

## COMPANY ANALYSIS

BUY

## Stock Price

목표주가	13,600 원
현재주가	9,600 원
상승여력	41.7%

## Stock Information

시가총액	5,889 억원
발행주식수	6,058만주
유동주식비율	32.35 %
52주 최고가	10,160 원
52주 최저가	6,580 원
외국인 지분율	5.82 %
KOSPI	2561.2
KOSDAQ	743.4

## Valuation Wide

Multiple	2022	2023E	2024E
P/E	-55.9	-19.6	11.2
MKT P/E	7.2	19.1	7.35

## Share Performance

주가상승률	1M	6M	12M
절대주가(원)	8.8	-5.8	12.3
상대주가(원)	10.1	-3.3	-1.2

## Price Trend



## KUVIC Research Team 6

메일	kuvic_korea@naver.com
팀장	41기 Senior 임학경
팀원	41기 Senior 박유병
	41기 Senior 허재원
	42기 Junior 강미서
	42기 Junior 김범기

## Who We Are



## 화승엔터프라이즈(241590)

## GAZELLE 가질래?

## Key Point

**1) OEM이 꿈꾸는 최적의 타이밍:** OEM은 Cyclical 산업으로 전방사의 상대적인 재고 수준에 민감하게 영향을 받는다. 전방사의 매출액과 재고 자산의 갭이 커질수록 재고 쇼티지가 심화되며, 리스탁킹 수요로 위탁 생산 주문량이 증가하기 때문이다. 아디다스는 올해 3분기에 호실적을 기록하며 역대 최대 분기 매출액을 갱신한 한편, 재고자산은 하락하며 낮은 수준을 유지하고 있다. 이에 따라 매출액과 재고 자산의 갭이 벌어졌고, 아디다스의 ODM사인 동사의 Q 성장 사이클이 도래했을 것으로 전망한다.

**2) 단순히 점유율 확대로만 판단한다면 오산:** 최근 미중 무역 분쟁과 트럼프 당선에 의한 탈중국 움직임이 심화됨에 따라 아디다스는 중국 및 대만계 업체에게 집중된 물량을 동사에게 재할당하고 있다. 덕분에 동사는 아디다스 내 OEM사 간의 점유율을 확대하고 있고, 중장기적으로 점유율 1위를 목표로 하고있다. 중요한 점은 동사에게 새로 유입될 물량은 주로 고단가, 고마진의 스테디셀러 제품으로 구성된다는 점이다. 따라서 동사는 단순 M/S 확대 뿐만 아니라, 스테디셀러 제품 믹스의 확대에 따라 P 상승과 C 하락으로 영업 레버리지 효과의 극대화가 예상된다.

## 2025F 매출액 2조1,254억, 영업이익 1,464억 전망

25년, 26년 동사의 매출액은 각각 2조1,254억원(+30.2%, YoY), 2조6,536억원(+24.9%, YoY)으로 전망하며, 영업이익은 각각 1,464억원(+89.8%, YoY), 2,665억원(+82%, YoY) 수준을 달성할 것으로 전망한다. OPM은 24년 5% 수준으로 25년 7%, 26년 10%로 수익성 개선 효과가 예상된다. 이는 다품종 소량 생산 체제의 신발 제조업에서, 스테디셀러라는 대량 생산 제품의 비중이 증가함에 따른 생산성 증대 효과에 기인한다.

## 투자의견 'Buy', 목표주가 13,600원

Footwear OEM 사업을 영위하는 Global Peer 업체들의 멀티플을 추종할 것으로 예상하여 Peer PER Valuation Method를 적용하였다. 아디다스를 포함한 신발 위탁 생산업을 주된 사업으로 영위하고 있는 대만계 기업 4개 업체를 동사의 Peer Group으로 선정하였으며, 대만 지수 대비 코스피 지수의 할인율을 적용하여 Target PER 11.18배를 산출하였다. 이에 따라 2025F 목표주가 13,600원, 상승 여력 41.7%로 매수의견을 제시한다.

## Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,139	1,654	1,214	1,633	2,125
YoY (%)	2%	45%	-27%	35%	33%
영업이익 (십억원)	7	53	13	77	146
YoY (%)	-89%	644%	-75%	495%	90%
영업이익률 (%)	1%	3%	1%	5%	7%
당기순이익 (십억원)	-7	-8	-25	36	93
EPS (원)	-108	-165	-434	469	1216
P/E (배)	-	-	-	8.0	4.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research 6팀

표 1. 요약손익계산서

(단위: 억 원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액_Bull</b>	<b>11,158</b>	<b>11,386</b>	<b>16,540</b>	<b>12,138</b>	<b>16,330</b>	<b>21,686</b>	<b>27,033</b>
YoY%	-	2.0%	45.3%	-26.6%	34.5%	32.8%	24.7%
<b>매출액_Base</b>	<b>11,158</b>	<b>11,386</b>	<b>16,540</b>	<b>12,138</b>	<b>16,330</b>	<b>21,254</b>	<b>26,536</b>
YoY%	-	2.0%	45.3%	-26.6%	34.5%	30.2%	24.9%
<b>매출액_Bear</b>	<b>11,158</b>	<b>11,386</b>	<b>16,540</b>	<b>12,138</b>	<b>16,330</b>	<b>21,124</b>	<b>26,356</b>
YoY%	-	2.0%	45.3%	-26.6%	34.5%	29.4%	24.8%
<b>영업이익_Bull</b>	<b>625</b>	<b>71</b>	<b>528</b>	<b>130</b>	<b>771</b>	<b>1,582</b>	<b>2,802</b>
OPM %	6%	1%	3%	1%	5%	7%	10%
YoY%	-	-88.6%	643.8%	-75.5%	495.2%	105.1%	77.1%
<b>영업이익_Base</b>	<b>625</b>	<b>71</b>	<b>528</b>	<b>130</b>	<b>771</b>	<b>1,464</b>	<b>2,665</b>
OPM %	6%	1%	3%	1%	5%	7%	10%
YoY%	-	-88.6%	643.8%	-75.5%	495.2%	89.8%	82.0%
<b>영업이익_Bear</b>	<b>625</b>	<b>71</b>	<b>528</b>	<b>130</b>	<b>771</b>	<b>1,428</b>	<b>2,615</b>
OPM %	6%	1%	3%	1%	5%	7%	10%
YoY%	-	-88.6%	643.8%	-75.5%	495.2%	85.2%	83.1%
기타수익	252	232	419	331	309	323	345
기타비용	-260	-188	-736	-379	-391	-423	-482
금융수익	67	42	165	130	101	110	127
금융비용	-200	-130	-309	-398	-327	-263	-206
지분법손익	3	-6	-2	-1	-1	-2	-2
<b>당기순이익_Bull</b>	<b>559</b>	<b>-68</b>	<b>-75</b>	<b>-253</b>	<b>360</b>	<b>1,024</b>	<b>1,992</b>
NPM %	5%	-1%	0%	-2%	2%	5%	7%
<b>당기순이익_Base</b>	<b>559</b>	<b>-68</b>	<b>-75</b>	<b>-253</b>	<b>360</b>	<b>933</b>	<b>1,887</b>
NPM%	5%	-1%	0%	-2%	2%	4%	7%
<b>당기순이익_Bear</b>	<b>559</b>	<b>-68</b>	<b>-75</b>	<b>-253</b>	<b>360</b>	<b>906</b>	<b>1,848</b>
NPM%	5%	-1%	0%	-2%	2%	4%	7%

## CONTENTS

<b>I. 산업분석</b>	<b>4</b>
산업소개	4
아디다스의 부활: 운, 타이밍, 노력의 Samba-악자	4
아디다스의 해결사 비외른 굴덴의 등장	6
아디다스의 OEM 中 화승엔터프라이즈를 주목해야하는 이유	8
<b>II. 기업분석</b>	<b>10</b>
아디다스가 웃으면 우리도 웃는다	10
효율적인 생산 체계	10
고생 끝에 삼바 온다	11
주가 추이 분석	13
<b>III. 투자 Point</b>	<b>14</b>
아디다스의 실적에서 찾는 화승엔터프라이즈 매수에 대한 두 가지 힌트	14
OEM이 꿈꾸는 최적의 타이밍	14
단순히 점유율 확대로만 판단한다면 오산	15
<b>IV. 투자 Risk</b>	<b>17</b>
아디다스 트렌드의 장기 지속성	17
<b>V. Valuation</b>	<b>18</b>
매출 추정 논리	18
비용 추정 논리	21
Valuation Method	22

# I. 산업분석

## 산업 소개

동사는 글로벌 **스포츠 브랜드 신발 ODM** 사업을 영위한다. 그 중에서도 아디다스 그룹의 풋웨어 제품을 주요 생산하고 있는데, 따라서 동사의 산업을 이해하려면 아디다스 그룹이 속한 **스포츠 풋웨어 산업**을 함께 봐야 한다. 이 산업에서 두드러진 대표 브랜드로는 나이키, 아디다스, 뉴발란스, 푸마등이 있으며, 스포츠 풋웨어는 크게 기능성 운동화와 스니커즈로 나뉜다.

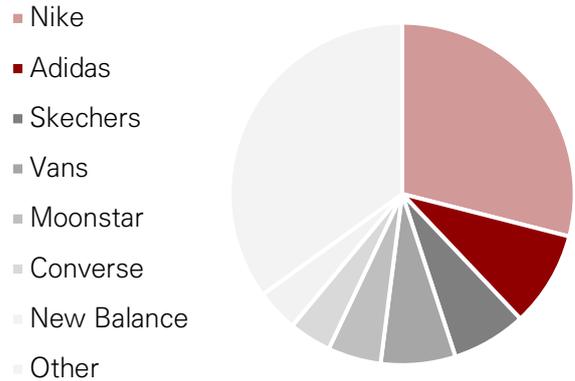
스포츠 브랜드, 스포츠와 패션의 융합

아디다스라는 이름이 'All Day I Dream About Sports'라는 약어에서 유래했듯이, 아디다스 그룹을 포함한 대부분의 스포츠 풋웨어 제조사들은 스포츠를 기반으로 성장해왔다. 나이키의 "조던" 시리즈는 1984년 농구화로 출시되었고, 아디다스의 "스페지알(Spezial)"은 1979년 핸드볼 운동화로 처음 선보였으나, 현재는 모두 일상 생활에서도 애용되는 **라이프스타일 아이템**으로 자리 잡았다. 이와 같이 스포츠 풋웨어 브랜드들은 단순히 스포츠 용품을 제작하는 데 그치지 않고 패션과 스포츠가 융합된 라이프스타일 브랜드로 변모해가고 있다. 이는 전 세계 소비자들에게 스포츠 **풋웨어에 대한 수요를 촉진**하는 중요한 동력으로 작용하고 있다.

그림 1. 아디다스 인기 라이프스타일 제품군



그림 2. 풋웨어 브랜드 M/S



자료: Adidas

자료: KUVIC 6팀, Felix Richter

## 아디다스의 부활: 운, 타이밍, 노력의 Samba-악자

### 존 도나호가 불러온 나이키의 침체

레트로 열풍에 탄력받은 아디다스와 하락세를 겪는 나이키

스포츠 패션 브랜드 산업에서 오랜 기간 양대 산맥을 형성해 온 나이키와 아디다스는 최근 몇 년 사이 상반된 전략을 펼치며 서로 다른 방향으로 성장하고 있다. 시장의 부동의 1위를 지켜온 나이키는 2020년 존 도나호(John Donahoe)가 CEO로 선임된 이후 하락세를 경험하고 있는 반면, 아디다스는 2023년 비외른 굴덴(Bjørn Gulden) 선임 후 **레트로 트렌드와 러닝 열풍의 부활로 반사이익**을 얻고 있다. 실제로 스니커즈를 주로 취급하는 미국 1위의 리셀 플랫폼 StockX에 의하면, 2024년 1월에서 6월까지 아디다스 점유율이 **68퍼센트** 확대된 반면, 나이키는 **11퍼센트** 줄어들었다고 밝혔다.

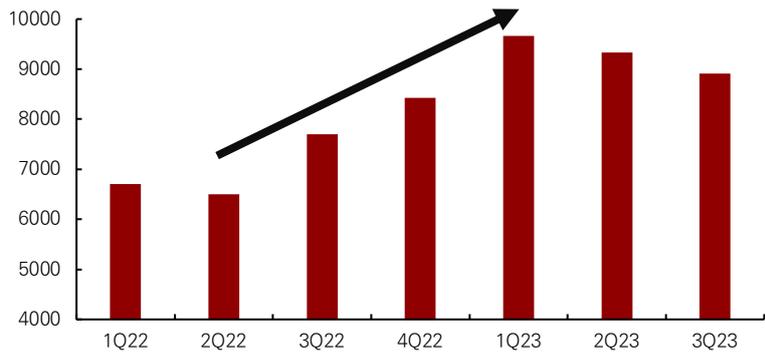
존 도나호는 나이키 합류 전 이베이와페이팔 등 이커머스 업계를 이끈 경험으로 유명하며, 그의 취임 후 나이키는 **온라인 채널**에 집중하는 전략을 취했다. 그는 마진이 높은 온라인 채널로 자원을 집중하면서 오프라인 리테일 파트너, 특히 풋커와 같은 **유통 채널을 대폭 축소**하는 결단을 내

D2C: 중간 유통단계를 거치지 않고 소비자에게 직접 제품을 판매하는 방식

렸다. 이 전략은 코로나 팬데믹 시기 사회적 거리두기와 비대면 소비가 일상화되면서 큰 성공을 거두었으나, 이후 오프라인 쇼핑 수요가 회복되면서 리테일 매장에서 나이키 제품을 찾기 어려워졌고, 이는 매출에 직접적인 악영향을 미쳤다. 코로나 팬데믹 시기 비대면 소비 확대를 통해, 2021년도 1분기 매출이 전분기대비 **68%** 성장한 105억 9천만 달러를 기록했으나, 다음 2분기에는 **6%** 성장에 그친 후 분기별 매출 성장률은 좀처럼 반등하는 모습을 보여주지 못하고 있다.

나이키는 이 상황을 수습하기 위해 대량생산을 늘려 제품 접근성을 높이는 전략을 꺼냈지만, **과잉 공급으로 오히려 브랜드 가치를 훼손**하고 말았다. 특히 한정판 조던 시리즈 등 나이키의 인기 모델이 정가로 쉽게 구할 수 있는 대중적 제품으로 전략하면서 소비자들의 신뢰와 희소성 가치가 손상되었다. 이러한 재고 관리 실패는 **D2C 모델의 또 다른 약점**을 드러내기도 했다. D2C에 집중한 나이키는 과도한 재고를 스스로 부담해야 하는 부담이 커졌고, **2019년부터 2022년까지 평균 약 70억 달러였던 재고 자산이 2023년 1분기에는 97억 달러까지 증가**하는 등 심각한 재고 관리 문제에 직면했다. 이런 상황 속 인플레이션 여파로 미국 소비 심리가 위축되었고, 나이키 매출의 두 번째 주요 시장인 중국에서는 애국 소비 트렌드로 인해 현지 매출이 악화되며 상황은 더욱 악화되었다.

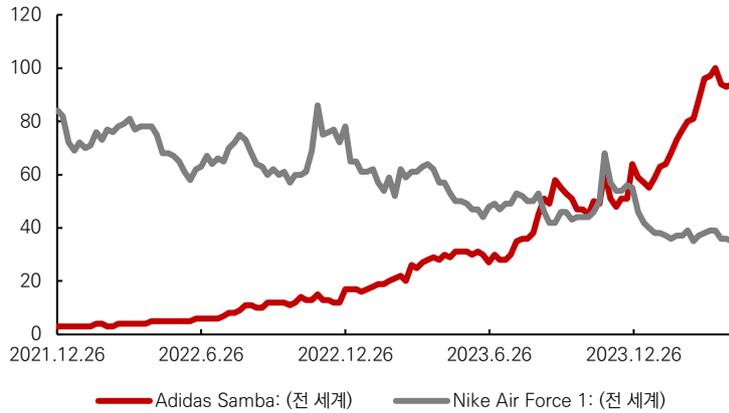
그림 3. 나이키 분기별 재고자산 (billion USD)



자료: KUVIC 리서치 6팀, Nike

반대로 굴뚝은 푸마를 이끈 경험을 바탕으로 D2C(direct-to-consumer) 모델의 한계를 일찍이 인지하고 아디다스의 **오프라인 리테일 채널을 지속적으로 유지**해왔다. 코로나 이후에도 리테일 채널의 중요성을 강조한 아디다스는 오프라인 매장과 온라인을 균형 있게 활용하며 유연한 접근을 보였다. 나이키가 고전하는 사이, 아디다스는 레트로 트렌드를 활용하여 오리지널 라인의 인기 모델인 가젤, 삼바, 스페지알 등을 통해 다시 주목을 받았다.

그림 4. Adidas Samba vs. Nike Air Force 1 GoogleTrends



자료: KUVIC 리서치 6팀, GoogleTrends

이러한 전략 차이는 나이키의 **브랜드 정체성**에도 영향을 미쳤다. 나이키는 조던 및 어패럴의 인기를 활용해 고가 라이프스타일 제품에 집중함으로써 본래의 '혁신적인 스포츠 브랜드'라는 정체성이 **약화**되었다는 평가를 받고 있다. 이와 같은 틈을 타 기능성 운동화 부문에서는 온 러닝, 호카와 같은 중저가 경쟁 브랜드들이 부상하고 있으며, 아디다스도 러닝화 시장에서 점유율을 확장하고 있다.

최근 아디다스는 실적 발표에서도 브랜드의 근본적인 정체성을 '스포츠'로 명확히 규정하며, 오리지널 라이프스타일 라인의 흥행을 **단순한 유행에 그치지 않고 스포츠 중심 브랜드로서의 입지**를 공고히 하겠다는 의지를 밝혔다. 이로써 아디다스는 라이프스타일과 스포츠 양 분야에서 균형을 이루며 브랜드 가치를 강화하고, 경쟁자들과 **차별화된 포지셔닝**을 유지하고 있다.

### 아디다스의 해결사 비외른 굴덴의 등장

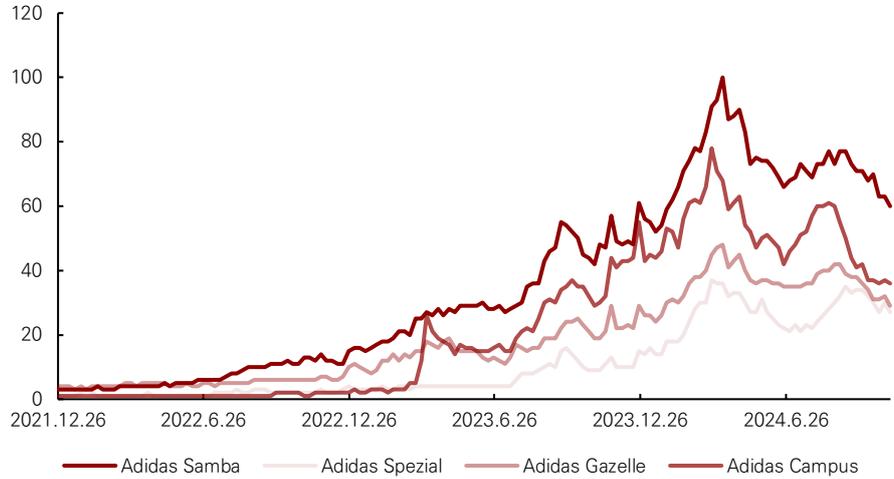
굴덴이 아디다스 CEO 로 부임했을 당시, 회사는 내부와 외부 문제로 인해 총체적인 위기를 겪고 있었다. 칸예 웨스트와의 이지(Yeezy) 신발 계약 종료로 인해 판매 가능한 수백만 켈레의 재고가 쓸모없어졌고, 전 CEO 카스퍼 로르스테드(Kasper Rorsted)의 보수적인 경영으로 인해 아디다스는 트렌드를 주도하기보다 뒤따라가는 브랜드로 전략했다. **러시아 매장 철수와 중국 매출 둔화**로 인해 중요한 D2C 시장에서 큰 타격을 입으면서 위기는 더욱 심화되었고, 2022년 4분기에는 영업 손실 7억 2,400만 유로를 기록하기에 이르렀다. 이러한 상황 속에서 굴덴은 자신만의 해결책을 내놓았다. 푸마에서의 **성공적인 경영 경험**을 바탕으로, 그는 과도하게 높은 목표 달성을 지향하는 대신 "낮은 목표 설정의 높은 달성"을 강조하는 리더십을 선보였다.

새로운 유행의 선두주자, 아디다스

첫 번째로 주목한 시장은 **삼바**와 같은 레트로 스타일 신발의 수요 증가였다. 굴덴은 삼바 모델의 생산을 수백만 켈레로 확대하며, 디자이너 웨일스 보너(Grace Wales Bonner)와 구찌와의 협업을 통해 삼바의 브랜드 이미지를 세련되게 끌어올렸다. 특히 삼바는 나이키의 청키한 농구화 스타일과 차별화되는 **슬림한 실루엣과 스웨이드 재질**로 소비자들에게 어필하며, 나이키의 에어포스 1 이나 조던 1 이 주춤한 사이 아디다스의 대표 제품으로 자리 잡았다. 또한, 굴덴은 삼바와 유사한 테라스 스니커즈 라인을 통해 **고마진의 안정적인 수익원을 확보**했다. 굴덴이 2023년 1월 CEO로 선임된 이후 아디다스 1분기 영업이익은 바로 QoQ로 흑자전환을 이루었으며, 최근 3분기 영업이익은 비수기임에도 영업이익률 9.3% 영업이익 5,980만 유로를 기록하였다. 전년 동기 영업이익률이

6.8%였던 것에 비해 괄목할 만한 성장을 이루어낸 것으로, 1년 만에 실적 개선을 위한 전략이 가시적인 성과를 거두고 있음을 보여준다.

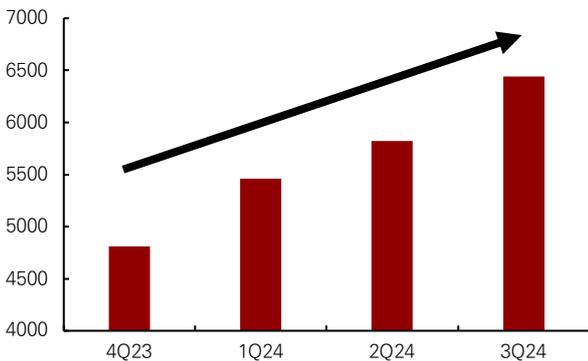
그림 5. 아디다스 인기 모델 GoogleTrends



자료: KUVIC 리서치 6팀, GoogleTrends

2024년 유럽 축구 선수권 대회에서 아디다스는 굴덴 CEO의 공격적인 전략에 힘입어 유럽 시장에서 스포츠 브랜드로서의 입지를 강화하였다. 굴덴은 유럽 팀 유니폼 생산을 **300%** 확대하는 과감한 방안을 제안하여 유럽 축구 시장에서 아디다스의 점유율을 획기적으로 확대하는 데 성공하였다. 결과적으로 **3백만 개 이상의 유니폼**이 판매되었고, 이러한 성과는 아디다스가 캐주얼 브랜드에 이어 스포츠 브랜드로서의 정체성 또한 재확립하는 데 결정적인 역할을 했으며, 특히 대회에서 우승을 차지한 스페인 대표팀과의 공식 후원 관계는 브랜드 인지도 향상에 크게 기여하였다. 굴덴의 전략은 실적에도 반영되면서 아디다스는 2024년 3분기 매출이 전분기 대비 약 **11%** 증가하는 성과를 기록하여 **역대 최대 분기 매출**을 기록하였다.

그림 6. Adidas Quarterly Sales (million euros)



자료: KUVIC 리서치 6팀, Adidas

그림 7. Adidas, Summer of Sports



자료: Adidas

코로나 팬데믹? 오히려 좋아

코로나 팬데믹 동안에는 야외운동 인구가 급격히 증가하면서 러닝화 수요가 크게 늘어났다. 이로 인해 러닝화는 이제 단순한 운동화가 아닌 일상에서도 착용하는 라이프스타일 아이템으로 자리잡았다. 나이키는 한때 이 분야에서 두각을 나타냈지만, 최근에는 고가의 패션 아이템에 주력하면서 본래의 혁신적 스포츠 브랜드로서의 정체성이 약화되기 시작했다. 그 결과, 러닝화 시장에서는 나이키가 잠시 주춤하는 동안 아디다스가 러닝화 시장에서도 존재감을 키워가고 있다. 굴덴은 이러한 러닝화 트렌드를 발 빠르게 반영하여

아디다스의 강력한 제품 포트폴리오와 기술력을 활용해 러닝 시장에서도 꾸준한 수요를 확보하고 있다. 실제 아디다스의 **아디제로 아디오스 모델**은 올림픽 및 주요 마라톤 대회에서 좋은 성과를 거두면서, 아디다스 러닝화에 대한 수요가 확대되었다.

**그림 8. 2024 파리 올림픽 남자 마라톤 Top 5 착용 운동화 제품**

순위	선수명, 국가	운동화 제품
1	Tamirat Tola, Ethiopia	Adidas Adizero Adios Pro Evo 1
2	Bashir Abdi, Belgium	Asics Metaspeed Edge Paris
3	Benson Kipruto, Kenya	Adidas Adizero Adios Pro Evo 1
4	Emile Cairess, Great Britain	Adidas Adizero Adios Pro Evo 1
5	Deresha Geleta, Ethiopia	Nike Vaporfly 3

자료: KUVIC 리서치 6팀, Brian Metzler

### 아디다스의 OEM 中 화승엔터프라이즈를 주목해야하는 이유

아디다스 OEM 시장에서 **선두 자리를 유지**해 온 유원공업은 최근 동사와의 점유율 격차가 점차 좁혀지고 있으며, 중장기적으로 동사가 2028년에는 유원공업을 제치고 **시장 점유율 1 위**에 오를 것으로 전망된다. 동사는 유원공업 대비 **생산 구조의 효율성과 비용 경쟁력** 면에서 우위를 점하고 있어, 향후 글로벌 시장에서 점유율을 확대하며 경쟁력을 강화할 전망이다.

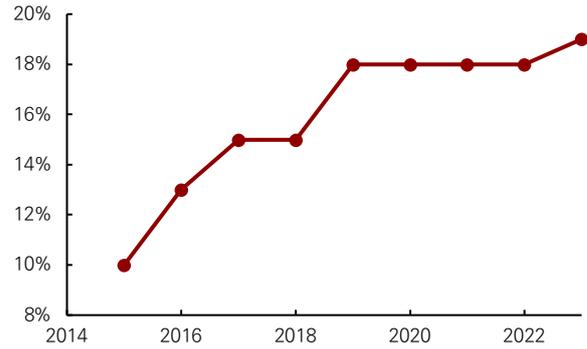
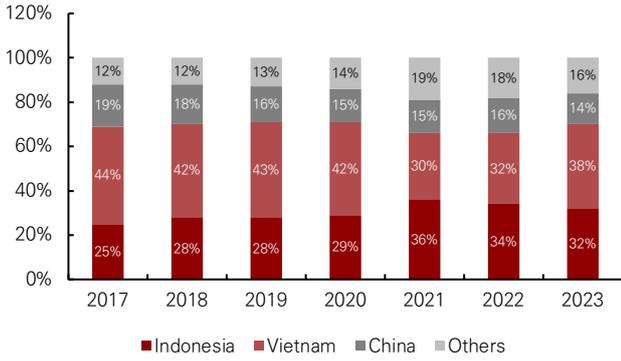
유원공업의 경우 생산능력의 약 **40% 이상이 중국**에 집중되어 있고, 본 생산기지에서도 수직계열화를 이루어 중국 의존도를 줄이기 어려운 구조적 한계를 가지고 있다. 또한 트럼프 대통령의 재선으로 중국에 대한 **관세 정책**이 더욱 강화될 가능성이 높아, 아디다스는 유원공업을 비롯한 대부분의 중국 및 대만계 OEM 사에 대한 물량을 줄이며 **탈중국 움직임**이 심화될 것으로 보인다.

일찌감치 블루오션에 자리잡은 동사

생산 비중의 **95% 이상**을 베트남과 인도네시아에 집중 배치한 동사는 유연하고 경쟁력 있는 생산 구조를 확보하고 있다. 베트남 공장은 수직계열화가 완료되어 생산 효율성을 극대화하였고, 2026년까지 **인도네시아 공장 증설**을 통해 인건비가 상대적으로 낮은 지역에서의 생산 비중을 더욱 확대할 예정이다. 이러한 생산 배치는 **인건비 절감과 생산성 증가**를 동시에 이루며, 탈중국과 같은 관세 회피 현상에서도 자유롭다. 동사의 가동률이 지속적으로 상승하고 있다는 점과, 이에 따라 동사의 **마진율**이 증가하고 있다는 점이 위 사실을 증명한다. 위와 같은 변화에 따라, 유원공업을 비롯한, 중국 및 대만계 OEM 사들의 물량이 동사로 넘어오면서 **M/S의 변화가 일어나고 있다**. 유원공업이 2016년 30%에서 2022년 25%로 점유율이 감소한 반면, 동사는 같은 기간 동안 점유율을 12%에서 22%로 대폭 확대하였다.

그림 9. 아디다스 운동화 지역별 생산 비중 변화추이

그림 10. 아디다스 운동화 부문 화승엔터프라이즈 점유율 추이



자료: KUVIC 리서치 6팀, 한국IR협의회리서치센터

자료: KUVIC 리서치 6팀, 한국IR협의회리서치센터

특히 동사에게 유입되는 제품군은 주로 **라이프스타일 계열의 스테디 셀러 라인**으로 이루어지며, 내년에는 가젤, 슈퍼스타, 스탠스미스 등 글로벌 수요가 높은 제품군의 물량이 추가됨에 따라 기존 전체 매출 비중의 **1%에서 이후 20%**를 차지할 전망이다. 동사는 중장기적으로 스테디셀러의 라이프스타일 계열의 스테디셀러 제품군의 매출 비중을 40%까지 확보함에 따라, 핵심 제품군에 대한 지배력을 강화하고, 동시에 수익성을 꾸준히 개선하는 것을 목표로 하고 있다. 결론적으로, M/S의 확대와 핵심 제품 생산 비중 확보는 아디다스 글로벌 OEM 시장에서 동사의 지배력 강화에 기여할 것으로 전망된다.

OEM 업체들 사이에서 동사의 M/S 성장은 단순히 점유율 확대뿐만 아니라 스테디셀러 제품 비중의 증가에 따른 **안정적인 매출원 확보 및 수익성 개선**이라는 효용을 내포한다.

## II. 기업분석

화승엔터프라이즈  
아디다스 내 운동화 제조업체 중  
M/S 2위

### 아디다스가 웃으면 우리도 웃는다

동사는 2015년 11월에 설립되어, 12월 화승인더스트리로부터 화승VINA의 지분 100%를 현물 출자 받았다. 글로벌 스포츠 브랜드의 신발, 의류, 모자, 섬유 등을 제조 및 공급하는 ODM사로, 아디다스 내 운동화 제조업체 중 **M/S 2위**를 차지하고 있다. 아디다스 그룹을 주력 거래사로 확보하고 있으며, 동사가 위탁생산하는 아디다스 신발 제품은 오리지널 풋볼 25%, 오리지널 러닝 25%, 그 외 중저가 라인 50%로 구성된다. 단순히 신발을 제작하는 것뿐만 아니라, 디자인과 개발 과정에도 참여하는 등 고객사와의 긴밀한 협업으로 최종 제품의 품질과 기능성을 강화한다.

동사가 주로 생산하던 제품은 아디다스의 **중저가 라인**이 대부분이었다. 그러나 약 1%에 불과하던 고단가의 스테디셀러 비중이 2024년도 4분기에는 5%으로, 2025년에는 **20%까지 성장**할 것으로 밝혀 주목할 만하다. 스테디셀러는 마진과 생산성 측면의 우위에 있어, 향후 **믹스 개선에 따른 수익성 증진**이 가능해졌기 때문이다.

### 효율적인 생산 체계

동사는 아디다스의 생산 계획에 따라 생산량이 결정되며, 수익성 개선을 위해 수직 계열화와 생산 지역 확장 전략을 채택하고 있다.

### 생산 지역

동사의 생산기지는 베트남 법인 2곳 (HS Vina, Hwaseung Rach Gia)과 인도네시아 법인 (PT. HwaSeung Indonesia)를 중심으로 운영되고 있으며, 중국 법인 2곳(Jangchun Shoe Manufacturing Dalian, Jangchun Shoe Manufacturing Tongliao)에서 생산하고 있다. 베트남, 인도네시아, 중국에서의 생산비중은 각각 50%, 45%, 5%이다. 특히 앞선 두 국가에서 생산을 집중하는 이유는 **인건비가 상대적으로 저렴**하고, 동남아시아 지역이 글로벌 스포츠 의류 및 신발 생산 허브로 자리 잡고 있어 **유리한 물류 인프라**를 제공하기 때문이다. 인건비 상승으로 어려움에 직면한 중국 및 대만 OEM사와 다르게, 동사는 **노무비가 가장 낮은 인도네시아** 비중을 늘리고 있다, 26년에도 인도네시아 공장의 CAPA 증설이 예상된다. 인도네시아 정부 또한 친 기업적 정책을 펼치면서 화승의 새로운 생산거점으로 부상하고 있다.

### 수직계열화

우선 마진과도 직결되는 원재료의 경우, 모회사인 화승인더스트리로부터 신발 제조에 요구되는 **원 재료를 공급받고 생산**한다. 이후 화승인더스트리에 신발 완제품을 판매하고, 화승인더스트리가 아 디다스에 신발을 재판매하는 사업구조를 채택하고 있다.

국가별 제조업 평균 급여(USD)  
중국: 830.75  
베트남: 348  
인도네시아: 196.33

그림11. 화승 Value Chain



자료: KUVIC 리서치 6팀

또한 동사는 현지 공장을 인수하여 자체 생산 역량을 강화하는 전략을 추진하고 있다. 특히, 외부 공급업체로부터 부품을 조달할 때 발생하는 지연시간 축소를, 최근 수주부터 선적까지의 기간을 **90일에서 최대 30일까지 단축**시켰다.

동사는 대영섬유의 종속기업인 USG(United Sweethearts Garment)의 지분 100%를 인수하며 갑피 부분에 필요한 **고품질 원단을 안정적으로 확보**하게 되었고, 갑피를 자체적으로 생산할 수 있는 내재화 기반을 마련했다.

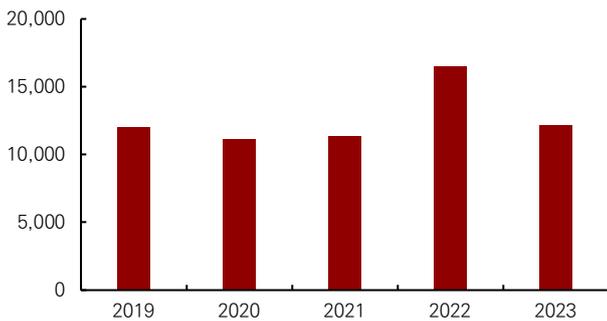
또한 자회사 HS폴리텍을 통해 신발의 중창도 내재화를 이루었다. 부스트폼과 같은 고기능성 중창 소재는 제조 원가가 높은 편이기에 자체 생산을 통해 중간 마진을 줄여 **원가를 낮추고 수익성을 극대화**할 수 있다. 이에 따라 동사는 중창의 밀도, 탄성, 내구성 등을 세밀히 조정함에 따라 고객사의 요구에 맞춘 맞춤형 제품에 대한 개발도 가능하다는 **ODM 업체로서의 차별점**이 있다.

### 고생 끝에 삼바 온다

이지 Not EASY

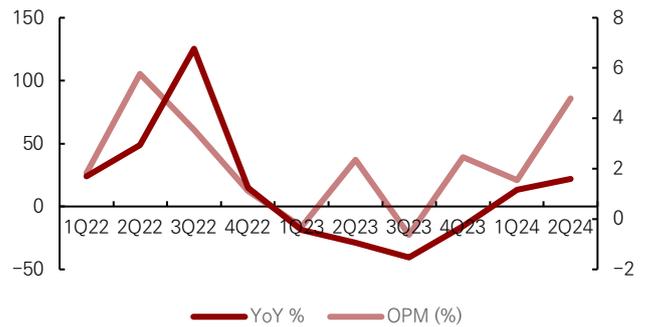
동사의 신발제품은 아디다스 그룹 향 매출이 **90%이상**을 차지한다. 아디다스가 이지부스트 제품 생산을 중단하고 이지 시리즈 재고를 떠안으면서, 동사의 공장 내 가동률 회복이 더디짐과 동시에 매출 감소로까지 이어졌다. 매출액 1.6조를 달성한 2022년에 비해 2023년에는 매출액 1.2조를 달성하며 YoY -26.6%의 역성장을 기록했으며, 영업이익은 2022년 528억원에서 2023년 130억 원으로 감소했다. 2022년 이지부스트 생산 중단에 따라 아디다스 그룹이 발주량을 축소한 것이 동사에 미친 결과이다. 아디다스의 재고 조정이 마무리되며 2024년 상반기 동사 실적은 7,370억원, 영업이익 241억원(YoY +263.7%)으로 **빠르게 회복 중**이다. 현재 아디다스는 이지 라인업을 제외한 모든 라인에서 고성장 중인 것에 더하여 아디다스의 고가 제품의 생산 비중이 늘어나면서, 전방사 실적 회복 및 리스타킹 영향을 받아 2Q24부터 가동률 정상화에 따라 **OPM 상승**이 기대된다.

그림 12. 화승엔터프라이즈 연도별 매출액 (단위: 억원)



자료: KUVIC 리서치 6팀, 화승엔터프라이즈 사업보고서

그림 13. OPM(%) & 매출액 YoY(%)



자료: KUVIC 리서치 6팀, 화승엔터프라이즈 사업보고서

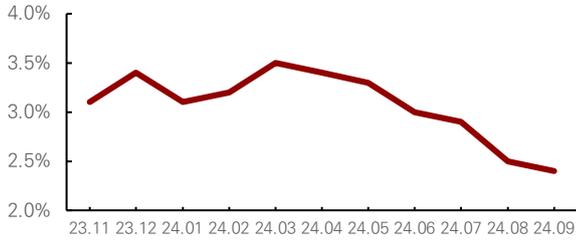
### 비용 부담 완화

동사는 현재 2500억원 정도의 차입금 규모로 인해 전년도 기준 약 370억원의 이자비용을 지불한 바 있다. 하지만 동사는 뛰어난 현금 창출 능력을 바탕으로 내년에 차입금 규모를 **300-400억원까지 줄일 것**으로 보고있다. 또한 향후 기준 금리 인하에 따라 동사의 차입금에 대해 부과될 이자율 자체가 낮아질 것으로 전망한다. 본 리서치팀이 분석해본 결과, 변동이자부 차입금의 이자율이 1% 변동할 경우, 동사의 차입금 이자 부담이 약 **40억원 감소**하는 것으로 나타났다.

2024년 9월 미국은 빅 컷(0.5%포인트 금리인하)을 단행하고, 2024년 11월 8일 미국 연준은

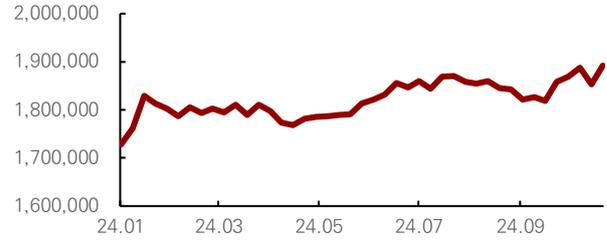
FOMC에서 기준금리를 현행 4.75~5.00%에서 4.50~4.75%로 추가적으로 낮췄다. 또한 11월 첫 주에는 2021년 11월 이후 실업수당 지속 청구 건수가 최고치로 증가하며 **경기침체 우려**가 커지고, 인플레이션율이 안정화 추세에 접어들며 추가 금리인하의 가능성이 고조되고 있다. 연준의 금리 인하 사이클이 다시 도래함에 따라 동사의 이자 비용 부담 역시 **완화될 것으로 기대된다.**

그림 14. 인플레이션율 변화 추이(%)



자료: KUVIC 리서치 6팀, FRED

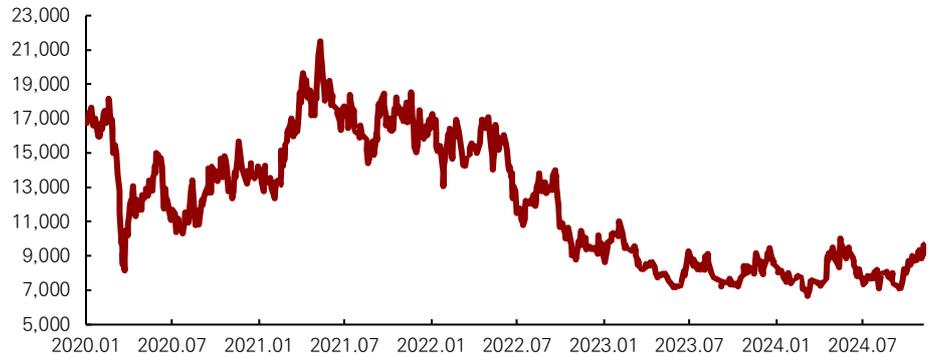
그림 15. 24년 실업 수당 지속청구 건수



자료: KUVIC 리서치 6팀, Trading Economics

## 주가 추이 분석

그림 16. 화승엔터프라이즈 주가 추이



자료: KUVIC 리서치 6팀, 인베스팅닷컴

### 1. Yeezy와 함께 Easy한 성장: 2020년~2022년

상장 이후 동사는 이지(Yeezy) 시리즈의 부스트폼을 생산하여 이 성장 기간 동안의 수혜가 컸다. 이지 부스트에 사용된 혁신적 부스트폼을 적용한 제품은 프리미엄 제품군에 속해 제품 단가가 높아 동사의 마진율을 상승시키며 주가 상승을 견인했다.

### 2. 아디다스 판매 부진과 지속적인 하락세: 2022년~2023년

카니에 웨스트가 자신의 SNS 계정에 반유대주의적 내용을 게시하면서 아디다스는 카니에 웨스트와의 파트너십을 해지했다. 논란 이후 이지부스트 제품 생산을 중단하게 되면서 아디다스는 재고 조정을 위해 발주량을 조절하였고, 신규 주문보다 재고 소진에 집중하며 아디다스 신발을 주력 제품으로 하는 동사의 주가도 함께 추락하였다.

### 3. 아디다스와 화승의 주가 디커플링: 2023년~2024년

2023년 4분기를 기점으로 재고조정이 마무리 국면에 진입하면서 아디다스의 주가는 반등했다. 다만 아디다스는 Destocking 기초를 지속적으로 유지했고, 특히 아디다스의 실적 개선은 동사의 생산 비중이 낮은 특정 인기 제품군(삼바, 가젤, 프레데터)의 판매 증가에 의존한 것이어서 직접적인 수혜를 받지 못했다.

### 4. 화승의 주가 성장 모멘텀: 2024년 하반기~

동사는 4Q24부터 기존에 생산비중이 낮았던 오리지널 라이프스타일 시리즈 생산을 본격화할 것으로 예정되어, 과거와 달리 아디다스 호실적의 수혜를 온전히 누리며 오더 개선 추세와 함께 가파른 턴어라운드 가능성이 있다고 기대한다. 고단가 믹스 상승 및 주문량 증가로 동사의 수익성 개선과 더불어 동사에게 오랜 기간 적용된 저평가 또한 다소 해소될 것으로 전망한다.

### III. 투자 Point

#### 아디다스의 실적에서 찾는 화승엔터프라이즈 매수에 대한 두 가지 힌트

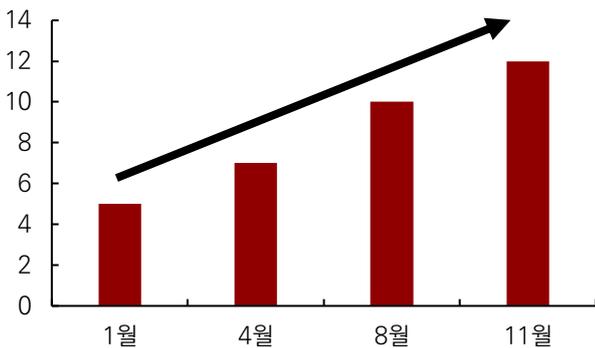
아디다스는 연초 영업이익 가이드선으로 5억 유로를 제시하였으나, 7억유로 > 10억 유로 -> 12억 유로로, 최근 실적발표에서는 연초 대비 140% 높은 가이드선을 제시.

Y2K 트렌드에 힘입어 풋웨어 브랜드로 입지를 다지고 있는 아디다스는 지난 3분기 실적 발표에서 **역대 최대 매출액을 갱신하며 굳건한 성장세를** 증명했다. 또한 연간 영업이익 가이드선은 기존 10억 유로에서 12억 유로로 올해만 살펴봐도 3차례에 걸쳐 상향하며, 기대치를 계속해서 높이고 있다. 해당 호실적은 여전히 **풋웨어 사업 부문의 성장이 주도**했다.

이렇듯 아디다스가 탑라인의 성장과 함께 수익성 제고를 이룰 수 있었던 배경에는 **1) 재고 안정화를 통한 운전 자본의 감소와 2) 고단가로 책정된 라이프스타일 계열의 스테디셀러 제품 매출 중심의 성장**에 있다. 위 두 요인은 아디다스 실적뿐만 아니라, 아디다스의 OEM사, 특히 그 중 동사에게 있어 중요한 핵심 동력으로 작용하고 있다.

그림 17. 아디다스 OP 가이드선 상황 (단위: 억 유로)

그림 18. 골덴 아디다스 어닝콜 발췌



*"...our lifestyle product has been hitting very, very high sales list*  
*...*  
*there were some concerns do we have enough inventory because it's so low right now..."*

Bjørn Gulden

자료: KUVIC 리서치 6팀, Adidas

자료: Adidas

#### OEM이 꿈꾸는 최적의 타이밍

OEM사는 기본적으로 **Cyclical 산업**으로 전방사의 상대적인 재고 수준에 민감하게 영향을 받는 경향이 있다. 전방사의 재고 수준이 높고, 그에 반해 매출액이 높지 않다면 위탁 생산 주문량이 줄어들 것이다. 반대로 말해, 재고 수준이 빠지는 구간에 매출액이 높은 수준을 기록한다면 그만큼 전방사는 **재고의 쇼티지를 겪으며 위탁 생산 주문량이 급증**하게 될 것이다.

그림 19. 화승엔터프라이즈 매출 추이

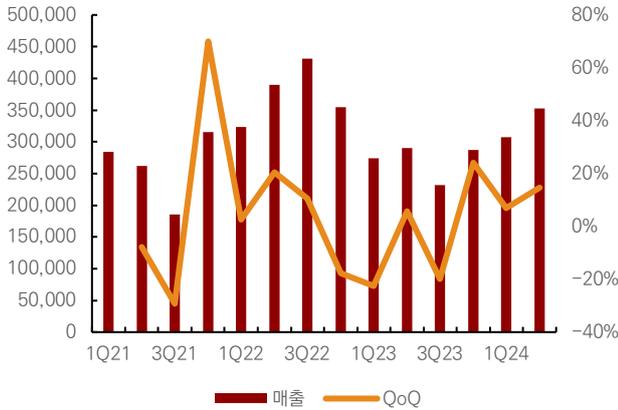
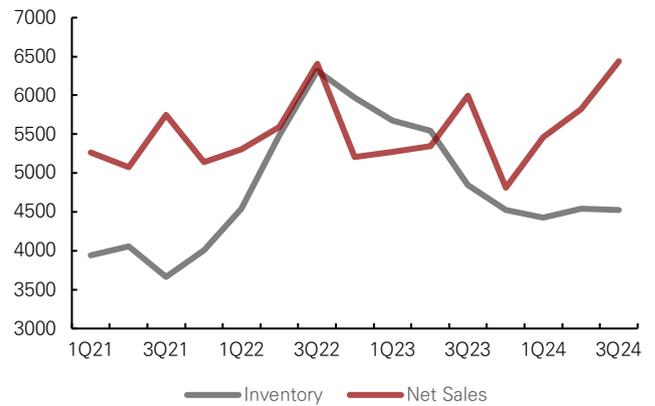


그림 20. 아디다스 재고자산/매출 추이



자료: KUVIC 리서치 6팀, GoogleTrends

자료: Adidas

실제로 21년 3분기 아디다스는 재고자산과 매출액의 갭이 극대화되며 재고 쇼티지가 발생하였고, 이에 따라 동사의 같은 해 4분기 매출의 QoQ 성장률이 급격히 상승한 모습을 볼 수 있다. 또한 아디다스의 재고자산과 매출액의 갭이 급감한 22년도 2~3분기 이후에, 동사의 같은 해 3~4분기 매출이 역성장하기 시작하며 QoQ로 성장률이 급감하였다.

아디다스는 올해 3분기에 호실적을 기록하며 역대 최대 매출액을 갱신한 한편 재고자산은 22년 3분기를 기점으로 하락 추세를 유지, 이번 3분기 또한 지난 분기 대비 낮은 수준의 재고를 기록하였다. 이에 따라 아디다스는 다시 재고 쇼티지가 발생하고 있음을 짐작할 수 있으며, 이에 따라 위탁 생산 주문이 급증하면서 동사의 매출 성장이 크게 성장할 수 있는 국면이 도래했다고 예상된다.

동사는 지난 2분기에 98%에 달하는 가동률을 기록했으며, 하반기에는 생산 능력의 한계를 체감하게 될 가능성이 높다. 이에 따라 25년도에 인력 충원을 통한 기존 CAPA의 보강을, 그리고 26년도에는 인도네시아 공장의 증설을 통해 새로운 CAPA 창출을 목표로 하고 있다. 단연 필요에 의해 증가한 동사 CAPA는, 아디다스의 주문 급증에 따라 곧바로 높은 수준의 가동률을 통해 전사 Q 증가에 크게 기여할 것으로 전망한다.

### 단순히 점유율 확대로만 판단한다면 오산

아디다스의 OEM 업체 중에서 동사를 제외한 대부분의 업체들은 대부분 중국 및 대만계 회사로 아디다스 위탁 생산의 90% 이상을 담당하고 있다. 해당 업체들은 긴 업력을 가지고, 주로 아디다스의 스테디셀러 계열의 제품 물량을 생산하고 있다. 최근 미중 무역 분쟁과 트럼프 당선에 의한 탈중국 움직임이 심화됨에 따라 아디다스는 중국 및 대만계 업체에게 집중된 스테디셀러 제품의 물량을 동사에게 할당하고 있다. 동사는 베트남과 인도네시아 생산 비중이 95%를 차지하기 때문에 중국산 제품에 부과되는 관세로부터 자유로우며, 인건비 측면에서도 비용 우위에 있기 때문이다.

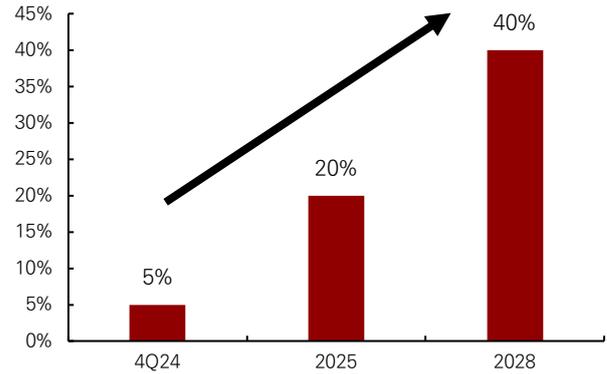
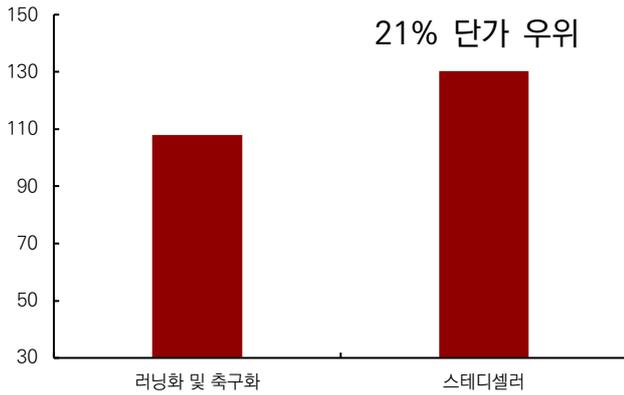
덕분에 아디다스 내 OEM사 간의 점유율에서 동사는 22년 18%에서 올해는 22%까지 육박하고 있다. 동사는 장기적으로 점유율 1위 달성을 목표하고 있으며, 매년 최소 1%의 점유율 추가 확보를 통해 28년에는 현재 점유율 1위 기업인 유원공업(28%)를 앞설 계획이다.

여기서 주목할 점은 동사에게 새로 유입될 물량은 주로 고단가, 고마진의 스테디셀러 제품으로 구성된다는 점이다. 라이프스타일 계열의 스테디셀러 제품군은 기존 코어 라인의 중

저가 제품 대비 완제품 기준으로 약 **21%의 단가 우위**에 있다. 또한 스테디셀러 제품의 **생산성은 타 제품 대비 압도적**이다. 신발 제조 산업은 기본적으로 다품종 소량 생산 체제이다. 기본적으로 모델 자체가 매우 다양하고, 각 모델마다 소재, 컬러, 사이즈에 따라 다시 다수의 제품으로 구별되기 때문이다. 반면 스테디셀러 제품군은 하나의 모델에 대한 수요가 매우 높기 때문에 대량 생산이 가능하고, 규모의 경제가 나타남에 따라 제조 비용이 감소하고 **영업 레버리지 효과**가 확대된다.

그림 21. 아디다스 스테디셀러 vs. 러닝화 및 축구화 평균 제품가 (\$)

그림 22. 화승엔터프라이즈 스테디셀러 제품 비중 추이



자료: KUVIC 리서치 6팀

자료: KUVIC 리서치 6팀, 화승엔터프라이즈

동사는 오는 4분기부터 스테디셀러 제품의 생산이 본격화되며 4분기 기준 5%의 비중을 차지할 전망이다. 전방사로부터 전달받은 Fact Sheet에 의하면, 동사의 내년 스테디셀러 제품 생산 비중을 20%까지 늘어날 것으로 예상되며, 중장기적으로 40%까지 확보할 것을 목표로 하고 있다. 스테디셀러 제품 믹스의 확대에 따라 **P는 상승하고, 동시에 C는 하락**하여 영업 레버리지 효과가 극대화되고, 공급 단위 당 이익기여도가 상당히 높은 수준을 보일 것으로 기대된다.

## IV. 투자 Risk

### 아디다스 트렌드의 장기 지속성

아직 끝나지 않은 삼바 열풍, 유행을 넘어 스테디셀러로 승부수

패션 시장, 특히 풋웨어 시장은 주로 3~4년 주기의 빠른 트렌드 변화를 보인다. 아디다스의 삼바를 비롯한 가젤, 스페지알, 캠퍼스 등 제품 라인 모두 2022년부터 주목받으며 브랜드 성장을 견인해 왔지만, 현재는 유행의 성숙기에 접어들었다는 의문이 제기된다. 그러나 본 리서치 팀은 아디다스의 성공이 일반적인 패션 트렌드와 같은 짧은 주기의 사이클로 그치지 않을 가능성이 높다고 판단한다. 이는 아디다스가 **클래식 계열의 스테디셀러 제품 중심으로 성장했다**는 점과 특정 지역에 국한되지 않은 글로벌 성장을 이룩했다는 점에서 비롯한다.

먼저, 아디다스의 최근 트렌드 부활은 신제품이 아닌, 삼바와 같은 스테디셀러 제품군에 기반하고 있다. 신제품의 경우 대중의 관심을 단기간에 끌어올리기 쉽지만, 반대로 유행 주기도 빠르게 지나가면서 브랜드의 지속 가능성을 제약할 수 있다. 일명 ‘**범고래**’로 불리었던 나이키의 신제품 판다 덩크 제품은 21년도에 출시되며 22년 말에 구글 트렌드 고점을 기록한 이후로 피크아웃을 맞이하고 있다. 반면, 아디다스 삼바는 같은 시기인 21년부터 부흥을 시작으로 24년도 현재까지 **꾸준한 검색량 증가세**를 유지하고 있다. 삼바는 1950년에 출시된 이후 오랜 시간 동안 아디다스를 상징하는 제품으로 자리매김해왔으며, 1966년 출시된 가젤 또한 라이프스타일 슈즈로서 유사한 입지를 다져왔다. 이는 삼바는 클래식 계열의 브랜드 파워에 힘입어, **일시적인 유행을 넘어 장기적 생명력을 확보한 제품**으로 소비자에게 포지셔닝되었음을 의미한다.

다음으로 아디다스는 북미뿐만 아니라 아시아, 유럽 등 다양한 지역에서 글로벌 트렌드로 부상하며, 전 세계적으로 라이프스타일 슈즈의 입지를 강화해 왔다. 일반적으로 특정 지역, 특히 **북미 시장 중심의 유행은 장기적인 성장보다는 일시적 유행에 그칠 가능성이 높다**. 예를 들어, 나이키의 조던 시리즈는 2023년에 북미 시장에서 폭발적인 인기를 얻으며 약 22% 매출 성장을 기록했으나, 바로 다음 해인 24년도 올해 역성장하며 전년도 성장은 일시적인 유행에 불과했음을 반증하고 있다. 반면, 아디다스는 **유럽과 아시아에서 각각 18%, 20%를 초과하는 매출 성장**을 기록하며, 단순한 지역적 유행을 넘어서는 패션 영향력을 전세계에 시사했다.

결론적으로 아디다스는 삼바와 같은 **스테디셀러 라인의 강화 전략**을 통해, 경쟁사와 차별화된 성장 동력을 기반으로 빠르게 변화하는 패션 및 스포츠웨어 트렌드 속에서 **지속 가능한 성장**을 이룰 수 있는 기반을 다져가고 있다.

그림 23. 나이키 Panda Dunks(범고래 운동화) GoogleTrends

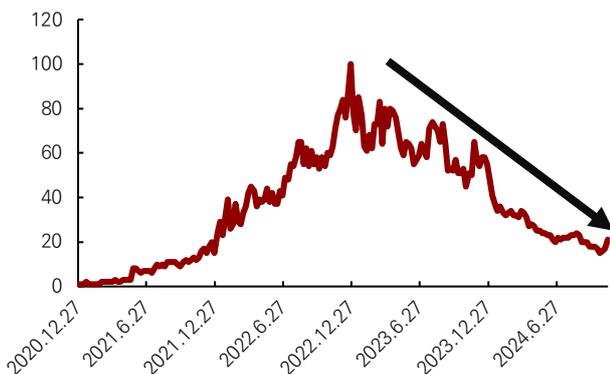
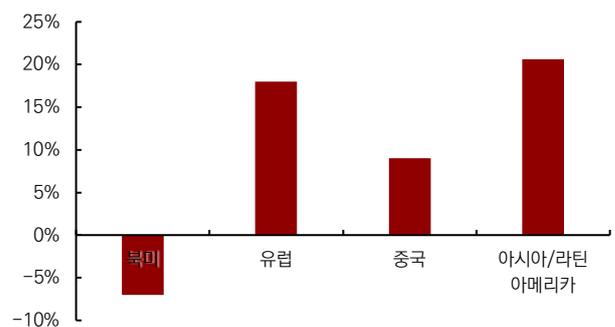


그림 24. 2024년 아디다스 지역별 매출 성장률



자료: KUVIC 리서치 6팀, GoogleTrends

자료: Adidas

## V. Valuation

표 2. 화승엔터프라이즈 매출 Table

사업부문 (단위:억 원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
합계	11,158	11,386	16,540	12,138	16,330	21,254	26,536
YoY	-	2%	45%	-27%	35%	30%	25%
신발	12,953	12,033	16,799	12,099	16,277	21,185	26,450
YoY	-	-7%	40%	-28%	35%	30%	25%
유통및기타	1,249	1,795	3,294	2,454	3,301	4,297	5,365
내부거래제거	-3,044	-2,442	3,555	-2,415	-3,249	-4,229	-5,279

자료: KUVIC 리서치 6팀, 화승엔터프라이즈 사업보고서

### 신발 추정

#### 신발 P 추정

표 3. 신발 ASP 추정 (단위: 원)

2024E	2025E	2026E
19,093	19,290	19,522

자료: KUVIC 리서치 6팀, 화승엔터프라이즈 사업보고서

기존에는 동사 내 주력 생산제품이 런닝화와 아디다스 중저가라인이었으나, 올 하반기부터 수익성 높은 스테디셀러 제품군이 유입되면서 ASP 상승이 예상된다.

먼저, 신규로 유입될 라이프스타일 제품군과 기존 코어 제품군의 ASP 차이를 구하였다. 본 리서치 팀은 아디다스의 국내 및 미국 홈페이지를 통해 총 418개 모델에 대한 판매 가격을 구한 뒤, 모델별로 라인을 구분하였다. 이에 따라 국내와 미국 모두, 기존 중저가 라인의 제품군 대비 라이프스타일 라인의 제품군의 평균 판매 단가가 약 21% 높다는 것을 확인할 수 있었다. 이를 토대로 동사의 기존 ASP에 약 21%의 프리미엄이 부과된 라이프스타일 제품군의 ASP를 산정했다.

다음으로 라이프스타일 제품군의 유입 비중을 연도별로 CASE 구분하여 추정하였다. 기존 가이드언스에 따르면, 25년에 해당 비중은 약 10%로 제시되었으나, 가장 최근 진행된 컨퍼런스 콜에서 20%로 가이드언스를 상향한 바가 있다. 따라서 기존 전망치인 25년도 라이프스타일 제품 비중 10%를 BASE, 최근 전망치인 20%를 BULL CASE로 추정하였다. 26년도 비중은 중장기적 목표(28년)에서 스테디셀러 제품 비중을 40%로 제시했다는 점에 착안하여 역산하였다.

최종적으로 라이프스타일 제품군의 유입 비중에 따른 연도별 Blended ASP를 산출하였다.

그림 27. New Blended ASP (단위: 원)

BASE CASE

2024E	2025E	2026E
19,093	19,290	19,522

BULL CASE

2024E	2025E	2026E
19,093	19,684	19,889

그림 28. 스테디셀러 제품 비중 (단위: 원)

BASE CASE

2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
5.0%	10.0%	15.9%	25.2%	40.1%

BASE CASE

2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
5.0%	20.0%	25.2%	31.8%	40.0%

자료: KUVIC 리서치 6팀

자료: KUVIC 리서치 6팀

신발 Q 추정

표 4. 신발 Q추정

회사명 (단위: 천 족)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
HS Vina Co.,Ltd.	43,312	25,643	33,338	28,124	41,696	52,058	62,080
HWASEUNG RACH GIA CO., LTD.	-	-	-	-	-	-	-
Jangchun Shoe Manufacturing Dalian Co.,Ltd.	5,728	4,552	4,235	3,577	5,121	7,031	8,385
PT. Hwa Seung Indonesia	27,041	28,561	30,080	23,973	36,714	48,092	66,798
JANGCHUN SHOE MANUFACTURING TONGLIAO CO., LTD	3,404	3,923	3,471	1,728	1,720	2,642	3,757
합계	79,485	62,679	71,124	57,402	85,250	109,823	141,020

자료: KUVIC 리서치 6팀, 화승엔터프라이즈 사업보고서

동사는 지난 2분기 98%의 가동률을 기록하면서 올해 생산능력의 한계를 체감할 것으로 예상된다. 이에 따라 25년에 인력충원을 통해 기존 CAPA를 확대하고, 26년도에 인도네시아 공장 증설을 통한 신규 CAPA 확장을 계획하고 있다.

먼저, 사업보고서 상 생산능력 산출 근거에 따라 동사 기존 CAPA의 증가분을 추정한다.

이를 위해 제조라인수와 시간당 생산량을 추정하였는데, 각각 동사의 M/S 확대 목표치와 신규 인력 증원에 따른 생산성 체증의 법칙을 적용하였다. 현재 기준 최대 가동률에 육박하고 있는 동사는 기존 공장의 제조라인 수를 늘림에 따라 인력 증원을 통한 CAPA 증대가 가능하다. 따라서 동사의 중장기적 M/S 확대 목표치에 따라 제조라인 수의 증가분을 추정하였다.

표 5. 중장기적 M/S 확대 계획

단위: %	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
M/S 확대계획	22.0%	22.9%	23.9%	24.9%	26.0%

다음으로 동사의 시간당 생산량의 경우, 신규 인력의 증가에 따라 일시적으로 하락하는 경향이 있다는 점을 발견했다. 실제로 제조라인수(인력)의 변화와 시간당 생산량(생산성)의 변화의 상관계수를 추정한 결과, -98%라는 높은 역의 상관관계를 보였다. 따라서 제조라

생산능력 산출 근거  
 제조라인수 \* 근무일수 \* 시간당  
 생산량 \* 일 근무시간  
 이 중 변수는 제조라인수와  
 시간당 생산량.

인 수 증가에 따른 생산성 하락과 회복 추세를 동사의 19년도 인력 증원 CASE를 참고하여 추정하였다.

**표 6. 생산가능수량 추정**

구분	제조라인수	근무일수	시간당 생산량	일 근무시간	생산 가능 수량
2022년	122	300	140	8	41,002,227
2023년	110	302	113	9	31,856,002
2024E	152	301	99	9	38,457,672
2025E	158	301	118	9	47,668,198
2026E	158	301	135	9	54,518,957

자료: KUVIC 리서치 6팀

26년도 인도네시아 CAPA 확장 계획의 경우, 지난 17년도에 인도네시아 CAPA 증설 CASE를 참고하여, 당좌자산 대비 집행 가능한 CAPEX를 추정하였다. CAPEX 대비 증설되는 CAPA 또한 17년도 CASE를 적용하였다. 다만 17년도 대비 현재 전방 고객사인 아디다스의 재고 수준이 약 67% 높다는 점에서 해당 비율만큼 할인하여 추정하였다.

따라서 26년 인도네시아 공장의 추가 증설분을 고려한 동사의 생산능력은 아래와 같다.

**표 7. 생산능력**

회사명 (단위: 천족)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
HS Vina Co.,Ltd.	43,956	36,712	41,002	31,856	38,458	47,668	56,845
HWASEUNG RACH GIA CO., LTD.	-	-	-	-	-	-	-
Jangchun Shoe Manufacturing Dalian Co.,Ltd.	7,200	7,200	5,400	3,642	4,062	5,035	6,005
PT. Hwa Seung Indonesia	26,907	30,000	35,896	26,652	38,607	47,853	66,467
JANGCHUN SHOE MANUFACTURING TONGLIAO CO., LTD	4,200	4,200	4,200	2,833	3,160	3,917	4,671
합계	82,263	78,112	86,498	64,983	84,287	104,473	133,987

자료: KUVIC 리서치 6팀, 화승엔터프라이즈 사업보고서

마지막으로 가동률의 경우, 생산능력의 증분에 따라 연동되는 경향이 있다. 이는 동사의 생산능력이 고정되어있지 않고 수요에 따라 변동한다는 점을 이해한다면, 제조라인의 수를 상황에 맞추어 조정한다는 점에서 생산능력 자체가 가동률의 성격을 띠고있기 때문이라는 것을 알 수 있다. 실제로 19~22년 4개년동안, 생산능력 증분에 따라 가동률도 높은 상관관계를 가지고 연동되는 모습을 보였다.(상관계수: 87.3%)

따라서 생산능력의 변화에 따라 가동률도 변화한다고 가정하였으며, 보수적 추정을 위해 각 생산기지마다 19년 이래로 기록한 최대가동률을 PEAK로 가정하여 그 이상으로 가동될 수 없다고 가정하였다.

**표 8. 가동률 추정**

회사명 (단위: 천족)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	2024E	2025E	2026E
HS Vina Co.,Ltd.	99%	70%	81%	88%	98%	109%	108%	109%	109%
HWASEUNG RACH GIA CO., LTD.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Jangchun Shoe Manufacturing Dalian Co.,Ltd.	80%	63%	78%	98%	140%	103%	126%	140%	140%
PT. Hwa Seung Indonesia	100%	95%	84%	90%	92%	90%	95%	100%	100%
JANGCHUN SHOE MANUFACTURING TONGLIAO CO., LTD	81%	93%	83%	61%	19%	83%	54%	67%	80%
합계	97%	80%	82%	88%	94%	99%	101%	105%	105%

자료: KUVIC 리서치 6팀

### 기타 사업

유통및기타 부문은 동남아 지역의 중계무역 및 원자재 현지 소싱을 통한 국내로의 구매대행 및 물류 업무를 수행한다. 본사업에 따른 물류 유통 사업을 영위한다는 점에서, 이는 본사업 매출액과 연동되는 경향이 있는데 이에 따라 산출한 두 사업 부문의 매출액은 높은 상관 관계를 보인다. (상관계수: 76%) 따라서 유통 및 기타 부문의 매출액은 신발 부문의 매출액과 연동되는 것으로 추정하였다.

내부 거래의 경우, 본 사업과 관련해서 선박 등의 비용 발생 시 계열 회사에서 발생한 비용에 대한 지불로 이루어진다. 다시 말해, 본 사업에 대한 운반비 항목의 변동비성 비용과 같은 성격을 보이기 때문에 신발 부문 매출액과 높은 역의 상관 관계에 있다. (상관계수: -94%) 따라서 내부거래제거 부문의 절대값을 신발 부문의 매출액과 연동되는 것으로 추정하였다.

표 9. 기타 매출 추정 (단위:억 원)

사업부문	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유통및기타	1,249	1,795	3,294	2,454	3,301	4,297	5,365
내부거래제거	-3,044	-2,442	3,555	-2,415	-3,249	-4,229	-5,279

자료: KUVIC 리서치 6팀

### 비용 추정 논리

비용 추정의 경우, 매출원가 및 판매비와관리비 계정으로 나누어 변동비와 고정비로 구분하여 추정하였다. 다만 기타비용 중 금융비용에서 특이사항이 있다.

동사는 작년 기준 약 2600억원의 부채에 따른 이자비용을 부담하고 있다. 이는 전년 대비 약 10% 감소한 수치로, 동사는 영업 활동을 통한 현금 창출을 통해 차입금 상환에 힘쓰고 있다. 또한 동사의 재무구조 상 변동이자부 차입금의 이자율이 1% 낮아질 때 마다, 이자비용이 40억 가량 감소한다. 미 연준은 올해 총 0.75BP의 기준 금리 인하를 단행하였으며, 금리 인하 기조가 유지됨에 따라 높은 수준으로 형성되어있는 기준 금리를 점차적으로 안정화할 것으로 전망된다. 따라서 전년도 대비 차입금의 감소분과 이자비용의 감소분을 25, 26년도에 적용하여 금융비용이 점진적으로 감소되는 것으로 추정하였다.

표 10. 이자비용 추정

(단위: 천 원)			(단위: 억 원)		
	당기말		2022	2023	
구분	1% 상승시	1%하락시	당기말 부채	2,937	2,633
세전 손익의 변동	-3,989,287	3,989,287	YoY	-	-10%

자료: KUVIC 리서치 6팀

## Valuation Method

### Peer PER

표 11. Valuation – Valuation Method (2025E)

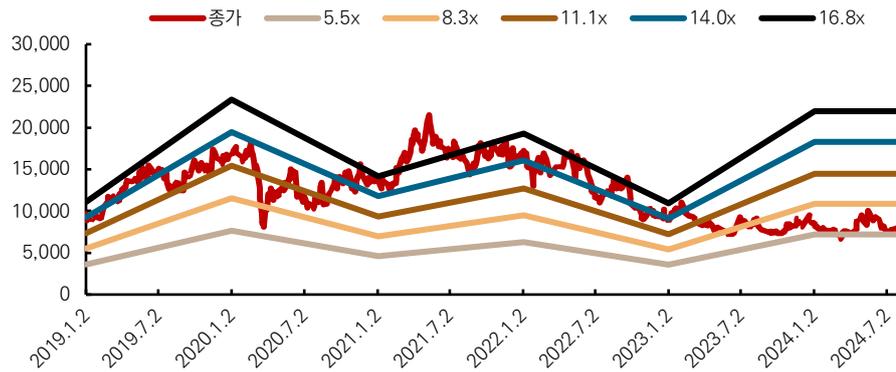
2025E 당기순이익 (단위: 원)	90,595,184,753
유통주식수	60,589,276
2025E EPS (단위: 원)	1,495
PER	6.5
Target Multiple	11.2
현재주가	9,600
목표주가	13,600
상승여력	41.7%

자료: KUVIC 리서치팀 6조

동사는 아디다스의 위탁생산 사업을 영위하는 글로벌 Peer 업체들 대비 상대적 저평가를 겪고있다. 저평가의 주된 요인으로는 1) 코로나 팬데믹에 따라 중저가 라인 생산 업체의 마진율이 크게 훼손되었다는 점, 2) 대규모 차입금으로 인한 과도한 이자비용으로 순익 창출 능력의 저하, 3) 코스피 지수의 부진이 있다. 다만, 위 요인은 1) 고단가 라인 비중의 증가와 가동률 상승으로 마진율이 회복되었으며, 추가적인 영업 레버리지가 기대된다는 점, 2) 높은 현금창출 능력으로 차입금 상환을 통한 이자비용의 절감이 이루어진다는 점에서 해소될 전망이다.

따라서 이후로는 글로벌 Peer 업체들의 멀티플을 추종할 것으로 예상되며, 아디다스를 포함한 신발 위탁 생산업을 주된 사업으로 영위하고 있는 대만계 기업 4개 업체를 동사의 Peer Group으로 선정하였다. 다만, 대만 지수의 주가수익률이 코스피 지수의 주가수익률 대비 저평가되어있다는 점은 여전히 할인 요소로 존재하므로, 코스피 지수 할인율 만큼 적용하여 Target PER을 산출하였다.

그림 29. 화승엔터프라이즈 12MF PER 밴드



자료: KUVIC 리서치 6팀, QuantiWise

실제로 동사의 PER Band에 따르면, 5~7%의 OPM을 유지하던 과거 PER 밴드는 주로 11.1x 밴드 상단에 위치하였다. 따라서 본 리서치 팀은 탑라인의 성장과 과거 수준의 수익성 회복에 따라, 동사의 Target PER로 11.18배가 적절한 수준이라고 판단한다.

### Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
  - 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
  - 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
  - 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.