

2024. 5. 16



▲ 화장품/의류

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **12,000 원**

현재주가 (5.14) **9,080 원**

상승여력 **32.2%**

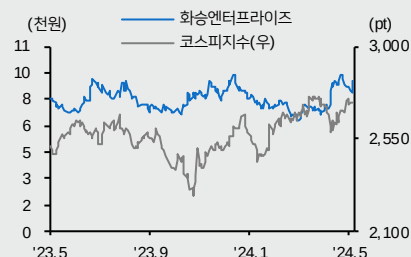
KOSPI	2,730.34pt
시가총액	5,502억원
발행주식수	6,059만주
유동주식비율	28.05%
외국인비중	5.64%
52주 최고/최저가	9,480원/6,660원
평균거래대금	40.5억원

주요주주(%)

화승인더스트리 외 5 인 71.95

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.5	10.3	14.6
상대주가	20.4	-1.7	3.9

주가그래프



화승엔터프라이즈 241590

1Q24 Review: 턴어라운드

- ✓ 매출액 3,454억원 (+13%), 영업이익 53억원 (흑전, OPM 2%)
- ✓ 화승엔터: 저가 수요 집중 → 믹스 훼손 (ASP -25% vs. 생산수량 +27%)
- ✓ Adidas: 판매 회복 (매출 +4%) & 재고 축소 (재고자산 -22%)
- ✓ Adidas 빅바스성 재고 밀어내기 및 B2B 채널 조정 완료
- ✓ 실적 턴어라운드 본격화, 고객사 Adidas 및 경쟁사 Yue Yuen 주가 동조화 기대

1Q24 믹스 훼손

화승엔터프라이즈는 2024년 1분기 매출액 3,454억원 (+13.1% YoY; 이하 YoY), 영업이익 53억원 (흑전), 순손실 -15억원 (적전; 외환거래이익 1Q24 53억원 vs. 1Q23 232억원)으로, 기대에 못 미쳤다 (컨센서스 대비: 매출액 -2.0%, 영업이익 -40.5%). 제품 믹스 훼손 (ASP \$12.5/-24.8% vs. 생산수량 1,831만족/+27.4%)과 반제품 공정 차질 (반제품 매출액 -34.6%)이 주효했다.

신발도 립스틱 효과다. 수주 대부분이 저가형에 집중되면서, 완제품 판가 하락 (달러 \$12.5/-24.8%, 원화 16,657원/-21.7%)과 반제품 (고단가 부스트용) 주문 축소가 불가피했다. 베트남 법인 (저가 완제품 공장 및 반제품 공장 집중) 적자가 심화된 배경이기도 하다 (순손실: 1Q24 -236억원 vs. 1Q23 -142억원; 베트남 신발 공장 8개사 단순 합산).

Adidas가 회복한다. 1Q24 매출은 54.6억유로 (+3.5%; 6개 분기 만에 성장 전환)로 증가, 재고자산은 44.3억유로 (-22.0%)로 감소했다. Re-stocking 정도가 +25.5%p로 확대되었고, 재고자산회전율이 1.2회로 상승하기도 했다. 빅바스성 재고 밀어내기 와 D2C 강화 목적 B2B 채널 조정이 완료 수순에 들어섰다는 판단이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 12,000원 제시

먹구름 걷힌다. Adidas의 재고 비축이 본격화될 전망이다. 1Q24를 시작으로 수주 증가가 시작, 분기가 거듭될수록 개선되겠다 (달러 매출: 1Q24 +7.6%, 2Q24E +14.0%, 3Q24E +24.9% 4Q24E +29.1%). 고객사 Adidas와 경쟁사 Yue Yuen (1위 벤더사) 모두 크게 반등한 바, 주가 동조화 차원에서도 모멘텀은 충분하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,654.0	52.8	-10.0	-165	적지	8,870	-	1.0	7.8	-1.9	149.6
2023	1,213.8	13.0	-26.3	-434	적지	8,485	-	1.0	11.1	-5.0	143.2
2024E	1,451.8	64.5	43.0	709	흑전	9,150	12.8	1.0	7.1	8.0	135.8
2025E	1,556.9	83.1	58.4	964	35.9	10,069	9.4	0.9	5.8	10.0	125.2
2026E	1,649.1	101.0	73.3	1,210	25.6	11,234	7.5	0.8	5.0	11.4	120.8

표1 화승엔터프라이즈 1Q24 실적 Review

(십억원)	1Q24	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	345.4	305.4	13.1	325.2	6.2	352.4	-2.0	337.0	2.5
영업이익	5.3	-1.0	흑전	8.0	-33.3	9.0	-40.5	9.1	-41.6
순이익	-1.5	1.9	적전	-7.0	적지	4.3	적전	5.6	적전
영업이익률(%)	1.5	-0.3	1.9	2.5	-0.9	2.5	-1.0	2.7	-1.2

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

표2 화승엔터프라이즈 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,451.8	1,556.8	1,434.8	1,526.2	1.2	2.0	1,477.8	1,661.4
영업이익	64.5	83.1	63.1	80.2	2.1	3.7	63.8	86.0
순이익	43.0	58.4	41.8	55.8	2.8	4.6	34.6	49.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 화승엔터프라이즈 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	816	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	15	Fengtay 및 Yue Yuen 12개월 선행 PER 평균 값 적용
적정주가 (원)	12,000	
현재주가 (원)	9,080	
상승여력 (%)	32.2	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

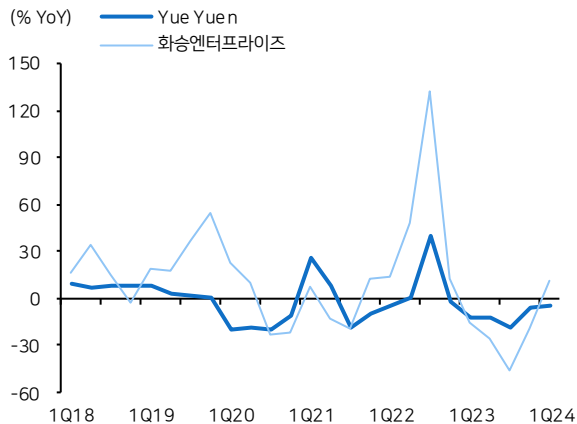
(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	345.4	371.1	325.4	409.9	368.6	397.3	350.3	440.7	1,213.8	1,451.8	1,556.8
OEM	307.2	333.8	291.3	368.1	329.3	358.8	315.1	397.6	1,083.3	1,300.4	1,400.9
기타	38.2	37.3	34.1	41.8	39.3	38.5	35.1	43.1	130.5	151.4	155.9
영업이익	5.3	13.4	18.3	27.5	13.4	18.5	20.4	30.8	13.0	64.5	83.1
영업이익률	1.5	3.6	5.6	6.7	3.6	4.6	5.8	7.0	1.1	4.4	5.3
OEM	3.7	12.6	14.2	27.5	11.5	17.1	16.0	30.3	10.2	57.9	74.9
기타	1.6	0.8	4.1	0.0	1.9	1.4	4.4	0.5	2.8	6.6	8.2
순이익	-1.5	8.4	12.8	23.3	5.6	12.3	14.9	25.7	-26.3	43.0	58.4
순이익률	-0.4	2.3	3.9	5.7	1.5	3.1	4.2	5.8	-2.2	3.0	3.8
(% YoY)											
매출액	13.1	15.3	24.5	26.0	6.7	7.1	7.6	7.5	-26.6	19.6	7.2
OEM(원화)	12.0	15.2	25.6	28.0	7.2	7.5	8.2	8.0	-27.7	20.0	7.7
OEM(달러)	7.6	14.0	24.9	29.1	8.8	9.1	9.0	8.0	-28.5	18.6	8.8
기타	22.3	16.0	16.0	10.8	3.0	3.0	3.0	3.0	-16.6	16.0	3.0
영업이익	흑전	76.9	흑전	243.6	152.2	37.6	11.9	12.1	-75.5	397.4	28.9
영업이익률	1.9	1.3	6.2	4.2	2.1	1.0	0.2	0.3	-2.1	3.4	0.9
OEM	흑전	69.1	흑전	342.8	2.1	36.1	0.1	10.2	-79.8	468.8	29.3
기타	흑전	461.8	330.8	-1.0	0.2	60.9	9.2	57.6	0.2	1.4	0.3
순이익	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	46.2	15.9	10.4	적지	흑전	35.9

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

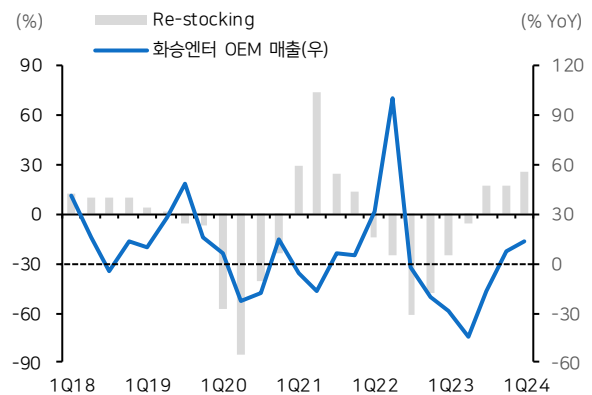
표5 화승엔터프라이즈 부문별 매출 추정

(십억원, %)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
OEM (A) + (B) + (C)	861	1,146	1,075	1,046	1,497	1,083	1,300	1,401
유통	18	56	41	92	157	131	151	156
연결 매출	879	1,202	1,116	1,139	1,654	1,214	1,452	1,557
YoY	14.4	36.7	-7.1	2.0	45.3	-26.6	19.6	7.2
완제 매출 (A; 십억원)	794	1,017	946	915	1,297	982	1,185	1,274
YoY	10.4	28.1	-7.0	-3.2	41.7	-24.3	20.6	7.5
완제 매출 (백만달러)	721	872	801	800	1,004	752	896	973
원/달러 평균 (원)	1,101	1,166	1,180	1,145	1,292	1,306	1,322	1,309
완제 생산량 (백만족)	57	71	79	63	71	57	64	69
완제 판매량 (백만족)	60	72	55	53	65	49	57	62
Turnover (판매량/생산량)	104	101	69	85	91	·	90	90
ASP (달러)	12.1	12.1	14.7	15.0	15.5	15.5	15.6	15.7
P 효과 (ASP YoY)	1.7	0.1	21.2	2.0	3.0	0.0	1.0	0.5
Q 효과 (판매량 YoY)	11.5	20.8	-24.2	-2.2	21.9	-25.1	18.0	8.0
반제품 매출 (B; 십억원)	67	129	129	131	163	35	44	52
YoY	86.6	91.2	0.7	1.4	23.9	-78.5	25.7	18.1
화승폴리텍	32	80	82	66	75	14	17	19
YoY	1,090.9	150.9	2.8	-19.5	12.8	-81.2	20.0	15.0
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	27	33	38
기타 반제품 자회사	35	49	47	62	89	21	27	33
YoY	6.3	39.9	-3.4	31.5	42.5	-76.6	30.0	20.0
의류 OEM (C; 십억원)					38	66	71	75
YoY						75.9	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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,654.0	1,213.8	1,451.8	1,556.9	1,649.1
매출액증가율(%)	45.3	-26.6	19.6	7.2	5.9
매출원가	1,454.8	1,050.5	1,224.0	1,305.1	1,376.7
매출총이익	199.2	163.3	227.8	251.8	272.4
판매관리비	146.4	150.4	163.3	168.7	171.4
영업이익	52.8	13.0	64.5	83.1	101.0
영업이익률(%)	3.2	1.1	4.4	5.3	6.1
금융손익	-14.4	-26.8	-12.4	-10.2	-8.1
종속/관계기업손익	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	-31.7	-4.7	1.0	-0.9	-2.5
세전계속사업이익	6.5	-18.6	53.0	72.0	90.4
법인세비용	14.0	6.6	9.5	13.0	16.3
당기순이익	-7.5	-25.3	43.5	59.0	74.1
지배주주지분 순이익	-10.0	-26.3	43.0	58.4	73.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	96.9	59.1	170.5	123.5	98.9
당기순이익(손실)	-7.5	-25.3	43.5	59.0	74.1
유형자산상각비	70.2	67.5	57.4	59.8	61.1
무형자산상각비	3.1	3.5	3.6	3.3	3.0
운전자본의 증감	-11.5	14.7	66.1	1.3	-39.3
투자활동 현금흐름	-206.2	-55.9	-107.8	-85.3	-107.0
유형자산의증가(CAPEX)	-131.2	-54.3	-81.4	-75.7	-72.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-0.1	-1.4	-0.5	-1.8
재무활동 현금흐름	118.4	-66.7	-42.8	-15.4	-17.5
차입금의 증감	144.8	-60.3	-40.1	-12.7	-14.8
자본의 증가	4.1	-0.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	10.2	-62.2	19.9	22.8	-25.6
기초현금	173.2	183.4	121.3	141.2	164.0
기말현금	183.4	121.3	141.2	164.0	138.4

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	757.4	646.6	679.5	729.7	848.2
현금및현금성자산	183.4	121.3	141.1	164.0	138.4
매출채권	109.6	106.8	100.4	103.4	129.8
재고자산	293.8	263.0	242.0	251.6	315.7
비유동자산	718.5	714.0	735.7	748.8	758.6
유형자산	567.0	565.2	589.2	605.1	616.1
무형자산	42.0	41.2	37.6	34.3	31.3
투자자산	9.1	9.1	10.5	11.0	12.8
자산총계	1,475.8	1,360.6	1,415.2	1,478.6	1,606.8
유동부채	778.1	718.8	752.3	757.7	808.7
매입채무	162.1	144.5	182.1	195.8	245.7
단기차입금	491.4	457.1	443.1	430.1	414.1
유동성장기부채	65.2	67.6	64.6	64.6	64.6
비유동부채	106.6	82.4	62.8	64.4	70.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.5	39.1	15.1	15.1	15.1
부채총계	884.7	801.2	815.2	822.2	879.0
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	169.8	169.2	169.2	169.2	169.2
기타포괄이익누계액	16.5	22.6	22.6	22.6	22.6
이익잉여금	169.2	140.2	180.5	236.2	306.8
비지배주주지분	53.7	45.3	45.7	46.4	47.2
자본총계	591.2	559.4	600.1	656.4	727.8

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	27,302	20,034	23,961	25,695	27,218
EPS(지배주주)	-165	-434	709	964	1,210
CFPS	2,193	1,372	2,353	2,680	2,980
EBITDAPS	2,082	1,386	2,071	2,413	2,724
BPS	8,870	8,485	9,150	10,069	11,234
DPS	45	45	45	45	45
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	-	-	12.8	9.4	7.5
PCR	4.2	6.2	3.9	3.4	3.0
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EBITDA(십억원)	126.1	84.0	125.5	146.2	165.1
EV/EBITDA	7.8	11.1	7.1	5.8	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.9	-5.0	8.0	10.0	11.4
EBITDA 이익률	7.6	6.9	8.6	9.4	10.0
부채비율	149.6	143.2	135.8	125.2	120.8
금융비용부담률	1.2	3.0	2.0	1.8	1.7
이자보상배율(x)	2.6	0.4	2.2	2.9	3.7
매출채권회전율(x)	14.2	11.2	14.0	15.3	14.1
재고자산회전율(x)	5.6	4.4	5.8	6.3	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 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 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	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 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)	
2022.05.16	기업브리프	Buy	21,000	하누리	-34.2 -20.7	
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	Indepth	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	-29.0 -24.0	
2023.08.14	기업브리프	Buy	11,000	하누리	-31.1 -23.1	
2023.10.12	기업브리프	Buy	10,000	하누리	-20.9 -5.3	
2024.04.17	기업브리프	Buy	11,000	하누리	-19.0 -13.8	
2024.05.16	기업브리프	Buy	12,000	하누리	- -	