

# 화승엔터프라이즈 (241590.KS)

YES. ADIDAS

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**13,000** 원(상향)

현재주가

**8,780** 원(11/28)

시가총액

**532**(십억원)

유통/화장품/패션 이해니\_02)368-6155\_hnlee@eugenefn.com

- 4Q24 매출액 4,069억원(+25.1%, 이하 yoy), 영업이익 236억원(+195.5%) 예상
- 2024 매출액 1.53조원(+26.1%, 이하 yoy), 영업이익 668억원(+415.6%) 전망
- 바이어인 아디다스 기존 가이드스에서 3번 상향: (24년 10월) 매출액 +10% 성장, 영업이익 12억유로. (24년 3월) 매출액 미드싱글 성장, 영업이익 5억유로에서 상향
- 아디다스 실적 호조는 매출 비중 높은 유럽권(+19% yoy)과 신발 부문(+14% yoy) 영향
- 화승은 아디다스 생산 벤더 중 높은 비중 유지. 4분기부터는 아디다스의 스테디셀러(삼바) 생산 시작 기대
- 2025년부터는 삼바에 더해, 스탠스미스, 슈퍼스타, 가젤 등 인기 모델 생산 시작되며 매출 성장 및 믹스 개선에 따른 수익성 상승까지 연결될 것. 위 모델들은 단가는 높지 않으나 디자인의 변화가 단조로워 생산 효율성 높음
- 목표주가 13,000원으로 상향, 투자의견 '매수' 유지

주가(원,11/28)	8,780
시가총액(십억원)	532

발행주식수(천주)	60,589천주
52주 최고가(원)	10,160원
최저가(원)	6,580원
52주 일간 Beta	-0.22
60일 일평균거래대금(억원)	33억원
외국인 지분율(%)	5.4%
배당수익률(2023E)(%)	0.6%

주주구성	
화승인더스트리 (외 4인)	68.7%
국민연금공단 (외 1인)	7.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	-5.1	-1.0	3.3
상대기준	-1.0	7.0	4.0

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	13,000	11,000	▲
영업이익(24)	67	53	▲
영업이익(25)	97	64	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,654	1,214	1,530	1,808
영업이익	53	13	67	97
세전손익	6	-19	39	72
당기순이익	-8	-25	33	61
EPS(원)	-165	-434	524	960
증감률(%)	-	-	흑전	83.3
PER(배)	-	-	16.8	9.1
ROE(%)	-1.9	-5.0	7.2	15.0
PBR(배)	1.0	1.0	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	7.4	10.6	3.5	1.8

자료: 유진투자증권

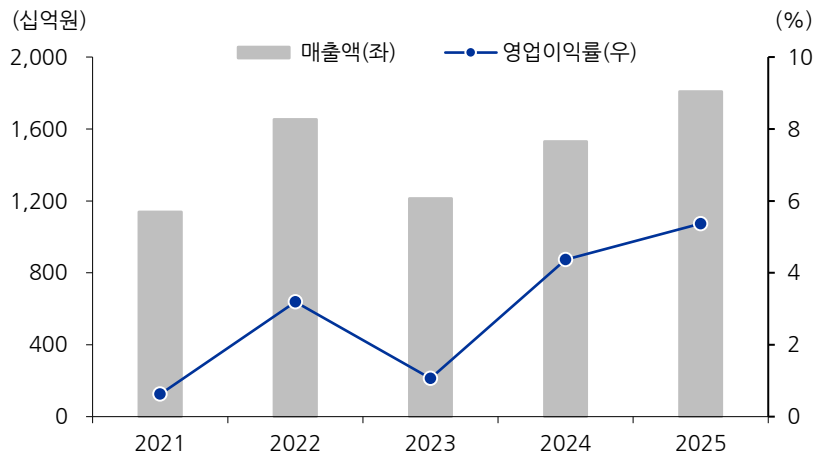


도표 1. 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023	2024	2025
매출액	305	322	261	325	345	392	386	407	1,654	1,214	1,530	1,808
매출액(\$)	239	245	199	246	260	286	284	297	1,280	930	1,134	1,347
OEM	274	290	232	287	307	352	347	366	1,497	1,083	1,373	1,626
유통/기타	31	32	29	38	38	39	39	40	157	131	157	183
매출총이익	31	47	34	51	40	56	54	62	199	163	212	252
%	10.2	14.6	13.1	15.7	11.7	14.3	13.9	15.2	12.0	13.5	13.9	14.0
영업이익	(1)	8	(2)	8	5	19	19	24	53	13	67	97
%	(0.3)	2.4	(0.6)	2.5	1.5	4.8	5.0	5.8	3.2	1.1	4.4	5.4
OEM	(0.8)	7.4	(2.6)	6.2	3.7	16.7	19.1	(3.8)	50.5	10.2	35.7	43.9
유통/기타	(0.1)	0.2	0.9	1.8	1.6	2.1	0.0	27.4	2.3	2.8	31.1	53.2
지배순이익	2	(4)	(17)	(7)	(1)	6	8	19	(10)	(26)	32	58
%	0.6	(1.3)	(6.5)	(2.1)	(0.4)	1.6	2.1	4.7	(0.6)	(2.2)	2.1	3.2
<yoy>												
매출액	(18.8)	(28.8)	(40.5)	(15.8)	13.1	21.7	47.8	25.1	45.3	(26.6)	26.1	18.2
매출액(달러)	(23.4)	(31.8)	(39.2)	(13.4)	8.6	16.7	42.7	20.6	28.7	(27.4)	22.0	18.8
OEM	(15.2)	(25.6)	(46.2)	(18.9)	12.0	21.6	49.6	27.5	43.1	(27.7)	26.7	18.4
유통	(41.2)	(49.0)	244.5	18.3	22.3	22.0	33.3	7.3	69.9	(16.6)	20.4	16.3
영업이익	적전	(71.0)	적전	86.3	흑전	147.6	흑전	195.5	643.8	(75.5)	415.6	45.2
순이익	(46.9)	적전	적전	적지	적전	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전	83.3

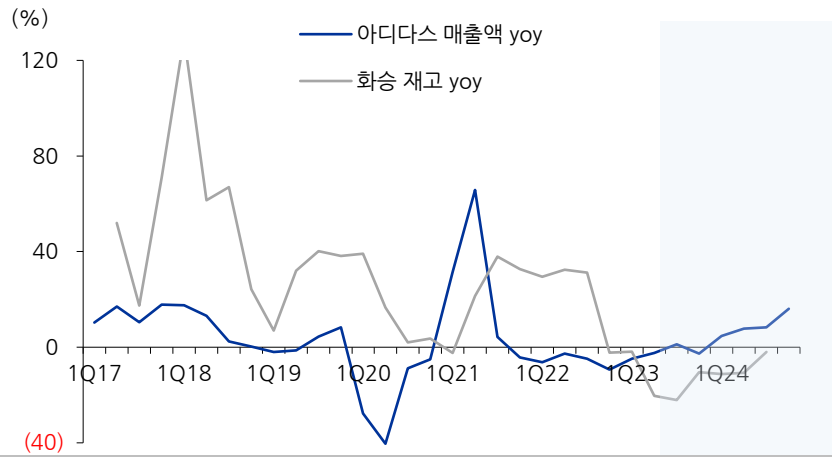
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 2. 화승엔터 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



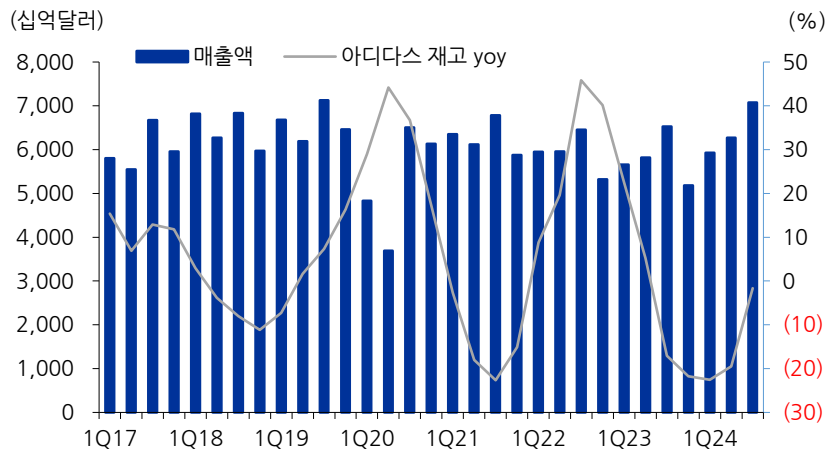
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 3. 아디다스 매출액 및 화승 재고 증감률 추이



자료: 회사 자료, 유진투자증권/ 주: 아디다스 4분기 매출 증감률은 가이던스 반영 수치

도표 4. 아디다스 매출액 및 재고 증감률 추이



자료: 회사 자료, 유진투자증권/ 주: 아디다스 4분기 매출 증감률은 가이던스 반영 수치

도표 5. 아디다스 가이던스 전망

	INITIAL GUIDANCE MARCH 13	UPDATED GUIDANCE APRIL 16	UPDATED GUIDANCE JULY 16	FY 2024 GUIDANCE OCTOBER 15
<b>NET SALES GROWTH</b> CURRENCY-NEUTRAL	MID-SINGLE-DIGIT INCREASE	MID- TO HIGH-SINGLE-DIGIT INCREASE	HIGH-SINGLE-DIGIT INCREASE	~ +10%
<b>OPERATING PROFIT</b> REPORTED	~ €500M	~ €700M	~ €1BN	~ €1.2BN

자료: 회사 자료, 유진투자증권

## 화승엔터프라이즈(241590.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>1,476</b>	<b>1,361</b>	<b>1,311</b>	<b>1,535</b>	<b>1,511</b>
유동자산	757	647	718	1,234	1,300
현금성자산	277	217	217	435	666
매출채권	128	129	181	297	233
재고자산	294	263	282	463	363
비유동자산	718	714	593	301	210
투자자산	109	108	122	127	132
유형자산	567	565	431	136	43
기타	42	41	40	37	35
<b>부채총계</b>	<b>885</b>	<b>801</b>	<b>903</b>	<b>1,071</b>	<b>979</b>
유동부채	778	719	810	977	885
매입채무	201	187	261	428	335
유동성이자부채	564	528	546	546	546
기타	13	3	3	3	3
비유동부채	107	82	93	94	94
비유동이자부채	90	65	73	73	73
기타	17	17	20	20	21
<b>자본총계</b>	<b>591</b>	<b>559</b>	<b>408</b>	<b>463</b>	<b>531</b>
지배지분	537	514	361	417	484
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	170	169	129	129	129
이익잉여금	169	140	200	255	323
기타	168	174	2	2	2
비지배지분	54	45	47	47	47
<b>자본총계</b>	<b>591</b>	<b>559</b>	<b>408</b>	<b>463</b>	<b>531</b>
총차입금	654	594	620	620	620
순차입금	377	376	403	184	(46)

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업현금</b>	<b>97</b>	<b>59</b>	<b>83</b>	<b>225</b>	<b>238</b>
당기순이익	(8)	(25)	33	61	74
자산상각비	73	71	197	298	96
기타비현금성손익	67	37	(134)	(7)	(8)
운전자본증감	(12)	15	(1)	(130)	72
매출채권감소(증가)	27	(2)	(87)	(116)	64
재고자산감소(증가)	27	36	(18)	(181)	100
매입채무증가(감소)	(62)	17	86	167	(92)
기타	(4)	(36)	18	(0)	(0)
<b>투자현금</b>	<b>(206)</b>	<b>(56)</b>	<b>(28)</b>	<b>(7)</b>	<b>(8)</b>
단기투자자산감소	(4)	(10)	(8)	(3)	(4)
장기투자증권감소	2	9	15	1	1
설비투자	131	54	35	0	0
유형자산처분	9	9	1	0	0
무형자산처분	(0)	(3)	(2)	(1)	(1)
<b>재무현금</b>	<b>118</b>	<b>(67)</b>	<b>(45)</b>	<b>(3)</b>	<b>(3)</b>
차입금증가	79	(64)	3	0	0
자본증가	39	(3)	61	(3)	(3)
배당금지급	3	3	3	3	3
<b>현금 증감</b>	<b>10</b>	<b>(62)</b>	<b>12</b>	<b>215</b>	<b>227</b>
기초현금	173	183	121	134	349
기말현금	183	121	134	349	576
Gross Cash flow	133	83	112	355	166
Gross Investment	213	31	21	134	(68)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(80)</b>	<b>52</b>	<b>92</b>	<b>221</b>	<b>234</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>1,654</b>	<b>1,214</b>	<b>1,530</b>	<b>1,808</b>	<b>1,965</b>
증가율(%)	45.3	(26.6)	26.1	18.2	8.7
매출원가	1,455	1,050	1,318	1,556	1,690
<b>매출총이익</b>	<b>199</b>	<b>163</b>	<b>212</b>	<b>252</b>	<b>275</b>
판매 및 일반관리비	146	150	145	155	165
기타영업손익	34	3	(3)	7	6
<b>영업이익</b>	<b>53</b>	<b>13</b>	<b>67</b>	<b>97</b>	<b>110</b>
증가율(%)	643.8	(75.5)	415.6	45.2	13.7
<b>EBITDA</b>	<b>126</b>	<b>84</b>	<b>263</b>	<b>395</b>	<b>207</b>
증가율(%)	83.3	(33.4)	213.8	49.9	(47.7)
<b>영업외손익</b>	<b>(46)</b>	<b>(32)</b>	<b>(28)</b>	<b>(25)</b>	<b>(23)</b>
이자수익	4	9	8	10	13
이자비용	21	37	40	42	42
지분법손익	(0)	(0)	1	2	2
기타영업외손익	(29)	(3)	4	5	5
<b>세전순이익</b>	<b>6</b>	<b>(19)</b>	<b>39</b>	<b>72</b>	<b>88</b>
증가율(%)	201.8	적전	흑전	83.3	21.6
법인세비용	14	7	6	11	13
<b>당기순이익</b>	<b>(8)</b>	<b>(25)</b>	<b>33</b>	<b>61</b>	<b>74</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	83.3	21.6
지배주주지분	(10)	(26)	32	58	71
증가율(%)	적지	적지	흑전	83.3	21.6
비지배지분	2	1	2	3	4
<b>EPS(원)</b>	<b>(165)</b>	<b>(434)</b>	<b>524</b>	<b>960</b>	<b>1,167</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	83.3	21.6
수정EPS(원)	(165)	(434)	524	960	1,167
증가율(%)	적지	적지	흑전	83.3	21.6

### 주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(165)	(434)	524	960	1,167
BPS	8,870	8,485	5,961	6,876	7,994
DPS	45	45	50	50	50
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	-	-	16.8	9.1	7.5
PBR	1.0	1.0	1.5	1.3	1.1
EV/ EBITDA	7.4	10.6	3.5	1.8	2.3
배당수익률	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	4.2	6.2	4.7	1.5	3.2
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	3.2	1.1	4.4	5.4	5.6
EBITDA이익율	7.6	6.9	17.2	21.8	10.5
순이익율	(0.5)	(2.1)	2.2	3.4	3.8
ROE	(1.9)	(5.0)	7.2	15.0	15.7
ROIC	(6.8)	1.0	6.6	11.5	16.9
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	63.8	67.3	98.7	39.8	(8.7)
유동비율	97.3	90.0	88.6	126.2	146.9
이자보상배율	2.6	0.4	1.7	2.3	2.6
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	1.2	0.9	1.1	1.3	1.3
매출채권회전율	12.2	9.5	9.9	7.6	7.4
재고자산회전율	5.6	4.4	5.6	4.9	4.8
매입채무회전율	7.4	6.2	6.8	5.3	5.1

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

