

화승엔터프라이즈 (241590/KS)

가장 편하게 매수할 만하다

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 10,500 원(신규편입)

현재주가: 7,550 원

상승여력: 39.1%

**Analyst**
형권훈kh.hyung@sks.co.kr
3773-9997

Company Data

발행주식수	6,059 만주
시가총액	457 십억원
주요주주	
화승인더스트리(외5)	71.95%
국민연금공단	7.50%

Stock Data

주가(24/03/18)	7,550 원
KOSPI	2,685.84 pt
52주 최고가	9,470 원
52주 최저가	6,660 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



아디다스 재고조정 마무리 국면 진입

동사의 '23년 실적은 아디다스의 강도 높은 재고 조정으로 부진했다. 하지만 '23년 말 기준으로 아디다스의 재고조정이 마무리 국면에 진입함에 따라 올해 실적은 작년 대비 무난한 성장이 가능할 것으로 전망한다. 이번 사이클에서 의류 OEM 기업들의 주가는 실적의 바닥에 대한 가시성이 생기면서 주가가 상승 추세로 전환하는 모습을 보여줬다. 올해 상반기 중으로 동사의 실적 턴어라운드에 대한 확인이 이루어지며 주가가 추세적 상승 국면에 진입할 것으로 전망한다. 최근 아디다스의 'Samba', 'Gazelle', 'Campus' 등 오리지널스 라인업의 신발 제품군이 글로벌하게 인기를 얻고 있어 아디다스의 브랜드 턴어라운드와, 이에 따른 추가적인 오더 업사이드까지도 기대할 수 있다.

'24년 영업이익 631억 원(+386.4% YoY) 전망

동사의 올해 실적은 매출액 1조 3,988억 원(+15.2% YoY, 이하 YoY) 생략, 영업이익 631억 원(+386.4%) 기록할 것으로 전망한다. 실적 회복의 강도는 상반기보다는 하반기에 더 강할 것으로 전망하는데, ① 상반기 말까지 아디다스의 미국 지역 리테일 고객사의 재고 소진이 추가적으로 필요한 상황이며, ② 동사의 실적 기저가 상반기보다 하반기에 더욱 낮아지므로 때문이다. 영업이익률은 올해 4.5%로 작년 1.1%에 비해 3.4%p 개선될 것으로 전망하는데, 오더 회복에 따른 가동률 증가로 레버리지 효과가 기대되기 때문이다.

OEM 중에서 가장 편안하게 매수할 만하다

동사의 실적에 대한 기대감이 많이 낮아져 있다는 점이 오히려 동사의 투자 매력도를 높이는 구간에 진입하고 있다. 아디다스의 재고조정이 마무리됨에 따라 동사의 실적 회복에 대한 가시성이 높아진 반면 동사의 주가는 상장 이후 최저점 수준이다. '실적 회복의 가시성 확인 → 주가의 추세적 방향 전환'의 논리로 접근했을 때 국내 OEM 중에서 가장 편안하게 매수를 추천할 만하다. 화승엔터프라이즈 투자이견 '매수', 목표주가 10,500 원 제시하며 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

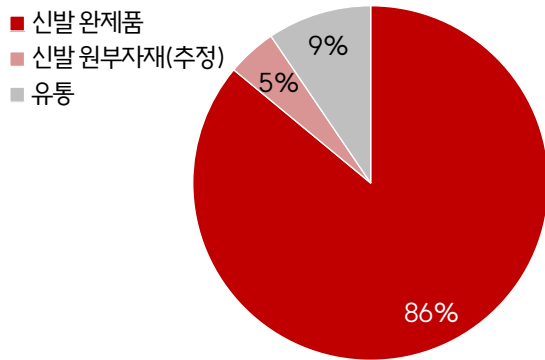
구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	1,116	1,139	1,654	1,214	1,399	1,518
영업이익	십억원	62	7	53	13	63	82
순이익(지배주주)	십억원	40	-7	-10	-26	37	56
EPS	원	662	-108	-165	-434	613	927
PER	배	21.4	-156.7	-55.9	-19.6	12.3	8.1
PBR	배	1.7	1.9	1.0	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	8.4	19.4	7.8	11.1	6.6	5.2
ROE	%	9.3	-1.2	-1.9	-5.0	7.0	9.8

1. 기업 개요

(1) 아디다스 내 점유율 2위의 신발 OEM/ODM

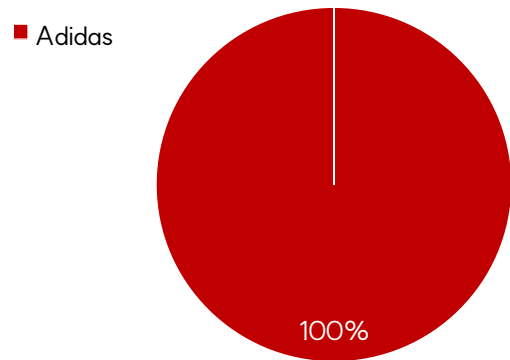
화승엔터프라이즈의 사업부는 크게 신발 부문과 유통 및 기타부문으로 구성되며 '22년 기준 매출 비중 91%를 차지하는 신발 부문이 주력 사업이다. 신발 부문은 글로벌 스포츠 2위 브랜드인 아디다스를 고객사로 두고 있으며, 아디다스의 신발 제품을 공동으로 개발하고, 위탁 생산하는 OEM/ODM 사업을 영위하고 있다.

화승엔터프라이즈 부문별 매출 비중



자료: 전자공시시스템, SK증권

신발 부문 고객사 매출 비중



자료: 전자공시시스템, SK증권

대부분의 아디다스 신발 제품을 위탁생산하고 있으며, 매출액 비중은 '오리지널스' 라인업이 60%, '퍼포먼스' 라인업 내 러닝화가 30% 수준이다. 동사는 '17년부터 '부스트폼' 미드솔 생산을 수직계열화해 베트남 자회사인 'HS Polytech'에서 직접 생산해 완제품 생산에 사용하거나 타 OEM 업체에 판매하고 있다. 부스트폼이 적용된 대표적인 제품으로는 '울트라부스트', 'YEEZY 부스트', 'NMD' 등이 있었으며, 퍼포먼스 러닝화와 라이프스타일 제품군에 고루 적용되었다.

부스트폼 미드솔 예시



자료: Solereview, SK 증권

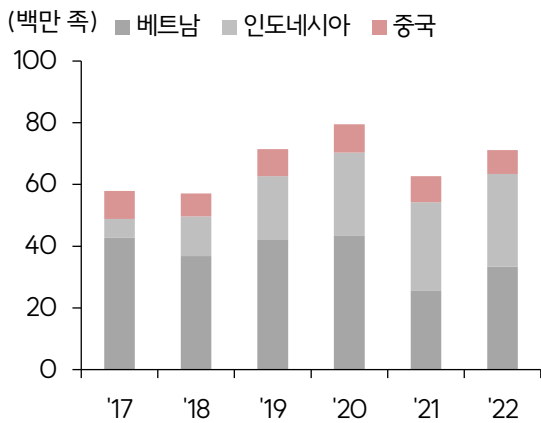
부스트폼 적용 대표 제품 예시



자료: Adidas, SK 증권

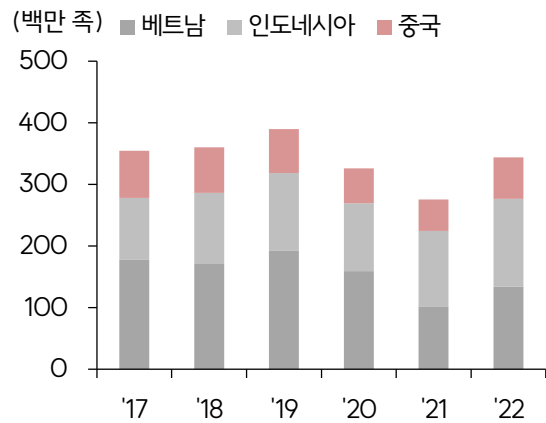
동사는 베트남, 인도네시아, 중국에 생산공장을 가지고 있으며, 각각 전체 신발 생산량의 50%, 40%, 10%를 담당하고 있다. 코로나 19 이전에는 아디다스 신발 전체 생산량의 40% 이상이 베트남에서 생산되었으나 '21년 코로나로 인한 공장 섯다운을 경험한 이후로 인도네시아 생산 비중이 증가해 '22년에는 인도네시아와 베트남 생산 비중이 1:1 수준이다. 동사는 코로나19 기간 인도네시아 공장 투자를 통해 인도네시아 생산 Capa를 늘려 놓은 상태다.

화승엔터프라이즈 국가별 생산량 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

아디다스 국가별 외주생산량 추이

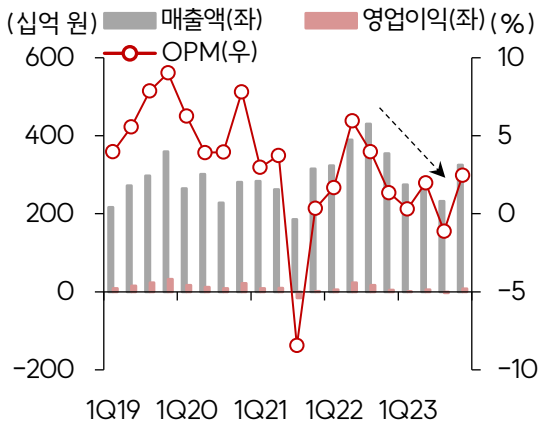


자료: Adidas, SK 증권

(2) '23년 실적은 부진했다

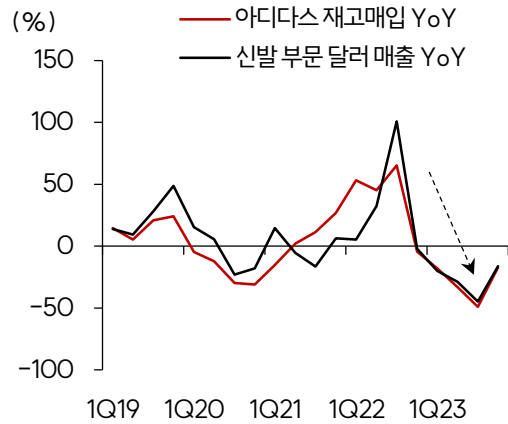
동사의 '23년 연간 실적은 매출액 1.2조 원(-26.6% YoY), 영업이익 130억 원(-75.5% YoY)을 기록해 부진했다. 실적 부진의 원인은 중요도 순으로 ① 아디다스의 재고 소진을 위한 오더 감소, ② 아디다스와 칸예 웨스트의 협업 종료에 따른 부스트폼 적용 제품의 판매와 신제품 출시 부진, ③ 영업 외 비용 단에서 달러 상승에 따른 외화 관련 손실, ④ 금리 상승과 차입금 증가로 인한 이자비용 부담이 작용했다.

화승엔터프라이즈 분기실적 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

신발 부문 매출 및 아디다스 재고매입

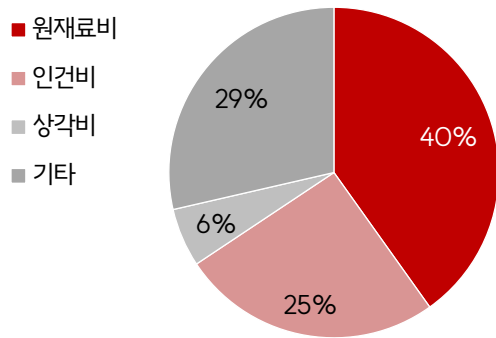


자료: 전자공시시스템, Adidas, SK 증권

매출액 대비 영업이익의 역 성장 폭이 더 컸던 것은 ① 고정비에 의한 레버리지 효과 때문이다. 신발 OEM 사업은 노동집약적 사업으로 '22년 기준 동사의 매출원가 중 고정비 성격인 인건비와 상각비 비중이 31%를 차지한다. 따라서 '23년에 아디다스의 재고조정으로 오더가 감소하면서 고정비 부담이 크게 증가했다.

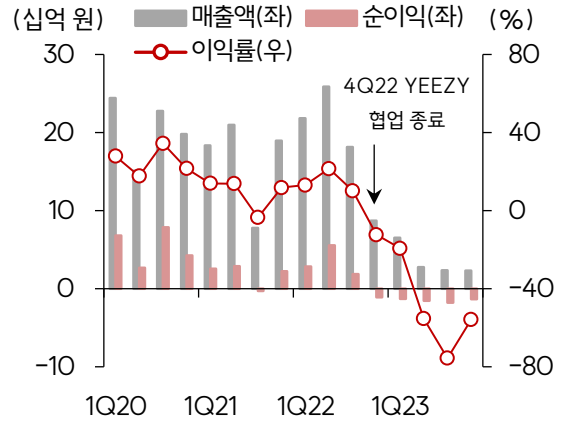
또한 ② 부스트폼 매출 감소로 인한 제품 Mix 악화도 수익성에 영향을 준 것으로 분석한다. 부스트폼 생산을 담당하는 베트남 자회사 'HS Polytech'의 매출액은 '19년 800억 원에서 '23년 140억 원으로 감소했고, 당기순이익은 같은 기간 188억 원 흑자에서 59억 원 적자로 전환했다. 원부자재의 매출비중이 크지는 않으나, 이익률이 20% 이상으로 매우 높았기 때문에 부스트폼 매출이 줄면서 수익성이 악화되었다.

화승엔터프라이즈 '23년 매출원가 비중



자료: 화승엔터프라이즈, SK 증권

HS Polytech 분기 실적 추이



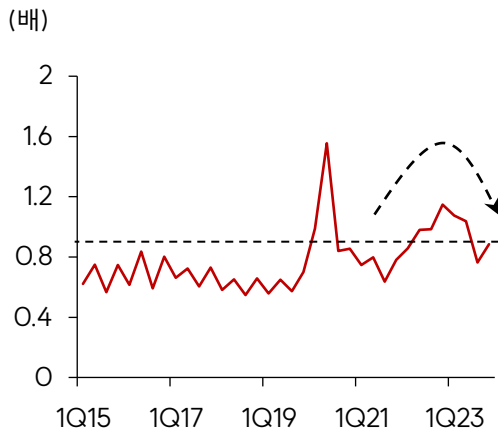
자료: 전자공시시스템, SK 증권

2. 투자포인트

(1) 아디다스 재고조정 마무리 국면 진입

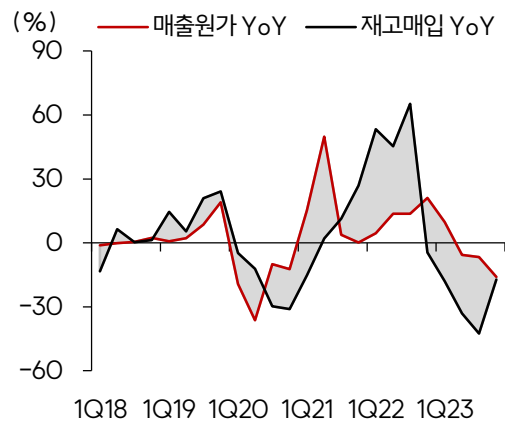
아디다스는 지난 5 개 분기 동안 오더 축소와 할인 판매를 통해 강도 높은 재고조정을 해 왔고, 그 결과 재고비율은 고점이었던 4Q22 의 1.15 에서 4Q23 기준 0.94 까지 내려왔다. 아디다스의 재고조정 강도를 나타내는 매출원가와 재고매입 사이의 분기별 YoY 성장률의 괴리는 4Q23 에 드디어 해소되어, 아디다스의 재고조정 사이클이 종반부에 접어들었음을 확인할 수 있다.

아디다스 재고비율 추이



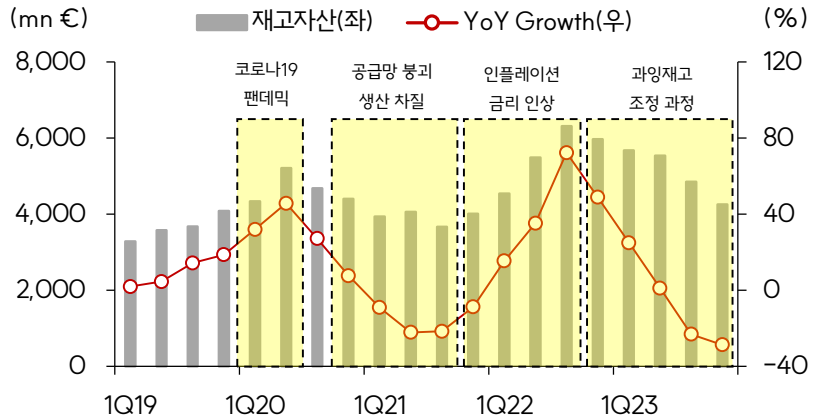
자료: Adidas, SK 증권

아디다스 매출원가 vs. 재고매입



자료: Adidas, SK 증권

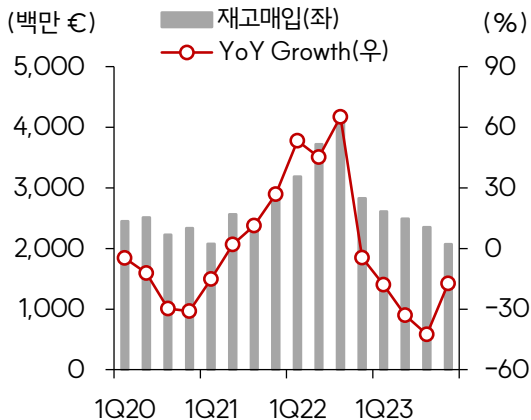
20년 이후 아디다스 재고관련 주요 이벤트



자료: Adidas, SK 증권

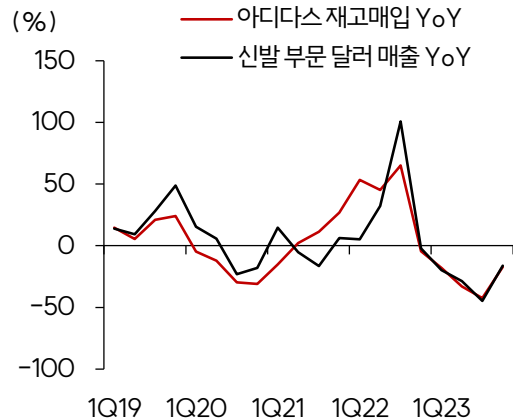
'23년 동사의 실적 부진 원인의 가장 큰 원인이었던 아디다스의 재고조정이 '23년 4분기를 기점으로 마무리 국면에 진입했다. 아디다스 단일 고객에 대한 매출 의존도가 큰 만큼, 동사의 매출액은 아디다스의 재고매입액과 연동되어왔다. '23년 아디다스는 과잉재고를 줄이기 위한 Destocking 기조를 연중 내내 유지해왔기 때문에 재고매입이 '23년 누적 기준 전년 동기 대비 31.1% 감소했다. 동 기간 화승엔터프라이즈 신발부문의 달러기준 매출액은 28.4% 감소했다.

아디다스 분기별 재고매입 추이



자료: Adidas, SK 증권

아디다스 재고매입이 실적의 동인



자료: 전자공시시스템, Adidas, SK 증권

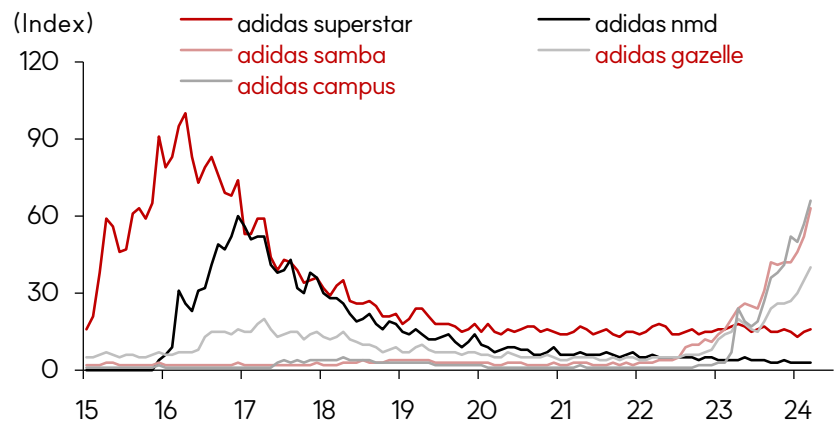
아디다스의 Destocking 사이클 종료가 화승엔터프라이즈의 핵심 투자 포인트인 이유는 동사의 실적 바닥에 대한 가시성이 매우 높아지기 때문이다. 또한 아디다스의 올해 판매 성과와는 어느정도 무관하게, 구조적으로 화승엔터프라이즈의 실적 성장이 나올 수 있는 구간에 진입할 수 있다. 아디다스가 Restocking을 하지 않고, 현재의 재고 레벨 수준을 유지한다고 가정해도 화승엔터프라이즈의 20% 중반대의 달러 기준 매출액 성장률이 충분히 달성 가능하다.

(2) +α로 아디다스가 턴어라운드 한다면?

아디다스의 재고조정 종료가 동사 실적의 턴어라운드 관점에서의 투자포인트였다면, 최근 아디다스의 브랜드 밸류가 회복되는 시그널들은 턴어라운드를 넘어서 동사 실적의 추가적인 성장성까지 기대해볼 만한 포인트다.

아디다스의 '삼바', '가젤', '캠퍼스' 등 오리지널스 라인업이 글로벌하게 트렌드를 타고 있다. 이 세 오리지널스 제품들의 구글 트렌드 검색량은 과거 아디다스의 전성기를 이끌었던 '슈퍼스타', 'NMD', '이지 부스트'의 수치를 넘거나 근접했다.

아디다스 인기 제품군 구글 검색량 추이



자료: 구글트렌드, SK증권
 주: 쇼핑 카테고리 내 검색량

오리지널스 라인업의 인기를 매우 긍정적이라고 보는데, ① 아디다스 브랜드 밸류의 턴어라운드 시그널과, ② 굴덴 CEO의 브랜드 턴어라운드 전략이 먹혀 들어가고 있다는 시그널로 해석할 수 있기 때문이다.

아디다스 오리지널스 라인업은 첫 발매 이후 70년 이상의 시간이 흘렀을 정도로 아디다스의 오랜 브랜드 정체성과 헤리티지가 반영되어 있는 제품이다. 또한 요즘 출시되는 화려하고 여러 디테일한 요소가 가미된 신발에 비해 3 선 트레이드마크를 사용한 무난한 스니커즈의 형태를 띄고 있다는 특징이 있다. 가장 무난하고 가장 기본적인 스니커즈임에도 글로벌 소비자들이 열광한다는 것은 아디다스라는 브랜드에 대한 소비자들의 인식이 긍정적으로 변화하고 있음을 나타내는 현상으로 해석한다.

아디다스 Originals 주요 인기 제품 예시



Adidas Gazelle



Adidas Samba Classic



Adidas Campus 00s



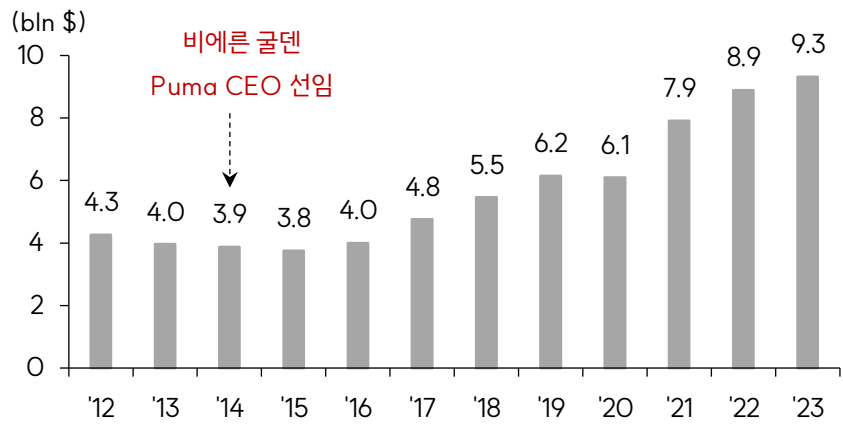
Adidas Handball Spezial

자료: Adidas, SK 증권

또한 긍정적인 점은, 비에른 굴덴이 아디다스 CEO로 취임한 이후 곧바로 아디다스 오리지널스 라인업의 판매 부진을 문제점으로 지적하면서 오리지널스 라인업의 턴어라운드 작업에 착수했고, 벌써 그 결과가 나타나고 있다는 점이다.

비에른 굴덴은 Puma에 '14년부터 '22년까지 CEO로 재직했는데, 내리막을 걷던 Puma의 매출은 그의 취임 이후 3배 가까이 성장해 브랜드를 완전히 턴어라운드 시켰다. 화승엔터프라이즈의 매출 대부분이 아디다스 단일 브랜드에서 나오기 때문에 아디다스의 사업이 얼마나 성공적일지가 동사의 실적 업사이드를 결정짓는다. 현재까지 아디다스의 브랜드 턴어라운드 전략이 잘 맞아들어가고 있으며, 동사 입장에서는 오더의 정상화를 넘어 추가적인 실적 성장의 업사이드도 기대해볼 수 있는 환경이 조성되고 있다고 판단한다.

Puma 연도별 매출액 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

3. 실적 전망 및 밸류에이션

화승엔터프라이즈 부문별 실적추정치

(단위: 십억 원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	'22	'23	'24E	'25E
매출액	305	322	261	325	313	374	366	345	1,654	1,214	1,399	1,518
신발 부문	274	290	232	287	285	343	335	315	1,497	1,083	1,277	1,397
기타 부문	31	32	29	38	29	31	31	30	157	131	121	121
매출총이익	31	47	34	51	38	57	65	52	199	163	213	235
/GPM	10.2	14.6	13.1	15.7	12.1	15.2	17.9	15.2	12.0	13.5	15.2	15.5
영업이익	-1	8	-2	8	7	18	29	9	53	13	63	82
/OPM	-0.3	2.4	-0.6	2.5	2.1	4.8	8.0	2.6	3.2	1.1	4.5	5.4
YoY Growth												
매출액	-18.8	-28.8	-40.5	-15.8	2.6	16.2	40.2	6.1	45.3	-26.6	15.2	8.5
신발 부문	-15.2	-25.6	-46.2	-18.9	3.9	18.3	44.6	9.5	43.1	-27.7	17.9	9.3
기타 부문	-41.2	-49.0	244.5	18.3	-8.5	-2.3	5.4	-19.6	69.9	-16.6	-7.1	-0.2
매출총이익	-23.2	-23.1	-35.7	14.7	21.4	21.2	91.4	2.8	71.0	-18.0	30.2	10.4
영업이익	-113.9	-71.0	-110.7	86.3	-795.0	139.1	-1,876.2	10.8	643.8	-75.5	386.5	30.4

자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

화승엔터프라이즈 밸류에이션 로직				
항목	단위	구분	내용	산식
Sustainable ROE	%	(A)	13.0	
자기자본비용	%	(B)	10.5	
적정 PBR	배	(C)	1.24	(A)/(B)
23년 자기자본	십억 원	(D)	514.1	
상장주식수	주	(E)	60,589,276	
'23년 BPS	원	(F)	8,485	(D)/(E)
목표주가	원	(G)	10,500	(C)*(F)
현재 주가	원	(H)	7,550	
주가 상승여력	%	(I)	39.1	(G)/(H) - 1

자료: SK증권

올해 동사의 실적 흐름은 '상저하고'를 전망한다. 상반기에는 아디다스의 재고조정 강도가 대폭 완화되었으나, 동사의 실적 기저가 충분히 낮지 않다. 또한 미국 외 지역은 아디다스 홀세일 매출의 고객인 리테일러의 재고가 '23년 말 기준으로 완전히 정상화가 되었으나, 미국 지역의 리테일 재고는 상반기까지 추가적인 소진 기간을 거쳐야 하기 때문이다.

하반기에는 미국 지역의 리테일 재고와 아디다스의 자체 재고까지 완전히 정상화되면서 아디다스 홀세일 매출 회복에 따른 화승엔터프라이즈의 본격적인 수주 증가를 예상한다.

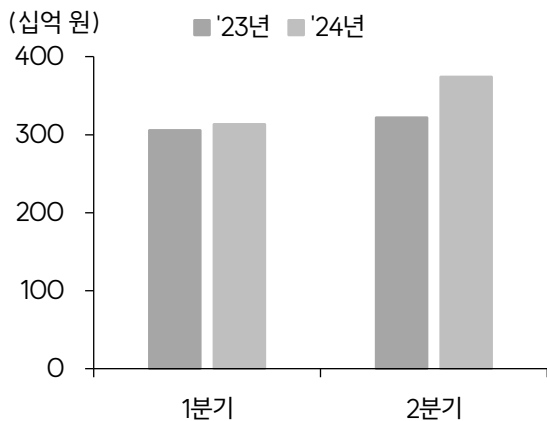
수익성은 연중 내내 개선되는 흐름을 보일 것이다. 오더가 회복됨에 따라 인건비와 감가상각비 등 고정비로 인한 레버리지 효과로 OPM이 개선될 것이며, '24년 연간 기준 OPM은 작년 1.1% 대비 3.3%p 증가한 4.4%를 기록할 것으로 전망한다.

(1) 실적의 터닝포인트가 될 상반기

동사의 상반기 신발 부문 매출액은 달러 기준으로 1분기에는 플랫, 2분기에는 20%의 전년 동기대비 성장률을 기록할 것으로 전망한다. 상반기, 1분기에는 탑라인의 회복의 강도가 다소 약할 것으로 분석하는데, ① '23년 상반기 아디다스의 재고조정 강도가 하반기에 비해 상대적으로 약해 기저가 충분히 낮지 않고, ② 미국 외 지역에서 아디다스 리테일 고객의 홀세일 오더가 상반기 중에 회복되었지만, 미국의 경우 소매업체들의 재고조정이 상반기 중에도 지속될 것이기 때문이다.

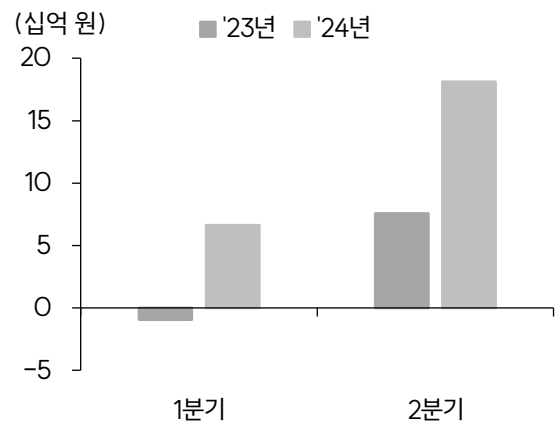
수익성은 전년 동기 대비 개선될 것으로 전망한다. '23년에는 오더가 감소한데 따른 역 레버리지 효과로 수익성이 크게 훼손되었으나, 재고조정이 상당히 진척된 올해 상반기에는 오더의 흐름이 점차 안정화되면서 수익성 측면에서 개선이 있을 것이다. 영업이익률의 경우 1분기 2.1%, 2분기 4.8%로 전년 동기 대비 각각 2.4%p씩 개선될 것으로 전망한다.

아디다스 '23 vs. '24 상반기 매출액



자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

아디다스 '23 vs. '24 상반기 영업이익



자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

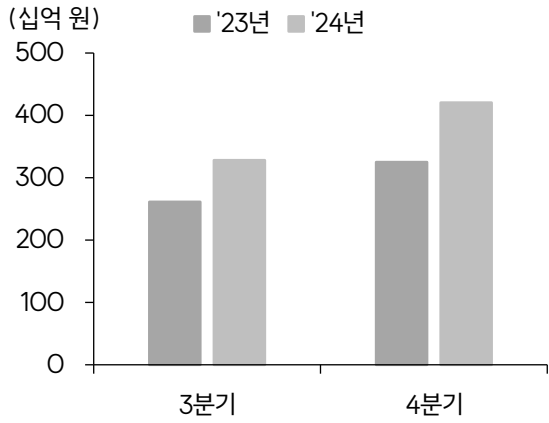
실적 측면에서는 상반기가 하반기에 비해 상대적으로 약할 것으로 전망하지만, 주가 측면에서는 실적의 바닥과, 업황의 턴어라운드를 확인할 수 있다는 측면에서 의미가 클 것으로 전망한다. 실적의 바닥에 대한 확인이 주가의 추세적 변화의 트리거였던 만큼, 상반기 동사의 주가도 추세적 상승기의 초입에 진입할 것으로 전망한다.

(2) 회복의 강도가 강해질 하반기

동사의 하반기 신발 부문 달러 매출액의 전년 동기 대비 성장률은 3분기 +48%, 4분기 +16%를 기록할 것으로 전망한다. 아디다스 미국 지역의 소매업체들의 재고가 상반기에 추가적으로 정상화되면서, 미국 지역의 홀세일 매출이 회복됨에 따라 오더의 강도가 본격적으로 강해질 것이다.

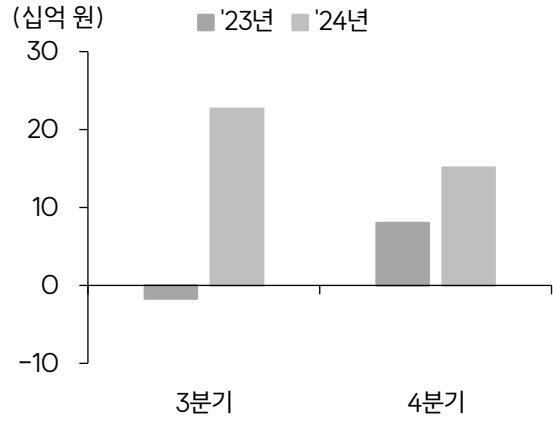
수익성은 하반기에도 YoY 개선세가 지속될 것이다. 3분기와 4분기의 영업이익률은 각각 전년 동기 대비 8.6%p, 0.1%p 개선된 8.0%, 2.6%를 기록할 전망이다.

아디다스 '23 vs. '24 하반기 매출액



자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

아디다스 '23 vs. '24 하반기 영업이익



자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

다만 주가의 측면에서 하반기는 이미 실적의 턴어라운드가 주가에 반영된 이후일 것이기 때문에 주가가 상승을 지속하기 위해서는 동사의 실적 회복의 강도가 예상보다 강하거나, 추가적인 성장에 대한 가시성이 생겨야 할 것이다.

만약 오리지널스 제품군의 판매 호조가 아디다스의 브랜드 회복의 신호탄이라고 한다면 하반기에 Destocking 국면으로부터의 회복을 넘어 추가적인 오더의 성장에 대한 가시성이 생기면서 주가가 한 차례 더 탄력을 받을 수 있을 것이다. 다만 아직은 불확실성이 높은 상황이기에 당사의 실적 추정치에는 시장 컨센서스 수준의 아디다스 실적 성장률과, 낮아진 재고 수준을 유지하는 상황만을 보수적으로 반영했다.

4. Appendix

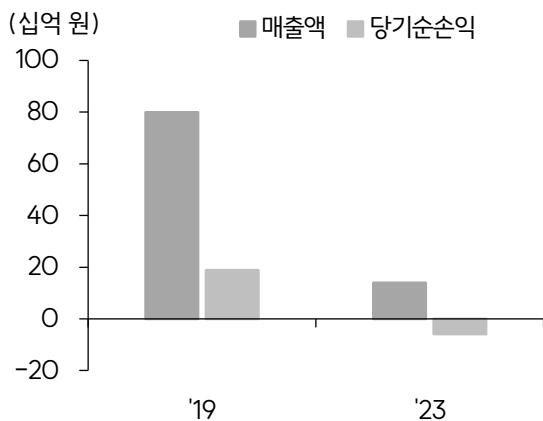
(1) 정상 영업이익률은 얼마일까?

코로나 19 이후 업황이 격동기를 겪으면서 동사의 실적은 변동성이 매우 심했다. 이제 막 정상적인 업황으로의 회복을 앞둔 상황에서, 동사가 달성 가능한 정상 수준의 OPM 이 얼마일지에 대한 고민이 필요하다.

우선 코로나 19 이전 실적을 기준으로 삼아볼 수 있다. 아디다스의 오더가 강했던 '17년과 '19년 OPM은 각각 7.6%, 7.1% 수준이었다. 하지만 업황이 정상 상태로 회복하더라도 과거의 OPM 까지 회복되는 길은 순탄치 않을 것으로 본다.

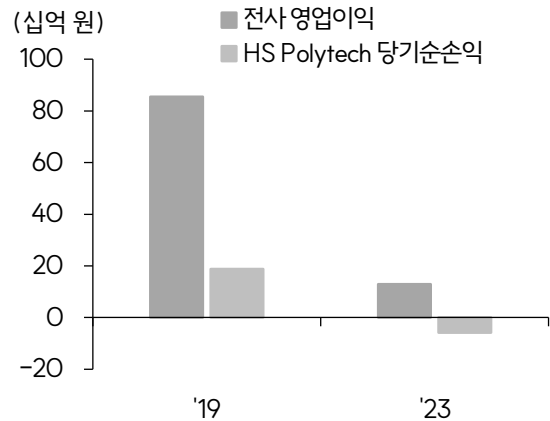
그 이유는 부스트폼 매출의 부재 때문이다. '19년 YEEZY 라인업에 대한 오더가 급증하던 시기에 부스트폼을 생산하는 자회사인 HS Polytech 당기순이익은 188 억 원이었다. 당시의 영업이익이 854 억 원으로, 단순 계산해도 원부자재 매출로 인한 이익이 전체 이익의 약 20%를 차지했다. 당시 HS Polytech의 이익률은 약 23% 수준으로, 부스트폼과 관련된 실적이 전사 수익성 개선에 크게 기여했다. 반면 '23년 HS Polytech은 YEEZY 라인업의 생산중단으로 59억 원 적자를 기록했다.

HS Polytech '19 vs. '23 실적



자료: 전자공시시스템, SK증권

전사 및 HS Polytech '19 vs. '23 이익



자료: 전자공시시스템, SK증권

문제는 아디다스가 부스트폼이 적용된 제품을 주력 제품에서 배제하는 움직임이 보인다는 점이다. 원래 아디다스의 러닝화 최상위 라인업에 부스트폼이 적용되었던 반면, 최근 아디다스는 'Lightstrike' 쿠션이 적용된 'Adizero'를 최상위 라인업으로 삼고 있다. '23년 초 발매된 '울트라부스트 라이트'를 제외하면, 현재 판매 중인 부스트폼이 적용된 신발의 대부분은 발매된 지 오래된 레거시 제품들이다.

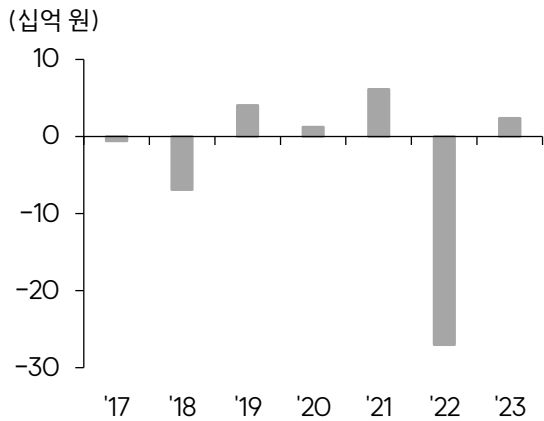
아디다스가 부스트폼이 적용된 신제품 출시를 잘 하지 않는 것은 칸에 웨스트의 사회적 물의가 아디다스의 브랜드 이미지까지 영향을 미치지 않길 원하는 목적이 반영된 것으로 분석한다. YEEZY 시리즈의 대표적인 'YEEZY 부스트'의 경우 이름부터 부스트가 들어갈 정도로 소비자의 인식 속에 YEEZY 시리즈와 부스트폼이 강한 연관성을 갖고 있을 것이기 때문이다. 따라서 과거처럼 원부자재 매출이 늘면서 수익성이 개선되는 구조는 단기간에 나오기 힘들 것이다.

'19년 전사 실적에서 HS Polytech의 실적을 '23년의 수치로 치환해 단순 계산하면 약 5.4%의 영업이익률이 산출됨에 따라, 동사가 정상적인 업황에서 낼 수 있는 영업이익률은 5% 중반대가 될 것으로 추정한다.

(2) 영업 외 비용이 크게 증가한 이유

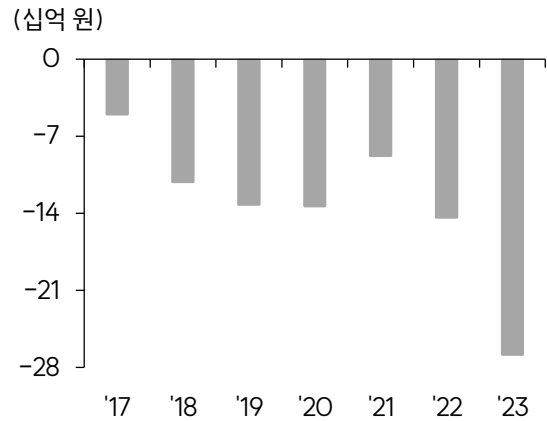
코로나 19 를 기점으로 동사의 영업 외 비용은 크게 증가했다. 영업 외 비용의 주된 증가 요인은 ① 단기차입금 증가와 금리 인상으로 인한 이자비용 부담과 ② 원 달러 환율 상승에 따른 달러 표시 채무의 외화환산손실과 외환차손의 증가다.

연도별 외화 관련 손익



자료: 전자공시시스템, SK 증권

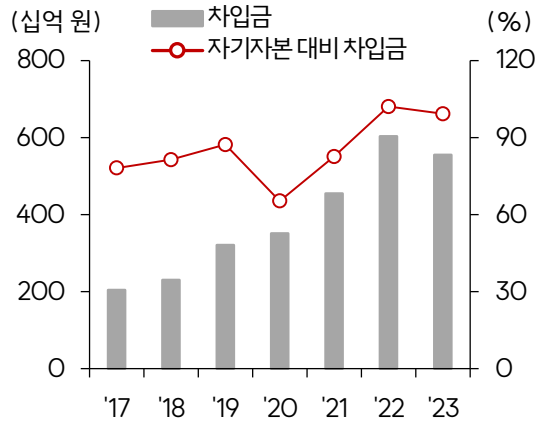
연도별 금융손익



자료: 전자공시시스템, SK 증권

① 동사의 단기, 유동성장기, 장기차입금의 합산 금액은 '19년 약 3,200억 원에서 '23년 약 5,550억 원으로 크게 증가했다. 여기에 금리 인상으로 인한 이자율 상승으로 동사는 '23년 한 해 금융 이자 비용으로만 368억 원을 인식했다. 차입금 규모가 6,035억 원으로 더 컸던 '22년의 금융 이자 비용인 207억 원에 비해서도 크게 증가했다. 코로나 19 이전 금융 이자 비용은 100억 원대 수준이었다.

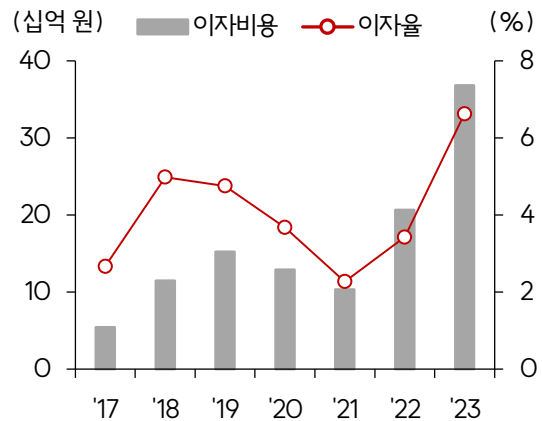
연도별 차입금 규모



자료: 전자공시시스템, SK 증권

주: 차입금 = 단기 + 유동성장기 + 장기 차입금

연도별 이자비용 및 이자율 추이

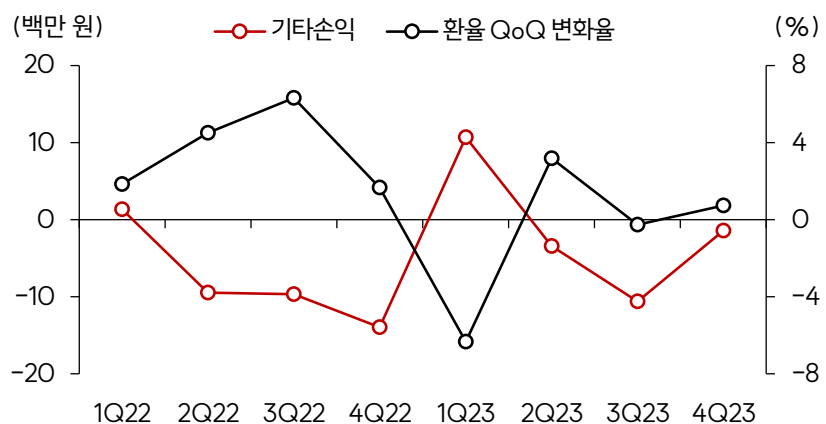


자료: 전자공시시스템, SK 증권

주: 이자율 = 금융 이자비용 ÷ 차입금

② 동사는 코로나 19 이후 원 달러 환율이 급등하면서 '22 년에 외화관련 순손실 270 억 원을 인식했다. '23 년 말 동사의 달러 표시 자산과 부채는 각각 360 억 원, 2,633 억 원으로 원 달러 환율의 상승 시 한화로 환산된 부채가 자산보다 크게 증가해 회계상 인식해야 하는 비용이 증가하는 구조다.

기타손익 vs. 원 달러 환율 QoQ 변화율



자료: 전자공시시스템, Quantwise, SK 증권

(3) 영업 외 비용의 안정화 가능성

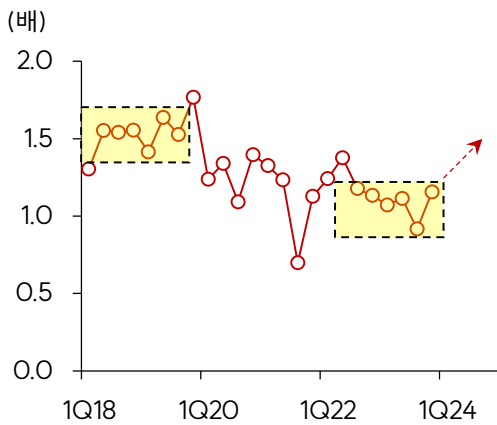
원 달러 환율, 금리, 차입금의 증가가 영업 외 비용의 증가 요인이었기 때문에 영업 외 비용이 하향 안정화되기 위해서는 반대로 세 가지 요인이 하향 안정화되어야 한다.

우선 현재의 환율에서 추가적인 상승만 없다면 외화 관련 손익은 자동적으로 안정화 되는 구조다. 여기에 만약 현재 시장의 컨센서스대로 환율이 연말로 갈수록 하향 안정화될 경우 오히려 외화 관련 이익을 기대해볼 수도 있다. 달러가 현재 수준에서 5% 하락 시 세전손익에 약 114 억 원의 플러스 효과가 전망된다.

이자비용의 경우 단기간에 안정되기는 쉽지 않으나 몇 년에 걸쳐 하향 안정화의 방향성을 보일 것이다. 기준금리 인하와, 단기 차입금의 감소가 예상되기 때문이다. 단기 차입금의 경우 코로나 19 이후 빠르게 증가했는데 물류의 리드타임 증가, 생산차질, 매출 감소로 평년 대비 높은 수준의 운전자본이 필요했기 때문으로 분석한다.

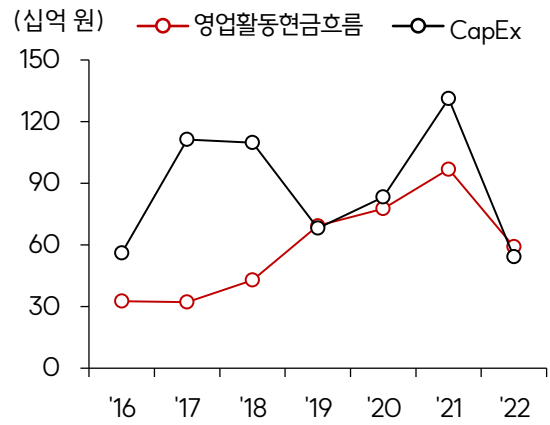
반대로 올해 실적의 회복이 전망되고, 코로나 19 기간 인도네시아에 Capex 투자를 선제적으로 해 놓았기 때문에 현금흐름이 개선됨에 따라 차입금의 규모는 점차 줄어들 것으로 전망한다.

재고자산회전율 추이



자료: Quantwise, SK 증권

영업활동현금흐름 vs. CapEx



자료: 전자공시시스템, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	698	757	647	701	763
현금및현금성자산	173	183	121	103	115
매출채권 및 기타채권	144	128	129	143	155
재고자산	301	294	263	276	300
비유동자산	633	718	714	698	680
장기금융자산	5	4	4	4	4
유형자산	497	567	565	552	536
무형자산	32	42	41	38	35
자산총계	1,330	1,476	1,361	1,399	1,444
유동부채	695	778	719	721	715
단기금융부채	443	564	528	502	477
매입채무 및 기타채무	228	186	170	196	213
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	84	107	82	82	79
장기금융부채	66	90	65	64	59
장기매입채무 및 기타채무	2	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	780	885	801	804	794
지배주주지분	537	537	514	548	602
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	166	170	169	169	169
기타자본구성요소	152	152	152	152	152
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	179	169	140	175	228
비지배주주지분	14	54	45	46	48
자본총계	550	591	559	595	650
부채외자본총계	1,330	1,476	1,361	1,399	1,444

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-2	110	111	94	102
당기순이익(손실)	-7	-8	-25	38	58
비현금성항목등	73	140	108	92	97
유형자산감가상각비	59	70	67	64	70
무형자산상각비	3	3	4	3	3
기타	11	67	37	25	24
운전자본감소(증가)	-67	-12	15	-1	-19
매출채권및기타채권의감소(증가)	8	29	-2	-14	-12
재고자산의감소(증가)	-49	27	36	-13	-23
매입채무및기타채무의증가(감소)	5	-62	17	26	17
기타	-31	-6	-36	-0	-0
법인세납부	-8	-18	-12	-11	-16
투자활동현금흐름	-116	-197	-39	-55	-55
금융자산의감소(증가)	-12	-52	-8	-15	-9
유형자산의감소(증가)	-94	-122	-45	-50	-55
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-3	0	0
기타	-10	-23	17	9	9
재무활동현금흐름	35	47	-115	-31	-33
단기금융부채의증가(감소)	52	34	-61	-26	-25
장기금융부채의증가(감소)	5	45	-1	-1	-5
자본의증가(감소)	-1	4	-1	0	0
배당금지급	-4	-3	-3	-3	-3
기타	-17	-33	-50	-0	0
현금의 증가(감소)	-73	10	-62	-19	12
기초현금	246	173	183	121	103
기말현금	173	183	121	103	115
FCF	-96	-11	66	44	47

자료 : 화승엔터프라이즈, SK증권

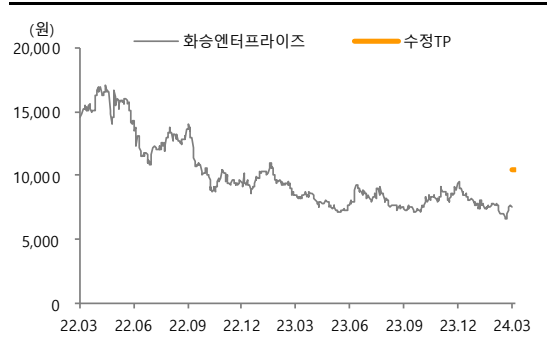
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,139	1,654	1,214	1,399	1,518
매출원가	1,022	1,455	1,050	1,186	1,283
매출총이익	116	199	163	213	235
매출총이익률(%)	10.2	12.0	13.5	15.2	15.5
판매비와 관리비	109	146	150	150	153
영업이익	7	53	13	63	82
영업이익률(%)	0.6	3.2	1.1	4.5	5.4
비영업손익	-5	-46	-32	-14	-8
순금융손익	-8	-17	-28	-24	-17
외환관련손익	6	-24	4	10	10
관계기업등 투자손익	-1	-0	-0	0	0
세전계속사업이익	2	6	-19	49	74
세전계속사업이익률(%)	0.2	0.4	-1.5	3.5	4.9
계속사업법인세	9	14	7	11	16
계속사업이익	-7	-8	-25	38	58
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-7	-8	-25	38	58
순이익률(%)	-0.6	-0.5	-2.1	2.7	3.8
지배주주	-7	-10	-26	37	56
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.6	-0.6	-2.2	2.7	3.7
비지배주주	0	2	1	1	2
총포괄이익	22	1	-19	38	58
지배주주	22	-0	-20	37	58
비지배주주	0	2	1	1	0
EBITDA	69	126	84	130	155

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	2.0	45.3	-26.6	15.2	8.5
영업이익	-88.6	643.8	-75.5	386.5	30.5
세전계속사업이익	-95.6	201.8	적전	흑전	51.4
EBITDA	-42.7	83.3	-33.4	54.9	19.4
EPS	적전	적지	적지	흑전	51.4
수익성 (%)					
ROA	-0.6	-0.5	-1.8	2.8	4.1
ROE	-1.2	-1.9	-5.0	7.0	9.8
EBITDA마진	6.0	7.6	6.9	9.3	10.2
안정성 (%)					
유동비율	100.3	97.3	90.0	97.2	106.8
부채비율	141.7	149.6	143.2	135.1	122.1
순차입금/자기자본	53.9	63.8	67.3	59.2	46.3
EBITDA/이자비용(배)	6.7	6.1	2.3	3.7	5.6
배당성향	-41.8	-27.3	-10.4	7.3	4.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-108	-165	-434	613	927
BPS	8,858	8,870	8,485	9,053	9,935
CFPS	911	1,045	738	1,718	2,132
주당 현금배당금	45	45	45	45	45
Valuation지표 (배)					
PER	-156.7	-55.9	-19.6	12.3	8.1
PBR	1.9	1.0	1.0	0.8	0.8
PCR	18.5	8.8	11.5	4.4	3.5
EV/EBITDA	19.4	7.8	11.1	6.6	5.2
배당수익률	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.03.19	매수	10,500원	6개월		



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 (2024년 03월 19일 기준)

매수	94.67%	중립	5.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------