

화승 엔터프라이즈 (241590)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

13,000

하향

현재주가

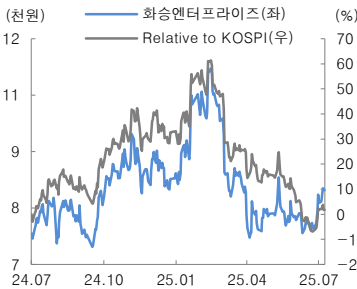
8,380

(25.07.11)

섬유의복업종

KOSPI	3175.77
시가총액	508십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	11,290원 / 7,020원
120일 평균거래대금	24억원
외국인지분율	6.38%
주요주주	화승인더스트리 외 3 인 68.65% 국민연금공단 6.13%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.3	6.3	-9.5	8.7
상대수익률	-1.8	-18.5	-28.3	-1.0



2분기 수주 일부 이연

- 2분기 관세 영향으로 수주 일부 이연
- 오더 이연되면서 매출성장률과 마진 예상치 보다 낮아진 것으로 추정
- 3분기 관세 영향 파악되면 오히려 주가는 반등 가능성

투자의견 BUY를 유지하나 목표주가를 13,000원으로 하향(-25%)

투자의견 BUY를 유지하나 목표주가를 13,000원(12개월 Forward P/E 10배)으로 하향(-25%)

목표주가 하향은 2025-2026년 실적 하향 조정 및 목표 P/E를 10배로 조정하였기 때문. 관세 영향의 불확실성으로 실적 가시성이 떨어진 점을 고려하여 P/E를 12배에서 10배로 하향함

지난 해 말 서프라이즈 실적 기록 이후 업황 호전에 대한 기대감이 이어졌으나 4월 상호 관세 이슈가 불거지면서 매출 성장률 및 마진에 부정적 영향이 불가피. 하반기 상호 관세 영향이 본격적으로 반영되면서 실적을 하향 조정하지만 주가가 상기 부정적 요소를 상당 부분 반영하고 있어 오히려 하반기 중 주가 반등 가능성 높음. 실적을 확인하면서 매수 관점으로 접근하는 전략 추천

2Q25 Preview: 관세 영향으로 2분기 수주 일부 이연

2분기 매출액과 영업이익은 각각 4,631억원(+18%), 204억원(+9%) 전망(yoy)

2분기 오더 일부가 다음 분기로 이연되면서 OEM 부문 달러 기준 매출 성장률은 20%를 소폭 하회한 것으로 파악. 오더가 이연된 것은 관세로 인해 고객사에서 전반적으로 보수적인 재고 전략을 운영하고 있기 때문인 것으로 보임. 고객사 실적은 비교적 견조하지만, 3분기부터 관세가 실적에 본격적으로 영향을 미칠 것으로 보여 오더 흐름은 예상보다 뒤로 밀리며 실적에 조금씩 영향을 미치고 있는 중

매출 성장률이 기존 예상치 대비 낮아지면서 영업이익 증가율도 낮아질 것으로 예상. 2분기 성수기에 마진은 전분기 대비 상승할 것으로 보이나 오더 이연으로 마진을 개선은 전분기 대비 소폭에 그칠 전망

(단위: 십억원, %)

구분	2024	1Q25	직전추정	당사추정	2025(F)			3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	392	423	488	463	18.2	9.4	481	472	22.3	2.0
영업이익	19	13	29	20	8.5	51.8	26	23	18.6	11.3
순이익	6	0	19	3	-46.4	1,238.3	13	6	-25.6	80.2

자료: 화승엔터, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,214	1,610	1,916	2,227	2,374
영업이익	13	83	99	137	160
세전순이익	-19	41	80	119	143
총당기순이익	-25	34	63	93	112
지배지분순이익	-26	33	62	92	110
EPS	-434	546	1,022	1,517	1,823
PER	NA	15.8	7.6	5.1	4.3
BPS	8,485	8,652	9,710	11,271	13,147
PBR	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6
ROE	-5.0	6.4	11.1	14.5	14.9

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,010	2,197	1,916	2,227	-4.7	1.3
영업이익	116	140	99	137	-14.5	-2.4
자배지분순이익	75	94	62	92	-17.3	-2.7
영업이익률	5.8	6.4	5.2	6.1		
순이익률	3.8	4.3	3.3	4.2		

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

표 1. 화승엔터 실적 추이 및 전망

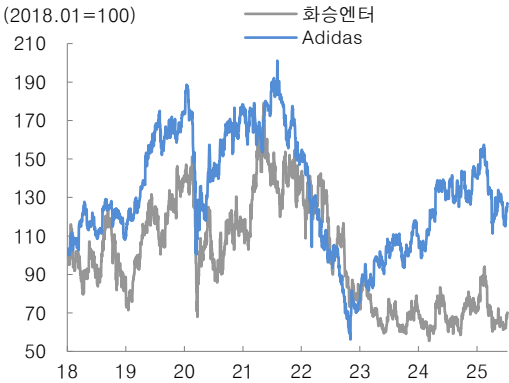
(단위: 십억원, %)

	2024				2025F				2024	2025F	2026F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	345	392	386	486	423	463	472	557	1,610	1,916	2,227
영업이익	5	19	19	39	13	20	23	42	83	99	137
영업이익률	1.5	4.8	5.0	8.1	3.2	4.4	4.8	7.6	5.1	5.2	6.1
YoY											
매출액	13.1	21.7	47.8	49.6	22.6	18.2	22.3	14.5	32.6	19.0	16.2
영업이익	흑전	147.6	흑전	392.6	151.9	8.5	18.6	7.6	537.0	19.7	38.5

주: K-IFRS 연결기준

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

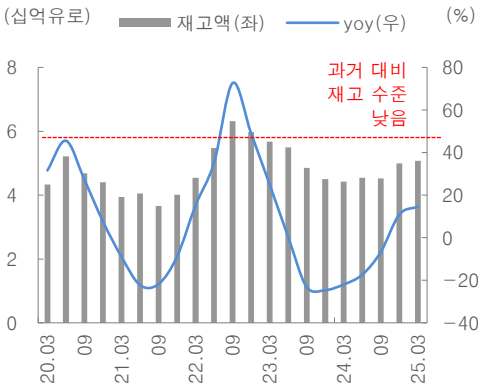
그림 1. Adidas vs. 화승엔터 주가



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

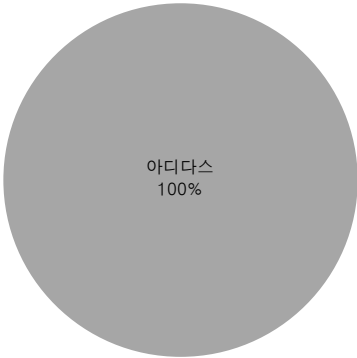
- 아디다스를 주 고객사로 하는 신발 ODM 업체
- 대주주인 화승인더스트리의 지분율이 74%로 유동성이 떨어지는 점을 개선하고자 2018년 5월 무상증자를 단행한 바 있음
- 자산 1조 3,601억원, 부채 8,012억원, 자본 5,594억원
- 발행주식 수: 60,566,577주

주가 변동요인

- 원/달러 환율
- 고객사인 아디다스 실적

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

고객사 매출 비중 추이

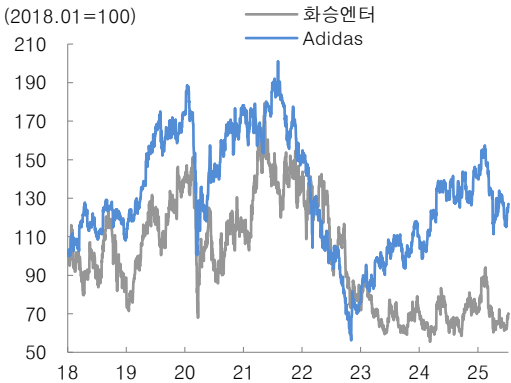


아디다스
100%

자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

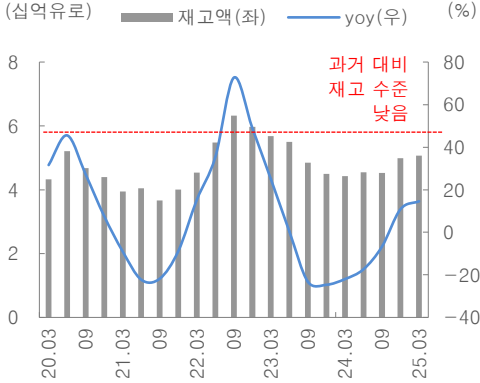
2. Earnings Driver

아디다스 & 화승엔터프라이즈 주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Adidas 재고 추이



자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,214	1,610	1,916	2,227	2,374
매출원가	1,050	1,388	1,648	1,893	2,000
매출총이익	163	222	268	334	374
판매비와관리비	150	139	169	197	214
영업이익	13	83	99	137	160
영업이익률	1.1	5.1	5.2	6.1	6.7
EBITDA	84	154	166	203	224
영업외손익	-32	-42	-19	-18	-17
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	13	20	13	13	13
외환관련이익	25	26	18	18	18
금융비용	-40	-43	-34	-33	-33
외환관련손실	3	2	1	1	1
기타	-5	-18	2	2	2
법인세비용차감전순손익	-19	41	80	119	143
법인세비용	-7	-6	-18	-26	-31
계속사업순손익	-25	34	63	93	112
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-25	34	63	93	112
당기순이익률	-2.1	2.1	3.3	4.2	4.7
비지배지분순이익	1	1	1	1	1
지배지분순이익	-26	33	62	92	110
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	3	3	3	3
포괄순이익	-19	63	91	122	140
비지배지분포괄이익	1	4	1	1	1
지배지분포괄이익	-20	59	90	120	139

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-434	546	1,022	1,517	1,823
PER	-	15.8	7.6	5.1	4.3
BPS	8,485	8,652	9,710	11,271	13,147
PBR	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6
EBITDAPS	1,386	2,541	2,742	3,342	3,705
EV/EBITDA	11.1	6.8	6.2	4.3	3.4
SPS	20,034	26,566	31,620	36,755	39,188
PSR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
CFPS	1,486	2,626	3,178	3,779	4,141
DPS	45	45	45	45	45

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-26.6	32.6	19.0	16.2	6.6
영업이익 증가율	-75.5	537.0	19.7	38.5	17.1
순이익 증가율	적지	흑전	82.1	48.4	20.2
수익성					
ROIC	2.0	7.7	7.9	10.9	13.1
ROA	0.9	5.7	6.5	8.7	9.5
ROE	-5.0	6.4	11.1	14.5	14.9
안정성					
부채비율	143.2	172.7	138.3	120.9	104.5
순차입금비율	67.3	86.0	75.5	43.2	22.8
이자보상배율	0.4	2.1	3.0	4.3	5.1

자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	647	747	732	858	999
현금및현금성자산	121	116	100	235	336
매출채권 및 기타채권	129	206	170	194	205
재고자산	263	282	319	278	297
기타유동자산	133	143	142	151	160
비유동자산	714	791	776	764	753
유형자산	565	614	600	587	576
관계기업투자금	5	6	6	6	7
기타비유동자산	144	170	170	170	171
자산총계	1,361	1,538	1,508	1,622	1,752
유동부채	719	900	784	779	765
매입채무 및 기타채무	187	261	181	205	216
차입금	457	563	535	508	483
유동성채무	68	44	35	31	30
기타유동부채	7	32	33	35	36
비유동부채	82	74	91	108	130
차입금	39	26	41	56	70
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	43	48	50	53	59
부채총계	801	974	875	888	895
자배지분	514	524	588	683	797
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	169	129	129	129	129
이익잉여금	140	200	260	349	457
기타지분변동	174	165	170	175	181
비지배지분	45	40	44	51	60
자본총계	559	564	633	734	857
순차입금	376	485	478	317	195

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	59	81	61	211	169
당기순이익	-25	34	63	93	112
비현금항목의 가감	115	125	130	136	139
감가상각비	71	71	67	66	64
외환손익	-2	-4	-5	-5	-5
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	46	58	68	76	81
자산부채의 증감	8	-42	-88	34	-26
기타현금흐름	-64	-2	-43	-51	-56
투자활동 현금흐름	-56	-41	-47	-57	-58
투자자산	2	20	0	0	0
유형자산	-45	-50	-50	-50	-50
기타	-13	-11	3	-6	-7
재무활동 현금흐름	-67	-56	-49	-43	-39
단기차입금	-41	42	-28	-27	-25
사채	0	16	16	16	16
장기차입금	5	-1	-1	-1	-1
유상증자	0	-40	0	0	0
현금배당	-3	-3	-3	-3	-3
기타	-28	-70	-33	-28	-26
현금의 증감	-62	-6	-15	135	101
기초 현금	183	121	116	100	235
기말 현금	121	116	100	235	336
NOPLAT	18	70	77	107	125
FCF	32	86	92	120	137

[Compliance Notice]

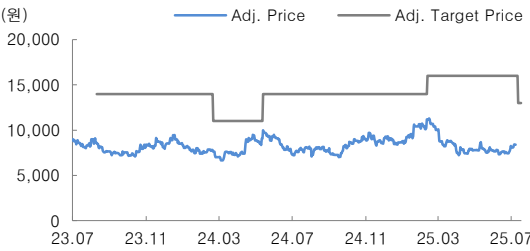
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.07.14	25.03.31	25.02.14	25.01.06	24.11.27	24.11.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	13,000	16,000	16,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)		(48.28)	(41.43)	(33.70)	(37.04)	(38.00)
과리율(최대/최소%)		(29.44)	(29.44)	(20.00)	(33.43)	(36.64)
제시일자	24.11.16	24.11.16	24.11.14	24.10.07	24.08.14	24.06.25
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)	(37.76)	(40.91)	(40.91)	(41.02)	(42.44)	(41.12)
과리율(최대/최소%)	(36.00)	(30.57)	(30.57)	(30.57)	(30.57)	(30.57)
제시일자	24.06.03	24.05.16	24.05.06	24.03.14	24.02.23	24.02.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	14,000	14,000	11,000	11,000	11,000	14,000
과리율(평균%)	(36.40)	(33.46)	(28.81)	(29.81)	(36.55)	(44.40)
과리율(최대/최소%)	(30.57)	(30.57)	(13.82)	(13.82)	(33.91)	(43.79)
제시일자	24.01.03	23.12.19	23.12.02	23.12.01	23.11.15	23.10.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)	(42.85)	(42.43)	(43.03)	(43.74)	(43.76)	(44.75)
과리율(최대/최소%)	(32.36)	(32.36)	(32.43)	(34.64)	(34.64)	(39.36)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250710)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.7%	8.3%	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