

화승 엔터프라이즈 (241590)

유정현

jung Hyun.yu@daishin.co

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

11,000

유지

현재주가

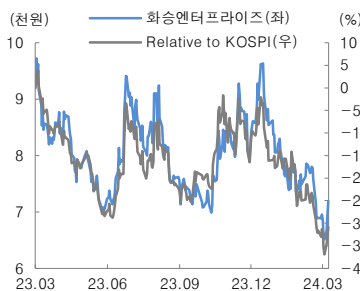
7,270

(24.03.13)

섬유복합재

KOSPI	2693.57
시가총액	440십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	9,470원 / 6,660원
120일 평균거래대금	24억원
외국인지분율	2.70%
주요주주	화승인더스트리 외 5 인 71.95% 국민연금공단 7.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.2	-17.7	-2.4	-17.5
상대수익률	-6.8	-23.3	-8.2	-26.1



Build up 한창 진행 중

- 1분기 가동율 회복하며 오랜만에 매출 높은 성장률 예상
- 고객사 실적 변화에 따른 가동율 변동치를 낮추기 위해 다양한 시도 진행
- 전일 아디다스 24년 1분기 긍정적 전망 발표, 주가 부담 없는 가격대 구간

투자 의견 BUY와 목표주가 11,000원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가 11,000원(2024년 P/E 13배) 유지

1분기 평균 가동율은 94~95% 수준까지 회복. 올해 1분기부터 수주가 크게 증가하며 매출액은 오랜만에 높은 성장률 보일 것으로 예상. 다만 오랜 기간 가동을 하지 않았던 설비가 가동됨에 따라 초기 관련 비용이 다소 발생할 가능성 있어 본격적인 마진 회복은 2분기부터 나타날 것으로 예상

동사의 고객사인 아디다스가 전일 실적 발표에서 재고 감소가 예상대로 잘 진행됐으며 24년 1분기 강한 성장세가 나타나고 있다고 언급. 주가도 약 2년만에 €200까지 상승. 동사의 가동율 회복은 시간이 흐를수록 가속화할 것으로 보이나 향후 고객사 실적 변화에 따른 가동율 변동치를 최대한 낮추고 설비 확대에 따른 비용 부담으로 낮아진 마진을 다시 고마진 구조로 회복하기 위해 적극적으로 다양한 시도들을 하고 있는 것으로 보임. 일반적으로 고객사와 동사 주가의 상관관계가 높는데 최근 동사는 시장에서 소외되며 주가가 단기에 크게 하락. 현 주가는 추가 하락 리스크가 크지 않은 구간으로 편하게 접근 가능한 가격대라고 판단

1Q24 Preview: 빌드업 한창 진행 중

1분기 매출액과 영업이익은 각각 3,829억원(+25%, yoy), 109억원(흑전, yoy) 예상. 1분기 현재 가동율 94~95% 수준. 12월 선적 이연된 것들 1분기 선적과 S/S 시즌 신제품 생산 등으로 매출 회복세 빠르게 나타나고 있는 것으로 파악. 다만 앞서 언급한대로 유향 설비 ramp up 과정에서 가동 초기 비용도 일부 발생. 이는 회사측이 올해 1분기를 저점으로 2분기, 하반기로 갈수록 마진이 개선될 것을 언급한 것과 일치하는 것으로 올해 연간 실적 변수는 아님

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24(F)				2Q24			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	305	325	383	383	25.4	17.7	359	411	27.7	7.4
영업이익	-1	8	11	11	흑전	0.4	15	20	160.4	80.8
순이익	2	-6	6	6	218.6	흑전	12	12	흑전	110.8

자료: 화승엔터, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	1,139	1,654	1,214	1,641	2,006
영업이익	7	53	16	80	120
세전순이익	2	6	-19	68	119
총당기순이익	-7	-8	-25	53	93
지배지분순이익	-7	-10	-25	52	92
EPS	-108	-165	-413	866	1,521
PER	NA	NA	NA	10.1	5.7
BPS	8,859	8,871	8,602	9,745	11,767
PBR	1.9	1.0	1.0	0.7	0.6
ROE	-1.2	-1.9	-4.7	9.4	14.1

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	1,681	2,006	1,641	2,006	-2.4	0.0
영업이익	80	120	80	120	0.0	0.0
지배지분순이익	53	92	52	92	0.0	0.0
영업이익률	4.7	6.0	4.9	6.0		
순이익률	3.2	4.6	3.2	4.6		

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

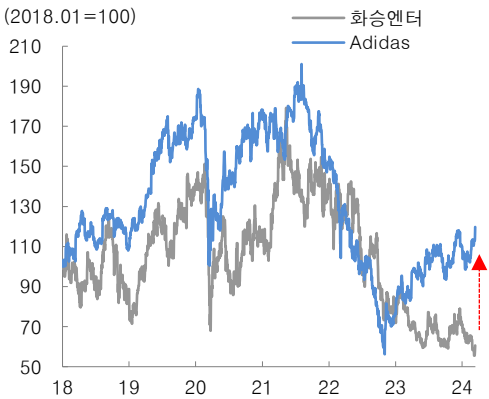
표 1. 화승엔터 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	305	322	261	324	383	411	356	492	1,214	1,681	2,006
영업이익	-1	8	-2	8	11	20	23	27	13	80	120
영업이익률	-0.3	2.4	-0.6	2.5	2.9	4.8	6.4	5.4	1.1	4.7	6.0
YOY											
매출액	-18.8	-28.8	-40.5	-15.8	25.4	27.7	36.1	51.2	-26.6	38.5	22.2
영업이익	적전	-71.0	적전	86.2	흑전	160.4	흑전	232.2	-75.5	515.8	50.8

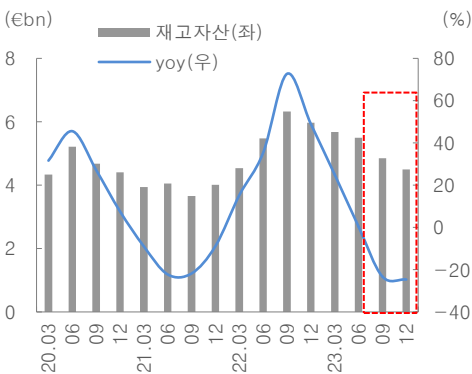
주: K-IFRS 연결기준
자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

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

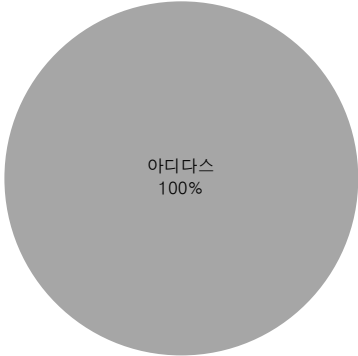
- 아디다스를 주 고객사로 하는 신발 ODM 업체
- 대주주인 화승엔터프라이즈의 지분율이 74%로 유동성이 떨어지는 점을 개선하고자 2018년 5월 무상증자를 단행한 바 있음
- 자산 1조 3,601억원, 부채 8,012억원, 자본 5,594억원
- 발행주식 수: 60,566,577주

주가 변동요인

- 원/달러 환율
- 고객사인 아디다스 실적

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

고객사 매출 비중 추이

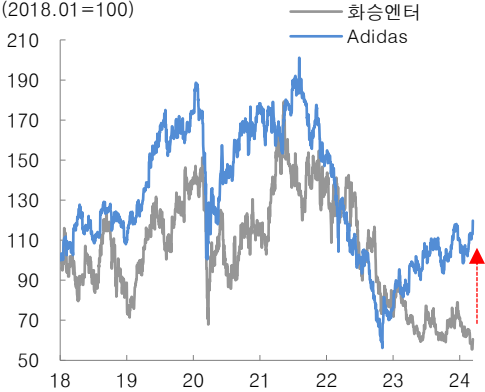


아디다스
100%

자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver

아디다스 & 화승엔터프라이즈 주가 추이

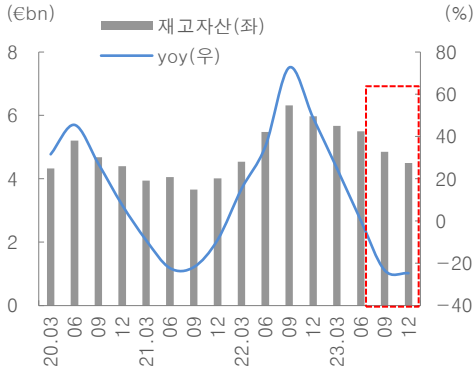


(2018.01=100)

— 화승엔터
— Adidas

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

아디다스 재고 추이



(€bn)

— 재고 자산 (좌)
— yoy (우)

(%)

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,654	1,214	1,641	2,006	2,006
매출원가	1,455	1,050	1,395	1,705	1,705
매출총이익	199	163	246	301	301
판매비와관리비	146	147	166	181	181
영업이익	53	16	80	120	120
영업이익률	3.2	1.3	4.9	6.0	6.0
EBITDA	126	94	164	209	214
영업외손익	-46	-34	-12	-1	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	17	18	18	12	12
외환관련이익	30	21	21	21	21
금융비용	-31	-19	-20	-3	-3
외환관련손실	10	3	3	3	3
기타	-32	-34	-10	-10	-10
법인세비용차감전순손익	6	-19	68	119	119
법인세비용	-14	-7	-15	-26	-26
계속사업순손익	-8	-25	53	93	93
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-8	-25	53	93	93
당기순이익률	-0.5	-2.1	3.2	4.6	4.6
비지배지분순이익	2	0	1	1	1
지배지분순이익	-10	-25	52	92	92
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	1	1	1	1
포괄순이익	1	-16	62	102	102
비지배지분포괄이익	2	0	1	1	1
지배지분포괄이익	0	-16	61	101	101

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-165	-413	866	1,521	1,521
PER	NA	NA	10.1	5.7	5.7
BPS	8,871	8,602	9,745	11,767	14,169
PBR	1.0	1.0	0.7	0.6	0.5
EBITDAPS	2,082	1,560	2,706	3,456	3,525
EV/EBITDA	7.8	10.5	5.9	4.6	4.9
SPS	27,302	20,034	27,089	33,103	33,103
PSR	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2
CFPS	2,193	1,164	2,709	3,458	3,528
DPS	45	45	45	45	45

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	45.3	-26.6	35.2	22.2	0.0
영업이익 증가율	643.8	-70.0	403.7	50.8	0.0
순이익 증가율	적지	적지	흑전	75.6	0.0
수익성					
ROIC	-7.3	2.4	6.4	8.6	8.1
ROA	3.8	1.1	5.4	7.3	6.8
ROE	-1.9	-4.7	9.4	14.1	11.7
안정성					
부채비율	149.6	143.6	139.4	124.7	109.5
순차입금비율	63.8	71.9	71.5	56.9	55.4
이자보상배율	2.6	1.0	4.6	0.0	0.0

자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	757	630	747	917	895
현금및현금성자산	183	139	143	217	196
매출채권 및 기타채권	128	95	121	143	142
재고자산	294	243	328	401	401
기타유동자산	153	153	154	155	156
비유동자산	718	766	808	846	879
유형자산	567	613	653	688	719
관계기업투자금	5	5	5	5	5
기타비유동자산	146	148	150	153	156
자산총계	1,476	1,396	1,555	1,763	1,774
유동부채	778	666	698	721	726
매입채무 및 기타채무	201	150	176	194	194
차입금	491	496	501	506	511
유동성채무	65	0	0	0	0
기타유동부채	20	20	21	21	21
비유동부채	107	157	207	258	308
차입금	60	112	164	216	268
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	46	44	43	42	40
부채총계	885	823	905	978	1,034
자배지분	537	521	590	713	858
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	170	170	170	170	170
이익잉여금	169	141	191	281	370
기타지분변동	168	180	199	232	288
비자배지분	54	52	59	71	86
자본총계	591	573	649	784	944
순차입금	377	412	465	446	523

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	97	77	45	98	182
당기순이익	0	-25	53	93	93
비현금항목의 가감	140	96	111	116	121
감가상각비	73	79	84	89	93
외환손익	35	-11	-11	-11	-11
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	32	28	37	38	38
자산부채의 증감	-12	23	-93	-85	-6
기타현금흐름	-32	-16	-26	-26	-26
투자활동 현금흐름	-206	-155	-155	-155	-155
투자자산	-47	0	0	0	0
유형자산	-122	-122	-122	-122	-122
기타	-37	-33	-33	-33	-33
재무활동 현금흐름	118	23	89	89	89
단기차입금	54	5	5	5	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	52	52	52	52	52
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-3	-3	-3	-3	-3
기타	15	-31	35	35	35
현금의 증감	10	-45	4	75	112
기초 현금	173	183	139	143	217
기말 현금	183	139	143	217	329
NOPLAT	-61	21	62	94	94
FCF	-119	-31	15	52	56

[Compliance Notice]

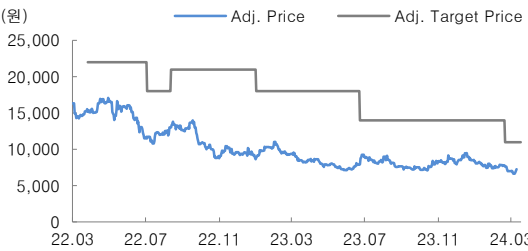
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.03.14	24.02.23	24.01.03	23.12.26	23.12.19	23.12.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	11,000	11,000	14,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)		(36.55)	(44.39)	(39.07)	(41.46)	(41.75)
과리율(최대/최소%)		(33.91)	(40.50)	(37.57)	(32.36)	(32.43)
제시일자	23.12.01	23.11.15	23.10.04	23.08.13	23.06.26	23.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	18,000
과리율(평균%)	(42.10)	(42.10)	(42.53)	(41.91)	(38.54)	(51.79)
과리율(최대/최소%)	(33.79)	(33.79)	(33.79)	(33.79)	(33.79)	(38.72)
제시일자	23.04.03	23.01.04	22.11.14	22.11.05	22.09.16	22.08.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	18,000	18,000	21,000	21,000	21,000	21,000
과리율(평균%)	(49.53)	(47.40)	(48.66)	(45.27)	(44.48)	(37.77)
과리율(최대/최소%)	(38.72)	(38.72)	(33.33)	(33.33)	(33.33)	(34.29)
제시일자	22.07.06	22.06.07	22.06.02	22.05.16	22.03.29	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	18,000	22,000	22,000	22,000	22,000	
과리율(평균%)	(33.64)	(31.41)	(28.16)	(28.17)	(28.20)	
과리율(최대/최소%)	(27.78)	(22.27)	(22.27)	(22.27)	(22.27)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240312)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.3%	9.7%	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