

화승 엔터프라이즈 (241590)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

8,000

하향

현재주가

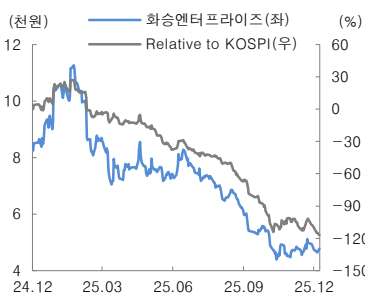
5,050

(26.01.02)

섬유의복업종

KOSPI	4309.63
시가총액	306십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	11,290원 / 4,680원
120일 평균거래대금	10억원
외국인지분율	5.68%
주요주주	화승인더스트리 외 3 인 68.65% 국민연금공단 5.11%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.0	-10.8	-35.8	-41.7
상대수익률	-7.3	-26.5	-54.2	-67.5



고객사의 보수적 재고 정책 지속되며 실적 부진

- 관세 영향으로 고객사의 보수적인 재고 정책으로 손익 부진 지속
- 26년 6월 월드컵 앞두고 1분기까지 고객사는 기존 재고 소진에 집중
- 2분기 월드컵에 맞춘 고객사의 re-stocking 전략 확인하며 접근 필요

투자의견 BUY를 유지하나 목표주가를 8,000원으로 하향(-12%)

투자의견 BUY를 유지하나 목표주가를 8,000원(26-27년 평균 예상 P/E 8배)으로 하향(-12%). 목표주가 하향은 관세 영향의 불확실성과 전방 산업의 경쟁 구도 변화를 고려한 valuation discount 상황을 반영한 것임

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 부진은 불가피. 다만 26년 1분기부터 월드컵 관련 제품 제작이 시작될 것으로 보여 벤더사들의 실적 개선 시점이 그리 멀지 않았다고 판단. 4분기 실적 발표 이후 1, 2분기 수주 동향 확인하며 접근하는 것이 적절

4Q25 Preview: 고객사의 보수적 재고 정책으로 실적 부진 지속

4분기 매출액과 영업이익은 각각 4,395억원(-10%), 88억원(-78%)을 기록할 것으로 전망(yoy)

관세 영향으로 주력 제품 오더가 여전히 크게 늘지 않고 고객사의 스팟성 오더가 늘면서 효율이 크게 저하된 상황이 지속되고 있는 것으로 파악. 이는 25년 2분기부터 관세에 대응하기 위해 고객사인 아디다스의 보수적인 재고 정책 때문인데 참고로 지난 3분기 아디다스는 매출이 yoy 3% 증가에 그쳤으나 재고는 yoy 21% 증가. 고객사로부터 수주가 늘지 않으면서 가동률 저하로 원가율 및 판관비율 상승으로 마진 하락이 지속되고 있으며 특히 24년 4분기 호 실적 부담에 따라 영업이익은 yoy 78% 감소한 88억원에 그칠 것으로 전망(영업이익률 4Q25 2.0% vs. 4Q24 8.1%)

(단위: 십억원, %)

구분	4Q24	3Q25	직전추정	당사추정	4Q25(F)			1Q26		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	486	356	446	439	-9.7	23.5	457	446	5.4	1.6
영업이익	39	0	4	9	-77.7	6,058.5	17	9	-33.5	1.6
순이익	21	-5	12	25	22.6	흑전	16	4	1,381.3	-85.6

자료: 화승엔터, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,214	1,610	1,732	2,091	2,251
영업이익	13	83	60	104	135
세전순이익	-19	41	41	87	118
총당기순이익	-25	34	32	68	92
지배지분순이익	-26	33	32	67	91
EPS	-434	546	525	1,103	1,503
PER	NA	15.8	14.8	7.0	5.2
BPS	8,485	8,652	9,213	10,360	11,915
PBR	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6
ROE	-5.0	6.4	5.9	11.3	13.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출. 자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,581	1,804	1,606	1,804	1.6	0.0
영업이익	32	73	32	73	-1.2	0.0
지배지분순이익	10	43	10	43	-3.0	0.0
영업이익률	2.0	4.1	2.0	4.1		
순이익률	0.7	2.4	0.6	2.4		

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

표 1. 화승엔터 실적 추이 및 전망

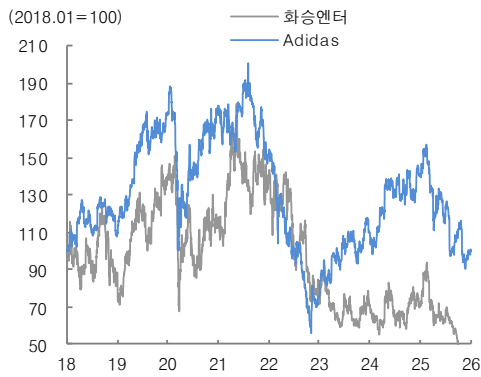
(단위: 십억원, %)

	2024				2025F				2024	2025F	2026F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	345	392	386	486	423	387	356	439	1,610	1,606	1,804
영업이익	5	19	19	39	13	9	0	9	83	32	73
영업이익률	1.5	4.8	5.0	8.1	3.2	2.4	0.0	2.0	5.1	2.0	4.1
YoY											
매출액	13.1	21.7	47.8	49.6	22.6	-1.2	-7.9	-9.7	32.6	-0.2	12.3
영업이익	흑전	147.6	흑전	392.6	151.9	-50.4	-99.3	-77.7	537.0	-61.6	131.8

주: K-IFRS 연결기준

자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

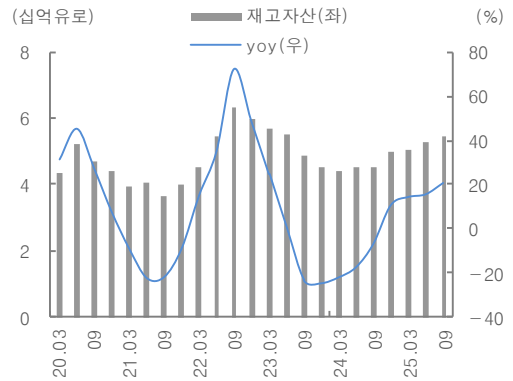
그림 1. Adidas vs. 화승엔터 주가



주: 2018.01=100 기준으로 산출

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. Adidas 재고 추이



자료: 아디다스, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

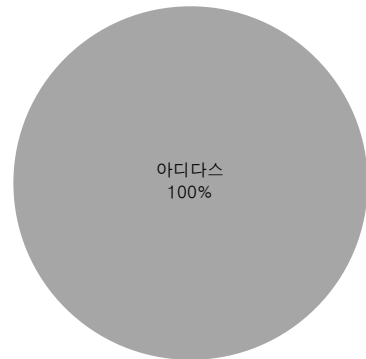
- 아디다스를 주 고객사로 하는 신발 ODM 업체
- 대주주인 화승인더스트리의 지분율이 74%로 유동성이 떨어지는 점을 개선하고자 2018년 5월 무상증자를 단행한 바 있음
- 자산 1조 3,601억원, 부채 8,012억원, 자본 5,594억원
- 발행주식 수: 60,566,577주

주가 변동요인

- 원/달러 환율
- 고객사인 아디다스 실적

주: 자산 규모는 2023년 12월 말 기준
 자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

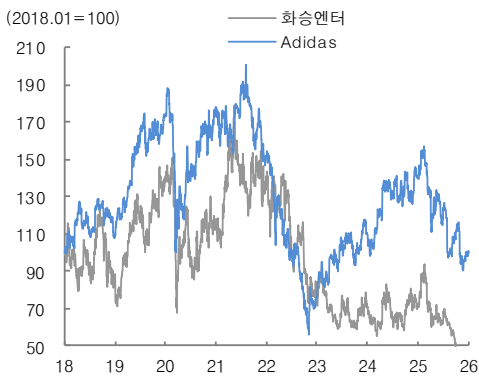
고객사 매출 비중 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

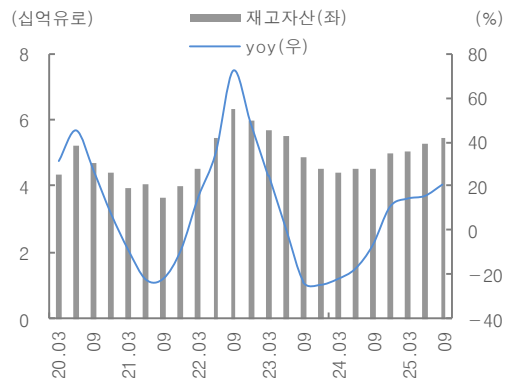
2. Earnings Driver

아디다스 & 화승엔터프라이즈 주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Adidas 재고 추이



자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

재무제표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,214	1,610	1,606	1,804	2,075
매출원가	1,050	1,388	1,421	1,560	1,773
매출총이익	163	222	185	244	302
판매비와관리비	150	139	153	170	187
영업이익	13	83	32	73	115
영업이익률	1.1	5.1	2.0	4.1	5.5
EBITDA	84	154	99	139	179
영업외손익	-32	-42	-19	-18	-17
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	13	20	13	13	13
외환관련이익	25	26	18	18	18
금융비용	-40	-43	-34	-33	-33
외환관련손실	3	2	1	1	1
기타	-5	-18	2	2	2
법인세비용차감전순손익	-19	41	13	56	98
법인세비용	-7	-6	-3	-12	-22
계속사업순손익	-25	34	10	43	76
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-25	34	10	43	76
당기순이익률	-2.1	2.1	0.6	2.4	3.7
비배지분순이익	1	1	0	0	1
지배지분순이익	-26	33	10	43	76
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	3	3	3	3
포괄순이익	-19	63	39	72	105
비배지분포괄이익	1	4	0	1	1
지배지분포괄이익	-20	59	39	71	104

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-434	546	167	708	1,249
PER	NA	15.8	29.0	6.8	3.9
BPS	8,485	8,652	8,855	9,607	10,908
PBR	1.0	1.0	0.6	0.5	0.5
EBITDAPS	1,386	2,541	1,634	2,296	2,961
EV/EBITDA	11.1	6.8	8.4	5.2	3.7
SPS	20,034	26,566	26,500	29,773	34,248
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1
CFPS	1,486	2,626	2,070	2,732	3,397
DPS	45	45	45	45	45

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-26.6	32.6	-0.2	12.3	15.0
영업이익 증가율	-75.5	537.0	-61.6	131.8	56.9
순이익 증가율	적지	흑전	-70.3	324.9	76.2
수익성					
ROC	2.0	7.7	2.6	6.2	9.9
ROA	0.9	5.7	2.1	5.0	7.5
ROE	-5.0	6.4	1.9	7.7	12.2
안정성					
부채비율	143.2	172.7	147.6	136.6	122.7
순차입금비율	67.3	86.0	83.5	59.5	42.8
이자보상배율	0.4	2.1	1.0	2.3	3.7

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	647	747	652	717	830
현금및현금성자산	121	116	96	180	228
매출채권 및 기타채권	129	206	146	161	182
재고자산	263	282	268	225	259
기타유동자산	133	143	142	151	160
비유동자산	714	791	776	764	753
유형자산	565	614	600	587	576
관계기업투자금	5	6	6	6	7
기타비유동자산	144	170	170	170	171
자산총계	1,361	1,538	1,428	1,481	1,583
유동부채	719	900	760	747	742
매입채무 및 기타채무	187	261	157	172	193
차입금	457	563	535	508	483
유동성채무	68	44	35	31	30
기타유동부채	7	32	33	35	36
비유동부채	82	74	91	108	130
차입금	39	26	41	56	70
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	43	48	50	53	59
부채총계	801	974	851	855	872
자배지분	514	524	536	582	661
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	169	129	129	129	129
이익잉여금	140	200	208	248	321
기타지분변동	174	165	170	175	181
비배지분	45	40	40	44	50
자본총계	559	564	577	626	711
순차입금	376	485	482	373	304

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	59	81	60	163	119
당기순이익	0	0	10	43	76
비현금항목의 가감	115	125	115	122	129
감가상각비	71	71	67	66	64
외환손익	-2	-4	-5	-5	-5
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	46	58	53	62	71
자산부채의 증감	8	-42	-37	35	-41
기타현금흐름	-64	-2	-29	-37	-46
투자활동 현금흐름	-56	-41	-47	-57	-58
투자자산	2	20	0	0	0
유형자산	-45	-50	-50	-50	-50
기타	-13	-11	3	-6	-7
재무활동 현금흐름	-67	-56	-49	-43	-39
단기차입금	-41	42	-28	-27	-25
사채	0	16	16	16	16
장기차입금	5	-1	-1	-1	-1
유상증자	0	-40	0	0	0
현금배당	-3	-3	-3	-3	-3
기타	-28	-70	-33	-28	-26
현금의 증감	-62	-6	-19	83	48
기초 현금	183	121	116	96	180
기말 현금	121	116	96	180	228
NOPLAT	18	70	25	57	90
FCF	32	86	40	71	102

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	26.01.05	25.12.01	25.11.28	25.09.30	25.08.18	25.07.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	8,000	9,000	9,000	9,000	11,000	13,000
과리율(평균%)		(42.39)	(41.72)	(41.65)	(38.27)	(41.28)
과리율(최대/최소%)		(35.33)	(35.33)	(35.33)	(33.73)	(37.54)

제시일자	25.03.31	25.02.14	25.01.06	24.11.27	24.11.20	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	16,000	16,000	14,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)	(48.28)	(41.20)	(33.70)	(37.04)	(38.00)	(37.76)
과리율(최대/최소%)	(29.44)	(29.44)	(20.00)	(33.43)	(36.64)	(36.00)

제시일자	24.11.16	24.11.14	24.10.07	24.08.14	24.06.25	24.06.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
과리율(평균%)	(40.91)	(40.91)	(41.02)	(42.44)	(41.12)	(36.40)
과리율(최대/최소%)	(30.57)	(30.57)	(30.57)	(30.57)	(30.57)	(30.57)

제시일자	24.05.16	24.05.06	24.03.14	24.02.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	11,000	11,000	11,000
과리율(평균%)	(33.46)	(28.81)	(29.81)	(36.55)
과리율(최대/최소%)	(30.57)	(13.82)	(13.82)	(33.91)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251231)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.5%	11.5%	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