COMPANY
UPDATE

2025. 10. 23

금융/소비재팀

이혜인 Analyst
hyeining.lee@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

화승엔터프라이즈 (241590)

고객사의 보수적인 재고 관리, 실적 부진 불가피

- 3분기 매출액 3,698억원 (-4% y-y), 영업이익 47억원(-75%)로 컨센서스를 큰 폭으로 하회할 것으로 전망
- 아디다스의 보수적인 재고 운영 정책에 따른 선적 지역이 실적 부진의 주요 요인
- 목표주가 8,000원으로 하향 (Target PER 11배), 투자의견 BUY 유지

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	8,000원	37.5%
현재주가	5,820원	
시가총액	3,526.3억원	
주식수 (유동주식 비중)	60,589,276주 (31.3%)	
52주 최저/최고	5,540원/11,290원	
60일-평균거래대금	11.0억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
화승엔터프라이즈 (%)	-11.7	-21.7	-34.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-20.2	-49.0	-55.2

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	8,000	11,000	-20.0%
2025E EPS	71	742	-90.4%
2026E EPS	466	1,005	-53.6%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	4
목표주가	8,750
추천 점수	3.8

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

3Q25 컨센서스 하회 전망: 동사에 대한 3Q25 매출액과 영업이익을 각각 3,698억원 및 47억원으로 하향조정함. 이에 3Q 매출액은 4% y-y, 영업이익은 75% y-y 감소할 것으로 예상하며, 이는 각각 컨센서스(Fnguide)를 -12% 및 -72% 큰 폭으로 하회하는 수준임.

아디다스의 보수적인 재고 관리, 실적 부진 불가피 – 25년 영업이익 54% 하향 조정: 3Q 실적 부진 전망 이유는 아디다스의 재고 관리 전략 변경에 따른 화승엔터의 선적 지연. 당초 2Q 중 이연된 물량이 3Q 중 반영되며 동사 매출액과 영업이익의 동시 개선을 기대하였으나, 기대와 달리 3Q 중 아디다스는 26년 북중미 월드컵 전까지 보수적 재고 관리 지속 입장을 발표. 이에 3Q부터 2Q25까지 실적은 당초 예상보다 더딘 회복세를 보일 것으로 예상, 25년 및 26년 영업이익을 각각 54% 및 42% 하향 조정.

목표주가 8,000원으로 하향 – 그러나, BUY 투자 의견 유지: 동사에 대한 목표주가를 기존 10,000원에서 8,000원(26년과 27년의 평균 EPS 적용, 경쟁사 평균 PER 14.2배에 20% 디스카운트 적용)으로 낮췄음. 이는 고객사의 보수적 재고 운영에 따른 실적 회복 지연으로 25년 및 26년 이익 전망을 하향조정한 것에 기인 (각각 54% 및 42%). 다만, 동사에 대한 BUY 투자 의견을 유지하는데, 1) 북중미 월드컵을 위한 신규 제품 생산 등 오더 정상화가 2Q26부터 점진적으로 이뤄질 것으로 기대되고, 2) 여전히 아디다스의 안정적 매출 성장세를 감안할 때 (1H25 Footwear 매출액 성장률 +16%, 작년 Yeezy 매출 및 환영향 제외 기준), 동사의 중장기적 실적 개선에 대한 전망은 여전히 유효하다고 판단하기 때문.

화승엔터프라이즈 3Q25 Preview

(십억원)	3Q25E	증감 (%)	차이 (%)		
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	369.8	(4.2)	(4.4)	(26.7)	(12.3)
영업이익	4.7	(75.3)	(49.4)	(84.5)	(72.2)
세전계속사업이익	2.6	(67.9)	흑전	(87.4)	(48.4)
순이익	2.2	(73.1)	흑전	(87.4)	(87.8)
이익률 (%)					
영업이익	1.3				
세전계속사업이익	0.7				
순이익	0.6				

자료: 삼성증권 추정

화승엔터프라이즈 실적 추정 변경

(십억원)	2025	2026
기존 추정치		
매출액	1,914	1,988
영업이익	97	114
변경 추정치		
매출액	1,639	1,765
영업이익	45	66
차이(%)		
매출액	(14.4)	(11.2)
영업이익	(54.1)	(41.7)

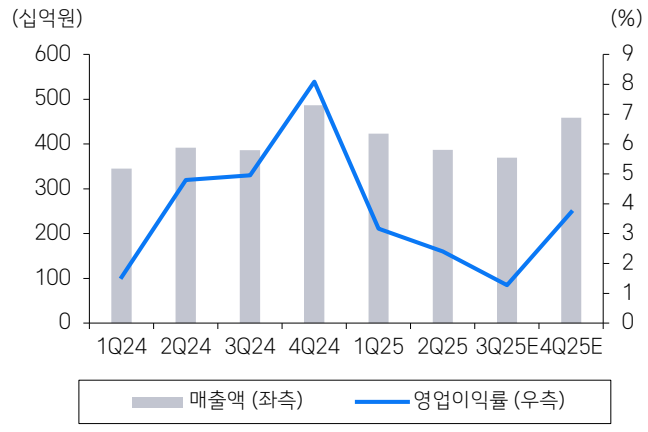
자료: 삼성증권 추정

화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	345	392	386	486	423	387	370	459	1,610	1,639	1,765
영업이익	5.3	18.8	19.1	39.4	13	9	5	17	83	45	66
순이익	(2)	7	8	21	1	(10)	2	13	34	6	29
매출액 대비 (%)											
영업이익	1.5	4.8	5.0	8.1	3.2	2.4	1.3	3.7	5.1	2.7	3.8
순이익	(0.5)	1.8	2.1	4.3	0.2	(2.6)	0.6	2.8	2.1	0.3	1.6
성장률 (%y-y)											
매출액	13.1	21.7	47.8	49.6	22.6	(1.2)	(4.2)	(5.7)	32.6	1.8	7.7
영업이익	nm	147.6	nm	392.4	151.9	(50.4)	(75.3)	(56.7)	537.0	(46.1)	49.3
순이익	nm	nm	nm	nm	nm	nm	(73.1)	(39.9)	nm	(83.5)	408.1

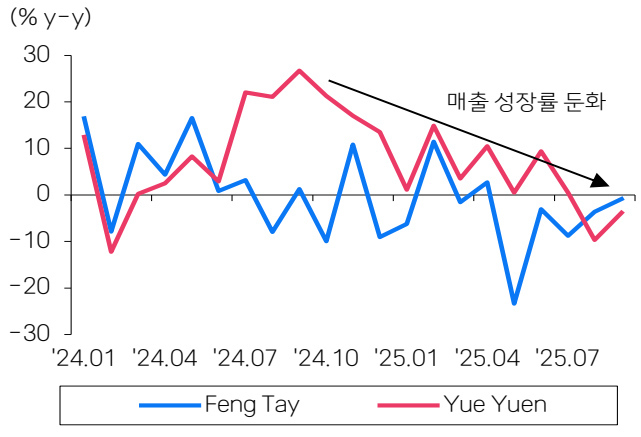
자료: 삼성증권 추정

매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



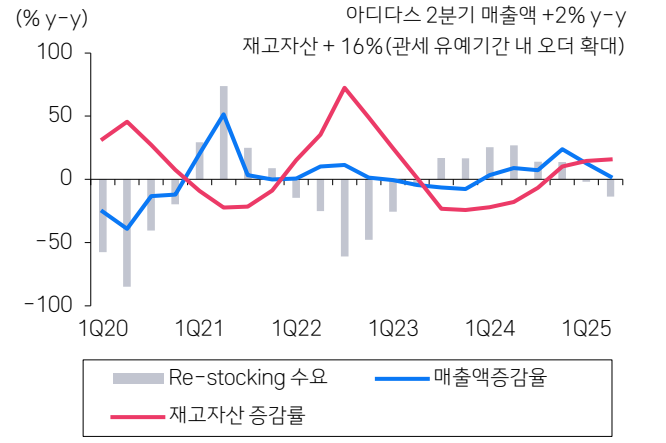
자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권 추정

경쟁사 월별 매출액 성장률 추이



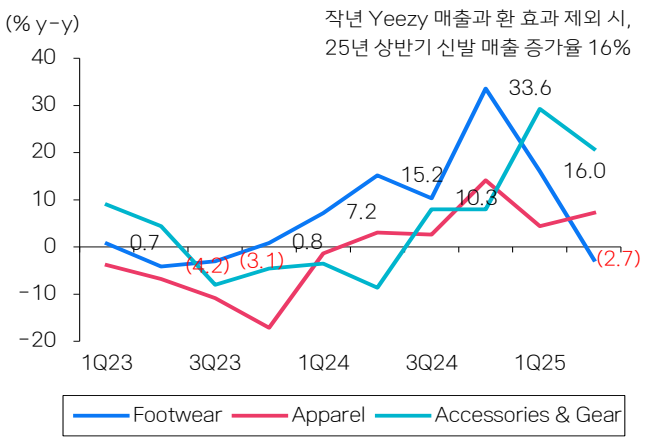
자료: 각 사, 삼성증권

아디다스 매출액, 재고자산, 재고비축 수요 추이



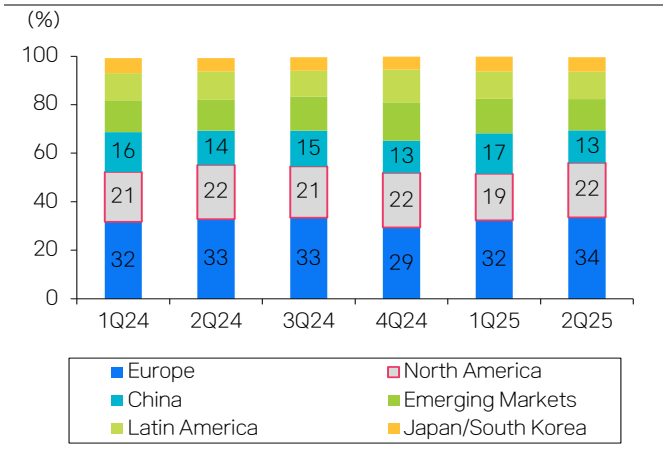
참고: Re-stocking 수요 = 매출 증가율(YoY) – 재고자산 증가율(YoY)
자료: Bloomberg, 삼성증권

아디다스 매출액 성장률 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

아디다스 지역별 매출액 비중 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

아디다스 가이던스 및 코멘트

아디다스: 2Q25 실적

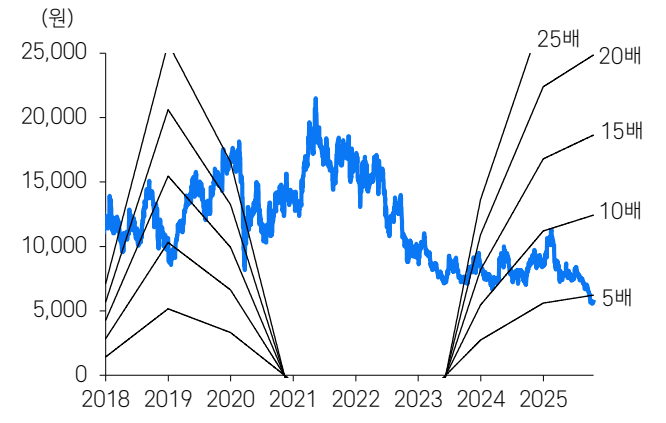
2Q25년 매출액 +2% 성장. (1H25 기준 +7%)
Footwear 매출액은 3% 역성장했으나, 작년 Yeezy 매출과 환율 영향 제외 시, 25년 상반기 신발 매출은 전년 동기 대비 16% 증가
지역별로는 유럽 +4%, 북미 +3%, 중국 -3%, 일본/한국 +11% 성장률 기록
중국은 역성장 했으나, 작년 Yeezy 매출 제외 시 실제 매출액 증가율은 더 높을 것으로 추정. (상반기 전체로는 중국 매출 +6% 성장)

가이던스 및 주요 코멘트

1,2분기 실적 발표 이후에도 연간 가이던스 유지
1분기 재고자산은 +15%, 2분기 +16% 성장했으며, 관세 회피성 오더 증가한 것으로 판단

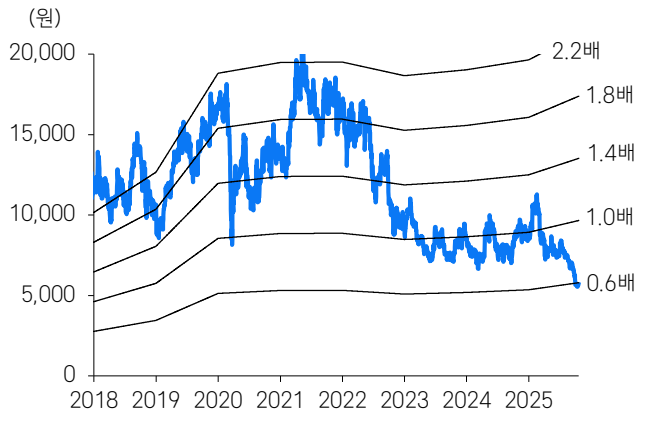
자료: 아디다스 , 삼성증권

화승엔터프라이즈 12m FWD PER 밴드



참고: 2025년 10월 20일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

화승엔터프라이즈 12m FWD PBR 밴드



참고: 2025년 10월 20일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,214**	**1,610**	**1,639**	**1,765**	**1,932**
매출원가	1,050	1,388	1,443	1,542	1,678
매출총이익	**163**	**222**	**196**	**224**	**255**
(매출총이익률, %)	13.5	13.8	12.0	12.7	13.2
판매 및 일반관리비	150	139	151	157	161
영업이익	**13**	**83**	**45**	**66**	**94**
(영업이익률, %)	1.1	5.1	2.7	3.8	4.8
영업외손익	**-32**	**-42**	**-33**	**-32**	**-28**
금융수익	13	20	20	18	17
금융비용	40	43	48	45	40
지분법손익	-0	0	0	0	0
기타	-5	-18	-4	-5	-5
세전이익	**-19**	**41**	**12**	**34**	**65**
법인세	7	6	6	5	10
(법인세율, %)	-35.6	15.8	52.0	15.8	15.8
계속사업이익	-25	34	6	29	55
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**-25**	**34**	**6**	**29**	**55**
(순이익률, %)	-2.1	2.1	0.3	1.6	2.8
지배주주순이익	-26	33	4	28	54
비지배주주순이익	1	1	1	1	1
EBITDA	84	154	121	136	158
(EBITDA 이익률, %)	6.9	9.6	7.4	7.7	8.2
EPS (지배주주)	-434	546	71	466	889
EPS (연결기준)	-417	567	94	476	909
수정 EPS (원)*	-434	546	71	466	889

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**647**	**747**	**646**	**635**	**689**
현금 및 현금등가물	121	116	50	33	6
매출채권	107	184	173	175	199
재고자산	263	282	266	269	305
기타	155	165	156	158	179
비유동자산	**714**	**791**	**709**	**670**	**626**
투자자산	9	10	10	10	10
유형자산	565	614	549	513	472
무형자산	41	42	39	36	33
기타	98	125	112	112	112
자산총계	**1,361**	**1,538**	**1,355**	**1,304**	**1,315**
유동부채	**719**	**900**	**783**	**706**	**661**
매입채무	145	228	215	217	246
단기차입금	457	563	463	363	263
기타 유동부채	117	109	105	125	152
비유동부채	**82**	**74**	**58**	**59**	**61**
사채 및 장기차입금	39	26	16	16	16
기타 비유동부채	43	48	43	43	45
부채총계	**801**	**974**	**841**	**764**	**722**
지배주주지분	**514**	**524**	**495**	**521**	**572**
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	169	129	130	130	130
이익잉여금	140	200	201	226	278
기타	174	165	134	134	134
비지배주주지분	**45**	**40**	**18**	**19**	**20**
자본총계	**559**	**564**	**514**	**540**	**592**
순부채	376	485	439	375	313

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**59**	**81**	**86**	**98**	**88**
당기순이익	-25	34	6	29	55
현금유출입이없는 비용 및 수익	115	125	122	102	97
유형자산 감가상각비	67	68	73	67	61
무형자산 상각비	4	3	4	3	3
기타	44	53	45	32	33
영업활동 자산부채 변동	8	-42	-11	-3	-33
투자활동에서의 현금흐름	**-56**	**-41**	**-54**	**-31**	**-31**
유형자산 증감	-45	-50	-54	-30	-20
장단기금융자산의 증감	-3	10	5	-1	-11
기타	-8	-1	-4	-0	0
재무활동에서의 현금흐름	**-67**	**-56**	**-92**	**-84**	**-83**
차입금의 증가(감소)	-60	93	-116	-80	-79
자본금의 증가(감소)	-1	-40	1	0	0
배당금	-3	-3	-3	-3	-3
기타	-3	-106	26	-2	-2
현금증감	-62	-6	-66	-17	-27
기초현금	183	121	116	50	33
기말현금	121	116	50	33	6
Gross cash flow	**90**	**159**	**127**	**131**	**152**
Free cash flow	**5**	**29**	**31**	**68**	**58**

재무비율 및 주당지표

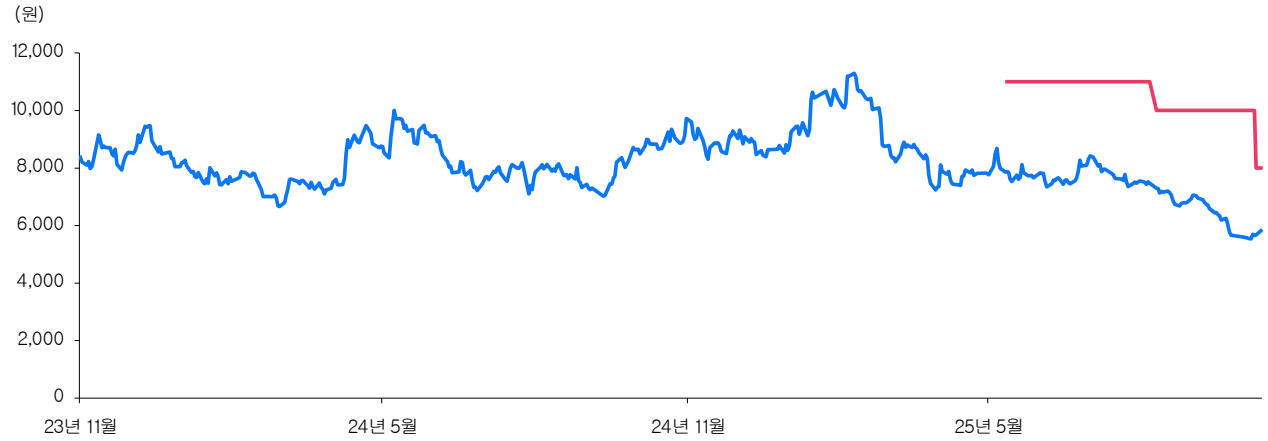
12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-26.6	32.6	1.8	7.7	9.5
영업이익	-75.5	537.0	-46.1	49.3	41.0
순이익	적지	흑전	-83.5	408.1	90.8
수정 EPS**	적지	흑전	-86.9	552.2	90.8
주당지표					
EPS (지배주주)	-434	546	71	466	889
EPS (연결기준)	-417	567	94	476	909
수정 EPS**	-434	546	71	466	889
BPS	8,485	8,652	8,178	8,599	9,443
DPS (보통주)	45	45	45	45	45
Valuations (배)					
P/E***	n/a	15.8	81.5	12.5	6.5
P/B***	1.0	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	11.1	6.8	6.7	5.5	4.3
비율					
ROE (%)	-5.0	6.4	0.8	5.6	9.9
ROA (%)	-1.8	2.4	0.4	2.2	4.2
ROIC (%)	1.8	7.0	2.1	6.0	8.7
배당성향 (%)	-10.4	8.2	63.0	9.7	5.1
배당수익률 (보통주, %)	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8
순부채비율 (%)	67.3	86.0	85.4	69.5	52.8
이자보상배율 (배)	0.4	2.1	1.2	2.0	3.3

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 10월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 10월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2025/5/20	8/18	10/23
투자의견	BUY	BUY	BUY
TP (원)	11000	10000	8,000
괴리율 (평균)	-29.71	-35.00	
괴리율 (최대or최소)	-23.45	-27.10	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.09.30 기준
매수(83.5%)·중립(16.5%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA