

화승엔터프라이즈 (241590/KS)

Cleared for Takeoff

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 12,000 원(상향)

현재주가: 9,080 원

상승여력: 32.2%

**Analyst**
형권훈kh.hyung@sks.co.kr
3773-9997

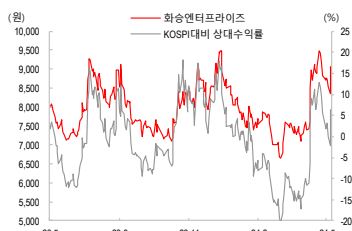
Company Data

발행주식수	6,059 만주
시가총액	550 십억원
주요주주	
화승인더스트리(외5)	71.95%
자사주	

Stock Data

주가(24/05/14)	9,080 원
KOSPI	2,730.34 pt
52주 최고가	9,480 원
52주 최저가	6,660 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



1Q24 Review: 오더 정상화 과도기

1분기 매출액 3,454억 원(+13.1% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 53억 원(흑자전환, OPM 1.5%) 기록해 당사 추정치 대비 매출액은 약 10% 상회, 영업이익은 약 24억 원 하회했다. 매출액은 고객사인 아디다스의 재고조정이 마무리되었고, 아디다스 신발 제품이 글로벌 판매 호조를 보이면서 예상보다 성장률이 높았고, 영업이익은 가동률이 증가함에 따른 초기 가동 손실 관련 비용 약 40억 원이 반영되어 예상치를 하회했다.

매 분기 실적 개선 전망

오더의 회복 강도가 예상보다 강하다. 고객사인 아디다스의 상황이 그 만큼 좋다. ① 아디다스는 1분기 재고자산이 '향후 몇 년간 보게 될 가장 낮은 재고'라고 언급하며 재고조정이 완료되었음을 공식적으로 밝혔다. ② '오리지널스' 신발 제품군을 중심으로 아디다스 브랜드 턴어라운드 시그널이 강하게 감지되고 있다. ③ 라이프스타일 신발에 대한 추가적인 리빌딩 작업이 순차적으로 진행되고 있어 브랜드 턴어라운드가 지속될 것으로 전망한다. 여기에 더해 ④ 화승엔터프라이즈의 주력 생산품인 런닝화를 라이프스타일 영역으로 확장시키는 전략을 펼치고 있어 직접적인 오더 증가의 수혜가 전망된다. 수익성의 경우 2분기부터 가동률이 90% 후반대로 완전히 정상화 되었으며, 초기 가동 손실 문제도 해소되었기 때문에, 매 분기 실적이 강하게 턴어라운드하는 흐름을 보일 것이다. 순조로운 펀더멘탈 개선세가 지속될 것으로 전망한다.

목표주가 상향

전방 고객사인 아디다스의 재고조정이 완전히 종료되었고, 신발 제품을 중심으로 브랜드가 강하게 턴어라운드 하고 있다. 이는 아디다스의 주요 OEM 인 동사에 강한 실적 모멘텀으로 작용할 것이다. 화승엔터프라이즈에 대해 투자 의견 '매수'와 의류 업종 내 Top-Pick 관점을 유지한다. 목표주가는 '24년, '25년 실적 추정치를 상향하며 기존 10,500원에서 12,000원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,139	1,654	1,214	1,545	1,614	1,698
영업이익	십억원	7	53	13	75	101	120
순이익(지배주주)	십억원	-7	-10	-26	39	68	83
EPS	원	-108	-165	-434	637	1,127	1,369
PER	배	-156.7	-55.9	-19.6	14.3	8.1	6.6
PBR	배	1.9	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	19.4	7.8	11.1	6.0	4.4	3.7
ROE	%	-12	-1.9	-5.0	7.3	11.7	12.6

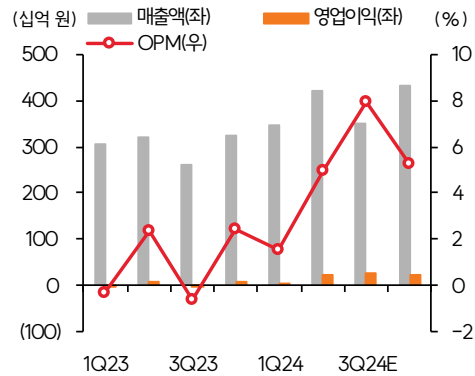
화승엔터프라이즈 실적추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	'22	'23	'24E	'25E
매출액	305.4	321.9	261.3	325.2	345.4	417.2	351.4	431.3	1,654.0	1,213.8	1,545.3	1,613.9
신발 부문	274.2	289.7	231.9	287.5	307.2	380.6	318.6	390.5	1,497.5	1,083.3	1,397.0	1,465.5
기타 부문	31.2	32.2	29.4	37.7	38.2	36.6	32.8	40.8	156.5	130.5	148.4	148.4
영업이익	-1.0	7.6	-1.7	8.0	5.3	20.4	26.6	22.8	52.8	13.0	75.1	100.8
/OPM	-0.3	2.4	-0.6	2.5	1.5	4.9	7.6	5.3	3.2	1.1	4.9	6.2
YoY Growth												
매출액	-18.8	-28.8	-40.5	-15.8	13.1	29.6	34.5	32.6	45.3	-26.6	27.3	4.4
신발 부문	-15.2	-25.6	-46.2	-18.9	12.0	31.4	37.4	35.8	43.1	-27.7	29.0	4.9
기타 부문	-41.2	-49.0	244.5	18.3	22.3	13.8	11.5	8.2	69.9	-16.6	13.7	0.0
매출총이익	-23.2	-23.1	-35.7	14.7	29.4	25.1	76.3	22.6	71.0	-18.0	35.9	12.5
영업이익	적전	-71.0	적전	86.3	흑전	169.4	흑전	184.7	643.8	-75.5	479.3	34.2

자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

화승엔터프라이즈 목표주가 산정					
항목	단위	구분	내용	산식	비고
12개월 선행 EBITDA	십억 원	(A)	157.8		
적용 멀티플	배	(B)	7.5		과거 아디다스 오더 업사이클('18-'19, '21-'22) 초기의 12개월 선행 EV/EBITDA
목표 기업가치	십억 원	(C)	1,183.13	(A)*(B)	
순 부채	십억 원	(D)	483.2		1Q24 이자 발생 부채에서 현금 및 현금성자산을 차감
목표 시가총액	십억 원	(E)	700	(C)-(D)	
발행주식 수	원	(F)	60,589,276		
목표주가	원	(G)	12,000	(E)/(F)	
현재 주가	원	(H)	9,080		
주가 상승여력	%	(I)	32.2	(G)/(H)-1	

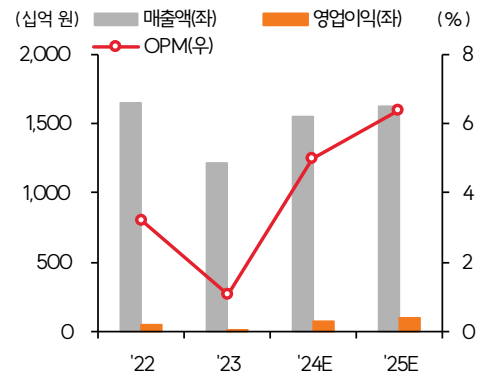
자료: SK 증권

화승엔터프라이즈 분기 실적 추정치



자료: 전자공시시스템, SK 증권

화승엔터프라이즈 분기 실적 추정치



자료: 전자공시시스템, SK 증권

아디다스 재고매입 추정치

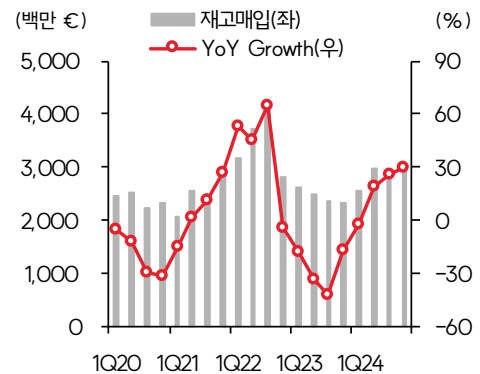
"And I can probably clearly say today, that's(1Q24 inventory) the lowest inventory you will see for the years to come because we believe it's very healthy. (후략)"

"재고가 매우 건전하기 때문에, 1분기 재고가 앞으로 몇 년 간 보게 될 가장 낮은 수치라고 분명히 말할 수 있다."

- Adidas CFO의 1분기 실적발표 내용 中

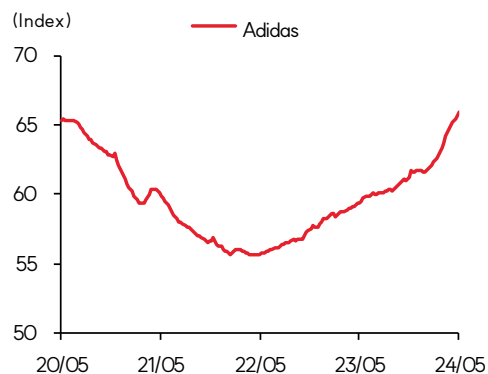
자료: Adidas, SK 증권

아디다스 재고매입 추정치



자료: Adidas, SK 증권 추정

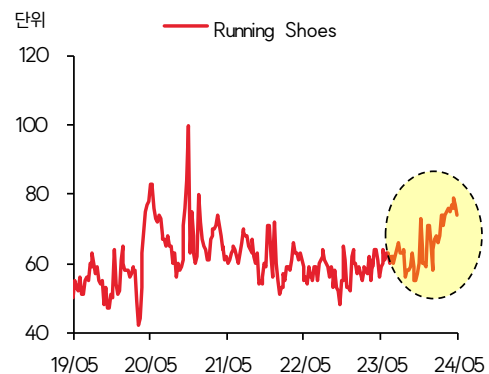
'Adidas' 키워드 구글 검색량



자료: 구글트렌드, SK 증권

주: 글로벌 쇼핑 카테고리내 검색량의 1년 이동평균치임

'Running Shoes' 키워드 구글 검색량



자료: 구글트렌드, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	757	647	726	768	788
현금및현금성자산	183	121	107	121	108
매출채권 및 기타채권	128	129	146	152	160
재고자산	294	263	276	288	304
비유동자산	718	714	698	681	667
장기금융자산	4	4	4	4	4
유형자산	567	565	552	536	526
무형자산	42	41	38	35	32
자산총계	1,476	1,361	1,425	1,449	1,456
유동부채	778	719	744	705	627
단기금융부채	564	528	502	452	361
매입채무 및 기타채무	186	170	217	227	239
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	107	82	84	80	81
장기금융부채	90	65	64	59	59
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	885	801	828	785	709
지배주주지분	537	514	550	616	696
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	170	169	169	169	169
기타자본구성요소	152	152	152	152	152
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	169	140	176	242	322
비지배주주지분	54	45	46	49	51
자본총계	591	559	596	664	747
부채외자본총계	1,476	1,361	1,425	1,449	1,456

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	97	59	113	124	133
당기순이익(손실)	-8	-25	40	70	85
비현금성항목등	140	108	92	99	95
유형자산감가상각비	70	67	64	70	66
무형자산상각비	3	4	3	3	3
기타	67	37	25	26	26
운전자본감소(증가)	-12	15	16	-9	-11
매출채권및기타채권의감소(증가)	29	-2	-17	-6	-8
재고자산의감소(증가)	27	36	-13	-12	-15
매입채무및기타채무의증가(감소)	-62	17	47	10	12
기타	-43	-51	-46	-56	-60
법인세납부	-18	-12	-11	-20	-24
투자활동현금흐름	-206	-56	-68	-51	-52
금융자산의감소(증가)	-52	-8	-26	-5	-7
유형자산의감소(증가)	-122	-45	-50	-55	-55
무형자산의감소(증가)	-0	-3	0	0	0
기타	-32	-0	9	10	10
재무활동현금흐름	118	-67	-31	-58	-93
단기금융부채의증가(감소)	34	-61	-26	-50	-90
장기금융부채의증가(감소)	45	-3	-1	-5	0
자본의증가(감소)	4	-1	0	0	0
배당금지급	-3	-3	-3	-3	-3
기타	38	1	-0	0	-0
현금의 증가(감소)	10	-62	-14	14	-14
기초현금	173	183	121	107	121
기말현금	183	121	107	121	108
FCF	-25	14	63	69	78

자료 : 화승엔터프라이즈, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,654	1,214	1,545	1,614	1,698
매출원가	1,455	1,050	1,323	1,364	1,422
매출총이익	199	163	222	250	277
매출총이익률(%)	12.0	13.5	14.4	15.5	16.3
판매비와 관리비	146	150	147	149	157
영업이익	53	13	75	101	120
영업이익률(%)	3.2	1.1	4.9	6.2	7.1
비영업손익	-46	-32	-24	-11	-11
순금융손익	-17	-28	-24	-16	-12
외환관련손익	-24	4	10	10	10
관계기업등 투자손익	-0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	6	-19	51	90	110
세전계속사업이익률(%)	0.4	-1.5	3.3	5.6	6.5
계속사업법인세	14	7	11	20	24
계속사업이익	-8	-25	40	70	85
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-8	-25	40	70	85
순이익률(%)	-0.5	-2.1	2.6	4.4	5.0
지배주주	-10	-26	39	68	83
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.6	-2.2	2.5	4.2	4.9
비지배주주	2	1	1	2	3
총포괄이익	1	-19	40	70	85
지배주주	-0	-20	39	70	85
비지배주주	2	1	1	0	0
EBITDA	126	84	142	174	189

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	45.3	-26.6	27.3	4.4	5.2
영업이익	643.8	-75.5	479.3	34.2	19.2
세전계속사업이익	201.8	적전	흑전	77.0	21.4
EBITDA	83.3	-33.4	69.2	22.4	8.6
EPS	적지	적지	흑전	77.0	21.4
수익성 (%)					
ROA	-0.5	-1.8	2.9	4.9	5.9
ROE	-1.9	-5.0	7.3	11.7	12.6
EBITDA마진	7.6	6.9	9.2	10.8	11.1
안정성 (%)					
유동비율	97.3	90.0	97.6	109.0	125.6
부채비율	149.6	143.2	138.9	118.2	94.9
순차입금/자기자본	63.8	67.3	56.4	39.4	23.9
EBITDA/이자비용(배)	6.1	2.3	4.1	6.5	8.1
배당성향	-27.3	-10.4	7.1	4.0	3.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-165	-434	637	1,127	1,369
BPS	8,870	8,485	9,077	10,159	11,482
CFPS	1,045	738	1,742	2,332	2,502
주당 현금배당금	45	45	45	45	45
Valuation지표 (배)					
PER	-55.9	-19.6	14.3	8.1	6.6
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
PCR	8.8	11.5	5.2	3.9	3.6
EV/EBITDA	7.8	11.1	6.0	4.4	3.7
배당수익률	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6

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 05월 16일 기준)

매수	97.06%	중립	2.94%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------