

# 화승 엔터프라이즈 (241590)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

14,000

유지

현재주가

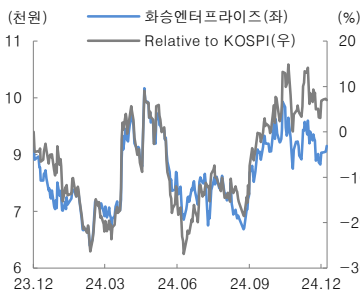
8,780

(25.01.03)

섬유의복업종

KOSPI	2441.92
시가총액	532십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	10,000원 / 6,660원
120일 평균거래대금	28억원
외국인지분율	5.42%
주요주주	화승인더스트리 외 3 인 68.65%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.8	9.5	19.8	5.4
상대수익률	1.6	14.8	37.1	12.5



## 4Q24부터 이익 규모 한번 더 레벨업

- 4분기 기준 예상대로 큰 폭의 손익 개선 예상
- 2025년 가동률 100~110%까지 상승 예상
- 트럼프 취임 후 관세 우려 보다 제품 믹스 개선의 긍정적 효과 더 크다

### 투자의견 BUY와 목표주가 14,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 14,000원(2025년 예상 P/E 기준 11배) 유지

2024년말 가동률은 98% 수준으로 회사측에 따르면 2025년은 100% 이상 ~110%까지 상승할 것으로 전망. 2025년 수주 상황을 고려할 때 인력도 필요하면 충원할 계획인데 인력이 충원되더라도 이 경우는 매출액 증가가 동반되는 경우이므로 비용 부담이 되지 않을 것으로 판단됨

동사의 현재 지역별 생산 비중은 베트남 50%, 인니 45%, 중국 5%(이상 완성품 기준)로 구성. 중국의 경우 베트남, 인니에서 제작한 반제품을 받아서 완제품 조립만 하는 구조로 이는 중국 내수용 제품이기 때문에 미국 관세와는 상관 없음. 동사는 생산지 구성상 트럼프 취임 후 관세 영향이 있더라도 영향이 제한적일 것으로 판단. 이 보다 고객사에 납품하는 생산품의 믹스 개선이 2025년 실적에 더 중요한 요소로 작용할 전망

### 4Q24 Preview: 이익 규모 한번 더 레벨업

4분기 매출액과 영업이익은 각각 4,104억원(+26%, yoy), 295억원(+270%, yoy)으로 전망. 4분기부터 스테디셀러 제품 양산 체제로 진입하면서 ASP 상승 효과로 마진 개선 효과 발생한 것으로 추정

2024년 하반기부터 나타난 스테디셀러 생산량 증가는 타사에서 제조하던 것이 동사에게 넘어오고 있는 것으로 파악됨. 2024년 3분기까지 스테디셀러 포함한 기타 부문 제품들(매출비중 25%)의 수익성은 규모의 경제 효과가 크지 않아 낮을 수 밖에 없었으나 4분기부터 단가가 높은 스테디셀러 비중이 계속 상승(매출비중 30% 수준 추정)하면서 마진 개선에 따라 영업이익이 큰 폭으로 증가한 것으로 파악

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24(F)				1Q25			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	325	386	410	410	26.2	6.3	443	463	34.1	12.8
영업이익	8	19	30	30	269.7	54.6	28	23	334.6	-21.6
순이익	-7	8	31	19	흑전	144.3	23	16	흑전	-16.7

자료: 화승엔터, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,654	1,214	1,534	1,900	1,974
영업이익	53	13	73	109	128
세전순이익	6	-19	41	97	124
총당기순이익	-8	-25	32	76	97
지배지분순이익	-10	-26	32	75	96
EPS	-165	-434	528	1,239	1,585
PER	NA	NA	16.4	7.1	5.5
BPS	8,871	8,485	9,105	10,486	12,281
PBR	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7
ROE	-1.9	-5.0	6.0	12.6	13.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,534	1,900	1,534	1,900	0.0	0.0
영업이익	73	109	73	109	0.0	0.0
지배지분순이익	32	75	32	75	0.0	0.0
영업이익률	4.7	5.7	4.7	5.7		
순이익률	2.1	4.0	2.1	4.0		

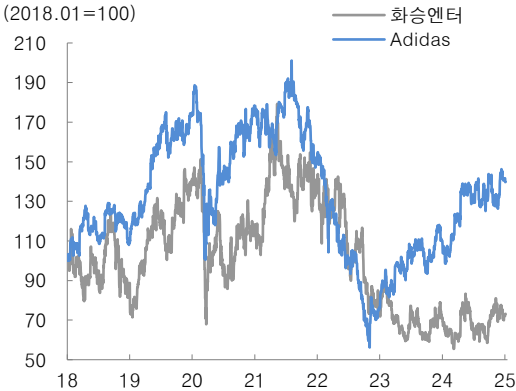
자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

표 1. 화승엔터 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	305	322	261	324	345	392	386	410	1,214	1,534	1,900
영업이익	-1	8	-2	8	5.3	19	19	30	13	73	109
영업이익률	-0.3	2.4	-0.6	2.5	1.5	4.8	5.0	7.2	1.1	4.7	5.7
YOY											
매출액	-18.8	-28.8	-40.5	-15.8	13.1	21.7	47.8	26.2	-26.6	26.3	23.9
영업이익	적전	-71.0	적전	86.2	흑전	147.6	흑전	269.9	-75.5	461.4	49.5

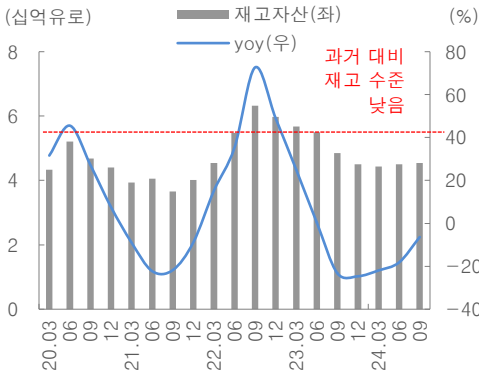
주: K-IFRS 연결기준  
자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

그림 1. Adidas vs. 화승엔터 주가



주: 2018.01=100 기준으로 산출  
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. Adidas 재고 추이



자료: 아디다스, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

- 아디다스를 주 고객사로 하는 신발 ODM 업체
- 대주주인 화승인더스트리의 지분율이 74%로 유동성이 떨어지는 점을 개선하고자 2018년 5월 무상증자를 단행한 바 있음
- 자산 1조 3,601억원, 부채 8,012억원, 자본 5,594억원
- 발행주식 수: 60,566,577주

주가 변동요인

- 원/달러 환율
- 고객사인 아디다스 실적

주: 자산 규모는 2023년 12월 말 기준  
자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

고객사 매출 비중 추이

아디다스  
100%

자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver

아디다스 & 화승엔터프라이즈 주가 추이

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Adidas 재고 추이

(십억 원)

재고자산 (좌)

yoy (우)

과거 대비 재고 수준 낮음

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,654	1,214	1,534	1,900	1,974
매출원가	1,455	1,050	1,314	1,620	1,668
매출총이익	199	163	220	280	306
판매비와관리비	146	150	147	171	178
영업이익	53	13	73	109	128
영업이익률	3.2	1.1	4.7	5.7	6.5
EBITDA	126	84	140	173	190
영업외손익	-46	-32	-31	-12	-4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	17	13	11	11	11
외환관련이익	30	25	12	12	12
금융비용	-31	-40	-30	-26	-18
외환관련손실	10	3	1	1	1
기타	-32	-5	-12	3	3
법인세비용차감전순손익	6	-19	41	97	124
법인세비용	-14	-7	-9	-21	-27
계속사업순손익	-8	-25	32	76	97
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-8	-25	32	75	97
당기순이익률	-0.5	-2.1	2.1	4.0	4.9
비지배지분순이익	2	1	0	1	1
지배지분순이익	-10	-26	32	75	96
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	1	1	1	1
포괄순이익	1	-19	38	82	103
비지배지분포괄이익	2	1	0	1	1
지배지분포괄이익	0	-20	38	81	102

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-165	-434	528	1,239	1,585
PER	NA	NA	16.4	7.1	5.5
BPS	8,871	8,485	9,105	10,486	12,281
PBR	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7
EBITDAPS	2,082	1,386	2,308	2,860	3,139
EV/EBITDA	7.8	11.1	7.0	5.1	3.6
SPS	27,302	20,034	25,310	31,363	32,572
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
CFPS	2,193	1,372	2,243	3,042	3,321
DPS	45	45	45	45	45

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	45.3	-26.6	26.3	23.9	3.9
영업이익 증가율	643.8	-75.5	461.3	49.5	17.7
순이익 증가율	적지	적지	흑전	134.6	28.0
수익성					
ROIC	-7.3	2.0	6.3	9.2	11.4
ROA	3.8	0.9	5.3	7.8	9.4
ROE	-1.9	-5.0	6.0	12.6	13.9
안정성					
부채비율	149.6	143.2	132.2	99.6	65.7
순차입금비율	63.8	67.3	67.2	42.9	11.5
이자보상배율	2.6	0.4	2.5	4.5	7.9

자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	757	647	707	718	702
현금및현금성자산	183	121	77	96	128
매출채권 및 기타채권	128	129	162	179	192
재고자산	294	263	332	317	247
기타유동자산	153	133	136	126	135
비유동자산	718	714	686	662	639
유형자산	567	565	546	529	515
관계기업투자금	5	5	5	5	5
기타비유동자산	146	144	135	127	120
자산총계	1,476	1,361	1,393	1,380	1,342
유동부채	778	719	705	597	438
매입채무 및 기타채무	201	187	196	189	195
차입금	491	457	503	402	241
유동성채무	65	68	4	5	2
기타유동부채	20	7	3	1	0
비유동부채	107	82	88	91	93
차입금	60	39	44	49	54
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	46	43	44	42	39
부채총계	885	801	793	688	532
자배지분	537	514	552	635	744
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	170	169	169	169	169
이익잉여금	169	140	169	242	335
기타지분변동	168	174	183	194	209
비자배지분	54	45	49	56	66
자본총계	591	559	600	691	810
순차입금	377	376	403	297	93

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	97	59	-20	107	199
당기순이익	-8	-25	32	75	96
비현금항목의 가감	140	108	104	109	104
감가상각비	73	71	67	64	62
외환손익	35	-2	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	32	39	38	46	44
자산부채의 증감	-12	15	-124	-39	34
기타현금흐름	-32	-64	-31	-39	-37
투자활동 현금흐름	-206	-56	-48	-35	-54
투자자산	-47	2	0	0	0
유형자산	-122	-45	-45	-45	-45
기타	-37	-13	-3	10	-9
재무활동 현금흐름	118	-67	-24	-105	-170
단기차입금	54	-41	46	-101	-161
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	52	5	5	5	5
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-3	-3	-3	-3	-3
기타	15	-28	-72	-7	-11
현금의 증감	10	-62	-45	19	32
기초 현금	173	183	121	77	96
기말 현금	183	121	77	96	128
NOPLAT	-61	18	57	85	100
FCF	-119	32	70	95	108

[Compliance Notice]

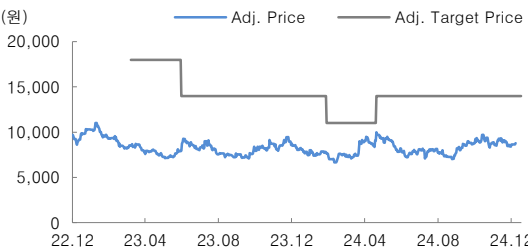
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

화승엔터프라이즈(241590) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.01.07	24.11.27	24.11.20	24.11.16	24.11.16	24.11.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)		(37.04)	(37.71)	(37.76)	(40.91)	(40.91)
과리율(최대/최소%)		(33.43)	(36.57)	(36.00)	(30.57)	(30.57)
제시일자	24.10.07	24.08.14	24.06.25	24.06.03	24.05.16	24.05.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	11,000
과리율(평균%)	(41.02)	(42.44)	(41.12)	(36.40)	(33.46)	(28.81)
과리율(최대/최소%)	(30.57)	(30.57)	(30.57)	(30.57)	(30.57)	(13.82)
제시일자	24.03.14	24.02.23	24.01.03	23.12.26	23.12.19	23.12.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	11,000	11,000	14,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)	(29.81)	(36.55)	(44.35)	(39.07)	(41.46)	(41.75)
과리율(최대/최소%)	(13.82)	(33.91)	(40.50)	(37.57)	(32.36)	(32.43)
제시일자	23.12.01	23.11.15	23.10.04	23.08.13	23.06.26	23.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	18,000
과리율(평균%)	(42.10)	(42.10)	(42.53)	(41.91)	(38.54)	(56.49)
과리율(최대/최소%)	(33.79)	(33.79)	(33.79)	(33.79)	(33.79)	(51.67)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250101)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
  - Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
  - Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견
- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
  - Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
  - Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상