

화승엔터프라이즈 (241590)

리파이낸싱으로 부담 낮추고, 실적 개선

2024년 7월 2일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	11,000 원 (유지)
✓ 상승여력	38.9%	✓ 현재주가 (7월 1일)	7,920 원

신한생각 실적 개선 순항 중, 아디다스의 신제품 효과에 주목

지난주 나이키의 부진한 실적 전망치 제시는 시장 탓보다 개별이슈 영향이 더 크다 판단. 아디다스 신제품 효과는 곧 동사의 매수 기회

전환사채로 인한 주가 희석 vs. 이자비용 감소, 실적 눈높이 Up

전일 전환사채 1,300억원 발행 공시. 영구채 1,140억원, 일반사채 160억원 규모로 각각 이자율은 2%, 1% 수준. 전환가액은 8,028원이며 보통주 락업 기간은 1년. 이 중 100억원은 화승인더스트리 보유, 나머지는 NH, 우리 PE 포함 블라인드펀드들이 보유 예정

조달 목적은 리파이낸싱. 2020년 조달했던 전환사채 1,500억원(표면이자율 0%)의 스텝업 조항에 따른 이자율 상승 부담에 대비 목적. 내년부터 영업외 이자비용은 50억원 내외 증가할 것으로 보이나 2020년에 조달했던 전환사채의 스텝업 조항에 따른 이자 부담 증가분을 감안하면 이자비용은 현저히 낮은 수준

2Q24 영업이익 155억원(+105% YoY)으로 컨센서스 부합 예상. 이지부스트 등 기존 양산품 생산 감소하면서 부스트폼 제조하던 HSPL법인의 실적 부진이 염려되나 하반기 Adidas 증가 라인이나 타 브랜드에서 부스트폼 채택 사례 늘면서 관련 손익은 회복 전망. 오리지널 세션 수주가 꾸준히 증가 중. 아디제로나 슈퍼노바 시리즈 등 오더 늘어남과 동시에 오리지널 스테디셀러 제품으로 하반기 오더 확대될 것으로 기대

Valuation & Risk

2024~2025년 연간 추정치 유지. 금번 전환사채의 보통주 전환 시점 감안해 추후 주식수 변경 예정. 이에 따른 주가 희석 요소 발생 가능. 다만 영업외 이자 부담 감소해 순이익 추정치 상향 가능성 있음을 기억할 것

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,654.0	52.8	(10.0)	-	-	1.0	7.8	0.5
2023	1,213.8	13.0	(26.3)	-	-	1.0	11.1	0.5
2024F	1,505.9	60.9	53.0	9.1	9.8	0.9	6.4	0.6
2025F	1,747.1	88.8	63.5	7.6	10.7	0.8	5.2	0.6
2026F	2,000.5	106.7	84.0	5.7	12.6	0.7	4.6	0.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[섭유/의복]

박현진 연구위원

✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원

✉ jieun.ju@shinhan.com

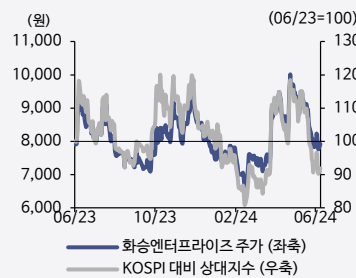
Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	479.9십억원
발행주식수(유동비율)	60.6백만주(31.3%)
52주 최고가/최저가	10,000원/6,660원
일평균 거래액 (60일)	5,332백만원
외국인 지분율	8.3%
주요주주 (%)	
화승인더스트리 외 4인	68.7

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(14.9)	5.9	(14.5)	(7.5)
상대	(20.0)	3.8	(21.8)	(11.9)

주가



전환사채 세부사항

	영구채	일반사채
규모	1,140억원	160억원
이자율	2%	1%
전환가액	8,028원	
보통주 락업기간	1년	
기타	100억원은 화승인더스트리 보유. 나머지는 NH, 우리PE 포함 블라인드펀드 보유 예정	

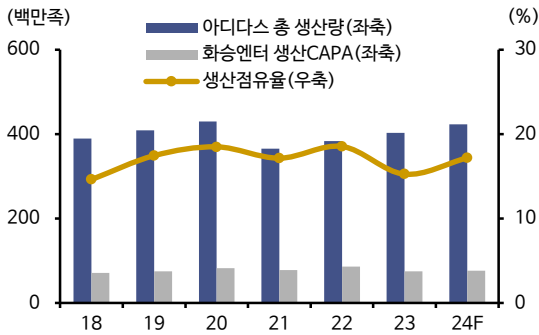
자료: 회사 자료, 신한투자증권

화승엔터프라이즈 분기, 연간 실적 전망

(억원,%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
연결매출	3,054	3,219	2,613	3,251	3,454	3,873	3,632	4,100	12,138	15,059	17,471
% YoY	(18.8)	(28.8)	(40.5)	(15.8)	13.1	20.3	39.0	26.1	(26.6)	24.1	16.0
영업이익	(10)	76	(17)	80	53	155	189	212	130	609	888
% of sales	(0.3)	2.4	(0.6)	2.5	1.5	4.0	5.2	5.2	1.1	4.0	5.1
% YoY	(113.9)	(71.0)	(110.7)	86.0	흑전	104.3	흑전	165.1	(75.5)	369.9	45.9

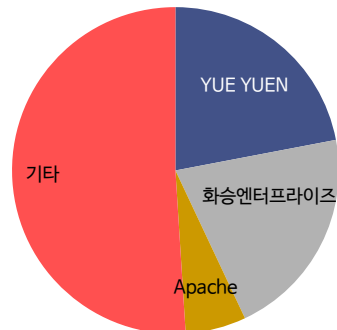
자료: 신한투자증권

생산 가능량 및 아디다스 내 생산점유율 추이



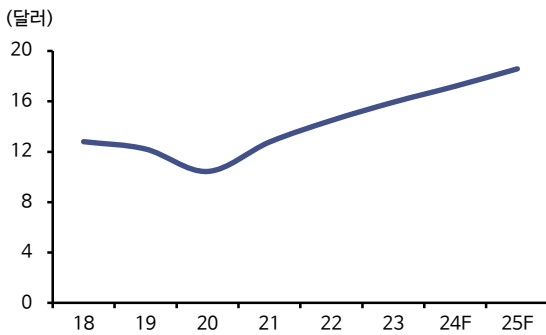
자료: 회사 자료, 신한투자증권

아디다스 내 신발 생산 점유율(1Q24 기준)



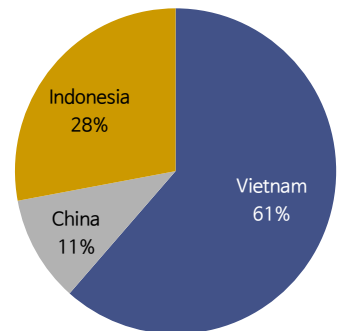
자료: 회사 자료, 신한투자증권

화승엔터프라이즈 평균 공급단가 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

화승엔터프라이즈 국가별 생산 가능량 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,475.8	1,360.6	1,459.6	1,655.0	1,799.5
유동자산	757.4	646.6	748.1	924.9	1,037.1
현금및현금성자산	183.4	121.3	96.4	168.9	171.4
매출채권	109.6	106.8	132.5	153.7	176.0
채고자산	293.8	263.0	326.3	378.5	433.4
비유동자산	718.5	714.0	711.6	730.0	762.3
유형자산	567.0	565.2	565.0	585.6	619.7
무형자산	42.0	41.2	37.8	34.6	31.7
투자자산	9.0	9.1	10.4	11.4	12.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	884.6	801.2	852.0	988.9	1,055.4
유동부채	778.1	718.8	760.5	844.1	927.0
단기차입금	491.4	457.1	447.1	482.1	512.1
매입채무	162.1	144.5	179.3	208.0	238.2
유동성장기부채	65.2	67.6	72.6	82.6	95.0
비유동부채	106.6	82.4	91.5	144.9	128.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	89.9	65.4	70.4	120.4	100.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	591.2	559.4	607.7	666.0	744.1
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	169.8	169.2	169.2	169.2	169.2
기타자본	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
기타포괄이익누계액	16.5	22.6	22.6	22.6	22.6
이익잉여금	169.2	140.2	190.5	251.3	332.5
지배주주지분	537.5	514.1	564.4	625.1	706.4
비지배주주지분	53.7	45.3	43.3	40.9	37.7
*총차입금	653.9	593.6	594.5	690.2	713.3
*순차입금(순현금)	377.0	376.2	378.8	382.9	383.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	96.8	59.1	63.2	94.5	107.3
당기순이익	(7.5)	(25.3)	51.0	61.1	80.8
유형자산상각비	70.2	67.5	77.2	80.4	85.9
무형자산상각비	3.1	3.5	3.5	3.2	2.9
외환환산손실(이익)	35.0	(2.0)	(19.3)	(10.2)	(20.1)
자산처분손실(이익)	3.3	4.1	4.1	4.1	4.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.2	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)
운전차분변동	(11.5)	14.7	(53.3)	(44.0)	(46.2)
법인세납부	(18.5)	(11.9)	(17.9)	(20.4)	(26.9)
기타	22.5	8.4	18.0	20.4	26.9
투자활동으로인한현금흐름	(206.2)	(55.9)	(82.1)	(110.9)	(121.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(131.2)	(54.3)	(77.0)	(101.0)	(120.0)
유형자산의감소	9.5	9.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.3)	(2.7)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(0.2)	(0.2)	(1.2)	(1.0)	(1.0)
기타	(84.0)	(8.1)	(3.9)	(8.9)	0.0
FCF	(152.5)	62.2	(8.7)	1.8	(1.0)
재무활동으로인한현금흐름	118.4	(66.7)	(1.9)	93.0	20.4
차입금의 증가(감소)	86.4	(55.8)	0.9	95.7	23.1
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)
기타	34.7	(8.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	(4.1)	(4.1)	(4.1)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.1	1.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	10.2	(62.2)	(24.9)	72.5	2.6
기초현금	173.2	183.4	121.3	96.4	168.9
기말현금	183.4	121.3	96.4	168.9	171.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

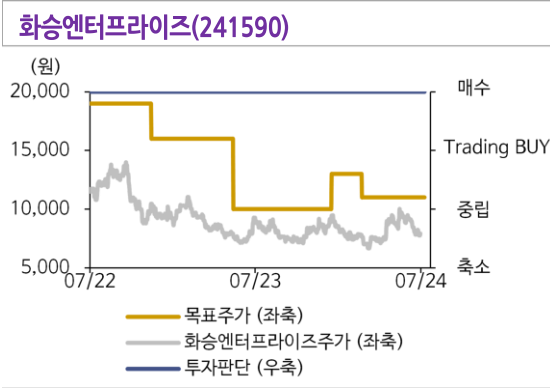
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,654.0	1,213.8	1,505.9	1,747.1	2,000.5
증감률 (%)	45.3	(26.6)	24.1	16.0	14.5
매출원가	1,454.8	1,050.5	1,313.7	1,506.9	1,720.4
매출총이익	199.2	163.3	192.2	240.3	280.1
매출총이익률 (%)	12.0	13.5	12.8	13.8	14.0
판매관리비	146.4	150.4	131.3	151.4	173.4
영업이익	52.8	13.0	60.9	88.8	106.7
증감률 (%)	643.8	(75.5)	369.7	45.9	20.1
영업이익률 (%)	3.2	1.1	4.0	5.1	5.3
영업외손익	(46.3)	(31.6)	8.0	(7.4)	1.0
금융손익	(14.4)	(26.8)	(16.5)	(17.9)	(19.2)
기타영업외손익	(31.7)	(4.7)	24.6	10.6	20.3
종속 및 관계기업관련손익	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
세전계속사업이익	6.5	(18.6)	68.9	81.5	107.7
법인세비용	14.0	6.6	17.9	20.4	26.9
계속사업이익	(7.5)	(25.3)	51.0	61.1	80.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(7.5)	(25.3)	51.0	61.1	80.8
증감률 (%)	적지	적지	확진	19.8	32.2
순이익률 (%)	(0.5)	(2.1)	3.4	3.5	4.0
(지배주주)당기순이익	(10.0)	(26.3)	53.0	63.5	84.0
(비지배주주)당기순이익	2.5	1.0	(2.0)	(2.4)	(3.2)
총포괄이익	1.4	(19.2)	51.0	61.1	80.8
(지배주주)총포괄이익	(0.5)	(20.5)	54.4	65.2	86.2
(비지배주주)총포괄이익	1.9	1.3	(3.4)	(4.1)	(5.4)
EBITDA	126.1	84.0	141.6	172.4	195.4
증감률 (%)	83.3	(33.4)	68.6	21.8	13.4
EBITDA 이익률 (%)	7.6	6.9	9.4	9.9	9.8

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(124)	(417)	842	1,009	1,333
EPS (지배순이익, 원)	(165)	(434)	875	1,048	1,386
BPS (자본총계, 원)	9,757	9,232	10,029	10,993	12,281
BPS (지배지분, 원)	8,870	8,485	9,315	10,318	11,659
DPS (원)	45	45	45	45	45
PER (당기순이익, 배)	(74.2)	(20.3)	9.4	7.9	5.9
PER (지배순이익, 배)	(55.9)	(19.6)	9.1	7.6	5.7
PBR (자본총계, 배)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
PBR (지배지분, 배)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	7.8	11.1	6.4	5.2	4.6
배당성향 (%)	(27.3)	(10.4)	5.1	4.3	3.2
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	7.6	6.9	9.4	9.9	9.8
영업이익률 (%)	3.2	1.1	4.0	5.1	5.3
순이익률 (%)	(0.5)	(2.1)	3.4	3.5	4.0
ROA (%)	(0.5)	(1.8)	3.6	3.9	4.7
ROE (지배순이익, %)	(1.9)	(5.0)	9.8	10.7	12.6
ROIC (%)	(7.4)	1.9	5.4	7.3	8.1
안정성					
부채비율 (%)	149.6	143.2	140.2	148.5	141.8
순차입금비율 (%)	63.8	67.3	62.3	57.5	51.5
현금비율 (%)	23.6	16.9	12.7	20.0	18.5
이자보상배율 (배)	2.6	0.4	1.7	2.3	2.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	6.6	4.8	5.6	5.5	5.4
재고자산회수기간 (일)	65.6	83.7	71.4	73.6	74.1
매출채권회수기간 (일)	25.6	32.5	29.0	29.9	30.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 01월 26일	매수	19,000	(22.2)	(10.0)
2022년 07월 27일		6개월경과	(38.9)	(26.3)
2022년 11월 15일	매수	16,000	(42.5)	(31.1)
2023년 05월 15일	매수	10,000	(20.8)	(7.3)
2023년 11월 16일		6개월경과	(14.3)	(8.5)
2023년 12월 18일	매수	13,000	(38.3)	(27.2)
2024년 02월 23일	매수	11,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 06월 28일 기준)

매수 (매수)	93.73%	Trading BUY (중립)	4.31%	중립 (중립)	1.96%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------