

화승엔터프라이즈 (241590/KS)

한 번쯤은 걸어볼 만한 자리

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 15,000 원(유지)

현재주가: 8,750 원

상승여력: 71.4%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sks.co.kr
3773-9997

Company Data

발행주식수	6,059 만주
시가총액	530 십억원
주요주주	
화승인더스트리(외3)	68.65%
국민연금공단	6.18%

Stock Data

주가(25/03/18)	8,750 원
KOSPI	2,612.34 pt
52주 최고가	11,290 원
52주 최저가	7,020 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



올해에도 성장은 계속된다

동사의 업황은 OEM 산업 업황과 관세 이슈로부터 상대적으로 자유로우며, 최대 고객사인 아디다스의 업황에 연동되는 흐름을 올해에도 지속할 것이다. 결론적으로 올해에도 작년에 이어 매출액과 영업이익 모두 두 자릿수 성장하는 좋은 실적 흐름을 지속할 것으로 전망한다. 아디다스의 4Q24 호실적(YEEZY 제외 시 매출 성장률 +23%)과 '25 년에 대한 긍정적인 전망(YEEZY 제외 시 매출 성장률 +12% 제시)에서 확인할 수 있듯, 글로벌 스포츠웨어 산업에서 나이키 대비 상대적 우위가 지속되고 있다. 불확실한 매크로 환경 속에서도 홀세일 주문량이 최소 3 분기까지 매분기 성장하는 것으로 예약되어 있다는 언급에서도 현재 스포츠웨어 산업에서의 아디다스의 위치를 엿볼 수 있다. 아디다스 오리지널 시리즈 신규 오더에 대한 생산과 출하가 본격화될 것이라는 점도 올해 지속해서 동사의 실적 성장 모멘텀으로 작용할 것이다.

또다시 벌어진 실적과 주가의 괴리

아디다스의 실적발표 직후인 3월 6일 동사의 주가는 10%가량 급락했다. 같은 날 피어 그룹인 Yue Yuen의 주가가 -2.5% 하락하고, 백산과 Feng Tay의 주가가 보합이었던 것과 확연한 온도차다. 아디다스의 실적 발표 내용 중 동사의 사업과 관련해 크게 우려할 만한 내용이 없었고, 피어 그룹의 주가 반응으로 보아 이 같은 온도차는 결국 주식시장의 수급적인 요인 때문에 발생한 것으로 본다. 동사의 12개월 선행 영업이익 추정치는 꾸준히 우 상향 중이며, 이번 주가 하락으로 실적과 주가의 괴리가 크게 발생했으며, 12개월 선행 PER은 5.46 배로 코로나19 당시 수준까지 내려왔다. 전환사채가 주식으로 전환될 경우 예상되는 EPS 희석률을 고려해도 동사의 주가는 밸류에이션으로 설명하기 어려운 수준까지 내려왔다. 전환사채 물량의 매도 부담을 감안하더라도 주식 전환이 가능한 시점(9월 30일)까지는 아직 6개월 이상 남았다. 동사의 펀더멘탈에 변화가 없는 한, 목표주가 15,000 원과 투자의견 '매수'를 유지한다.

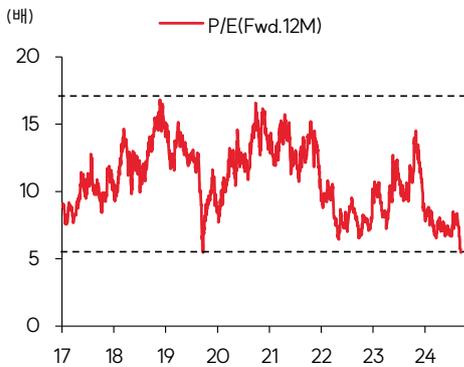
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,654	1,214	1,610	1,863	1,969	2,028
영업이익	십억원	53	13	83	116	135	148
순이익(지배주주)	십억원	-10	-26	33	81	94	106
EPS	원	-165	-434	546	882	1,020	1,152
PER	배	-55.9	-19.6	15.8	9.6	8.3	7.4
PBR	배	1.0	1.0	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	7.8	11.1	6.8	4.7	4.0	3.6
ROE	%	-1.9	-5.0	6.4	12.9	12.0	12.1

화승엔터프라이즈 실적 추정치										(단위: 십억 원, %)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	'22	'23	'24	'25E	
매출액	345	392	386	486	424	488	430	521	1,654	1,214	1,610	1,863	
신발 부문	307	352	347	452	380	446	388	486	1,497	1,083	1,458	1,700	
매출총이익	40	56	54	72	55	69	60	75	199	163	222	259	
/GPM	11.7	14.3	13.9	14.7	12.9	14.1	14.0	14.4	12.0	13.5	13.8	13.9	
영업이익	5	19	19	39	22	33	28	33	53	13	83	116	
/OPM	1.5	4.8	5.0	8.1	5.2	6.7	6.4	6.4	3.2	1.1	5.1	6.2	
YoY Growth													
매출액	13.1	21.7	47.8	49.6	22.7	24.6	11.4	7.1	45.3	-26.6	32.6	15.7	
신발 부문	12.0	21.6	49.6	57.2	23.7	26.5	11.9	7.5	43.1	-27.7	34.6	16.6	
매출총이익	29.4	19.6	56.8	40.4	35.9	22.8	12.3	4.8	71.0	-18.0	35.8	16.8	
영업이익	흑전	147.6	흑전	392.4	315.8	74.8	44.0	-15.7	643.8	-75.5	537.0	40.1	

자료: 전자공시시스템, SK 증권

화승엔터프라이즈 12MF PER 추이



자료: Quantwise, SK 증권

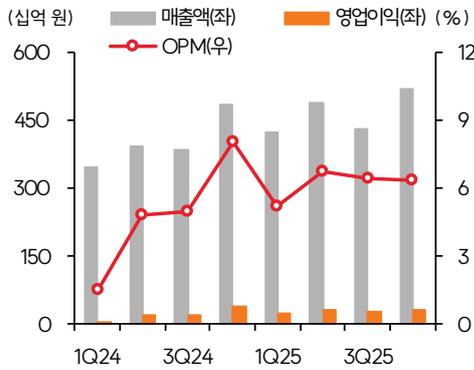
화승엔터프라이즈 주가 vs. 12MF 영업이익 추이



자료: Quantwise, SK 증권

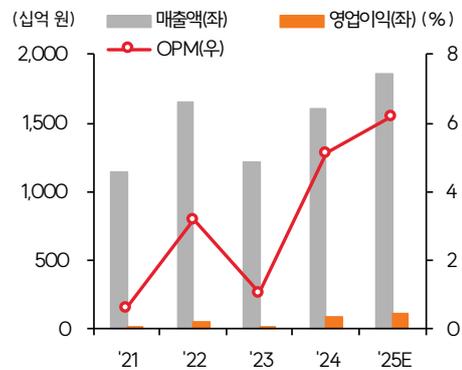
주: 2024-01-02 시점의 수치를 100으로 환산한 수치임

화승엔터프라이즈 분기별 실적 추이 및 추정치



자료: 전자공시시스템, SK 증권

화승엔터프라이즈 연간 실적 추이 및 추정치



자료: 전자공시시스템, SK 증권

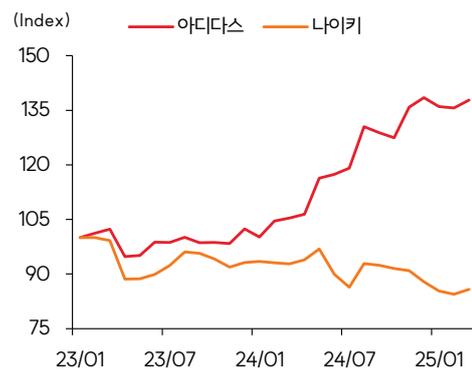
아디다스 vs. 나이키 주가 추이 ('23.01~)



자료: Bloomberg, SK 증권

주: 2023-01-01 종가를 100으로 환산한 수치임

공식 온라인몰 웹 트래픽 월별 추이 ('23.01~)

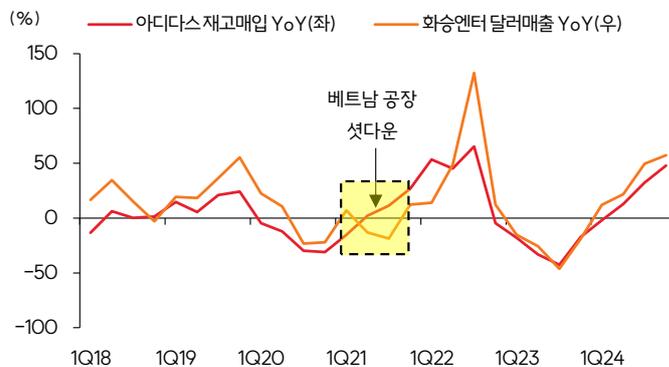


자료: SEMRUSH, SK 증권

주1: 아디다스는 독일, 영국, 프랑스, 미국 합산이며, 나이키는 글로벌 수치임

주2: 2023-01-01 트래픽을 100으로 환산한 수치임

아디다스 재고매입 vs. 화승엔터프라이즈 달러매출 성장률



자료: Adidas, 전자공시시스템, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	647	747	871	902	942
현금및현금성자산	121	116	115	103	119
매출채권 및 기타채권	129	206	238	252	260
재고자산	263	282	326	345	355
비유동자산	714	791	787	814	903
장기금융자산	4	4	6	13	13
유형자산	565	614	611	633	725
무형자산	41	42	39	36	33
자산총계	1,361	1,538	1,658	1,715	1,844
유동부채	719	900	801	769	792
단기금융부채	528	633	493	444	457
매입채무 및 기타채무	170	236	273	289	297
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	82	74	82	78	79
장기금융부채	65	53	59	54	54
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	801	974	883	847	871
지배주주지분	514	524	732	822	923
자본금	30	30	38	38	38
자본잉여금	169	129	251	251	251
기타자본구성요소	152	116	116	116	116
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	140	200	279	368	470
비지배주주지분	45	40	43	46	50
자본총계	559	564	775	868	973
부채외자본총계	1,361	1,538	1,658	1,715	1,844

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	59	81	109	146	185
당기순이익(손실)	-25	34	84	97	110
비현금성항목등	115	125	114	112	129
유형자산감가상각비	67	68	68	68	78
무형자산상각비	4	3	3	3	3
기타	44	53	43	41	48
운전자본감소(증가)	8	-42	-41	-17	-10
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2	-107	-32	-14	-8
재고자산의감소(증가)	29	-2	-44	-19	-10
매입채무및기타채무의증가(감소)	17	74	37	16	9
기타	-51	-42	-72	-73	-72
법인세납부	-12	-6	-24	-27	-27
투자활동현금흐름	-56	-41	-72	-102	-173
금융자산의감소(증가)	-8	10	-15	-13	-3
유형자산의감소(증가)	-45	-50	-65	-90	-170
무형자산의감소(증가)	-3	-3	0	0	0
기타	-0	2	8	1	-0
재무활동현금흐름	-67	-56	-12	-62	6
단기금융부채의증가(감소)	-61	-4	-140	-49	13
장기금융부채의증가(감소)	-3	6	6	-5	0
자본의증가(감소)	-1	-40	130	0	0
배당금지급	-3	-3	-3	-4	-4
기타	1	-16	-5	-4	-4
현금의 증가(감소)	-62	-6	-1	-12	16
기초현금	183	121	116	115	103
기말현금	121	116	115	103	119
FCF	14	31	44	56	15

자료 : 화승엔터프라이즈, SK증권

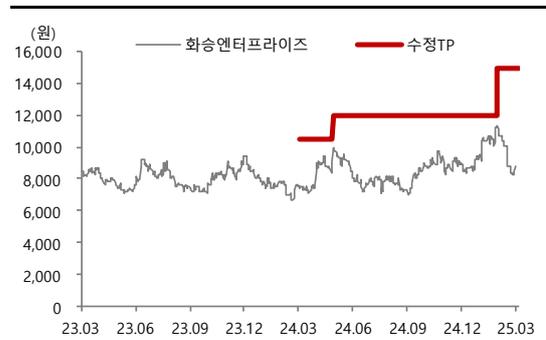
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,214	1,610	1,863	1,969	2,028
매출원가	1,050	1,388	1,604	1,687	1,729
매출총이익	163	222	259	282	299
매출총이익률(%)	13.5	13.8	13.9	14.3	14.7
판매비와 관리비	150	139	143	146	151
영업이익	13	83	116	135	148
영업이익률(%)	1.1	5.1	6.2	6.9	7.3
비영업손익	-32	-42	-8	-11	-11
순금융손익	-28	-32	-29	-22	-21
외환관련손익	4	10	10	8	0
관계기업등 투자손익	-0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-19	41	108	124	137
세전계속사업이익률(%)	-1.5	2.5	5.8	6.3	6.8
계속사업법인세	7	6	24	27	27
계속사업이익	-25	34	84	97	110
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-25	34	84	97	110
순이익률(%)	-2.1	2.1	4.5	4.9	5.4
지배주주	-26	33	81	94	106
지배주주귀속 순이익률(%)	-2.2	2.1	4.3	4.8	5.2
비지배주주	1	1	3	4	4
총포괄이익	-19	63	84	97	110
지배주주	-20	59	84	97	110
비지배주주	1	4	0	0	0
EBITDA	84	154	187	206	229

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-26.6	32.6	15.7	5.7	3.0
영업이익	-75.5	537.0	40.1	17.1	9.2
세전계속사업이익	적전	흑전	163.8	15.6	10.0
EBITDA	-33.4	83.4	21.1	10.6	10.9
EPS	적지	흑전	61.4	15.6	13.0
수익성 (%)					
ROA	-1.8	2.4	5.3	5.8	6.2
ROE	-5.0	6.4	12.9	12.0	12.1
EBITDA마진	6.9	9.6	10.0	10.5	11.3
안정성 (%)					
유동비율	90.0	83.0	108.7	117.2	118.8
부채비율	143.2	172.7	113.9	97.6	89.5
순차입금/자기자본	67.3	86.0	43.6	33.4	29.2
EBITDA/이자비용(배)	2.3	3.8	6.0	8.7	10.1
배당성향	-10.4	8.2	5.1	4.4	3.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-434	546	882	1,020	1,152
BPS	8,485	8,652	7,985	8,959	10,066
CFPS	738	1,725	1,655	1,792	2,034
주당 현금배당금	45	45	45	45	45
Valuation지표 (배)					
PER	-19.6	15.8	9.6	8.3	7.4
PBR	1.0	1.0	1.1	0.9	0.8
PCR	11.5	5.0	5.1	4.7	4.2
EV/EBITDA	11.1	6.8	4.7	4.0	3.6
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(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 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 03월 19일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------