

화승 엔터프라이즈 (241590)

유정현 junghyun.yu@daishin.com
정한솔 hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

14,000

유지

현재주가

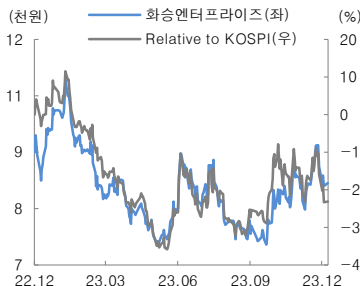
8,560

(24.01.02)

섬유의복업종

KOSPI	2669.81
시가총액	519십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	11,030원 / 7,090원
120일 평균거래대금	22억원
외국인지분율	2.07%
주요주주	화승인더스트리 외 5 인 71.95% 국민연금공단 7.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.3	13.5	-7.6	-3.2
상대수익률	-1.2	4.8	-11.2	-19.3



예상대로 차근차근 회복

- 4분기 가동율 상승하며 손익 개선 전망
- 2024년 상저하고 흐름으로 실적 개선 예상
- 시장 구조조정은 궁극적으로 상위 브랜드사에게 긍정적임

투자의견 BUY와 목표주가 14,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 14,000원(2024년 P/E 11.5배) 유지

지난 해 매출이 크게 감소, 그러나 2024년 연초 가동율 95%로 시작해서 연말 98%까지 회복을 가정할 경우 현재의 생산 capa 고려 시 올해 전년도 감소한 것 이상의 성장 예상. 다만 업황의 점진적 회복 예상으로 상반기 보다 하반기 회복 강도가 더 강할 것으로 예상

고객사인 아디다스의 3분기말 재고는 48.5억 유로로 전년동기대비 23% 감소 하며 계획 대비 빠른 속도로 감축에 성공. 이에 따라 4분기부터 re-stocking 시작됨. 다만 나이키가 지난 실적 발표에서 구조조정 계획을 언급하면서 회복 기대감을 보였던 시장 분위기는 소강상태에 진입. 그러나 실제 업계에 미치는 별다른 영향은 없을 것으로 전망. 나이키 구조조정은 아시아 퍼시픽 지역 본 사인 중국의 인력 구조조정 등 인건비를 중심으로 주요 판관비 절감을 목표로 하는 것으로 파악 중. 시장의 구조조정은 궁극적으로 상위 브랜드사에게는 긍정적임. 4분기부터 실적 개선 시작되며 2024년 주가는 꾸준한 회복세 전망

4Q23 Preview: 가동율 회복 시작되며 손익 개선 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 4,036억원(+5%, yoy), 153억원(+258%, yoy)으로 전망. 4분기 가동율이 10월초 90%에서 12월말에 95%까지 꾸준히 상승함에 따라 평균 92% 수준으로 회복된 것으로 파악. 이에 따라 제조업 특성상 가동율 회복으로 손익도 동반 회복된 것으로 추정. 4분기에 2024년 S/S 시즌 신제품 생산과 re-stocking 관련 제품 생산으로 가동율이 90%대에 안착하며 3분기 가동율 86%에서 의미 있는 회복세를 보임. 2024년 1분기도 특이 사항 없이 현재의 90%대 가동율 수준 유지 전망

(단위: 십억원, %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23(F)					1Q24		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	386	261	461	404	4.5	54.4	398	383	25.4	-5.1
영업이익	4	-2	18	15	257.5	흑전	12	17	흑전	8.6
순이익	-30	-17	-1	12	흑전	흑전	3	12	532.2	2.2

자료: 화승엔터, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,139	1,654	1,292	1,863	2,157
영업이익	7	53	20	102	148
세전순이익	2	6	-10	95	152
총당기순이익	-7	-8	-8	74	119
지배지분순이익	-7	-10	-8	73	118
EPS	-108	-165	-128	1,208	1,943
PER	NA	NA	NA	7.1	4.4
BPS	8,859	8,871	8,887	10,371	12,815
PBR	1.9	1.0	1.0	0.8	0.7
ROE	-1.2	-1.9	-1.4	12.5	16.8

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	1,350	1,863	1,292	1,863	-4.3	0.0
영업이익	23	102	20	102	-13.4	0.0
지배지분순이익	-5	73	-8	73	적자유지	0.0
영업이익률	1.7	5.5	1.6	5.5		
순이익률	-0.4	4.0	-0.6	4.0		

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

표 1. 화승엔터 실적 추이 및 전망

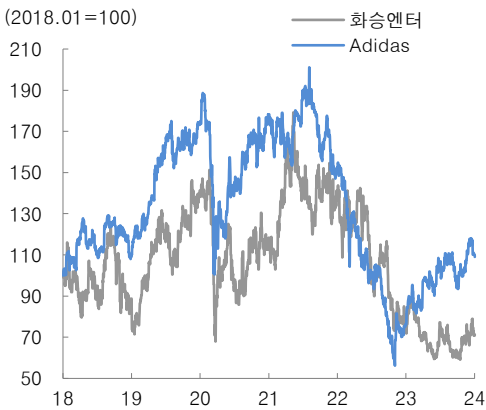
(단위: 십억원, %)

	2022				2023F				2022	2023F	2024F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	376	452	439	386	305	322	261	404	1,654	1,292	1,863
영업이익	7	26	16	4	-1	8	-17	15	53	20	102
영업이익률	1.8	5.8	3.5	1.1	-0.3	2.4	-0.6	3.8	3.2	1.6	5.5
YOY											
매출액	24.2	48.9	125.4	14.7	-18.8	-28.8	-40.5	4.5	45.3	-21.9	44.2
영업이익	-38.2	117.5	흑전	163.2	적전	-71.0	적전	257.5	643.7	-61.5	400.2

주: K-IFRS 연결기준

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

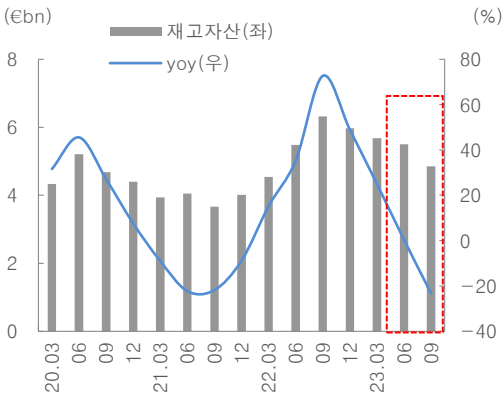
그림 1. Adidas vs. 화승엔터 주가



주: 2018.01=100 기준으로 산출

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. Adidas 재고 추이



자료: 아디다스, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

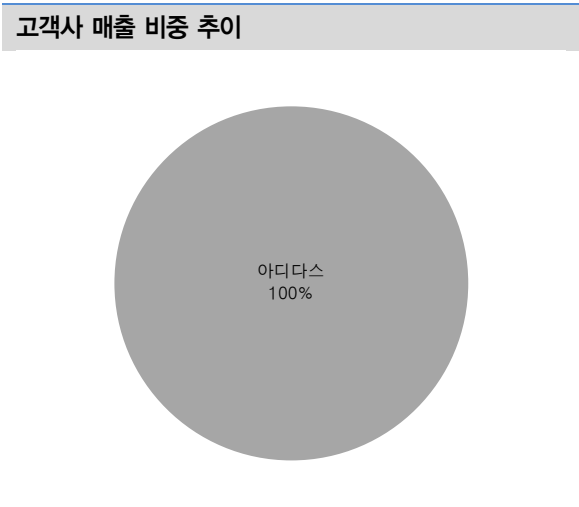
기업 및 경영진 현황

- 아디다스를 주 고객사로 하는 신발 ODM 업체
- 대주주인 화승엔터프라이즈의 지분율이 74%로 유동성이 떨어지는 점을 개선하고자 2018년 5월 무상증자를 단행한 바 있음
- 자산 1조 4,312억원, 부채 8,422억원, 자본 5,891억원
- 발행주식 수: 60,566,577주

주가 변동요인

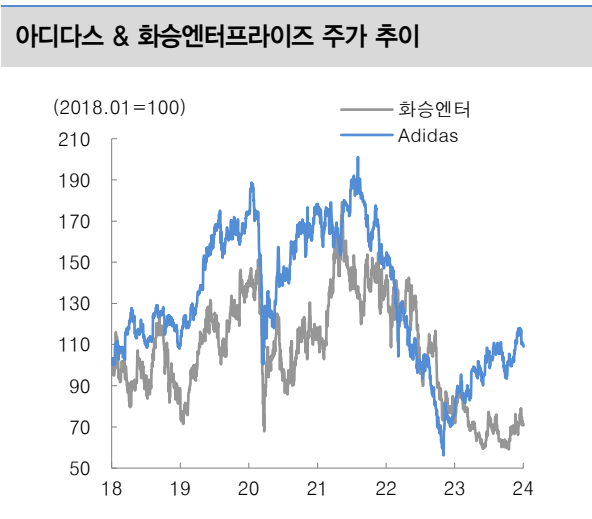
- 원/달러 환율
- 고객사인 아디다스 실적

주: 자산 규모는 2023년 9월 말 기준
자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

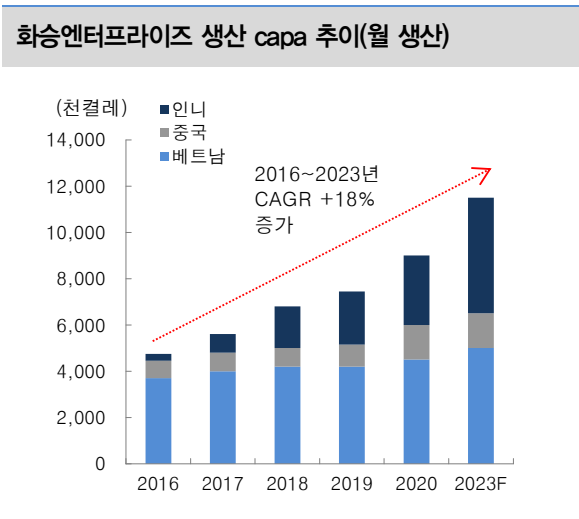


자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

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	1,292	1,863	2,157
매출원가	1,022	1,455	1,120	1,574	1,814
매출총이익	116	199	172	290	343
판매비와관리비	109	146	152	188	194
영업이익	7	53	20	102	148
영업이익률	0.6	3.2	1.6	5.5	6.9
EBITDA	69	126	99	186	237
영업외손익	-5	-46	-30	-7	4
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	-30	-5	-5
법인세비용차감전순손익	2	6	-10	95	152
법인세비용	-9	-14	2	-21	-34
계속사업순손익	-7	-8	-8	74	119
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-7	-8	-8	74	119
당기순이익률	-0.6	-0.5	-0.6	4.0	5.5
비지배지분순이익	0	2	0	1	1
지배지분순이익	-7	-10	-8	73	118
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	1	1	1	1
포괄순이익	22	1	1	83	128
비지배지분포괄이익	0	2	0	1	1
지배지분포괄이익	22	0	1	82	127

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-108	-165	-128	1,208	1,943
PER	NA	NA	NA	7.1	4.4
BPS	8,859	8,871	8,887	10,371	12,815
PBR	1.9	1.0	1.0	0.8	0.7
EBITDAPS	1,136	2,082	1,633	3,066	3,919
EV/EBITDA	19.4	7.8	9.9	5.6	4.2
SPS	18,801	27,302	21,327	30,756	35,600
PSR	0.9	0.3	0.4	0.3	0.2
CFPS	1,086	2,193	1,306	3,151	4,004
DPS	45	45	45	45	45

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	20	45.3	-21.9	44.2	15.8
영업이익 증가율	-88.6	643.8	-61.5	400.3	46.1
순이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	60.9
수익성					
ROIC	-3.2	-7.3	1.7	7.9	10.3
ROA	0.6	3.8	1.4	6.7	8.6
ROE	-1.2	-1.9	-1.4	12.5	16.8
안정성					
부채비율	141.7	149.6	140.2	133.6	115.9
순차입금비율	53.9	63.8	68.8	67.1	47.4
이자보상배율	0.7	2.6	1.3	5.8	0.0

자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	698	757	657	807	998
현금및현금성자산	173	183	144	144	258
매출채권 및 기타채권	144	128	101	136	153
재고자산	301	294	258	373	431
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	1,422	1,615	1,844
유동부채	695	778	673	716	732
매입채무 및 기타채무	245	201	157	195	205
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	830	924	990
자배지분	537	537	538	628	776
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	166	170	170	170	170
이익잉여금	179	169	159	229	344
기타지분변동	161	168	180	199	232
비지배지분	14	54	54	63	78
자본총계	550	591	592	691	854
순차입금	297	377	407	464	405

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-8	97	81	39	136
당기순이익	0	0	-8	74	119
비현금항목의 가감	73	140	87	117	124
감가상각비	62	73	79	84	89
외환손익	-4	35	-11	-11	-11
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	14	32	19	43	45
자산부채의 증감	-67	-12	9	-120	-73
기타현금흐름	-14	-32	-7	-32	-34
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	-39	0	115
기초 현금	246	173	183	144	144
기말 현금	173	183	144	144	258
NOPLAT	-23	-61	16	79	116
FCF	-56	-119	-37	32	74

[Compliance Notice]

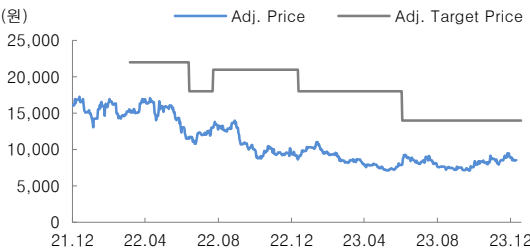
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.01.03	23.12.26	23.12.19	23.12.02	23.12.01	23.11.15
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)		(38.60)	(41.46)	(41.75)	(42.10)	(42.10)
과리율(최대/최소%)		(37.57)	(32.36)	(32.43)	(33.79)	(33.79)
제시일자	23.10.04	23.08.13	23.06.26	23.05.11	23.04.03	23.01.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	18,000	18,000	18,000
과리율(평균%)	(42.53)	(41.91)	(38.54)	(51.79)	(49.53)	(47.40)
과리율(최대/최소%)	(33.79)	(33.79)	(33.79)	(38.72)	(38.72)	(38.72)
제시일자	22.11.14	22.11.05	22.09.16	22.08.15	22.07.06	22.06.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	21,000	21,000	21,000	21,000	18,000	22,000
과리율(평균%)	(48.66)	(45.27)	(44.48)	(37.77)	(33.64)	(31.41)
과리율(최대/최소%)	(33.33)	(33.33)	(33.33)	(34.29)	(27.78)	(22.27)
제시일자	22.06.02	22.05.16	22.03.29			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	22,000	22,000	22,000			
과리율(평균%)	(28.16)	(28.17)	(28.20)			
과리율(최대/최소%)	(22.27)	(22.27)	(22.27)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240101)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.0%	9.0%	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