

KOSPI | 내구소비재와의류

화승엔터프라이즈 (241590)

본격적인 회복이 기대되는 하반기

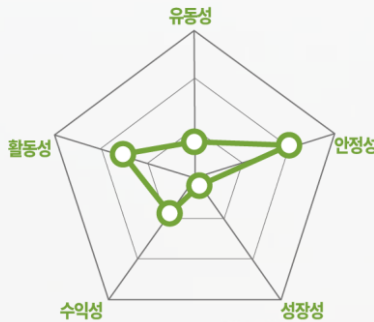
체크포인트

- 화승엔터프라이즈는 아디다스 운동화 ODM 전문기업. 아디다스 운동화 내 동사의 점유율은 2015년 10%에서 2024년 2분기 기준 21%까지 상승, 아디다스 신발 제조 기업 중 2번째로 높은 점유율을 차지하고 있음
- 7월 아디다스는 2024년 실적 가이던스로 매출액은 높은 한 자릿수 성장(high-single-digit rate), 영업이익은 2023년 2.7억 유로 대비 크게 개선된 약 10억 유로 제시함. 한편, 동사의 주요 경쟁사인 Yue Yuen의 경우 월별 실적을 발표, 2024년 7월 제조 부문의 매출액이 전년 동월 대비 22.1% 증가하며 업황 회복세를 입증
- 2020년 이후 동사의 주가는 PBR Band 0.8x ~ 2.5x 수준에서 형성. 현재 주가는 2024년 추정 실적 기준 PBR 0.9x로 역사적 Band 하단에 위치하고 있으며, 하반기 가동률 상승으로 실적 개선과 함께 밸류에이션 정상화도 가능할 것으로 판단함

주가 및 주요이벤트

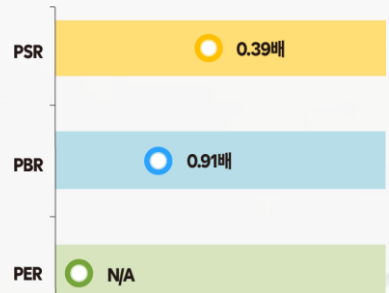


재무지표



주: 2023년 기준, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2023년 기준, PBR은 1Q24 기준, Fnguide WICS 분류상 경기관련소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

Analyst 채윤석 chaeyunseok@kirs.or.kr

RA 정수현 sh.jeong@kirs.or.kr

내구소비재와의류

아이다스 운동화 ODM 전문 기업

화승엔터프라이즈는 2015년 11월 설립, 2016년 유가증권 시장에 상장한 운동화 ODM 전문 기업으로 대부분의 매출이 아디다스향으로 구성되어 있음. 2023년 기준 지역별 생산 비중은 베트남 49.0%, 인도네시아 41.8%, 중국 9.2%. 동사는 베트남 현지 법인에 설치된 브랜드 개발 센터와의 협업을 통해 아디다스 그룹과의 파트너십을 공고히 하고 주문에서 생산 후 납품까지의 리드 타임을 기존 90일에서 45일 수준으로 단축하며 제조 경쟁력을 강화함. 동사의 아디다스 내 신발 제조 점유율은 2015년 10%에서 2024년 2분기 기준 21%까지 상승, 아디다스 신발 제조 기업 중 2번째로 높은 점유율을 차지하고 있음

전방 고객사인 아디다스의 회복 예상

아디다스는 7월 16일 2024년 반기 호실적을 발표하며 긍정적인 연간 가이드선도 새롭게 제시. 2024년 반기 실적은 매출액 113억 유로(+6.2%, yoy), 영업이익 6.8억 유로(+189.0%, yoy)를 기록. 2분기 호실적 발표와 함께 아디다스는 1) Samba, Gazelle, Spezial 및 Campus 등 라이프 스타일 제품군의 판매 호조, 2) 축구 이벤트(유로 2024, 코파 아메리카 2024)로 인한 Predator와 Copa 시리즈 등 축구화 매출의 2자리수 성장, 3) 레트로 런닝에 대한 수요 증가 등을 고려하여 2024년 실적 가이드선으로 매출액은 높은 한 자리수 성장(high-single-digit rate)을, 영업이익은 약 10억 유로를 제시함

2024년 실적 전망

2024년 연간 실적은 매출액 1조 5,806억원(+30.2%, yoy), 영업이익 744억원(+474.0%, yoy), OPM 4.7%(+3.6%p, yoy)로 전망. 일반적으로 고객사의 S/S, F/W 신상품 출시 일정 관련 실적 계절성(성수기: 2,4분기, 비수기: 1,3분기)이 존재하지만 2024년 하반기에는 전방 고객사의 실적 회복과 리스타킹 영향으로 동사는 매 분기 가동율 상승을 통한 수익성 개선이 예상됨

Forecast earnings & Valuation

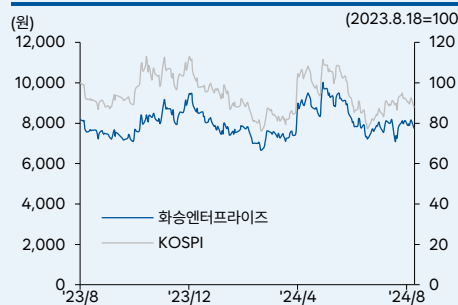
	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액(억원)	11,158	11,386	16,540	12,138	15,806
YoY(%)	-71	2.0	45.3	-26.6	30.2
영업이익(억원)	625	71	528	130	744
OP 마진(%)	5.6	0.6	3.2	1.1	4.7
지배주주순이익(억원)	401	-65	-100	-263	375
EPS(원)	662	-108	-165	-434	619
YoY(%)	-35.8	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	21.4	N/A	N/A	N/A	12.5
PSR(배)	0.8	0.9	0.3	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	8.4	19.4	7.8	11.1	6.3
PBR(배)	1.7	1.9	1.0	1.0	0.9
ROE(%)	9.3	-1.2	-1.9	-5.0	7.3
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (8/28)	7,770원
52주 최고가	10,000원
52주 최저가	6,660원
KOSPI (8/28)	2,689.83p
자본금	303억원
시가총액	4,708억원
액면가	500원
발행주식수	61백만주
일평균 거래량 (60일)	39만주
일평균 거래액 (60일)	31억원
외국인지분율	60.3%
주요주주	화승인더스트리 외 4인 68.65%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.3	11.0	2.1
상대주가	-2.8	9.5	-3.5

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '매출총이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

■ 아디다스 운동화 ODM 전문 기업

종합 스포츠 ODM
글로벌 기업으로
도약할 준비를 마친
화승엔터프라이즈

화승엔터프라이즈는 2015년 11월 설립, 같은해 12월 화승인더스트리로부터 화승VINA(베트남)의 지분 100%를 현물 출자 받았다. 동사의 전신인 화승비나 (HWASEUNG VINA Co., Ltd)는 2002년 4월 설립된 베트남 내 사업회사로, 당시 리복을 주요 고객으로 사업을 영위하였으나 2006년 리복이 아디다스 그룹에 인수되며 고객사가 아디다스로 확장 되었다. 이후 2016년 베트남 법인 증설을 위해 2016년 유가증권 시장에 상장하였으며, 2017년에는 화승인더스트리로부터 장천제화대련유한공사(중국)와 PT.화승인도네시아의 지분을 현물출자 받으며 아시아 3개국에 생산 기지를 확보 했다. 2019년에는 특수목적법인 화승크라운을 통해 UNIPAX를 인수하며 ODM 사업을 신발에서 모자까지 확대, 종합 스포츠 상품 ODM 글로벌 기업으로 도약하는 발판을 마련했다.

2024년 2분기 기준, 동사의 최대주주는 화승인더스트리로 지분 68.37%를 보유하고 있으며, 계열사임원 3명 및 현 석호 기타비상무이사(화승인더스트리 최대주주)의 보유 주식을 포함한 최대주주 및 특수관계인 지분은 68.65%이다. 화승인더스트리는 6월 18일자로 동사 주식 200만주(약 156억원)를 블록딜 방식으로 매각하며 지분이 3.3% 감소했으나, 올해 9월 리파이낸싱 목적으로 발행 예정인 전환사채 100억원 인수 자금 조달 목적으로 추정된다.

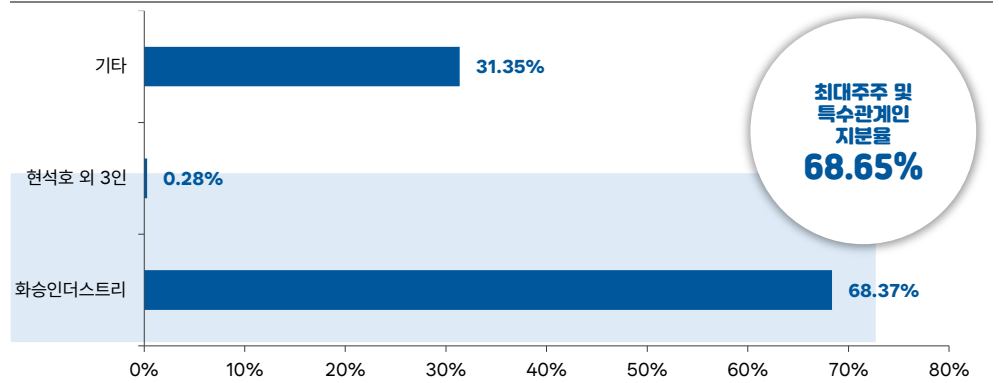
2024년 2분기 기준, 동사는 24개의 종속회사(자회사 6개, 손자회사 18개)를 보유하고 있다. 동사의 지역별 자회사인 화승 Vina(베트남), 장천제화대련유한공사(중국), PT. 화승인도네시아(인도네시아)가 각각 9개 1개, 3개의 법인을 보유하고 있으며 동사는 해당 법인들을 통해 운동화 부자재 및 완제품 제조 사업을 영위 중이다. 이 외 주요 종속기업으로는 UNIPAX 및 UNIPAX 종속기업(모자 제조·판매 사업)과 UNITED SWEETHEARTS GARMENT(의류 제조 사업)등의 법인이 있다.

화승엔터프라이즈 연혁



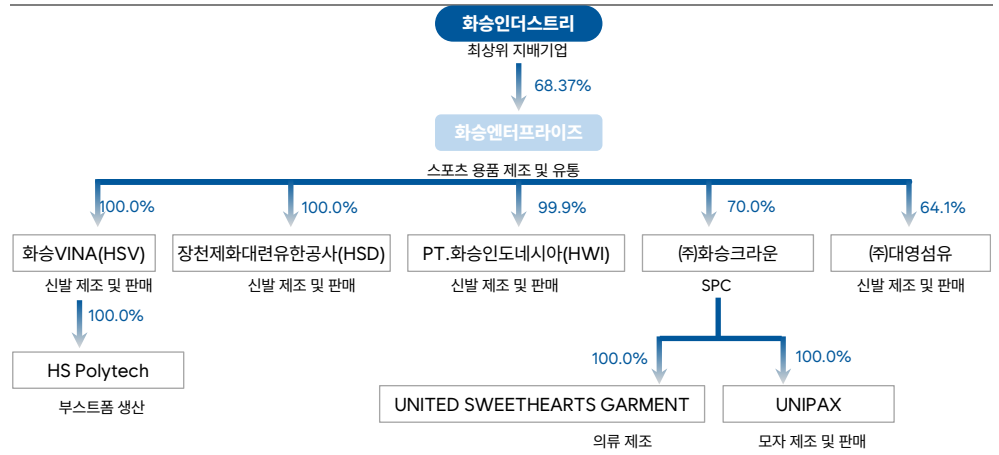
자료: 화승엔터프라이즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

화승엔터프라이즈 주주 현황(2Q24 기준)



자료: 화승엔터프라이즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

화승엔터프라이즈 주요 종속기업 지분율 현황(2Q24 기준)



자료: 화승엔터프라이즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

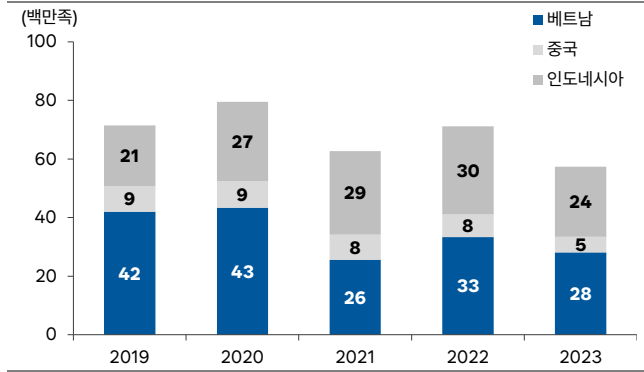
사업 현황

베트남, 인도네시아, 중국 공장을 기반으로 아디다스에 운동화를 공급 중

화승엔터프라이즈는 해외 현지 법인에서 운동화를 생산 후 화승인더스트리를 통해 아디다스에 공급하는 운동화 ODM 사업을 영위 중으로 매월 약 760종류(사이즈 별 구분 제외)의 운동화를 생산 중이다. 당사는 베트남, 인도네시아, 중국에 공장을 보유하고 있다. 전방 고객사의 탈 중국화, 인건비 상승 등을 감안, 동사의 생산 지역에서 중국이 차지하는 비중은 매년 하락 중인 반면, 인도네시아 생산 비중은 빠르게 상승하고 중이다. (해외 지역별 생산비중 변화: 2019년 베트남 58.8%, 인도네시아 29.0%, 중국 12.3% → 2023년 베트남 49.0%, 인도네시아 41.8%, 중국 9.2%)

운동화의 원재료는 아디다스에서 지정한 업체에서 구매하여 안정적인 가격과 품질을 보장받고 있다. 당사는 원재료 가격 및 인건비 가격 변동을 공급 가격에 반영하기 위해 아디다스와 매년 2회 정도 협상을 진행하며 공급 가격은 제품 생산에 필요한 원가에 일정 마진을 합하여 산정된다.

각 지역별 신발 생산량



주1) 생산활동을 하지 않거나 영향이 미미한 자회사 제외

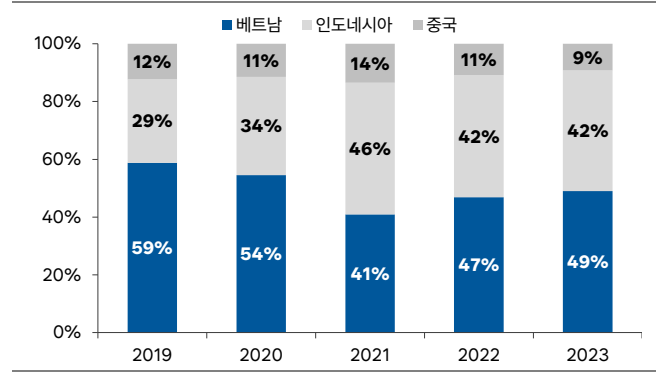
2) 베트남: HS Vina, HWASEUNG RACH GIA

인도네시아: PT. Hwa Seung Indonesia

중국: Jangchun Shoe Manufacturing Dalian, JANGCHUN SHOEMANUFACTURING TONGLIAO

자료: 화승엔터프라이즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

각 지역별 신발 생산량 비중



주1) 생산활동을 하지 않거나 영향이 미미한 자회사 제외

2) 베트남: HS Vina, HWASEUNG RACH GIA

인도네시아: PT. Hwa Seung Indonesia

중국: Jangchun Shoe Manufacturing Dalian, JANGCHUN SHOEMANUFACTURING TONGLIAO

자료: 화승엔터프라이즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

1 글로벌 스니커즈 신발 규모 전망

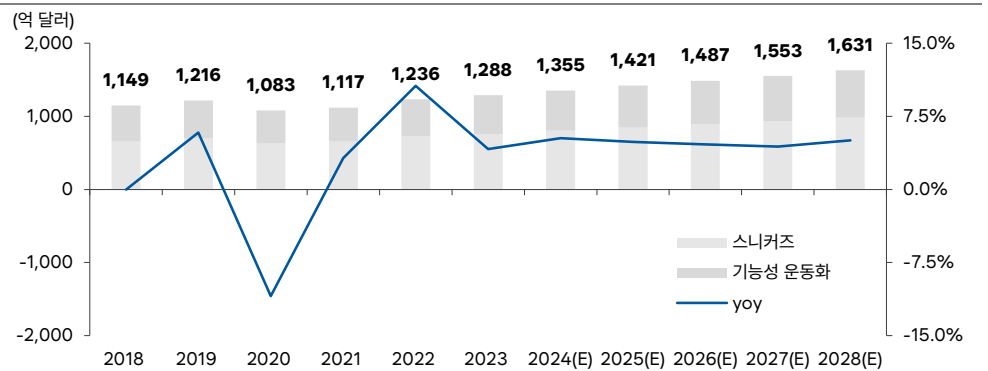
**2023년 ~ 2028년,
글로벌 스니커즈 및
기능성 운동화 시장
연평균 4.84% 성장 전망**

Statista는 Footwear 시장을 Athletic Footwear(기능성 운동화), Leather Footwear(가죽 부츠, 가죽 샌들 등), Sneakers(운동화 디자인의 일상화), Textile & Other Footwear(나막신, 샌들, 슬리퍼, 고무장화, 실내화 등)로 구분하였다. 이 중 동사의 전방시장은 Athletic Footwear(이하, 기능성 운동화)와 Sneakers(이하, 스니커즈)이다.

Statista에 따르면 글로벌 스니커즈 및 기능성 운동화 시장의 합산 규모는 2018년 1,149억 달러에서 2023년 1,288억 달러로 증가, 연평균 2.31%의 성장률을 기록했다. 코로나 19 팬데믹 기간이었던 2020년 ~ 2022년 기간 동안 운동화 수요 감소 및 생산 지역의 강력한 봉쇄정책으로 인한 공급망 불안으로 2019년 대비 시장 규모가 감소했으나, 2023년 전년 대비 4.1% 성장하며 정상화 구간에 진입하였다. 2023년 기준, 국가별 비중은 두 시장 모두 미국, 중국, 영국, 일본, 독일, 인도 순이며 미국과 중국이 시장의 50% 이상을 차지하고 있다. 두 시장의 주요 신발 브랜드는 나이키, 아디다스, 스캐처스, 뉴발란스 등이 대표적이다.

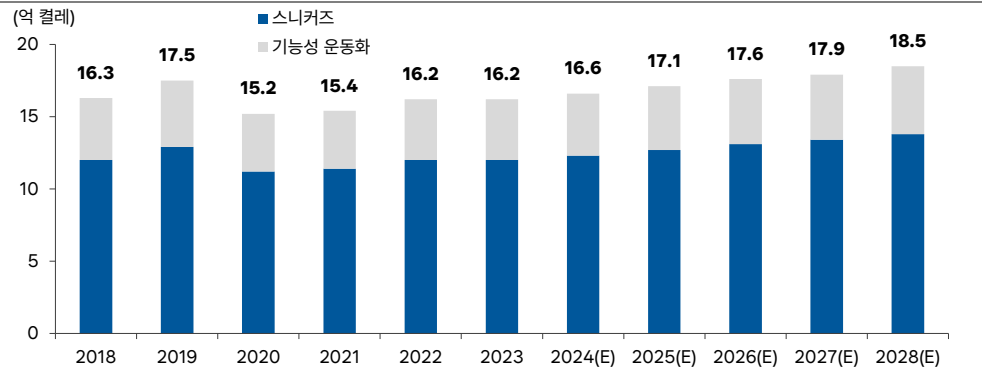
Statista에 따르면 스니커즈 및 기능성 운동화 시장의 성장률은 2023년 이후 5년 동안 연평균 4.84%로 전망되며, 시장 규모는 2028년 1,631억 달러 규모가 될 것으로 예상된다. 스니커즈 및 기능성 운동화 판매량은 2023년 16.2억 켈레에서 2028년 18.5억 켈레까지 증가하고, 신발 평균 가격도 스니커즈는 71.0달러, 기능성 운동화 139.6달러까지 상승할 것으로 추정된다. 애슬레저(운동(athletic)과 여가(leisure)의 합성어) 트렌드의 확산으로 운동과 일상 모두에서 활용 가능한 신발 수요 증가, 한정판 제품에 대한 소비자들의 높은 관심, 기술 발전을 통한 착화감 개선 등이 시장 성장의 주요 요인이 될 것으로 전망하며, 환경을 고려한 지속 가능한 제품의 수요 증가도 스니커즈 및 기능성 운동화 시장 성장의 촉매제 역할을 할 것으로 예상된다.

글로벌 스니커즈 및 기능성 운동화 시장 규모 추이



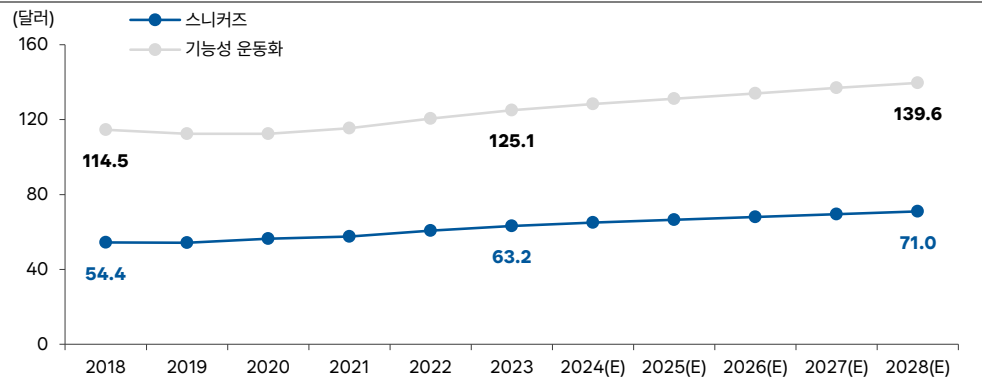
자료: Statista, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 스니커즈 및 기능성 운동화 판매량 추이



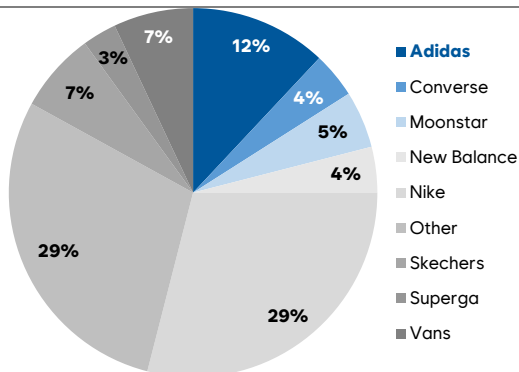
자료: Statista, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 스니커즈 및 기능성 운동화 평균 판매가(ASP) 추이



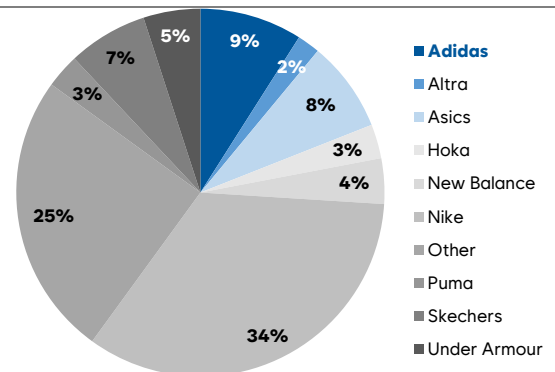
자료: Statista, 한국IR협회의 기업리서치센터

스니커즈 주요 브랜드 점유율



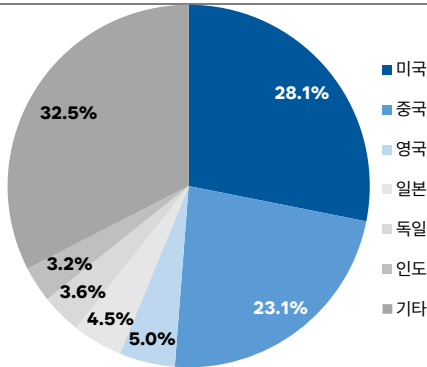
자료: Statista, 한국IR협회의 기업리서치센터

기능성 운동화 주요 브랜드 점유율



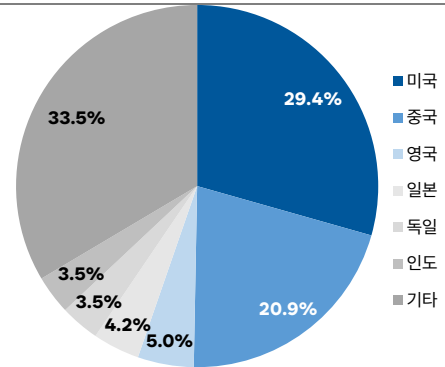
자료: Statista, 한국IR협회의 기업리서치센터

스니커즈 국가별 시장 비중



자료: Statista, 한국R협회의 기업리서치센터

기능성 운동화 국가별 시장 비중



자료: Statista, 한국R협회의 기업리서치센터

2 아디다스 현황

2024년,

YEEZY 파트너십 종료와 재고 이슈로부터 벗어나며 회복이 전망되는 아디다스

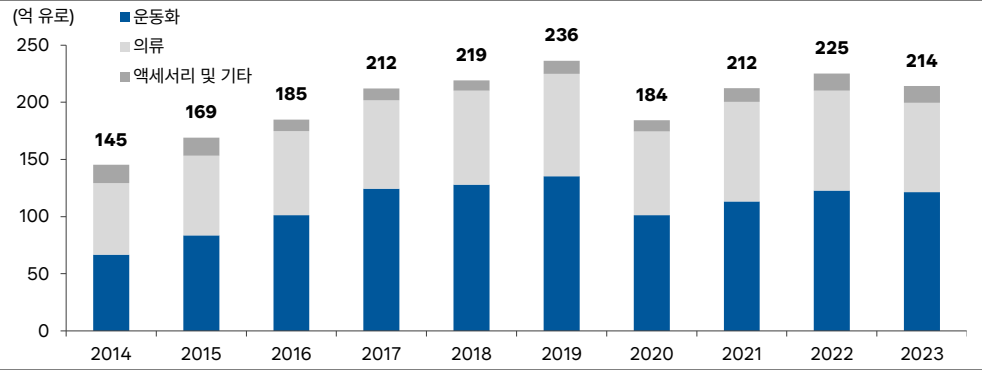
아디다스는 글로벌 운동화 시장의 약 10% 내외를 차지, 나이키에 이은 글로벌 운동화 시장의 2위 기업이다. 아디다스의 매출은 2023년 214.27억 유로 규모로 각 부문별 매출 비중은 운동화 56.7%, 의류 36.4%, 액세서리 및 기타 6.9%를 기록했다. 아디다스 매출액은 2014년 ~ 2019년 기간 동안 연평균 10.2%씩 성장하며 최고 매출액 236억 유로를 기록했다. 동기간 부문별 평균 성장률은 운동화 +15.2%, 의류 +7.4%, 액세서리 및 기타 -6.3%를 기록, 운동화 부문이 매출 성장을 이끌었다. 2020년 아디다스도 타 의류 및 스포츠 용품 기업들과 마찬가지로 코로나 19 팬데믹으로 인한 수요 감소 및 공장 운영 중단과 이후 발생한 공급망 병목현상 영향으로 어려움을 겪었다. 이후 2021년 ~ 2022년 기간 동안 아디다스의 매출액은 소폭 회복하는 모습을 보였으나, 2022년 10월 Yeezy 파트너십 종료가 영향을 미치며 2023년 매출액은 214억 유로를 기록, 최대 실적인 2019년 236억 유로 대비 약 91% 수준에 머물렀다.

Yeezy 라인업은 아디다스가 카니에 웨스트의 브랜드 Yeezy와의 콜라보레이션을 통해 출시한 운동화 모델이다. 2015년 첫번째 모델인 Yeezy Boost 750를 출시하며 큰 인기를 얻기 시작하였고, 아디다스 전체 매출의 약 10%를 기여한 것으로 추정, 주요 수익원 중 하나로 자리잡았다. 하지만 카니에 웨스트의 발언과 행동들이 논란이 되며, 2022년 10월 아디다스는 카니에 웨스트와의 파트너십 종료를 발표하였다. 2022년 4분기부터 매출 및 순이익에 직접적으로 부정적인 영향을 미치기 시작, 특히 DTC(Direct-To-Consumer) 채널과 북미 지역에서의 매출 회복세를 제한했다. 약 5억 유로의 재고 문제도 발생했으나, 아디다스는 2023년 5월부터 Yeezy 제품군의 원가 판매 및 기부를 통해 재고를 처리하고 있다.

아디다스의 2024년 반기 실적은 매출액 113억 유로(+6.2%, yoy), 영업이익 6.8억 유로(+189.0%, yoy)를 기록했다. 전년 동기 대비 부문별 성장률은 신발 +11.2%, 의류 +0.8%, 액세서리 및 기타 -6.4%를 기록했다. 신발 매출은 68억 유로였으며, 이 중 Yeezy 재고 판매 관련 실적은 매출액 3.5억 유로, 영업이익 1억 유로였다. 재고 자산도 45억 유로 수준까지 감소, 전년 동기 대비 18%가 감소했다. 2분기 호실적 발표와 함께 아디다스는 Samba, Gazelle, Spezial 및 Campus 등 라이프스타일 제품군의 판매 호조, 축구 이벤트(유로 2024, 코파 아메리카 2024)로 인한 Predator와 Copa 시리즈 등 축구화 매출의 2자리수 성장, 레트로 런닝에 대한 수요 증가 등을 고려하여 2024년 실적 가이드선으로 매출액의 경우 높은 한 자리수 성장(high-single-digit rate)을, 영업이익은 약 10억 유로를 제시했다. Yeezy 재고

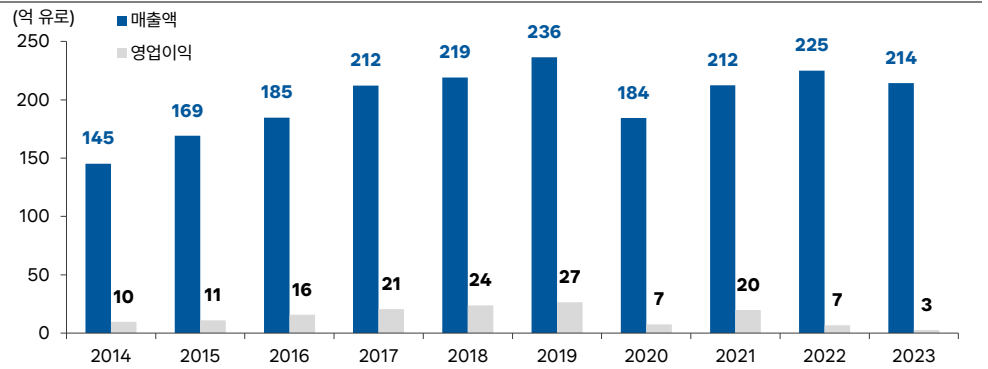
관련으로는 매출액 1.5억 유로 및 원가 판매를 가정했다.

아디다스 부문별 연간 매출액 추이



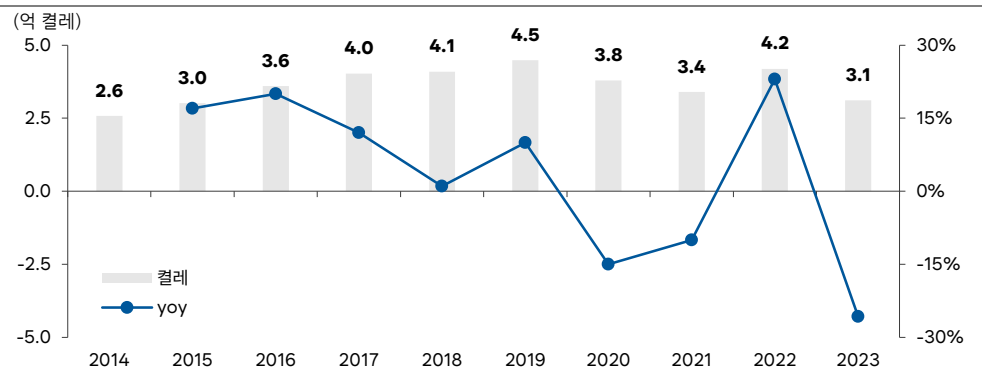
자료: 아디다스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아디다스 연간 실적 추이



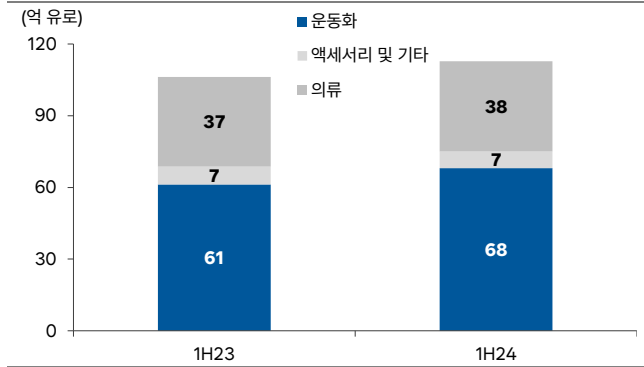
자료: 아디다스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아디다스 운동화 판매량 추이



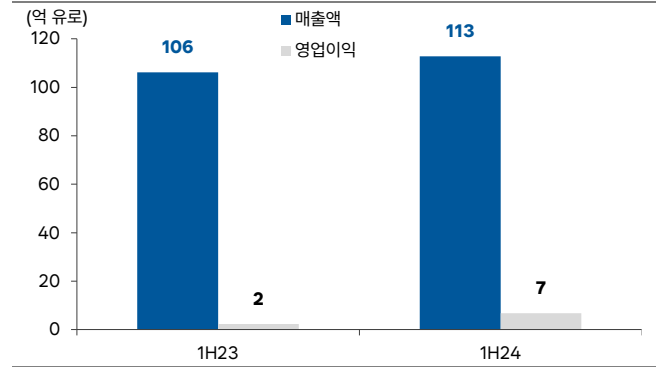
자료: 아디다스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아디다스 2024년 반기 부문별 매출 비교



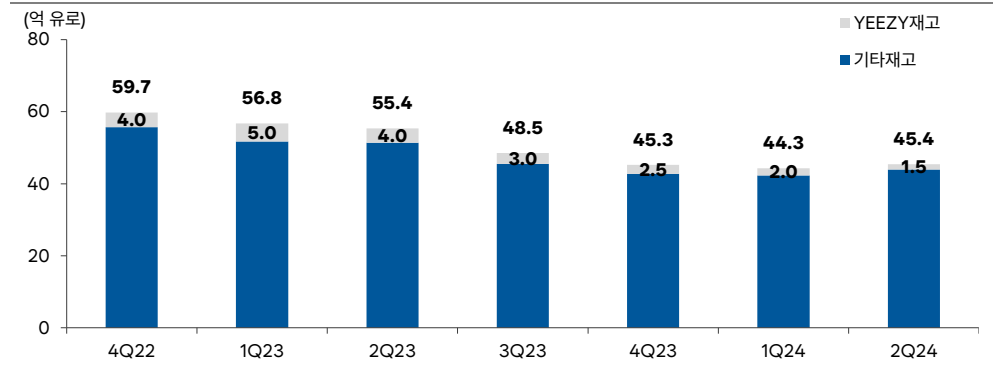
자료: 아디다스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아디다스 2024년 반기 실적 비교



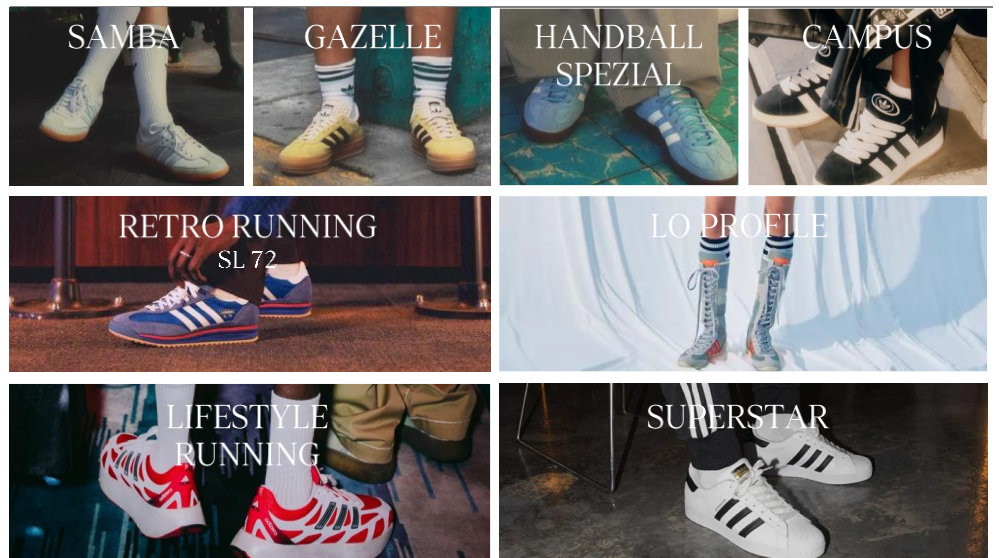
자료: 아디다스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아디다스 전체 재고자산과 YEEZY 재고 현황



자료: 아디다스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아디다스 운동화 주요 라인업 현황



자료: 아디다스, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

1 점점 높아지는 아디다스 내 점유율

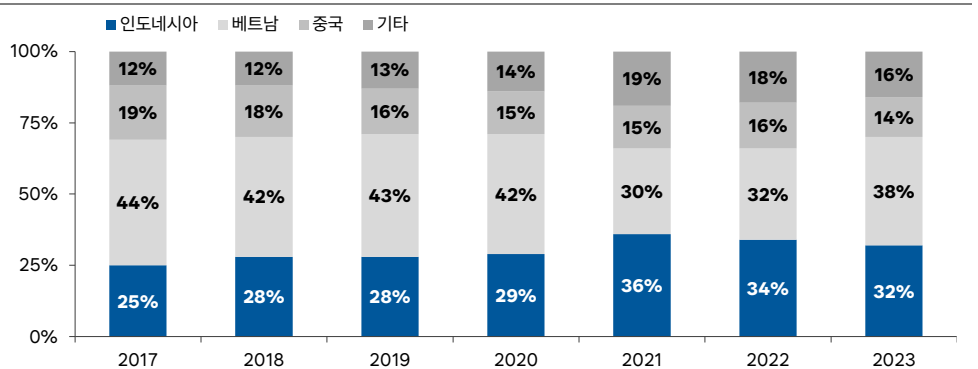
**아디다스 내 점유율은
2015년 10%에서
2024년 2분기 21%까지 상승**

2006년 아디다스가 리복을 인수하며 동사와 아디다스 간의 거래 관계가 형성되었다. 2008년 아디다스의 권유로 중국 대련에 소재한 장천제화대련 유한공사(前(주)풍원제화) 및 아디다스 리니어개발사업(현재 아디다스 Core-Footwear)을 인수, 아디다스의 핵심 ODM 기업으로 부상하였다. 동사의 아디다스 내 신발 제조 점유율은 2015년 10%에서 2024년 2분기 기준 21%까지 상승, 아디다스 신발 제조 기업 중 2번째로 높은 점유율을 차지하고 있다.

동사의 주요 생산 제품은 아디다스 Core-Footwear, 인라인 러닝, 리복, 리복 로얄 등이며 아디다스는 화승비나 내부에 생산 중인 브랜드 및 라인업의 개발센터를 운영하고 있다. 동사는 베트남 현지 법인인 화승 비나 내부에 설치된 브랜드 개발 센터와의 협업을 통해 아디다스 그룹과의 파트너십을 공고히 하고, 의사 결정 단계 축소를 통해 주문에서 생산 후 납품까지의 리드 타임을 기존 90일에서 45일 수준으로 단축하며 경쟁력을 강화하고 있다. 리드 타임 단축은 빠르게 변화하는 소비자 요구에 맞춰 신속하게 제품을 출시할 수 있어 전방 고객사가 시장 트렌드에 적시 대응이 가능하게 하며 제조사 입장에서는 높은 회전율을 기반으로 추가 수주 역력이 확보된다는 장점이 있다. 동사는 아디다스로부터 협력업체 중 납품속도가 빠른 공장으로 평가받아 오더가 지속적으로 증가하고 있다.

현재 아디다스가 생산 지역의 탈 중국화와 대만계 기업에 대한 의존도를 줄이고 있으며, 이는 동사에게 긍정적인 요인으로 판단된다. 2023년 기준 아디다스 운동화의 생산 지역은 베트남 38%, 인도네시아 32%, 중국 14%, 기타 16%로 구성되어 있으며, 중국 제조 비중은 점차 줄어들고 있다. 또한 현재 동사를 제외한 아디다스 운동화의 주요 OEM/ODM 기업은 Pou Chen, Chingluh, Apache 등의 대만계 기업으로 이들에 대한 아디다스의 생산 의존도는 약 80% 이상으로 추정된다. 아디다스는 현재 단일 국가 및 특정 기업에 대한 생산 의존도를 낮추기 위해 동사 등 다양한 국적의 기업과의 협력을 확대하고 있다.

아디다스 운동화 지역별 생산 비중 변화 추이

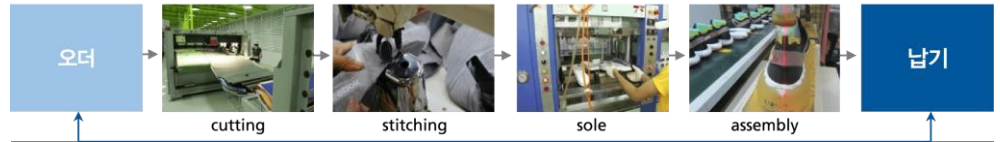


자료: 아디다스, 한국IR협의회 기업리서치센터

운동화 생산 주요 프로세스

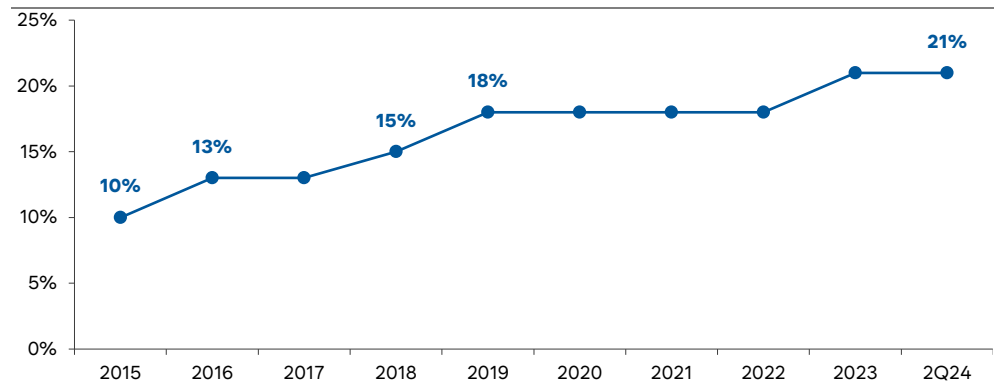
'수주에서 선적까지 리드타임을 90일에서 45일로 혁신적 단축'

• 주요 프로세스



자료: 화승엔터프라이즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

아디다스 운동화 부문 화승엔터프라이즈 점유율 추이



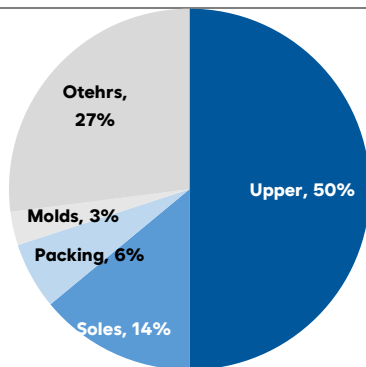
자료: 화승엔터프라이즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

수직계열화를 통해 개선될 수익성

**비즈니스 확장을 통한
성장동력 확보 기대**

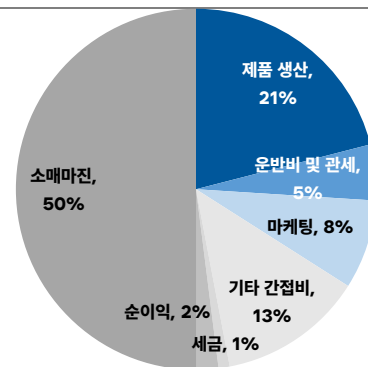
화승엔터프라이즈는 원가 절감과 반제품류의 외부 판매를 통한 마진 개선을 목표로 수직 계열화 작업을 진행 중이다. 가장 대표적인 사례로는 자회사인 HS Polytech을 통한 부스트폼 생산이다. HS Polytech의 실적은 부스트폼이 적용된 EYZZY 등의 판매호조 영향으로 2020년 매출액 821억원, 당기순이익 216억원, 순이익률 26.4%의 호실적을 기록하며 전사 실적 성장을 견인하기도 하였다. 향후 동사의 수직계열화 대상은 UPPER(갑피) 부문이다. 일반적인 운동화 제조원가가 UPPER(갑피) 50%, Sole(창) 14%, Packing 6%, Molds 3%, 기타(인건비, 공장 운영비 및 이윤 등) 27%로 구성, UPPER가 차지하는 비중이 높아 향후 수직 계열화와 함께 본격적인 마진을 개선을 기대할 수 있을 것으로 판단된다. 동사는 UPPER 수직계열화를 위한 일환으로 textile 노하우를 쌓기 위해 글로벌 브랜드 의류 제조 사업을 영위 중인 UNITED SWEETHEARTS GARMENT를 2022년 6월 자회사 대영섬유를 통해 인수하였으며, 2024년 2월 화승 크라운의 자회사로 변경하였다. 본 사업의 정상화 이후, UPPER 부문의 수직계열화로 인한 마진을 개선뿐 아니라 의류 및 모자 등 제품 카테고리 다양화와 고객사 확장도 기대된다.

운동화 생산 원가 구조



자료: solereview.com, 한국IR협회의 기업리서치센터

운동화 소매가 기준 원가 구조



자료: runrepeat.com, 한국IR협회의 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

1 실적 Review

아디다스의 실적 및 경영 전략에 연동되는 동사의 실적

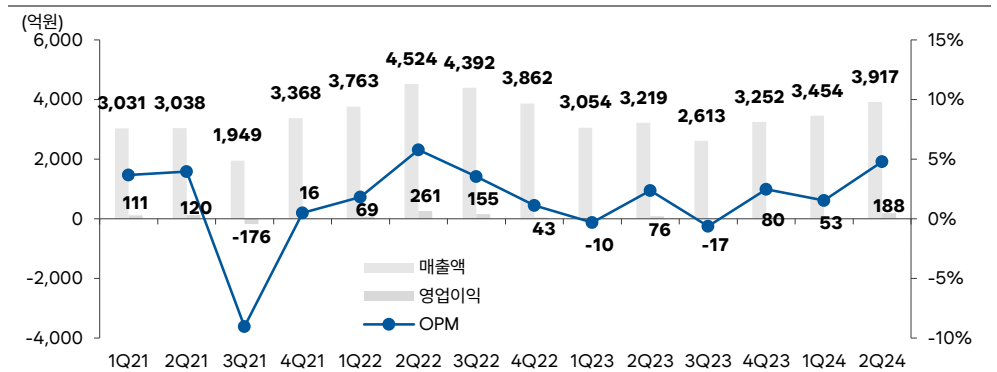
동사의 과거 실적은 전방 고객사의 실적 및 경영 전략에 연동되어 온 것으로 요약할 수 있다. 코로나 19 팬데믹 이전을 살펴보면 아디다스 Footwear 부문의 매출 성장과 재고자산 확대에 따라 동사 실적 또한 유기적인 성장을 이뤄왔으며, 아디다스로부터 인정받은 ODM 제조 능력을 바탕으로 고객사 내 점유율을 확대하며 추가 성장성을 확보하였다.

코로나 19 팬데믹이 절정이었던 2020년 ~ 2021년 동안에는 역성장을 기록하였다. 특히 각국의 봉쇄정책이 강화되었던 2021년에는 베트남 공장 가동률이 하락하며 매출액 1조 1,386억원(+2.0%, yoy), 영업이익 71억원(-88.6%, yoy), OPM 0.6%의 부진한 실적을 기록했다.

2022년 실적은 매출액 1조 6,540억원(+45.3%, yoy), 영업이익 528억원(+643.8%, yoy), OPM 3.2%를 기록했다. 아디다스의 Footwear 판매액이 서구권을 중심으로 2021년부터 회복세를 기록했으나 공급망 이슈로 인해 제품 공급 차질이 발생, 2022년 아디다스는 공급망 병목 현상에 적극적으로 대응하고 재고를 효율적으로 관리하기 위해 리스타킹(Re-stocking)에 나섰으며, 관련 수혜로 동사의 가동률이 상승하며 실적이 개선되었다.

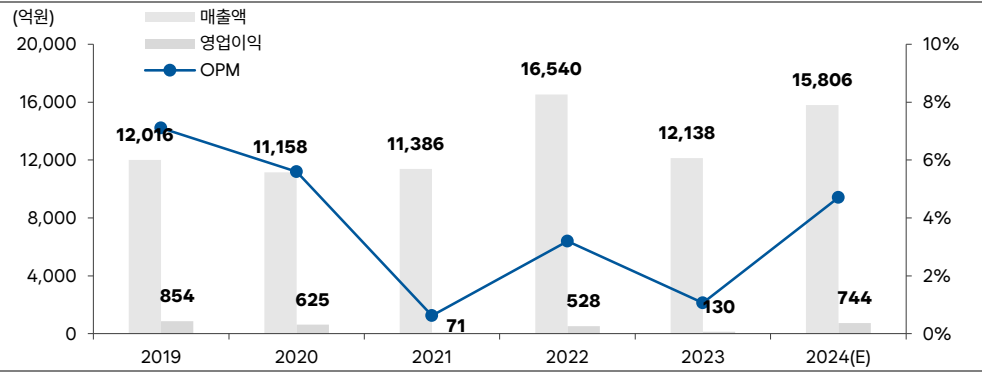
2023년 동사 실적은 매출액 1조 2,138억원(-26.6%, yoy), 영업이익 130억원(-75.5%), OPM 1.1%를 기록했다. 2022년말 아디다스와 Yeezy 협업 중단과 재고 관리가 동사 실적 역성장에 영향을 미쳤다. 전반적으로 동사의 가동률이 하락하였으며, 특히 부스터폼을 생산하는 HSPOLYTECH 법인의 경우 매출액은 약 81% 감소하였다.

화승엔터프라이즈 분기 실적 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

화승엔터프라이즈 연간 실적 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

2024년 실적 전망

**2024년 연간 실적은
매출액 1조 5,806억원
영업이익 744억원으로 전망**

2024년 상반기 동사 실적은 매출액 7,370억원(+17.5%, yoy), 영업이익 241억원(+263.7%, yoy), OPM(+2.2%p, yoy)를 기록했으며, 2024년 연간 실적은 매출액 1조 5,806억원(+30.2%, yoy), 영업이익 744억원(+474.0%, yoy), OPM 4.7%(+3.6%p, yoy)로 전망한다. 일반적으로 고객사의 S/S, F/W 신상품 출시 일정 관련 실적 계절성(성수기: 2,4분기, 비수기: 1,3분기)이 존재하지만, 2024년에는 전방 고객사의 실적 회복과 리스타킹을 고려하면 매 분기 동사는 가동률 상승을 통한 수익성 개선이 이뤄질 것으로 예상된다.

화승엔터프라이즈 분기 실적 Table

(단위: 억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
매출액	3,031	3,038	1,949	3,368	3,763	4,524	4,392	3,862	3,054	3,219	2,613	3,252	3,454	3,917
YoY	6.6%	-0.8%	-14.7%	13.5%	24.2%	48.9%	125.4%	14.7%	-18.8%	-28.8%	-40.5%	-15.8%	13.1%	21.7%
영업이익	111	120	-176	16	69	261	155	43	-10	76	-17	80	53	188
YoY	-38.9%	2.8%	적자전환	-93.1%	-38.1%	117.5%	흑자전환	163.4%	적자전환	-71.0%	적자전환	86.3%	흑자전환	147.6%
OPM	3.7%	4.0%	-9.0%	0.5%	1.8%	5.8%	3.5%	1.1%	-0.3%	2.4%	-0.6%	2.5%	1.5%	4.8%

자료: 화승엔터프라이즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

화승엔터프라이즈 연도별 실적 Table

(단위: 억원)

구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024(E)
매출액	12,016	11,158	11,386	16,540	12,138	15,806
YoY		-7.1%	2.0%	45.3%	-26.6%	30.2%
영업이익	854	625	71	528	130	744
YoY		-26.9%	-88.6%	643.8%	-75.5%	474.0%
OPM	7.1%	5.6%	0.6%	3.2%	1.1%	4.7%

자료: 화승엔터프라이즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

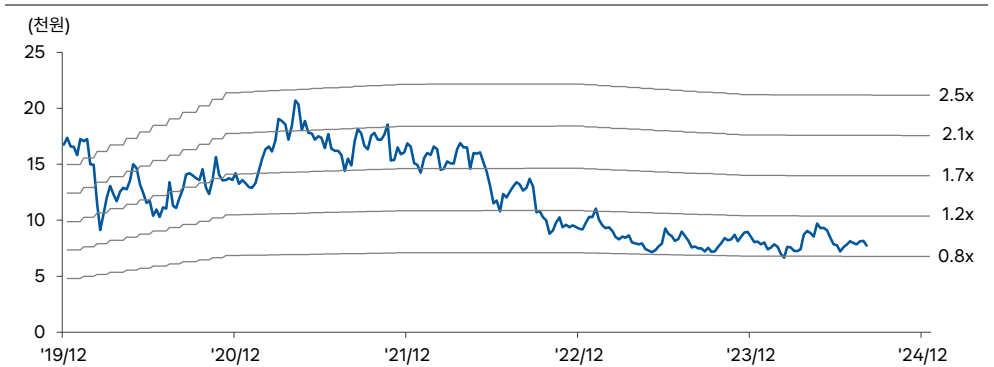
Historical Valuation 비교

현재 동사 주가 밸류에이션은 역사적 Band 하단에 위치한 것으로 분석

2020년 이후 동사의 주가는 PBR Band 0.8x ~ 2.5x 수준에서 형성되었다. 현재 주가가 2024년 추정 실적 기준 PBR 0.9x라는 점을 고려한다면, 현재 동사 주가 밸류에이션은 역사적 Band 하단에 위치한 것으로 분석된다.

2020년 초 동사의 주가는 코로나 19 관련 주식 시장의 급락 여파로 PBR 2.5x에서 PBR 1.2배 수준까지 하락하였으며 이후 주식 시장의 반등과 함께 PBR 1.7x 수준에서 주가가 형성되었다. 2021년 상반기 동사의 실적에서 회복세가 나타나고 전방 고객사의 오더가 증가하며 향후 정상화에 대한 기대감이 주가에 반영되기 시작하였다. 하지만 2021년 하반기 동남아시아 지역에서 코로나 19 확진자 수 급증과 함께 베트남 생산법인의 가동률이 하락하며 하반기 영업이익 적자를 기록, PBR 1.2x 이하로 주가가 하락하였다. 이후 2022년 10월 아디다스의 Yeezy 협업 중단과 재고 관리 이슈 발생 영향으로 현재 주가는 추가 하락한 상황이나, 하반기 가동률 상승 및 실적 개선이 주가에 긍정적인 영향을 미치며 밸류에이션 정상화도 가능할 것으로 판단한다.

화승엔터프라이즈 PBR Band



자료: 화승엔터프라이즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

참고사항: 글로벌 운동화 OEM-ODM 제조사

글로벌 주요 운동화 생산기업
Feng Tay, Yue Yuen

글로벌 운동화 OEM-ODM 제조사로는 대만에 상장된 Feng Tay Enterprises Co Ltd, 홍콩에 상장된 Yue Yuen Industrial (Holdings) LTD가 있다. Feng Tay의 경우 Nike의 고마진 제품군을 생산하여 차별화된 마진율을 기록 중인 반면 동사는 상대적으로 ASP가 낮은 제품군의 비중이 높다는 점, Yue Yuen의 경우 중국 내 유통사업 부문 매출도 포함되어 있다는 점을 고려한다면 두 기업 모두 직접적인 멀티플 비교는 제한적이라 판단한다.

Feng Tay는 1970년대부터 나이키의 운동화를 생산해 온 OEM/ODM 전문기업으로 대만에 상장된 기업이다. 생산 지역별 비중은 중국 9%, 인도네시아 14%, 베트남 48%, 인도 29%로 구성되어 있다. Nike의 중국 판매 부진과 재고 관리 이슈로 인해 2023년 실적은 역성장하였으나, 2024년 7월까지의 누적 매출액 509억 대만 달러를 기록하며 전년 동기 대비 6.19% 증가하며 회복세를 나타내고 있다.

Yue Yuen은 Pou Chen 그룹의 주요 자회사 중 하나로 Nike, Adidas, Asics 등 글로벌 브랜드 ODM-OEM 전문 기업이며 홍콩에 상장된 기업이다. 사업은 아웃도어 신발 51.7%, 캐주얼 신발과 스포츠 샌들 8.4%, 신발 부자재 5.5%, 유통(자회사 Pou Sheng: 중국 내 스포츠용품 및 캐주얼 브랜드) 34.4%로 구성되어 있다. 2024년 7월 누적 기준 Yue Yuen의 제조 부문(유통 제외)매출은 전년 동기 대비 5.1% 증가하며 연간 -18.4%의 역성장을 기록한 2023년 실적을 저점으로 회복세를 나타내고 있다.

글로벌 운동화 제조사 실적 Table

(단위: 원, 억원, 달러, 백만 달러, 배, %)

	화승엔터프라이즈	Feng Tay Enterprises Co Ltd	Yue Yuen Industrial (Holdings) LTD
코드	A241590	9910TW	0551HK
현재 주가 (08/28)	7,770	4.6	1.7
시가총액	4,708	4,536	2,740
매출액	2021	11,386	2,539
	2022	16,540	3,136
	2023	12,138	2,795
	2024F	15,806	2,814
영업이익	2021	71	230
	2022	528	371
	2023	130	214
	2024F	744	253
영업이익률	2021	0.6	9.0
	2022	3.2	11.8
	2023	1.1	7.7
	2024F	4.7	9.0
순이익	2021	-65	164
	2022	-100	297
	2023	-263	162
	2024F	375	196
EPS 성장률	2021	-116.2	-5.7
	2022	-53.5	81.2
	2023	-162.6	-45.4
	2024F	242.6	19.9
PER	2021	N/A	44.9
	2022	N/A	20.0
	2023	N/A	34.7
	2024F	12.5	22.8
PBR	2021	1.9	12.6
	2022	1.0	8.2
	2023	1.0	7.5
	2024F	0.9	5.8
ROE	2021	-1.2	25.6
	2022	-1.9	42.1
	2023	-5.0	20.7
	2024F	7.3	26.4
PSR	2021	0.9	2.9
	2022	0.3	1.9
	2023	0.4	2.0
	2024F	0.3	1.6

주) 화승엔터프라이즈의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 8월 28일 종가 기준

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

! 리스크 요인

1 대규모 자금 조달로 주가가치 희석 가능성 존재

2024년 9월
1,300억원의 전환사채 발행 예정

동사는 2024년 7월 1일, 총 1,300억원(현재 시가총액의 약 22%)의 전환사채 발행을 결정했으며, 발행예정일은 9월 30일이다. 이 중 160억원은 일반 전환사채로, 1,140억원은 자본으로 인정되는 채무증권(신종자본증권, 만기 도래시 화승엔터프라이즈의 의사결정에 따라 연장이 가능, 그러므로 원금 및 만기상환이자를 회피할 무조건적인 권리가 있음) 형태이다. NH PE가 운용 중인 펀드(엔에이치우리제일호 유한회사, 엔에이치뉴그로스 사모투자합자회사)에서 1,200억원(2~4회차), 화승인더스트리에서 100억원(5~6회차)을 조달할 계획이며, 채무상환 1,100억원, 운영자금 200억원으로 사용될 예정이다.

동사는 제1회차 무기명식 이권부 무보증 후순위 사모 전환사채를 2020년 3월 17일 발행하였다. 당시 발행금액은 1,500억원, 전환가액 17,542원이었으며, 2024년 6월 그 중 일부인 500억원을 중도상환하였고, 현재 잔액은 1,000억원이 있다. 일반적으로 자본으로 인정받는 영구채의 경우 구간 별 금리가 상승하는 스텝업 조항이 있으며, 첫번째 스텝업이 도래하는 발행 후 5년 이내에 상환 혹은 리파이낸싱이 일반적이다.

발행 예정 전환사채 현황

종류/구분	제 2 회차 무기명식 이권부 무보증	제 3 회차 무기명식 이권부 무보증	제 4 회차 무기명식 이권부	제 5 회차 무기명식 이권부 무보증	제 6 회차 무기명식 이권부
	후순위 사모 전환사채	후순위 사모 전환사채	무보증 사모 전환사채	후순위 사모 전환사채	무보증 사모 전환사채
발행일	2024.09.30	2024.09.30	2024.09.30	2024.09.30	2024.09.30
만기일	2054.09.30	2054.09.30	2028.09.30	2054.09.30	2028.09.30
권면(전자등록)총액	560 억원	500 억원	140 억원	80 억원	20 억원
사채 표면 이자율	2.0%	2.0%	1.0%	2.0%	1.0%
이율 만기 이자율	6.5%	6.5%	3.0%	6.5%	3.0%
전환대상 주식의 종류	보통주	보통주	보통주	보통주	보통주
전환청구 가능기간	2025.09.30 ~ 2054.08.30	2025.09.30 ~ 2054.08.30	2025.09.30 ~ 2028.08.30	2025.09.30 ~ 2054.08.30	2025.09.30 ~ 2028.08.30
전환 전환비율	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
조건 전환가액	8,028 원	8,028 원	8,028 원	8,028 원	8,028 원
미상환 주식수	6,975,585 주	6,228,201 주	1,743,896 주	996,512 주	249,128 주
사채 최저 조정가액	-	-	5,620 원	-	5,620 원
자금조달 목적	운영자금 200 억원 채무상환자금 360 억원	채무상환자금 500 억원	채무상환자금 140 억원	채무상환자금 80 억원	채무상환자금 20 억원
인수계약 체결자	엔에이치우리제일호 유한회사	엔에이치뉴그로스 투자합자회사	엔에이치우리제일호 유한회사	화승인더스트리	화승인더스트리

주) 2회차, 3회차, 5회차는 신종자본증권으로 분류

자료: 화승엔터프라이즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	11,158	11,386	16,540	12,138	15,806
증가율(%)	-7.1	2.0	45.3	-26.6	30.2
매출원가	9,559	10,221	14,548	10,505	13,537
매출원가율(%)	85.7	89.8	88.0	86.5	85.6
매출총이익	1,599	1,165	1,992	1,633	2,269
매출이익률(%)	14.3	10.2	12.0	13.5	14.4
판매관리비	974	1,094	1,464	1,504	1,525
판매비율(%)	8.7	9.6	8.9	12.4	9.6
EBITDA	1,201	688	1,261	840	1,464
EBITDA 이익률(%)	10.8	6.0	7.6	6.9	9.3
증가율(%)	-10.3	-42.7	83.3	-33.4	74.4
영업이익	625	71	528	130	744
영업이익률(%)	5.6	0.6	3.2	1.1	4.7
증가율(%)	-26.9	-88.6	643.8	-75.5	474.0
영업외손익	-141	-44	-461	-315	-214
금융수익	67	42	165	130	134
금융비용	200	130	309	398	387
기타영업외손익	-8	44	-317	-47	39
중속/관계기업관련손익	3	-6	-2	-1	-1
세전계속사업이익	487	22	65	-186	530
증가율(%)	-37.6	-95.6	201.8	적전	흑전
법인세비용	72	90	140	66	132
계속사업이익	415	-68	-75	-253	397
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	415	-68	-75	-253	397
당기순이익률(%)	3.7	-0.6	-0.5	-2.1	2.5
증가율(%)	-36.4	적전	적지	적지	흑전
지배주주지분 순이익	401	-65	-100	-263	375

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동으로인한현금흐름	777	-83	968	591	436
당기순이익	415	-68	-75	-253	397
유형자산 상각비	552	591	702	675	683
무형자산 상각비	25	26	31	35	37
외환손익	113	65	447	114	0
운전자본의감소(증가)	-232	-669	-115	147	-650
기타	-96	-28	-22	-127	-31
투자활동으로인한현금흐름	-1,009	-1,198	-2,062	-559	-424
투자자산의 감소(증가)	-11	-19	-2	-2	-5
유형자산의 감소	20	4	95	94	30
유형자산의 증가(CAPEX)	-833	-947	-1,312	-543	-396
기타	-185	-236	-843	-108	-53
재무활동으로인한현금흐름	2,024	475	1,184	-667	143
차입금의 증가(감소)	614	636	864	-558	11
사채의증가(감소)	0	0	0	0	160
자본의 증가	1,500	0	418	0	0
배당금	-27	-43	-27	-27	-27
기타	-63	-118	-71	-82	-1
기타현금흐름	-47	78	11	13	-350
현금의증가(감소)	1,744	-728	102	-622	-194
기초현금	717	2,460	1,732	1,834	1,213
기말현금	2,460	1,732	1,834	1,213	1,019

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	6,330	6,976	7,574	6,466	7,584
현금성자산	2,460	1,732	1,834	1,213	1,019
단기투자자산	222	391	934	962	1,010
매출채권	1,128	1,228	1,096	1,068	1,391
재고자산	2,267	3,007	2,938	2,630	3,393
기타유동자산	254	618	771	593	772
비유동자산	5,220	6,326	7,185	7,140	6,816
유형자산	4,107	4,974	5,670	5,652	5,335
무형자산	315	317	420	412	401
투자자산	71	92	90	91	97
기타비유동자산	727	943	1,005	985	983
자산총계	11,550	13,303	14,758	13,606	14,401
유동부채	5,605	6,954	7,781	7,188	7,806
단기차입금	2,841	3,885	4,914	4,571	4,571
매입채무	1,585	1,913	1,621	1,445	1,907
기타유동부채	1,179	1,156	1,246	1,172	1,328
비유동부채	570	845	1,066	824	991
사채	0	0	0	0	160
장기차입금	286	365	605	391	361
기타비유동부채	284	480	461	433	470
부채총계	6,175	7,798	8,846	8,012	8,797
지배주주지분	5,178	5,365	5,374	5,141	5,129
자본금	303	303	303	303	303
자본잉여금	1,665	1,657	1,698	1,692	1,692
자본조정 등	15	16	17	18	18
기타포괄이익누계액	-193	97	165	226	226
이익잉여금	1,888	1,792	1,692	1,402	1,750
자본총계	5,375	5,504	5,912	5,594	5,604

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024F
P/E(배)	21.4	N/A	N/A	N/A	12.5
P/B(배)	1.7	1.9	1.0	1.0	0.9
P/S(배)	0.8	0.9	0.3	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	8.4	19.4	7.8	11.1	6.3
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6
EPS(원)	662	-108	-165	-434	619
BPS(원)	8,554	8,858	8,870	8,485	8,465
SPS(원)	18,431	18,801	27,302	20,034	26,087
DPS(원)	45	45	45	45	45
수익성(%)					
ROE	9.3	-1.2	-1.9	-5.0	7.3
ROA	3.9	-0.6	-0.5	-1.8	2.8
ROIC	8.9	-3.4	-7.4	1.9	6.6
안정성(%)					
유동비율	112.9	100.3	97.3	90.0	97.2
부채비율	114.9	141.7	149.6	143.2	157.0
순차입금비율	23.1	53.9	63.8	67.3	72.8
이자보상배율	4.8	0.7	2.6	0.4	2.0
활동성(%)					
총자산회전율	1.0	0.9	1.2	0.9	1.1
매출채권회전율	8.9	9.7	14.2	11.2	12.9
재고자산회전율	5.0	4.3	5.6	4.4	5.2

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자들의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
화승엔터프라이즈	X	X	X

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(https://t.me/kirsofficial)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '소중한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.