



# 화승엔터프라이즈

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

2023년 12월 18일

## [첨유/의복]

박현진 연구위원

☎ 02-3772-1563

✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원

☎ 02-3772-1575

✉ jieun.ju@shinhan.com

## 턴어라운드, 주가 바닥



**매수**  
(유지)



현재주가 (12월 15일)

**8,890 원**



목표주가

**13,000 원 (상향)**



상승여력

**46.2%**

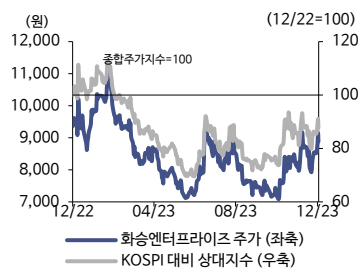
- ◆ 4Q23 실적 턴어라운드 기대, 영업이익 컨센서스 상향 기대
- ◆ 회복 강도 고민이지만, 더 이상 악재도 없다는 점에 주목
- ◆ 목표주가 상향, 저점 매수 가능 시기!



신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

시가총액	538.6십억원
발행주식수	60.6백만주
유동주식수	17.0백만주(28.0%)
52주 최고가/최저가	11,030 원/7,090 원
일평균 거래량 (60 일)	278,758 주
일평균 거래액 (60 일)	2,316 백만원
외국인 지분율	2.28%
<b>주요주주</b>	
화승인더스트리 외 5 인	71.95%
국민연금공단	7.50%
<b>절대수익률</b>	
3개월	18.9%
6개월	20.1%
12개월	-7.6%
<b>KOSPI 대비 상대수익률</b>	
3개월	20.6%
6개월	22.2%
12개월	-14.9%

## 주가



## 4Q23 실적 턴어라운드 기대

연말을 앞두고 간만에 분기 실적 턴어라운드가 기대된다. 올 한해 아디다스 임원진 변경, 칸예와의 협업 중단 등의 이슈로 롱텀 오더보다 원가 비중이 높은 슷팀 오더가 일시 증가하는 추세였다. 하지만 소폭의 변화가 예상된다. 반기말까지 평균 가동률이 80%대에 머물렀는데 10월 이후 가동률이 90%대로 회복되면서 4Q23에는 나아진 실적이 기대된다. 4Q23 매출은 4,351억원(+13% YoY), 영업이익 159억원(+270% YoY)을 전망해 1~3분기 실적 추세 대비 반전되는 흐름이다.

아디다스의 재고가 지속적으로 감소해 리스탁킹 수요가 생길 수 있는 상황이다. 더불어 아디다스가 작년, 올해 발매했던 신규 라인에 대한 시장 관심이 꾸준하다는 점이 긍정 포인트다. 동사의 평균 수주단가는 16\$ 내외 추정하며, 2024년 17\$, 2025년 18\$ 이상으로 전망한다.

## 기저효과+α가 더해질 2024년

단기적으로는 의류, 텍스타일 제조법인의 실적 저조로 부실 재고 혹은 영업권 상각과 관련한 이슈가 발생할 가능성도 있다. 다만 작년에 이어서 올해 상반기까지 비용 처리를 보수적으로 해왔다는 점에서 실적 추세 회복에 부정적 영향을 키울 수준은 아니라고 판단한다.

2024년 생산캐파 확보는 8% YoY 수준으로 올해보다 증가할 전망이다. 아디다스 내 생산 점유율(2024년 아디다스 내 생산점유율 19% 추정)을 높여가며 매출 성장하는 흐름을 보일 전망이다. 또한 아디다스 외 브랜드들의 신발 완제품 수주 혹은 부자재 매출이 끊임없이 늘고 있다. C브랜드의 수주 가능성이 구체화 되는 것으로도 파악되어 기저효과+α가 생길 수 있다는 점은 2024년 실적에 긍정적이다.

## 목표주가 상향, 현 주가 바닥!

소폭의 추정치 변동과 밸류에이션 시점을 2024년으로 조정하면서 목표주가를 13,000원으로 상향한다. 주가는 오래 쉬었고, 시장 기대치는 낮아질 만큼 낮아졌다. 오히려 가동률은 조금씩 회복 중이다. 회복 강도에 대한 고민이 있지만, 더 이상의 악재도 없다는 판단이다. 실적 회복에 대한 기대감이 커질 수 있는 시점으로 현 주가를 바닥으로 보고 매수 접근을 권한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
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	1,323.8	20.9	(20.7)	(341)	8,484	(26.8)	8.6	1.1	(3.9)	62.6
2024F	1,772.6	88.8	39.9	658	9,097	13.9	5.5	1.0	7.5	61.3
2025F	2,075.2	124.7	59.3	978	10,030	9.4	4.6	0.9	10.2	56.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 화승엔터프라이즈 분기, 연간 실적 전망

(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
연결매출	3,763	4,524	4,392	3,862	3,054	3,219	2,613	4,351	16,540	13,238	17,726
% YoY	24.2	48.9	125.4	14.7	(18.8)	(28.8)	(40.5)	12.7	45.3	(20.0)	33.9
매출총이익	406	610	531	445	312	470	342	248	1,992	1,371	2,434
% of sales	10.8	13.5	12.1	11.5	10.2	14.6	13.1	5.7	12.0	10.4	13.7
영업이익	69	261	155	43	(10)	76	(17)	159	528	209	888
% of sales	1.8	5.8	3.5	1.1	(0.3)	2.4	(0.6)	3.7	3.2	1.6	5.0
% YoY	(38.2)	117.5	흑전	163.6	적전	(71.0)	적전	270.4	643.8	(60.5)	325.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 화승엔터프라이즈 실적 추정치 변경

(억원, %)	신규 추정치		이전 추정치		변화율 (%)		Consensus	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
연결매출	13,238	17,726	22,750	27,600	(41.8)	(35.8)	12,836	15,364
영업이익	209	888	1,100	1,420	(81.0)	(37.5)	163	698
순이익	(207)	399	677	935	(130.5)	(57.4)	(54)	476

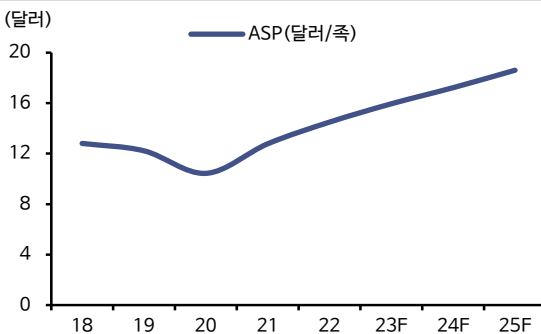
자료: 신한투자증권

## 화승엔터프라이즈 목표주가 산정

구분	비고
FW12개월 평균 EPS (원)	685
Target P/E (배)	18
목표주가 (원)	12,610

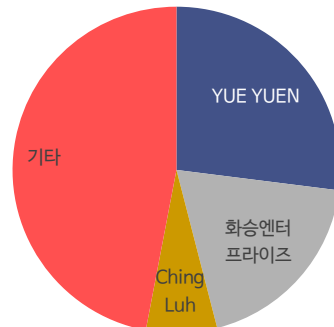
자료: 신한투자증권

## 평균수주단가 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 아디다스 내 신발 생산 점유율



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>1,404.0</b>	<b>1,502.5</b>	<b>1,560.0</b>
유동자산	697.6	757.4	682.3	792.9	831.4
현금및현금성자산	173.2	183.4	223.0	177.8	111.4
매출채권	122.8	109.6	87.7	117.4	137.5
재고자산	300.7	293.8	235.2	314.9	368.7
비유동자산	632.6	718.5	721.7	709.6	728.6
유형자산	497.4	567.0	575.4	565.5	586.9
무형자산	31.7	42.0	37.9	34.2	30.8
투자자산	9.2	9.0	8.0	9.4	10.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>779.8</b>	<b>884.6</b>	<b>837.1</b>	<b>896.7</b>	<b>895.3</b>
유동부채	695.4	778.1	733.9	789.0	784.5
단기차입금	388.5	491.4	486.4	476.4	476.4
매입채무	191.3	162.1	129.7	173.7	203.4
유동성장기부채	50.7	65.2	70.2	75.2	30.2
비유동부채	84.5	106.6	103.2	107.8	110.8
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>566.9</b>	<b>605.7</b>	<b>664.7</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	145.8	183.0	239.5
<b>지배주주지분</b>	<b>536.5</b>	<b>537.5</b>	<b>514.0</b>	<b>551.2</b>	<b>607.7</b>
비지배주주지분	13.9	53.7	52.9	54.5	57.0
*총차입금	509.1	653.9	652.4	649.4	605.8
*순차입금(순현금)	296.8	377.0	354.7	371.5	377.2

### 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(8.3)</b>	<b>96.8</b>	<b>182.2</b>	<b>95.4</b>	<b>151.1</b>
당기순이익	(6.8)	(7.5)	(21.5)	41.5	61.7
유형자산상각비	59.1	70.2	86.6	84.9	88.6
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)
운전차분변동	(66.9)	(11.5)	49.9	(67.8)	(45.7)
법인세납부	(7.9)	(18.5)	2.4	(14.6)	(20.6)
기타	12.5	22.5	(2.4)	14.6	20.7
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(119.8)</b>	<b>(206.2)</b>	<b>(135.1)</b>	<b>(131.6)</b>	<b>(167.9)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(94.7)	(131.2)	(95.0)	(75.0)	(110.0)
유형자산의감소	0.4	9.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.4)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(1.9)	(0.2)	1.3	(1.2)	(0.8)
기타	(23.2)	(84.0)	(41.4)	(55.4)	(57.1)
<b>FCF</b>	<b>(136.1)</b>	<b>(152.5)</b>	<b>67.7</b>	<b>7.0</b>	<b>26.7</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>47.5</b>	<b>118.4</b>	<b>(4.2)</b>	<b>(5.7)</b>	<b>(46.4)</b>
차입금의 증가(감소)	63.6	86.4	(1.5)	(3.0)	(43.6)
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	(0.1)
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>39.6</b>	<b>(45.2)</b>	<b>(66.4)</b>
기초현금	246.0	173.2	183.4	223.0	177.8
기말현금	173.2	183.4	223.0	177.8	111.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 포괄손익계산서

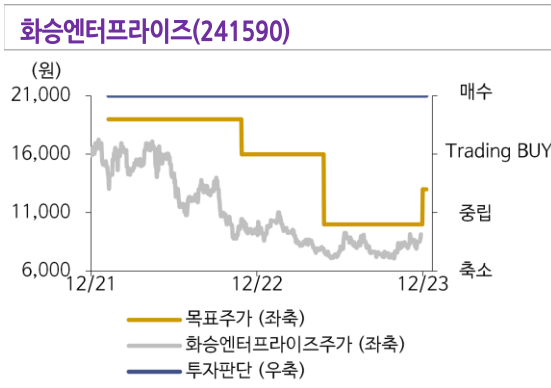
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>1,138.6</b>	<b>1,654.0</b>	<b>1,323.8</b>	<b>1,772.6</b>	<b>2,075.2</b>
증감률 (%)	2.0	45.3	(20.0)	33.9	17.1
<b>매출원가</b>	<b>1,022.1</b>	<b>1,454.8</b>	<b>1,186.6</b>	<b>1,529.2</b>	<b>1,770.7</b>
<b>매출총이익</b>	<b>116.5</b>	<b>199.2</b>	<b>137.1</b>	<b>243.4</b>	<b>304.6</b>
매출총이익률 (%)	10.2	12.0	10.4	13.7	14.7
<b>판매관리비</b>	<b>109.4</b>	<b>146.4</b>	<b>116.3</b>	<b>154.6</b>	<b>179.9</b>
<b>영업이익</b>	<b>7.1</b>	<b>52.8</b>	<b>20.9</b>	<b>88.8</b>	<b>124.7</b>
증감률 (%)	(88.6)	643.8	(60.5)	325.5	40.4
영업이익률 (%)	0.6	3.2	1.6	5.0	6.0
영업외손익	(4.9)	(46.3)	(44.8)	(32.7)	(42.4)
금융손익	(8.8)	(14.4)	(8.0)	(10.7)	(12.1)
기타영업외손익	4.4	(31.7)	(36.6)	(21.8)	(30.1)
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>(23.9)</b>	<b>56.1</b>	<b>82.3</b>
법인세비용	9.0	14.0	(2.4)	14.6	20.6
계속사업이익	(6.8)	(7.5)	(21.5)	41.5	61.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(6.8)</b>	<b>(7.5)</b>	<b>(21.5)</b>	<b>41.5</b>	<b>61.7</b>
증감률 (%)	적전	적지	적지	흑전	48.6
순이익률 (%)	(0.6)	(0.5)	(1.6)	2.3	3.0
(지배주주)당기순이익	(6.5)	(10.0)	(20.7)	39.9	59.3
(비지배주주)당기순이익	(0.3)	2.5	(0.9)	1.7	2.5
총포괄이익	22.5	1.4	(21.5)	41.5	61.7
(지배주주)총포괄이익	22.1	(0.5)	7.5	(14.5)	(21.6)
(비지배주주)총포괄이익	0.3	1.9	(29.0)	56.0	83.3
<b>EBITDA</b>	<b>68.8</b>	<b>126.1</b>	<b>111.6</b>	<b>177.4</b>	<b>216.6</b>
증감률 (%)	(42.7)	83.3	(11.5)	59.0	22.1
EBITDA 이익률 (%)	6.0	7.6	8.4	10.0	10.4

### 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	(113)	(124)	(355)	685	1,019
EPS (지배순이익, 원)	(108)	(165)	(341)	658	978
BPS (자본총계, 원)	9,087	9,757	9,357	9,997	10,971
BPS (지배지분, 원)	8,858	8,870	8,484	9,097	10,030
DPS (원)	45	45	45	45	45
PER (당기순이익, 배)	(149.0)	(74.2)	(25.8)	13.4	9.0
PER (지배순이익, 배)	(156.6)	(55.9)	(26.8)	13.9	9.4
PBR (자본총계, 배)	1.9	0.9	1.0	0.9	0.8
PBR (지배지분, 배)	1.9	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	19.4	7.8	8.6	5.5	4.6
배당성향 (%)	(41.8)	(27.3)	(13.2)	6.8	4.6
배당수익률 (%)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	6.0	7.6	8.4	10.0	10.4
영업이익률 (%)	0.6	3.2	1.6	5.0	6.0
순이익률 (%)	(0.6)	(0.5)	(1.6)	2.3	3.0
ROA (%)	(0.6)	(0.5)	(1.5)	2.9	4.0
ROE (지배순이익, %)	(1.2)	(1.9)	(3.9)	7.5	10.2
ROIC (%)	(3.4)	(7.4)	2.0	7.9	10.3
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	141.7	149.6	147.6	148.0	134.7
순차입금비율 (%)	53.9	63.8	62.6	61.3	56.7
현금비율 (%)	24.9	23.6	30.4	22.5	14.2
이자보상배율 (배)	0.7	2.6	0.9	3.8	5.6
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	5.9	6.6	5.5	7.1	6.7
재고자산회수기간 (일)	84.5	65.6	72.9	56.6	60.1
매출채권회수기간 (일)	37.8	25.6	27.2	21.1	22.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 10월 14일		커버리지제외	-	-
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	(14.4)	(8.5)
2023년 12월 18일	매수	13,000	-	-

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 투자의 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 (2023년 12월 15일 기준)

매수 (매수)	93.33%	Trading BUY (중립)	4.71%	중립 (중립)	1.96%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------