

# 화승 엔터프라이즈 (241590)

유정현

junghyunyu@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월

**14,000**

유지

현재주가

**8,120**

(24.08.13)

섬유복합종

## 2019년 수준으로 정상화

- 2분기 정상 가동, 비용 요인들 제거되며 서프라이즈 기록
- 아디다스 24년 가이드نس 재차 상향. 신발 OEM 업황 호조세 지속
- 3분기는 비수기임에도 2분기 보다 이익 규모 더 클 것으로 전망

### 투자의견 BUY와 목표주가 14,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 14,000원(12개월 Forward 기준 P/E 10배) 유지

2분기 영업이익 188억원은 코로나 이전인 2019년 2분기 영업이익 174억원과 유사한 수준. 당시에 아디다스 증설 계획에 따라 ASC 라인 확충으로 실적 이분기별로 가파르게 개선되던 때였는데 2024-2025년에 유사한 상황 되풀이 될 것으로 전망. 3분기는 전통적으로 비수기이나, 올해는 생산 capa 증설 후 가동을 상승이 이어지며 실적 개선이 뒤따르고 있어 3분기 이익 규모가 2분기를 넘어설 것으로 예상

지난 7월 아디다스의 2분기 실적 발표에서 2024년 영업이익 가이드نس를 한번 더 상향 조정함(7억유로에서 10억유로로 상향). 동사의 글로벌 peer들도 호실적을 기록하며 가이드نس 상향 조정하는 등 신발 OEM 업계의 회복세 뚜렷

지난 2023년 아디다스의 재고 감축 계획으로 아디다스의 운동화 생산량이 yoy 27% 감소하며 코로나 때 보다도 적은 생산량을 기록. 이 때문에 동사는 지난 해 가동을 저하에 따른 실적 악화가 불가피했음. 그러나 올해는 스니커즈 업계 호전 및 아디다스의 낮아진 재고 레벨 영향으로 생산이 다시 증가하는 상황. 이에 따라 동사의 실적 흐름은 상저하고를 보일 것으로 예상되며 주가도 이와 같은 흐름을 보일 것으로 전망됨

### 2Q24 Review: 정상화

2분기 매출액과 영업이익은 각각 3,917억원(+22%, yoy), 188억원(+148%, yoy) 기록. 2분기 정상 가동율(98% 수준)이 유지되면서 지난 분기까지 유류 설비 가동 ramp-up 과정에서 인건비 증가, 불용 원부자재 관련 비용 등 가동 초기에 발생했던 소소한 비용들이 2분기부터 소멸되며 당사 추정치와 컨센서스를 상회하는 서프라이즈 기록

(단위: 십억원, %)

구분	2Q23	1Q24	2Q24				3Q24			
			직전추정	확정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	322	345	363	392	21.7	13.4	379	371	42.1	-5.2
영업이익	8	5	15	19	147.7	235.2	16	23	흑전	30.5
순이익	-4	-1	12	6	흑전	흑전	9	16	흑전	176.9

자료: 화승엔터, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

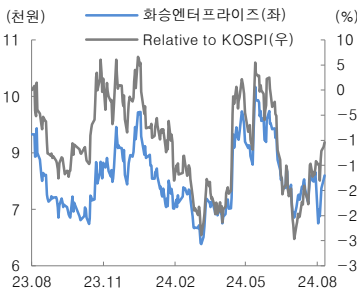
(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,654	1,214	1,597	1,976	2,047
영업이익	53	13	76	114	132
세전순이익	6	-19	75	120	138
총당기순이익	-8	-25	58	93	108
지배지분순이익	-10	-26	58	92	107
EPS	-165	-434	950	1,525	1,759
PER	NA	NA	9.2	5.7	5.0
BPS	8,871	8,485	9,572	11,239	13,209
PBR	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6
ROE	-1.9	-5.0	10.5	14.7	14.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

KOSPI	2621.5
시가총액	492십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	10,000원 / 6,660원
120일 평균거래대금	39억원
외국인지분율	6.65%
주요주주	화승인더스트리 외 4 인 68.65%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.8	-2.8	5.9	-5.6
상대수익률	16.4	1.2	7.0	-6.7



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,540	1,976	1,597	1,976	3.7	0.0
영업이익	71	114	76	114	6.6	0.0
지배지분순이익	54	92	58	92	6.7	0.0
영업이익률	4.6	5.8	4.7	5.8		
순이익률	3.5	4.7	3.6	4.7		

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

표 1. 화승엔터 실적 추이 및 전망

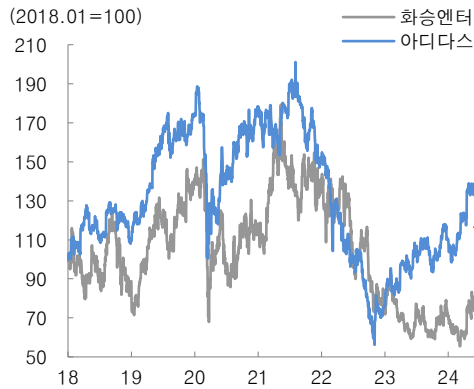
(단위: 십억원, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	305	322	261	324	345	392	359	472	1,214	1,597	1,976
영업이익	-1	8	-2	8	5	19	23	28	13	77	114
영업이익률	-0.3	2.4	-0.6	2.5	1.5	4.8	6.3	6.0	1.1	4.8	5.8
YoY											
매출액	-18.8	-28.8	-40.5	-15.8	13.1	21.7	37.4	45.2	-26.6	31.6	23.7
영업이익	적전	-71.0	적전	86.2	흑전	147.6	흑전	254.6	-75.5	492.0	48.4

주: K-IFRS 연결기준

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

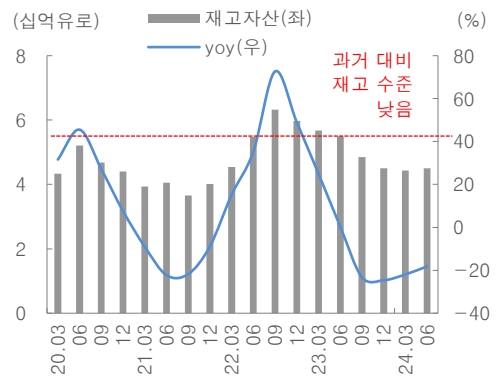
그림 1. Adidas vs. 화승엔터 주가



주: 2018.01=100 기준으로 산출

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. Adidas 재고 추이



자료: 아디다스, 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

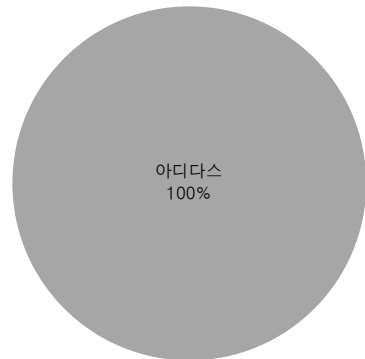
- 아디다스를 주 고객사로 하는 신발 ODM 업체
- 대주주인 화승인더스트리의 지분율이 74%로 유동성이 떨어지는 점을 개선하고자 2018년 5월 무상증자를 단행한 바 있음
- 자산 1조 3,601억원, 부채 8,012억원, 자본 5,594억원
- 발행주식 수: 60,566,577주

### 주가 변동요인

- 원/달러 환율
- 고객사인 아디다스 실적

주: 자산 규모는 2023년 12월 말 기준  
 자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

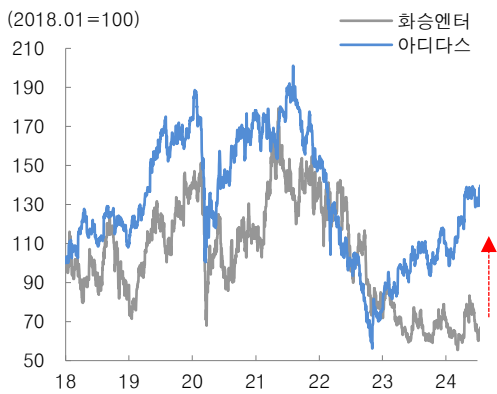
### 고객사 매출 비중 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

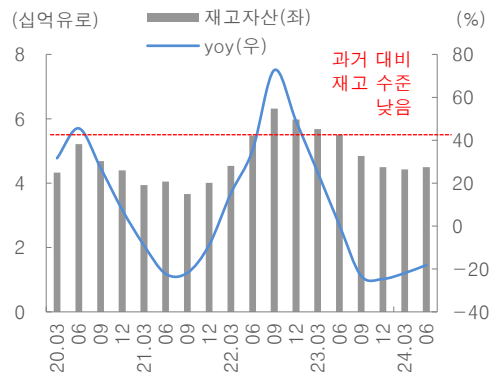
## 2. Earnings Driver

### 아디다스 & 화승엔터프라이즈 주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 아디다스 재고 추이



자료: 아디다스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,654	1,214	1,597	1,976	2,047
매출원가	1,455	1,050	1,365	1,685	1,731
매출총이익	199	163	232	292	317
판매비와관리비	146	150	156	178	184
영업이익	53	13	76	114	132
영업이익률	3.2	1.1	4.7	5.8	6.5
EBITDA	126	84	143	178	194
영업외손익	-46	-32	-1	6	6
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	17	13	11	4	4
외환관련이익	30	25	12	12	12
금융비용	-31	-40	-15	-1	-1
외환관련손실	10	3	1	1	1
기타	-32	-5	3	3	3
법인세비용차감전순손익	6	-19	75	120	138
법인세비용	-14	-7	-16	-26	-30
계속사업순손익	-8	-25	58	93	108
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-8	-25	58	93	108
당기순이익률	-0.5	-2.1	3.6	4.7	5.3
비배분순이익	2	1	1	1	1
지배분순이익	-10	-26	58	92	107
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	1	1	1	1
포괄순이익	1	-19	64	99	114
비배분포괄이익	2	1	1	1	1
지배분포괄이익	0	-20	64	98	113

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-165	-434	950	1,525	1,759
PER	NA	NA	92	5.7	5.0
BPS	8,871	8,485	9,572	11,239	13,209
PBR	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6
EBITDAPS	2,082	1,386	2,359	2,944	3,208
EV/EBITDA	7.8	11.3	6.7	4.6	3.1
SPS	27,302	20,034	26,359	32,618	33,791
PSR	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2
CFPS	2,193	1,372	2,541	3,126	3,391
DPS	45	45	45	45	45

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	45.3	-26.6	31.6	23.7	3.6
영업이익 증가율	6438	-75.5	484.9	50.2	16.1
순이익 증가율	적지	적지	흑전	60.6	15.3
수익성					
ROC	-7.3	2.0	6.4	9.3	11.6
ROA	3.8	0.9	5.5	7.8	8.2
ROE	-1.9	-5.0	10.5	14.7	14.4
안정성					
부채비율	149.6	143.2	118.6	107.3	95.4
순차입금비율	63.8	67.3	65.3	35.0	4.7
이자보상배율	2.6	0.4	5.5	0.0	0.0

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	757	647	693	874	1,062
현금및현금성자산	183	121	43	234	490
매출채권 및 기타채권	128	129	167	185	198
재고자산	294	263	346	329	256
기타유동자산	153	133	136	126	117
비유동자산	718	714	686	662	639
유형자산	567	565	546	529	515
관계기업투자금	5	5	5	5	5
기타비유동자산	146	144	135	127	120
자산총계	1,476	1,361	1,379	1,536	1,701
유동부채	778	719	660	702	732
매입채무 및 기타채무	201	187	176	195	200
차입금	491	457	480	504	529
유동성채무	65	68	2	2	2
기타유동부채	20	7	3	1	0
비유동부채	107	82	88	93	98
차입금	60	39	44	49	54
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	46	43	44	44	44
부채총계	885	801	748	795	830
자배지분	537	514	580	681	800
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	170	169	169	169	169
이익잉여금	169	140	198	287	391
기타지분변동	168	174	183	194	209
비배지분	54	45	51	60	70
자본총계	591	559	631	741	871
순차입금	377	376	412	260	41

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	97	59	-33	151	213
당기순이익	0	0	58	93	108
비현금항목의 가감	140	108	96	96	98
감가상각비	73	71	67	64	62
외환손익	35	-2	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	32	39	30	33	37
자산부채의 증감	-12	15	-164	-12	38
기타현금흐름	-32	-64	-23	-26	-30
투자활동 현금흐름	-206	-56	-48	-35	-36
투자자산	-47	2	0	0	0
유형자산	-122	-45	-45	-45	-45
기타	-37	-13	-3	10	9
재무활동 현금흐름	118	-67	-46	18	19
단기차입금	54	-41	23	24	25
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	52	5	5	5	5
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-3	-3	-3	-3	-3
기타	15	-28	-74	-8	-8
현금의 증감	10	-62	-78	190	257
기초 현금	173	183	121	43	234
기말 현금	183	121	43	234	490
NOPLAT	-61	18	59	89	103
FCF	-119	32	72	99	111

자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 화승엔터프라이즈(241590) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.08.16	24.06.25	24.06.03	24.05.16	24.05.06	24.03.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	11,000	11,000
과리율(평균%)	(41.12)	(36.58)	(33.36)	(33.36)	(28.44)	(29.81)
과리율(최대/최소%)		(30.57)	(30.57)	(30.57)	(9.09)	(13.82)

제시일자	24.02.23	24.01.03	23.12.26	23.12.19	23.12.02	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	11,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)	(36.12)	(44.35)	(39.07)	(41.46)	(41.75)	(42.10)
과리율(최대/최소%)	(30.91)	(40.50)	(37.57)	(32.36)	(32.43)	(33.79)

제시일자	23.11.15	23.10.04	23.08.13	23.06.26	23.05.11	23.04.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	18,000	18,000
과리율(평균%)	(42.10)	(42.53)	(41.91)	(38.54)	(51.79)	(49.53)
과리율(최대/최소%)	(33.79)	(33.79)	(33.79)	(33.79)	(38.72)	(38.72)

제시일자	23.01.04	22.11.14	22.11.05	22.09.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	18,000	21,000	21,000	21,000
과리율(평균%)	(47.40)	(51.94)	(49.69)	(49.05)
과리율(최대/최소%)	(38.72)	(33.33)	(33.33)	(33.33)

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240812)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.9%	6.1%	0.0%

#### 산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

#### 기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상