

화승엔터프라이즈 NDR 후기, "2025년 더 강력해진다"

유정현 junghyun.yu@daishin.com

2024. 11. 27

화승엔터 투자 의견

BUY

목표주가

14,000

현재주가(24.11.26)

8,850

11월 25-26일 양일간 NDR 진행

- 지난 11월 25-26일 양일간 화승엔터프라이즈와 NDR을 진행. 최근 글로벌 스니커즈 시장의 성장으로 동사의 고객사를 비롯, 대다수의 브랜드들이 호실적을 기록 중이고, 이와 관련하여 동사와 같이 value chain에 속한 기업들도 수혜를 입고 있는 상황에 대해 Q&A가 진행되었음
- 동사는 상대적으로 타 벤더들에 비해 개선 속도가 늦게 나타나기 시작했으나 2, 3분기 호실적 기록 후 4분기 성수를 앞두고 실적 개선 강도가 더 세질 것이 예상되는 만큼 투자자들의 관심이 이에 집중

주요 Q&A

Q. 현재 제품 매출 구성

A. 2024년 코어 50%, 러닝 25%, 스테디셀러 포함한 기타 25%, 2025년 이후 코어 30%, 러닝 30%, 스테디셀러 40% 예상

Q. 제품별 매출 단가

A. 코어 제품 \$12-13, 러닝 제품 \$25, 스테디셀러 제품 \$20-21 수준. 코어(코트야드, 갤럭시 등) 제품들은 단가가 상대적으로 낮고 러닝과 스테디셀러(스탠스미스, 아디제로, 삼바, 가젤, 스페지알 등) 단가가 높음. 2024년 4분기부터 스테디셀러 비중이 높아지므로 ASP 상승 효과로 마진 개선 효과 발생. 2025년부터는 스테디셀러 비중이 더 높아질 것으로 예상되기 때문에 마진도 자연스럽게 개선될 것으로 전망

스테디셀러 생산량 증가는 타사에서 제조하던 것이 동사에게 넘어오고 있는 것으로 추정. 참고로 올해 3분기까지 스테디셀러 포함한 기타 부문 제품들(매출 비중 25%)의 수익성은 낮을 수 밖에 없었음. 이유는 너무 다양한 품목들을 만들다 보니 규모의 경제 효과가 나오지 않았기 때문. 그런데 2024년 4분기부터 스테디셀러 제품 양산 체제로 진입하면서 마진 개선이 예상됨

Q. 공장 가동률 추이

A. 현재 가동률 98% 수준. 내년부터 100% 이상~110% 가동률 예상. 2025년 수주를 고려할 때 인력도 필요하면 총원할 계획. 인력이 총원되더라도 인건비는 매출액이 증가하기 때문에 부담이 되지 않을 것으로 예상

Q. 공장 수직계열화 현황

A. 가격 측면에서 경쟁력이 있는 중저가 부스트폼의 수직계열화는 이미 완성. 다만 3분기까지 생산량이 아직 많지는 않았음. 내년 1분기(혹은 2분기)쯤 오더가 본격적으로 증가할 가능성 높음. 2025년 연간 실적 전망에는 이와 관련된 매출액은 반영하지 않았음

Q. 차세대 품으로 각광받는 제품

A. 최근 아디다스가 주력하는 쿠션은 “라이트 스트라이크” 품으로 가벼운 것이 특징. 라이트 스트라이크 품은 원재료 가격이 월등히 낮고 성형하기가 좋아서 마진이 매우 좋음. 기존 부스트폼에 비해 손실률이 낮은 공정 과정. 최근 러닝화 트렌드가 경량화에 맞춰져 있어 이를 공략하기 위해 개발한 경량 쿠션. 아디다스의 기존 부스트폼도 반발력 뛰어난데, 최근 유행하는 러닝화 브랜드들의 쿠션에 비해 아디다스의 부스트는 무게가 좀 무겁기 때문에 라이트 스트라이크 품으로 새롭게 개발 완료

Q. 최근 새롭게 부상하는 러닝화들의 강점 및 단점, 그리고 아디다스에 미친 영향

A. 2024년 아디다스 회복은 일반 운동화쪽에서 커진 것이며, 러닝화 시장은 호카, 온러닝 같은 신규브랜드가 크게 성장함. 호카나 온의 특이점은 가벼우면서 새로운 디자인을 이끈 미드솔(mid sole, 중창)에 있음. 러닝화 제품들이 각광 받고 있지만 시장 규모로만 보면 그리 크지 않음. 당분간 러닝화 인기는 지속될 것으로 보여 시장의 성장성도 계속 부각될 것으로 보이나 향후 1-2년 사이에 성장성이 둔화될 경우 러닝화 전문 브랜드들은 외연 확장에 한계를 경험할 수도 있음

Q. 신규 고객사 관련하여

A. 신규 브랜드 고객사에 대해 당분간 고려하지 않고 있음. 성장하는 브랜드를 신규 고객사로 유치하는 것도 좋지만 지금은 기존 고객사인 아디다스로부터 받는 수주만으로도 좋은 실적이 예상되는데다 신규 고객사를 유치할 경우 추가 투자가 필요하기 때문에 현재로서는 신규 설비 투자 없이 FCF로 차입금 상환에 집중하려 함. 추후 부채, 이자비 부담 경감되면 멀티 바이어 추진

Q. 지역별 생산 비중 현황 및 트럼프 2.0 출범으로 유불리 어떻게 예상하는지

A. 현재 지역별 생산 비중은 베트남 50%, 인니 45%, 중국 5%(완성품 기준)로 구성. 중국의 경우 베트남, 인니에서 제작한 반제품을 받아서 완제품 조립만 하는 구조. 이는 중국 내수용 제품이기 때문에 미국 관세와는 상관 없음. 중국은 고객사 입장에서 여전히 중요한 시장. 또한 중국 소비자 입장에서 “Made in China” 제품을 좋게 볼 수 있음(동사 입장에서 유리한 점). 동사와 같이 이미 탈중국을 완료한 경우에는 트럼프 2.0 시대에 특별히 나쁠 것이 없고 오히려 준비 안된 기업들의 피해로 유리한 점이 있을 것으로 예상

Q. 고객사가 동사의 마진이 급격하게 좋아진다면 단가 압박 등 어떤 불리한 조치를 하지 않을까

A. 아디다스는 자신들의 지표로 벤더사가 생산하는 모든 신발 제품을 평가. 그 기준을 통과하는 제품을 생산하는 벤더사의 마진에 대해서 뭐라 할 수 없는 구조임. 공장 생산성, 효율성 개선으로 만든 마진에 대해서는 전혀 관여하지 않음

Q. 고객사내 동사 점유율 상황

A. 연말 기준 점유율 22% 예상. 포우첸 26%. 3위사 MS는 8-9% 정도. 아디다스내 big 4~5 정도로 벤더 통합 흐름 뚜렷

Q. 2024년 4분기와 2025년 연간 실적 가이드نس

A. 아직 2025년 사업계획 수립 중이므로 정확하게 언급하기는 힘들지만, 올해는 계절성 없이 분기별로 계속 실적이 좋아지고 있는 상황인데다 2025년은 올해보다 고단가 제품 생산이 더 증가하는 믹스 개선이 뚜렷한 한해가 될 것으로 전망. 2019년 코로나 이전 영업이익률 7%를 달성했었는데 현재 상황으로 볼 때 2019년 수준을 달성할 수 있다고 단언하진 않더라도 공장의 생산성, 효율성은 그 수준에 이미 도달했다고 판단

[Compliance Notice]

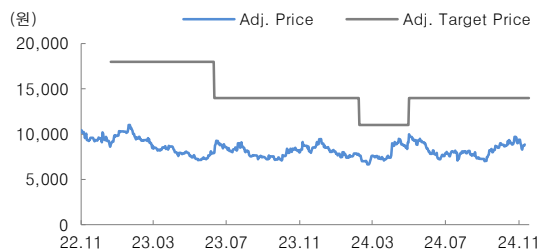
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 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 | 24.11.27 | 24.11.20 | 24.11.16 | 24.11.16 | 24.11.14 | 24.10.07 |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 투자의견 | Buy | Buy | 6개월 경과 | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 14,000 | 14,000 | 14,000 | 14,000 | 14,000 | 14,000 |
| 과리율(평균.%) | | (38.40) | (37.76) | (40.91) | (40.91) | (41.02) |
| 과리율(최대/최소.%) | | (36.64) | (36.00) | (30.57) | (30.57) | (30.57) |
| 제시일자 | 24.08.14 | 24.06.25 | 24.06.03 | 24.05.16 | 24.05.06 | 24.03.14 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 14,000 | 14,000 | 14,000 | 14,000 | 11,000 | 11,000 |
| 과리율(평균.%) | (42.44) | (41.12) | (36.40) | (33.46) | (28.81) | (29.81) |
| 과리율(최대/최소.%) | (30.57) | (30.57) | (30.57) | (30.57) | (13.82) | (13.82) |
| 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.%) | (36.55) | (44.35) | (39.07) | (41.46) | (41.75) | (42.10) |
| 과리율(최대/최소.%) | (33.91) | (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) |

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241123)

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 비율 | 93.0% | 7.0% | 0.0% |

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상