



Neutral  
(Maintain)



화장품/섬유의복 Analyst  
조소정 sojcho@kiwoom.com

# 섬유의복 OEM

## 2Q24 Review: 당분간 관망이 필요할 때



2Q24 섬유복 OEM 업체들의 실적이 모두 발표됨. 전방시장 내 경기 불확실성 영향으로 고객사들의 재고 투자 의지가 각기 다른 모습을 보이면서, 업체들의 실적도 모두 다른 흐름을 보임. 하반기에도 비슷한 흐름이 지속될 전망이며, 기저가 낮은 업체를 제외하고, 대체로 성장이 제한적일 것으로 예상. 하반기 섬유복 OEM 업종에 대해 투자 의견 중립을 제시.

### >>> 2Q24 섬유복 OEM Review: 불확실성 속 각자도생

2Q24 섬유복 OEM 업체들의 실적은 업체별로 차별화된 흐름이 보였다. 전방시장 내 경기 불확실성 영향으로 고객사들의 재고 투자 의지가 제각각 다른 모습을 보이고 있기 때문이다.

- **한세실업:** 매출 +4% YoY, 영업이익 -4% YoY, OPM 9.5%  
P의 감소와 Q의 상승이 상쇄. 중저가/마트향 고객사 중심 수주가 증가한 반면, 비주류 고객사향 수주는 감소. 제품 믹스 악화 매출 성장 제한, 수익성도 소폭 축소됨.
- **영원무역:** 매출 -11% YoY, 영업이익 -21%, OPM 18.6%  
수주 분위기는 대체로 1분기와 유사. 프리미엄 브랜드사 수주는 양호했으나, 전통 아웃도어 고객사 수주가 감소. 원부자재 비용의 일시적 감소와 인건비 인상 부담이 상쇄되면서 수익성은 유지. (생산인력 관련 인건비 +25% YoY 추정)
- **화승엔터프라이즈:** 매출 +22% YoY, 영업이익 +148% YoY, OPM 4.8%  
아디다스향 수주 증가 덕분에 매출 성장, 공장 가동률 회복하면서 수익성 개선됨. 라이프스타일 라인의 스테디셀러 제품 중심으로 생산 늘려가는 중. ASP는 감소했지만, 낮은 기저와 영업 레버리지 효과 덕분에 이익은 성장했음.

### >>> 하반기, 불확실성 지속 전망

섬유복OEM 업종에 대해 투자의견 중립을 제시한다. 의류는 경기소비재이기 때문에, 하반기 경기 불확실성이 지속될 경우 주요 고객사들의 오더가 늘어나기 어렵다. 이에 실적 기저가 낮은 업체를 제외하고, 대체로 성장이 제한적일 전망이다.

- **한세실업:** 최근 美 가성비 선호 트렌드 덕분에 중저가/마트향 고객사향 수주는 견조한 반면, 경기 불확실성 영향으로 비주류 고객사의 오더가 축소될 가능성이 있음. 이 경우 매출 감소 뿐 아니라 제품 믹스 악화로 인해 수익성도 축소될 가능성이 있음.
- **영원무역:** 하반기 기저가 낮은 편이기 때문에 매출 턴어라운드 기대. 다만 하반기에도 방글라데시 임금 인상으로 인한 수익성 하방 압력은 여전.
- **화승엔터프라이즈:** 작년 아디다스의 실적 악화로 하반기 기저가 많이 낮아짐. 향후 퍼포먼스보다는 라이프스타일 중심 실적 회복 계획, 이에 ASP는 낮아지더라도 대량 수주에 따른 영업 레버리지로 수익성 방어 전망.

#### Compliance Notice

- 당사는 8월 20일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

섬유·의복 산업 주요 업체 2Q24 실적 정리 (십억원)

	2Q24 실제			YoY			시장 컨센서스			차이		
	매출	영업 이익	OPM	매출	영업 이익	OPM	매출	영업 이익	OPM	매출	영업 이익	OPM
한세실업	448.0	42.5	9.5%	4.1%	-4.3%	-0.8%	451.7	47.4	10.5%	-0.8%	-10.3%	-1.0%
영원무역	892.7	166.5	18.7%	-11.4%	-20.9%	-2.2%	862.2	106.9	12.4%	3.5%	55.8%	6.3%
화승엔터 프라이즈	391.7	18.8	4.8%	21.7%	147.0%	2.4%	379.2	15.5	4.1%	3.3%	21.1%	0.7%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

섬유·의복 산업 주요 업체 연간 실적 정리

		키움증권			컨센서스			과리율			멀티플
		매출	영업이익 (십억원)	OPM	매출	영업이익 (십억원)	OPM	매출	영업이익	OPM	PER (배)
한세실업	24E	1,774.5	167.1	9.4%	1,818.8	180.9	9.9%	-2.4%	-7.6%	-0.5%	5.8
	25E	1,898.8	189.9	10.0%	1,946.7	197.6	10.2%	-2.5%	-3.9%	-0.1%	5.1
영원무역	24E	3,355.0	373.5	11.1%	3,307.0	401.1	12.1%	1.5%	-6.9%	-1.0%	5.1
	25E	3,498.7	575.5	16.4%	3,388.5	485.2	14.3%	3.3%	18.6%	2.1%	4.6
화승엔터	24E	1,564.9	73.8	4.7%	1,474.4	68.9	4.7%	6.1%	7.1%	0.0%	11.3
프라이즈	25E	1,707.1	97.2	5.7%	1,702.8	94.9	5.6%	0.3%	2.4%	0.1%	7.6

자료: FnGuide, 키움증권리서치

**1) 한세실업**  
**2Q Review**

한세실업의 2분기 매출액은 4,480억원 (+4% YoY, 달러기준 -1%), 영업이익은 425억원(-4% YoY, OPM 9.5%)을 기록, 시장기대치를 하회했다. Q는 증가했으나, P가 하락했다.

투자 의견 BUY 유지,  
TP 26,000원 하향조정

2분기 매출에서 Q는 +15% YoY 증가한 반면, P는(달러) 약 -14%YoY 하락했다. Q에서는 중저가 캐주얼/마트향 고객사가 성장을 견인한 반면, P는 중저가 캐주얼 고객사를 제외한 대부분 고객사들이 감소했다.

한세실업에 대해 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 26,000원으로 하향조정한다. 동사의 오더는 단납기 구조로 경기 전망에 예민한 편인데, 최근 경기 침체 우려 확대로 인해 (중저가/마트향을 제외한) 비주류 고객사들의 발주 증가폭이 기존 예상에 미치지 못할 가능성을 고려할 필요가 있다. 이 경우 매출 성장이 제한될 뿐 아니라, 제품 믹스 악화로 수익성도 축소될 가능성이 있기 때문에 실적 추정치를 하향조정하였다. 당분간 동사에 대한 투자심리도 미국의 소비 경기에 따라 움직일 것으로 예상하며, 트레이딩 관점에서 접근할 것을 추천한다.

한세실업 연결기준 실적 추이 및 전망

십억 원, 백만 달러		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출	원화	410.8	430.2	512.0	355.7	411.8	448.0	529.8	385.0	1,708.8	1,774.5	1,898.8
	YoY	-29%	-30%	-13%	-18%	+0%	+4%	+3%	+8%	-22%	+4%	+7%
	달러	322.2	327.1	390.6	269.3	310.0	323.9	386.7	281.1	1,309	1,302	1,406
	YoY	-33%	-32%	-12%	-14%	-4%	-1%	-1%	+4%	-24%	-1%	+8%
매출총이익		71.9	84.0	99.2	65.7	77.7	81.8	96.9	69.3	320.8	325.7	353.3
	YoY	-21%	-11%	-4%	+36%	+8%	-3%	-2%	+5%	-5%	+2%	+8%
	GPM	17%	20%	19%	18%	19%	18%	18%	18%	19%	18%	19%
영업이익		35.9	44.4	60.7	27.3	38.1	42.5	58.2	28.2	168.2	167.1	189.9
	YoY	-27%	-20%	-7%	+190%	+6%	-4%	-4%	+3%	-6%	-1%	+14%
	OPM	8.7%	10.3%	11.8%	7.7%	9.3%	9.5%	11.0%	7.3%	9.8%	9.4%	10.0%
세전이익		28.4	36.4	50.1	26.1	25.4	30.2	51.8	24.2	140.9	131.6	157.2
	YoY	-29%	+6%	+14%	+120%	-11%	-17%	+3%	-7%	+8%	-7%	+20%
	%	7%	8%	10%	7%	6%	7%	10%	6%	8%	7%	8%
당기순이익		24.0	29.3	39.9	18.9	18.1	22.3	38.8	18.2	112.0	97.4	116.4
	YoY	-24%	+19%	+36%	+4876%	-25%	-24%	-3%	-4%	+31%	-13%	+20%
	%	5.8%	6.8%	7.8%	5.3%	4.4%	5.0%	7.3%	4.7%	7%	5%	6%

자료: 한세실업, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	2,204.8	1,708.8	1,774.5	1,898.7	1,955.7
매출원가	1,868.5	1,388.0	1,448.8	1,545.4	1,582.0
매출총이익	336.3	320.8	325.7	353.3	373.7
판관비	156.7	152.6	158.7	163.4	168.3
영업이익	179.6	168.2	167.1	189.9	205.3
<b>EBITDA</b>	212.4	199.9	199.6	213.2	222.4
영업외손익	-49.2	-27.3	-35.5	-32.6	-32.6
이자수익	6.7	10.1	12.7	16.4	21.0
이자비용	15.9	26.8	26.8	26.8	26.8
외환관련이익	105.6	59.0	46.4	46.4	46.4
외환관련손실	135.8	59.3	47.0	47.0	47.0
종속 및 관계기업손익	-0.5	0.3	1.4	2.3	2.3
기타	-9.3	-10.6	-22.2	-23.9	-28.5
<b>법인세차감전이익</b>	130.4	140.9	131.6	157.2	172.7
법인세비용	44.8	28.9	34.1	40.8	44.8
계속사업손익	85.6	112.0	97.4	116.4	127.9
<b>당기순이익</b>	85.6	112.0	97.4	116.4	127.9
<b>지배주주순이익</b>	85.6	112.0	97.3	116.2	127.7
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	31.9	-22.5	3.8	7.0	3.0
영업이익 증감율	68.3	-6.3	-0.7	13.6	8.1
EBITDA 증감율	55.8	-5.9	-0.2	6.8	4.3
지배주주순이익 증감율	27.1	30.8	-13.1	19.4	9.9
EPS 증감율	27.2	30.8	-13.2	19.5	9.8
매출총이익률(%)	15.3	18.8	18.4	18.6	19.1
영업이익률(%)	8.1	9.8	9.4	10.0	10.5
EBITDA Margin(%)	9.6	11.7	11.2	11.2	11.4
지배주주순이익률(%)	3.9	6.6	5.5	6.1	6.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	196.7	190.0	257.8	280.3	302.4
당기순이익	0.0	0.0	97.4	116.4	127.9
비현금항목의 가감	47.5	60.9	109.2	102.2	95.2
유형자산감가상각비	32.4	31.3	30.4	22.6	16.8
무형자산감가상각비	0.5	0.4	2.1	0.7	0.3
지분법평가손익	-0.6	-1.2	-1.4	-2.3	-2.3
기타	15.2	30.4	78.1	81.2	80.4
영업활동자산부채증감	48.2	41.3	-42.0	-28.5	-11.6
매출채권및기타채권의감소	58.0	-6.1	-7.0	-13.2	-6.0
재고자산의감소	83.3	45.8	-38.5	-20.8	-9.6
매입채무및기타채무의증가	-14.6	4.8	5.5	7.7	6.5
기타	-78.5	-3.2	-2.0	-2.2	-2.5
기타현금흐름	101.0	87.8	93.2	90.2	90.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	-36.1	-150.3	-30.6	-31.2	-32.8
유형자산의 취득	-27.4	-44.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	1.3	1.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	-0.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	15.9	-35.8	-11.5	-10.6	-10.6
단기금융자산의감소(증가)	-10.0	-66.5	-14.6	-16.1	-17.7
기타	-15.9	-4.3	-4.5	-4.5	-4.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	-10.7	-141.3	-29.3	-29.3	-29.3
차입금의 증가(감소)	22.4	-112.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-19.6	-19.6	-19.7	-19.7	-19.7
기타	-13.5	-9.7	-9.6	-9.6	-9.6
기타현금흐름	2.0	0.4	-157.3	-157.3	-157.3
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	151.8	-101.2	40.7	62.6	83.1
기초현금 및 현금성자산	21.3	173.1	71.9	112.6	175.2
기말현금 및 현금성자산	173.1	71.9	112.6	175.2	258.3

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	772.3	679.1	781.9	896.9	1,015.7
현금 및 현금성자산	173.1	71.9	112.6	175.2	258.3
단기금융자산	79.8	146.2	160.8	176.9	194.6
매출채권 및 기타채권	178.6	181.4	188.4	201.6	207.6
재고자산	309.0	259.0	297.5	318.3	327.9
기타유동자산	31.8	20.6	22.6	24.9	27.3
<b>비유동자산</b>	466.9	558.2	538.5	528.1	523.9
투자자산	196.0	232.1	245.0	257.9	270.8
유형자산	177.0	218.2	187.7	165.1	148.3
무형자산	6.1	11.3	9.2	8.5	8.2
기타비유동자산	87.8	96.6	96.6	96.6	96.6
<b>자산총계</b>	1,239.2	1,237.2	1,320.5	1,425.0	1,539.7
<b>유동부채</b>	620.6	500.5	506.0	513.7	520.2
매입채무 및 기타채무	64.3	71.6	77.1	84.9	91.4
단기금융부채	495.8	379.7	379.7	379.7	379.7
기타유동부채	60.5	49.2	49.2	49.1	49.1
<b>비유동부채</b>	81.5	93.1	93.1	93.1	93.1
장기금융부채	53.7	64.0	64.0	64.0	64.0
기타비유동부채	27.8	29.1	29.1	29.1	29.1
<b>부채총계</b>	702.1	593.6	599.1	606.8	613.3
<b>지배지분</b>	537.1	643.7	721.3	818.2	925.8
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
기타자본	-17.8	-14.7	-14.7	-14.7	-14.7
기타포괄손익누계액	-11.4	1.2	1.2	1.2	1.2
이익잉여금	487.7	578.6	656.2	752.7	860.7
비지배지분	0.0	0.0	0.2	0.4	0.6
<b>자본총계</b>	537.1	643.7	721.4	818.1	926.3

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,141	2,801	2,431	2,906	3,192
BPS	13,427	16,092	18,031	20,445	23,144
CFPS	3,329	4,325	5,166	5,465	5,578
DPS	500	500	500	500	500
<b>주가배수(배)</b>					
PER	7.2	7.5	7.3	6.1	5.5
PER(최고)	13.8	8.7	10.4		
PER(최저)	6.1	5.0	7.0		
PBR	1.15	1.31	0.98	0.86	0.76
PBR(최고)	2.20	1.52	1.41		
PBR(최저)	0.98	0.88	0.95		
PSR	0.28	0.49	0.40	0.37	0.36
PCFR	4.6	4.9	3.4	3.2	3.2
EV/EBITDA	4.3	5.3	4.4	3.7	3.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주, 현금)	22.9	17.6	20.2	16.9	15.4
배당수익률(% ,보통주, 현금)	3.2	2.4	2.8	2.8	2.8
ROA	7.0	9.0	7.6	8.5	8.6
ROE	17.1	19.0	14.3	15.1	14.6
ROIC	17.1	21.0	18.9	21.2	23.0
매출채권회전율	9.9	9.5	9.6	9.7	9.6
재고자산회전율	6.3	6.0	6.4	6.2	6.1
부채비율	130.7	92.2	83.0	74.2	66.2
순차입금비율	55.2	35.0	23.6	11.2	-1.0
이자보상배율	11.3	6.3	6.2	7.1	7.7
<b>총차입금</b>	549.5	443.7	443.7	443.7	443.7
<b>순차입금</b>	296.6	225.5	170.2	91.6	-9.2
<b>NOPLAT</b>	212.4	199.9	199.6	213.2	222.4
<b>FCF</b>	175.1	165.7	114.2	135.4	157.6

## 2) 영원무역 2Q Review

투자의견 BUY 유지  
TP 53,000원 유지

영원무역의 2분기 매출액은 8,927억원 (-11% YoY), 영업이익은 1,665억원 (-21% YoY, OPM 19%)를 기록, 시장예상치를 상회했다. OEM 사업부 내 일시적인 원재료 비용 절감으로 이익이 예상보다 양호했던 덕분이었다.

**OEM 본업:** OEM 사업 매출액은 6,044억원 (-5% YoY, 달러 -7%), 영업이익은 1,830억원 (-5% YoY, OPM 30%)을 기록했다. 수주 분위기는 1분기와 유사했다. 프리미엄 브랜드사향 수주는 양호했으나, 전통 아웃도어 브랜드향 오더가 감소한 것으로 파악된다. 한편 수익성은 예상보다 양호했다. 방글라데시 인건비 인상 여파로 생산 인력 관련 비용이 약 +25% 상승하면서 마진에 대한 하방압력이 있었으나, 원재료비 부담이 일시적으로 축소되면서 예상보다 양호한 실적을 기록했다.

**자회사:** SCOTT 매출액은 2,398억원 (-28% YoY 스위스 프랑 -30%), 영업손실 208억원 (적자 전환)을 기록했다. 전방 시장 내 수요 부진, 이로 인해 높아진 재고 부담으로 인해 실적이 부진했다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 53,000원을 유지한다. 하반기에도 1) 방글라데시 인건비 상승, 2) Scott 실적 부진은 실적 하방 압력으로 작용할 전망이다. 당분간 보수적인 관점이 필요하다.

- OEM: 점차 나아질 전망이지만, 큰 기대는 어렵다. 1) 올해 3분기부터 기저 부담이 크게 낮아지고, 2) 오더 계획이 연간을 기준으로 짜여서 최근 경기 침체 우려로 인한 수주 변동 가능성도 제한적이기 때문에, 매출 턴어라운드 가능성이 높다. 다만 매출이 회복을 보이더라도 인건비 상승으로 인해 올해 수익성 축소는 불가피하다.
- Scott: 당분간 재고 리스크에 대한 우려는 지속될 전망이다. 하반기에도 당장 재고가 빠르게 소진될 가능성이 제한적이기 때문에, 연말 비경상적 요소에 대한 비용 반영이 동사 실적에 영향을 미칠 가능성이 있다.

영원무역 연결기준 실적 추이 및 전망

십억원	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출	840.6	998.8	998.8	757.3	709.7	892.7	970.8	781.7	3,604.4	3,355.0	3,498.7
YoY	+10%	+7%	-14%	-27%	-16%	-11%	-3%	+3%	-8%	-7%	+4%
OEM	493.0	638.5	597.3	448.6	467.6	604.4	649.9	496.4	2,177.5	2,218	2,421
YoY	+14%	+12%	-20%	-25%	-5%	-5%	+9%	+11%	-7%	+2%	+9%
Scott	303.6	335.2	345.2	258.4	196.2	239.8	264.7	235.1	1,242.4	935.8	1,077.6
YoY	+5%	-1%	-10%	-33%	-35%	-28%	-23%	-9%	-11%	-25%	+15%
영업이익	167.2	210.6	180.0	81.4	71.0	166.5	105.5	30.4	639.1	373.5	575.5
YoY	+15%	+1%	-35%	-58%	-58%	-20.9%	-41%	-63%	-22%	-42%	+54%
OPM	20%	21%	18%	11%	10%	18.6%	11%	4%	18%	11%	16%
OEM	137.1	193.4	160.7	70.5	83.1	183.0	130.0	69.5	561.7	465.7	532.7
YoY	+33%	+20%	-28%	-53%	-39%	-5%	-19%	-1%	-12%	-17%	+14%
OPM	28%	30%	27%	16%	18%	30%	20%	14%	26%	21%	22%
Scott	27.0	16.8	12.0	3.0	-16.1	-20.8	-31.8	-47.0	58.7	-115.6	19.4
YoY	-29%	-64%	-78%	-92%	적전	적전	적전	적전	-67%	적전	흑전
OPM	9%	5%	3%	1%	-8%	-9%	-12%	-20%	5%	-12%	2%
당기순이익	141.8	160.3	164.4	66.6	79.2	164.3	113.4	3.6	533.1	360.5	469.1
YoY	+27%	-15%	-33%	-66%	-44%	+2%	-31%	-95%	-28%	-32%	+30%
NPM	17%	16%	16%	9%	11%	18%	12%	0%	15%	11%	13%

자료: 영원무역, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	3,911.0	3,604.4	3,355.0	3,498.7	3,673.7
매출원가	2,594.3	2,449.4	2,434.0	2,359.3	2,563.6
매출총이익	1,316.6	1,155.0	921.0	1,139.4	1,110.0
판매비	493.6	517.8	547.5	563.9	580.9
<b>영업이익</b>	823.0	637.1	373.5	575.5	529.2
<b>EBITDA</b>	916.1	735.4	487.6	671.7	610.4
영업외손익	58.7	44.5	9.1	26.8	26.8
이자수익	9.3	32.3	44.2	55.6	65.2
이자비용	20.2	31.1	31.1	31.1	31.1
외환관련이익	243.9	188.0	102.1	102.1	102.1
외환관련손실	193.8	152.1	77.4	77.4	77.4
종속 및 관계기업손익	0.8	2.3	2.3	2.3	2.3
기타	18.7	5.1	-31.0	-24.7	-34.3
<b>법인세차감전이익</b>	881.8	681.6	382.6	602.3	556.0
법인세비용	138.6	148.6	84.3	132.7	122.5
계속사업손익	743.2	533.1	298.3	469.6	433.5
<b>당기순이익</b>	743.2	533.1	298.3	469.6	433.5
<b>지배주주순이익</b>	674.5	516.0	324.6	469.6	433.5
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	40.1	-7.8	-6.9	4.3	5.0
영업이익 증감율	86.0	-22.6	-41.4	54.1	-8.0
EBITDA 증감율	73.1	-19.7	-33.7	37.8	-9.1
지배주주순이익 증감율	126.3	-23.5	-37.1	44.7	-7.7
EPS 증감율	126.3	-23.5	-37.1	44.7	-7.7
매출총이익율(%)	33.7	32.0	27.5	32.6	30.2
영업이익률(%)	21.0	17.7	11.1	16.4	14.4
EBITDA Margin(%)	23.4	20.4	14.5	19.2	16.6
지배주주순이익률(%)	17.2	14.3	9.7	13.4	11.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	458.8	525.1	555.3	530.8	456.9
당기순이익	743.2	533.1	298.3	469.6	433.5
비현금항목의 가감	263.3	279.9	166.2	185.3	150.4
유형자산감가상각비	86.1	91.6	106.6	89.0	74.3
무형자산감가상각비	6.9	6.7	7.5	7.2	6.9
지분법평가손익	-0.8	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
기타	171.1	183.9	54.4	91.4	71.5
영업활동자산부채증감	-419.0	-109.8	157.0	-20.9	-43.7
매출채권및기타채권의감소	-120.2	26.5	36.2	-20.9	-25.4
재고자산의감소	-359.6	-293.5	92.0	-53.0	-64.5
매입채무및기타채무의증가	94.3	79.9	-20.9	30.0	35.3
기타	-33.5	77.3	49.7	23.0	10.9
기타현금흐름	-128.7	-178.1	-66.2	-103.2	-83.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	-389.5	-437.5	-265.4	-322.7	-399.2
유형자산의 취득	-145.6	-171.6	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	34.5	3.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-8.2	-9.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-154.1	-37.7	-0.9	-0.9	-0.9
단기금융자산의감소(증가)	-170.5	-127.3	-170.2	-227.4	-303.9
기타	54.4	-94.3	-94.3	-94.4	-94.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	90.5	21.2	-73.8	-72.6	-72.6
차입금의 증가(감소)	149.5	105.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-43.9	-67.1	-57.0	-55.8	-55.8
기타	-15.1	-16.8	-16.8	-16.8	-16.8
기타현금흐름	-65.7	51.6	130.6	130.6	130.6
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	94.2	160.4	346.7	266.1	115.7
기초현금 및 현금성자산	641.8	735.9	896.4	1,243.0	1,509.2
기말현금 및 현금성자산	735.9	896.4	1,243.0	1,509.2	1,624.9

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	2,821.4	3,346.9	3,687.1	4,231.5	4,730.2
현금 및 현금성자산	735.9	896.4	1,243.0	1,509.2	1,624.9
단기금융자산	378.4	505.7	675.9	903.3	1,207.2
매출채권 및 기타채권	528.7	523.5	487.2	508.1	533.5
재고자산	983.9	1,329.2	1,237.2	1,290.2	1,354.7
기타유동자산	194.5	92.1	43.8	20.7	9.9
<b>비유동자산</b>	1,692.2	1,950.2	1,839.3	1,746.4	1,668.4
투자자산	448.2	488.2	491.4	494.7	497.9
유형자산	712.9	810.5	704.0	614.9	540.6
무형자산	178.8	194.6	187.1	179.9	173.0
기타비유동자산	352.3	456.9	456.8	456.9	456.9
<b>자산총계</b>	4,513.6	5,297.1	5,526.4	5,977.9	6,398.6
<b>유동부채</b>	822.7	1,123.3	1,102.4	1,132.4	1,167.7
매입채무 및 기타채무	422.0	546.8	525.9	555.9	591.2
단기금융부채	276.8	490.2	490.2	490.2	490.2
기타유동부채	123.9	86.3	86.3	86.3	86.3
<b>비유동부채</b>	576.6	585.9	585.9	585.9	585.9
장기금융부채	233.2	196.2	196.2	196.2	196.2
기타비유동부채	343.4	389.7	389.7	389.7	389.7
<b>부채총계</b>	1,399.3	1,709.2	1,688.2	1,718.2	1,753.5
<b>지배지분</b>	2,814.5	3,246.7	3,523.1	3,944.6	4,330.0
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	453.3	453.3	453.3	453.3	453.3
기타자본	-58.7	-58.7	-58.7	-58.7	-58.7
기타포괄손익누계액	134.2	117.5	125.2	132.9	140.6
이익잉여금	2,263.7	2,712.5	2,981.3	3,395.1	3,772.7
비지배지분	299.8	341.3	315.0	315.0	315.0
<b>자본총계</b>	3,114.3	3,588.0	3,838.2	4,259.7	4,645.0

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	15,222	11,644	7,325	10,597	9,783
BPS	63,517	73,269	79,509	89,020	97,717
CFPS	22,713	18,347	10,482	14,779	13,178
DPS	1,530	1,300	1,300	1,300	1,300
<b>주가배수(배)</b>					
PER	3.1	3.9	5.6	3.9	4.2
PER(최고)	3.5	5.8	7.2		
PER(최저)	2.4	3.6	4.4		
PBR	0.74	0.62	0.52	0.46	0.42
PBR(최고)	0.83	0.93	0.66		
PBR(최저)	0.58	0.57	0.40		
PSR	0.53	0.56	0.55	0.52	0.50
PCFR	2.1	2.5	3.9	2.8	3.1
EV/EBITDA	1.9	2.2	1.9	0.6	0.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	9.0	10.7	18.7	11.9	12.9
배당수익률(% ,보통주,현금)	3.3	2.9	3.1	3.1	3.1
ROA	18.4	10.9	5.5	8.2	7.0
ROE	26.8	17.0	9.6	12.6	10.5
ROIC	35.6	21.8	12.5	20.9	19.7
매출채권회전율	8.4	6.9	6.6	7.0	7.1
재고자산회전율	4.8	3.1	2.6	2.8	2.8
부채비율	44.9	47.6	44.0	40.3	37.8
순차입금비율	-19.4	-19.9	-32.1	-40.5	-46.2
이자보상배율	40.8	20.5	12.0	18.5	17.0
<b>총차입금</b>	510.0	686.3	686.3	686.3	686.3
<b>순차입금</b>	-604.3	-715.8	-1,232.6	-1,726.1	-2,145.8
<b>NOPLAT</b>	916.1	735.4	487.6	671.7	610.4
<b>FCF</b>	258.3	315.5	562.3	524.0	450.1

**3) 화승엔터프라이즈 2Q Review** 화승엔터프라이즈의 2분기 매출액은 3,917억원 (+22% YoY), 영업이익은 188억원 (+148% YoY, OPM 4.8%)으로 시장예상치를 상회했다. 아디다스향 수주 증가로 가동률이 크게 개선된 덕분이다.

투자 의견 BUY 유지  
TP 11,500원 유지

올해부터 아디다스의 실적 개선세가 기대되고, 동사의 오더 흐름도 점차 안정화될 전망이다. 아디다스의 사업 전략에 맞춰, 기존 동사가 주로 전담하고 있던 퍼포먼스 라인보다는 **라이프 스타일 신발을 중심으로 선적이 이뤄질 것으로 예상된다.** 라이프스타일 라인은 단가가 퍼포먼스 라인보다는 상대적으로 낮은 편이지만, 스테디셀러 라인 중심 대량 수주로 수익성을 충분히 방어해낼 것으로 기대되며, 동사의 실적은 QoQ 회복세를 보일 전망이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 11,500원을 유지한다. 그동안 아디다스의 실적 부진으로 실적 가시성이 많이 낮아진 상황이기 때문에, 동사의 주가는 변동성이 큰 편이다. 실적이 회복 흐름을 보이면서 실적 가시성이 되찾는다면, 주가의 흐름도 점차 안정화될 것으로 기대되나, 아직은 트레이딩 관점에서 접근할 필요가 있다.

화승엔터프라이즈 연결기준 실적 추이 및 전망

십억원	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출	305.4	321.9	261.3	325.2	345.4	391.7	364.7	463.1	1,213.8	1,564.9	1,707.1
YoY	-19%	-29%	-41%	-16%	13%	22%	40%	42%	-27%	29%	9%
영업이익	-1.0	7.6	-1.7	7.99	5.3	18.8	20.4	29.3	13.0	73.8	97.2
YoY	적자전환	-71%	적자전환	86%	흑자전환	148%	흑자전환	267%	-75%	470%	32%
OPM	-0.3%	2.4%	-0.6%	2.5%	1.5%	4.8%	5.6%	6.3%	1.1%	4.7%	5.7%
순이익	0.9	-3.4	-16.8	-6.0	6.4	6.9	13.4	13.7	-25.3	40.4	53.3
YoY	-81%	적자전환	적자전환	적자	596%	흑자전환	흑자전환	흑자전환	적자	흑전	32%
NPM	0%	-1%	-6%	-2%	2%	2%	4%	3%	-2%	3%	3%

자료: 화승엔터프라이즈, 키움증권리서치



포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	1,654.0	1,213.8	1,564.9	1,707.1	1,792.5
매출원가	1,454.8	1,050.5	1,331.3	1,445.3	1,515.4
매출총이익	199.2	163.3	233.6	261.8	277.1
판관비	146.4	150.4	159.8	164.6	169.5
<b>영업이익</b>	52.8	13.0	73.8	97.2	107.5
<b>EBITDA</b>	126.1	84.0	144.1	157.9	160.0
영업외손익	-46.3	-31.6	-29.8	-35.9	-35.9
이자수익	3.7	8.5	10.7	14.7	19.0
이자비용	20.7	36.8	36.8	36.8	36.8
외환관련이익	42.6	29.9	16.6	16.6	16.6
외환관련손실	66.9	26.1	14.7	14.7	14.7
중속 및 관계기업손익	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	-0.1
기타	-4.8	-7.0	-5.7	-15.6	-19.9
<b>법인세차감전이익</b>	6.5	-18.6	44.0	61.3	71.6
법인세비용	14.0	6.6	7.7	8.0	9.4
계속사업손익	-7.5	-25.3	36.3	53.3	62.2
<b>당기순이익</b>	-7.5	-25.3	36.3	53.3	62.2
<b>지배주주순이익</b>	-10.0	-26.3	33.7	53.3	62.2
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	45.3	-26.6	28.9	9.1	5.0
영업이익 증감율	643.8	-75.4	467.7	31.7	10.6
EBITDA 증감율	83.3	-33.4	71.5	9.6	1.3
지배주주순이익 증감율	흑전	163.0	-228.1	58.2	16.7
EPS 증감율	적지	적지	흑전	58.0	16.8
매출총이익율(%)	12.0	13.5	14.9	15.3	15.5
영업이익률(%)	3.2	1.1	4.7	5.7	6.0
EBITDA Margin(%)	7.6	6.9	9.2	9.2	8.9
지배주주순이익률(%)	-0.6	-2.2	2.2	3.1	3.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	96.8	59.1	28.0	73.4	82.8
당기순이익	0.0	0.0	36.3	53.3	62.2
비현금항목의 가감	140.4	108.4	98.1	85.0	73.8
유형자산감가상각비	70.2	67.5	66.8	57.5	49.5
무형자산감가상각비	3.1	3.5	3.5	3.2	2.9
지분법평가손익	-0.2	-0.1	-0.2	0.0	0.0
기타	67.3	37.5	28.0	24.3	21.4
영업활동자산부채증감	-11.5	14.7	-54.0	-16.2	-7.4
매출채권및기타채권의감소	28.8	-2.1	-37.3	-15.1	-9.1
재고자산의감소	27.2	35.6	-76.1	-30.8	-18.5
매입채무및기타채무의증가	-62.0	17.0	45.6	21.1	14.7
기타	-5.5	-35.8	13.8	8.6	5.5
기타현금흐름	-32.1	-64.0	-52.4	-48.7	-45.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	-206.2	-55.9	-8.1	-8.4	-8.5
유형자산의 취득	-131.2	-54.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	9.5	9.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	-2.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-0.1	0.2	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-54.3	-2.7	-2.8	-2.9	-3.0
기타	-29.8	-5.5	-5.5	-5.5	-5.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	118.4	-66.7	-10.9	-10.9	-10.9
차입금의 증가(감소)	86.4	-55.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	41.8	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7
기타	-7.1	-8.2	-8.2	-8.2	-8.2
기타현금흐름	1.1	1.3	44.3	44.3	44.3
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	10.2	-62.2	53.3	98.4	107.7
기초현금 및 현금성자산	173.2	183.4	121.3	174.6	272.9
기말현금 및 현금성자산	183.4	121.3	174.6	272.9	380.6

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	757.4	646.6	802.2	940.7	1,073.4
현금 및 현금성자산	183.4	121.3	174.6	272.9	380.6
단기금융자산	93.4	96.2	99.0	101.9	104.8
매출채권 및 기타채권	127.6	128.8	166.1	181.2	190.3
재고자산	293.8	263.0	339.1	369.9	388.4
기타유동자산	59.2	37.3	23.4	14.8	9.3
<b>비유동자산</b>	718.5	714.0	643.7	582.9	530.4
투자자산	9.0	9.1	9.1	9.0	9.0
유형자산	567.0	565.2	498.4	440.9	391.3
무형자산	42.0	41.2	37.8	34.6	31.7
기타비유동자산	100.5	98.5	98.4	98.4	98.4
<b>자산총계</b>	1,475.8	1,360.6	1,445.9	1,523.6	1,603.9
<b>유동부채</b>	778.1	718.8	764.4	785.4	800.1
매입채무 및 기타채무	201.4	187.3	232.9	254.0	268.7
단기금융부채	564.0	528.2	528.2	528.2	528.2
기타유동부채	12.7	3.3	3.3	3.2	3.2
<b>비유동부채</b>	106.6	82.4	82.4	82.4	82.4
장기금융부채	89.9	65.4	65.4	65.4	65.4
기타비유동부채	16.7	17.0	17.0	17.0	17.0
<b>부채총계</b>	884.6	801.2	846.8	867.8	882.5
<b>지배지분</b>	537.4	514.1	551.2	607.9	673.5
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	169.8	169.2	169.2	169.2	169.2
기타자본	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
기타포괄손익누계액	16.5	22.6	28.7	34.8	40.9
이익잉여금	169.2	140.2	171.2	221.7	281.3
비지배지분	53.7	45.3	47.9	47.9	47.9
<b>자본총계</b>	591.2	559.4	599.1	655.8	721.4

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-165	-434	556	879	1,027
BPS	8,870	8,485	9,097	10,032	11,115
CFPS	2,193	1,372	2,218	2,283	2,245
DPS	45	45	45	45	45
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-55.9	-19.6	14.6	9.2	7.9
PER(최고)	-106.3	-26.2	18.3		
PER(최저)	-52.7	-16.2	11.8		
PBR	1.04	1.00	0.89	0.81	0.73
PBR(최고)	1.98	1.34	1.12		
PBR(최저)	0.98	0.83	0.72		
PSR	0.34	0.42	0.31	0.29	0.27
PCFR	4.2	6.2	3.7	3.6	3.6
EV/EBITDA	7.8	11.1	6.0	4.8	4.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-36.2	-10.8	7.5	5.1	4.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
ROA	-0.5	-1.8	2.6	3.6	4.0
ROE	-1.9	-5.0	6.3	9.2	9.7
ROIC	-6.7	1.2	6.6	9.4	11.0
매출채권회전율	12.2	9.5	10.6	9.8	9.7
재고자산회전율	5.6	4.4	5.2	4.8	4.7
부채비율	149.6	143.2	141.3	132.3	122.3
순차입금비율	63.8	67.3	53.4	33.4	15.0
이자보상배율	2.6	0.4	2.0	2.6	2.9
<b>총차입금</b>	653.9	593.6	593.6	593.6	593.6
순차입금	377.0	376.2	320.1	218.9	108.2
NOPLAT	126.1	84.0	144.1	157.9	160.0
FCF	-121.2	49.8	77.2	129.1	138.5

투자이견 변동내역 (2개년)

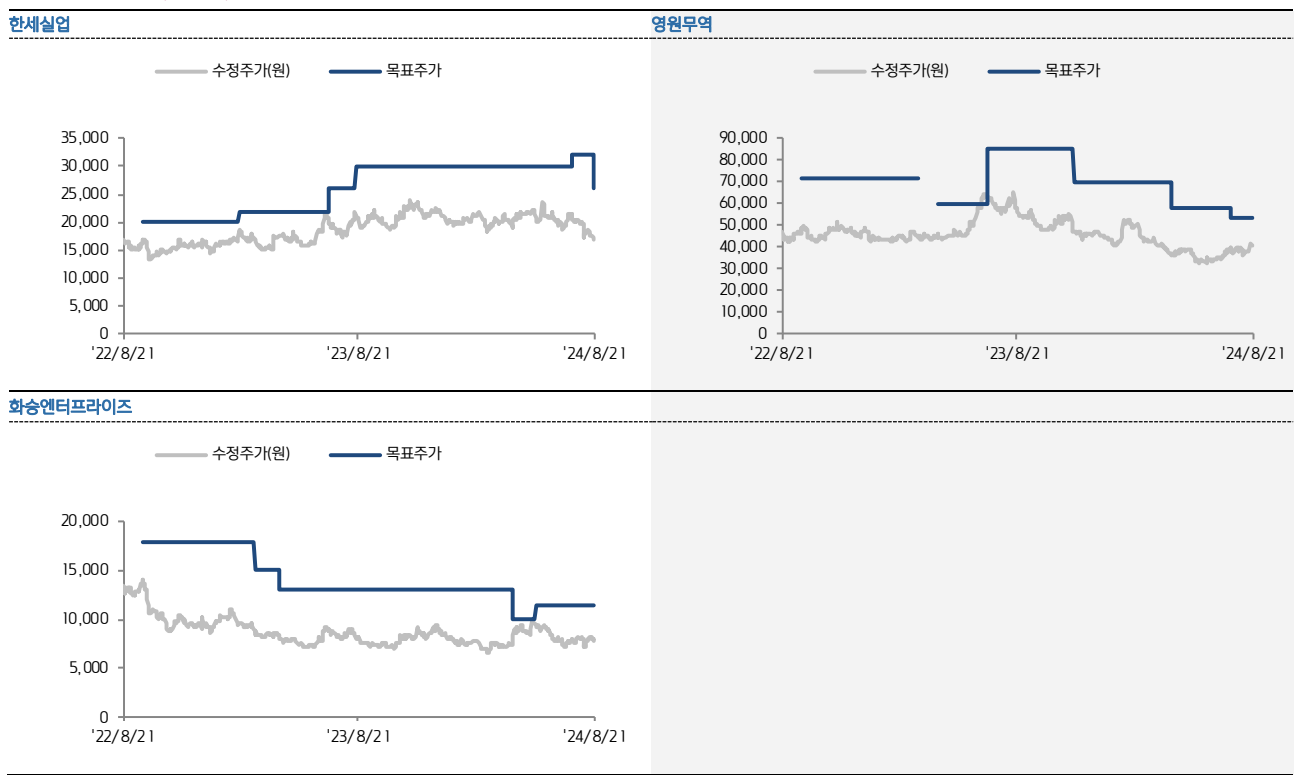
종목명	일자	투자이견	목표 주가	과리율(%)			종목명	일자	투자이견	목표주가	과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비					가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
한세실업 (105630)	2022-09-20	Buy (Initiate)	20,000원	6개월	-21.78	-13.25	영원무역 (111770)	2022-09-20	Buy (Initiate)	72,000원	6개월	-36.93	-28.75
	2023-02-16	Buy (Maintain)	22,000원	6개월	-22.48	-15.86		2023-04-21	Buy (Reinitiate)	60,000원	6개월	-17.02	7.50
	2023-03-21	Buy (Maintain)	22,000원	6개월	-24.86	-15.86		2023-07-06	Buy (Maintain)	85,000원	6개월	-29.89	-23.65
	2023-04-21	Buy (Maintain)	22,000원	6개월	-22.66	-2.50		2023-08-16	Buy (Maintain)	85,000원	6개월	-35.86	-23.65
	2023-07-06	Buy (Maintain)	26,000원	6개월	-26.83	-16.15		2023-11-17	Buy (Maintain)	70,000원	6개월	-34.77	-32.71
	2023-08-16	Buy (Maintain)	30,000원	6개월	-31.11	-20.00		2024-01-12	Buy (Maintain)	70,000원	6개월	-36.10	-25.29
	2023-11-17	Buy (Maintain)	30,000원	6개월	-30.83	-20.00		2024-04-17	Buy (Maintain)	58,000원	6개월	-37.84	-31.72
	2023-11-20	Buy (Maintain)	30,000원	6개월	-30.02	-20.00		2024-07-19	Buy (Maintain)	53,000원	6개월	-26.98	-21.98
	2024-01-12	Buy (Maintain)	30,000원	6개월	-30.54	-20.00		2024-08-21	Buy (Maintain)	53,000원	6개월		
	2024-04-17	Buy (Maintain)	30,000원	6개월	-28.58	-25.67							
	2024-05-22	Buy (Maintain)	30,000원	6개월	-30.04	-21.33							
	2024-07-19	Buy (Maintain)	32,000원	6개월	-40.68	-36.09							
	2024-08-21	Buy (Maintain)	26,000원	6개월									
	화승엔터 프라이즈 (241590)	2022-09-20	Buy (Initiate)	18,000원	6개월	-44.79		-22.22					
2023-03-13		Buy (Maintain)	15,000원	6개월	-42.95	-41.27							
2023-03-21		Buy (Maintain)	15,000원	6개월	-43.57	-41.27							
2023-04-21		Buy (Maintain)	13,000원	6개월	-39.99	-28.69							
2023-07-06		Buy (Maintain)	13,000원	6개월	-38.05	-28.69							
2023-08-16		Buy (Maintain)	13,000원	6개월	-39.53	-28.69							
2023-11-17		Buy (Maintain)	13,000원	6개월	-36.15	-36.15							
2023-11-20		Buy (Maintain)	13,000원	6개월	-33.91	-27.15							
2024-01-12		Buy (Maintain)	13,000원	6개월	-39.31	-27.15							
2024-04-17		Buy (Maintain)	10,000원	6개월	-9.60	0.00							
2024-05-22		Buy (Maintain)	11,500원	6개월	-27.45	-17.48							
2024-07-19	Buy (Maintain)	11,500원	6개월	-28.90	-17.48								
2024-08-21	Buy (Maintain)	11,500원	6개월										

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2023/07/01~2024/06/30)

매수	중립	매도
94.71%	5.29%	0.00%