Buy	21,000	하누리	-30.1	-18.6	
2022.07.19	기업브리프	Buy	18,000	하누리	-	-	

