

2022. 11. 15



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) **13,000 원**

현재주가 (11.14) **10,450 원**

상승여력 **24.4%**

KOSPI	2,474.65pt
시가총액	6,332억원
발행주식수	6,059만주
유동주식비율	28.05%
외국인비중	4.87%
52주 최고/최저가	18,550원/8,790원
평균거래대금	25.2억원

주요주주(%)

화승인더스트리 외 5인	71.95
국민연금공단	9.87

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.0	-28.4	-40.8
상대주가	-8.8	-24.7	-29.0

주가그래프



화승엔터프라이즈 241590

3Q22 Review: 매출 상회 vs. 이익 하회

- ✓ 3Q22 매출액 4,392억원(+125%), 영업이익 155억원(흑전, OPM 4%)
- ✓ 화승: 베트남 정상화/증설 (매출 ↑) vs. 믹스 훼손/단납기 증가/재고평가손 (이익 ↓)
- ✓ 아디: 신발(+17%) 판매 호조 vs. 재고자산(+72%) 역대 최대 및 회전을 하락
- ✓ 3Q22 의류 OEM 연결, 4Q22E 월드컵, 1Q23E 신규 CEO 영입 등 성장 동력 산재
- ✓ 실적 개선 본격화(영업이익: 4Q22E +1,476%, 1Q23E +332%, 2Q23E +55%)

3Q22 매출 상회 vs. 이익 하회

화승엔터프라이즈는 2022년 3분기 매출액 4,392억원(+125.4% YoY; 이하 YoY), 영업이익 155억원(흑전, OPM 3.5%), 순이익 44억원(흑전)을 기록했다. 저마진 수주 확대에 일회성 재고평가손실 반영이 더해지면서, 시장 기대치를 벗어났다(컨센서스 대비: 매출 +27.3%, 영업이익 -24.3%).

[화승엔터] 베트남 정상화에 증설(3Q22 완제품 생산능력 +30.9%) 효과로 OEM 매출이 배증했다(원화 +132.3%, 달러 +100.7%). 단, 저가 비중 확대와 단기 납기 증가가 공정 수익성을 훼손(완제 가동률: 3Q22 80.8%, 2Q22 101.5%, 1Q22 90.7%)시키는 가운데, 인수 법인 관련 재고 비용(Vina -25억원, United Sweethearts Garment -20억원 추정; 3Q22 연결 편입 시작)이 발생하며 영업이익률은 3.5%에 그쳤다.

[아디다스] 아디다스 신발 판매 성과가 두드러지고 있는 점은 고무적이다(3Q22 +16.9% > 2Q22 +14.4% > 1Q22 +2.2% > 4Q21 -5.0%). 단, 역대 최대 규모의 재고자산(3Q22 63억유로, +72.4% YoY, +15.2% QoQ)과 회전을 하락세(3Q22 1.1회/-0.3%p, 2Q22 1.1회/-0.4%p)는 부담이다.

투자 의견 Buy 및 적정주가 13,000원 제시

실적 개선 본격화를 감안, 매수 접근을 추천한다(영업이익: 3Q22 흑전, 4Q22E +1,475.9%, 1Q23E +331.7%, 2Q23E +55.4%). 의류 OEM 연결 편입에 따른 외형 확대와 수직계열화 효과가 기대된다(연결 효과: 2022E 매출 +270억원/영업손실 -12억원, 2023E 매출 +594억원/영업이익 30억원), 4Q22E 월드컵, 1Q23E 신규 CEO 영입 등 특수 효과에 따른 추가 성장 동력도 충분하다.

(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
2021	1,138.6	7.1	-6.5	-108	적전	8,858	-156.6	1.9	19.4	-1.2	141.7
2022E	1,702.4	74.2	35.8	592	흑전	9,835	17.7	1.1	6.9	6.3	136.9
2023E	1,954.7	121.7	82.5	1,361	109.1	11,146	7.7	0.9	4.7	13.0	119.0
2024E	2,078.5	131.7	91.3	1,507	10.7	12,603	6.9	0.8	4.2	12.7	107.4

(십억원)	3Q22	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	439.2	194.9	125.4	452.4	-2.9	345.0	27.3
영업이익	15.5	-17.6	흑전	26.1	-40.5	20.5	-24.3
순이익	4.4	-15.7	흑전	12.4	-64.3	16.1	-72.6
영업이익률(%)	3.5	-9.0	12.6	5.8	-2.2	6.0	-2.5

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,702.4	1,954.7	1,488.1	1,694.5	14.4	15.4	1619.7	1862.8
영업이익	74.2	121.7	76.4	112.1	-2.9	8.6	86.2	116.2
순이익	35.8	82.5	55.2	96.4	-35.1	-14.4	59.6	84.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	1,033	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	12.1	Fengtay 및 Yue Yuen 12개월 선행 PER 평균 값 적용
적정주가 (원)	13,000	반내림
현재주가 (원)		
상승여력 (%)		

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	303.1	303.8	194.9	336.8	376.3	452.4	439.2	434.6	1,138.6	1,702.4	1,954.7
OEM	283.8	262.0	185.4	315.2	323.3	389.3	430.6	411.8	1,046.4	1,555.0	1,799.9
기타	19.3	41.8	9.5	21.6	53.1	63.0	8.5	22.8	92.1	147.4	154.8
영업이익	11.1	12.0	-17.6	1.6	6.9	26.1	15.5	25.7	7.1	74.2	121.7
영업이익률	3.7	4.0	-9.0	0.5	1.8	5.8	3.5	5.9	0.6	4.4	6.2
OEM	8.4	9.8	-15.7	1.1	5.4	23.2	17.1	23.2	3.6	68.8	114.7
기타	2.7	2.2	-2.0	0.6	1.5	2.9	-1.6	2.5	3.5	5.3	7.0
순이익	4.4	9.7	-15.7	-4.9	3.5	12.4	4.4	15.6	-6.5	35.8	82.5
순이익률	1.4	3.2	-8.0	-1.5	0.9	2.7	1.0	3.6	-0.6	2.1	4.2
(% YoY)											
매출액	6.6	-0.8	-14.7	13.5	24.2	48.9	125.4	29.0	2.0	49.5	14.8
OEM	7.1	-13.1	-18.7	12.2	13.9	48.6	132.3	30.6	-2.7	48.6	15.7
기타	-0.3	747.1	2,137.6	35.7	175.2	50.9	-9.8	5.3	126.8	60.0	5.0
영업이익	-38.9	2.8	적전	-93.1	-38.1	117.5	흑전	1,475.9	-88.6	944.9	64.1
영업이익률	-2.7	0.1	-13.0	-7.5	-1.8	1.8	12.6	5.4	-5.0	3.7	1.9
OEM	-49.2	-17.1	적전	-95.2	-36.3	136.7	흑전	2,092.6	-93.9	1,806.3	66.6
기타	71.6	흑전	-194.4	-0.7	-44.0	32.9	0.2	3.4	12.8	53.1	31.9
순이익	흑전	-48.8	적전	적전	-20.1	27.6	흑전	흑전	적전	흑전	130.2

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,115.8	1,138.6	1,702.4	1,954.7	2,078.5
매출액증가율 (%)	-7.1	2.0	49.5	14.8	6.3
매출원가	955.9	1,022.1	1,494.5	1,683.8	1,788.5
매출총이익	159.9	116.5	207.9	270.9	290.1
판매관리비	97.4	109.4	133.8	149.2	158.4
영업이익	62.5	7.1	74.2	121.7	131.7
영업이익률	5.6	0.6	4.4	6.2	6.3
금융손익	-13.3	-8.8	1.2	-14.3	-14.7
중속/관계기업손익	0.3	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	-0.8	4.4	-25.6	-3.4	-1.8
세전계속사업이익	48.7	2.2	49.7	104.0	115.1
법인세비용	7.2	9.0	9.0	18.7	20.7
당기순이익	41.5	-6.9	40.8	85.3	94.4
지배주주지분 순이익	40.1	-6.5	35.8	82.5	91.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	77.7	-8.3	129.7	158.8	140.7
당기순이익(손실)	41.5	-6.9	40.8	85.3	94.4
유형자산상각비	55.2	59.1	74.2	79.3	77.5
무형자산상각비	2.5	2.6	3.1	3.3	3.1
운전자본의 증감	-23.2	-66.9	10.0	-9.1	-34.2
투자활동 현금흐름	-100.9	-119.8	-178.6	-67.2	-73.3
유형자산의증가(CAPEX)	-83.3	-94.7	-156.8	-65.0	-65.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-2.7	-1.3	-0.2	-0.9
재무활동 현금흐름	202.4	47.5	68.8	-32.8	-32.3
차입금의 증감	35.8	116.9	101.7	-29.8	-29.3
자본의 증가	0.0	-0.8	4.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	174.4	-72.8	25.8	58.7	35.2
기초현금	71.7	246.0	173.2	199.0	257.7
기말현금	246.0	173.2	199.0	257.7	293.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	633.0	697.6	767.4	848.3	966.5
현금및현금성자산	246.0	173.2	199.0	257.7	293.0
매출채권	112.8	122.8	130.2	135.3	154.3
재고자산	226.7	300.7	324.8	337.4	384.8
비유동자산	522.0	632.6	780.8	763.4	748.8
유형자산	410.7	497.4	620.4	606.1	593.6
무형자산	31.5	31.7	39.9	36.5	33.5
투자자산	7.1	9.2	10.5	10.8	11.6
자산총계	1,155.0	1,330.3	1,548.2	1,611.7	1,715.2
유동부채	560.5	695.4	759.7	743.0	754.7
매입채무	158.5	191.3	200.8	208.7	238.0
단기차입금	284.1	388.5	443.7	419.7	395.7
유동성장기부채	58.6	50.7	50.9	47.9	44.9
비유동부채	57.0	84.5	135.0	132.9	133.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	28.6	36.5	75.6	72.6	69.6
부채총계	617.5	779.8	894.6	875.9	888.1
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	166.5	165.7	169.7	169.7	169.7
기타포괄이익누계액	-19.3	9.7	31.9	31.9	31.9
이익잉여금	188.8	179.2	212.3	291.8	380.0
비지배주주지분	19.6	13.9	57.7	60.5	63.6
자본총계	537.5	550.4	653.5	735.8	827.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,431	18,801	28,101	32,261	34,305
EPS(지배주주)	662	-108	592	1,361	1,507
CFPS	1,860	1,086	2,297	3,288	3,415
EBITDAPS	1,985	1,136	2,500	3,372	3,502
BPS	8,554	8,858	9,835	11,146	12,603
DPS	45	45	50	50	50
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	21.4	-156.6	17.7	7.7	6.9
PCR	7.6	15.5	4.5	3.2	3.1
PSR	0.8	0.9	0.4	0.3	0.3
PBR	1.7	1.9	1.1	0.9	0.8
EBITDA	120.1	68.8	151.5	204.3	212.2
EV/EBITDA	8.4	19.4	6.9	4.7	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.3	-1.2	6.3	13.0	12.7
EBITDA 이익률	10.8	6.0	8.9	10.5	10.2
부채비율	114.9	141.7	136.9	119.0	107.4
금융비용부담률	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(x)	4.8	0.7	5.0	8.0	9.1
매출채권회전율(x)	8.9	9.7	13.5	14.7	14.4
재고자산회전율(x)	5.0	4.3	5.4	5.9	5.8

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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 종가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

