

화승엔터프라이즈 241590

화승인더 개별 실적에 대한 재평가 필요

화승엔터와 화승인더 역대급 실적 개선

전방 고객사 Adidas의 압도적인 부활에 힘입어 화승엔터는 4분기 이례적인 성장을 보였다. 더불어 모회사인 화승인더도 역대급 실적 개선을 기록했다. 양사의 실적 모두 본격적인 상승 사이클에 진입했다.

화승엔터& 화승인더의 아디다스향 매출은 중복 & 이익은 공유

현재 화승인더 → 화승엔터 → 화승비나 및 기타 제조 계열의 지배구조를 띤다. 화승엔터는 화승인더가 기존에 보유했던 화승비나(베트남) 지분 100%를 현물 출자하여 설립한 상장 자회사다. 국내에서 흔히 찾아볼 수 있는 중복 상장 형태다. 화승인더의 별도 매출은 1) 화승엔터에게 원재료 제공, 2) 화승엔터가 제조한 제품(운동화 등)을 받아 아디다스에게 납품(주문관리 포함), 3) 로열티(1.4~1.7%)로 구성되어 있다.

매출 구성에서 알 수 있듯이 아디다스향 매출은 화승인더와 화승엔터가 중복된다. 다만 화승엔터가 지급하는 브랜드 로열티와 일부 수수료 등을 감안하면 아디다스향 이익은 화승엔터와 화승인더가 나눠 갖는 형태다. 결론적으로 화승인더의 별도 실적(이익)에 대해서는 시장의 재평가가 필요하다.

화승엔터& 화승인더 합산 기업가치 최소 1.1조원 이상 평가 받아야

화승인더 연결 실적에는 상장된 화승엔터가 포함된다. 따라서 화승인더의 적정 가치를 평가하려면 개별 순이익으로 산출하는 것이 적절하다. 참고로 화승인더의 개별 매출 중 아디다스향 비중은 91.8%다. 따라서 개별 순이익 대부분이 아디다스로부터 발생한다고 볼 수 있다. 24년 화승인더 개별 순이익은 약 250~300억원으로 추정된다. 여기에 아디다스로부터 이익이 80% 이상 발생하는 화승엔터 24년 Trailing P/E 17배를 적용하면 화승인더 적정가치는 최소 5,147억원이다(기타 자회사 가치는 미반영). 전일 시가 총액 2,838억원과 비교하면 할인율이 50%에 육박한다. 결론적으로 화승엔터와 화승인더가 만약 예전과 같은 하나의 회사였다면 기업 가치는 현재 최소 1.1조원 이상이어야 한다. 전일 기준 합산 시총은 8,700억원이다. 화승인더의 개별 실적에 대한 재평가가 필요한 시점이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,139	1,654	1,214	1,548	1,775
영업이익	7	53	13	78	122
영업이익률(%)	0.6	3.2	1.1	5.0	6.9
세전이익	2	6	-19	31	60
지배주주지분순이익	-7	-10	-26	44	84
EPS(원)	-108	-165	-434	726	1,384
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	90.7
ROE(%)	-1.2	-1.9	-5.0	9.6	18.7
PER(배)	-156.7	-55.9	-19.6	13.4	7.0
PBR(배)	1.9	1.0	1.0	1.5	1.2
EV/EBITDA(배)	19.2	7.4	10.6	6.8	4.9

자료: 화승엔터프라이즈, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

2025.03.06

매수(유지)

목표주가(유지)	14,000원
현재주가(03/05)	9,730원
상승여력	43.9%

Stock Data

KOSPI	2,558.1pt
시가총액(보통주)	590십억원
발행주식수	60,589천주
액면가	500원
자본금	30십억원
60일 평균거래량	272천주
60일 평균거래대금	2,714백만원
외국인 지분율	6.1%
52주 최고가	12,000원
52주 최저가	6,580원
주요주주	
화승인더스트리(외 4인)	68.7%
국민연금공단(외 1인)	6.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-9.3	-11.3
3M	6.8	2.0
6M	29.9	30.6

주가차트

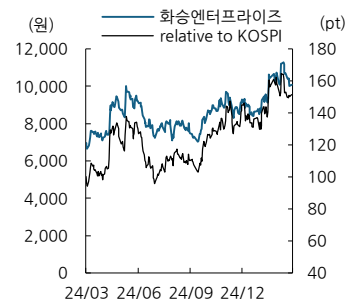
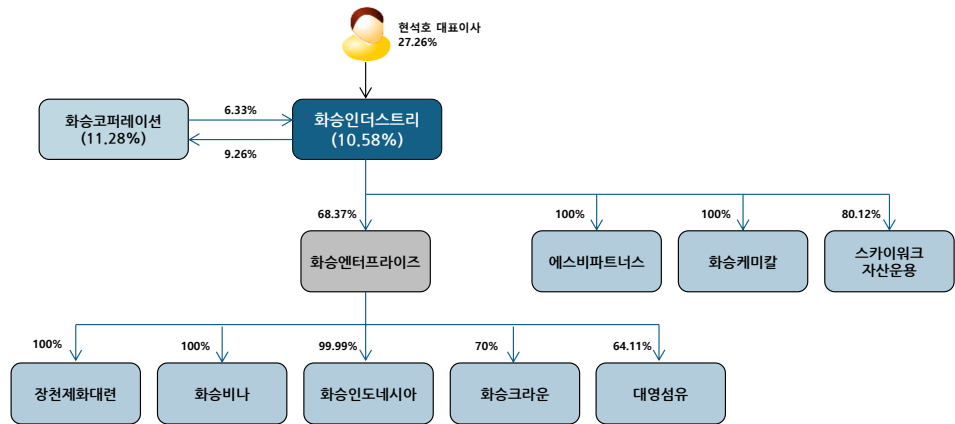


그림1 화승그룹 지배구조



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

표1 화승인더와 화승엔터 거래 관계 분석

(십억원)	2020	2021	2022	2023
화승인더 개별 제품 매출 (a)	908	812	1,207	880
화승인더 개별 상품 매출	16.2	17	21.1	20.8
a-c=d	22.6	23	12.5	6.8
화승엔터 -> 화승인더 수수료율 추정치 (d/c)	2.6%	2.9%	1.0%	0.8%
화승엔터의 화승인더향 매출 (c)	886	789	1,194	873
화승엔터의 연결 매출	1,116	1,139	1,654	1,214
추정 로열티 비율	1.5%	1.5%	1.3%	1.7%

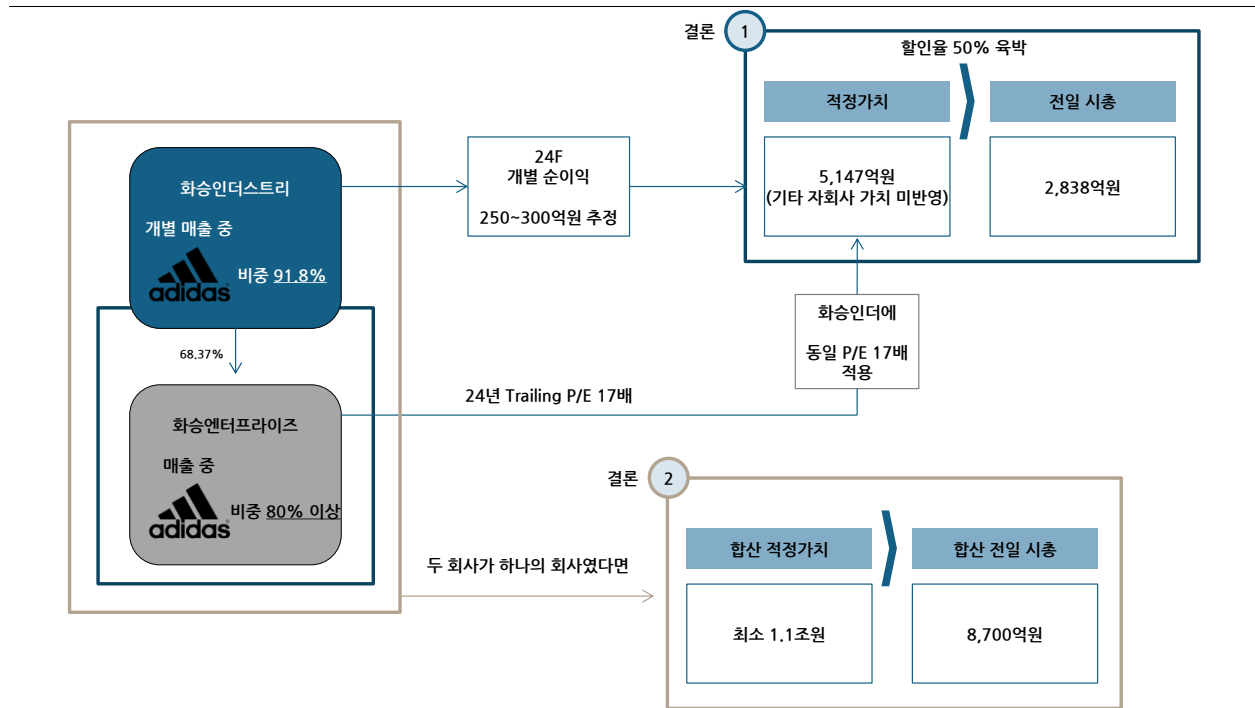
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 화승인더와 화승엔터 거래 관계 분석



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 화승인더 개별 실적 재평가(그림)



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표2 화승인더 개별 실적 재평가(표)

구분	화승인더스트리	화승엔터프라이즈
아디다스 비중	(개별 매출 중) 91.8%	80% 이상
24F 개별 순이익	250 ~ 300억원 추정	-
24F Trailing P/E	화승엔터와 동일 P/E 적용 (17배)	17배
결론 1	적정가치	전일시총
화승인더스트리	5,147억원	2,838억원
할인율	50% 육박	
결론 2	적정가치	전일시총
화승인더 + 화승엔터 합산 시총	최소 1.1조원	8,700억원

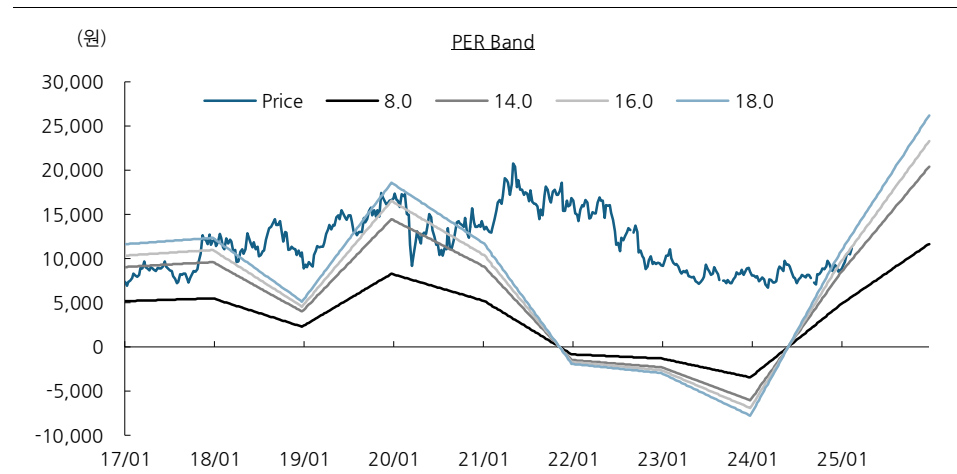
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 화승인더스트리 자사주매입 신탁계약 공시 정리

계약시작일	계약금액 (억원)	계약 전 보유 자사주 비율 (%)
2024-09-13	50	8.6
2022-06-15	50	6.7
2022-02-16	50	5.1
2021-07-19	50	3.7
2020-08-25	50	2.5
2018-11-12	70	0.6

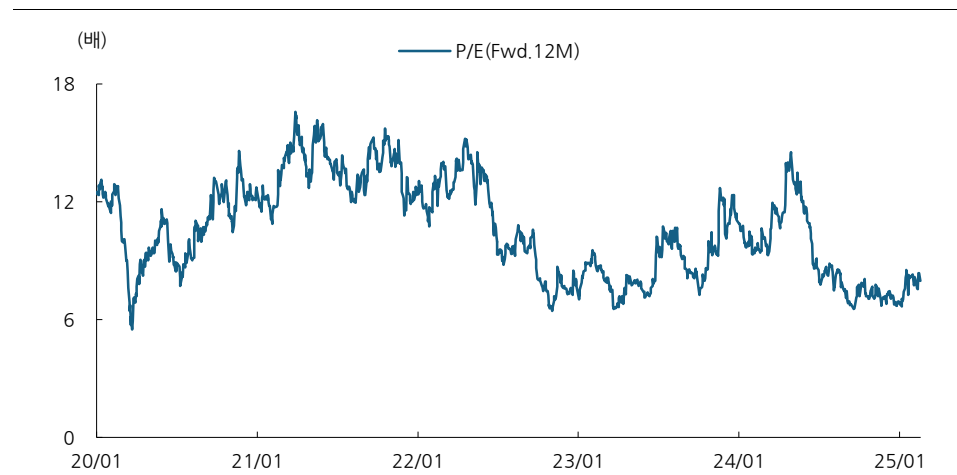
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림4 화승엔터프라이즈 PER Band



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림5 화승엔터프라이즈 12M Fwd PER



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

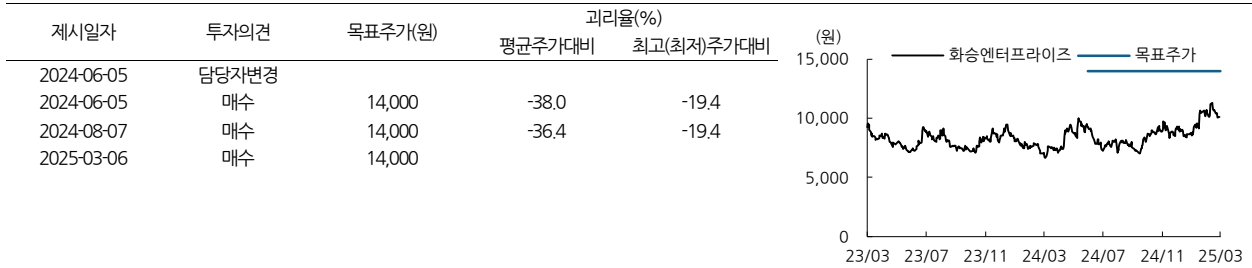
[화승엔터프라이즈 241590]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	698	757	647	579	603	매출액	1,139	1,654	1,214	1,548	1,775
현금 및 현금성자산	173	183	121	13	8	매출원가	1,022	1,455	1,050	1,279	1,433
매출채권 및 기타채권	144	128	129	136	146	매출총이익	116	199	163	269	342
재고자산	301	294	263	297	316	판매비 및 관리비	109	146	150	192	220
기타	79	153	133	133	133	영업이익	7	53	13	78	122
비유동자산	633	718	714	734	754	(EBITDA)	69	126	84	157	202
관계기업투자등	9	9	9	9	9	금융손익	-3	-41	-24	-43	-41
유형자산	497	567	565	559	562	이자비용	10	21	37	43	41
무형자산	32	42	41	40	39	관계기업등 투자손익	-1	0	0	0	0
자산총계	1,330	1,476	1,361	1,313	1,358	기타영업외손익	-2	-5	-7	-4	-22
유동부채	695	778	719	779	736	세전계속사업이익	2	6	-19	31	60
매입채무 및 기타채무	245	201	187	248	284	계속사업법인세비용	9	14	7	-11	-21
단기금융부채	443	564	528	528	448	계속사업이익	-7	-8	-25	42	81
기타유동부채	7	13	3	3	3	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	84	107	82	83	83	당기순이익	-7	-8	-25	42	81
장기금융부채	66	90	65	65	65	지배주주	-7	-10	-26	44	84
기타비유동부채	19	17	17	17	17	총포괄이익	22	-1	-19	42	81
부채총계	780	885	801	862	818	매출총이익률 (%)	10.2	12.0	13.5	17.4	19.3
지배주주지분	537	537	514	405	494	영업이익률 (%)	0.6	3.2	1.1	5.0	6.9
자본금	30	30	30	30	30	EBITDA마진률 (%)	6.0	7.6	6.9	10.1	11.4
자본잉여금	166	170	169	169	169	당기순이익률 (%)	-0.6	-0.5	-2.1	2.7	4.5
이익잉여금	179	169	140	181	270	ROA (%)	-0.5	-0.7	-1.9	3.3	6.3
비지배주주지분(연결)	14	54	45	45	45	ROE (%)	-1.2	-1.9	-5.0	9.6	18.7
자본총계	550	591	559	451	539	ROIC (%)	-3.0	-6.8	1.0	6.1	9.5

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-8	97	59	-34	152	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-7	-8	-25	42	81	P/E	-156.7	-55.9	-19.6	13.4	7.0
비현금수익비용가감	73	140	108	-96	65	P/B	1.9	1.0	1.0	1.5	1.2
유형자산감가상각비	59	70	67	76	76	P/S	0.9	0.3	0.4	0.4	0.3
무형자산상각비	3	3	4	4	4	EV/EBITDA	19.2	7.4	10.6	6.8	4.9
기타현금수익비용	11	67	37	-175	-15	P/CF	15.5	4.2	6.2	n/a	4.1
영업활동 자산부채변동	-67	-12	15	20	7	배당수익률 (%)	0.3	0.5	0.5	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	8	27	-2	-7	-10	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-49	27	36	-34	-19	매출액	2.0	45.3	-26.6	27.6	14.6
매입채무 증가(감소)	5	-62	17	61	36	영업이익	-88.6	643.8	-75.5	498.9	57.6
기타자산 부채변동	-31	-4	-36	0	0	세전이익	-95.6	201.8	적전	흑전	90.7
투자활동 현금	-120	-206	-56	-72	-82	당기순이익	적전	적지	적지	흑전	90.7
유형자산처분(취득)	-94	-122	-45	-69	-79	EPS	적전	적지	적지	흑전	90.7
무형자산 감소(증가)	0	0	-3	-3	-3	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-6	-2	-1	0	0	부채비율	141.7	149.6	143.2	191.3	151.7
기타투자활동	-20	-82	-7	0	0	유동비율	100.3	97.3	90.0	74.3	82.0
재무활동 현금	48	118	-67	-3	-75	순차입금/자기자본(x)	53.9	63.8	67.3	107.6	75.9
차입금의 증가(감소)	57	79	-64	0	-80	영업이익/금융비용(x)	0.7	2.6	0.4	1.8	3.0
자본의 증가(감소)	-4	39	-3	-3	5	총차입금 (십억원)	509	654	594	594	514
배당금의 지급	4	3	3	3	-5	순차입금 (십억원)	297	377	376	485	409
기타재무활동	-6	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-73	10	-62	-109	-5	EPS	-108	-165	-434	726	1,384
기초현금	246	173	183	121	13	BPS	8,858	8,870	8,485	6,690	8,155
기말현금	173	183	121	13	8	SPS	18,797	27,299	20,034	25,556	29,291
NOPLAT	-23	-61	9	56	89	CFPS	1,086	2,193	1,372	-885	2,400
FCF	-121	-85	42	-106	70	DPS	45	45	45	n/a	n/a

자료: 화승엔터프라이즈, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

화승엔터프라이즈 (241590) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2024.12.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.