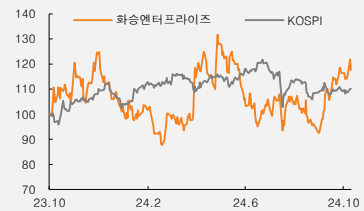


투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	12,000원
현재주가(24/10/29)	8,930원
상승여력	34.4%

영업이익(24F,십억원)	69
Consensus 영업이익(24F,십억원)	0
EPS 성장률(24F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(24F,%)	75.3
P/E(24F,x)	15.7
MKT P/E(24F,x)	10.6
KOSPI	2,617.80
시가총액(십억원)	541
발행주식수(백만주)	61
유동주식비율(%)	31.3
외국인 보유비중(%)	5.5
베타(12M) 일간수익률	-0.22
52주 최저가(원)	6,660
52주 최고가(원)	10,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	8.8	-5.8	12.3
상대주가	10.1	-3.3	-1.2



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

화승엔터프라이즈

삼바 신고 뛰어 보자

목표주가 12,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

화승엔터프라이즈에 대해 목표주가 12,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 현재 동사 주가는 12MF PER 10배 수준으로 Peer 평균 15배 대비 할인 거래 중이다. 영업이익 2024F YoY +432%, 2025F YoY +56%으로 턴어라운드의 초입으로 예상되는 만큼 저평가 매력이 부각되는 구간으로 판단한다. 고객사 아디다스의 실적 반등이 가팔라지면서 Peer ODM 기업들의 실적 및 주가 상승이 관찰되는 만큼 동사도 탄력적인 주가 모멘텀을 기대한다.

아디다스 실적 개선+오리지널 라이프스타일 오더 본격화

동사는 1) 아디다스 실적에 따라 기본적인 오더의 방향성이 결정되며, 2) 고부가가치 인기 제품을 생산할수록 실적 개선과 밸류에이션 리레이팅이 함께 나타난다. 현재 구간 양 요인이 모두 나타나므로 매수 전략이 유효하다.

1) 아디다스는 이지 시리즈를 포함한 부진 재고를 정리하고 재고 건전화에 성공하였다(재고 정상수준, 이지 시리즈 비중 1%). 아울러 2022년부터 y2k 트렌드를 타고 재차 인기를 끌고 있는 오리지널 라이프 스타일 제품들이 탑라인을 견인하며 올해 중에만 가이던스를 세 번 상향하며 개선된 실적 체력을 증명하고 있다. 화승엔터프라이즈는 아디다스의 생산처 다변화 전략에 따라 지속적으로 점유율이 증가하고 있다. 오더 확대 구간에 강한 탑라인 성장이 기대된다.

2) 4Q24부터 오리지널 라이프스타일 생산이 본격화될 전망이다. 화승엔터프라이즈의 기존 생산 믹스는 코어(저가 라인) 50%, 오리지널 스포츠 50%로 라이프스타일 라인 인기에도 불구하고 직접적인 수혜는 제한적이었다. 4Q24부터 순차적으로 해당 라인 제품들 오더가 발생할 전망이며, 온기 반영될 2025년은 전체 매출의 10% 내외 비중을 차지할 것으로 기대한다.

2025년 매출액 YoY +14%, 영업이익 YoY +56% 추정

오리지널 라이프스타일 시리즈 오더 확대와 높은 단가를 감안하여 달러 매출은 YoY +20% 수준 증가(수량 효과 +15%, ASP +4%), OPM 6% 수준을 예상한다. 매출 증분의 대부분은 오리지널 라이프스타일 오더에서 창출된 전망이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,654	1,214	1,569	1,785	1,990
영업이익 (십억원)	53	13	69	108	134
영업이익률 (%)	3.2	1.1	4.4	6.1	6.7
순이익 (십억원)	-10	-26	34	68	85
EPS (원)	-165	-434	569	1,055	1,101
ROE (%)	-1.9	-5.0	6.5	10.6	10.8
P/E (배)	-	-	15.7	8.5	8.1
P/B (배)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 12,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

화승엔터프라이즈에 대해 목표주가 12,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 12MF EPS에 Target PER 14배(Peer 평균 15배에 10% 할인 적용)를 적용하여 산출하였다. 현재 동사 주가는 12MF PER 10배 수준이며, Peer 그룹 중에서도 고객사 내 점유율이 축소 중인 기업들과 유사한 멀티플에 거래 중이다. 화승엔터프라이즈는 아디다스 내 점유율 확대 추세이며, 기존 생산 품목에 신규 제품 오더가 유입될 것으로 기대되는 상황이다. 아울러 Peer 평균 2024F YoY +30% 수준 증익하는 반면 화승엔터프라이즈 YoY +400% 이상 증익하는 턴어라운드 초입 구간이다. Peer 대비 할인 요소가 크지 않다고 판단된다. 아직 수직계열화가 완성되지 않아 마진이 낮은 점을 감안해 소폭 할인 적용하였다. 갑피 수직계열화 성과가 나타나거나 피혁 등 부자재 추가 수직계열화가 진행될 경우 할인 제거 가능하겠다.

동사 주가와 멀티플은 아디다스와 궤를 같이 한다. 아디다스 실적에 따라 기본적인 오더의 방향성이 결정되며, 고부가가치 인기 제품을 생산할수록 실적 개선과 밸류에이션 리레이팅이 함께 나타난다. 대표적으로 2010년대 중후반 이지 시리즈가 아디다스의 부흥을 견인한 가운데, 화승엔터프라이즈가 부스트 모델과 반제품 부스트품을 생산하면서 전성기를 누린 바 있다(2019년 최대 영업이익 854억원, 12MF PER 16배). 이후 아디다스의 실적 악화, 이지 시리즈의 종료 등 연이은 악재로 인해 코로나 이후 3년여간 실적과 주가 전반 부진하였다. 지난했던 부진 구간을 지나 2024년 아디다스의 실적 개선이 본격화되면서 동사 실적도 턴어라운드 중이며(상반기 매출 YoY +18%, 영업이익 YoY +264%), 하반기부터 현재의 아디다스 반등을 이끌고 있는 오리지널 라이프스타일 오더가 추가되어 증익 모멘텀이 더욱 강화될 것으로 기대(하반기 매출 YoY +43%, 영업이익 YoY +619% 추정)한다.

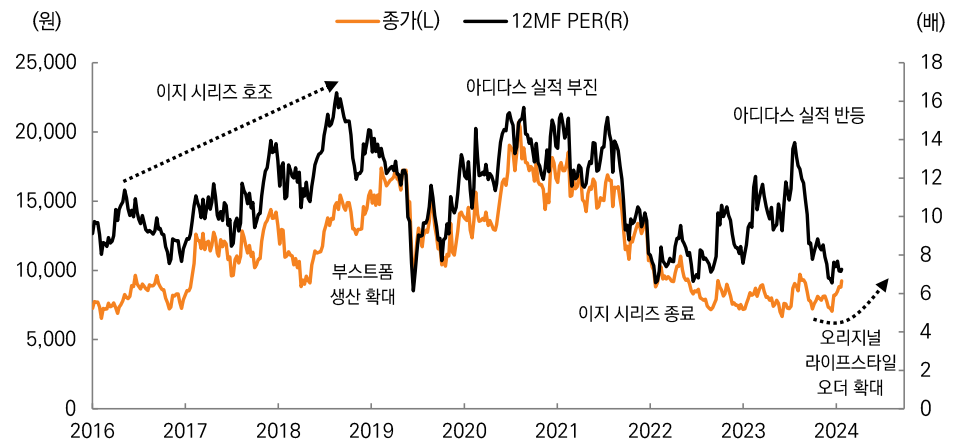
표 1. 신발 ODM Peer Table

(십억원)

		Feng Tay 9910 TT Equity	Yue Yuen 551 HK Equity	Lai Yih 6890 TT Equity	Fulgent Sun 9802 TT Equity	화승엔터프라이즈 241590 KS Equity
시가총액		5,956	4,820	4,324	885	556
PER (배)	23	34.7	6.5	-	17.0	-
	24F	22.1	9.4	25.8	13.0	19.9
	25F	19.0	8.7	20.4	9.8	10.1
ROE (%)	23	20.7	6.5	7.8	12.0	-5.0
	24F	25.9	8.6	19.0	13.0	6.5
	25F	27.6	9.1	21.3	16.5	10.6
매출액	23	3,598	10,310	1,175	709	1,214
	24F	3,933	11,203	1,574	654	1,569
	25F	4,225	11,898	1,957	802	1,785
영업이익	23	276	510	62	76	13
	24F	359	721	202	65	69
	25F	435	756	263	101	108
영업이익률 (%)	23	7.7	4.9	5.3	10.7	1.1
	24F	9.1	6.4	12.8	9.9	4.4
	25F	10.3	6.4	13.5	12.7	6.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 화승엔터프라이즈 주가와 주요 이벤트



자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. Yue Yuen 주가 흐름



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. Feng Tay 주가 흐름



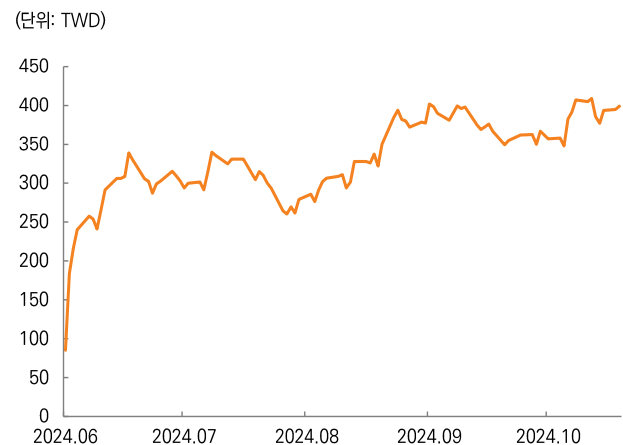
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. Fulgent Sun 주가 흐름



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. Lai Yih 주가 흐름



자료: 미래에셋증권 리서치센터

한편 오버행 리스크를 감안할 필요가 있다. 현재 1,300억원 규모의 전환사채를 발행했으며 이는 주식 수의 27% 수준에 달한다. 지난 2020년 수직계열화 관련 투자 목적으로 발행한 전환사채 1,500억 중 중도상환한 500억원을 제외한 1,000억원의 상환목적이며, 잔여 금액 300억원은 향후 Capa 증설에 활용될 예정이다. 큰 발행 규모와 전환가격(8,028원), 청구일(2025년 9월 30일)을 감안하여 주식 수에 반영하여 밸류에이션 하였다. 전환사채 반영하지 않을 경우 현재 주가는 12MF PER 8배 수준이다.

표 2. 화승엔터프라이즈 전환사채 발행 내역

	권면 총액(억원)	전환가액(원)	전환가능 주식 수(천주)	전환 청구일
제2회	560	8,028	6,976	2025년 09월 30일
제3회	500	8,028	6,228	2025년 09월 30일
제4회	140	8,028	1,744	2025년 09월 30일
제5회	80	8,028	997	2025년 09월 30일
제6회	20	8,028	249	2025년 09월 30일
합계	1,300		16,193	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 화승엔터프라이즈 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	864	전환사채 주식 수 반영(기발행 주식 수의 27%)
Target PER(배)	14	Peer 평균 15배에 10% 할인 적용
적정 주가	12,096	
목표 주가	12,000	
현재 주가	8,930	
상승 여력(%)	34.4	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

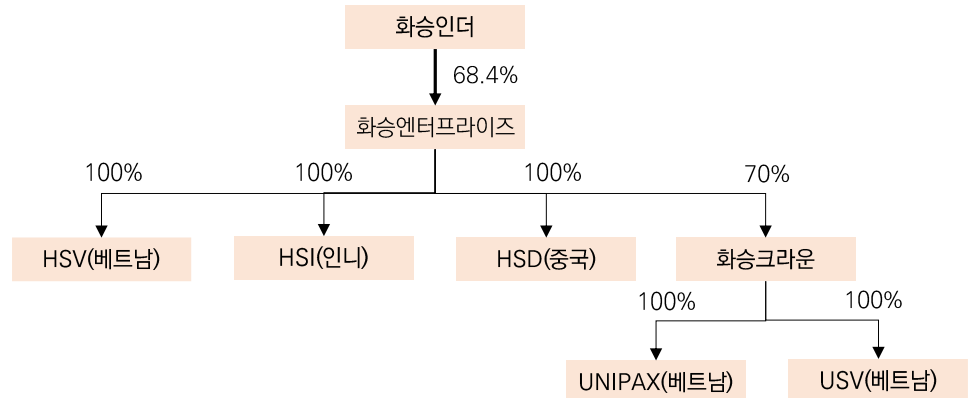
기업 및 신발 산업 개요

1. 아디다스 그룹 신발 ODM 기업

화승엔터프라이즈는 글로벌 스포츠 브랜드의 신발 ODM 사업을 영위하는 기업이다. 아디다스 그룹을 주력 거래선으로 확보하고 있으며, 아디다스 그룹 내 점유율은 20% 이상으로 2위 제조사이다. 아디다스 그룹의 수요에 따라 실적과 Capa가 결정된다. 아디다스 그룹 오더가 확대되었던 2010년대 중후반 동사의 Capa도 꾸준히 증가해왔으나(2015년 2,800만족→2016년 4,300만족→2017년 6,400만족→2018년 7,100만족→2019년 7,500만족), 2020년대 들어 아디다스 그룹 실적이 악화되면서 2023년 기준 Capa도 6,500만족으로 축소되었다. 최근 아디다스 그룹이 지난했던 재고 소진을 마무리짓고 매출 역시 성장세로 전환하면서 오더도 회복세인 바, 2024년 반기 기준 Capa는 4,100만족으로 반등하였다.

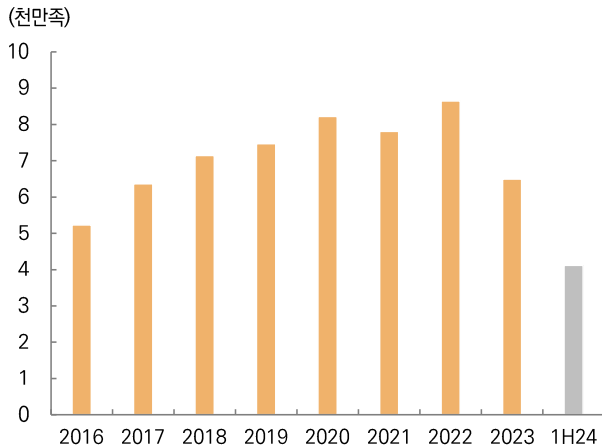
생산기지는 베트남, 인도네시아, 중국에 위치해있다. 과거 베트남 생산 비중이 대부분이었으나, 코로나를 기점으로 생산기지 다변화에 대한 필요성이 대두되면서 현재 베트남과 인도네시아 생산 비중은 5:5 수준이다. HS폴리텍(중창), 화승크라운(텍스타일) 등 제조법인을 통해 반제품 생산 및 수직계열화를 진행 중이다.

그림 6. 화승엔터프라이즈 지배구조



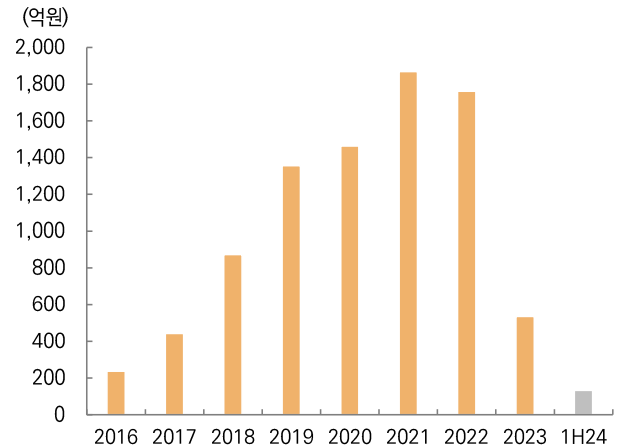
자료: 화승엔터프라이즈, 미래셋증권 리서치센터

그림 7. 화승엔터프라이즈 완제품 Capa 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 화승엔터프라이즈 반제품 Capa 추이

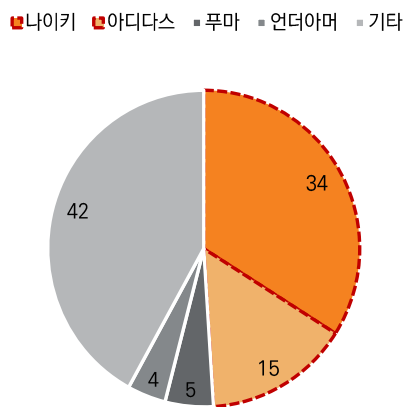


자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋증권 리서치센터

2. 진입 장벽이 높은 신발 ODM 산업

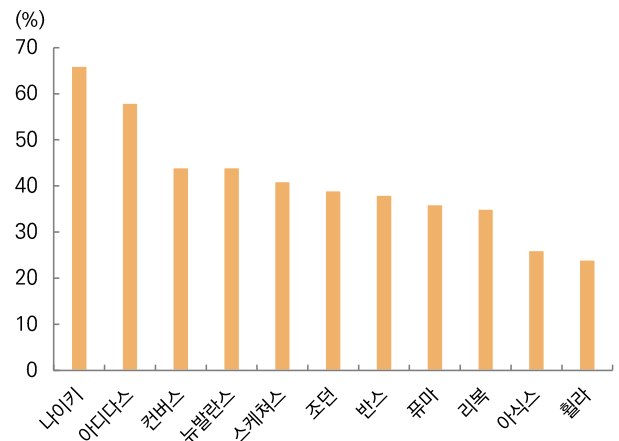
의류 시장은 유행이 빠른 만큼 지배적인 사업자가 없고 매우 파편화되어 있으나, 운동화 시장은 소수의 글로벌 브랜드가 전체 시장을 과점하고 있는 것이 특징이다. 특히 상위 2개사인 나이키와 아디다스는 전체 시장의 절반 수준을 장악하고 있으며, 순위 변동도 거의 일어나지 않고 있다. 나이키 점유율이 하락 추세지만 여전히 압도적인 1위 사업자 지위를 유지하고 있으며, 최근 성장세가 높은 일부 브랜드들도 점유율 측면에서는 아직 미미하다. 따라서 신발 ODM 업체들은 상위 브랜드의 고객사 확보 여부가 경쟁력과 직결되며, 고객사 실적 및 고객사 내에서의 점유율 추이에 따라 개별 제조사의 실적이 결정된다.

그림 9. 글로벌 브랜드 운동화 시장점유율(2022년)



자료: Statista, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 글로벌 브랜드 운동화 복미 선호도(2024년)



자료: Statista, 미래에셋증권 리서치센터

아울러 신발 생산은 의류 대비 생산 공정이 복잡하고 기술력을 요하기 때문에 진입 장벽이 높다. 운동화의 구성은 크게 갑피(upper),창(sole)으로 구분되며, 창은 세부적으로 밑창, 중창, 안창 등으로 나누어진다. 구성이 복잡할 뿐 아니라, 각 구성품별로 디자인과 기능성에 따라 다양한 소재를 활용하기 때문에 자동화가 어렵고 높은 숙련도가 요구된다. 자연히 다년간 생산 노하우를 축적한 대형 제조사의 경쟁력이 높은 시장이며, 신규 사업자의 진입이 제한적이다. 아디다스 그룹의 경우 2023년 기준 24개의 신발 ODM 파트너사와 거래 중이며, 이들 중 40% 이상이 20년 이상 거래 관계를 이어오고 있고 전체 평균 거래 연수는 22.5년에 이른다.

그림 11. 운동화 구성 요소



자료: 스케처스, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 아디다스 그룹 제조 파트너사 추이: 실적 악화 구간에도 신발 파트너사 거래관계 견고

	2023년				2022년				2021년			
	신발	의류	용품	전체	신발	의류	용품	전체	신발	의류	용품	전체
제조 파트너사(개)	24	55	32	104	25	62	33	117	21	61	33	114
평균 거래 연수(년)	22.5	20	20.8	20.8	21.5	19.6	19.5	20	22.7	18.7	19.2	19.6
<10년	33%	22%	31%	26%	40%	24%	27%	28%	38%	29%	43%	35%
10~20년	25%	40%	31%	36%	24%	37%	37%	35%	29%	38%	18%	30%
>20년	42%	38%	38%	38%	36%	39%	36%	37%	33%	33%	39%	35%

자료: 아디다스, 미래에셋증권 리서치센터

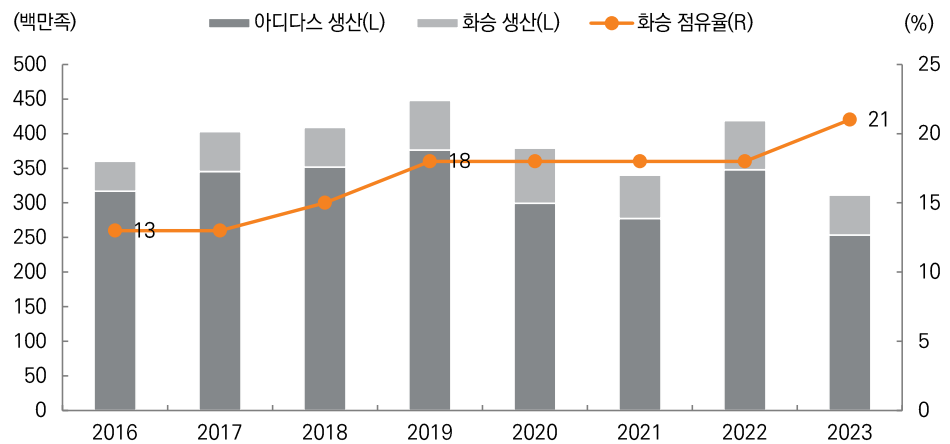
투자포인트

1. 아디다스 그룹 내 점유율 확대

아디다스 그룹의 신발 제조사는 화승엔터프라이즈를 제외하면 대부분 대만 기업으로 파악된다. 생산기지 다변화 및 탈중국 추세에 따라 동사가 반사수혜를 입으며 점유율 확대 중이다. 화승엔터프라이즈의 아디다스 내 점유율이 2016년 13%에서 2023년 21%로 확대되는 동안 1위 제조사인 yue yuen의 점유율은 30% 이상에서 26% 수준까지 축소된 것으로 파악된다.

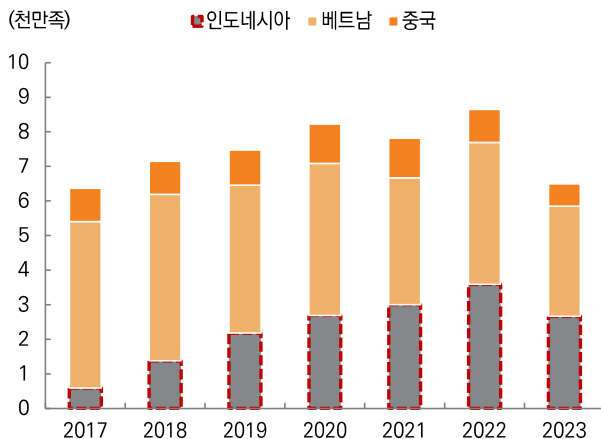
아디다스 그룹은 그간 주력 생산지였던 베트남에서 인도네시아로의 추가적인 지역 다변화를 도모하고 있다. 이에 따라 화승엔터프라이즈의 최근 증설도 인도네시아를 중심으로 진행되는 중이다. 유연한 생산기지 전략에 따라 점유율 확대 추세가 이어질 것으로 예상된다.

그림 12. 아디다스 그룹 내 화승엔터 점유율 추이



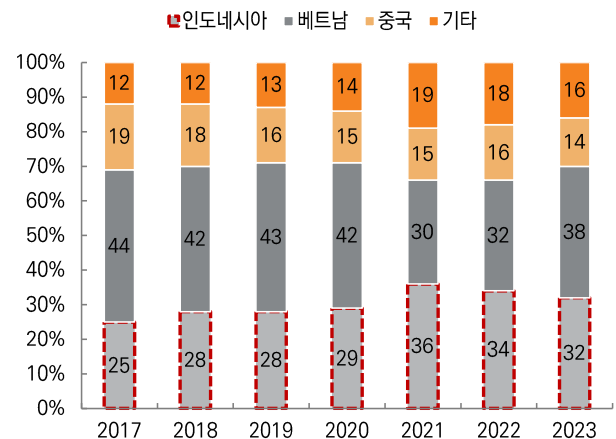
Note: 아디다스 생산은 슬리퍼, 구두 등 풋웨어 전체 합산. 화승엔터프라이즈 점유율은 운동화 기준 추정치
자료: 아디다스, 화승엔터프라이즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 화승엔터프라이즈 지역별 Capa 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 아디다스 그룹 운동화 지역별 생산 비중 추이



자료: 아디다스, 미래에셋증권 리서치센터

2. 돌아온 오리지널 아디다스

점유율 상승에도 불구하고 아디다스 자체 실적이 부진하면 제조사 실적 개선에도 한계가 있다. 아디다스 그룹이 지난 3여년간 이지(Yeezy) 시리즈의 종료와 이로 인한 재고 압박으로 인해 실적 악화를 겪으면서 같은 기간 화승엔터프라이즈 실적도 좀처럼 회복하지 못했다. 특히 동사는 이지 시리즈의 부스트폼을 생산하여 과거 이지 시리즈 성장 구간에 수혜가 특히 컸을 것으로 판단된다.

지난했던 재고 소진 구간을 지나 최근 아디다스 그룹의 실적 반등이 관찰된다. 이지 재고는 칸예 웨스트 계약 종료 시점인 2022년 4억 유로(전체 재고의 7%)에 달했으나 적자를 불사한 과감한 재고 정리를 통해 현재 남은 이지 재고는 05억 유로(전체 재고의 1%)에 불과하다. 같은 기간 전체 재고도 꾸준히 소진되어 현재 정상 수준으로 회복하였다. 재고 건전화와 함께 이지 잔여 재고가 원가 수준에 판매되면서 상반기 아디다스 그룹 이익 체력은 세 배 가까이 늘었다.

아울러 오리지널 라이프스타일 시리즈가 인기를 끌면서 매출도 성장 전환한 모습이다. 오리지널 라이프스타일 시리즈는 아디다스의 헤리티지 라인으로 가젤, 삼바 등 스테디셀러 시리즈로 구성되어 있다. 러닝, 기능성 라인보다 캐주얼한 라이프스타일 비중이 높다. 오리지널 라이프스타일 시리즈의 주요 제품들은 2022년부터 y2k 트렌드를 타고 재차 인기를 끌기 시작했고, 현재까지 추세가 이어지면서 아디다스 라인업 중에서도 돋보이는 성장을 시현 중으로 파악된다. 아디다스 그룹의 신발 매출은 3Q23부터 성장 전환하여 현재 성장 폭이 가속화되는 중이다. 전사 연간 가이드는 올해 중에만 가이드를 세 번 상향하였으며, 금번 3Q24 실적 발표를 통해서도 매출 +10%, 영업이익 12억 유로로 상향 제시하였다(기존 매출 +HSD%, 영업이익 10억 유로).

화승엔터프라이즈의 오더도 아디다스 그룹의 실적 회복에 따라 개선 추세이다. 2023년 매출 YoY -27%, OPM 1% 수준으로 저조했으나, 1H24 매출 YoY +18%, OPM 3%로 회복하였다. 개선 흐름이 이어지는 가운데, 4Q24부터 오리지널 라이프스타일 시리즈 생산을 본격화할 예정으로 실적 턴어라운드가 더욱 가팔라질 것으로 예상된다. 화승엔터프라이즈의 현재 제품별 믹스는 중저가 라인과 러닝 위주로 오리지널 라이프스타일 비중은 미미하다. 향후 모멘텀이 강한 제품 위주로 오더 믹스가 개선되면서 양적, 질적 성장이 기대된다.

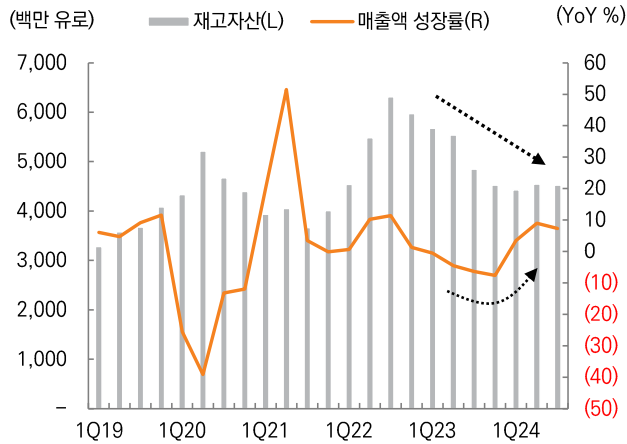
표 5. 아디다스 실적 추이

(백만 유로)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	2022	2023	2024F (가이드)
매출액	5,274	5,343	5,999	4,811	5,458	5,822	6,438	22,512	21,427	
신발	3,023	3,102	3,421	2,538	3,239	3,239	3,773	12,287	12,084	
의류	1,911	1,836	2,188	1,922	1,885	1,885	2,245	8,730	7,857	
용품	340	405	390	352	328	328	421	1,493	1,487	
영업이익	62	176	403	-165	338	348	594	838	476	1,200
매출액(YoY %)	-0.5	-4.5	-6.4	-7.6	3.5	9.0	7.3	6.0	-4.8	+10%
신발(YoY %)	0.7	-4.2	-3.1	0.8	7.1	15.4	10.3	8.4	-1.7	
의류(YoY %)	-3.8	-6.8	-10.9	-17.1	-1.4	3.1	2.6	0.2	-10.0	
용품(YoY %)	9.0	4.4	-8.0	-4.6	-3.5	-8.6	7.9	25.8	-0.4	
영업이익(YoY %)	-85.9	-55.3	-29.2	-70.7	445.2	97.7	47.4	-57.9	-43.2	
영업이익률(%)	1.2	3.3	6.7	-3.4	6.2	6.0	9.2	3.7	2.2	

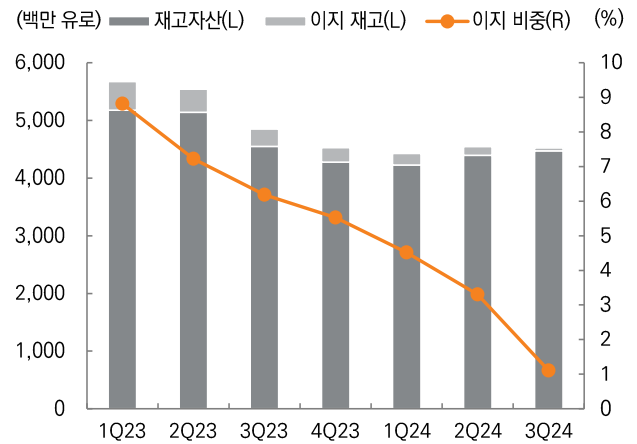
자료: 아디다스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 아디다스 재고와 매출 증감 추이



자료: 아디다스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 아디다스 이지 시리즈 재고 추이



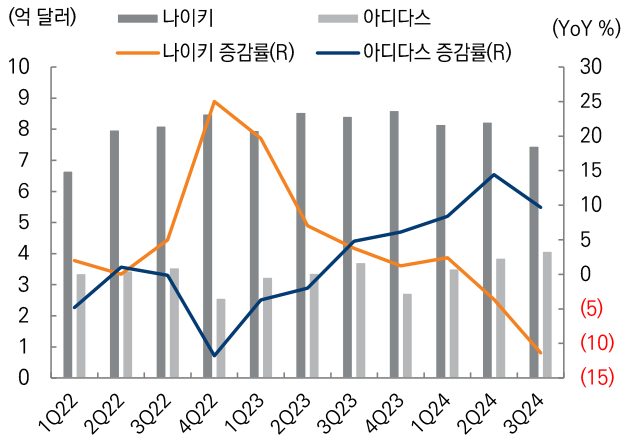
자료: 아디다스, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 아디다스 어닝 콜 중 오리지널 라이프스타일 관련 언급

시기	내용
4Q22	<ul style="list-style-type: none"> - 라이프스타일 부문 매출 하락. 과도한 재고와 할인판매 부담 - 삼바, 가젤 등 인기 제품 소비자 반응은 매우 좋음
1Q23	<ul style="list-style-type: none"> - 라이프스타일 부문 매출 아직 하락세 - 하지만 테라스 스니커즈(고무 밑창이 낮은 운동화) 수요 급증 - 삼바, 가젤, 캠퍼스 등 테라스 스니커즈 트렌드 핵심. 해당 제품들 점진적으로 불륨 확대
2Q23	<ul style="list-style-type: none"> - 삼바, 가젤, 캠퍼스 등 수요 강세. 라이프스타일 부문의 오리지널 매출이 수 개 분기만에 성장 전환 - 여전히 라이프스타일 부문 전체 매출은 하락. 전체 비즈니스에서 차지하는 비중 미미
3Q23	<ul style="list-style-type: none"> - 오리지널 성장 지속. 삼바, 가젤, 캠퍼스 등 폭발적 수요 - 테라스 스니커즈 그룹 공급 확대에도 불구하고 수요 커버 역부족. 해당 제품들 활약과 오리지널 캠페인 효과로 브랜드력 제고 - 신발 매출 5개 분기만에 성장 전환(동일 환율 기준 +6%)
4Q23	<ul style="list-style-type: none"> - 라이프스타일 매출 소폭 감소. 오리지널 성장 가속화와 이지 영향 감안하면 사실상 플랫한 수준 - 오리지널 라이프스타일 라인 비중 1/3
1Q24	<ul style="list-style-type: none"> - 라이프스타일 매출 +strong DD%. 삼바, 가젤, 캠퍼스 등 강한 수요. SL72 등 신규 모델도 확대 - 러닝, 축구, 농구 등도 성장 - 동일 환율 기준 신발 매출 +13%, 오리지널 +strong DD% 성장 주효
2Q24	<ul style="list-style-type: none"> - 동일 환율 기준 라이프스타일 +DD%. 삼바, 가젤, 캠퍼스 등 수요 증가 지속 - 동일 환율 기준 신발 매출 +17%. 오리지널, 축구 라인 +strong DD%
3Q24	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 홀세일 오더북 개선. 다음 분기부터 +DD%으로 성장 전환 예상 - 삼바, 가젤 등 여러 시장에서 성장 중. 캠퍼스도 강세 - 라이프스타일 일부 제품들 종종 공급 부족. 다만 기존 보유 재고 활용, 파트너사 협업 등 통해 유연하게 대응 중

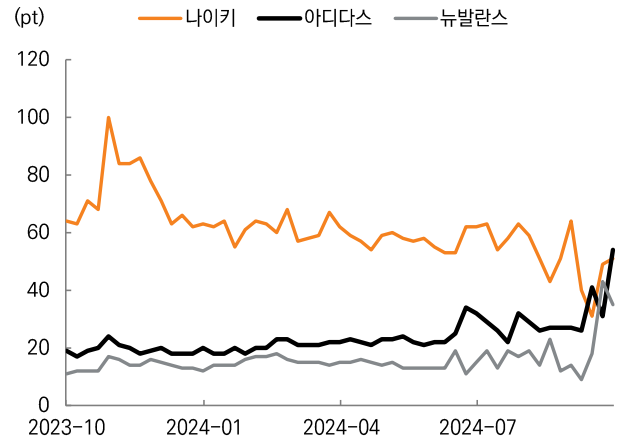
자료: 아디다스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 아디다스, 나이키 신발 매출 추이



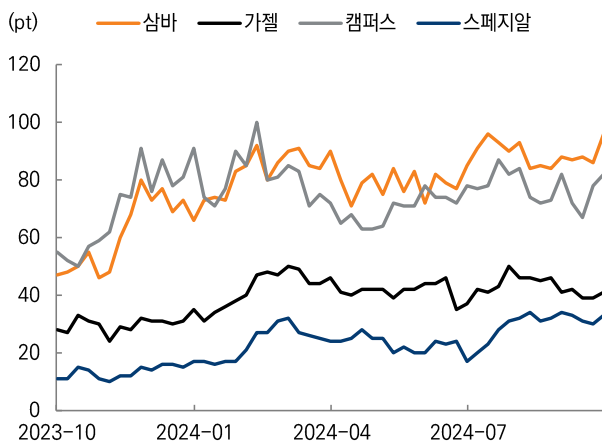
자료: 아디다스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 글로벌 운동화 브랜드 구글 트렌드



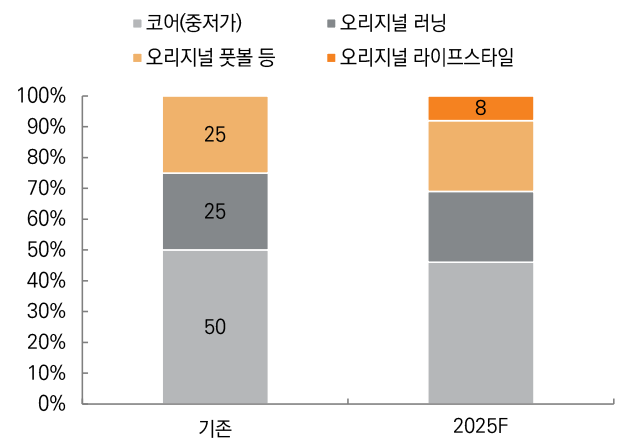
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 아디다스 오리지널 라이프스타일 제품별 구글 트렌드



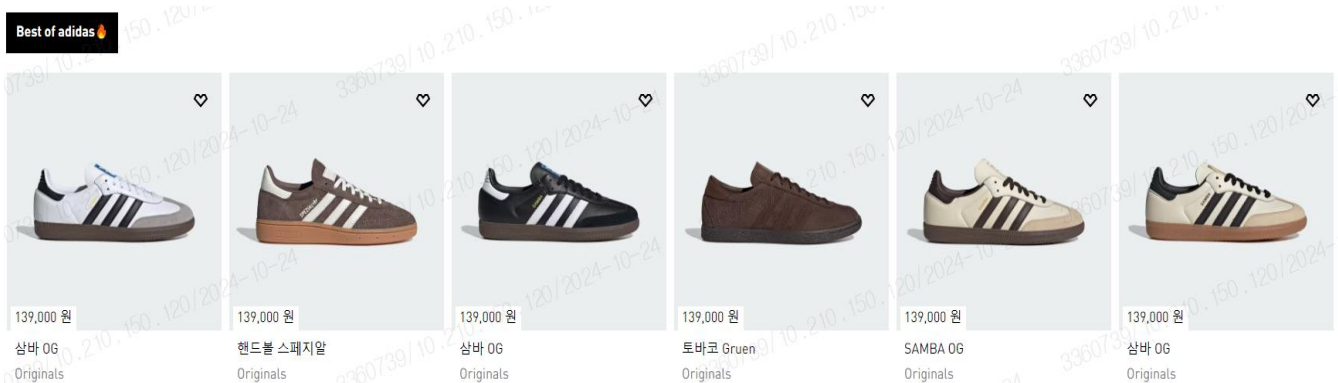
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 화승엔터프라이즈 제품별 생산 믹스



자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 아디다스 오리지널 라이프스타일 라인



자료: 미래에셋증권 리서치센터

2025년 매출액 YoY +14%, 영업이익 YoY +56% 전망

화승엔터프라이즈의 2025년 실적은 매출액 17,849억원(YoY +14%), 영업이익 1,077억원(YoY +56%)으로 추정한다. 오리지널 라이프스타일 시리즈는 기존 생산 제품 대비 고단가로 파악된다. 해당 오더 확대를 감안하여 수량 효과 YoY +15%, ASP 효과 YoY +4%를 가정하였다. 2025년 매출 증분의 대부분은 오리지널 라이프스타일 오더에서 창출될 전망이다. 해당 오더 수량 600만족, ASP 20불을 가정하여 1,500억원의 매출이 추가될 것으로 추정한다. 향후 오더 추이와 증설 계획에 따라 상향 가능성도 존재한다.

오더 반등과 고단가 믹스 상승 효과에 비롯해 OPM 6%를 예상한다. 이지 시리즈 호조 구간 OPM은 7% 내외 수준이었다. 2Q24 기존 제품 믹스만으로 5% 수준 OPM까지 회복한 만큼 수익성 개선 추세가 이어질 것으로 기대한다.

표 7. 화승엔터프라이즈 매출 추정

(백만달러)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,281	929	1,162	1,384	1,542
완제품	1,301	926	1,200	1,432	1,593
수량(백만족)	71	57	77	89	96
ASP(달러)	15.0	15.4	16.0	16.7	17.2
반제품	136	41	23	18	20
매출액(YoY %)	28.8	-27.5	25.1	19.0	11.5
완제품(YoY %)	23.8	-28.8	29.6	19.3	11.2
수량(백만족)	13.5	-19.3	35.0	15.0	8.0
ASP(달러)	4.9	2.7	3.9	4.4	3.0

Note: 완제품 매출은 반제품, 내부거래 등 단순 제거한 금액. ASP 기말 기준 가정

자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 미래에셋증권 환율 전망

(원)

1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025F
1,320	1,300	1,280	1,250	1,290

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 화승엔터프라이즈 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2025F
매출	1,139	1,654	1,214	1,569	1,785	1,990
영업이익	7	53	13	69	108	134
세전이익	2	6	(19)	45	91	113
지배주주순이익	(7)	(8)	(26)	34	68	85
영업이익률(%)	0.6	3.2	1.1	4.4	6.0	6.7
매출 (YoY %)	2.0	45.3	(26.6)	29.3	13.7	11.5
영업이익 (YoY %)	(88.6)	643.8	(75.5)	431.8	56.2	24.2
순이익 (YoY %)	적전	적지	적지	흑전	97.7	23.9

자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 화승엔터프라이즈 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2024년
매출	305	322	261	325	1,214	345	392	383	449	1,569
영업이익	(1)	8	(2)	8	13	5	19	19	25	69
세전이익	2	1	(17)	(4)	(19)	(1)	9	13	24	45
지배주주순이익	2	(4)	(17)	(7)	(26)	(1)	6	10	20	34
영업이익률(%)	(0.3)	2.4	(0.6)	2.5	1.1	1.5	4.8	5.1	5.7	4.4
매출 (YoY %)	(18.8)	(28.8)	(40.5)	(15.8)	(26.6)	13.1	21.7	46.5	38.2	29.3
영업이익 (YoY %)	적전	(71.0)	적전	86.3	(75.5)	흑전	147.6	흑전	217.8	431.8
순이익 (YoY %)	(46.9)	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전

자료: 미래에셋증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,214	1,569	1,785	1,990
매출원가	1,050	1,342	1,506	1,670
매출총이익	164	227	279	320
판매비와관리비	150	159	171	185
조정영업이익	13	69	108	134
영업이익	13	69	108	134
비영업손익	-32	-24	-17	-21
금융손익	-28	-27	-21	-15
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-19	45	91	113
계속사업법인세비용	7	8	22	27
계속사업이익	-25	37	69	86
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-25	37	69	86
지배주주	-26	34	68	85
비지배주주	1	2	1	2
총포괄이익	-19	37	69	86
지배주주	-20	39	74	92
비지배주주	1	-2	-5	-6
EBITDA	84	135	172	194
FCF	5	11	45	80
EBITDA 마진율 (%)	6.9	8.6	9.6	9.7
영업이익률 (%)	1.1	4.4	6.1	6.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-2.1	2.2	3.8	4.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	647	708	824	969
현금 및 현금성자산	121	31	54	112
매출채권 및 기타채권	129	164	186	207
재고자산	263	340	387	431
기타유동자산	134	173	197	219
비유동자산	714	681	670	642
관계기업투자등	5	7	8	9
유형자산	565	532	521	494
무형자산	41	40	39	37
자산총계	1,361	1,389	1,493	1,611
유동부채	719	708	742	775
매입채무 및 기타채무	170	220	251	279
단기금융부채	528	462	462	463
기타유동부채	21	26	29	33
비유동부채	82	87	-40	-37
장기금융부채	65	65	-65	-65
기타비유동부채	17	22	25	28
부채총계	801	795	703	738
지배주주지분	514	546	741	823
자본금	30	30	38	38
자본잉여금	169	169	291	291
이익잉여금	140	172	237	319
비지배주주지분	45	48	49	50
자본총계	559	594	790	873

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	59	41	95	110
당기순이익	-25	37	69	86
비현금수익비용가감	108	101	108	103
유형자산감가상각비	67	63	61	57
무형자산상각비	4	3	3	3
기타	37	35	44	43
영업활동으로인한자산및부채의변동	15	-62	-39	-37
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2	-31	-19	-18
재고자산 감소(증가)	36	-77	-47	-44
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	17	42	26	24
법인세납부	-12	-8	-22	-27
투자활동으로 인한 현금흐름	-56	-75	-86	-61
유형자산처분(취득)	-45	-30	-50	-30
무형자산감소(증가)	-3	-2	-2	-2
장단기금융자산의 감소(증가)	-3	-28	-17	-16
기타투자활동	-5	-15	-17	-13
재무활동으로 인한 현금흐름	-67	-85	-11	-15
장단기금융부채의 증가(감소)	-60	-67	-129	1
자본의 증가(감소)	-1	0	130	0
배당금의 지급	-3	-3	-3	-3
기타재무활동	-3	-15	-9	-13
현금의 증가	-62	-90	23	58
기초현금	183	121	31	54
기말현금	121	31	54	112

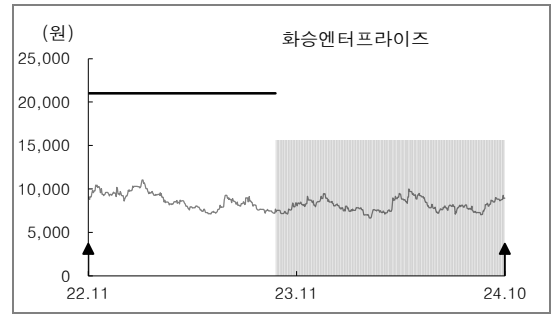
자료: 화승엔터프라이즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	15.7	8.5	8.1
P/CF (x)	6.2	3.9	3.3	3.6
P/B (x)	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	11.1	7.1	4.6	3.7
EPS (원)	-434	569	1,055	1,101
CFPS (원)	1,372	2,275	2,740	2,466
BPS (원)	8,485	9,009	9,655	10,711
DPS (원)	45	45	45	45
배당성향 (%)	-10.8	7.4	5.0	4.0
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	-26.6	29.3	13.7	11.5
EBITDA증가율 (%)	-33.4	61.0	27.4	12.9
조정영업이익증가율 (%)	-75.5	431.8	56.2	24.2
EPS증가율 (%)	적지	흑전	85.3	4.4
매출채권 회전율 (회)	11.2	12.8	12.1	12.0
재고자산 회전율 (회)	4.4	5.2	4.9	4.9
매입채무 회전율 (회)	6.9	8.1	7.5	7.4
ROA (%)	-1.8	2.7	4.8	5.5
ROE (%)	-5.0	6.5	10.6	10.8
ROIC (%)	1.8	6.2	8.5	10.3
부채비율 (%)	143.2	134.0	88.9	84.6
유동비율 (%)	90.0	99.9	110.9	125.1
순차입금/자기자본 (%)	67.3	62.6	25.6	14.8
조정영업이익/금융비용 (x)	0.4	2.1	3.9	5.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
화승엔터프라이즈 (241590)				
2024.10.31	매수	12,000	-	-
2023.09.26	분석 대상 제외		-	-
2022.11.29	1년 경과 이후	21,000	-59.05	-47.48
2021.11.29	매수	21,000	-34.26	-16.19



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.