

2023. 7. 5



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) 12,000 원

현재주가 (7.4) 9,000 원

상승여력 33.3%

KOSPI	2,593.31pt
시가총액	5,453억원
발행주식수	6,059만주
유동주식비율	28.05%
외국인비중	3.72%
52주 최고/최저가	14,000원/7,130원
평균거래대금	25.3억원

주요주주(%)

화승인더스트리 외 5인	71.95
국민연금공단	8.58

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	25.9	1.4	-21.7
상대주가	26.3	-11.8	-30.6

주가그래프



화승엔터프라이즈 241590

2Q23E Preview: Adidas 회복한다

- ✓ 2Q23E 매출액 3,424억원 (-24%), 영업이익 89억원(-66%)
- ✓ Adidas: 재고자산 감소 vs. 재고회전을 하락 → 발주 축소
- ✓ 화승: 생산량 감소 → 가동률 저하 → 원가 부담 → 마진 축소
- ✓ 3Q23E Adidas Re-stocking 전환 → 4Q23E 화승엔터 매출 반등
- ✓ Adidas 부활 (재고 빅바스 완료 및 Yeezy 판매 재개) 감안 매수 대응 유효

2Q23E 아디다스 부진

화승엔터프라이즈는 2023년 2분기 매출액 3,424억원 (-24.3% YoY; 이하 YoY), 영업이익 89억원(-66.0%), 순이익 99억원 (-19.9%)을 기록할 전망이다.

Adidas의 De-stocking이 심화되는 모습이다. 재고자산 규모는 줄고 있으나, 회전을 하락이 계속되는 탓이다 (1Q23 재고자산 -5.0% QoQ, 재고자산회전을 0.9회). 보수적인 재고 정책을 실행하며, 공급사향 발주를 축소시키는 이유이기도 하다.

단일 거래선의 주문이 줄어드니, 어쩔 도리가 없다. 생산량 감소가 가동률 저하를 야기, 원가 상승에 따른 마진 축소를 방어하기 어렵겠다 (원가율 +2.2%p, OPM -3.2%p). 기저 부담도 한 몫 한다 (2Q22 역대 최대 분기 실적 기록).

투자 의견 Buy 및 적정주가 12,000원 제시

Adidas도 분명 회복하고 있다. 재고 소진 정도 (4Q22 -5.4%, 1Q23 -5.0% QoQ)가 현재 수준을 유지할 시, 2Q23E 재고자산 YoY 역성장 전환, 3Q23E Re-stocking 전환에 진입할 전망이다 (매출 성장 - 재고 증감 = 1Q23 -25.5%p, 2Q23E -9.2%p, 3Q23E +8.3%p, 4Q23E +17.3%p; 매출 컨센서스 적용, 재고 -5.0% QoQ 추정). 1개 분기 후행 적용 (수주 시차: 신발 1개 분기 vs. 의류 4개 분기), 화승엔터 실적은 4Q23E 성장 전환하겠다 (매출 달러 +28.1%, 원화 +19.6%, 영업이익 +227.5%).

Yeezy도 돌아온다. 최근 Adidas가 Yeezy Boost 잔여 재고를 재판매하기 시작했다. Kanye West와의 추가 협업에 기대가 실리는 배경이다. OEM 업황 개선 (3Q23E 미국 의류 시장 Re-stocking 전환, 달러 강세 등)에 Adidas의 부활까지, 투자 모멘텀이 강화된다. 매수 접근을 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,138.6	7.1	-6.5	-108	적전	8,858	-	1.9	19.4	-1.2	141.7
2022	1,654.0	52.8	-10.0	-165	적지	8,870	-	1.0	7.8	-1.9	149.6
2023E	1,457.6	32.3	33.9	560	흑전	9,599	16.1	0.9	7.9	6.1	140.8
2024E	1,610.5	79.3	60.0	990	99.3	10,544	9.1	0.9	5.0	9.8	122.5
2025E	1,731.1	93.1	66.8	1,102	11.3	11,601	8.2	0.8	4.2	9.9	110.4

(십억원)	2Q23E	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	342.4	452.4	-24.3	305.4	12.1	402.8	-15.0
영업이익	8.9	26.1	-66.0	-1.0	흑전	15.2	-41.5
순이익	9.9	12.4	-19.9	1.9	431.7	9.5	4.2
영업이익률(%)	2.6	5.8	-3.2	-0.3	2.9	3.8	-1.2

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,457.6	1,610.5	1,453.4	1,575.9	0.3	2.2	1,839.6	2,073.3
영업이익	32.3	79.3	29.2	73.0	10.4	8.7	69.6	110.0
순이익	33.9	60.0	31.3	55.0	8.5	9.0	48.8	78.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	783	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	15	Fengtay 및 Yue Yuen 12개월 선행 PER 평균 값 적용
적정주가 (원)	12,000	
현재주가 (원)	9,000	
상승여력 (%)	33.3	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	376.3	452.4	439.2	386.2	305.4	342.4	351.8	457.9	1,654.0	1,457.6	1,610.5
OEM	323.3	389.3	430.6	354.3	274.2	291.4	343.0	423.7	1,497.5	1,332.3	1,481.6
기타	53.1	63.0	8.5	31.9	31.2	50.9	8.9	34.2	156.5	125.2	129.0
영업이익	6.9	26.1	15.5	4.3	-1.0	8.9	10.3	14.0	52.8	32.3	79.3
영업이익률	1.8	5.8	3.5	1.1	-0.3	2.6	2.9	3.1	3.2	2.2	4.9
OEM	5.4	23.2	17.1	4.8	-0.8	5.7	10.2	15.9	45.8	30.9	74.6
기타	1.5	2.9	-1.6	-0.5	-0.1	3.2	0.1	-1.8	7.0	1.4	4.7
순이익	3.5	12.4	4.4	-30.3	1.9	9.9	6.6	15.6	-10.0	33.9	60.0
순이익률	0.9	2.7	1.0	-7.8	0.6	2.9	1.9	3.4	-0.6	2.3	3.7
(% YoY)											
매출액	24.2	48.9	125.4	14.7	-18.8	-24.3	-19.9	18.6	45.3	-11.9	10.5
OEM(원화)	13.9	48.6	132.3	12.4	-15.2	-25.1	-20.4	19.6	43.1	-11.0	11.2
OEM(달러)	5.3	32.1	100.7	-2.0	-19.9	-28.2	-16.4	28.1	26.9	-10.5	12.7
기타	175.2	50.9	-9.8	47.4	-41.2	-19.2	3.8	7.3	69.9	-20.0	3.0
영업이익	-38.1	117.5	흑전	163.4	적전	-66.0	-33.7	227.5	643.8	-38.9	145.8
영업이익률	-1.8	1.8	12.6	0.6	-2.1	-3.2	-0.6	2.0	2.6	-1.0	2.7
OEM	-36.3	136.7	흑전	353.4	적전	-75.5	-40.4	231.1	1,168.6	-32.5	141.5
기타	-44.0	32.9	적지	적전	적전	8.4	흑전	-2.6	100.4	-80.4	242.4
순이익	-20.1	27.6	흑전	적지	-46.9	-19.9	48.8	흑전	적지	흑전	76.9

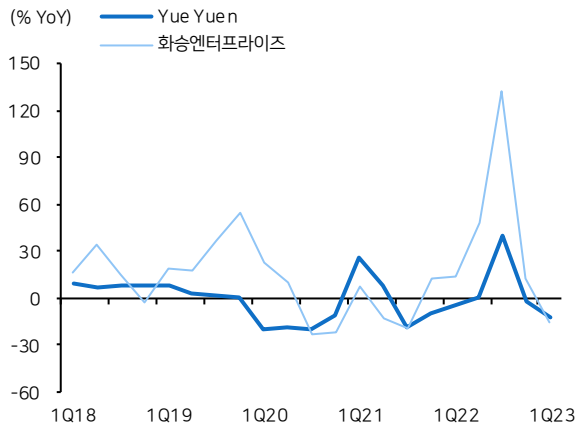
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

표5 화승엔터프라이즈 부문별 매출 추정

(십억원, %)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
OEM (A) + (B) + (C)	861	1,146	1,075	1,046	1,497	1,332	1,482	1,598
유통	18	56	41	92	157	125	129	133
연결 매출	879	1,202	1,116	1,139	1,654	1,458	1,611	1,731
YoY	14.4	36.7	-7.1	2.0	45.3	-11.9	10.5	7.5
완제 매출 (A; 십억원)	794	1,017	946	915	1,297	1,146	1,280	1,384
YoY	10.4	28.1	-7.0	-3.2	41.7	-11.7	11.7	8.1
완제 매출 (백만달러)	721	872	801	800	1,004	892	1,010	1,092
원/달러 평균 (원)	1,101	1,166	1,180	1,145	1,292	1,284	1,267	1,267
완제 생산량 (백만족)	57	71	79	63	71	69	69	71
완제 판매량 (백만족)	59	66	55	53	65	57	63	67
Turnover (판매량/생산량)	104	92	69	85	91	83	91	94
ASP (달러)	12.2	13.3	14.7	15.0	15.5	15.6	15.9	16.2
P 효과 (ASP YoY)	2.4	9.0	10.5	2.0	3.0	1.0	2.0	2.0
Q 효과 (판매량 YoY)	10.7	10.9	-16.9	-2.2	21.9	-12.0	11.0	6.0
반제품 매출 (B; 십억원)	67	129	129	131	163	117	127	137
YoY	86.6	91.2	0.7	1.4	23.9	-28.3	9.3	7.7
화승폴리텍	32	80	82	66	75	76	84	90
YoY	1,090.9	150.9	2.8	-19.5	12.8	2.0	10.0	8.0
내재화 비중	44.4	44.7	47.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7
내재화 합산 매출	57	145	157	129	145	148	163	176
기타 반제품 자회사	14	23	17	35	54	40	44	47
YoY	-7.1	65.6	-29.1	108.4	55.4	-25.0	8.0	7.0
의류 OEM (C; 십억원)					38	70	74	77
YoY						86.7	6.0	4.0

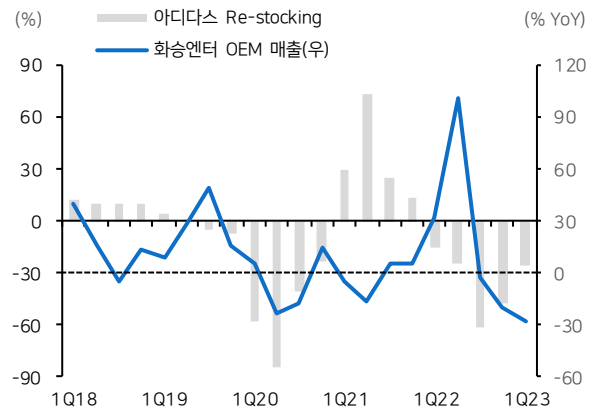
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 매출: 화승엔터프라이즈 vs. Yue Yuen



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림2 아디다스 Re-stocking vs. 화승엔터 OEM 매출



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

화승엔터프라이즈 (241590)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,138.6	1,654.0	1,457.6	1,610.5	1,731.1
매출액증가율 (%)	2.0	45.3	-11.9	10.5	7.5
매출원가	1,022.1	1,454.8	1,285.5	1,387.9	1,486.5
매출총이익	116.5	199.2	172.1	222.7	244.6
판매관리비	109.4	146.4	139.8	143.3	151.4
영업이익	7.1	52.8	32.3	79.3	93.1
영업이익률	0.6	3.2	2.2	4.9	5.4
금융손익	-8.8	-14.4	-25.5	-21.5	-22.1
중속/관계기업손익	-0.6	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타영업외손익	4.4	-31.7	32.2	19.6	15.1
세전계속사업이익	2.2	6.5	38.8	77.2	85.9
법인세비용	9.0	14.0	7.0	13.9	15.5
당기순이익	-6.9	-7.5	31.8	63.3	70.5
지배주주지분 손이익	-6.5	-10.0	33.9	60.0	66.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-8.3	96.9	129.0	173.0	148.0
당기순이익(손실)	-6.9	-7.5	31.8	63.3	70.5
유형자산상각비	59.1	70.2	75.0	75.6	76.1
무형자산상각비	2.6	3.1	3.2	3.0	2.8
운전자본의 증감	-66.9	-11.5	32.9	31.1	-1.4
투자활동 현금흐름	-119.8	-206.2	-19.7	-81.1	-83.7
유형자산의증가(CAPEX)	-94.7	-131.2	-11.8	-81.4	-75.7
투자자산의감소(증가)	-2.7	-0.1	-1.3	0.0	-0.4
재무활동 현금흐름	47.5	118.4	-62.5	-43.8	-31.1
차입금의 증감	116.9	144.8	-34.4	-41.0	-28.4
자본의 증가	-0.8	4.1	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-72.8	10.2	49.2	48.1	33.1
기초현금	246.0	173.2	183.4	232.6	280.8
기말현금	173.2	183.4	232.6	280.8	313.9

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	697.6	757.4	847.6	863.8	924.6
현금및현금성자산	173.2	183.4	232.6	280.8	313.9
매출채권	122.8	109.6	113.9	107.1	110.3
재고자산	300.7	293.8	308.5	283.9	295.2
비유동자산	632.6	718.5	679.9	682.6	679.9
유형자산	497.4	567.0	526.7	532.5	532.1
무형자산	31.7	42.0	39.7	36.7	33.9
투자자산	9.2	9.1	10.0	10.0	10.5
자산총계	1,330.3	1,475.8	1,527.5	1,546.4	1,604.5
유동부채	695.4	778.1	783.6	765.9	770.9
매입채무	191.3	162.1	192.2	191.7	204.9
단기차입금	388.5	491.4	459.1	445.1	432.1
유동성장기부채	50.7	65.2	61.8	58.8	58.8
비유동부채	84.5	106.6	109.6	85.6	70.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	36.5	60.5	60.5	36.5	20.5
부채총계	779.8	884.7	893.2	851.5	841.8
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	165.7	169.8	169.9	169.9	169.9
기타포괄이익누계액	9.7	16.5	32.0	32.0	32.0
이익잉여금	179.2	169.2	197.7	254.9	319.0
비지배주주지분	13.9	53.7	52.7	56.1	59.8
자본총계	550.4	591.2	634.3	694.9	762.7

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	18,801	27,302	24,057	26,581	28,570
EPS(지배주주)	-108	-165	560	990	1,102
CFPS	1,086	2,193	2,166	2,960	3,073
EBITDAPS	1,136	2,082	1,825	2,607	2,839
BPS	8,858	8,870	9,599	10,544	11,601
DPS	45	45	45	45	45
배당수익률(%)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	-	-	16.1	9.1	8.2
PCR	15.5	4.2	4.2	3.0	2.9
PSR	0.9	0.3	0.4	0.3	0.3
PBR	1.9	1.0	0.9	0.9	0.8
EBITDA	68.8	126.1	110.6	158.0	172.0
EV/EBITDA	19.4	7.8	7.9	5.0	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.2	-1.9	6.1	9.8	9.9
EBITDA 이익률	6.0	7.6	7.6	9.8	9.9
부채비율	141.7	149.6	140.8	122.5	110.4
금융비용부담률	0.9	1.2	2.3	2.0	1.7
이자보상배율(x)	0.7	2.6	1.0	2.5	3.1
매출채권회전율(x)	9.7	14.2	13.0	14.6	15.9
재고자산회전율(x)	4.3	5.6	4.8	5.4	6.0

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 추천 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.28	산업분석	Buy	26,000	하누리	-33.8	-26.0	
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	-29.3	-24.7	
2023.04.17	기업브리프	Buy	11,000	하누리	-28.6	-15.7	
2023.07.05	기업브리프	Buy	12,000	하누리	-	-	