

# 화승엔터프라이즈 (241590/KS)

강력하다

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 12,000 원(유지)

현재주가: 9,360 원

상승여력: 28.2%



Analyst  
형권훈

kh.hyung@sk.com  
3773-9997

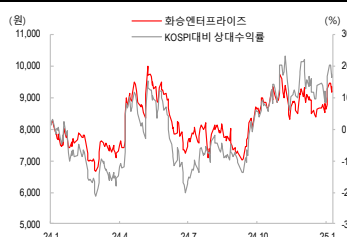
### Company Data

|             |          |
|-------------|----------|
| 발행주식수       | 6,059 만주 |
| 시가총액        | 567 십억원  |
| 주요주주        |          |
| 화승인더스트리(외3) | 68.65%   |
| 국민연금공단      | 6.18%    |

### Stock Data

|              |             |
|--------------|-------------|
| 주가(25/01/16) | 9,360 원     |
| KOSPI        | 2,527.49 pt |
| 52주 최고가      | 10,000 원    |
| 52주 최저가      | 6,660 원     |
| 60일 평균 거래대금  | 3 십억원       |

### 주가 및 상대수익률



## 4Q24 Preview: 영업이익 시장 컨센서스 소폭 상회 예상

동사의 4 분기 실적은 매출액 4,722 억 원(+45.2% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 300 억 원(+275.8%, OPM 6.4%) 기록한 것으로 추정한다. 고객사인 아디다스의 신발 판매가 호조를 이어가는 가운데 4 분기부터 아디다스 오리지널 신발 제품군을 중심으로 신규 오더가 추가되면서 강한 실적 성장세가 지속되었을 것이다. 동사는 '24 년 1 분기 말부터 98% 이상의 가동률을 유지하고 있고, 생산 라인을 작년 1 교대에서 올해 일부 2 교대로 운영할 계획인 만큼 의심할 여지 없이 업황이 좋다.

## '25 년 업황도 좋을 것

동사의 업황은 '25 년에도 좋은 흐름을 이어갈 것으로 전망한다. '24 년은 전방 오더와 수익성이 과거 정상 수준으로 회복되는 구간이었다면, '25 년은 매출 규모와 이익 체력이 한 단계 레벨업 하는 구간이 될 것이다. 올해 실적 성장의 핵심 요인으로 ① 아디다스 벤더 내 동사의 점유율 증가, ② 아디다스 신발 매출의 호조 지속을 제시한다. 아디다스 오리지널 신발 제품군을 중심으로 한 신규 오더가 동사의 점유율 상승을 견인할 것으로 보는데, 해당 제품군의 매출 비중은 4Q24 의 5%에서 '25 년 최대 20%까지 상승할 전망이다.

## 펀더멘탈은 너무 좋지'만'

동사 실적의 방향성과 성장 강도는 의류 섹터 내에서 가장 좋다고 판단한다. 밸류에이션 멀티플은 CB 와 관련된 희석 효과를 고려해도 12 개월 선행 PER 기준 9 배 수준으로, 과거치와 비교해 봐도 좋은 업황 대비 밸류에이션 부담도 크지 않다고 본다. 다만, 펀더멘탈 외적으로 올해 10 월부터 CB 의 전환권 행사가 가능하다는 점은 주가에 부담으로 작용할 수 있다. 전환 가능 물량이 약 1,400 만 주에 달해 규모가 작지 않기 때문에, 전환 시 지분가치 희석 효과와 물량 소화 부담을 경계할 필요는 있다.

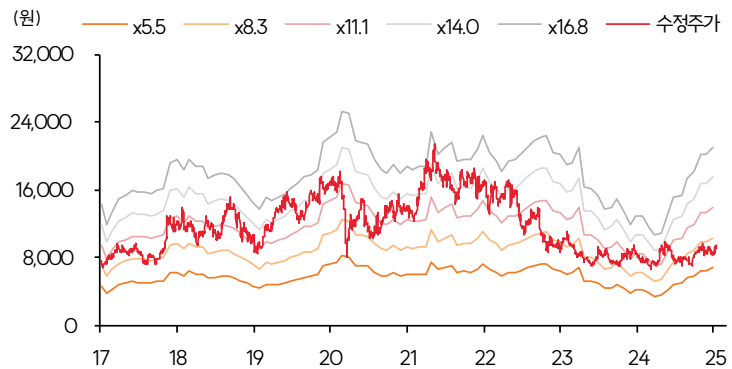
### 영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위  | 2021   | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-----|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 십억원 | 1,139  | 1,654 | 1,214 | 1,595 | 1,796 | 1,899 |
| 영업이익      | 십억원 | 7      | 53    | 13    | 73    | 111   | 131   |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | -7     | -10   | -26   | 45    | 78    | 93    |
| EPS       | 원   | -108   | -165  | -434  | 740   | 1,019 | 1,211 |
| PER       | 배   | -156.7 | -55.9 | -19.6 | 11.7  | 9.2   | 7.7   |
| PBR       | 배   | 1.9    | 1.0   | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 0.8   |
| EV/EBITDA | 배   | 19.4   | 7.8   | 11.1  | 6.4   | 4.1   | 3.4   |
| ROE       | %   | -12    | -1.9  | -5.0  | 8.4   | 11.9  | 11.5  |

| 화승엔터프라이즈 실적 추정치 |      |       |      |       |       |       |       |       |  | (단위: 십억 원, %) |       |       |       |
|-----------------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--|---------------|-------|-------|-------|
|                 | 1Q24 | 2Q24  | 3Q24 | 4Q24E | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E |  | '22           | '23   | '24E  | '25E  |
| 매출액             | 345  | 392   | 386  | 472   | 406   | 438   | 424   | 527   |  | 1,654         | 1,214 | 1,595 | 1,796 |
| 신발 부문           | 307  | 352   | 347  | 425   | 366   | 399   | 384   | 480   |  | 1,497         | 1,083 | 1,431 | 1,629 |
| 기타 부문           | 38   | 39    | 39   | 48    | 40    | 40    | 40    | 48    |  | 157           | 131   | 164   | 168   |
| 영업이익            | 5    | 19    | 19   | 30    | 16    | 30    | 26    | 40    |  | 53            | 13    | 73    | 111   |
| /OPM            | 1.5  | 4.8   | 5.0  | 6.4   | 4.0   | 6.7   | 6.1   | 7.6   |  | 3.2           | 1.1   | 4.6   | 6.2   |
| YoY Growth      |      |       |      |       |       |       |       |       |  |               |       |       |       |
| 매출액             | 13.1 | 21.7  | 47.8 | 45.2  | 17.7  | 11.9  | 9.8   | 11.7  |  | 45.3          | -26.6 | 31.4  | 12.6  |
| 영업이익            | 흑전   | 147.6 | 흑전   | 275.8 | 202.8 | 57.3  | 35.8  | 32.6  |  | 643.8         | -75.5 | 465.1 | 52.2  |

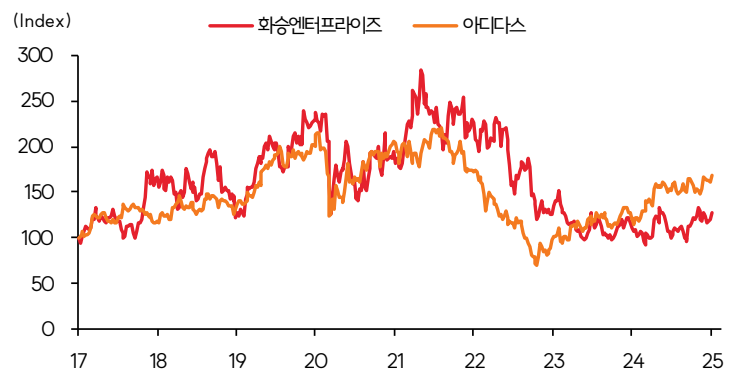
자료: SK 증권

#### 화승엔터프라이즈 12MF PER 밴드 추이



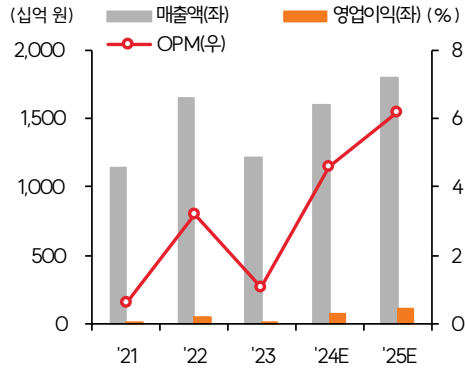
자료: Quantilwise, SK 증권

#### 화승엔터프라이즈 vs. 아디다스 주가 추이 비교



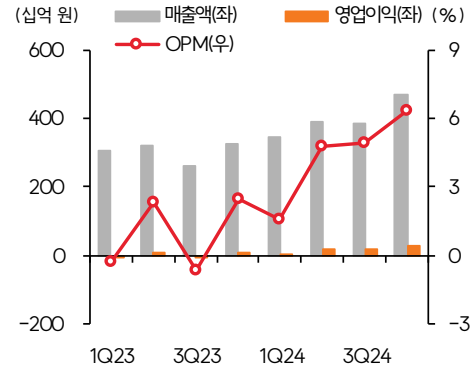
자료: Bloomberg, SK 증권

### 화승엔터프라이즈 연간 실적 추이 및 추정치



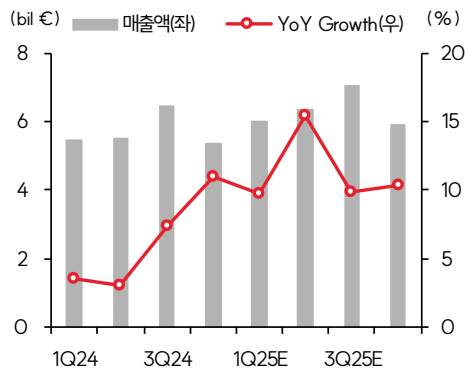
자료: 화승엔터프라이즈, SK 증권

### 화승엔터프라이즈 연간 실적 추이 및 추정치



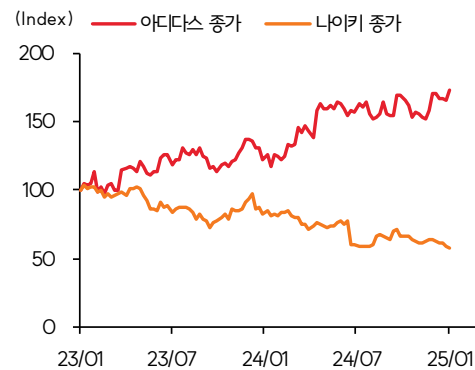
자료: 화승엔터프라이즈, SK 증권

### 아디다스 매출액 추이 및 컨센서스



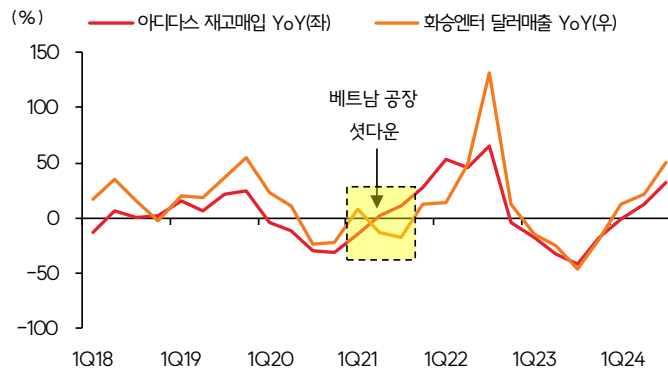
자료: Bloomberg, SK 증권

### 아디다스 vs. 나이키 주가 추이 비교 ('23.01.01=100)



자료: Bloomberg, SK 증권

### 아디다스 재고 매입액 vs. 화승엔터프라이즈 달러 매출 성장률 추이 비교



자료: Adidas, 화승엔터프라이즈, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 757   | 647   | 741   | 829   | 845   |
| 현금및현금성자산       | 183   | 121   | 114   | 123   | 100   |
| 매출채권 및 기타채권    | 128   | 129   | 146   | 165   | 174   |
| 재고자산           | 294   | 263   | 276   | 311   | 329   |
| <b>비유동자산</b>   | 718   | 714   | 699   | 723   | 735   |
| 장기금융자산         | 4     | 4     | 4     | 6     | 13    |
| 유형자산           | 567   | 565   | 552   | 576   | 584   |
| 무형자산           | 42    | 41    | 38    | 35    | 32    |
| <b>자산총계</b>    | 1,476 | 1,361 | 1,440 | 1,551 | 1,581 |
| <b>유동부채</b>    | 778   | 719   | 752   | 658   | 598   |
| 단기금융부채         | 564   | 528   | 502   | 376   | 301   |
| 매입채무 및 기타채무    | 186   | 170   | 224   | 252   | 267   |
| 단기충당부채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>비유동부채</b>   | 107   | 82    | 85    | 83    | 79    |
| 장기금융부채         | 90    | 65    | 64    | 59    | 54    |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 장기충당부채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>부채총계</b>    | 885   | 801   | 837   | 740   | 677   |
| <b>지배주주지분</b>  | 537   | 514   | 556   | 762   | 851   |
| 자본금            | 30    | 30    | 30    | 38    | 38    |
| 자본잉여금          | 170   | 169   | 169   | 291   | 291   |
| 기타자본구성요소       | 152   | 152   | 152   | 152   | 152   |
| 자기주식           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 이익잉여금          | 169   | 140   | 182   | 258   | 347   |
| 비지배주주지분        | 54    | 45    | 47    | 49    | 52    |
| <b>자본총계</b>    | 591   | 559   | 603   | 811   | 903   |
| <b>부채와자본총계</b> | 1,476 | 1,361 | 1,440 | 1,551 | 1,581 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원)       | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>   | 97   | 59   | 125   | 124   | 155   |
| 당기순이익(손실)         | -8   | -25  | 46    | 81    | 96    |
| 비현금성항목등           | 140  | 108  | 93    | 105   | 107   |
| 유형자산감가상각비         | 70   | 67   | 64    | 76    | 77    |
| 무형자산상각비           | 3    | 4    | 3     | 3     | 3     |
| 기타                | 67   | 37   | 26    | 26    | 27    |
| 운전자본감소(증가)        | -12  | 15   | 22    | -25   | -13   |
| 매출채권및기타채권의감소(증가)  | 29   | -2   | -18   | -18   | -9    |
| 재고자산의감소(증가)       | 27   | 36   | -13   | -35   | -18   |
| 매입채무및기타채무의증가(감소)  | -62  | 17   | 54    | 28    | 14    |
| 기타                | -43  | -51  | -49   | -59   | -62   |
| 법인세납부             | -18  | -12  | -13   | -23   | -27   |
| <b>투자활동현금흐름</b>   | -206 | -56  | -72   | -110  | -100  |
| 금융자산의감소(증가)       | -52  | -8   | -30   | -18   | -15   |
| 유형자산의감소(증가)       | -122 | -45  | -50   | -100  | -85   |
| 무형자산의감소(증가)       | -0   | -3   | 0     | 0     | 0     |
| 기타                | -32  | -0   | 8     | 8     | 1     |
| <b>재무활동현금흐름</b>   | 118  | -67  | -31   | -3    | -84   |
| 단기금융부채의증가(감소)     | 34   | -61  | -26   | -125  | -75   |
| 장기금융부채의증가(감소)     | 45   | -3   | -1    | -5    | -5    |
| 자본의증가(감소)         | 4    | -1   | 0     | 130   | 0     |
| 배당금지급             | -3   | -3   | -3    | -3    | -3    |
| 기타                | 38   | 1    | -0    | -0    | 0     |
| <b>현금의 증가(감소)</b> | 10   | -62  | -7    | 9     | -23   |
| 기초현금              | 173  | 183  | 121   | 114   | 123   |
| 기말현금              | 183  | 121  | 114   | 123   | 100   |
| FCF               | -25  | 14   | 75    | 24    | 70    |

자료 : 화승엔터프라이즈, SK증권

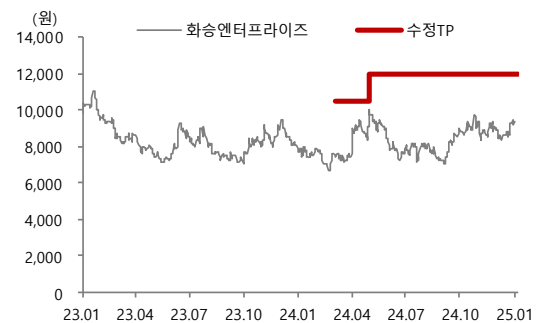
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)     | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 1,654 | 1,214 | 1,595 | 1,796 | 1,899 |
| <b>매출원가</b>     | 1,455 | 1,050 | 1,374 | 1,534 | 1,614 |
| <b>매출총이익</b>    | 199   | 163   | 222   | 262   | 285   |
| 매출총이익률(%)       | 12.0  | 13.5  | 13.9  | 14.6  | 15.0  |
| <b>판매비와 관리비</b> | 146   | 150   | 148   | 151   | 154   |
| <b>영업이익</b>     | 53    | 13    | 73    | 111   | 131   |
| 영업이익률(%)        | 3.2   | 1.1   | 4.6   | 6.2   | 6.9   |
| <b>비영업손익</b>    | -46   | -32   | -14   | -8    | -8    |
| 순금융손익           | -17   | -28   | -23   | -14   | -8    |
| 외환관련손익          | -24   | 4     | 10    | 10    | 8     |
| 관계기업등 투자손익      | -0    | -0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 6     | -19   | 59    | 103   | 123   |
| 세전계속사업이익률(%)    | 0.4   | -1.5  | 3.7   | 5.8   | 6.5   |
| <b>계속사업법인세</b>  | 14    | 7     | 13    | 23    | 27    |
| <b>계속사업이익</b>   | -8    | -25   | 46    | 81    | 96    |
| <b>중단사업이익</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>*법인세효과</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | -8    | -25   | 46    | 81    | 96    |
| 순이익률(%)         | -0.5  | -2.1  | 2.9   | 4.5   | 5.0   |
| <b>지배주주</b>     | -10   | -26   | 45    | 78    | 93    |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | -0.6  | -2.2  | 2.8   | 4.4   | 4.9   |
| <b>비지배주주</b>    | 2     | 1     | 1     | 2     | 3     |
| <b>총포괄이익</b>    | 1     | -19   | 46    | 81    | 96    |
| <b>지배주주</b>     | -0    | -20   | 45    | 81    | 96    |
| <b>비지배주주</b>    | 2     | 1     | 1     | 0     | 0     |
| <b>EBITDA</b>   | 126   | 84    | 140   | 190   | 211   |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |       |       |       |       |        |
| 매출액                    | 45.3  | -26.6 | 31.4  | 12.6  | 5.7    |
| 영업이익                   | 643.8 | -75.5 | 465.1 | 52.2  | 17.5   |
| 세전계속사업이익               | 201.8 | 적전    | 흑전    | 74.6  | 18.8   |
| EBITDA                 | 83.3  | -33.4 | 67.0  | 35.5  | 10.8   |
| EPS                    | 적지    | 적지    | 흑전    | 37.8  | 18.8   |
| <b>수익성 (%)</b>         |       |       |       |       |        |
| ROA                    | -0.5  | -1.8  | 3.3   | 5.4   | 6.1    |
| ROE                    | -1.9  | -5.0  | 8.4   | 11.9  | 11.5   |
| EBITDA마진               | 7.6   | 6.9   | 8.8   | 10.6  | 11.1   |
| <b>안정성 (%)</b>         |       |       |       |       |        |
| 유동비율                   | 97.3  | 90.0  | 98.6  | 126.0 | 141.3  |
| 부채비율                   | 149.6 | 143.2 | 138.8 | 91.3  | 75.0   |
| 순차입금/자기자본              | 63.8  | 67.3  | 53.9  | 21.0  | 11.6   |
| EBITDA/이자비용(배)         | 6.1   | 2.3   | 4.0   | 7.6   | 10.7   |
| 배당성향                   | -27.3 | -10.4 | 6.1   | 4.4   | 3.7    |
| <b>주당지표 (원)</b>        |       |       |       |       |        |
| EPS(계속사업)              | -165  | -434  | 740   | 1,019 | 1,211  |
| BPS                    | 8,870 | 8,485 | 9,180 | 9,921 | 11,087 |
| CFPS                   | 1,045 | 738   | 1,845 | 2,043 | 2,250  |
| 주당 현금배당금               | 45    | 45    | 45    | 45    | 45     |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |       |       |       |       |        |
| PER                    | -55.9 | -19.6 | 11.7  | 9.2   | 7.7    |
| PBR                    | 1.0   | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 0.8    |
| PCR                    | 8.8   | 11.5  | 4.7   | 4.6   | 4.2    |
| EV/EBITDA              | 7.8   | 11.1  | 6.4   | 4.1   | 3.4    |
| 배당수익률                  | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5    |

| 일시         | 투자의견 | 목표주가    | 목표가격 | 과리율     |             |
|------------|------|---------|------|---------|-------------|
|            |      |         | 대상시점 | 평균주가대비  | 최고(최저) 추가대비 |
| 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 기관투자자 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 (2025년 01월 17일 기준)

|    |        |    |       |    |       |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 96.89% | 중립 | 3.11% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|