

2023. 1. 13



▲ 화장품/의류

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

**Buy**

**적정주가 (12개월) 13,000 원**

**현재주가 (1.12) 9,880 원**

**상승여력 31.6%**

KOSPI	2,365.10pt
시가총액	5,986억원
발행주식수	6,059만주
유동주식비율	28.05%
외국인비중	4.69%
52주 최고/최저가	17,100원/8,620원
평균거래대금	27.9억원

**주요주주(%)**

화승인더스트리 외 5인	71.95
국민연금공단	8.58

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.6	-10.6	-35.6
상대주가	6.9	-12.4	-19.1

**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
2022E	1,672.2	68.4	35.2	582	흑전	10,367	15.9	0.9	7.0	6.1	141.9
2023E	1,739.8	87.5	66.4	1,096	71.1	11,413	9.0	0.9	5.6	10.1	124.5
2024E	1,776.4	93.6	71.2	1,175	7.2	12,538	8.4	0.8	5.0	9.8	111.6

# 화승엔터프라이즈 241590

## 4Q22E Preview: 기저 효과

- ✓ 4Q22E 매출액 4,043억원(+20%), 영업이익 199억원(+1,119%, OPM 5%)
- ✓ 화승엔터: 베트남 공정 재개, 달러 강세(평균 환율 +15%), 수출 개선(원가율 -3%p)
- ✓ 아디다스: 재고 증가 및 판매 둔화(3Q22 재고자산 역대 최고, 회전을 하락세 지속)
- ✓ 아디다스 매출 성장 축소 전망(3Q22 +25%, 4Q22E +6%, 1Q23E Flat)
- ✓ 수익성 눈높이 하향 조정 및 아디다스 가이드스 확인 후 매수 대응 추천

### 4Q22E 기저 효과

화승엔터프라이즈는 2022년 4분기 매출액 4,043억원(+20.0% YoY; 이하 YoY), 영업이익 199억원(+1,119%, OPM 4.9%), 순이익 150억원(흑전)을 기록할 전망이다. 베트남 록다운 영향 제거로 증익 폭이 크겠다.

**[화승엔터]** CAPA 증설(3Q22 완제품 CAPA 2,351만족, vs. 3Q21 대비 +30.9%, 4Q21 대비 +2.0%)에 베트남 공정 재개가 더해지면서, 견조한 성과를 실현하겠다(달러 매출액: 4Q22E +5.5%), 가동률 상승(원가율 -3.0%p)과 일회성 비용 제거(판관비율 -1.4%p) 및 달러 강세(+14.7%)로 수익성 개선이 두드러질 것으로 본다(영업이익: 4Q22E 199억원 vs. 4Q21 16억원).

**[아디다스]** 재고 부담은 높은데, 판매 성과는 둔화된다. 3Q22 재고자산은 역대 최대 수준인 63억유로(+72.4% YoY, +15.2% QoQ)로 2019년 평분기 대비 73% 높다. 재고자산회전율이 최초로 4개 분기 연속 역신장하고 있기도 하다(회전율 QoQ: 4Q21 -10.2%, 1Q22 -7.4%, 2Q22 -10.0%, 3Q22 -2.7%; 3Q22 1.1회로 2020년 코로나 시기 평균 대비 +10%). 가장 큰 문제는 성장률이 약화되는 점이다(매출액: 3Q22 +24.7%, 4Q22E +6.4%, 1Q23E Flat, 2021년 +15.2%, 2022E +8.2%, 2023E +4.7%).

### 투자 의견 Buy 및 적정주가 13,000원 제시

전방 상황이 녹록하지 못하다. 경쟁사 매출 또한 역신장 전환했다(Yue Yuen: 4Q22 -2.0%, 10월 +22.9%, 11월 -2.8%, 12월 -20.5%). 신규 성장 동력(증설 및 인수합병)으로 외형 확대를 도모하고 있으나, 기존 사업 대비 저마진 구조다. 환율 약세도 부담이다. 수익성에 대한 눈높이 조정(영업이익 2023E -22% 하향)과 아디다스 2023E 실적 가이드스(3월 8일 4Q22 실적 발표) 확인까지 주가는 지지부진하겠다.

(십억원)	4Q22E	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	404.3	336.8	20.0	439.2	-7.9	451.5	-10.5
영업이익	19.9	1.6	1,119.0	15.5	27.8	23.2	-14.4
순이익	15.0	-4.9	흑전	4.4	239.6	14.9	0.7
영업이익률(%)	4.9	0.5	4.4	3.5	1.4	5.1	-0.2

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1672.2	1739.8	1,702.4	1,954.7	-1.8	-11.0	1,702.0	2,021.5
영업이익	68.4	87.5	74.2	121.7	-7.8	-28.1	72.1	111.6
순이익	35.2	66.4	35.8	82.5	-1.6	-19.5	37.9	70.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	1,103	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	12	Fengtay 및 Yue Yuen Peer 12개월 선행 PER 평균 값 적용
<b>적정주가 (원)</b>	<b>13,000</b>	반내림
현재주가 (원)	9,880	
상승여력 (%)	31.6	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>303.1</b>	<b>303.8</b>	<b>194.9</b>	<b>336.8</b>	<b>376.3</b>	<b>452.4</b>	<b>439.2</b>	<b>404.3</b>	<b>1,138.6</b>	<b>1,672.2</b>	<b>1,739.8</b>
OEM	283.8	262.0	185.4	315.2	323.3	389.3	430.6	381.5	1,046.4	1,524.8	1,587.9
기타	19.3	41.8	9.5	21.6	53.1	63.0	8.5	22.8	92.1	147.4	151.9
<b>영업이익</b>	<b>11.1</b>	<b>12.0</b>	<b>-17.6</b>	<b>1.6</b>	<b>6.9</b>	<b>26.1</b>	<b>15.5</b>	<b>19.9</b>	<b>7.1</b>	<b>68.4</b>	<b>87.5</b>
영업이익률	3.7	4.0	-9.0	0.5	1.8	5.8	3.5	4.9	0.6	4.1	5.0
OEM	8.4	9.8	-15.7	1.1	5.4	23.2	17.1	18.8	3.6	64.4	84.6
기타	2.7	2.2	-2.0	0.6	1.5	2.9	-1.6	1.1	3.5	3.9	2.9
<b>순이익</b>	<b>4.4</b>	<b>9.7</b>	<b>-15.7</b>	<b>-4.9</b>	<b>3.5</b>	<b>12.4</b>	<b>4.4</b>	<b>15.0</b>	<b>-6.5</b>	<b>35.2</b>	<b>66.4</b>
순이익률	1.4	3.2	-8.0	-1.5	0.9	2.7	1.0	3.7	-0.6	2.1	3.8
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>6.6</b>	<b>-0.8</b>	<b>-14.7</b>	<b>13.5</b>	<b>24.2</b>	<b>48.9</b>	<b>125.4</b>	<b>20.0</b>	<b>2.0</b>	<b>46.9</b>	<b>4.0</b>
OEM	7.1	-13.1	-18.7	12.2	13.9	48.6	132.3	21.1	-2.7	45.7	4.1
기타	-0.3	747.1	2,137.6	35.7	175.2	50.9	-9.8	5.3	126.8	60.0	3.0
<b>영업이익</b>	<b>-38.9</b>	<b>2.8</b>	<b>적전</b>	<b>-93.1</b>	<b>-38.1</b>	<b>117.5</b>	<b>흑전</b>	<b>1,119.0</b>	<b>-88.6</b>	<b>863.0</b>	<b>28.0</b>
영업이익률	-2.7	0.1	-13.0	-7.5	-1.8	1.8	12.6	4.4	-5.0	3.5	0.9
OEM	-49.2	-17.1	적전	-95.2	-36.3	136.7	흑전	1,676.9	-93.9	1,684.7	31.3
기타	71.6	흑전	-194.4	-0.7	-44.0	32.9	0.2	0.9	12.8	12.4	-27.1
<b>순이익</b>	<b>흑전</b>	<b>-48.8</b>	<b>적전</b>	<b>적전</b>	<b>-20.1</b>	<b>27.6</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>적전</b>	<b>흑전</b>	<b>88.4</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>1,115.8</b>	<b>1,138.6</b>	<b>1,672.2</b>	<b>1,739.8</b>	<b>1,776.4</b>
매출액증가율 (%)	-7.1	2.0	46.9	4.0	2.1
매출원가	955.9	1,022.1	1,468.0	1,508.1	1,537.8
매출총이익	159.9	116.5	204.2	231.7	238.6
판매관리비	97.4	109.4	135.9	144.2	145.0
<b>영업이익</b>	<b>62.5</b>	<b>7.1</b>	<b>68.4</b>	<b>87.5</b>	<b>93.6</b>
영업이익률	5.6	0.6	4.1	5.0	5.3
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	-20.6	10.6	10.9
세전계속사업이익	48.7	2.2	48.9	83.7	89.7
법인세비용	7.2	9.0	8.8	15.1	16.2
<b>당기순이익</b>	<b>41.5</b>	<b>-6.9</b>	<b>40.1</b>	<b>68.7</b>	<b>73.6</b>
지배주주지분 순이익	40.1	-6.5	35.2	66.4	71.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>77.7</b>	<b>-8.3</b>	<b>168.4</b>	<b>161.1</b>	<b>148.1</b>
당기순이익(손실)	41.5	-6.9	40.1	68.7	73.6
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	37.3	6.4	-9.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-100.9</b>	<b>-119.8</b>	<b>-212.9</b>	<b>-63.6</b>	<b>-67.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-83.3	-94.7	-175.7	-65.0	-65.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-2.7	-0.3	0.2	-0.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>202.4</b>	<b>47.5</b>	<b>101.0</b>	<b>-33.2</b>	<b>-32.8</b>
차입금의 증감	35.8	116.9	184.9	-30.1	-29.8
자본의 증가	0.0	-0.8	4.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	174.4	-72.8	73.4	64.3	48.2
기초현금	71.7	246.0	173.2	246.6	310.9
기말현금	246.0	173.2	246.6	310.9	359.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>633.0</b>	<b>697.6</b>	<b>811.5</b>	<b>860.6</b>	<b>930.8</b>
현금및현금성자산	246.0	173.2	246.6	310.9	359.1
매출채권	112.8	122.8	130.2	126.7	131.8
재고자산	226.7	300.7	324.8	316.0	328.7
<b>비유동자산</b>	<b>522.0</b>	<b>632.6</b>	<b>852.5</b>	<b>831.3</b>	<b>812.9</b>
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	9.3	9.2	9.4
<b>자산총계</b>	<b>1,155.0</b>	<b>1,330.3</b>	<b>1,664.0</b>	<b>1,691.9</b>	<b>1,743.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>560.5</b>	<b>695.4</b>	<b>850.1</b>	<b>815.9</b>	<b>799.2</b>
매입채무	158.5	191.3	200.8	195.4	203.3
단기차입금	284.1	388.5	516.0	492.0	468.0
유동성장기부채	58.6	50.7	69.3	66.3	63.3
<b>비유동부채</b>	<b>57.0</b>	<b>84.5</b>	<b>126.1</b>	<b>122.5</b>	<b>120.4</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	28.6	36.5	66.3	63.3	60.3
<b>부채총계</b>	<b>617.5</b>	<b>779.8</b>	<b>976.2</b>	<b>938.4</b>	<b>919.6</b>
<b>자본금</b>	<b>30.3</b>	<b>30.3</b>	<b>30.3</b>	<b>30.3</b>	<b>30.3</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>166.5</b>	<b>165.7</b>	<b>169.8</b>	<b>169.8</b>	<b>169.8</b>
기타포괄이익누계액	-19.3	9.7	64.7	64.7	64.7
이익잉여금	188.8	179.2	211.7	275.1	343.2
비지배주주지분	19.6	13.9	59.7	62.0	64.4
<b>자본총계</b>	<b>537.5</b>	<b>550.4</b>	<b>687.9</b>	<b>753.5</b>	<b>824.0</b>

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	18,431	18,801	27,602	28,714	29,318
EPS(지배주주)	662	-108	582	1,096	1,175
CFPS	1,860	1,086	2,485	3,098	3,126
EBITDAPS	1,985	1,136	2,400	2,864	2,926
BPS	8,554	8,858	10,367	11,413	12,538
DPS	45	45	50	50	50
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	21.4	-156.6	15.9	9.0	8.4
PCR	7.6	15.5	3.7	3.2	3.2
PSR	0.8	0.9	0.3	0.3	0.3
PBR	1.7	1.9	0.9	0.9	0.8
EBITDA	120.1	68.8	145.4	173.5	177.3
EV/EBITDA	8.4	19.4	7.0	5.6	5.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.3	-1.2	6.1	10.1	9.8
EBITDA 이익률	10.8	6.0	8.7	10.0	10.0
부채비율	114.9	141.7	141.9	124.5	111.6
금융비용부담률	1.2	0.9	1.1	1.3	1.3
이자보상배율(x)	4.8	0.7	3.7	3.7	4.2
매출채권회전율(x)	8.9	9.7	13.2	13.5	13.7
재고자산회전율(x)	5.0	4.3	5.3	5.4	5.5

**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 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)	

**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)	
2020.11.19	산업분석	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	-30.4	-22.2	
2022.10.11	기업브리프	Buy	16,000	하누리	-39.5	-33.4	
2022.11.09	산업분석	Buy	13,000	하누리	-	-	