

# 화승엔터프라이즈 (241590/KS)

## 강한 실적 회복세

## SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 12,000 원(유지)

현재주가: 8,760 원

상승여력: 37.0%



Analyst  
형권훈

kh.hyung@sk.com.kr  
3773-9997

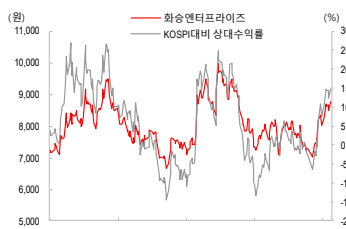
#### Company Data

발행주식수	6,059 만주
시가총액	531 십억원
주요주주	
화승인더스트리(외3)	68.65%
자사주	

#### Stock Data

주가(24/10/14)	8,760 원
KOSPI	2,623.29 pt
52주 최고가	10,000 원
52주 최저가	6,660 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 3Q24 Preview: 강한 실적 턴어라운드

화승엔터프라이즈의 3 분기 실적은 매출액 3,631 억 원(+39.0% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 198 억 원(흑자전환, OPM 5.5%) 기록한 것으로 추정한다. 주요 고객사인 아디다스의 업황이 신발 제품군 중심으로 호조를 지속하고 있다. Yeezy 시리즈의 재고 매출 효과를 제외한 순수 아디다스 신발 매출액은 2 분기에 전년 동기 대비 25% 성장했다. 이러한 온기가 동사의 실적에 반영되는 흐름이 3 분기에도 이어졌을 것이다.

### 회복을 넘어 성장까지

동사의 실적은 올해 들어 강한 회복세를 보이고 있는데, ① 전방 고객사인 아디다스의 재고조정이 끝나고 신발 매출이 고성장하는 가운데, ② 러닝의 글로벌 유행과 이에 따른 러닝화 수요 증가(동사의 러닝화 매출 비중 25%)가 동사의 주주 환경에 긍정적으로 작용하고 있기 때문으로 분석한다. 이 같은 흐름이 지속되는 와중에 4 분기부터는 기존에 동사의 매출 비중이 낮았던 아디다스의 스테디셀러 신발을 중심으로 신규 오더 모멘텀이 추가될 전망이다. 이 같은 오더에는 최근 글로벌 메가히트를 기록한 '삼바', '캠퍼스' 등의 신발이 포함된 것으로 파악한다. 스테디셀러 제품군의 경우 ASP가 동사의 기존 Blended ASP 대비 약 10~20% 높으며, 제품의 가짓수 대비 생산 볼륨이 크기 때문에 생산 효율성이 높아 수익성에도 긍정적이다.

### OEM 중에서 돋보이는 실적 주

미국 경기침체 우려로 OEM 상장사들의 실적 불확실성이 전반적으로 높아진 상황이다. 하지만 동사의 경우 전방 고객사인 아디다스의 업황 호조가 지속되는 가운데, 고객사 내 점유율 상승 모멘텀이 더해질 것으로 전망된다. 산업에 대한 우려를 이겨낼 만한 충분한 모멘텀을 가졌다고 판단한다. 또한 밸류에이션 멀티플은 12 개월 선행 PER 기준 7.7 배 수준으로 과거 평균 11.1 배 대비 낮아 실적 잠재력 대비 저평가 되었다고 판단한다. 화승엔터프라이즈 목표주가 12,000 원, 투자 의견 '매수' 유지하며, 의류 업종 내 Top-pick 관점을 유지한다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,139	1,654	1,214	1,522	1,701	1,790
영업이익	십억원	7	53	13	70	105	125
순이익(지배주주)	십억원	-7	-10	-26	35	71	87
EPS	원	-108	-165	-434	578	1,177	1,432
PER	배	-156.7	-55.9	-19.6	15.2	7.4	6.1
PBR	배	1.9	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	19.4	7.8	11.1	6.6	4.5	3.7
ROE	%	-1.2	-1.9	-5.0	6.6	11.7	12.1

화승엔터프라이즈 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	'22	'23	'24E	'25E
매출액	305	322	261	325	345	392	363	422	1,654	1,214	1,522	1,701
신발 부문	274	290	232	287	307	352	328	378	1,497	1,083	1,366	1,545
기타 부문	31	32	29	38	38	39	35	43	157	131	156	157
영업이익	-1	8	-2	8	5	19	20	26	53	13	70	105
/OPM	-0.3	2.4	-0.6	2.5	1.5	4.8	5.5	6.3	3.2	1.1	4.6	6.2
YoY Growth												
매출액	-18.8	-28.8	-40.5	-15.8	13.1	21.7	39.0	29.6	45.3	-26.6	25.4	11.8
영업이익	-113.9	-71.0	-110.7	86.3	흑전	147.6	흑전	230.7	643.8	-75.5	442.9	49.0

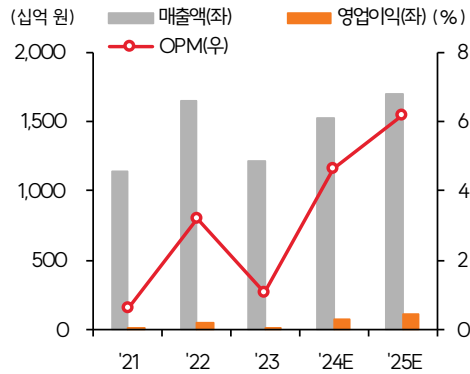
자료: 화승엔터프라이즈, SK 증권

화승엔터프라이즈 12MF PER 밴드 차트



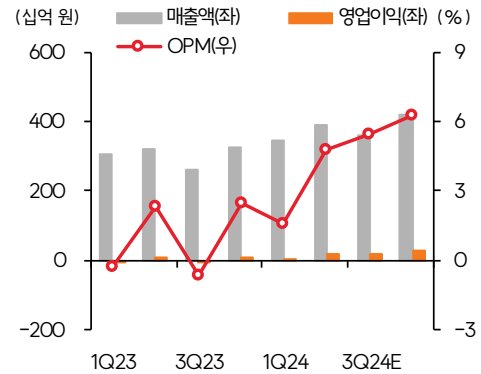
자료: Quantilwise, SK 증권

### 화승엔터프라이즈 연간 실적 추이



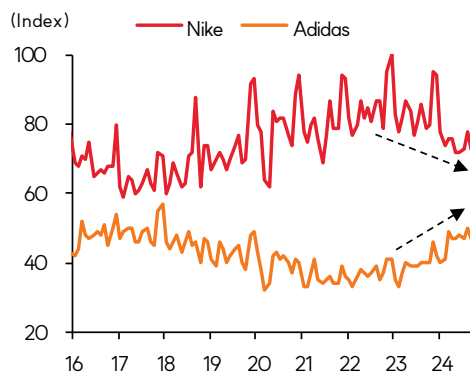
자료: 화승엔터프라이즈, SK 증권

### 화승엔터프라이즈 분기 실적 추이



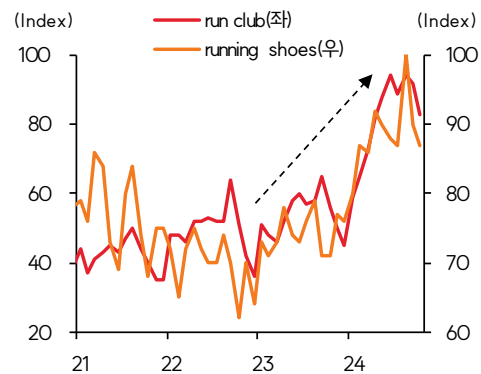
자료: 화승엔터프라이즈, SK 증권

### 'Nike' vs. 'Adidas' 구글 검색량



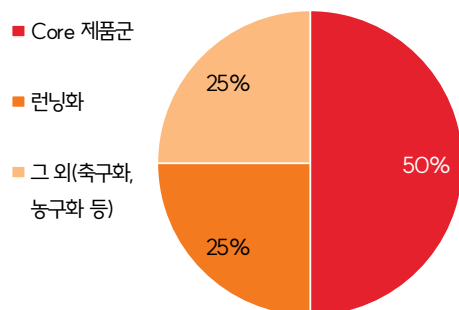
자료: 구글트렌드, SK 증권

### 런클럽과 런닝화에 대한 구글 검색량 폭증



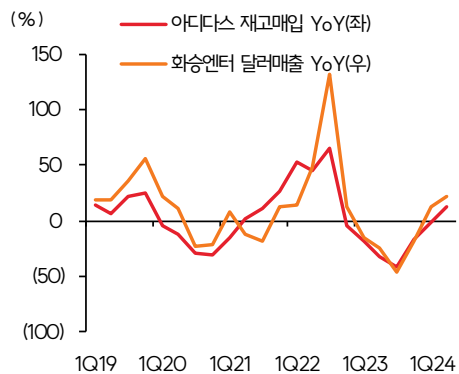
자료: 구글트렌드, SK 증권

### 화승엔터프라이즈 제품군별 매출 구성 추정치



자료: 화승엔터프라이즈, SK 증권

### 아디다스 재고매입액과 화승엔터프라이즈 매출 추이



자료: 화승엔터프라이즈, SK 증권

주: 재고매입액 = 매출원가 + 재고자산증감액

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	757	647	719	842	867
현금및현금성자산	183	121	103	154	142
매출채권 및 기타채권	128	129	145	162	171
재고자산	294	263	276	309	325
<b>비유동자산</b>	718	714	698	681	668
장기금융자산	4	4	4	4	4
유형자산	567	565	552	536	526
무형자산	42	41	38	35	32
<b>자산총계</b>	1,476	1,361	1,417	1,523	1,535
<b>유동부채</b>	778	719	740	718	642
단기금융부채	564	528	502	452	361
매입채무 및 기타채무	186	170	214	239	251
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	107	82	84	81	83
장기금융부채	90	65	64	59	59
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	885	801	824	800	724
<b>지배주주지분</b>	537	514	546	675	759
자본금	30	30	30	34	34
자본잉여금	170	169	169	225	225
기타자본구성요소	152	152	152	152	152
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	169	140	173	241	325
비지배주주지분	54	45	46	49	51
<b>자본총계</b>	591	559	593	724	810
<b>부채외자본총계</b>	1,476	1,361	1,417	1,523	1,535

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	97	59	106	112	136
당기순이익(손실)	-8	-25	36	74	89
비현금성항목등	140	108	91	105	99
유형자산감가상각비	70	67	64	70	66
무형자산상각비	3	4	3	3	3
기타	67	37	24	32	30
운전자본감소(증가)	-12	15	13	-25	-12
매출채권및기타채권의감소(증가)	29	-2	-16	-17	-9
재고자산의감소(증가)	27	36	-13	-33	-16
매입채무및기타채무의증가(감소)	-62	17	43	25	13
기타	-43	-51	-44	-62	-66
법인세납부	-18	-12	-10	-21	-25
<b>투자활동현금흐름</b>	-206	-56	-66	-60	-52
금융자산의감소(증가)	-52	-8	-24	-14	-7
유형자산의감소(증가)	-122	-45	-50	-55	-55
무형자산의감소(증가)	-0	-3	0	0	0
기타	-32	-0	9	9	10
<b>재무활동현금흐름</b>	118	-67	-31	2	-93
단기금융부채의증가(감소)	34	-61	-26	-50	-90
장기금융부채의증가(감소)	45	-3	-1	-5	0
자본의증가(감소)	4	-1	0	60	0
배당금지급	-3	-3	-3	-3	-3
기타	38	1	-0	-0	-0
현금의 증가(감소)	10	-62	-19	51	-11
기초현금	173	183	121	103	154
기말현금	183	121	103	154	142
FCF	-25	14	56	57	81

자료 : 화승엔터프라이즈, SK증권

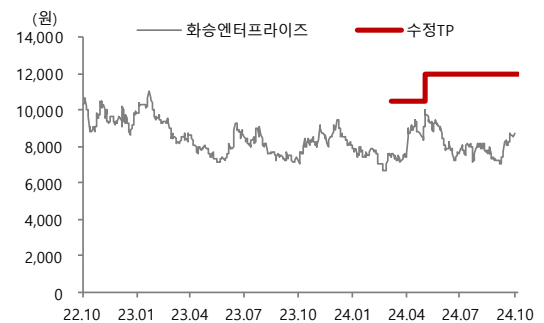
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	1,654	1,214	1,522	1,701	1,790
<b>매출원가</b>	1,455	1,050	1,296	1,447	1,508
<b>매출총이익</b>	199	163	226	254	282
매출총이익률(%)	12.0	13.5	14.8	14.9	15.8
<b>판매비와 관리비</b>	146	150	155	149	157
<b>영업이익</b>	53	13	70	105	125
영업이익률(%)	3.2	1.1	4.6	6.2	7.0
<b>비영업손익</b>	-46	-32	-24	-11	-11
순금융손익	-17	-28	-24	-21	-15
외환관련손익	-24	4	10	10	10
관계기업등 투자손익	-0	-0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	6	-19	46	94	115
세전계속사업이익률(%)	0.4	-1.5	3.0	5.5	6.4
<b>계속사업법인세</b>	14	7	10	21	25
<b>계속사업이익</b>	-8	-25	36	74	89
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-8	-25	36	74	89
순이익률(%)	-0.5	-2.1	2.4	4.3	5.0
<b>지배주주</b>	-10	-26	35	71	87
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.6	-2.2	2.3	4.2	4.8
<b>비지배주주</b>	2	1	1	2	3
총포괄이익	1	-19	36	74	89
<b>지배주주</b>	-0	-20	35	74	89
<b>비지배주주</b>	2	1	1	0	0
<b>EBITDA</b>	126	84	137	178	194

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	45.3	-26.6	25.4	11.8	5.2
영업이익	643.8	-75.5	443.1	48.9	19.5
세전계속사업이익	201.8	적전	흑전	103.6	21.6
EBITDA	83.3	-33.4	63.6	29.5	9.0
EPS	적지	적지	흑전	103.6	21.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	-0.5	-1.8	2.6	5.0	5.9
ROE	-1.9	-5.0	6.6	11.7	12.1
EBITDA마진	7.6	6.9	9.0	10.5	10.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	97.3	90.0	97.1	117.3	135.1
부채비율	149.6	143.2	139.1	110.5	89.4
순차입금/자기자본	63.8	67.3	57.8	30.7	16.8
EBITDA/이자비용(배)	6.1	2.3	3.9	5.5	6.9
배당성향	-27.3	-10.4	7.8	3.8	3.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-165	-434	578	1,177	1,432
BPS	8,870	8,485	9,018	11,141	12,528
CFPS	1,045	738	1,683	2,383	2,566
주당 현금배당금	45	45	45	45	45
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	-55.9	-19.6	15.2	7.4	6.1
PBR	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7
PCR	8.8	11.5	5.2	3.7	3.4
EV/EBITDA	7.8	11.1	6.6	4.5	3.7
배당수익률	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.05.16	매수	12,000원	6개월		
2024.03.19	매수	10,500원	6개월	-22.53%	-9.71%



### Compliance Notice

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 10월 15일 기준)

매수	97.63%	중립	2.37%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------