

화승
엔터프라이즈
(241590)

유정현

junghyun.yu@daishin.co

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

14,000

상향

현재주가

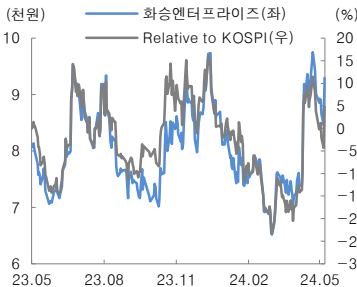
(24.05.14)

9,080

섬유의복업종

KOSPI	2730.34
시가총액	550십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	9,480원 / 6,660원
120일 평균거래대금	36억원
외국인지분율	5.64%
주요주주	화승인더스트리 외 5 인 71.95%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.5	15.4	10.3	14.6
상대수익률	20.4	10.7	-1.7	3.9



2분기 가동율 98%로 회복

- 1분기 가동율 회복하며 올해 실적 개선 시동
- 하반기 기존 mass 제품 재양산 시작 등 손익 빠르게 회복 전망
- 아디다스 24년 가이던스 대폭 상향. 신발 OEM 업황 바닥 통과

투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가 14,000원으로 상향(+27%)

투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가를 14,000원(24~25년 평균 기준 P/E 12 배)로 27% 상향. 목표 주가 상향은 신발 OEM 산업 회복으로 하반기부터 실적 개선 흐름세 가파르게 나타날 것으로 전망되어 실적 반영 시점 변경 때문

2분기 현재 가동율은 98%로 코로나 이전 수준으로 회복. 2분기부터는 지난 1분기처럼 유류 설비 가동율 상승 과정에서 소소한 비용들이 발생하더라도 규모가 크지 않고 가동율의 정상 수준으로 회귀로 OPM은 회사측이 예상한 mid-single%까지 회복할 것으로 전망

지난 4월 중순 아디다스가 1분기 잠정 실적 발표에서 예상보다 빠른 재고 소진과 판매 호조 등을 근거로 2024년 영업이익 가이던스를 기존 €500억에서 €700억으로 대폭 상향 조정. 동사의 글로벌 peer인 Yue Yuen Holdings(HKG 0551)도 전방 산업 호조를 근거로 올해 실적 가이던스를 상향 조정하는 등 신발 OEM 업계의 회복세 뚜렷. 올해 실적 흐름은 상저하고를 보이며 주가도 이와 같은 흐름을 보일 것으로 전망

1Q24 Review: 빌드업 한창 진행

1분기 매출액과 영업이익은 각각 3,454억원(+13%, yoy), 53억원(흑전, yoy) 기록. 1분기 가동율이 약 95%까지 상승했지만 유류 설비 가동 ramp-up 과정에서 인건비 증가 등 가동 초기 비용 발생. 그리고 지난 4분기와 마찬가지로 불용 원부자재 관련 비용이 약 20억원 가량 발생. 이는 가동율 상승에도 손익이 빠르게 회복되지 못한 이유. 이에 따라 영업이익은 당사 및 컨센서스대비 하회. 이는 회사측이 올해 1분기를 저점으로 2분기, 하반기로 갈수록 마진이 개선될 것을 언급한 것과 일치하는 것으로 올해 연간 실적에 큰 변수는 아님

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24		2Q24			
			직전추정	확정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정
매출액	305	325	383	345	13.1	6.2	352	383
영업이익	-1	8	11	5	흑전	-33.3	9	19
순이익	2	-7	6	-2	적전	적지	4	13

자료: 화승엔터, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,654	1,214	1,577	1,967	2,151
영업이익	53	13	80	120	139
세전순이익	6	-19	78	126	144
총당기순이익	-8	-25	61	98	113
지배지분순이익	-10	-26	61	97	111
EPS	-165	-434	1,000	1,607	1,840
PER	NA	NA	8.7	5.4	4.7
BPS	8,871	8,485	9,622	11,416	13,512
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
ROE	-1.9	-5.0	11.0	15.3	14.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,641	2,006	1,577	1,967	-3.9	-1.9
영업이익	80	120	80	120	0.0	0.0
지배지분순이익	52	92	61	97	0.0	0.0
영업이익률	4.9	6.0	5.1	6.1		
순이익률	3.2	4.6	3.9	5.0		

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

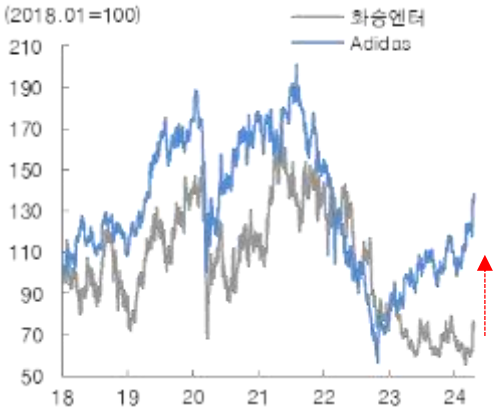
표 1. 화승엔터 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	305	322	261	324	345	383	366	482	1,214	1,577	1,967
영업이익	-1	8	-2	8	5	19	21	34	13	80	120
영업이익률	-0.3	2.4	-0.6	2.5	1.5	5.0	5.9	7.0	1.1	5.1	6.1
YOY											
매출액	-18.8	-28.8	-40.5	-15.8	13.1	19.0	40.2	48.3	-26.6	29.9	24.7
영업이익	적전	-71.0	적전	86.2	흑전	153.7	흑전	322.5	-75.5	515.3	50.8

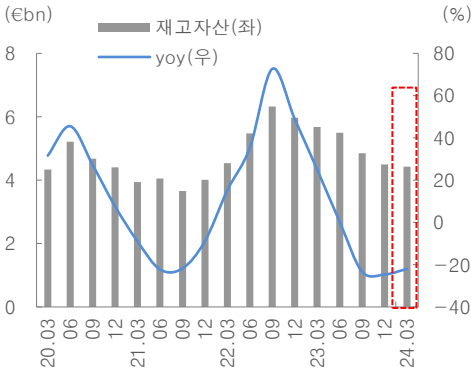
주: K-IFRS 연결기준
자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

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 3,601억원, 부채 8,012억원, 자본 5,594억원
- 발행주식 수: 60,566,577주

주가 변동요인

- 원/달러 환율
- 고객사인 아디다스 실적

주: 자산 규모는 2023년 12월 말 기준
자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

고객사 매출 비중 추이

A large grey circle representing 100% of sales, with the text '아디다스 100%' in the center.

자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver

아디다스 & 화승엔터프라이즈 주가 추이

A line chart showing the stock price performance of Hwasung Enterprise (grey line) and Adidas (blue line) from 2018 to 2024. The y-axis represents the price index with 2018.01 as the base (100). The x-axis shows years from 18 to 24. Both stocks show significant volatility, with Adidas generally performing better than Hwasung Enterprise. A red arrow points to the end of the Adidas line in 2024.

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

아디다스 재고 추이

A combined bar and line chart showing Adidas inventory levels (grey bars) and year-over-year growth (blue line) from 2003 to 2024. The left y-axis represents inventory in billions of euros (€bn), ranging from 0 to 8. The right y-axis represents year-over-year growth in percentage (%), ranging from -40% to 80%. The x-axis shows dates from 20.03 to 24.03. Inventory levels show a general upward trend with some fluctuations. The year-over-year growth line shows significant volatility, with a notable peak around 2012 and a sharp decline around 2015. A red dashed box highlights the inventory data for the period from 2023.03 to 2024.03.

자료: 아디다스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,654	1,214	1,577	1,967	2,151
매출원가	1,455	1,050	1,341	1,670	1,818
매출총이익	199	163	236	297	332
판매비와관리비	146	150	156	177	194
영업이익	53	13	80	120	139
영업이익률	3.2	1.1	5.1	6.1	6.4
EBITDA	126	84	147	185	201
영업외손익	-46	-32	-1	6	6
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	17	13	11	4	4
외환관련이익	30	25	12	12	12
금융비용	-31	-40	-15	-1	-1
외환관련손실	10	3	1	1	1
기타	-32	-5	3	3	3
법인세비용차감전순손익	6	-19	78	126	144
법인세비용	-14	-7	-17	-28	-32
계속사업순손익	-8	-25	61	98	113
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-8	-25	61	98	113
당기순이익률	-0.5	-2.1	3.9	5.0	5.2
비지배지분순이익	2	1	1	1	1
지배지분순이익	-10	-26	61	97	111
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	1	1	1	1
포괄순이익	1	-19	67	104	119
비지배지분포괄이익	2	1	1	1	1
지배지분포괄이익	0	-20	67	103	118

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-165	-434	1,000	1,607	1,840
PER	NA	NA	8.7	5.4	4.7
BPS	8,871	8,485	9,622	11,416	13,512
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EBITDAPS	2,082	1,386	2,424	3,049	3,313
EV/EBITDA	7.8	11.3	6.8	4.6	3.3
SPS	27,302	20,034	26,031	32,464	35,495
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
CFPS	2,193	1,372	2,606	3,232	3,495
DPS	45	45	45	45	45

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	45.3	-26.6	29.9	24.7	9.3
영업이익 증가율	643.8	-75.5	515.3	50.8	15.2
순이익 증가율	적지	적지	흑전	60.7	14.5
수익성					
ROIC	-7.3	2.0	6.8	9.9	12.1
ROA	3.8	0.9	5.8	8.2	8.5
ROE	-1.9	-5.0	11.0	15.3	14.8
안정성					
부채비율	149.6	143.2	117.7	105.5	94.1
순차입금비율	63.8	67.3	63.7	32.7	3.9
이자보상배율	2.6	0.4	5.8	0.0	0.0

자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	757	647	695	885	1,090
현금및현금성자산	183	121	51	247	497
매출채권 및 기타채권	128	129	166	184	206
재고자산	294	263	342	328	269
기타유동자산	153	133	136	126	117
비유동자산	718	714	686	662	639
유형자산	567	565	546	529	515
관계기업투자금	5	5	5	5	5
기타비유동자산	146	144	135	127	120
자산총계	1,476	1,361	1,381	1,547	1,729
유동부채	778	719	659	701	740
매입채무 및 기타채무	201	187	174	194	208
차입금	491	457	480	504	529
유동성채무	65	68	2	2	2
기타유동부채	20	7	3	1	0
비유동부채	107	82	88	93	98
차입금	60	39	44	49	54
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	46	43	44	44	44
부채총계	885	801	746	794	838
자배지분	537	514	583	692	819
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	170	169	169	169	169
이익잉여금	169	140	201	298	410
기타지분변동	168	174	183	194	209
비자배지분	54	45	51	61	72
자본총계	591	559	634	753	891
순차입금	377	376	404	246	34

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	97	59	-26	154	203
당기순이익	0	0	61	98	113
비현금항목의 가감	140	108	97	97	99
감가상각비	73	71	67	64	62
외환손익	35	-2	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	32	39	31	35	39
자산부채의 증감	-12	15	-159	-14	23
기타현금흐름	-32	-64	-24	-28	-32
투자활동 현금흐름	-206	-56	-48	-35	-36
투자자산	-47	2	0	0	0
유형자산	-122	-45	-45	-45	-45
기타	-37	-13	-3	10	9
재무활동 현금흐름	118	-67	-46	21	22
단기차입금	54	-41	23	24	25
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	52	5	5	5	5
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-3	-3	0	0	0
기타	15	-28	-74	-8	-8
현금의 증감	10	-62	-70	196	251
기초 현금	173	183	121	51	247
기말 현금	183	121	51	247	497
NOPLAT	-61	18	62	94	108
FCF	-119	32	75	104	116

[Compliance Notice]

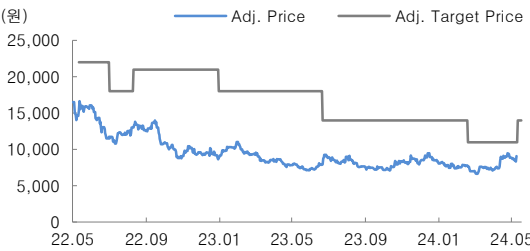
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.05.16	24.05.06	24.03.14	24.02.23	24.01.03	23.12.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	14,000	11,000	11,000	11,000	14,000	14,000
과리율(평균%)		(28.81)	(29.81)	(36.12)	(44.39)	(39.07)
과리율(최대/최소%)		(13.82)	(13.82)	(30.91)	(40.50)	(37.57)
제시일자	23.12.19	23.12.02	23.12.01	23.11.15	23.10.04	23.08.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)	(41.46)	(41.75)	(42.10)	(42.10)	(42.53)	(41.91)
과리율(최대/최소%)	(32.36)	(32.43)	(33.79)	(33.79)	(33.79)	(33.79)
제시일자	23.06.26	23.05.11	23.04.03	23.01.04	22.11.14	22.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	18,000	18,000	18,000	21,000	21,000
과리율(평균%)	(38.54)	(51.79)	(49.53)	(47.40)	(48.66)	(45.27)
과리율(최대/최소%)	(33.79)	(38.72)	(38.72)	(38.72)	(33.33)	(33.33)
제시일자	22.09.16	22.08.15	22.07.06	22.06.07	22.06.02	22.05.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	21,000	21,000	18,000	22,000	22,000	22,000
과리율(평균%)	(44.48)	(37.77)	(33.64)	(34.46)	(27.90)	(27.87)
과리율(최대/최소%)	(33.33)	(34.29)	(27.78)	(24.32)	(24.32)	(24.32)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240513)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	94.4%	5.6%	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