

# 화승엔터프라이즈 (241590/KS)

## 강한 실적 턴어라운드 전망

## SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 12,000 원(유지)

현재주가: 7,600 원

상승여력: 57.9%



Analyst  
형권훈

kh.hyung@sk.com  
3773-9997

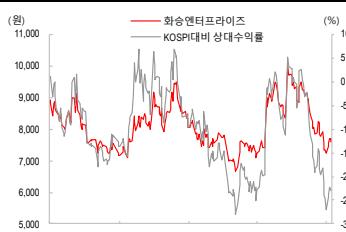
#### Company Data

발행주식수	6,059 만주
시가총액	460 십억원
주요주주	
화승인더스트리(외4)	68.65%
자사주	

#### Stock Data

주가(24/07/12)	7,600 원
KOSPI	2,857.00 pt
52주 최고가	10,000 원
52주 최저가	6,660 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 2Q24 Preview: 컨센서스 상회하는 실적 기록할 것

동사의 2분기 실적은 매출액 4,105 억 원(+27.5% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 195 억 원(+157.8%, OPM 4.8%) 기록했을 것으로 추정한다. 완제품 기준 가동률이 4월부터 98% 이상을 유지 중으로, 정상 가동률 수준을 회복했다. 가동률이 정상화됨에 따라 2분기부터 매출액과 영업이익을 모두 전년 동기 대비 강한 회복세 나타났을 것으로 추정한다. 1분기에 인식했던 자회사 Unipax의 재고평가손실과 원부자재 초기 가동손실 관련 영향은 2분기부터 소멸된 것으로 파악한다.

### 연말까지 강한 실적 개선세 전망

아디다스의 오더가 연말까지 매우 강한 것으로 전망한다. 아디다스의 재고조정은 1분기에 공식적으로 종료되었으며, 신발 제품을 중심으로 브랜드 턴어라운드 강하게 나타나고 있어 동사에 오더를 줄 수 있는 여력이 충분한 상황이다. 아디다스의 '24년 유포화 기준 재고매입액은 +17.4% 증가할 것으로 전망하며, 아디다스 내에서 어패럴 대비 신발 제품의 매출 강세를 고려해 동사의 신발 부문 달러 매출은 올해 +23.9% 성장할 것으로 전망한다. 동사의 OPM은 원부자재 가동률이 점차 회복됨에 따라 올해 4분기까지 QoQ 개선세가 지속될 것으로 전망한다(2Q24 4.8% → 3Q24 5.9% → 4Q24 6.1%). 4분기부터는 아디다스 오리지널 제품군인 '캠퍼스'와 '삼바' 제품에 대한 생산이 예정되어 있으며, 내년부터 본격적인 수주 확대를 예상한다. 저단가의 '아디다스 네오' 제품군의 비중이 낮아지고, 고단가의 오리지널스 제품군의 비중이 높아짐에 따라 ASP 상승에 따른 추가적인 매출 성장과 수익성 개선 효과를 기대할 수 있다.

### 다시 본업에 집중하자

동사의 주가는 최근 리파이닝 우려로 큰 폭의 조정을 받았다. 이론적인 지분가치 희석효과인 21% 이상 주가가 하락해 관련된 우려는 충분히 주가에 반영되었다고 판단한다. 다시금 동사의 강한 본업의 개선세에 집중할 때다. 실적 모멘텀 없이 아디다스의 호실적으로 멀티플 상향만으로 상승했던 지난 주가 상승기와 다르게, 이번 2분기 실적 발표로 기점으로 실적 모멘텀이 더해질 것으로 전망한다. 화승엔터프라이즈 투자의견 '매수', 목표주가 12,000 원을 유지한다.

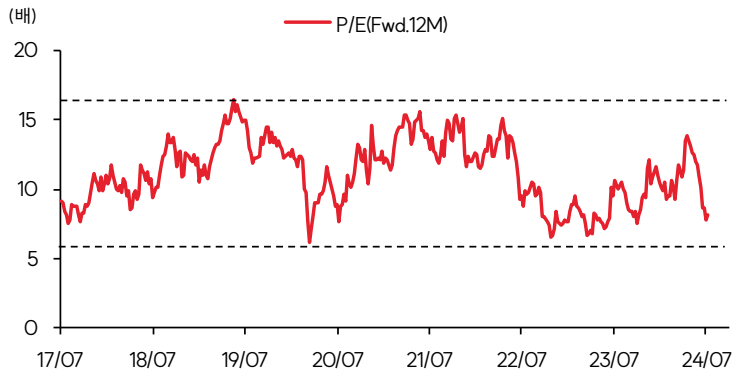
#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,139	1,654	1,214	1,549	1,620	1,705
영업이익	십억원	7	53	13	73	100	119
순이익(지배주주)	십억원	-7	-10	-26	37	68	82
EPS	원	-108	-165	-434	604	1,119	1,361
PER	배	-156.7	-55.9	-19.6	12.6	6.8	5.6
PBR	배	1.9	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	19.4	7.8	11.1	6.2	4.6	3.8
ROE	%	-1.2	-1.9	-5.0	6.9	11.7	12.6

회승엔터프라이즈 부문별 실적추정치										(단위: 십억 원, %)			
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	'22	'23	'24E	'25E	
<b>매출액</b>	305.4	321.9	261.3	325.2	345.4	410.5	354.1	439.3	1,654.0	1,213.8	1,549.3	1,620.0	
신발 부문	274.2	289.7	231.9	287.5	307.2	373.6	320.8	397.6	1,497.5	1,083.3	1,399.2	1,469.3	
기타 부문	31.2	32.2	29.4	37.7	38.2	36.9	33.3	41.7	156.5	130.5	150.1	150.7	
<b>영업이익</b>	-1.0	7.6	-1.7	8.0	5.3	19.5	20.7	26.9	52.8	13.0	72.5	100.1	
/OPM	-0.3	2.4	-0.6	2.5	1.5	4.8	5.9	6.1	3.2	1.1	4.7	6.2	
<b>YoY Growth</b>													
매출액	-18.8	-28.8	-40.5	-15.8	13.1	27.5	35.5	35.1	45.3	-26.6	27.6	4.6	
신발 부문	-15.2	-25.6	-46.2	-18.9	12.0	28.9	38.4	38.3	43.1	-27.7	29.2	5.0	
기타 부문	-41.2	-49.0	244.5	18.3	22.3	14.7	13.2	10.7	69.9	-16.6	15.0	0.4	
영업이익	-113.9	-71.0	-110.7	86.3	흑전	157.8	흑전	236.1	643.8	-75.5	459.2	38.1	

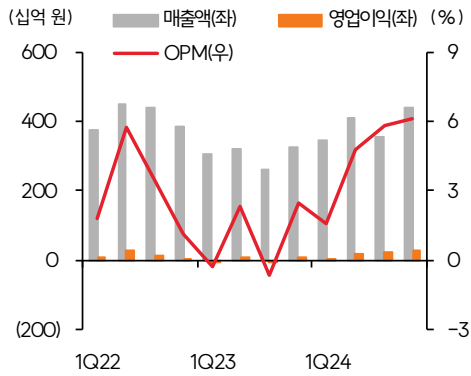
자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

회승엔터프라이즈 12MF PER 추이



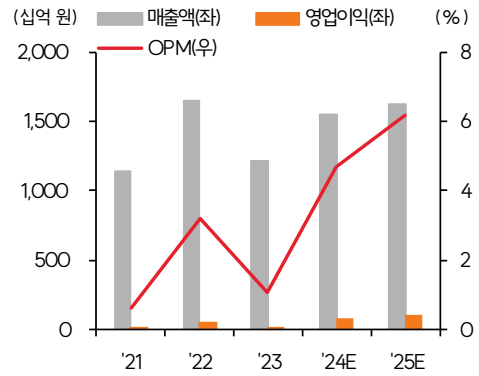
자료: Quantwise, SK 증권

화승엔터프라이즈 분기실적 추이 및 추정치



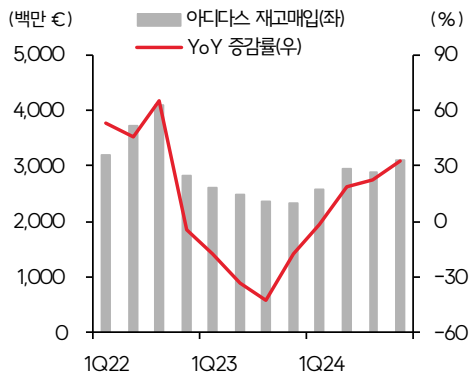
자료: 전자공시시스템, SK 증권

화승엔터프라이즈 연간실적 추이 및 추정치



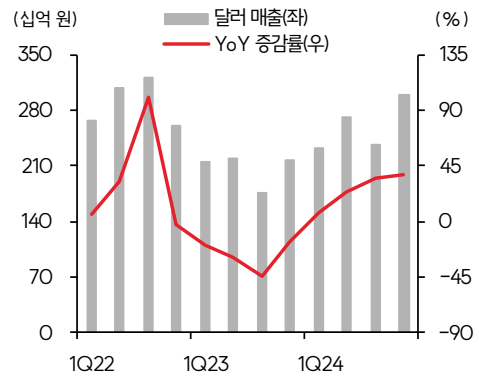
자료: 전자공시시스템, SK 증권

아디다스 재고매입 추이 및 추정치



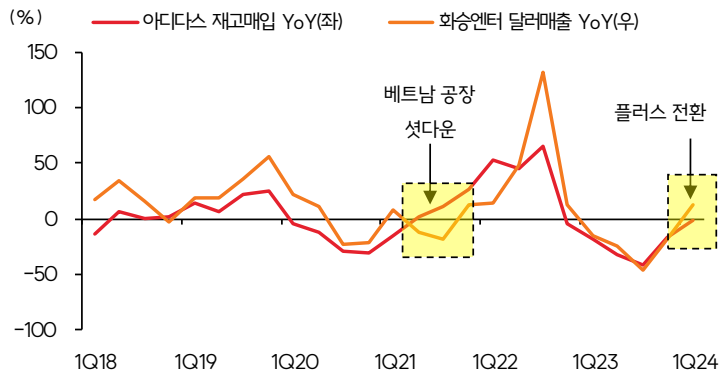
자료: Adidas, SK 증권

화승엔터프라이즈 달러 매출 추이 및 추정치



자료: 전자공시시스템, SK 증권

아디다스 재고매입 vs. 화승엔터프라이즈 달러매출



자료: Adidas, 전자공시시스템, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	757	647	725	767	786
현금및현금성자산	183	121	105	118	104
매출채권 및 기타채권	128	129	146	152	160
재고자산	294	263	276	289	304
<b>비유동자산</b>	718	714	698	681	667
장기금융자산	4	4	4	4	4
유형자산	567	565	552	536	526
무형자산	42	41	38	35	32
<b>자산총계</b>	1,476	1,361	1,423	1,447	1,454
<b>유동부채</b>	778	719	745	705	628
단기금융부채	564	528	502	452	361
매입채무 및 기타채무	186	170	218	227	239
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	107	82	84	80	81
장기금융부채	90	65	64	59	59
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	885	801	829	786	710
<b>지배주주지분</b>	537	514	548	613	693
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	170	169	169	169	169
기타자본구성요소	152	152	152	152	152
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	169	140	174	239	319
비지배주주지분	54	45	46	49	51
<b>자본총계</b>	591	559	594	662	744
<b>부채외자본총계</b>	1,476	1,361	1,423	1,447	1,454

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	97	59	111	123	132
당기순이익(손실)	-8	-25	38	70	85
비현금성항목등	140	108	91	104	100
유형자산감가상각비	70	67	64	70	66
무형자산상각비	3	4	3	3	3
기타	67	37	24	31	31
운전자본감소(증가)	-12	15	17	-9	-11
매출채권및기타채권의감소(증가)	29	-2	-17	-7	-8
재고자산의감소(증가)	27	36	-13	-13	-15
매입채무및기타채무의증가(감소)	-62	17	47	10	12
기타	-43	-51	-45	-61	-65
법인세납부	-18	-12	-11	-20	-24
<b>투자활동현금흐름</b>	-206	-56	-68	-51	-52
금융자산의감소(증가)	-52	-8	-27	-6	-7
유형자산의감소(증가)	-122	-45	-50	-55	-55
무형자산의감소(증가)	-0	-3	0	0	0
기타	-32	-0	9	10	10
<b>재무활동현금흐름</b>	118	-67	-31	-58	-93
단기금융부채의증가(감소)	34	-61	-26	-50	-90
장기금융부채의증가(감소)	45	-3	-1	-5	0
자본의증가(감소)	4	-1	0	0	0
배당금지급	-3	-3	-3	-3	-3
기타	38	1	-0	0	-0
<b>현금의 증가(감소)</b>	10	-62	-16	13	-14
기초현금	173	183	121	105	119
기말현금	183	121	105	119	104
FCF	-25	14	61	68	77

자료 : 화승엔터프라이즈, SK증권

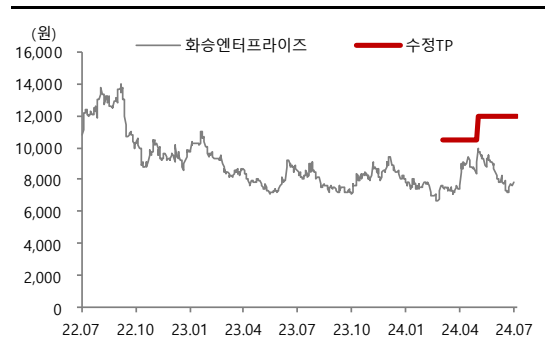
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	1,654	1,214	1,549	1,620	1,705
<b>매출원가</b>	1,455	1,050	1,330	1,371	1,429
<b>매출총이익</b>	199	163	219	249	276
매출총이익률(%)	12.0	13.5	14.2	15.4	16.2
<b>판매비와 관리비</b>	146	150	147	149	157
<b>영업이익</b>	53	13	73	100	119
영업이익률(%)	3.2	1.1	4.7	6.2	7.0
<b>비영업손익</b>	-46	-32	-24	-11	-11
순금융손익	-17	-28	-24	-22	-17
외환관련손익	-24	4	10	10	10
관계기업등 투자손익	-0	-0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	6	-19	48	90	109
세전계속사업이익률(%)	0.4	-1.5	3.1	5.5	6.4
<b>계속사업법인세</b>	14	7	11	20	24
<b>계속사업이익</b>	-8	-25	38	70	85
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-8	-25	38	70	85
순이익률(%)	-0.5	-2.1	2.4	4.3	5.0
<b>지배주주</b>	-10	-26	37	68	82
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.6	-2.2	2.4	4.2	4.8
<b>비지배주주</b>	2	1	1	2	3
총포괄이익	1	-19	38	70	85
지배주주	-0	-20	37	70	85
비지배주주	2	1	1	0	0
<b>EBITDA</b>	126	84	139	173	188

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	45.3	-26.6	27.6	4.6	5.2
영업이익	643.8	-75.5	459.3	38.1	19.3
세전계속사업이익	201.8	적전	흑전	85.1	21.6
EBITDA	83.3	-33.4	66.1	24.1	8.7
EPS	적지	적지	흑전	85.1	21.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	-0.5	-1.8	2.7	4.9	5.9
ROE	-1.9	-5.0	6.9	11.7	12.6
EBITDA마진	7.6	6.9	9.0	10.7	11.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	97.3	90.0	97.4	108.7	125.1
부채비율	149.6	143.2	139.5	118.8	95.4
순차입금/자기자본	63.8	67.3	56.9	39.9	24.3
EBITDA/이자비용(배)	6.1	2.3	4.0	5.4	6.7
배당성향	-27.3	-10.4	7.4	4.0	3.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-165	-434	604	1,119	1,361
BPS	8,870	8,485	9,044	10,118	11,434
CFPS	1,045	738	1,709	2,324	2,494
주당 현금배당금	45	45	45	45	45
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	-55.9	-19.6	12.6	6.8	5.6
PBR	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7
PCR	8.8	11.5	4.4	3.3	3.0
EV/EBITDA	7.8	11.1	6.2	4.6	3.8
배당수익률	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.05.16	매수	12,000원	6개월		
2024.03.19	매수	10,500원	6개월	-22.53%	-9.71%



**Compliance Notice**

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 18일 기준)**

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------