

2023. 3. 10



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) 12,000 원

현재주가 (3.9) 9,460 원

상승여력 26.8%

KOSPI	2,419.09pt
시가총액	5,732억원
발행주식수	6,059만주
유동주식비율	28.05%
외국인비중	3.71%
52주 최고/최저가	17,100원/8,620원
평균거래대금	26.7억원

주요주주(%)

화승엔더스트리 외 5인	71.95
국민연금공단	8.58

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.9	-26.7	-36.5
상대주가	-6.5	-27.7	-31.2

주가그래프



(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
2022P	1,654.0	52.8	-6.9	-113	적지	9,672	-81.6	1.0	8.2	-1.2	152.3
2023E	1,750.7	76.6	58.0	958	흑전	10,580	9.9	0.9	6.5	9.5	144.3
2024E	1,853.2	86.2	65.6	1,083	13.1	11,613	8.7	0.8	5.8	9.8	129.7

화승엔터프라이즈 241590

4Q22 Review: 빠질만큼 빠졌다

- ✓ 4Q22 매출액 3,862억원(+15%), 영업이익 43억원(+163%, OPM 1%)
- ✓ 화승엔터: 수주 부진, 믹스 훼손, 단납기 증가 → OEM 달러 매출 -1%
- ✓ 아디다스: 신발 판매 역성장 전환, 재고자산회전을 역대 최저
- ✓ 2023E 아디다스 가이던스(매출 -6%~-9%) 감안 화승 실적 눈높이 하향 필요
- ✓ Re-stocking 진입(2Q23E) 및 의류 OEM 연결(매출 1,002억원) 효과 기대 유효

4Q22 기대치 하회

화승엔터프라이즈는 2022년 4분기 매출액 3,862억원(+14.7% YoY; 이하 YoY), 영업이익 43억원(+163.4%, OPM 1.1%), 순손실 -271억원(적지)으로, 시장 예상치를 하회했다(컨센서스 대비: 영업이익 -77.0%, 가동률(-8.7%p) 저하가 수익성 개선, 외화환산손실(300억원) 발생이 순적자 탈피를 저해했다.

[화승엔터] 달러 기준 매출(달러 -0.8%, 원화 +13.8%)은 전년동기 수준에 그친 모습이다. 저조한 수주에 저가 비중 확대와 단기 납기 증가로 공정 수익성이 훼손, 원가율 하락이 충분하지 못했다(원가율: 4Q22 87.8%, 4Q21 90.8%, 4Q20 83.6%). 인수 법인(United Sweethearts Garment)의 불용 재고 처분(20억원)도 반영되었다.

[아디다스] 아디다스가 부진하다. 신발 매출은 역성장 전환했고(4Q22 -1.4%, 3Q22 +16.9%, 2Q22 +14.4%, 1Q22 +2.2%, 4Q21 -5.0%), 재고 부담은 여전히 높다(4Q22 재고자산 60억유로/+49.0%, 재고자산회전을 0.8회/-0.5%p).

투자의견 Buy 및 적정주가 12,000원 제시

실적 눈높이 하향이 불가피하다(2023E 아디다스 매출액 가이던스 -6~-9% → 화승엔터 신발 OEM 매출 추정: 변경 Flat vs. 기존 +4.5%). 단, 서구권 경제 지표 회복(미국 4월 재고 역성장 전환, 아디다스 2Q23E Re-stocking 진입)과 중화권 리오프닝 효과 및 사업 구조 재편(1월 CEO 변경, Puma 출신 Bjørn Gulden 영입)에 대한 기대는 유효하다. 의류 OEM 연결 편입으로 외형 확대 또한 가능하다(3Q22 편입 시작, 매출액: 2022년 376억원, 2023E 1,002억원). 밴드 하단을 이탈(12개월 선행 PER 9.7배), Valuation 부담을 덜기도 했다. 긴 호흡에서 매수 접근을 추천한다.

(십억원)	4Q22	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	386.2	336.8	14.7	439.2	-12.1	437.5	-11.7
영업이익	4.3	1.6	163.4	15.5	-72.4	18.6	-77.0
순이익	-27.1	-4.9	적지	4.4	적전	12.0	적전
영업이익률(%)	1.1	0.5	0.6	3.5	-2.4	4.3	-3.1

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,750.7	1,853.2	1,739.8	1,776.4	0.6	4.3	1,994.7	2,161.1
영업이익	76.6	86.2	87.5	93.6	-12.4	-7.9	98.4	125.2
순이익	58.0	65.6	66.4	71.2	-12.6	-7.8	66.2	85.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	979	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	13	Fengtay 및 Yue Yuen 12개월 선행 PER 평균 값 적용
적정주가 (원)	12,000	반내림
현재주가 (원)	9,460	
상승여력 (%)	26.8	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	376.3	452.4	439.2	386.2	366.4	423.5	491.9	468.9	1,654.0	1,750.7	1,853.2
OEM	323.3	389.3	430.6	358.8	310.4	355.4	482.7	439.5	1,502.0	1,588.1	1,685.7
기타	53.1	63.0	8.5	27.4	56.0	68.1	9.2	29.3	152.0	162.7	167.6
영업이익	6.9	26.1	15.5	4.3	6.0	21.3	25.2	24.1	52.8	76.6	86.2
영업이익률	1.8	5.8	3.5	1.1	1.6	5.0	5.1	5.1	3.2	4.4	4.7
OEM	5.4	23.2	17.1	2.8	4.9	17.6	24.0	21.8	48.5	68.2	72.8
기타	1.5	2.9	-1.6	1.5	1.2	3.7	1.2	2.4	4.3	8.4	13.5
순이익	3.5	12.4	4.4	-27.1	1.5	14.9	21.9	19.7	-6.9	58.0	65.6
순이익률	0.9	2.7	1.0	-7.0	0.4	3.5	4.5	4.2	-0.4	3.3	3.5
(% YoY)											
매출액	24.2	48.9	125.4	14.7	-2.6	-6.4	12.0	21.4	45.3	5.8	5.9
OEM(원화)	13.9	48.6	132.3	13.8	-4.0	-8.7	12.1	22.5	43.5	5.7	6.1
OEM(달러)	5.3	32.1	100.7	-0.8	-8.5	-8.6	20.7	35.2	27.3	9.2	10.6
기타	175.2	50.9	-9.8	26.6	5.5	8.1	8.1	7.2	65.0	7.0	3.0
영업이익	-38.1	117.5	흑전	163.4	-12.2	-18.5	62.1	462.1	643.8	45.1	12.6
영업이익률	-1.8	1.8	12.6	0.6	-0.2	-0.7	1.6	4.0	2.6	1.2	0.3
OEM	-36.3	136.7	흑전	164.2	-9.7	-24.1	40.3	679.2	1,242.0	40.8	6.6
기타	-44.0	32.9	적지	161.9	-21.1	25.6	흑전	57.3	24.4	93.3	60.6
순이익	-20.1	27.6	흑전	적지	-58.6	20.9	4.0	흑전	적지	흑전	13.1

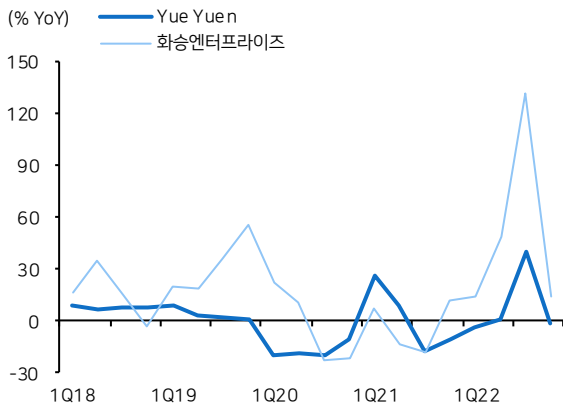
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

표5 화승엔터프라이즈 부문별 매출 추정

(백만원, %)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
OEM (A) + (B) + (C)	861,198	1,145,861	1,075,128	1,046,430	1,501,990	1,588,051	1,685,669	1,802,896
유통	18,028	55,730	40,628	92,145	152,039	162,682	167,562	172,589
연결 매출	879,226	1,201,591	1,115,756	1,138,575	1,654,030	1,750,733	1,853,231	1,975,485
YoY	14.4	36.7	-7.1	2.0	45.3	5.8	5.9	6.6
완제 매출 (A; 백만원)	793,985	1,017,342	945,743	917,179	1,284,093	1,304,758	1,379,829	1,477,797
YoY	10.4	28.1	-7.0	-3.0	40.0	1.6	5.8	7.1
완제 매출 (백만달러)	721	872	801	801	994	1,044	1,150	1,231
원/달러 평균 (원)	1,101	1,166	1,180	1,145	1,292	1,250	1,200	1,200
완제 생산량 (천족)	57,107	71,464	79,485	62,679	78,349	78,053	85,463	86,572
완제 판매량 (천족)	59,133	65,596	54,522	53,420	64,319	64,962	70,159	73,667
Turnover (판매량/생산량)	104	92	69	85	82	83	82	85
ASP (달러)	12.2	13.3	14.7	15.0	15.5	16.1	16.4	16.7
P 효과 (ASP YoY)	2.4	9.0	10.5	2.0	3.0	4.0	2.0	2.0
Q 효과 (판매량 YoY)	10.7	10.9	-16.9	-2.0	20.4	1.0	8.0	5.0
공장별 생산량 (천족)								
베트남	36,835	41,990	43,312	34,530	43,163	43,000	47,082	47,693
인도네시아	12,796	20,713	27,041	21,888	28,143	28,037	30,698	31,097
중국	7,476	8,761	9,132	6,261	7,043	7,016	7,682	7,782
공장별 생산 비중 (%)								
베트남	65	59	54	55	55	55	55	55
인도네시아	22	29	34	35	36	36	36	36
중국	13	12	11	10	9	9	9	9
반제품 매출 (B; 백만원)	67,213	128,519	129,385	129,251	180,297	183,026	199,557	214,565
YoY	86.6	91.2	0.7	-0.1	39.5	1.5	9.0	7.5
화승폴리텍	31,856	79,926	82,145	66,146	92,604	94,456	103,901	112,214
기타 반제품 자회사	35,090	49,098	47,443	60,478	87,693	88,570	95,656	102,352
의류 OEM (C; 백만원)	-	-	-	-	37,600	100,267	106,283	110,534
YoY	-	-	-	-	-	166.7	6.0	4.0

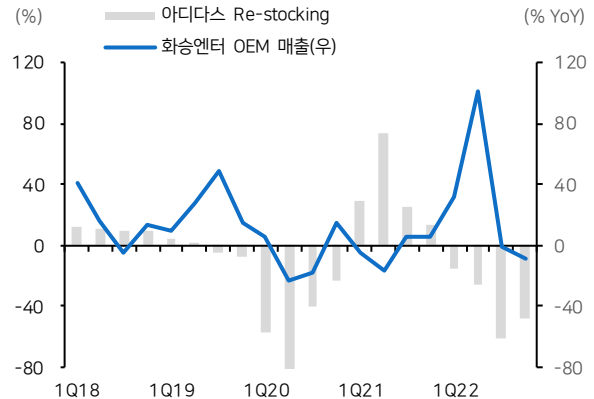
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 매출: 화승엔터프라이즈 vs. Yue Yuen



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림2 아디다스 Re-stocking vs. 영원무역 OEM 매출



주: 화승엔터프라이즈 매출 1개 분기 후행 적용
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	1,115.8	1,138.6	1,654.0	1,750.7	1,853.2
매출액증가율 (%)	-7.1	2.0	45.3	5.8	5.9
매출원가	955.9	1,022.1	1,452.0	1,523.4	1,612.3
매출총이익	159.9	116.5	202.0	227.3	241.0
판매관리비	97.4	109.4	149.2	150.7	154.7
영업이익	62.5	7.1	52.8	76.6	86.2
영업이익률	5.6	0.6	3.2	4.4	4.7
금융손익	-13.3	-8.8	-11.8	-13.7	-14.1
중속/관계기업손익	0.3	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	-0.8	4.4	-34.5	10.3	10.6
세전계속사업이익	48.7	2.2	6.5	73.2	82.7
법인세비용	7.2	9.0	14.0	13.2	14.9
당기순이익	41.5	-6.9	-7.5	60.0	67.9
지배주주지분 손이익	40.1	-6.5	-6.9	58.0	65.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	77.7	-8.3	119.8	95.3	141.7
당기순이익(손실)	41.5	-6.9	-7.5	60.0	67.9
유형자산상각비	55.2	59.1	74.2	83.2	81.1
무형자산상각비	2.5	2.6	2.8	2.8	2.6
운전자본의 증감	-23.2	-66.9	36.3	-50.7	-9.9
투자활동 현금흐름	-100.9	-119.8	-210.6	-75.8	-67.1
유형자산의증가(CAPEX)	-83.3	-94.7	-175.7	-65.0	-65.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-2.7	-0.1	-1.1	-0.2
재무활동 현금흐름	202.4	47.5	100.8	-32.1	-32.8
차입금의 증감	35.8	116.9	184.7	-29.0	-29.8
자본의 증가	0.0	-0.8	4.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	174.4	-72.8	26.9	-12.5	41.8
기초현금	71.7	246.0	173.2	200.1	187.6
기말현금	246.0	173.2	200.1	187.6	229.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	633.0	697.6	762.9	871.0	936.1
현금및현금성자산	246.0	173.2	200.1	187.6	229.3
매출채권	112.8	122.8	130.2	158.1	163.5
재고자산	226.7	300.7	324.8	394.3	407.9
비유동자산	522.0	632.6	852.3	832.4	813.9
유형자산	410.7	497.4	686.5	668.2	652.1
무형자산	31.5	31.7	40.8	38.0	35.4
투자자산	7.1	9.2	9.1	10.2	10.5
자산총계	1,155.0	1,330.3	1,615.2	1,703.3	1,750.0
유동부채	560.5	695.4	849.8	879.5	863.5
매입채무	158.5	191.3	200.8	243.9	252.2
단기차입금	284.1	388.5	516.0	492.0	468.0
유동성장기부채	58.6	50.7	69.3	66.3	63.3
비유동부채	57.0	84.5	125.1	126.7	124.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	28.6	36.5	66.3	63.3	60.3
부채총계	617.5	779.8	975.0	1,006.2	988.1
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	166.5	165.7	169.8	169.8	169.8
기타포괄이익누계액	-19.3	9.7	64.7	64.7	64.7
이익잉여금	188.8	179.2	169.6	224.6	287.2
비지배주주지분	19.6	13.9	54.2	56.1	58.4
자본총계	537.5	550.4	640.2	697.2	762.0

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,431	18,801	27,302	28,895	30,587
EPS(지배주주)	662	-108	-113	958	1,083
CFPS	1,860	1,086	1,786	2,940	3,034
EBITDAPS	1,985	1,136	2,143	2,685	2,805
BPS	8,554	8,858	9,672	10,580	11,613
DPS	45	45	50	50	50
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	21.4	-156.6	-81.6	9.9	8.7
PCR	7.6	15.5	5.2	3.2	3.1
PSR	0.8	0.9	0.3	0.3	0.3
PBR	1.7	1.9	1.0	0.9	0.8
EBITDA	120.1	68.8	129.8	162.7	169.9
EV/EBITDA	8.4	19.4	8.2	6.5	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.3	-1.2	-1.2	9.5	9.8
EBITDA 이익률	10.8	6.0	7.8	9.3	9.2
부채비율	114.9	141.7	152.3	144.3	129.7
금융비용부담률	1.2	0.9	1.1	1.3	1.2
이자보상배율(x)	4.8	0.7	2.8	3.3	3.8
매출채권회전율(x)	8.9	9.7	13.1	12.1	11.5
재고자산회전율(x)	5.0	4.3	5.3	4.9	4.6

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 증가대비 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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 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)	
2021.01.18	기업브리프	Buy	18,000	하누리	-16.6	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	-30.4	-22.2	
2022.10.11	기업브리프	Buy	16,000	하누리	-39.5	-33.4	
2022.11.09	산업분석	Buy	13,000	하누리	-25.2	-15.2	
2023.03.10	기업브리프	Buy	12,000	하누리	-	-	