

화승엔터프라이즈 (241590/KS)

예상보다 강력했다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 15,000 원(상향)

현재주가: 11,200 원

상승여력: 33.9%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sk.com
3773-9997

Company Data

발행주식수	6,059 만주
시가총액	679 십억원
주요주주	
화승인더스트리(외3)	68.65%
국민연금공단	6.18%

Stock Data

주가(25/02/14)	11,200 원
KOSPI	2,591.05 pt
52주 최고가	11,200 원
52주 최저가	6,660 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



4Q24 Review: 매출액과 영업이익 모두 시장 컨센서스 상회

동사의 4분기 실적은 매출액 4,865억 원(+47.7% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 394억 원(+392.4%, OPM 8.1%) 기록해 시장 컨센서스 대비 매출액은 10.2%, 영업이익은 37.8% 상회했다. 4분기 달러 기준 매출액은 +41.8% 성장했는데, 고객사인 아디다스의 신발 제품 판매 호조 및 재고조정 종료 효과와 4분기부터 아디다스 오리지널 시리즈 제품 신규 오더가 추가되며(4분기 매출비중 5% 내외로 추정) 강한 오더 회복세 시현했다. 영업이익률은 전년 동기 대비 5.6%p 개선되었는데, 4Q23 일회성 비용 발생에 따른 기저 효과, 가동률 상승에 따른 영업 레버리지 효과, 직접 생산 물량 증가에 따른 지급수수료 감소 때문인 것으로 추정한다.

'25년에도 실적 성장은 멈추지 않는다

동사의 '25년 실적은 매출액 1조 8,625억 원(+15.7%), 영업이익 1,225억 원(+48.3%, OPM 6.6%) 기록할 것으로 전망한다. 고객사인 아디다스는 지난 1월 잠정실적을 통해 '25년 매출 성장을 가이던스를 +10% 이상으로 제시했으며, 작년 초 재고조정이 종료되어 올해 재고자산은 작년 대비 소폭 증가할 것이다. 추가로 동사의 오리지널 시리즈 관련 매출 비중이 증가할 것임을 고려하면, 동사의 올해 달러 매출액 성장률은 두 자릿 수 이상을 무난하게 달성할 것으로 전망한다. 영업이익률은 작년 초에 발생한 일회성 비용의 기저효과, 평균가동률 상승, 고단가 오리지널 시리즈 매출비중 증가를 고려해 1.5%p 개선될 것으로 전망한다.

목표주가 상향, OEM 탐픽 관점 유지

고객사인 아디다스의 매출 호조와 이에 따른 동사의 오더 성장, 그리고 오리지널 시리즈 신규 오더 물량의 증가 스토리는 계속 유효하다. 차별화된 실적 모멘텀을 보유하고 있기에 의류 OEM 내 탐픽 관점을 유지한다. 적용 EBITDA를 '25년 전망치로 조정함에 따라 동사의 목표주가를 기존 12,000원에서 15,000원으로 상향하며, 투자 의견 '매수'를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	십억원	1,139	1,654	1,214	1,610	1,862	1,969
영업이익	십억원	7	53	13	83	122	143
순이익(지배주주)	십억원	-7	-10	-26	33	87	100
EPS	원	-108	-165	-434	550	944	1,088
PER	배	-156.7	-55.9	-19.6	15.7	11.9	10.3
PBR	배	1.9	1.0	1.0	1.0	1.4	1.2
EV/EBITDA	배	19.4	7.8	11.1	6.0	3.9	3.2
ROE	%	-1.2	-1.9	-5.0	6.3	13.3	12.4

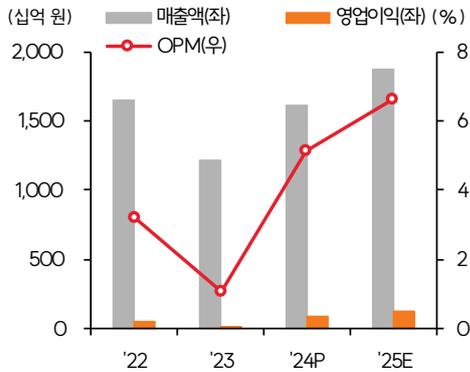
화승엔터프라이즈 실적 추정치										(단위: 십억 원, %)		
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	'23	'24P	'25E	
매출액	345.4	391.7	386.1	486.5	419.4	476.0	435.5	531.6	1,213.8	1,609.6	1,862.5	
신발 부문	307.2	352.4	346.9	438.7	376.3	433.9	393.8	483.1	1,083.3	1,445.2	1,687.0	
기타 부문	38.2	39.3	39.2	47.7	43.2	42.1	41.7	48.5	130.5	164.4	175.5	
매출총이익	40.4	56.2	53.6	73.0	58.0	72.0	63.6	83.3	163.3	223.1	276.8	
/GPM	11.7	14.3	13.9	15.0	13.8	15.1	14.6	15.7	13.5	13.9	14.9	
영업이익	5.3	18.8	19.1	39.4	22.2	34.7	29.7	35.9	13.0	82.6	122.5	
/OPM	1.5	4.8	5.0	8.1	5.3	7.3	6.8	6.8	1.1	5.1	6.6	
YoY Growth												
매출액	13.1	21.7	47.8	49.6	21.4	21.5	12.8	9.3	-26.6	32.6	15.7	
신발 부문	12.0	21.6	49.6	52.6	22.5	23.1	13.5	10.1	-27.7	33.4	16.7	
기타 부문	22.3	22.0	33.3	26.6	13.1	7.2	6.3	1.7	-16.6	25.9	6.7	
매출총이익	29.4	19.6	56.8	43.0	43.6	28.1	18.7	14.2	-18.0	36.6	24.1	
영업이익	흑전	147.6	흑전	392.4	316.3	84.8	55.3	-8.7	-75.5	537.0	48.3	

자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정
 주: 4Q24 매출총이익과 부문별 매출액은 당사 추정치임

화승엔터프라이즈 목표주가 산정 로직					
항목	단위	구분	내용	산식	비고
12개월 선행 EBITDA	십억 원	(A)	196.3		
적용 멀티플	배	(B)	7.5		과거 아디다스 오더 업사이클 시기 12개월 선행 EV/EBITDA
목표 기업가치	십억 원	(C)	1,472.50	(A)*(B)	
순 차입금	십억 원	(D)	345.0		
목표 시가총액	십억 원	(E)	1,128	(C)-(D)	
발행주식 수	원	(F)	75,536,958		CB 전환에 따른 발행주식 수 14,947,682주 증가 반영
목표주가	원	(G)	15,000	(E)/(F)	
현재 주가	원	(H)	11,200		
주가 상승 여력	%	(I)	33.9	(G)/(H) - 1	

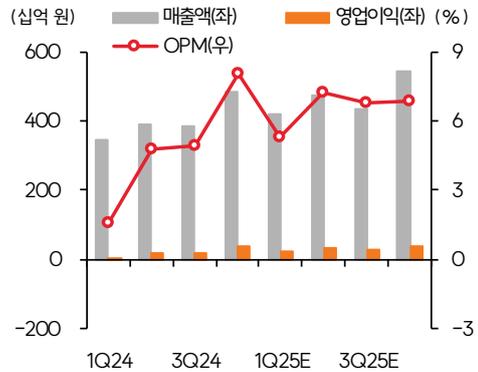
자료: Quantwise, SK 증권

화승엔터프라이즈 연간 실적 추이 및 추정치



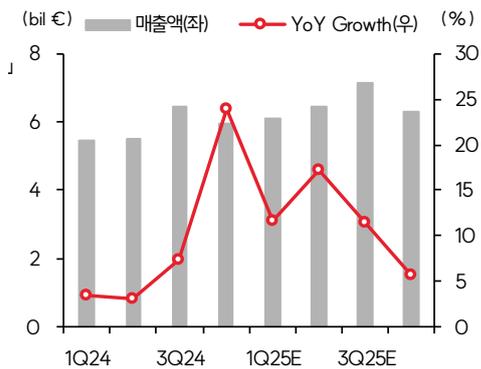
자료: 화승엔터프라이즈, SK 증권

화승엔터프라이즈 연간 실적 추이 및 추정치



자료: 화승엔터프라이즈, SK 증권

아디다스 매출액 추이 및 컨센서스



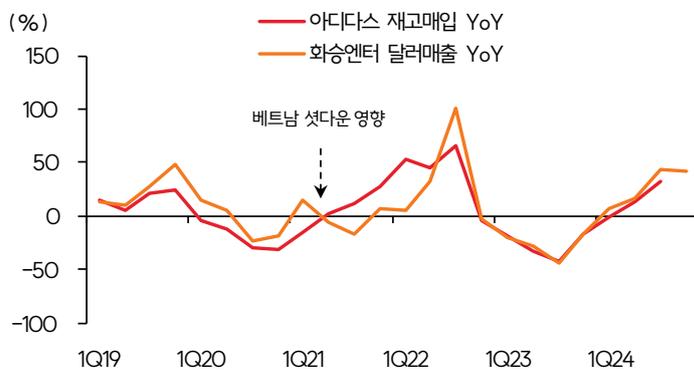
자료: Bloomberg, SK 증권

아디다스 vs. 나이키 주가 추이 ('23.01.01=100)



자료: Bloomberg, SK 증권

아디다스 재고 매입액 vs. 화승엔터프라이즈 달러 매출 성장률 추이 비교



자료: Adidas, 화승엔터프라이즈, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	757	647	740	883	947
현금및현금성자산	183	121	111	156	178
매출채권 및 기타채권	128	129	147	170	179
재고자산	294	263	276	320	338
비유동자산	718	714	690	690	700
장기금융자산	4	4	4	6	13
유형자산	567	565	543	543	548
무형자산	42	41	38	35	32
자산총계	1,476	1,361	1,430	1,574	1,646
유동부채	778	719	754	683	660
단기금융부채	564	528	502	391	352
매입채무 및 기타채무	186	170	226	262	276
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	107	82	85	84	80
장기금융부채	90	65	64	59	54
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	885	801	839	766	740
지배주주지분	537	514	545	759	854
자본금	30	30	30	38	38
자본잉여금	170	169	169	291	291
기타자본구성요소	152	152	152	152	152
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	169	140	171	255	350
비지배주주지분	54	45	46	49	52
자본총계	591	559	591	808	906
부채외자본총계	1,476	1,361	1,430	1,574	1,646

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업활동현금흐름	97	59	116	116	150
당기순이익(손실)	-8	-25	34	89	103
비현금성항목등	140	108	97	106	106
유형자산감가상각비	70	67	65	65	65
무형자산상각비	3	4	3	3	3
기타	67	37	29	38	38
운전자본감소(증가)	-12	15	24	-31	-13
매출채권및기타채권의감소(증가)	29	-2	-18	-23	-10
재고자산의감소(증가)	27	36	-13	-43	-18
매입채무및기타채무의증가(감소)	-62	17	56	36	15
기타	-43	-51	-46	-74	-75
법인세납부	-18	-12	-6	-25	-29
투자활동현금흐름	-206	-56	-66	-79	-85
금융자산의감소(증가)	-52	-8	-31	-22	-15
유형자산의감소(증가)	-122	-45	-43	-65	-70
무형자산의감소(증가)	-0	-3	0	0	0
기타	-32	-0	8	7	1
재무활동현금흐름	118	-67	-31	11	-48
단기금융부채의증가(감소)	34	-61	-26	-111	-39
장기금융부채의증가(감소)	45	-3	-1	-5	-5
자본의증가(감소)	4	-1	0	130	0
배당금지급	-3	-3	-3	-3	-4
기타	38	1	-0	-0	0
현금의 증가(감소)	10	-62	-10	45	22
기초현금	173	183	121	111	156
기말현금	183	121	111	156	178
FCF	-25	14	74	51	80

자료 : 화승엔터프라이즈, SK증권

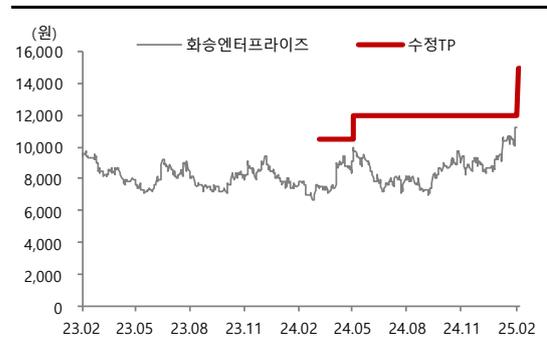
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	1,654	1,214	1,610	1,862	1,969
매출원가	1,455	1,050	1,387	1,586	1,668
매출총이익	199	163	223	277	301
매출총이익률(%)	12.0	13.5	13.9	14.9	15.3
판매비와 관리비	146	150	141	154	158
영업이익	53	13	83	122	143
영업이익률(%)	3.2	1.1	5.1	6.6	7.3
비영업손익	-46	-32	-42	-8	-11
순금융손익	-17	-28	-33	-23	-17
외환관련손익	-24	4	10	10	8
관계기업등 투자손익	-0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	6	-19	41	114	132
세전계속사업이익률(%)	0.4	-1.5	2.5	6.1	6.7
계속사업법인세	14	7	6	25	29
계속사업이익	-8	-25	34	89	103
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-8	-25	34	89	103
순이익률(%)	-0.5	-2.1	2.1	4.8	5.2
지배주주	-10	-26	33	87	100
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.6	-2.2	2.1	4.7	5.1
비지배주주	2	1	1	3	3
총포괄이익	1	-19	34	89	103
지배주주	-0	-20	33	89	103
비지배주주	2	1	1	0	0
EBITDA	126	84	150	190	211

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	45.3	-26.6	32.6	15.7	5.7
영업이익	643.8	-75.5	537.0	48.3	16.7
세전계속사업이익	201.8	적전	흑전	180.6	15.3
EBITDA	83.3	-33.4	79.2	26.4	11.0
EPS	적지	적지	흑전	71.7	15.3
수익성 (%)					
ROA	-0.5	-1.8	2.5	5.9	6.4
ROE	-1.9	-5.0	6.3	13.3	12.4
EBITDA마진	7.6	6.9	9.3	10.2	10.7
안정성 (%)					
유동비율	97.3	90.0	98.1	129.4	143.4
부채비율	149.6	143.2	142.0	94.9	81.6
순차입금/자기자본	63.8	67.3	55.4	18.1	8.0
EBITDA/이자비용(배)	6.1	2.3	4.3	7.5	11.0
배당성향	-27.3	-10.4	8.2	4.8	4.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-165	-434	550	944	1,088
BPS	8,870	8,485	8,990	8,270	9,313
CFPS	1,045	738	1,671	1,682	1,831
주당 현금배당금	45	45	45	45	45
Valuation지표 (배)					
PER	-55.9	-19.6	15.7	11.9	10.3
PBR	1.0	1.0	1.0	1.4	1.2
PCR	8.8	11.5	5.2	6.7	6.1
EV/EBITDA	7.8	11.1	6.0	3.9	3.2
배당수익률	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.02.17	매수	15,000원	6개월		
2024.05.16	매수	12,000원	6개월	-28.35%	-6.67%
2024.03.19	매수	10,500원	6개월	-22.53%	-9.71%



Compliance Notice

작성자(증권사)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 기관투자가 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 (2025년 02월 17일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------