



Buy(Maintain)

목표주가: 15,000원

주가(3/10): 9,040원

시가총액: 5,477억원



화장품/섬유/의복 Analyst 조소정

sojcho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/10)		2,394.59pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	17,100원	8,620원	
등락률	-47.1%	4.9%	
수익률	절대	상대	
	1M	-9.9%	-7.0%
	6M	-29.9%	-30.2%
	1Y	-36.8%	-29.2%

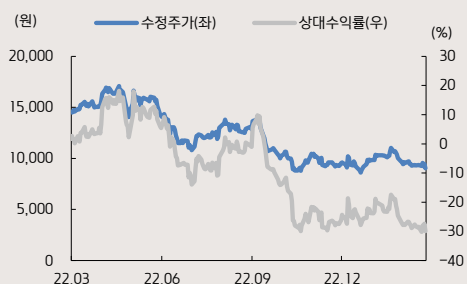
Company Data

발행주식수	60,589천주	
일평균 거래량(3M)	277 천주	
외국인 지분율	3.6%	
배당수익률(22E)	0.5%	
BPS(22E)	9,584 원	
주요 주주	화승인더스트리 외 5 인	72.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,115.8	1,138.6	1,654.0	2,069.4
영업이익	62.5	7.1	52.8	109.8
EBITDA	120.1	68.8	125.5	171.9
세전이익	48.7	2.2	35.3	97.4
순이익	41.5	-6.8	18.5	73.0
지배주주지분순이익	40.1	-6.5	17.6	69.5
EPS(원)	662	-108	290	1,147
증감률(% YoY)	-35.8	적전	흑전	295.9
PER(배)	21.4	-156.6	31.9	7.9
PBR(배)	1.66	1.90	0.96	0.81
EV/EBITDA(배)	8.4	19.4	6.5	4.2
영업이익률(%)	5.6	0.6	3.2	5.3
ROE(%)	9.3	-1.2	3.1	11.1
순차입금비율(%)	23.1	53.9	41.3	23.2

Price Trend



실적 Review

화승엔터프라이즈 (241590)

23년은 상저하고



화승엔터프라이즈의 4분기 매출액은 3,861억 (+15% YoY, 달러기준 +2.8% 추정), 영업이익은 428억(+162.8% YoY)을 기록, 시장예상치를 하회했다. 주요 고객사 아디다스의 주문 감소로 고정비 부담이 확대되었고, 아디다스의 D2C전략 영향으로 물량 납기가 축소되면서, 수익성이 기대에 못 미쳤다. 최근 아디다스는 2023년을 전환의 해로 선언, 신제품 출시에 따른 재고 수요는 하반기부터 본격화될 것으로 기대된다. 이에 동사의 실적 성장도 하반기부터 본격화될 것으로 기대된다.

>>> 4Q: 아쉬웠다

화승엔터프라이즈의 4분기 연결기준 매출액은 3,861억 (+15% YoY, 달러 기준 +2.8% 추정), 영업이익은 428억 (+162.8% YoY, OPM 1%)을 기록했다. 작년 베트남 생산기지 생산 차질 문제로 기저 부담이 낮았기 때문에 높은 성장률을 기록했지만, 주요 고객사 아디다스의 주문 감소로 인한 공장 가동률 하락, 물량 납기 축소 영향으로 수익성이 기대치에 못 미쳤다.

화승엔터프라이즈의 23년도 매출액은 2조 679억(+24% YoY), 영업이익은 1,098억 (+108% YoY, OPM 5%)을 기록할 전망이다. 아디다스의 신제품 출시에 따른 신규 수주 증가는 하반기부터 본격화될 것으로 기대된다.

>>> 아디다스: 2023년은 전환의 해

아디다스는 3월 8일 컨퍼런스 콜에서 23년 매출이 높은 한 자릿 수 감소, 영업이익은 BEP 수준일 것으로 예상했다. 예(Ye)와의 협업 브랜드 이지(Yeezy) 제품 판매 중단, 관련 재고 처리 영향으로 매출이 감소하고, 비용이 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 현재 아디다스는 예와의 협업 중단, 중국 매출 감소 영향으로 재고 부담이 높아진 상황이다 (4Q 재고자산회전율 -41%p YoY, -14%p QoQ). 이에 상반기는 재고 소진에 집중할 것으로 예상되며, 신규 재고 수요는 하반기에 집중될 것으로 예상된다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 15,000원 하향조정

화승엔터프라이즈에 대한 투자의견 BUY 유지, 목표주가를 15,000원으로 하향 조정한다. 향후 동사의 실적은 전방시장 내 아디다스의 재고 소진 상황과 브랜드 전략에 달려있다. 아디다스의 전략적 방향성, 매크로 이슈 등, 23년에도 대내외적인 불확실성이 상존할 것으로 예상되기에, 실적 추정치를 하향조정했다. 다만 현재 동사 주가는 Fwd 12M PER 7배로 밴드 하단에서 거래 중으로, 밸류에이션 매력도가 돋보인다. 아디다스의 브랜드력을 고려하였을 때, 향후 동사의 실적 회복 가능성은 충분하다고 판단하기에, 장기적인 관점에서 접근할 것을 권고한다.

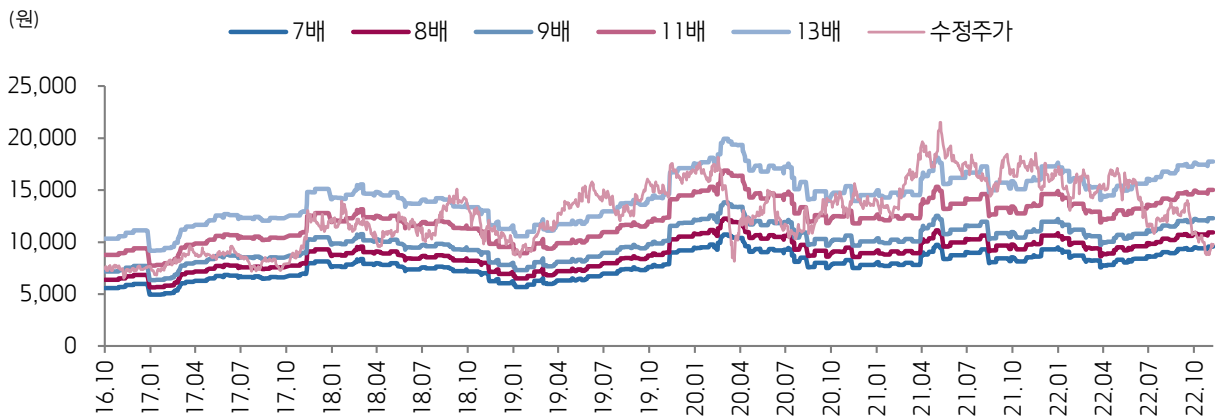
화승엔터프라이즈 연결기준 실적 추이 및 전망

실적 원		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022P	2023E	2024E
매출		376.3	452.4	439.2	386.1	497.8	558.3	475.6	537.6	1,654.0	2,069.4	2,254.0
	YoY	24%	49%	125%	15%	32%	23%	8%	39%	45%	25%	9%
영업이익		6.9	26.1	15.5	4.3	15.7	33.1	27.6	33.5	52.8	109.8	143.3
	YoY	-38%	117%	흑자전환	163%	129%	27%	77%	682%	643%	108%	30%
	OPM	2%	6%	4%	1%	3%	6%	6%	6%	3%	5%	6%
당기순이익		4.7	13.9	5.2	-31.4	4.4	26.3	17.9	24.9	-7.5	73.5	99.0
	YoY	-16%	36%	흑자전환	적자	-8%	89%	244%	흑자전환	적자	흑자전환	35%
	%	1%	3%	1%	-8%	1%	5%	4%	5%	0%	4%	4%

자료: 화승엔터프라이즈, 키움증권 리서치

주: 22년 하반기부터 의료OEM 신규 편입

화승엔터프라이즈 Fwd 12M PER 밴드



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,115.8	1,138.6	1,654.0	2,069.4	2,254.0
매출원가	955.9	1,022.1	1,452.1	1,797.8	1,938.4
매출총이익	159.9	116.5	201.9	271.6	315.6
판관비	97.4	109.4	149.1	161.7	172.2
영업이익	62.5	7.1	52.8	109.8	143.3
EBITDA	120.1	68.8	125.5	171.9	196.3
영업외손익	-13.8	-4.9	-17.5	-12.5	-11.8
이자수익	1.8	1.9	2.4	3.2	4.5
이자비용	12.9	10.3	10.3	10.3	10.3
외환관련이익	24.7	19.9	9.8	9.8	9.8
외환관련손실	25.6	14.2	7.7	7.7	7.7
종속 및 관계기업손익	0.3	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8
기타	-2.1	-1.6	-11.0	-6.8	-7.3
법인세차감전이익	48.7	2.2	35.3	97.4	131.5
법인세비용	7.2	9.0	16.8	24.3	32.9
계속사업순손익	41.5	-6.8	18.5	73.0	98.6
당기순이익	41.5	-6.8	18.5	73.0	98.6
지배주주순이익	40.1	-6.5	17.6	69.5	93.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-7.1	2.0	45.3	25.1	8.9
영업이익 증감율	-26.9	-88.6	643.7	108.0	30.5
EBITDA 증감율	-10.4	-42.7	82.4	37.0	14.2
지배주주순이익 증감율	-35.8	-116.2	-370.8	294.9	35.0
EPS 증감율	-35.8	적전	흑전	295.9	35.0
매출총이익율(%)	14.3	10.2	12.2	13.1	14.0
영업이익률(%)	5.6	0.6	3.2	5.3	6.4
EBITDA Margin(%)	10.8	6.0	7.6	8.3	8.7
지배주주순이익률(%)	3.6	-0.6	1.1	3.4	4.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	77.7	-8.3	28.3	62.0	124.5
당기순이익	0.0	0.0	18.5	73.0	98.6
비현금항목의 가감	71.1	72.6	99.8	95.9	94.2
유형자산감가상각비	55.2	59.1	69.9	59.5	50.7
무형자산감가상각비	2.5	2.6	2.8	2.5	2.3
지분법평가손익	-0.3	-0.6	-0.4	-0.4	-0.3
기타	13.7	11.5	27.5	34.3	41.5
영업활동자산부채증감	-23.2	-66.9	-67.4	-77.8	-31.9
매출채권및기타채권의감소	16.7	8.0	-21.0	-41.5	-18.5
재고자산의감소	-20.9	-49.4	-136.1	-109.7	-48.8
매입채무및기타채무의증가	-16.0	5.4	93.8	77.9	40.2
기타	-3.0	-30.9	-4.1	-4.5	-4.8
기타현금흐름	29.8	-14.0	-22.6	-29.1	-36.4
투자활동 현금흐름	-100.9	-119.8	-9.6	-10.0	-10.5
유형자산의 취득	-83.3	-94.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	2.0	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.7	-0.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-2.6	-0.1	-0.1	-0.3
단기금융자산의감소(증가)	-12.5	-17.0	-3.9	-4.3	-4.7
기타	-2.8	-5.5	-5.6	-5.6	-5.5
재무활동 현금흐름	202.4	47.5	-15.3	-15.3	-15.3
차입금의 증가(감소)	61.4	64.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.7	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7
기타	143.7	-12.6	-12.6	-12.6	-12.6
기타현금흐름	-4.7	7.8	43.5	43.5	43.5
현금 및 현금성자산의 순증가	174.4	-72.8	47.0	80.2	142.2
기초현금 및 현금성자산	71.7	246.0	173.2	220.2	300.4
기말현금 및 현금성자산	246.0	173.2	220.2	300.4	442.6

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	633.0	697.6	909.7	1,149.8	1,368.8
현금 및 현금성자산	246.0	173.2	220.2	300.4	442.6
단기금융자산	22.2	39.1	43.0	47.3	52.1
매출채권 및 기타채권	122.4	144.4	165.4	206.9	225.4
재고자산	226.7	300.7	436.8	546.5	595.3
기타유동자산	15.7	40.2	44.3	48.7	53.4
비유동자산	522.0	632.6	559.4	496.8	443.2
투자자산	7.1	9.2	8.6	8.0	7.5
유형자산	410.7	497.4	427.5	368.0	317.3
무형자산	31.5	31.7	28.9	26.4	24.1
기타비유동자산	72.7	94.3	94.4	94.4	94.3
자산총계	1,155.0	1,330.3	1,469.1	1,646.6	1,812.0
유동부채	560.5	695.4	789.1	867.0	907.2
매입채무 및 기타채무	206.0	245.0	338.8	416.7	456.9
단기금융부채	348.2	443.2	443.2	443.2	443.2
기타유동부채	6.3	7.2	7.1	7.1	7.1
비유동부채	57.0	84.5	84.5	84.5	84.5
장기금융부채	44.0	65.9	65.9	65.9	65.9
기타비유동부채	13.0	18.6	18.6	18.6	18.6
부채총계	617.5	779.8	873.6	951.5	991.7
지배지분	517.8	536.5	580.7	676.8	797.2
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	166.5	165.7	165.7	165.7	165.7
기타자본	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
기타포괄손익누계액	-19.3	9.7	39.1	68.4	97.7
이익잉여금	188.8	179.2	194.0	260.8	351.8
비지배지분	19.6	13.9	14.8	18.4	23.2
자본총계	537.5	550.4	595.5	695.1	820.3

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	662	-108	290	1,147	1,548
BPS	8,554	8,858	9,584	11,170	13,157
CFPS	1,860	1,086	1,952	2,789	3,182
DPS	45	45	45	45	45
주가배수(배)					
PER	21.4	-156.6	31.9	7.9	5.8
PER(최고)	28.4	-205.9	60.6		
PER(최저)	11.7	-113.4	30.0		
PBR	1.66	1.90	0.96	0.81	0.69
PBR(최고)	2.20	2.50	1.83		
PBR(최저)	0.91	1.38	0.91		
PSR	0.77	0.90	0.34	0.26	0.24
PCFR	7.6	15.5	4.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	8.4	19.4	6.5	4.2	3.0
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	6.6	-39.8	14.8	3.7	2.8
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
ROA	3.9	-0.6	1.3	4.7	5.7
ROE	9.3	-1.2	3.1	11.1	12.7
ROIC	8.1	-3.0	3.3	9.7	12.7
매출채권회전율	8.0	8.5	10.7	11.1	10.4
재고자산회전율	5.0	4.3	4.5	4.2	3.9
부채비율	114.9	141.7	146.7	136.9	120.9
순차입금비율	23.1	53.9	41.3	23.2	1.8
이자보상배율	4.8	0.7	5.1	10.6	13.9
총차입금	392.2	509.1	509.1	509.1	509.1
순차입금	124.0	296.8	245.9	161.4	14.5
NOPLAT	120.1	68.8	125.5	171.9	196.3
FCF	2.2	-122.9	32.9	66.7	128.6

Compliance Notice

- 당사는 3월 10일 현재 '화승엔터프라이즈(241590)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

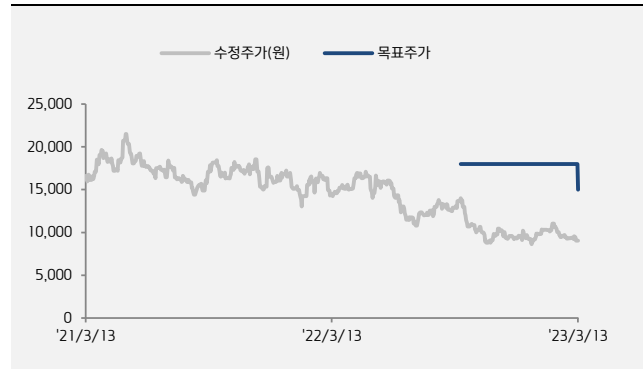
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
화승엔터 프라이즈 (241590)	2022-09-20	Buy(Initiate)	18,000원	6개월	-44.66	-22.22
	2023-03-13	Buy(Maintain)	15,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

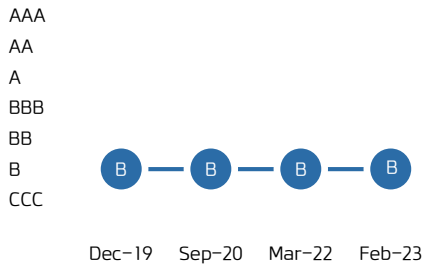
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/01/01~2022/12/31)

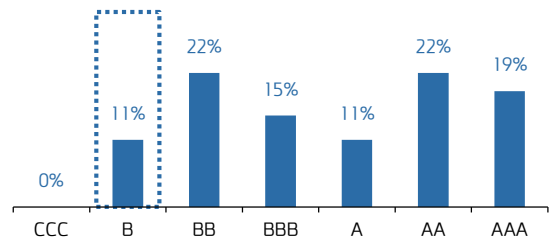
매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
 주: MSCI ACWI 구성 종목 섬유/의복/사치재 기업 27개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

항목	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중 평균	4.1	5		
환경	3.3	5	27.0%	
원재료 출처	3.0	4.2	16.0%	
제품 탄소 발자국	3.7	5.9	11.0%	
사회	4.8	4.5	36.0%	
노동 관리	5.6	4.5	21.0%	
화학적 안전성	3.6	3.9	15.0%	
지배구조	4.1	5.5	37.0%	▲0.2
기업 지배구조	4.3	6.2		▼0.1
기업 행동	6.4	6.1		▲0.7

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	해당 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

주요 피어 그룹 (섬유의복/사치재)	원재료 출처	제품 탄소 발자국	화학적 안전성	노동 관리	기업 지배구조	기업 행동	등급	지표 추이
LVMH	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●	●●	●●●	AA	▲
에르메스	●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	AA	▲
리치몬드	●●●●●	●●●●●	●●	●●●●●	●●	●	AA	◀▶
에실로룩소티카	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●	●●●●●	●●	A	▼
나이키	●●●●●	●●●●●	●●	●	●	●●	BBB	▼
화승엔터프라이즈	●●●●●	●	●	●●●●●	●	●●	B	◀▶

평가 표시 : 최저 등급 ● 최상 등급 ●●●●●
 등급 변화 추이: 유지 ◀▶ 한 단계 상향조정 ▲ 두 단계 이상 상향 조정 ▲▲ 하향조정 ▼ 두 단계 이상 하향 조정 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치