

화승
엔터프라이즈
(241590)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

16,000

상향

현재주가

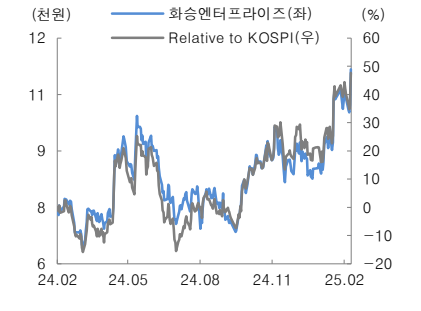
11,200

(25.02.13)

섬유의복업종

KOSPI	2583.17
시가총액	679십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	11,200원 / 6,660원
120일 평균거래대금	29억원
외국인지분율	5.83%
주요주주	화승인더스트리 외 3 인 68.65% 국민연금공단 6.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.6	24.4	37.9	46.0
상대수익률	14.3	16.4	40.0	49.8



이익 규모 본격 레벨업 시작

- 4분기 영업이익 393억원으로 당사 추정치 300억원을 대폭 상회
- 2025년 이익 규모 본격 레벨업 전망
- 신발 OEM 산업의 진입장벽 효과로 valuation 상승 전망

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 16,000원으로 상향(+14%)

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 16,000원(2025년 예상 P/E 기준 12 배)으로 14% 상향. 목표주가 상향은 예상보다 수익성 개선이 가파르게 나타나고 있는 점을 고려하여 2025년 실적을 상향 조정한데 따른 것

2024년말 가동률은 98% 수준으로 회사측에 따르면 2025년은 100% 이상 ~110%까지 상승할 것으로 전망. 이 경우 지금 보여주고 있는 효율 개선이 더 크게 나타날 것으로 보임. 동사의 고객사인 아디다스는 최근 발표한 지난 해 4분기 실적에서 매출액이 yoy 19% 급증하는 등 유례 없는 성장세를 보이면서 지난 해 지속됐던 턴어라운드 흐름이 가속화하는 상황. 올해 고환율 상황과 가동률 추가 상승에 따른 효율 개선이 지속되면서 진입 장벽 높은 신발 OEM 산업의 장점이 동사의 valuation 프리미엄을 정당화 시켜줄 것으로 예상

4Q24 Review: 이익 규모 본격 레벨업 시작

4분기 매출액과 영업이익은 각각 4,865억원(+50%, yoy), 393억원(+393%, yoy) 기록하며 영업이익이 당사 추정치와 시장 컨센서스를 대폭 상회

달러 기준 4분기 매출 성장률 42%를 기록. 오더 증가로 40%대 성장률이 이어지는 가운데 4분기 원/달러 환율이 yoy 6% 상승하며 성장에 기여. 2분기부터 가동률이 98%로 안착하며 공장 효율이 개선되는 가운데 4분기 40% 이상의 고성장으로 각종 비용을 부담이 크게 완화되면서 판관비율이 5.9%p 가장 낮아짐에 따라 영업이익이 분기 최대치를 기록. 참고로 이전 분기 영업 최고치는 코로나 이전, 설비 증설 전이었던 2019년 4분기에 334억원이었음

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24				1Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	325	386	410	486	49.6	26.0	442	478	38.5	-1.7
영업이익	8	19	30	39	392.3	105.9	29	24	349.0	-39.2
순이익	-7	8	19	21	흑전	169.8	19	17	흑전	-21.9

자료: 화승엔터, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,654	1,214	1,610	1,982	2,079
영업이익	53	13	83	116	135
세전순이익	6	-19	41	104	131
총당기순이익	-8	-25	34	81	102
지배지분순이익	-10	-26	34	80	101
EPS	-165	-434	561	1,329	1,672
PER	NA	NA	15.4	6.6	5.2
BPS	8,871	8,485	9,138	10,609	12,492
PBR	1.0	1.0	1.2	1.1	0.9
ROE	-1.9	-5.0	6.4	13.5	14.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,534	1,900	1,610	1,982	5.0	4.3
영업이익	73	106	83	116	13.5	8.5
지배지분순이익	32	69	34	80	6.3	14.1
영업이익률	4.7	5.6	5.1	5.8		
순이익률	2.1	3.6	2.1	4.1		

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

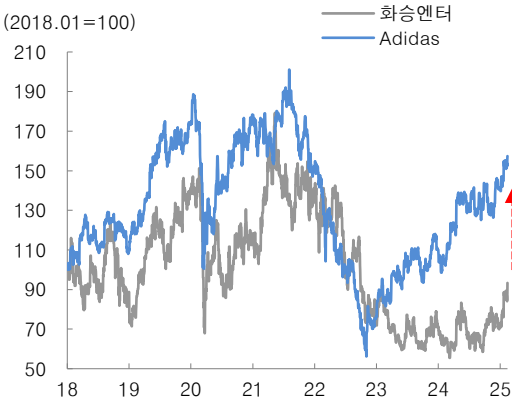
표 1. 화승엔터 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	305	322	261	324	345	392	386	486	1,214	1,610	1,982
영업이익	-1	8	-2	8	5	19	19	39	13	83	116
영업이익률	-0.3	2.4	-0.6	2.5	1.5	4.8	5.0	8.1	1.1	5.1	5.8
YOY											
매출액	-18.8	-28.8	-40.5	-15.8	13.1	21.7	47.8	49.6	-26.6	32.6	23.1
영업이익	적전	-71.0	적전	86.2	흑전	147.6	흑전	392.6	-75.5	537.0	40.3

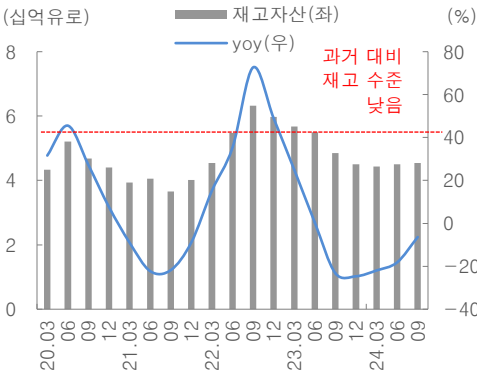
주: K-IFRS 연결기준
자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

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

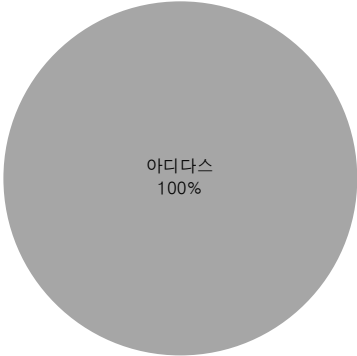
- 아디다스를 주 고객사로 하는 신발 ODM 업체
- 대주주인 화승인더스트리의 지분율이 74%로 유동성이 떨어지는 점을 개선하고자 2018년 5월 무상증자를 단행한 바 있음
- 자산 1조 3,601억원, 부채 8,012억원, 자본 5,594억원
- 발행주식 수: 60,566,577주

주가 변동요인

- 원/달러 환율
- 고객사인 아디다스 실적

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

고객사 매출 비중 추이

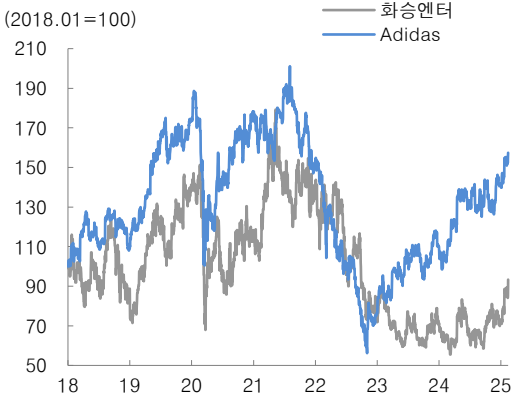


아디다스
100%

자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

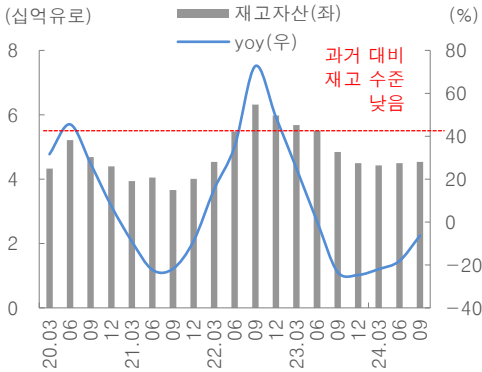
2. Earnings Driver

아디다스 & 화승엔터프라이즈 주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Adidas 재고 추이



(십억 원)

재고자산 (좌)

yoy (우)

과거 대비 재고 수준 높음

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,654	1,214	1,610	1,982	2,079
매출원가	1,455	1,050	1,384	1,687	1,757
매출총이익	199	163	225	294	322
판매비와관리비	146	150	143	178	187
영업이익	53	13	83	116	135
영업이익률	3.2	1.1	5.1	5.8	6.5
EBITDA	126	84	150	180	197
영업외손익	-46	-32	-42	-12	-4
관계기업손익	0	0	-10	0	0
금융수익	17	13	11	11	11
외환관련이익	30	25	12	12	12
금융비용	-31	-40	-30	-26	-18
외환관련손실	10	3	1	1	1
기타	-32	-5	-12	3	3
법인세비용차감전순손익	6	-19	41	104	131
법인세비용	-14	-7	-6	-23	-29
계속사업순손익	-8	-25	34	81	102
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-8	-25	34	81	102
당기순이익률	-0.5	-2.1	2.1	4.1	4.9
비지배지분순이익	2	1	0	1	1
지배지분순이익	-10	-26	34	80	101
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	1	1	1	1
포괄순이익	1	-19	40	87	108
비지배지분포괄이익	2	1	0	1	1
지배지분포괄이익	0	-20	40	87	107

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-165	-434	561	1,329	1,672
PER	NA	NA	15.4	6.6	5.2
BPS	8,871	8,485	9,138	10,609	12,492
PBR	1.0	1.0	1.2	1.1	0.9
EBITDAPS	2,082	1,386	2,470	2,976	3,252
EV/EBITDA	7.8	11.1	7.6	5.8	4.3
SPS	27,302	20,034	26,566	32,705	34,316
PSR	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
CFPS	2,193	1,372	2,233	3,158	3,435
DPS	45	45	45	45	45

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	45.3	-26.6	32.6	23.1	4.9
영업이익 증가율	643.8	-75.5	537.0	40.3	16.4
순이익 증가율	적지	적지	흑전	136.6	25.9
수익성					
ROIC	-7.3	2.0	7.7	9.6	11.8
ROA	3.8	0.9	6.0	8.3	9.8
ROE	-1.9	-5.0	6.4	13.5	14.5
안정성					
부채비율	149.6	143.2	132.9	99.3	65.6
순차입금비율	63.8	67.3	69.1	43.2	11.2
이자보상배율	2.6	0.4	2.9	4.8	8.3

자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	757	647	717	732	724
현금및현금성자산	183	121	63	90	129
매출채권 및 기타채권	128	129	169	185	200
재고자산	294	263	349	330	260
기타유동자산	153	133	136	126	135
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	1,403	1,394	1,364
유동부채	778	719	713	603	447
매입채무 및 기타채무	201	187	204	195	203
차입금	491	457	503	402	241
유동성채무	65	68	4	5	2
기타유동부채	20	7	3	1	0
비유동부채	107	82	88	91	93
차입금	60	39	44	49	54
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	46	43	44	42	39
부채총계	885	801	801	695	540
자배지분	537	514	554	643	757
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	170	169	169	169	169
이익잉여금	169	140	172	249	348
기타지분변동	168	174	183	194	209
비자배지분	54	45	49	57	67
자본총계	591	559	602	699	824
순차입금	377	376	417	302	93

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	97	59	-33	114	204
당기순이익	-8	-25	34	81	102
비현금항목의 가감	140	108	101	110	106
감가상각비	73	71	67	64	62
외환손익	35	-2	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	32	39	36	47	45
자산부채의 증감	-12	15	-140	-37	35
기타현금흐름	-32	-64	-29	-40	-38
투자활동 현금흐름	-206	-56	-48	-35	-54
투자자산	-47	2	0	0	0
유형자산	-122	-45	-45	-45	-45
기타	-37	-13	-3	10	-9
재무활동 현금흐름	118	-67	-24	-105	-170
단기차입금	54	-41	46	-101	-161
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	-72	-7	-11
현금의 증감	10	-62	-58	27	38
기초 현금	173	183	121	63	90
기말 현금	183	121	63	90	129
NOPLAT	-61	18	70	90	105
FCF	-119	32	82	101	113

[Compliance Notice]

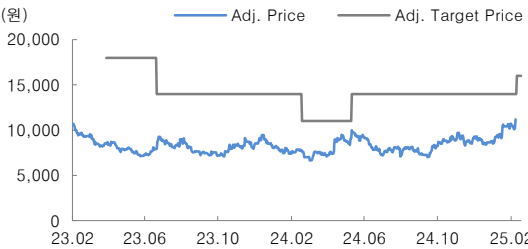
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

화승엔터프라이즈(241590) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.02.17	25.01.06	24.11.27	24.11.20	24.11.16	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	16,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)		(33.70)	(37.11)	(37.71)	(37.76)	(40.91)
과리율(최대/최소%)		(20.00)	(33.43)	(36.57)	(36.00)	(30.57)
제시일자	24.11.14	24.10.07	24.08.14	24.06.25	24.06.03	24.05.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)	(40.91)	(41.02)	(42.44)	(41.12)	(36.40)	(33.46)
과리율(최대/최소%)	(30.57)	(30.57)	(30.57)	(30.57)	(30.57)	(30.57)
제시일자	24.05.06	24.03.14	24.02.23	24.01.03	23.12.26	23.12.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	11,000	11,000	11,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)	(28.81)	(29.81)	(36.55)	(44.35)	(39.07)	(41.46)
과리율(최대/최소%)	(13.82)	(13.82)	(33.91)	(40.50)	(37.57)	(32.36)
제시일자	23.12.02	23.12.01	23.11.15	23.10.04	23.08.13	23.06.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)	(41.75)	(42.10)	(42.10)	(42.53)	(41.91)	(38.54)
과리율(최대/최소%)	(32.43)	(33.79)	(33.79)	(33.79)	(33.79)	(33.79)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250212)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	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