COMPANY
UPDATE

2025. 11. 14

금융/소비재팀
이혜인 Analyst
hyeining.lee@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

화승엔터프라이즈 (241590)

부진한 흐름 지속…회복은 내년부터

- 3분기 매출액은 컨센서스에 부합했으나, 영업이익은 시장 기대치를 98% 하회
- 다만, 아디다스 전방 수요는 여전히 견조하고 '26년 상반기는 월드컵을 위한 신규 제품 생산 등 오더 정상화가 예상되는 만큼 중장기 실적 개선은 유효
- 목표주가 6,000원(Target PER 11배)으로 하향 및 BUY 투자 의견 유지

3분기 또다시 어닝 쇼크: 동사는 3분기 매출액 3,558억원(-18% y-y)을 기록하며 매출액은 컨센서스에 부합했으나, 영업이익은 1.4억원 (-99% y-y)으로 시장 기대치를 98% 하회. 매출액 대비 영업이익이 큰 폭으로 하락한 이유는 1) 아디다스 오더 감소로 인한 가동률 하락과 이에 따른 고정비 증가, 2) 생산 제품 다변화로 인한 생산성 저하가 주요 요인.

아디다스의 재고 관리 전략 변경 시점부터 실적 개선 가능: 3분기 들어서며 국내 주요 OEM사들은 실적 차별화 진행 중. 그중 일부 OEM사들은 다양한 고객사를 확보하고 있는 만큼 몇몇 브랜드의 오더 감소를 다른 브랜드들이 상쇄하고 있는 상황이나, 동사는 아디다스 의존도가 높은 만큼 아디다스의 보수적인 재고 관리 전략에 따라 실적 부진 불가피한 상황. 다만 이러한 전략 기조는 빠르면 내년 2분기부터 완화될 수 있을 것으로 전망하는데 1) 여전히 아디다스의 전방 수요는 견조한 상황 (3Q25 아디다스 실적 발표 이후, 연간 매출액 가이던스 상향)이며, 2) 26년 상반기는 아디다스가 6-7월 개최 예정인 월드컵을 위한 제품 재고를 확대할 것으로 예상되기 때문.

목표주가 6,000원으로 하향 – 그러나, BUY 투자 의견 유지: 이번 3분기 부진한 실적 반영하며 동사에 대한 목표주가를 기존 8,000원(26-27년의 평균 EPS 적용, 경쟁사 평균 PER 13.5배에 원 브랜드 리스크로 인한 20% 디스카운트)에서 6,000원으로 하향. 다만, 동사에 대한 BUY 투자의견을 유지하는데, 여전히 견조한 아디다스 실적과 월드컵 등 스포츠 이벤트로 내년 2분기부터 오더 정상화가 점진적으로 이뤄질 것으로 기대되는 만큼, 중장기적 실적 개선에 대한 전망은 여전히 유효하다고 판단하기 때문.

▶ 종목 정보

BUY		
목표주가	6,000원	15.6%
현재주가	5,190원	
시가총액	3,144.6억원	
주식수 (유동주식 비중)	60,589,276주 (31.3%)	
52주 최저/최고	4,680원/11,290원	
60일-평균거래대금	11.4억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
화승엔터프라이즈 (%)	-6.5	-38.9	-42.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	-19.6	-61.8	-66.6

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	6,000	8,000	-25.0%
2025E EPS	-33	71	-146.5%
2026E EPS	331	466	-29.0%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	4
목표주가	8,750
추천 점수	3.8

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

분기 실적

(십억원)	3Q25	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	355.8	-7.9	-8.1	-3.8	1.9
영업이익	0.1	-99.5	-98.9	-97.9	-98.0
세전이익	-5.7	적전	적지	nm	nm
순이익	-4.8	적전	적지	nm	nm
이익률 (%)					
영업이익	0.0				
세전이익	-1.6				
순이익	-1.3				

자료: 화승엔터프라이즈, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2024	2025E	2026E
Valuation (배)			
P/E	15.8	n/a	15.7
P/B	1.0	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.8	6.3	5.5
Div yield (%)	0.5	0.9	0.9
EPS 증가율 (%)	흑전	적전	흑전
ROE (%)	6.4	-0.4	4.0
주당지표 (원)			
EPS	546	-33	331
BVPS	8,652	8,074	8,360
DPS	45	45	45

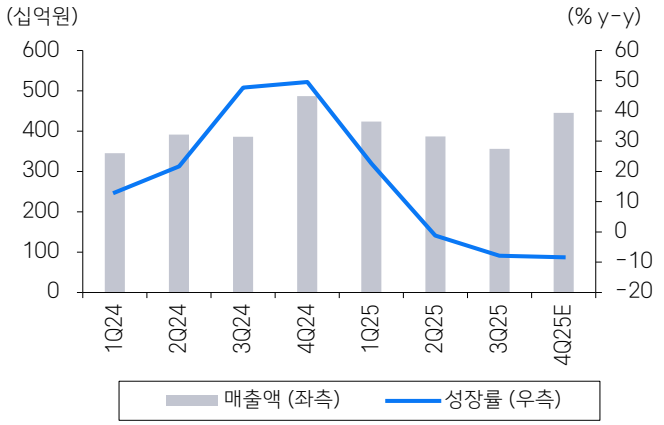
삼성증권

화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	345	392	386	486	423	387	356	445	1,610	1,612	1,722
영업이익	5.3	18.8	19.1	39.4	13	9	0.1	20	83	43	64
순이익	(2)	7	8	21	1	(10)	(5)	13	34	6	29
매출액 대비 (%)											
영업이익	1.5	4.8	5.0	8.1	3.2	2.4	0.0	4.4	5.1	2.6	3.7
순이익	(0.5)	1.8	2.1	4.3	0.2	(2.6)	(1.4)	2.9	2.1	(0.1)	1.2
성장률 (%y-y)											
매출액	13.1	21.7	47.8	49.6	22.6	(1.2)	(7.9)	(8.4)	32.6	0.1	6.9
영업이익	nm	147.6	nm	392.4	151.9	(50.4)	(99.3)	(50.1)	537.0	(48.5)	51.4
순이익	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	(7.5)	nm	적전	흑전

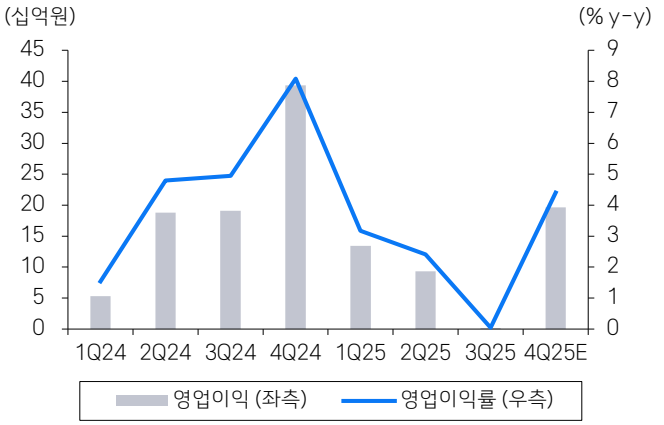
자료: 삼성증권 추정

매출액 및 성장률 추이



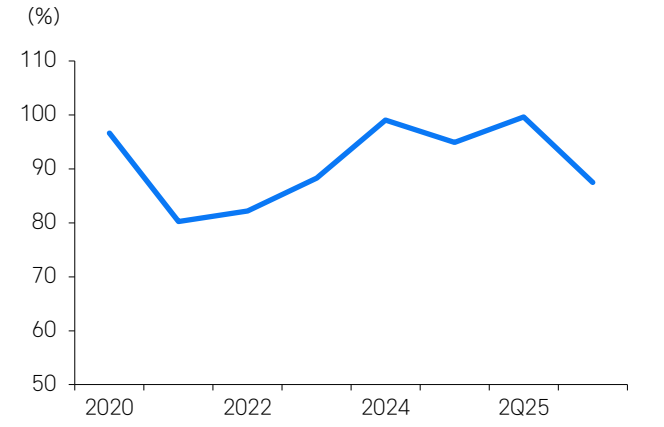
자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권 추정

영업이익 및 영업이익률



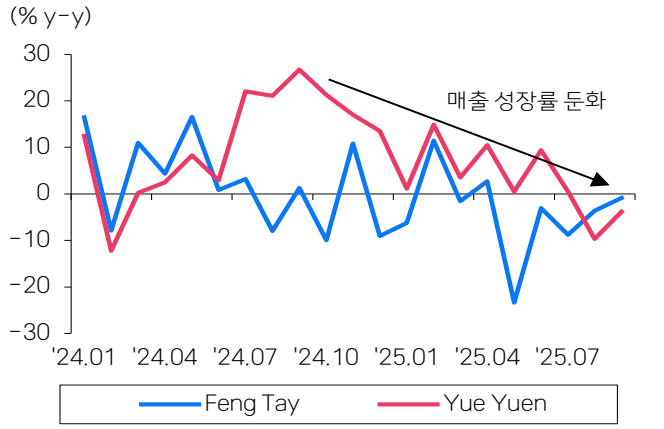
자료: 각 사, 삼성증권

가동률 추이



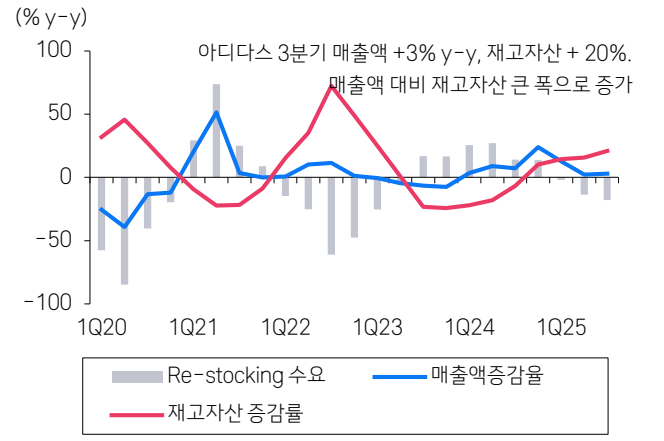
자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

경쟁사 월별 매출액 성장률 추이



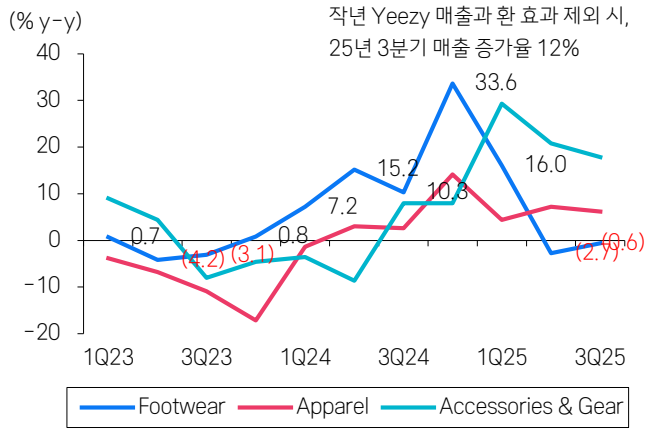
자료: 각 사, 삼성증권

아디다스 매출액, 재고자산, 재고비축 수요 추이



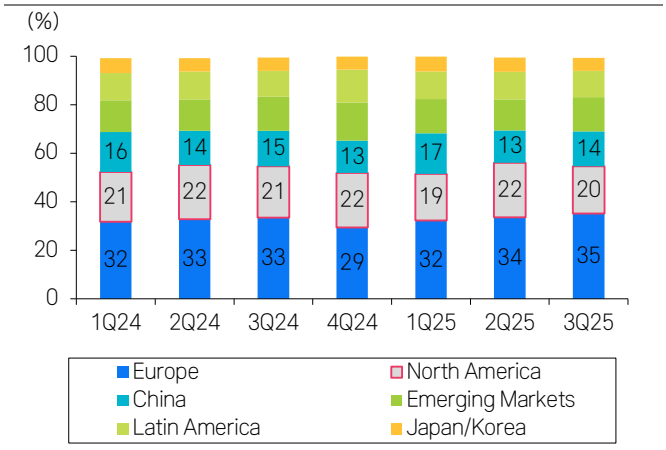
참고: Re-stocking 수요 = 매출 증가율(YoY) – 재고자산 증가율(YoY)
자료: Bloomberg, 삼성증권

아디다스 매출액 성장률 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

아디다스 지역별 매출액 비중 추이



자료: 아디다스, 삼성증권

아디다스 가이던스 및 코멘트

아디다스: 3Q25 실적

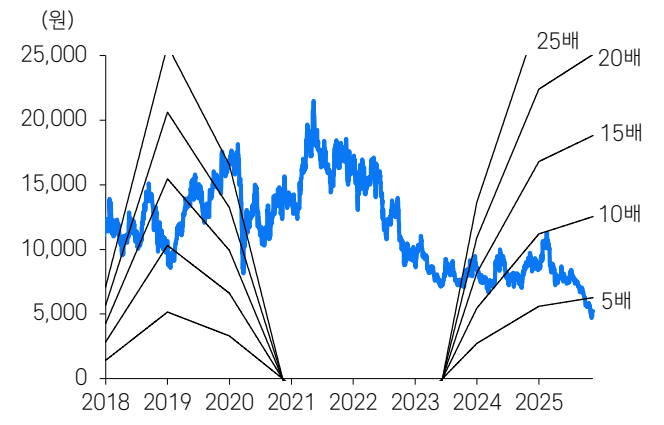
32Q25년 매출액 +3% y-y 성장. (1H25 기준 +7%)
3분기 매출액 66.3억 유로(+3% y-y, 고정환율, Yeezy 제외 시 +12%)를 기록하며 컨센서스 부합 및 상반기에 이어 견조한 성장세 지속 (1H25 매출액 +14% y-y
지역별로는 유럽 +12% y-y(Yeezy 및 환율 영향 제외), 중국 +10%, 이머징 +13%, 라틴 +21%, 일본/한국 +11%, 북미 +8% 기록하며 글로벌 전역에서 안정적인 성장세 기록

가이던스 및 주요 코멘트

견조한 성장 흐름을 반영하며 연간 가이던스를 상향. 매출액은 기존 높은 한자릿수 성장에서 +9%로, 영업이익은 기존 17~18억 유로에서 20억 유로로 상향
한편 미국 관세에 따른 영업이익 영향은 연간 약 1억 2천만 유로로, 기존 전망치(2억 유로)대비 완화. 현재 동사는 (1) 고단가 중심의 제품 믹스 개선과 (2) 주요 제품의 가격 인상(ex.미국 내 삼바: $90→$100) 등으로 관세 대응

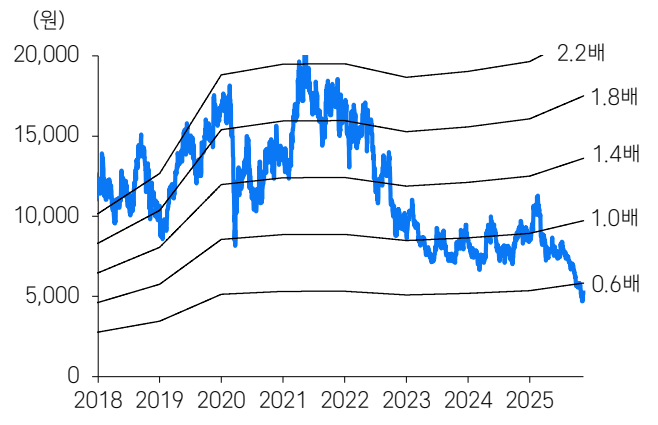
자료: 아디다스, 삼성증권

화승엔터프라이즈 12m FWD PER 밴드



참고: 2025년 11월 14일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

화승엔터프라이즈 12m FWD PBR 밴드



참고: 2025년 11월 14일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,214**	**1,610**	**1,612**	**1,722**	**2,004**
매출원가	1,050	1,388	1,425	1,510	1,748
매출총이익	**163**	**222**	**186**	**212**	**256**
(매출총이익률, %)	13.5	13.8	11.6	12.3	12.8
판매 및 일반관리비	150	139	144	148	162
영업이익	**13**	**83**	**43**	**64**	**94**
(영업이익률, %)	1.1	5.1	2.6	3.7	4.7
영업외손익	**-32**	**-42**	**-39**	**-40**	**-38**
금융수익	13	20	13	11	11
금융비용	40	43	45	45	43
지분법손익	-0	0	0	0	0
기타	-5	-18	-7	-6	-6
세전이익	**-19**	**41**	**4**	**24**	**56**
법인세	7	6	5	4	9
(법인세율, %)	-35.6	15.8	121.8	15.8	15.8
계속사업이익	-25	34	-1	21	47
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**-25**	**34**	**-1**	**21**	**47**
(순이익률, %)	-2.1	2.1	-0.1	1.2	2.3
지배주주순이익	-26	33	-2	20	46
비지배주주순이익	1	1	1	0	1
EBITDA	84	154	119	132	155
(EBITDA 이익률, %)	6.9	9.6	7.4	7.7	7.8
EPS (지배주주)	-434	546	-33	331	758
EPS (연결기준)	-417	567	-14	339	775
수정 EPS (원)*	-434	546	-33	331	758

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**647**	**747**	**650**	**698**	**788**
현금 및 현금등가물	121	116	72	51	66
매출채권	107	184	168	188	210
재고자산	263	282	258	289	322
기타	155	165	151	170	189
비유동자산	**714**	**791**	**690**	**653**	**592**
투자자산	9	10	9	10	11
유형자산	565	614	530	496	437
무형자산	41	42	39	36	33
기타	98	125	112	112	112
자산총계	**1,361**	**1,538**	**1,340**	**1,351**	**1,380**
유동부채	**719**	**900**	**775**	**766**	**748**
매입채무	145	228	208	233	260
단기차입금	457	563	463	383	303
기타 유동부채	117	109	103	149	185
비유동부채	**82**	**74**	**58**	**60**	**63**
사채 및 장기차입금	39	26	16	16	16
기타 비유동부채	43	48	42	44	47
부채총계	**801**	**974**	**833**	**826**	**811**
지배주주지분	**514**	**524**	**489**	**507**	**550**
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	169	129	130	130	130
이익잉여금	140	200	195	212	255
기타	174	165	134	134	134
비지배주주지분	**45**	**40**	**18**	**19**	**20**
자본총계	**559**	**564**	**507**	**525**	**569**
순부채	376	485	419	392	318

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**59**	**81**	**86**	**62**	**80**
당기순이익	-25	34	-1	21	47
현금유출이없는 비용 및 수익	115	125	120	97	94
유형자산 감가상각비	67	68	72	64	58
무형자산 상각비	4	3	4	3	3
기타	44	53	44	29	33
영업활동 자산부채 변동	8	-42	-4	-28	-30
투자활동에서의 현금흐름	**-56**	**-41**	**-31**	**-39**	**-10**
유형자산 증감	-45	-50	-34	-30	0
장단기금융자산의 증감	-3	10	7	-9	-10
기타	-8	-1	-4	0	0
재무활동에서의 현금흐름	**-67**	**-56**	**-92**	**-43**	**-53**
차입금의 증가(감소)	-60	93	-117	-39	-49
자본금의 증가(감소)	-1	-40	1	0	0
배당금	-3	-3	-3	-3	-3
기타	-3	-106	26	-2	-2
현금증감	-62	-6	-43	-22	16
기초현금	183	121	116	72	51
기말현금	121	116	72	51	66
Gross cash flow	**90**	**159**	**119**	**118**	**141**
Free cash flow	**5**	**29**	**51**	**32**	**70**

재무비율 및 주당지표

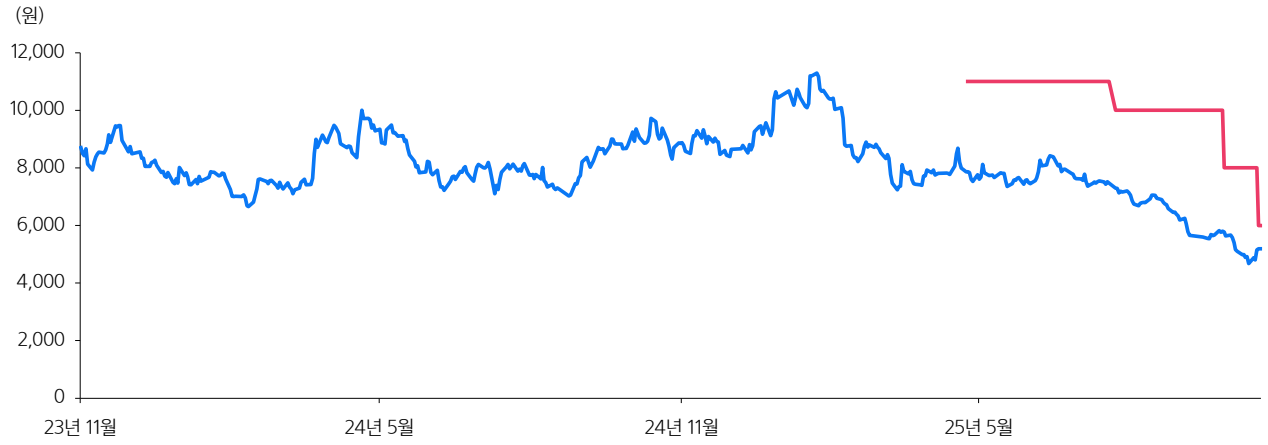
12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-26.6	32.6	0.1	6.9	16.4
영업이익	-75.5	537.0	-48.5	51.4	45.9
순이익	적지	흑전	적전	흑전	128.9
수정 EPS**	적지	흑전	적전	흑전	128.9
주당지표					
EPS (지배주주)	-434	546	-33	331	758
EPS (연결기준)	-417	567	-14	339	775
수정 EPS**	-434	546	-33	331	758
BPS	8,485	8,652	8,074	8,360	9,073
DPS (보통주)	45	45	45	45	45
Valuations (배)					
P/E***	n/a	15.8	n/a	15.7	6.8
P/B***	1.0	1.0	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.1	6.8	6.3	5.5	4.2
비율					
ROE (%)	-5.0	6.4	-0.4	4.0	8.7
ROA (%)	-1.8	2.4	-0.1	1.5	3.4
ROIC (%)	1.8	7.0	-0.9	5.9	8.8
배당성향 (%)	-10.4	8.2	-137.4	13.6	5.9
배당수익률 (보통주, %)	0.5	0.5	0.9	0.9	0.9
순부채비율 (%)	67.3	86.0	82.6	74.7	55.8
이자보상배율 (배)	0.4	2.1	1.1	1.9	3.0

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 11월 13일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 11월 13일 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	11/14
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	11000	10000	8000	6,000
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