



# 화승엔터프라이즈

| Bloomberg Code (241590 KS) | Reuters Code (241590.KS)

2024년 2월 23일

## [첨유/의복]

박현진 연구위원

☎ 02-3772-1563

✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원

☎ 02-3772-1575

✉ jieun.ju@shinhan.com

## 회복은 하나, 속도와 강도가 문제



**매수**  
(유지)



현재주가 (2월 22일)

**7,800 원**



목표주가

**11,000 원 (하향)**



상승여력

**41.0%**

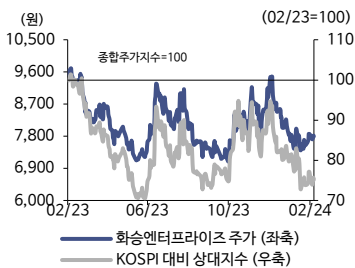
- ◆ 4Q23 어닝쇼크, 선적 지연 이슈와 텍스타일 재고 대손 인식
- ◆ 1Q24 기저효과 부각 가능, 가동률은 느리지만 회복 중
- ◆ 추정치 하향, 중장기 관점에서 지금 주가도 바닥, 길게 볼 것



신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

시가총액	472.6십억원
발행주식수	60.6백만주
유동주식수	17.0백만주 (28.0%)
52 주 최고가/최저가	9,550 원/7,090 원
일평균 거래량 (60 일)	336,315 주
일평균 거래액 (60 일)	2,781 백만원
외국인 지분율	2.36%
<b>주요주주</b>	
화승인더스트리 외 5 인	71.95%
국민연금공단	7.50%
<b>절대수익률</b>	
3개월	-10.3%
6개월	-4.1%
12개월	-17.5%
<b>KOSPI 대비 상대수익률</b>	
3개월	-15.5%
6개월	-9.4%
12개월	-25.1%

## 주가



## 4Q23 실적 기대치 하회

작년 말 분기 실적 턴어라운드를 기대했으나, 4Q23 어닝쇼크가 발표됐다. 4Q23 연결매출 3,251억원(-16% YoY), 영업이익 80억원(+86% YoY)으로 컨센서스와 당사 추정 영업이익(140억원 이상)을 큰 폭으로 하회했다. 실적 부진의 주요인은 유럽발 선적 지연 이슈로 인한 매출 지연(4Q23 → 1Q24)이 약 400억원 정도 발생한 것으로 추정되고, 텍스타일 공장에서 재고 관련한 대손이 60~70억원 인식됐다. 텍스타일 공장에서 발생한 재고 관련 대손 인식은 2022년 말에도 20억원 반영된 바 있다. 2023년에 다시 환입됐으나 텍스타일 공장 내 가동률 회복이 미진해 4Q23 실적에 한번 더 부정적 영향을 키웠다.

작년 반기 말까지 평균 가동률이 80%대에 머물렀는데 10월 이후 가동률이 90%대로 회복되면서 나아진 실적을 기대했다. 하지만 선적 지연 이슈를 감안해도 매출은 (+)성장이 어려웠던 점을 미뤄보아 업황 개선 속도가 더딘 것으로 판단된다. 다만 아디다스 내 생산 점유율은 2023년 말 기준 21%로 1위 벤더사와 유사한 레벨까지 상승 중이다.

## 1Q24 가동률 회복 중, 다만 느린 속도

작년 아디다스 임원진 변경, 아디다스 이지부스트 재고 이슈 등으로 롱텀 오더보다 원가 비중이 높은 숏텀 오더가 일시 증가하는 추세였다. 하지만 아디다스 재고가 지속적으로 감소해 연말, 혹은 연초부터는 리스탁킹 수요가 생길 수 있는 상황이었다. 더불어 아디다스가 작년, 올해 발매했던 신규 라인에 대한 시장 관심이 꾸준하다는 점이 긍정적이다. 하지만 전방 수요 회복이 더디다 보니 의류/신발 대부분의 OEM 업황 개선도 기존 예상보다 느린 것으로 판단한다. 이에 2024년 생산캐파 확보 가정치를 8% YoY → 2% YoY 수준으로 조정했으며, 실적 추정치도 하향 조정이 불가피하다. 다만 1Q24부터는 기저효과가 부각될 수 있는 상황이란 점, 주요 바이어들의 리스탁킹 수요가 조금씩이나마 OEM사 실적으로 연결될 수 있다는 점은 변함없다.

## 회복은 맞지만, 회복 강도는 미약

추정치 하향으로 목표주가를 11,000원으로 하향한다. OEM 전반적으로 회복 강도의 고민이 있지만, 새로운 악재도 없다는 판단이다. 중장기 관점에서 현 주가를 바닥으로 보고 투자 접근을 권한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	1,138.6	7.1	(6.5)	(108)	8,858	(156.6)	19.4	1.9	(1.2)	53.9
2022	1,654.0	52.8	(10.0)	(165)	8,870	(55.9)	7.8	1.0	(1.9)	63.8
2023F	1,213.8	13.0	(23.4)	(386)	8,439	(22.0)	9.0	1.0	(4.5)	53.4
2024F	1,505.9	60.9	30.6	505	8,899	15.4	5.9	0.9	5.8	52.5
2025F	1,747.1	88.8	40.6	669	9,524	11.7	4.9	0.8	7.3	51.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 화승엔터프라이즈 4Q23 실적 Review

(억원, %)	4Q23	4Q22	% YoY	3Q23	% QoQ	신한 추정치	% 차이	컨센서스	% 차이
연결매출	3,251	3,862	(15.8)	2,613	24.4	4,351	(25.3)	4,072	(20.2)
영업이익	80	43	86.0	(17)	흑전	159	(49.7)	144	(44.4)
순이익	(60)	(314)	(80.9)	(168)	적지	105	-	110	-

자료: 신한투자증권

## 화승엔터프라이즈 분기, 연간 실적 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
연결매출	3,054	3,219	2,613	3,251	3,630	3,734	3,910	3,785	16,540	12,138	15,059
% YoY	(18.8)	(28.8)	(40.5)	(15.8)	18.9	16.0	49.6	16.4	45.3	(26.6)	24.1
매출총이익	312	470	342	72	454	448	567	453	1,992	1,196	1,922
% of sales	10.2	14.6	13.1	2.2	12.5	12.0	14.5	12.0	12.0	9.9	12.8
영업이익	(10)	76	(17)	80	120	149	180	160	528	130	609
% of sales	(0.3)	2.4	(0.6)	2.5	3.3	4.0	4.6	4.2	3.2	1.1	4.0
% YoY	(113.9)	(71.0)	(110.7)	86.0	흑전	97.0	흑전	100.1	643.8	(75.5)	369.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 화승엔터프라이즈 실적 추정치 변경

(억원, %)	신규 추정치		이전 추정치		변화율 (%)		Consensus	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
연결매출	12,138	15,059	13,238	17,726	(8.3)	(15.0)	12,956	16,459
영업이익	130	609	209	888	(37.8)	(31.4)	194	787
순이익	(234)	306	(207)	399	13.0	(23.3)	(121)	452

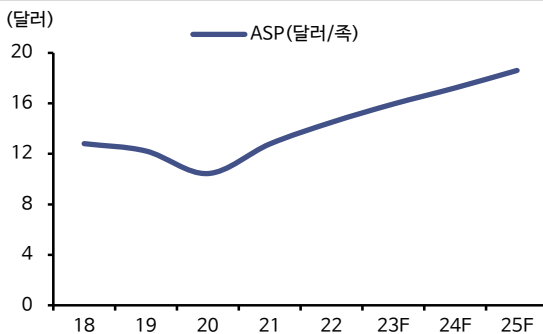
자료: 신한투자증권

## 화승엔터프라이즈 목표주가 산정

구분	비고
FW12개월 EPS (원)	560
Target P/E (배)	18
목표주가 (원)	11,000

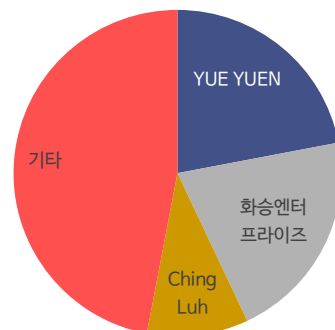
자료: 신한투자증권

## 평균주주단가 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 아디다스 내 신발 생산 점유율(2023년 기준)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>1,330.3</b>	<b>1,475.8</b>	<b>1,385.3</b>	<b>1,451.5</b>	<b>1,480.8</b>
유동자산	697.6	757.4	703.5	774.0	786.6
현금및현금성자산	173.2	183.4	282.4	251.5	180.3
매출채권	122.8	109.6	80.4	99.7	115.7
재고자산	300.7	293.8	215.6	267.5	310.4
비유동자산	632.6	718.5	681.8	677.5	694.2
유형자산	497.4	567.0	535.8	534.3	553.6
무형자산	31.7	42.0	37.9	34.2	30.8
투자자산	9.2	9.0	7.6	8.6	9.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>779.8</b>	<b>884.6</b>	<b>821.2</b>	<b>858.3</b>	<b>848.1</b>
유동부채	695.4	778.1	719.1	753.3	740.6
단기차입금	388.5	491.4	486.4	476.4	476.4
매입채무	191.3	162.1	118.9	147.6	171.2
유동성장기부채	50.7	65.2	70.2	75.2	30.2
비유동부채	84.5	106.6	102.1	105.1	107.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	65.9	89.9	89.9	89.9	89.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>550.4</b>	<b>591.2</b>	<b>564.1</b>	<b>593.2</b>	<b>632.7</b>
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	165.7	169.8	169.8	169.8	169.8
기타자본	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
기타포괄이익누계액	9.7	16.5	16.5	16.5	16.5
이익잉여금	179.2	169.2	143.1	170.9	208.8
<b>지배주주지분</b>	<b>536.5</b>	<b>537.5</b>	<b>511.3</b>	<b>539.2</b>	<b>577.0</b>
비지배주주지분	13.9	53.7	52.8	54.0	55.7
*총차입금	509.1	653.9	651.9	648.2	604.3
*순차입금(순현금)	296.8	377.0	301.0	311.7	325.3

### 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(8.3)</b>	<b>96.8</b>	<b>188.5</b>	<b>103.1</b>	<b>134.0</b>
당기순이익	(6.8)	(7.5)	(24.4)	31.9	42.2
유형자산상각비	59.1	70.2	79.1	78.5	81.7
무형자산상각비	2.6	3.1	4.1	3.7	3.3
외화환산손실(이익)	(3.6)	35.0	60.0	30.0	40.0
자산처분손실(이익)	2.1	3.3	3.3	3.3	3.3
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.6	0.2	(0.2)	(0.2)	(0.2)
운전자본변동	(66.9)	(11.5)	66.5	(44.1)	(36.4)
(법인세납부)	(7.9)	(18.5)	(7.0)	(11.2)	(14.1)
기타	12.5	22.5	7.1	11.2	14.2
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(119.8)</b>	<b>(206.2)</b>	<b>(81.5)</b>	<b>(124.2)</b>	<b>(155.2)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(94.7)	(131.2)	(48.0)	(77.0)	(101.0)
유형자산의감소	0.4	9.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.4)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(1.9)	(0.2)	1.6	(0.7)	(0.6)
기타	(23.2)	(84.0)	(35.1)	(46.5)	(53.6)
<b>FCF</b>	<b>(136.1)</b>	<b>(152.5)</b>	<b>124.3</b>	<b>3.2</b>	<b>11.8</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>47.5</b>	<b>118.4</b>	<b>(4.7)</b>	<b>(6.4)</b>	<b>(46.6)</b>
차입금의 증가(감소)	63.6	86.4	(2.0)	(3.7)	(43.9)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(4.3)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)
기타	(11.8)	34.7	0.0	0.0	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	(3.3)	(3.3)	(3.3)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	7.8	1.1	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(72.8)</b>	<b>10.2</b>	<b>98.9</b>	<b>(30.9)</b>	<b>(71.2)</b>
기초현금	246.0	173.2	183.4	282.4	251.5
기말현금	173.2	183.4	282.4	251.5	180.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 포괄손익계산서

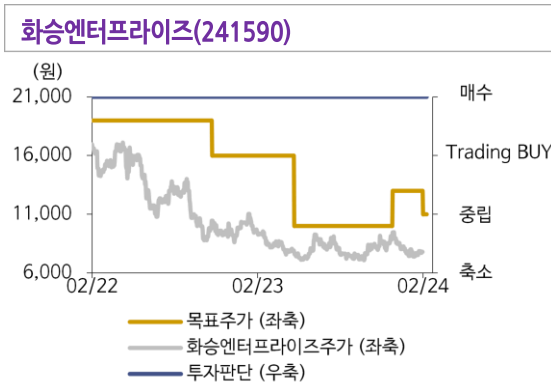
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>1,138.6</b>	<b>1,654.0</b>	<b>1,213.8</b>	<b>1,505.9</b>	<b>1,747.1</b>
증감률 (%)	2.0	45.3	(26.6)	24.1	16.0
<b>매출원가</b>	<b>1,022.1</b>	<b>1,454.8</b>	<b>1,094.2</b>	<b>1,313.7</b>	<b>1,506.9</b>
<b>매출총이익</b>	<b>116.5</b>	<b>199.2</b>	<b>119.6</b>	<b>192.2</b>	<b>240.3</b>
매출총이익률 (%)	10.2	12.0	9.9	12.8	13.8
<b>판매관리비</b>	<b>109.4</b>	<b>146.4</b>	<b>106.6</b>	<b>131.3</b>	<b>151.4</b>
<b>영업이익</b>	<b>7.1</b>	<b>52.8</b>	<b>13.0</b>	<b>60.9</b>	<b>88.8</b>
증감률 (%)	(88.6)	643.8	(75.5)	369.9	45.9
영업이익률 (%)	0.6	3.2	1.1	4.0	5.1
영업외손익	(4.9)	(46.3)	(30.4)	(17.8)	(32.5)
금융손익	(8.8)	(14.4)	(5.6)	(5.9)	(7.3)
기타영업외손익	4.4	(31.7)	(24.6)	(11.8)	(25.1)
중속 및 관계기업관련손익	(0.6)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
<b>세전계속사업이익</b>	<b>2.2</b>	<b>6.5</b>	<b>(17.4)</b>	<b>43.1</b>	<b>56.3</b>
법인세비용	9.0	14.0	7.0	11.2	14.1
계속사업이익	(6.8)	(7.5)	(24.4)	31.9	42.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(6.8)</b>	<b>(7.5)</b>	<b>(24.4)</b>	<b>31.9</b>	<b>42.2</b>
증감률 (%)	적전	적지	적지	흑전	32.6
순이익률 (%)	(0.6)	(0.5)	(2.0)	2.1	2.4
(지배주주)당기순이익	(6.5)	(10.0)	(23.4)	30.6	40.6
(비지배주주)당기순이익	(0.3)	2.5	(1.0)	1.3	1.7
<b>총포괄이익</b>	<b>22.5</b>	<b>1.4</b>	<b>(24.4)</b>	<b>31.9</b>	<b>42.2</b>
(지배주주)총포괄이익	22.1	(0.5)	8.5	(11.1)	(14.8)
(비지배주주)총포괄이익	0.3	1.9	(32.9)	43.0	57.0
<b>EBITDA</b>	<b>68.8</b>	<b>126.1</b>	<b>96.2</b>	<b>143.1</b>	<b>173.9</b>
증감률 (%)	(42.7)	83.3	(23.7)	48.7	21.5
EBITDA 이익률 (%)	6.0	7.6	7.9	9.5	10.0

### 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	(113)	(124)	(402)	526	697
EPS (지배순이익, 원)	(108)	(165)	(386)	505	669
BPS (자본총계, 원)	9,087	9,757	9,310	9,791	10,443
BPS (지배지분, 원)	8,858	8,870	8,439	8,899	9,524
DPS (원)	45	45	45	45	45
PER (당기순이익, 배)	(149.0)	(74.2)	(21.1)	14.8	11.2
PER (지배순이익, 배)	(156.6)	(55.9)	(22.0)	15.4	11.7
PBR (자본총계, 배)	1.9	0.9	0.9	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	1.9	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	19.4	7.8	9.0	5.9	4.9
배당성향 (%)	(41.8)	(27.3)	(11.7)	8.9	6.7
배당수익률 (%)	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	6.0	7.6	7.9	9.5	10.0
영업이익률 (%)	0.6	3.2	1.1	4.0	5.1
순이익률 (%)	(0.6)	(0.5)	(2.0)	2.1	2.4
ROA (%)	(0.6)	(0.5)	(1.7)	2.2	2.9
ROE (지배순이익, %)	(1.2)	(1.9)	(4.5)	5.8	7.3
ROIC (%)	(3.4)	(7.4)	2.0	5.9	8.1
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	141.7	149.6	145.6	144.7	134.0
순차입금비율 (%)	53.9	63.8	53.4	52.5	51.4
현금비율 (%)	24.9	23.6	39.3	33.4	24.4
이자보상배율 (배)	0.7	2.6	0.6	2.6	4.0
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	5.9	6.6	5.3	6.9	6.7
재고자산회수기간 (일)	84.5	65.6	76.6	58.6	60.4
매출채권회수기간 (일)	37.8	25.6	28.6	21.8	22.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 01월 26일	매수	19,000	(22.2)	(10.0)
2022년 07월 27일		6개월경과	(38.9)	(26.3)
2022년 11월 15일	매수	16,000	(42.5)	(31.1)
2023년 05월 15일	매수	10,000	(20.8)	(7.3)
2023년 11월 16일		6개월경과	(14.3)	(8.5)
2023년 12월 18일	매수	13,000	(38.3)	(27.2)
2024년 02월 23일	매수	11,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 21일 기준)

매수 (매수)	92.68%	Trading BUY (중립)	5.69%	중립 (중립)	1.63%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------