

화승 엔터프라이즈 (241590)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

홍성원 RA

seongwon.hong@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

6,400

하향

현재주가

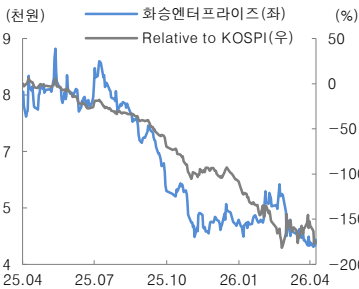
4,620

(26.04.10)

섬유의복업종

KOSPI	5858.87
시가총액	280십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	8,680원 / 4,470원
120일 평균거래대금	8억원
외국인지분율	5.73%
주요주주	화승인더스트리 외 3인 68.65%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.6	-6.2	-17.5	-43.0
상대수익률	-10.0	-26.6	-49.2	-76.2



가동률 하락으로 실적 부진 예상

- 관세 영향으로 고객사의 보수적인 재고 정책으로 손익 부진 지속
- 26년 6월 월드컵 앞두고 1분기까지 고객사는 기존 재고 소진에 집중
- 북중미 월드컵에 맞춘 고객사의 re-stocking 전략 확인하며 접근 필요

투자의견 BUY를 유지하나 목표주가를 6,400원으로 하향(-20%)

투자의견 BUY를 유지하나 목표주가를 6,400원(27년 예상 P/E 10배)으로 하향(-20%). 목표주가 하향은 관세 영향의 불확실성과 전방 산업의 경쟁 구도 변화를 고려하여 26-27년 실적을 하향 조정한데 따름

25년 2분기부터 미국 정부의 관세 정책으로 실적이 크게 부진. 글로벌 소매 기업들은 관세를 소비자 가격에 전가할 경우 수요가 부진할 경우를 대비해 평소보다 더 적은 재고 수준을 유지하길 원하는 상황. 26년 6월 북중미 월드컵을 앞두고 스포츠업계는 기존 보유 재고를 모두 소진하려고 함에 따라 동사와 같은 벤더사들의 실적 부진이 지속되고 있는 상황. 다만 26년 2분기부터 월드컵 관련 제품 제작이 시작될 것으로 보여 벤더사들의 실적은 1분기를 저점으로 개선될 가능성 높음. 지금 당장은 매출 감소에 전방 여파로 원가율의 추가 상승에 대한 우려 존재로 주가는 실적을 확인한 후 완만히 회복할 것으로 전망됨

1Q26 Preview: 가동률 하락 지속되며 실적 부진 지속된 것으로 예상

1분기 매출액과 영업이익은 각각 3,895억원(-8%), 90억원(-36%)을 기록할 것으로 전망(yoy)

1분기 관세 및 스포츠화 시장 경쟁 심화 등 영향으로 주력 제품 오더가 여전히 크게 늘지 않고 고객사의 스팟성 오더가 늘면서 효율이 크게 저하된 상황이 지속되었음. 수주 부족에 동남아 생산지의 라마단 기간이 겹치면서 가동률이 90%에 미치지 못하면서 매출 감소가 나타난 것으로 파악. 원가율 상승으로 인해 영업이익도 비교적 큰 폭으로 감소한 것으로 추정

(단위: 십억원, %)

구분	1Q25	4Q25	직전추정	당사추정	1Q26(F)			2Q26		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	423	398	446	389	-8.0	-2.2	377	441	13.8	13.1
영업이익	13	13	9	9	-36.2	-33.1	10	18	89.2	105.7
순이익	0	-14	4	-2	적전	적지	0	6	흑전	흑전

자료: 화승엔터, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,610	1,564	1,682	1,950	2,079
영업이익	83	36	69	93	120
세전순이익	41	-20	25	51	91
총당기순이익	34	-27	20	39	71
지배지분순이익	33	-29	20	39	71
EPS	546	-477	324	644	1,166
PER	15.8	NA	15.0	7.5	4.2
BPS	8,652	7,621	7,696	8,177	9,229
PBR	1.0	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE	6.4	-5.9	4.2	8.1	13.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %)

	수정전		수정후		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	1,804	2,075	1,682	1,950	-6.8	-6.0
영업이익	73	115	69	93	-5.9	-19.4
지배지분순이익	21	47	20	39	-6.5	-19.8
영업이익률	4.0	5.5	4.1	4.8		
순이익률	1.2	2.3	1.2	2.0		

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

표 1. 화승엔터 실적 추이 및 전망

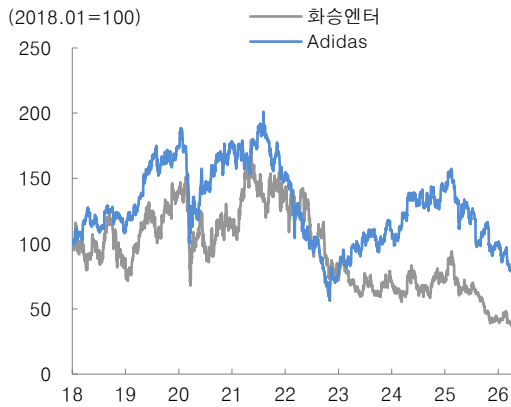
(단위: 십억원, %)

	2025				2026F				2025	2026F	2027F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	423	387	356	398	389	441	412	439	1,564	1,682	1,950
영업이익	13	9	0	13	9	18	16	26	36	69	93
영업이익률	3.2	2.4	0.0	3.2	2.2	4.0	4.0	6.0	2.3	4.1	4.8
YoY											
매출액	22.6	-1.2	-7.9	-18.1	-8.0	13.8	15.9	10.3	-2.8	7.5	16.0
영업이익	151.9	-50.4	-99.3	-67.4	-36.2	89.2	11,456.3	105.7	-56.8	93.5	34.5

주: K-IFRS 연결기준

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

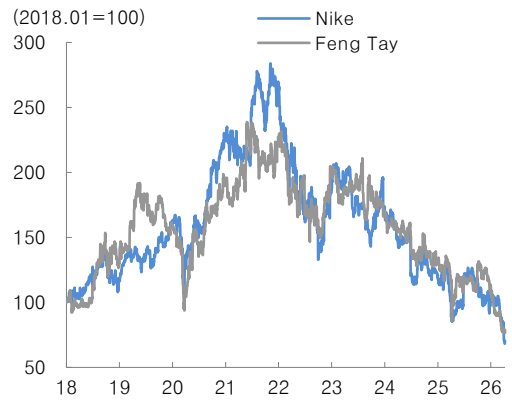
그림 1. Adidas vs. 화승엔터 주가



주: 2018.01=100 기준으로 산출

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 나이키 & 핑타이 주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

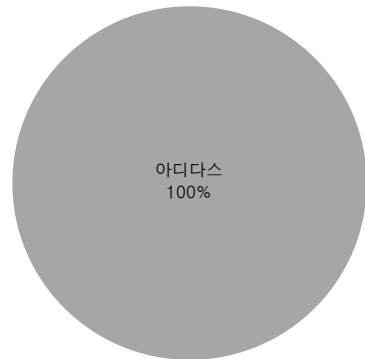
- 아디다스를 주 고객사로 하는 신발 ODM 업체
- 대주주인 화승엔터프라이즈의 지분율이 74%로 유동성이 떨어지는 점을 개선하고자 2018년 5월 무상증자를 단행한 바 있음
- 자산 1조 3,601억원, 부채 8,012억원, 자본 5,594억원
- 발행주식 수: 60,566,577주

주가 변동요인

- 원/달러 환율
- 고객사인 아디다스 실적

주: 자산 규모는 2024년 12월 말 기준
 자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

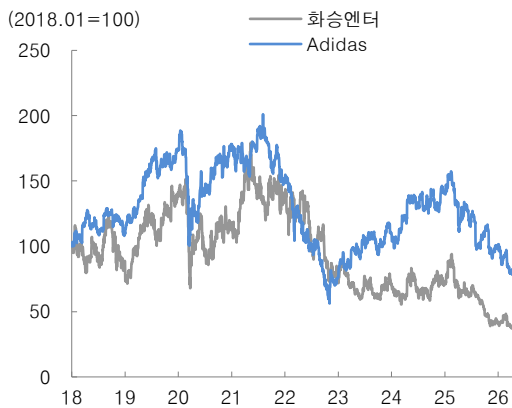
고객사 매출 비중 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

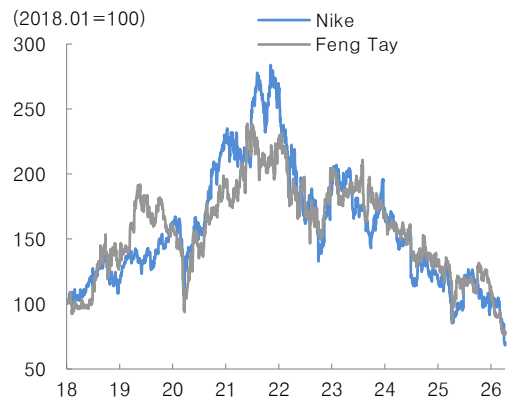
2. Earnings Driver

아디다스 & 화승엔터프라이즈 주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

나이키 & 핑타이 주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,610	1,564	1,682	1,950	2,079
매출원가	1,388	1,380	1,454	1,682	1,767
매출총이익	222	185	228	268	312
판매비와관리비	139	149	159	176	192
영업이익	83	36	69	93	120
영업이익률	5.1	2.3	4.1	4.8	5.8
EBITDA	154	111	138	160	186
영업외손익	-42	-56	-44	-42	-29
관계기업손익	0	1	1	1	1
금융수익	20	13	13	12	12
외환관련이익	26	20	22	21	21
금융비용	-43	-44	-34	-32	-28
외환관련손실	2	6	6	6	6
기타	-18	-25	-23	-23	-13
법인세비용차감전순손익	41	-20	25	51	91
법인세비용	-6	-7	-6	-11	-20
계속사업순손익	34	-27	20	39	71
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	-27	20	39	71
당기순이익률	2.1	-1.7	1.2	2.0	3.4
비배지분순이익	1	2	0	0	1
지배지분순이익	33	-29	20	39	71
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	-2	1	1	1
포괄순이익	63	-48	29	48	80
비배지분포괄이익	4	1	0	0	1
지배지분포괄이익	59	-49	29	48	80

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	546	-477	324	644	1,166
PER	15.8	NA	15.0	7.5	4.2
BPS	8,652	7,621	7,696	8,177	9,229
PBR	1.0	0.6	0.6	0.6	0.5
EBITDAPS	2,541	1,832	2,285	2,647	3,067
EV/EBITDA	6.8	6.7	4.6	3.7	2.8
SPS	26,566	25,819	27,756	32,186	34,319
PSR	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
CFPS	2,626	1,650	2,279	2,664	3,249
DPS	45	50	50	50	50

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	32.6	-2.8	7.5	16.0	6.6
영업이익 증가율	537.0	-56.8	93.5	34.5	29.2
순이익 증가율	흑전	적전	흑전	99.0	81.0
수익성					
ROC	7.7	5.5	7.0	9.8	12.7
ROA	5.7	2.5	5.3	7.1	9.1
ROE	6.4	-5.9	4.2	8.1	13.4
안정성					
부채비율	172.7	180.4	170.9	159.5	131.1
순차입금비율	86.0	91.5	71.9	59.8	40.5
이자보상배율	2.1	0.9	2.4	3.5	5.3

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	747	602	597	645	662
현금및현금성자산	116	114	144	136	123
매출채권 및 기타채권	206	113	117	130	136
재고자산	282	256	210	244	260
기타유동자산	143	120	127	135	143
비유동자산	791	720	692	668	657
유형자산	614	555	541	529	518
관계기업투자금	6	6	7	7	8
기타비유동자산	170	158	144	132	132
자산총계	1,538	1,321	1,289	1,312	1,319
유동부채	900	790	747	730	662
매입채무 및 기타채무	261	207	220	251	266
차입금	563	509	458	412	330
유동성채무	44	49	44	42	40
기타유동부채	32	26	25	26	27
비유동부채	74	60	67	76	86
차입금	26	15	25	34	43
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	48	44	42	43	43
부채총계	974	850	813	807	748
자배지분	524	462	466	495	559
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	129	120	120	120	120
이익잉여금	200	168	185	221	288
기타지분변동	165	144	132	125	121
비배지분	40	10	10	10	12
자본총계	564	471	476	506	571
순차입금	485	431	342	302	231

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	81	132	197	146	186
당기순이익	0	0	20	39	71
비현금항목의 가감	125	127	118	122	126
감가상각비	71	75	69	67	66
외환손익	-4	-3	-2	0	0
지분법평가손익	0	-1	-1	-1	-1
기타	58	56	51	55	60
자산부채의 증감	-42	67	87	16	26
기타현금흐름	-2	-62	-28	-32	-37
투자활동 현금흐름	-41	-36	-59	-60	-61
투자자산	20	10	-1	-1	-1
유형자산	-50	-52	-52	-52	-52
기타	-11	6	-7	-8	-9
재무활동 현금흐름	-56	-96	-96	-88	-125
단기차입금	42	-43	-51	-46	-82
사채	16	0	0	0	0
장기차입금	-1	9	9	9	9
유상증자	-40	0	0	0	0
현금배당	-3	-3	-3	-3	-3
기타	-70	-60	-51	-49	-49
현금의 증감	-6	-2	30	-8	-13
기초 현금	121	116	114	144	136
기말 현금	116	114	144	136	123
NOPLAT	70	48	54	72	94
FCF	86	66	68	85	104

자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

[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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

화승엔터프라이즈(241590) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	26.04.13	26.02.23	26.01.05	25.12.01	25.11.28	25.09.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	6,400	8,000	8,000	9,000	9,000	9,000
과리율(평균%)		(37.73)	(35.58)	(42.39)	(41.65)	(41.57)
과리율(최대/최소%)		(27.50)	(27.50)	(35.33)	(35.33)	(35.33)

제시일자	25.08.18	25.07.14	25.03.31	25.02.14	25.01.06	24.11.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	11,000	13,000	16,000	16,000	14,000	14,000
과리율(평균%)	(38.05)	(41.16)	(48.28)	(41.20)	(33.70)	(37.04)
과리율(최대/최소%)	(33.73)	(37.54)	(29.44)	(29.44)	(20.00)	(33.43)

제시일자	24.11.20	24.11.16	24.11.16	24.11.14	24.10.07	24.08.14
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)	(38.00)	(37.76)	(40.91)	(40.91)	(41.02)	(42.44)
과리율(최대/최소%)	(36.64)	(36.00)	(30.57)	(30.57)	(30.57)	(30.57)

제시일자	24.06.25	24.06.03	24.05.16	24.05.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	11,000
과리율(평균%)	(41.12)	(36.40)	(33.46)	(20.97)
과리율(최대/최소%)	(30.57)	(30.57)	(30.57)	(17.45)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260410)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.5%	9.5%	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 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상