

# 화승엔터프라이즈 (241590)

## 예상대로 순항 중

2024년 11월 15일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	12,000 원 (상향)
✓ 상승여력	32.6%	✓ 현재주가 (11월 14일)	9,050 원

### [섬유/의복]

박현진 연구위원

✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원

✉ jieun.ju@shinhan.com

### 신한생각 아디다스 덕에 호실적 기대감 충족

아디다스의 기존 부실 채고 소진 사이클 마무리와 함께 신제품 출시에 따른 성과 덕에 동사도 생산량 증가. 가동률 개선 추세 감안하면 4Q24, 2025년 실적 또한 기대해도 좋을 전망. 매수 추천

### 3Q24 Review: 가동률 상승 속 이익 레버리지 증대

3Q24 연결매출 3,861억원(+48% YoY, 이하 동일), 영업이익 191억원(흑자 전환)으로 당사 추정매출 3,683억원, 추정이익 203억원(컨센서스 198억원)에 부합. 아디다스 오리지널 세션 수주가 꾸준히 증가 중. 아디제로나 슈퍼노바 시리즈 등 오더 증가와 동시에 오리지널 스테디셀러 제품 오더 확대로 가동률이 지속 개선. 현 시점 기준 풀가동 상태로 파악

올림픽과 유로 특수 신제품 등의 물량이 매출 인식될 예정이었는데 예상대로 진행된 것으로 추정. 이지부스트 등 기존 양산품 생산 감소하면서 부스트폼 제조하던 HSPL법인의 실적 부진이 염려되었으나 비용 이슈는 없었던 것으로 파악. Adidas 증가 라인이나 타 브랜드에서 부스트폼 채택 사례 늘면서 관련 손익은 소폭씩 회복 중일 것으로 추정

4Q24 연결매출 4,504억원(+39%), 영업이익 285억원(흑자 전환) 달성에 무리 없을 것으로 전망. 2025년 영업이익 1,000억원 내외 사측 가이드라인 제시. 타 브랜드사 대비 아디다스의 시장 내 입지 확장 추세는 고무적. 신발 시장에서의 점유율 확대 추세로 동사 펀더멘탈 개선에 호재로 작용 중

### Valuation & Risk: 목표주가 상향, 업종 최선호주 유지

추정치는 유지하나 밸류에이션 적용 구간에 들어가는 선행 12개월 추정 주당순이익이 상승해 목표주가 상향. Target P/E 15배면 합리적이라 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,654.0	52.8	(10.0)	-	-	1.0	7.8	0.5
2023	1,213.8	13.0	(26.3)	-	-	1.0	11.1	0.5
2024F	1,573.5	71.7	35.5	15.5	6.7	1.0	6.6	0.5
2025F	1,835.6	102.0	61.4	8.9	10.7	0.9	5.4	0.5
2026F	2,101.8	130.3	70.1	7.8	11.0	0.8	4.7	0.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

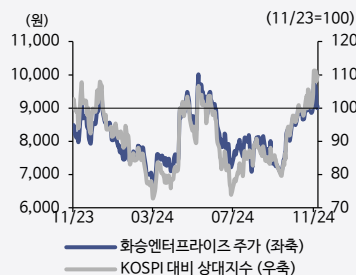
### Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	548.3십억원
발행주식수(유동비율)	60.6백만주(31.3%)
52주 최고가/최저가	10,000원/6,660원
일평균 거래액 (60일)	3,218백만원
외국인 지분율	5.7%
주요주주 (%)	
화승인더스트리 외 3인	68.7

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	3.3	13.6	10.0	5.7
상대	12.0	24.1	10.6	16.7

### 주가



## 화승엔터프라이즈 3Q24 실적 Review

(억원,%)	3Q24	3Q23	% YoY	2Q24	% QoQ	신한 추정치	% 차이	컨센서스	% 차이
연결매출	3,861	2,613	47.8	3,917	(1.4)	3,683	4.8	3,764	2.6
영업이익	191	(17)	흑전	188	1.7	203	(5.8)	198	(3.5)
순이익	79	(170)	(146.8)	61	30.3	125	(36.4)	124	(35.9)

자료: 신한투자증권

## 화승엔터프라이즈 분기, 연간 실적 전망

(억원,%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
연결매출	3,054	3,219	2,613	3,251	3,454	3,917	3,861	4,504	12,138	15,735	18,356
% YoY	(18.8)	(28.8)	(40.5)	(15.8)	13.1	21.7	47.8	38.5	(26.6)	29.6	16.7
영업이익	(10)	76	(17)	80	53	188	191	285	130	717	1,020
% of sales	(0.3)	2.4	(0.6)	2.5	1.5	4.8	5.0	6.3	1.1	4.6	5.6
% YoY	적전	(71.0)	적전	86.0	흑전	147.6	흑전	256.5	(75.5)	453.3	42.4

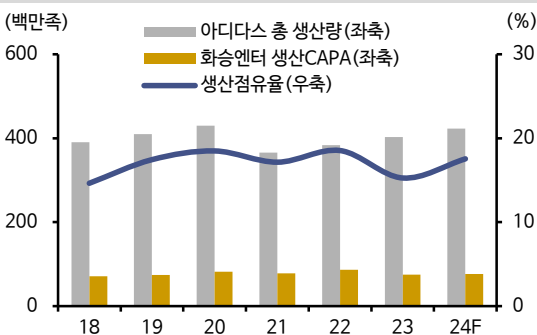
자료: 신한투자증권

## 화승엔터프라이즈 목표주가 조정

FW12개월 평균 EPS 예상치 (원)	800
Target P/E (배)	15
목표주가 (원)	12,078

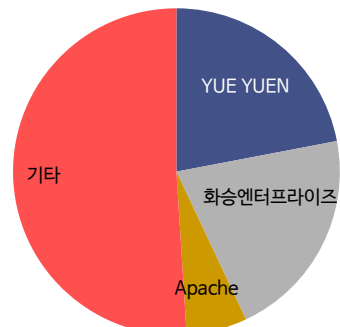
자료: 신한투자증권

## 생산 가능량 및 아디다스 내 생산점유율 추이



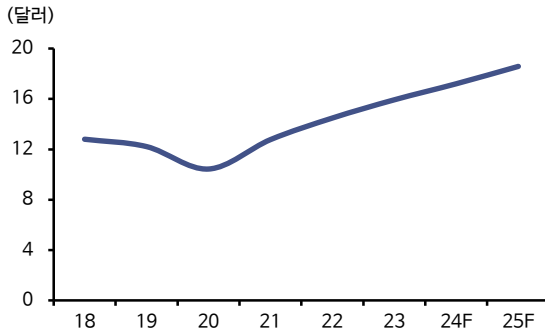
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 아디다스 내 신발 생산 점유율



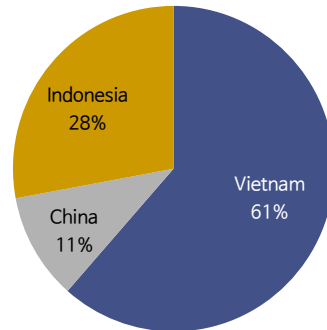
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 화승엔터프라이즈 평균 공급단가 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 화승엔터프라이즈 국가별 생산 가능량 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 글로벌 OEM기업 컨센서스 및 밸류에이션

(백만달러, %, 배)		ECLAT	MAKALOT	YUE YUEN	SHENZHOU	영원무역	한세실업	화승 엔터프라이즈
시가총액		4,577	2,516	3,290	10,969	1,231	377	390
매출액	23	988	1,041	7,890	3,526	2,760	1,308	929
	24F	1,141	1,128	8,190	3,849	2,375	1,287	1,122
	25F	1,279	1,250	8,633	4,309	2,471	1,354	1,261
영업이익	23	210	155	390	585	488	129	10
	24F	244	169	528	895	306	123	51
	25F	281	191	572	1,027	349	135	73
순이익	23	166	128	275	644	395	86	(20)
	24F	204	132	403	815	269	79	28
	25F	224	147	419	930	270	92	49
EBITDA	23	238	173	798	793	560	153	64
	24F	278	189	916	1,104	381	142	103
	25F	317	211	946	1,253	429	154	126
EPS 성장률	23	(23.8)	13.6	(7.4)	(0.3)	(23.5)	30.6	(163.0)
	24F	22.7	3.5	46.0	25.7	(29.8)	(9.7)	239.7
	25F	10.1	13.0	4.4	14.5	(4.9)	17.8	71.8
PER	23	20.0	16.0	7.6	25.5	3.1	7.1	-
	24F	22.6	19.2	8.2	13.6	4.4	4.9	14.1
	25F	20.5	17.0	7.9	11.9	4.6	4.1	8.2
PBR	23	5.4	3.7	0.5	3.8	0.7	1.1	1.0
	24F	5.4	4.9	0.7	2.2	0.5	0.7	1.0
	25F	4.9	4.7	0.7	2.0	0.4	0.6	0.9
ROE	23	29.3	24.2	7.2	15.6	26.8	17.1	(1.9)
	24F	24.4	26.9	8.9	16.9	11.4	15.7	7.3
	25F	25.0	29.4	9.3	17.6	9.9	16.1	11.2

자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: 2024년 11월 14일 기준

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>1,475.8</b>	<b>1,360.6</b>	<b>1,456.3</b>	<b>1,656.3</b>	<b>1,793.1</b>
유동자산	757.4	646.6	744.4	925.8	1,030.3
현금및현금성자산	183.4	121.3	63.5	131.5	120.8
매출채권	109.6	106.8	138.5	161.5	184.9
재고자산	293.8	263.0	340.9	397.7	455.4
비유동자산	718.5	714.0	711.9	730.4	762.8
유형자산	567.0	565.2	565.0	585.6	619.7
무형자산	42.0	41.2	37.8	34.6	31.7
투자자산	9.0	9.1	10.7	11.8	12.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>884.6</b>	<b>801.2</b>	<b>863.7</b>	<b>1,004.3</b>	<b>1,073.0</b>
유동부채	778.1	718.8	771.3	858.2	943.2
단기차입금	491.4	457.1	447.1	482.1	512.1
매입채무	162.1	144.5	187.3	218.5	250.2
유동성장기부채	65.2	67.6	72.6	82.6	95.0
비유동부채	106.6	82.4	92.4	146.1	129.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	89.9	65.4	70.4	120.4	100.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>591.2</b>	<b>559.4</b>	<b>592.5</b>	<b>651.9</b>	<b>720.1</b>
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	169.8	169.2	169.2	169.2	169.2
기타자본	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
기타포괄이익누계액	16.5	22.6	22.6	22.6	22.6
이익잉여금	169.2	140.2	173.0	231.7	299.1
<b>지배주주지분</b>	<b>537.5</b>	<b>514.1</b>	<b>546.8</b>	<b>605.5</b>	<b>673.0</b>
비지배주주지분	53.7	45.3	45.7	46.4	47.1
*충차입금	653.9	593.6	594.7	690.5	713.6
*순차입금(순현금)	377.0	376.2	406.6	413.6	426.4

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>96.8</b>	<b>59.1</b>	<b>35.7</b>	<b>71.7</b>	<b>95.0</b>
당기순이익	(7.5)	(25.3)	35.9	62.1	70.9
유형자산상각비	70.2	67.5	77.2	80.4	85.9
무형자산상각비	3.1	3.5	3.5	3.2	2.9
외화환산손실(이익)	35.0	(2.0)	(19.3)	(30.2)	(20.1)
자산처분손실(이익)	3.3	4.1	4.1	4.1	4.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.2	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)
운전자본변동	(11.5)	14.7	(65.7)	(47.8)	(48.6)
(법인세납부)	(18.5)	(11.9)	(15.4)	(33.5)	(38.2)
기타	22.5	8.4	15.5	33.5	38.2
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(206.2)</b>	<b>(55.9)</b>	<b>(87.7)</b>	<b>(92.7)</b>	<b>(122.1)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(131.2)	(54.3)	(77.0)	(101.0)	(120.0)
유형자산의감소	9.5	9.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.3)	(2.7)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(0.2)	(0.2)	(1.5)	(1.1)	(1.1)
기타	(84.0)	(8.1)	(9.2)	9.4	(1.0)
<b>FCF</b>	<b>(152.5)</b>	<b>62.2</b>	<b>(16.8)</b>	<b>(2.7)</b>	<b>1.2</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>118.4</b>	<b>(66.7)</b>	<b>(1.7)</b>	<b>93.0</b>	<b>20.4</b>
차입금의 증가(감소)	86.4	(55.8)	1.1	95.8	23.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)
기타	34.7	(8.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	(4.1)	(4.1)	(4.1)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.1	1.3	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>10.2</b>	<b>(62.2)</b>	<b>(57.8)</b>	<b>68.0</b>	<b>(10.7)</b>
기초현금	173.2	183.4	121.3	63.5	131.5
기말현금	183.4	121.3	63.5	131.5	120.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

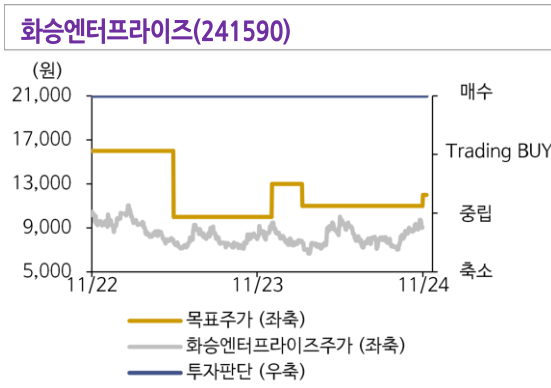
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>1,654.0</b>	<b>1,213.8</b>	<b>1,573.5</b>	<b>1,835.6</b>	<b>2,101.8</b>
증감률 (%)	45.3	(26.6)	29.6	16.7	14.5
<b>매출원가</b>	<b>1,454.8</b>	<b>1,050.5</b>	<b>1,364.6</b>	<b>1,574.6</b>	<b>1,807.6</b>
<b>매출총이익</b>	<b>199.2</b>	<b>163.3</b>	<b>208.9</b>	<b>261.1</b>	<b>294.3</b>
매출총이익률 (%)	12.0	13.5	13.3	14.2	14.0
<b>판매관리비</b>	<b>146.4</b>	<b>150.4</b>	<b>137.2</b>	<b>159.1</b>	<b>164.0</b>
<b>영업이익</b>	<b>52.8</b>	<b>13.0</b>	<b>71.7</b>	<b>102.0</b>	<b>130.3</b>
증감률 (%)	643.8	(75.5)	453.1	42.2	27.8
영업이익률 (%)	3.2	1.1	4.6	5.6	6.2
영업외손익	(46.3)	(31.6)	(20.4)	(6.4)	(21.2)
금융손익	(14.4)	(26.8)	(34.9)	(41.4)	(46.5)
기타영업외손익	(31.7)	(4.7)	14.6	35.1	25.3
종속 및 관계기업관련손익	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
<b>세전계속사업이익</b>	<b>6.5</b>	<b>(18.6)</b>	<b>51.2</b>	<b>95.6</b>	<b>109.1</b>
법인세비용	14.0	6.6	15.4	33.5	38.2
계속사업이익	(7.5)	(25.3)	35.9	62.1	70.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(7.5)</b>	<b>(25.3)</b>	<b>35.9</b>	<b>62.1</b>	<b>70.9</b>
증감률 (%)	적지	적지	흑전	73.2	14.1
순이익률 (%)	(0.5)	(2.1)	2.3	3.4	3.4
(지배주주)당기순이익	(10.0)	(26.3)	35.5	61.4	70.1
(비지배주주)당기순이익	2.5	1.0	0.4	0.7	0.8
총포괄이익	1.4	(19.2)	35.9	62.1	70.9
(지배주주)총포괄이익	(0.5)	(20.5)	38.3	66.3	75.6
(비지배주주)총포괄이익	1.9	1.3	(2.4)	(4.2)	(4.7)
<b>EBITDA</b>	<b>126.1</b>	<b>84.0</b>	<b>152.4</b>	<b>185.5</b>	<b>219.1</b>
증감률 (%)	83.3	(33.4)	81.5	21.8	18.1
EBITDA 이익률 (%)	7.6	6.9	9.7	10.1	10.4

## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(124)	(417)	592	1,025	1,170
EPS (지배순이익, 원)	(165)	(434)	586	1,014	1,157
BPS (자본총계, 원)	9,757	9,232	9,779	10,760	11,885
BPS (지배지분, 원)	8,870	8,485	9,026	9,995	11,107
DPS (원)	45	45	45	45	45
PER (당기순이익, 배)	(74.2)	(20.3)	15.3	8.8	7.7
PER (지배순이익, 배)	(55.9)	(19.6)	15.5	8.9	7.8
PBR (자본총계, 배)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR (지배지분, 배)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	7.8	11.1	6.6	5.4	4.7
배당성향 (%)	(27.3)	(10.4)	7.7	4.4	3.9
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	7.6	6.9	9.7	10.1	10.4
영업이익률 (%)	3.2	1.1	4.6	5.6	6.2
순이익률 (%)	(0.5)	(2.1)	2.3	3.4	3.4
ROA (%)	(0.5)	(1.8)	2.5	4.0	4.1
ROE (지배순이익, %)	(1.9)	(5.0)	6.7	10.7	11.0
ROIC (%)	(7.4)	1.9	6.0	7.2	8.4
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	149.6	143.2	145.8	154.1	149.0
순차입금비율 (%)	63.8	67.3	68.6	63.4	59.2
현금비율 (%)	23.6	16.9	8.2	15.3	12.8
이자보상배율 (배)	2.6	0.4	2.0	2.7	3.1
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	6.6	4.8	5.7	5.5	5.4
재고자산회수기간 (일)	65.6	83.7	70.0	73.4	74.1
매출채권회수기간 (일)	25.6	32.5	28.4	29.8	30.1

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	(26.7)	(9.1)
2024년 08월 24일		6개월경과	(24.3)	(11.6)
2024년 11월 15일	매수	12,000	-	-

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 (2024년 11월 13일 기준)

매수 (매수)	91.57%	Trading BUY (중립)	6.51%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------