

화승 엔터프라이즈 (241590)

유정현 junghyun.yu@daishin.com
정한솔 hansol.jung@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지
6개월 목표주가 **14,000**
유지
현재주가 **8,230**
(23.11.14)
섬유복합업종

KOSPI	2433.25
시가총액	499십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	11,030원 / 7,090원
120일 평균거래대금	20억원
외국인지분율	3.52%
주요주주	화승인더스트리 외 5인 71.95% 국민연금공단 7.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.0	-2.7	3.9	-21.2
상대수익률	15.1	2.8	5.7	-19.9



2024년 스포츠 빅이벤트 앞두고 재고 조정 막바지

- 3분기에도 가동율 80% 초중반으로 부진
- 고객사 재고 조정은 기대 이상으로 빠르게 진행
- 10월 가동율 완만히 회복. 2024년 스포츠 빅이벤트 앞두고 수주 회복 예상

투자 의견 BUY와 목표주가 14,000원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가 14,000원(2024년 P/E 10배) 유지

고객사인 아디다스의 3분기말 재고는 48.5억 유로로 전년동기대비 23% 감소하며 계획 대비 빠른 속도로 줄어들고 있음. 다만 3분기까지는 고객사가 신제품 출시보다 기존 재고 소진에 집중하고 있어 동사 실적도 이에 영향을 받았음

그러나 4분기 가동율이 90% 초반까지 회복된 것으로 파악. 인도네시아 증설 설비 중 유휴 설비들의 가동이 시작되면서 가동율 상승. 4분기 생산 제품은 2024년 1분기 판매용 신제품과 기존 수주 물량 중 선적이 이연되었던 제품들로 파악. 글로벌 스포츠 운동화 업계는 2024년 6월 개최 예정인 <유로2024> 대회와 7월 개최 예정인 <파리 하계 올림픽>을 앞두고 올해 연내로 재고 소진에 주력 중인 것으로 보임. 의류에 이어 신발도 재고 조정 막바지에 이른 것으로 판단. 강한 수요를 예상하지 않더라도 신발은 내년 1분기부터 re-stocking 시기로 진입할 것으로 전망. 지금은 실적 부진 마지막 시기

3Q23 Review: 비수기에 가동율 저조로 3분기 영업이익 적자 전환

3분기 매출액과 영업이익은 각각 2,613억원(-41%, yoy), -17억원(적전, yoy) 기록. 3분기에도 가동율이 80% 초중반에 머물면서 매출이 41% 감소한 것이 실적 부진의 주요 원인. 여기에 3분기가 전통적인 비수기로 매출이 더 크게 감소했음. 큰 폭의 매출 감소로 판관비가 5% 감소했음에도 불구하고 고정비 부담으로 영업이익이 적자전환 할 수 밖에 없었음

(단위: 십억원, %)

구분	3Q22	2Q23	3Q23		YoY	QoQ	Consensus	4Q23		
			직전추정	잠정치				당사추정	YoY	QoQ
매출액	439	322	303	261	-40.5	-18.8	293	461	19.5	76.6
영업이익	16	8	5	-2	적전	적전	1	18	330.2	흑전
순이익	4	-4	19	-2	적전	적지	2	-1	적지	적지

자료: 화승엔터, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,139	1,654	1,350	1,912	2,206
영업이익	7	53	23	114	152
세전순이익	2	6	-7	107	156
총당기순이익	-7	-8	-5	84	122
지배지분순이익	-7	-10	-5	83	120
EPS	-108	-165	-89	1,366	1,987
PER	NA	NA	NA	5.3	3.6
BPS	8,859	8,871	8,926	10,569	13,057
PBR	1.9	1.0	0.9	0.8	0.6
ROE	-1.2	-1.9	-1.0	14.0	16.8

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	1,392	1,912	1,350	1,912	-3.0	0.0
영업이익	56	138	34	138	-39.7	0.0
지배지분순이익	8	83	-5	83	적자조정	0.0
영업이익률	2.2	6.0	1.7	6.0		
순이익률	0.6	4.4	-0.4	4.4		

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

표 1. 화승엔터 실적 추이 및 전망

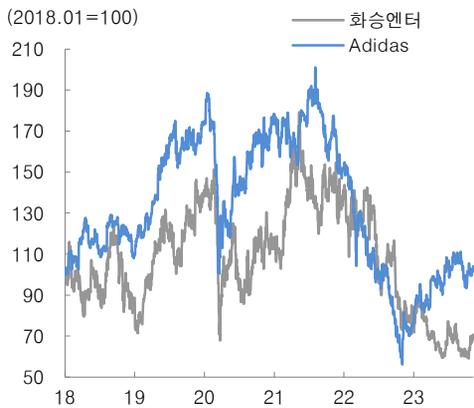
(단위: 십억원, %)

	2022				2023F				2022	2023F	2024F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	376	452	439	386	305	322	261	461	1,654	1,350	1,912
영업이익	7	26	16	4	-1	8	-17	18	53	23	114
영업이익률	1.8	5.8	3.5	1.1	-0.3	2.4	-0.6	4.0	3.2	1.7	6.0
YoY											
매출액	24.2	48.9	125.4	14.7	-18.8	-28.8	-40.5	19.5	45.3	-18.4	41.6
영업이익	-38.2	117.5	흑전	163.2	적전	-71.0	적전	330.3	643.7	-55.6	386.5

주: K-IFRS 연결기준

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

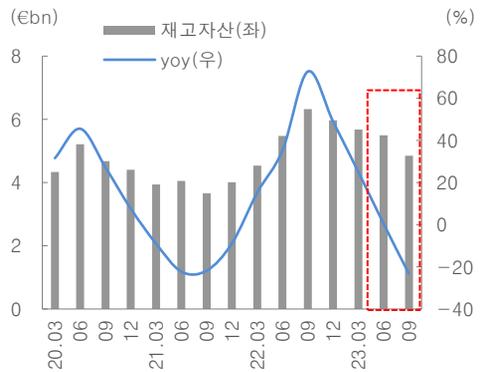
그림 1. Adidas vs. 화승엔터 주가



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

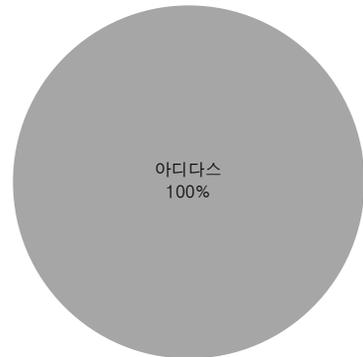
- 아디다스를 주 고객사로 하는 신발 ODM 업체
- 대주주인 화승인더스트리의 지분율이 74%로 유동성이 떨어지는 점을 개선하고자 2018년 5월 무상증자를 단행한 바 있음
- 자산 1조 4,831억원, 부채 8,770억원, 자본 6,062억원
- 발행주식 수: 60,566,577주

주가 변동요인

- 원/달러 환율
- 고객사인 아디다스 실적

주: 자산 규모는 2023년 3월 말 기준
 자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

고객사 매출 비중 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

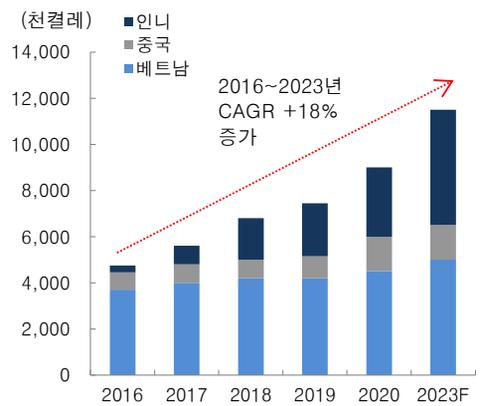
2. Earnings Driver

아디다스 & 화승엔터프라이즈 주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

화승엔터프라이즈 생산 capa 추이(월 생산)



자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,139	1,654	1,350	1,912	2,206
매출원가	1,022	1,455	1,169	1,608	1,856
매출총이익	116	199	182	304	350
판매비와관리비	109	146	158	190	199
영업이익	7	53	23	114	152
영업이익률	0.6	3.2	1.7	6.0	6.9
EBITDA	69	126	102	198	241
영업외손익	-5	-46	-30	-7	4
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	4	17	18	18	12
외환관련이익	18	30	21	21	21
금융비용	-13	-31	-19	-20	-3
외환관련손실	3	10	3	3	3
기타	4	-32	-30	-5	-5
법인세비용차감전순손익	2	6	-7	107	156
법인세비용	-9	-14	2	-24	-34
계속사업순손익	-7	-8	-5	84	122
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-7	-8	-5	84	122
당기순이익률	-0.6	-0.5	-0.4	4.4	5.5
비재배분순이익	0	2	0	1	1
재배분순이익	-7	-10	-5	83	120
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	1	1	1	1
포괄순이익	22	1	4	93	131
비재배분포괄이익	0	2	0	1	1
재배분포괄이익	22	0	3	92	129

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-108	-165	-89	1,366	1,987
PER	NA	NA	NA	5.3	3.6
BPS	8,859	8,871	8,926	10,569	13,057
PBR	1.9	1.0	0.9	0.8	0.6
EBITDAPS	1,136	2,082	1,685	3,271	3,976
EV/EBITDA	19.4	7.8	9.5	5.2	4.1
SPS	18,801	27,302	22,282	31,562	36,413
PSR	0.9	0.3	0.4	0.3	0.2
CFPS	1,086	2,193	1,357	3,356	4,061
DPS	45	45	45	45	45

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	20	45.3	-18.4	41.6	15.4
영업이익 증가율	-88.6	643.8	-55.6	386.5	33.2
순이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	45.4
수익성					
ROC	-3.2	-7.3	2.0	8.8	10.4
ROA	0.6	3.8	1.6	7.4	8.7
ROE	-1.2	-1.9	-1.0	14.0	16.8
안정성					
부채비율	141.7	149.6	140.4	131.7	114.2
순차입금비율	53.9	63.8	69.7	65.2	45.7
이자보상배율	0.7	2.6	1.5	6.6	0.0

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	698	757	664	824	1,018
현금및현금성자산	173	183	137	148	265
매출채권 및 기타채권	144	128	104	139	157
재고자산	301	294	270	382	441
기타유동자산	79	153	153	154	155
비유동자산	633	718	766	808	846
유형자산	497	567	613	653	688
관계기업투자금	4	5	5	5	5
기타비유동자산	131	146	148	150	153
자산총계	1,330	1,476	1,430	1,632	1,864
유동부채	695	778	679	720	736
매입채무 및 기타채무	245	201	162	199	209
차입금	388	491	496	501	506
유동성채무	51	65	0	0	0
기타유동부채	11	20	20	21	21
비유동부채	84	107	157	207	258
차입금	37	60	112	164	216
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	48	46	44	43	42
부채총계	780	885	835	928	994
자배지분	537	537	541	640	791
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	166	170	170	170	170
이익잉여금	179	169	161	241	359
기타지분변동	161	168	180	199	232
비재배지분	14	54	54	64	79
자본총계	550	591	595	704	870
순차입금	297	377	415	459	398

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-8	97	73	50	138
당기순이익	0	0	-5	84	122
비현금항목의 가감	73	140	88	120	124
감가상각비	62	73	79	84	89
외환손익	-4	35	-11	-11	-11
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	14	32	19	46	46
자산부채의 증감	-67	-12	-1	-119	-73
기타현금흐름	-14	-32	-8	-34	-34
투자활동 현금흐름	-120	-206	-155	-155	-155
투자자산	-7	-47	0	0	0
유형자산	-94	-122	-122	-122	-122
기타	-18	-37	-33	-33	-33
재무활동 현금흐름	48	118	23	89	89
단기차입금	82	54	5	5	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	12	52	52	52	52
유상증자	1	0	0	0	0
현금배당	-4	-3	-3	-3	-3
기타	-42	15	-31	35	35
현금의 증감	-73	10	-47	11	117
기초 현금	246	173	183	137	148
기말 현금	173	183	137	148	265
NOPLAT	-23	-61	18	89	118
FCF	-56	-119	-34	42	76

자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

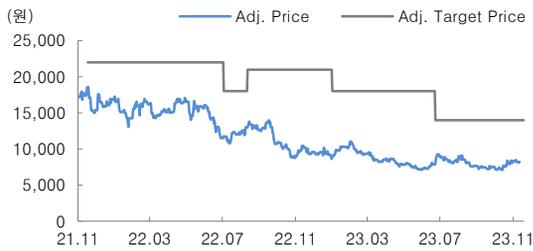
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

화승엔터프라이즈(241590) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.11.15	23.10.04	23.08.13	23.06.26	23.05.11	23.04.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	18,000	18,000
과리율(평균%)		(42.53)	(42.00)	(38.54)	(51.79)	(49.53)
과리율(최대/최소%)		(33.79)	(33.79)	(33.79)	(38.72)	(38.72)
제시일자	23.01.04	22.11.14	22.11.05	22.09.16	22.08.15	22.07.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	18,000	21,000	21,000	21,000	21,000	18,000
과리율(평균%)	(47.40)	(48.66)	(45.27)	(44.48)	(37.77)	(33.64)
과리율(최대/최소%)	(38.72)	(33.33)	(33.33)	(33.33)	(34.29)	(27.78)
제시일자	22.06.07	22.06.02	22.05.20	22.05.16	22.03.29	22.01.03
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000
과리율(평균%)	(38.00)	(27.05)	(28.55)	(28.32)	(28.36)	(28.39)
과리율(최대/최소%)	(27.05)	(27.05)	(27.50)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
제시일자	21.12.07	21.11.20				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	22,000	22,000				
과리율(평균%)	(26.08)	(28.00)				
과리율(최대/최소%)	(20.00)	(22.05)				

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231112)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.4%	9.6%	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