

화승
엔터프라이즈
(241590)

유정현

junghyun.yu@daishin.co

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

11,000

하향

현재주가

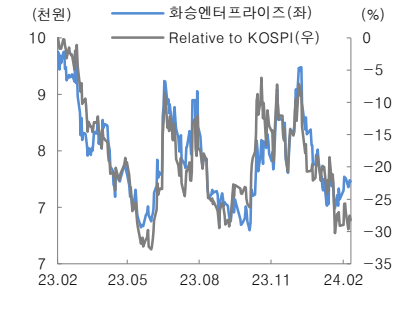
7,800

(24.02.22)

섬유의복업종

KOSPI	2664.27
시가총액	473십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	9,550원 / 7,090원
120일 평균거래대금	23억원
외국인지분율	2.36%
주요주주	화승인더스트리 외 5 인 71.95% 국민연금공단 7.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.0	-10.3	-4.1	-17.5
상대수익률	-3.8	-15.5	-9.4	-25.1



완만한 강도로 회복은 시작

- 4분기 평균 가동율 90% 초반으로 3분기 대비 회복
- 4분기 예상치 못한 총당금 발생으로 추정치 하회
- 아디다스 주가 상승 지속, 재고 조정도 기대 이상으로 빠르게 진행

투자 의견 BUY를 유지하나 목표주가를 11,000원으로 하향(-20%)

투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가 11,000원(2024년 P/E 13배)으로 하향(-20%). 목표주가 하향은 2024년 실적 하향 조정에 따른 것임

4분기 평균 가동율은 3분기 80% 초중반 보다 개선된 92~93%를 기록. 1분기는 4분기 보다 더 개선된 것으로 파악. 1월 95%를 상회, 2월은 춘절 연휴 영향으로 1월 대비 소폭 낮아졌으나 3월부터 1월 수준으로 회복 예상

업황 회복 시그널은 여러 방면으로 확인되고 있으나 그 강도가 아직 완만하여 예상치 못한 비용들이 소소하게 발생하고 있는 것으로 보임. 그러나 고객사인 아디다스 주가가 의미 있게 상승 흐름이 지속되고 있다는 점과 지난 해 대비 높아진 가동율, 낮아진 고객사 재고 수준 등을 고려하면 올해 손익 개선 전망은 밝음. 제조업 특성상 가동율 상승이 실적 개선의 key라는 점을 고려하면 손익은 23년 4분기를 시작으로 24년 2분기부터 본격적으로 개선 예상

4Q23 Review: 회복 구간 진입, 다만 총당금 반영하며 추정치 하회

4분기 매출액과 영업이익은 각각 3,252억원(-16%, yoy), 80억원(+86%, yoy) 기록. 4분기 가동율 10월 90%에서 12월말 95%로 회복. 평균 92~93%를 기록하며 회복세가 뚜렷했지만 12월 선적 물량이 일부 1월로 이연되면서 매출이 추정치 하회

영업이익은 자회사(textile 사업부)의 대손충당금 약 70억원 발생하면서 추정치 하회. 총당금을 제외한 영업이익은 당사 추정치 수준. 업황이 예상대로 회복세를 보이고 있으나 아직 그 정도가 완만하여 추가 비용이 발생한 것으로 파악

(단위: 십억원, %)

구분	3Q22	2023	직전추정	3Q23			4Q23			
				잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	386	261	404	325	-15.8	24.5	357	383	25.4	17.7
영업이익	4	-2	15	8	86.2	흑전	14	11	흑전	36.6
순이익	-30	-17	12	-12	적지	적지	11	6	224.4	흑전

자료: 화승엔터, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,139	1,654	1,214	1,681	2,006
영업이익	7	53	13	80	120
세전순이익	2	6	-23	68	119
총당기순이익	-7	-8	-31	53	93
지배지분순이익	-7	-10	-31	53	92
EPS	-108	-165	-510	867	1,521
PER	NA	NA	NA	10.0	5.7
BPS	8,859	8,871	8,505	9,649	11,671
PBR	1.9	1.0	0.9	0.8	0.7
ROE	-1.2	-1.9	-5.9	9.5	14.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출.

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	1,292	1,863	1,214	1,681	-6.1	-9.8
영업이익	20	102	13	80	-36.2	-21.4
지배지분순이익	-8	64	-31	53	적자유지	-20.2
영업이익률	1.6	5.5	1.1	4.7		
순이익률	-0.6	3.4	-2.6	3.2		

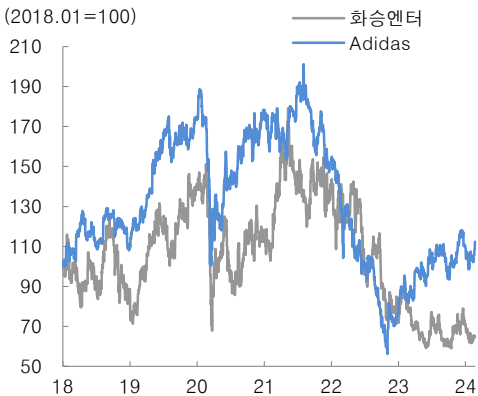
자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

표 1. 화승엔터 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2022				2023F				2022	2023P	2024F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	376	452	439	386	305	322	261	324	1,654	1,214	1,681
영업이익	7	26	16	4	-1	8	-2	8	53	13	80
영업이익률	1.8	5.8	3.5	1.1	-0.3	2.4	-0.6	2.5	3.2	1.1	4.7
YOY											
매출액	24.2	48.9	125.4	14.7	-18.8	-28.8	-40.5	-15.8	45.3	-26.6	38.5
영업이익	-38.2	117.5	흑전	163.2	적전	-71.0	적전	86.2	643.7	-75.5	515.8

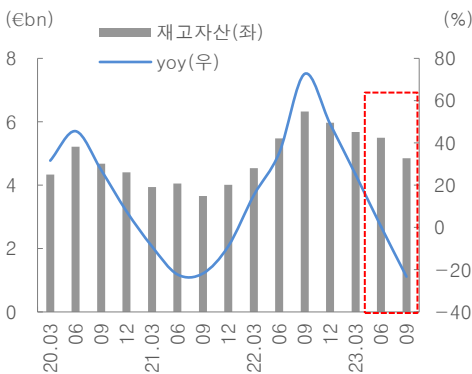
주: K-IFRS 연결기준
자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

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

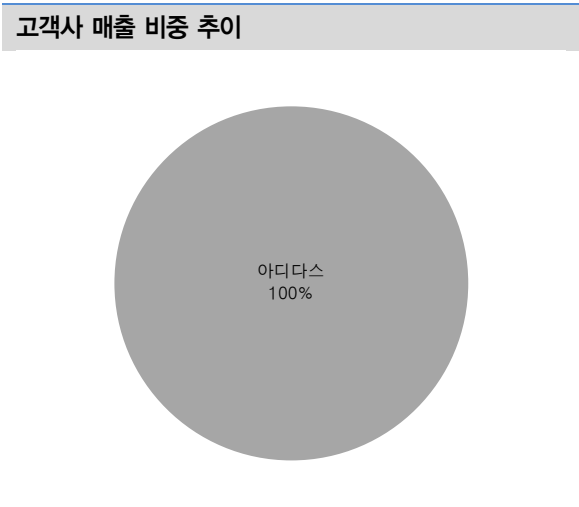
기업 및 경영진 현황

- 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

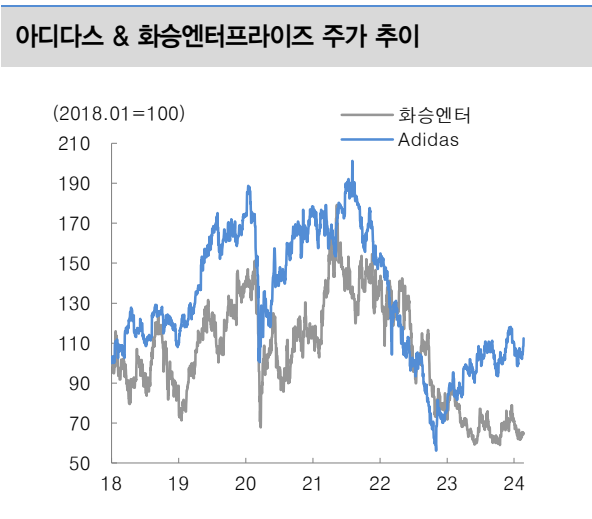
- 원/달러 환율
- 고객사인 아디다스 실적

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

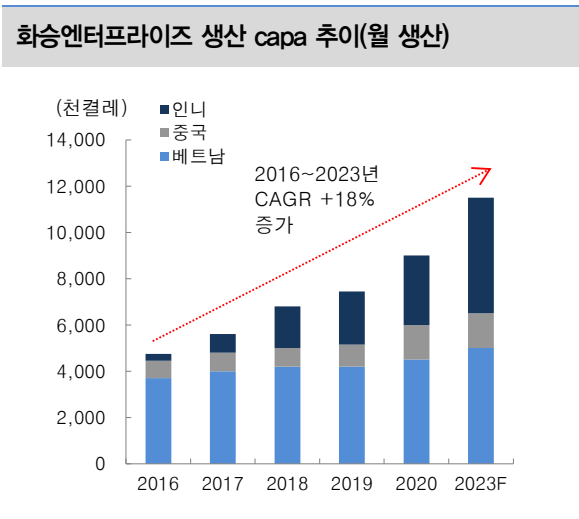


자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center



자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,139	1,654	1,214	1,681	2,006
매출원가	1,022	1,455	1,053	1,431	1,705
매출총이익	116	199	160	250	301
판매비와관리비	109	146	147	170	181
영업이익	7	53	13	80	120
영업이익률	0.6	3.2	1.1	4.7	6.0
EBITDA	69	126	92	164	209
영업외손익	-5	-46	-36	-12	-1
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	4	17	18	18	12
외환관련이익	18	30	21	21	21
금융비용	-13	-31	-19	-20	-3
외환관련손실	3	10	3	3	3
기타	4	-32	-36	-10	-10
법인세비용차감전순손익	2	6	-23	68	119
법인세비용	-9	-14	-8	-15	-26
계속사업순손익	-7	-8	-31	53	93
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-7	-8	-31	53	93
당기순이익률	-0.6	-0.5	-2.6	3.2	4.6
비지배지분순이익	0	2	0	1	1
지배지분순이익	-7	-10	-31	53	92
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	1	1	1	1
포괄순이익	22	1	-22	62	102
비지배지분포괄이익	0	2	0	1	1
지배지분포괄이익	22	0	-22	61	101

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-108	-165	-510	867	1,521
PER	NA	NA	NA	10.0	5.7
BPS	8,859	8,871	8,505	9,649	11,671
PBR	1.9	1.0	0.9	0.8	0.7
EBITDAPS	1,136	2,082	1,512	2,707	3,456
EV/EBITDA	19.4	7.8	10.3	6.2	4.8
SPS	18,801	27,302	20,034	27,750	33,103
PSR	0.9	0.3	0.4	0.3	0.2
CFPS	1,086	2,193	1,092	2,710	3,458
DPS	45	45	45	45	45

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	20	45.3	-26.6	38.5	19.3
영업이익 증가율	-88.6	643.8	-75.5	516.0	50.8
순이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	75.5
수익성					
ROIC	-3.2	-7.3	1.9	6.4	8.6
ROA	0.6	3.8	0.9	5.4	7.3
ROE	-1.2	-1.9	-5.9	9.5	14.3
안정성					
부채비율	141.7	149.6	145.2	141.3	125.8
순차입금비율	53.9	63.8	73.9	74.4	58.2
이자보상배율	0.7	2.6	0.8	4.6	0.0

자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	698	757	624	743	911
현금및현금성자산	173	183	132	129	211
매출채권 및 기타채권	144	128	95	124	143
재고자산	301	294	243	336	401
기타유동자산	79	153	153	154	155
비유동자산	633	718	766	808	846
유형자산	497	567	613	653	688
관계기업투자금	4	5	5	5	5
기타비유동자산	131	146	148	150	153
자산총계	1,330	1,476	1,390	1,551	1,756
유동부채	695	778	666	701	721
매입채무 및 기타채무	245	201	150	179	194
차입금	388	491	496	501	506
유동성채무	51	65	0	0	0
기타유동부채	11	20	20	21	21
비유동부채	84	107	157	207	258
차입금	37	60	112	164	216
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	48	46	44	43	42
부채총계	780	885	823	908	978
자배지분	537	537	515	585	707
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	166	170	170	170	170
이익잉여금	179	169	136	185	275
기타지분변동	161	168	180	199	232
비자배지분	14	54	52	58	71
자본총계	550	591	567	643	778
순차입금	297	377	419	478	453

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-8	97	71	38	106
당기순이익	0	0	-31	53	93
비현금항목의 가감	73	140	97	111	116
감가상각비	62	73	79	84	89
외환손익	-4	35	-11	-11	-11
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	14	32	29	37	38
자산부채의 증감	-67	-12	23	-100	-78
기타현금흐름	-14	-32	-18	-26	-26
투자활동 현금흐름	-120	-206	-155	-155	-155
투자자산	-7	-47	0	0	0
유형자산	-94	-122	-122	-122	-122
기타	-18	-37	-33	-33	-33
재무활동 현금흐름	48	118	23	89	89
단기차입금	82	54	5	5	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	12	52	52	52	52
유상증자	1	0	0	0	0
현금배당	-4	-3	-3	-3	-3
기타	-42	15	-31	35	35
현금의 증감	-73	10	-51	-4	82
기초 현금	246	173	183	132	129
기말 현금	173	183	132	129	211
NOPLAT	-23	-61	18	62	94
FCF	-56	-119	-35	15	52

[Compliance Notice]

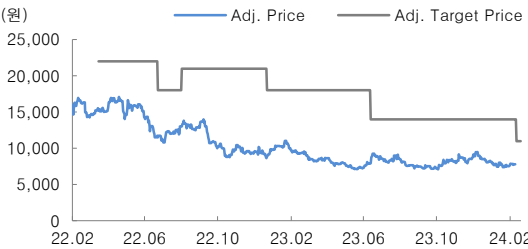
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.02.23	24.01.03	23.12.26	23.12.19	23.12.02	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	11,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)		(44.35)	(39.07)	(41.46)	(41.75)	(42.10)
과리율(최대/최소%)		(40.50)	(37.57)	(32.36)	(32.43)	(33.79)
제시일자	23.11.15	23.10.04	23.08.13	23.06.26	23.05.11	23.04.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	18,000	18,000
과리율(평균%)	(42.10)	(42.53)	(41.91)	(38.54)	(51.79)	(49.53)
과리율(최대/최소%)	(33.79)	(33.79)	(33.79)	(33.79)	(38.72)	(38.72)
제시일자	23.01.04	22.11.14	22.11.05	22.09.16	22.08.15	22.07.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	18,000	21,000	21,000	21,000	21,000	18,000
과리율(평균%)	(47.40)	(48.66)	(45.27)	(44.48)	(37.77)	(33.64)
과리율(최대/최소%)	(38.72)	(33.33)	(33.33)	(33.33)	(34.29)	(27.78)
제시일자	22.06.07	22.06.02	22.05.16	22.03.29		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	22,000	22,000	22,000	22,000		
과리율(평균%)	(31.41)	(28.16)	(28.17)	(28.20)		
과리율(최대/최소%)	(22.27)	(22.27)	(22.27)	(22.27)		

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240221)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	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