# COMPANY UPDATE

2026. 2. 20.


금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyeining.lee@samsung.com


리서치센터 리포트 바로가기

# 화승엔터프라이즈 (241590)

## 4Q25 실적 부진, 본격 회복은 상반기 이후

- 4분기 매출액 3,982억원 (-18% y-y), 영업이익 128억원(-67%) 기록. 매출액은 컨센서스 대비 -11%로 하회했으나, 영업이익은 컨센서스를 24% 상회
- 단기 감소세 둔화는 유효하나, 의미 있는 실적 개선은 상반기 이후로 판단
- 목표주가 5,600원 (Target PER 11배), 투자의견 HOLD 유지

### WHAT'S THE STORY?

**4Q25 매출 부진, 이익은 컨센서스 상회:** 4분기 매출액 3,982억원(-18% y-y), 영업이익 128억원(-67% y-y)을 기록. 아디다스 오더 부진 영향으로 매출액은 컨센서스를 11% 하회. 다만, 영업이익은 낮아진 이익 추정치에 기반해 컨센서스를 24% 상회. 한편, 4분기 순이익은 -131억원(적전)을 기록하며 수익성 악화. 이는 아디다스의 부스트폼 관련 신제품 출시 계획 부재에 따른 재고손상 처리 비용 발생에 기인.

**단기적으로 매출 감소세 둔화 전망, 본격적인 회복은 대기:** 1분기에도 유의미한 오더 회복은 제한적일 것으로 판단되나, 전분기 대비 매출 감소 폭은 축소될 수 있을 것으로 기대. 이는 아디다스 신발 벤더사인, 'Yue Yuen'의 월별 매출 감소세가 완화되고 있다는 점에 근거. (월별 매출 성장률: 25년 11월 -2.4%, 12월 -3.7%, 26년 1월 +0.6%). 다만 본격적인 회복 국면 진입은 26년 2분기 주요 스포츠 이벤트 전후가 될 것으로 예상.

**목표주가 5,600원 및 HOLD 투자의견 유지:** 단기적으로 매출 감소세는 둔화될 것으로 예상되나, 실질적인 턴어라운드는 26년 2분기 북중미 월드컵 등 글로벌 스포츠 이벤트 전후가 될 전망. 이에 따라 목표주가 5,600원 ('26-27년 평균 EPS에 Target PER 11배를 적용, 경쟁사 평균 PER 12.6배에 낮은 ROE와 배당 성향 할인 10% 반영, Bloomberg) 및 투자 의견 HOLD 유지.

▶ 종목 정보

**HOLD**

| | | |
|---|---|---|
| 목표주가 | 5,600원 | 4.5% |
| 현재주가 | 5,360원 | |
| 시가총액 | 3,247.6억원 | |
| 주식수 (유동주식 비중) | 60,589,276주 (31.3%) | |
| 52주 최저/최고 | 4,680원/10,740원 | |
| 60일-평균거래대금 | 7.5억원 | |

▶ 수익률

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 화승엔터프라이즈 (%) | 8.1 | -26.5 | -50.1 |
| Kospi 지수 대비 (%pts) | -6.6 | -59.2 | -76.5 |

▶ 주요 전망치 변화

| (원) | 신규 | 기존 | 증감 |
|---|---|---|---|
| 투자의견 | HOLD | HOLD | |
| 목표주가 | 5,600 | 5,600 | 0.0% |
| 2025E EPS | -461 | -167 | 176.0% |
| 2026E EPS | 308 | 314 | -1.9% |

▶ 컨센서스

| | |
|---|---|
| 커버 증권사 수 | 4 |
| 목표주가 | 6,475 |
| 추천 점수 | 3.5 |

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

### 분기 실적

| (십억원) | 4Q25 | 증감 (%) | | 차이 (%) | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 전년동기 대비 | 전분기 대비 | 삼성증권 추정 | 컨센서스 |
| 매출액 | 398.2 | -18.1 | 11.9 | -10.2 | -10.7 |
| 영업이익 | 12.8 | -67.5 | 8,868.9 | 37.6 | 24.3 |
| 세전이익 | -8.5 | 적전 | 적지 | nm | n/a |
| 순이익 | -13.1 | 적전 | 적지 | nm | nm |
| **이익률 (%)** | | | | | |
| 영업이익 | 3.2 | | | | |
| 세전이익 | -2.1 | | | | |
| 순이익 | -3.3 | | | | |

자료: 화승엔터프라이즈, Fnguide, 삼성증권 추정

### Valuation summary

| | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|
| **Valuation (배)** | | | |
| P/E | 15.8 | n/a | 17.4 |
| P/B | 1.0 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 6.8 | 6.8 | 6.0 |
| Div yield (%) | 0.5 | 0.9 | 0.8 |
| EPS 증가율 (%) | 흑전 | 적전 | 흑전 |
| ROE (%) | 6.4 | -5.7 | 4.0 |
| **주당지표 (원)** | | | |
| EPS | 546 | -461 | 308 |
| BVPS | 8,652 | 7,502 | 7,765 |
| DPS | 45 | 45 | 45 |

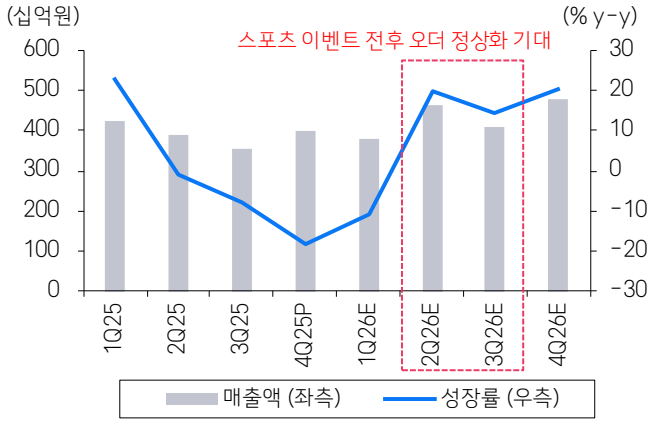
삼성증권

### 화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25P | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025P | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 345 | 392 | 386 | 486 | 423 | 387 | 356 | 398 | 377 | 463 | 407 | 479 | 1,610 | 1,564 | 1,726 |
| 영업이익 | 5.3 | 18.8 | 19.1 | 39.4 | 13 | 9 | 0.1 | 13 | 10 | 22 | 9 | 19 | 83 | 36 | 59 |
| 순이익 | (2) | 7 | 8 | 21 | 1 | (10) | (5) | (13) | 0 | 10 | (0) | 8 | 34 | (27) | 19 |
| **매출액 대비 (%)** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익 | 1.5 | 4.8 | 5.0 | 8.1 | 3.2 | 2.4 | 0.0 | 3.2 | 2.6 | 4.7 | 2.2 | 3.9 | 5.1 | 2.3 | 3.4 |
| 순이익 | (0.5) | 1.8 | 2.1 | 4.3 | 0.2 | (2.6) | (1.4) | (3.3) | 0.1 | 2.3 | (0.0) | 1.8 | 2.1 | (1.7) | 1.1 |
| **성장률 (%y-y)** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 13.1 | 21.7 | 47.8 | 49.6 | 22.6 | (1.2) | (7.9) | (18.1) | (11.0) | 19.7 | 14.4 | 20.3 | 32.6 | (2.8) | 10.3 |
| 영업이익 | nm | 147.6 | nm | 392.4 | 151.9 | (50.4) | (99.3) | (67.4) | (26.9) | 135.4 | 6,094.4 | 47.3 | 537.0 | (56.8) | 66.6 |
| 순이익 | nm | nm | nm | nm | nm | nm | nm | nm | (80.3) | nm | nm | nm | nm | 적전 | 흑전 |

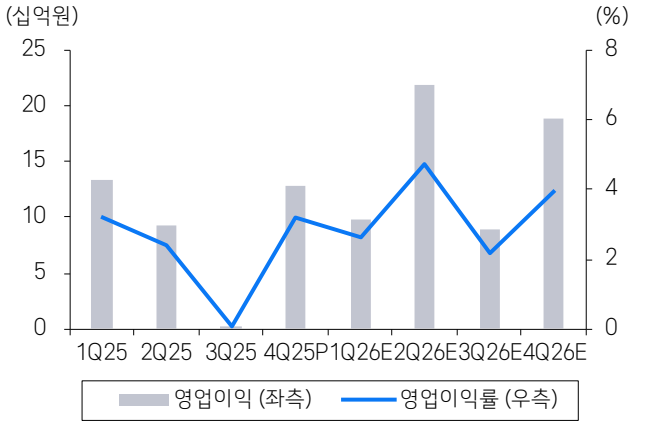
자료: 삼성증권 추정

### 매출액 및 성장률 추이



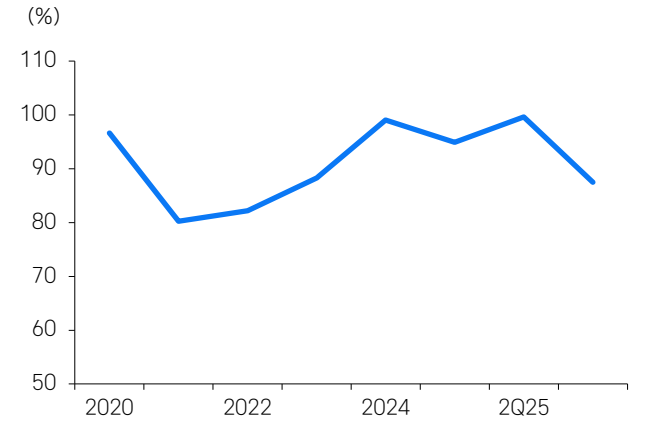

자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권 추정

### 영업이익 및 영업이익률



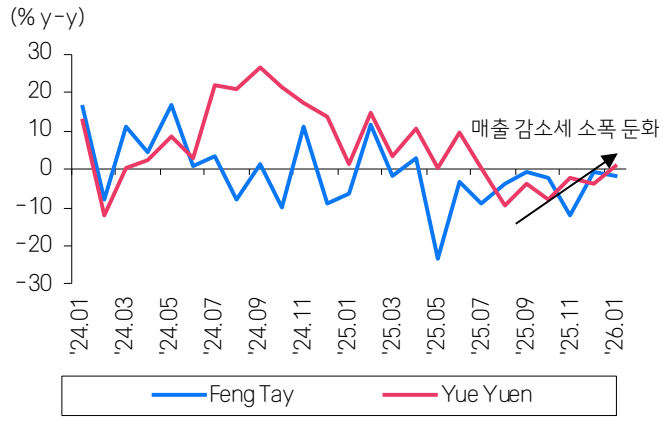

자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권 추정

### 가동률 추이



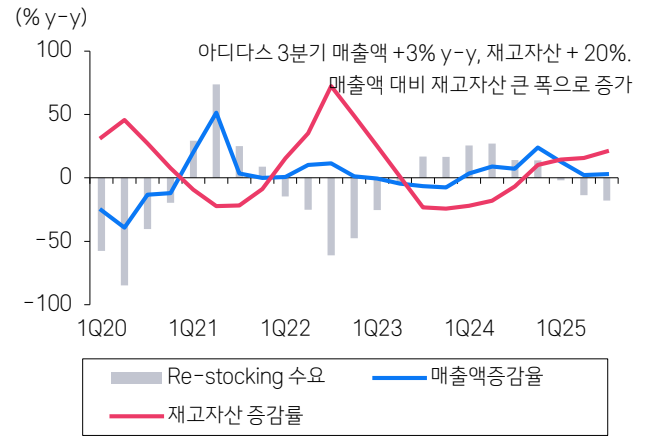

자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

### 경쟁사 월별 매출액 성장률 추이



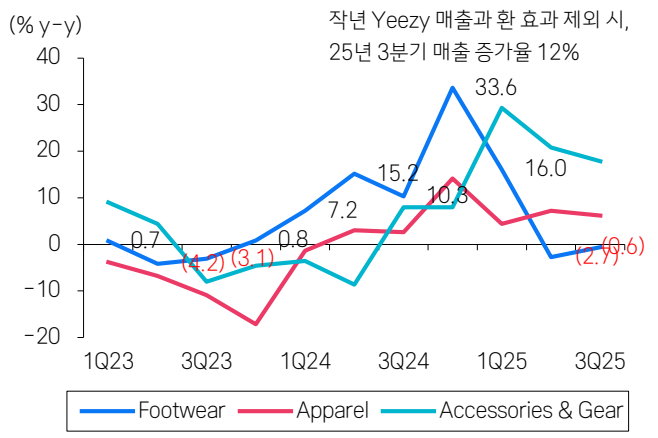

자료: 각 사, 삼성증권

### 아디다스 매출액, 재고자산, 재고 비축 수요 추이



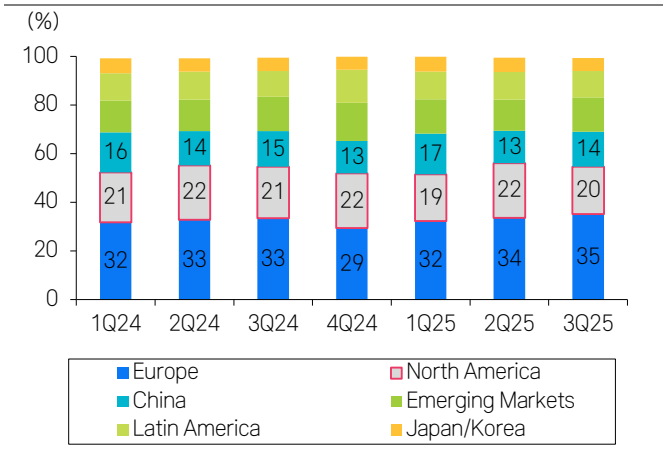

참고: Re-stocking 수요 = 매출 증가율(YoY) – 재고자산 증가율(YoY)
자료: Bloomberg, 삼성증권

### 아디다스 매출액 성장률 추이




자료: Bloomberg, 삼성증권

### 아디다스 지역별 매출액 비중 추이




자료: 아디다스, 삼성증권

### 아디다스 가이던스 및 코멘트

**아디다스: 3Q25 실적**

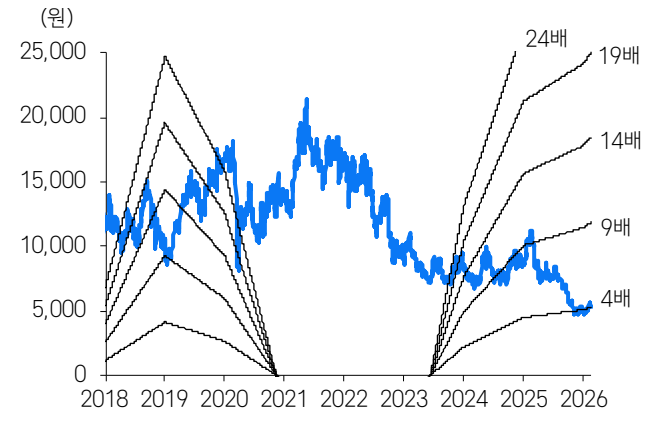
3Q25년 매출액 +3% y-y 성장. (1H25 기준 +7%)
3분기 매출액 66.3억 유로(+3% y-y, 고정환율, Yeezy 제외 시 +12%)를 기록하며 컨센서스 부합 및 상반기에 이어 견조한 성장세 지속 (1H25 매출액 +14% y-y
지역별로는 유럽 +12% y-y(Yeezy 및 환율 영향 제외), 중국 +10%, 이머징 +13%, 라틴 +21%, 일본/한국 +11%, 북미 +8% 기록하며 글로벌 전역에서 안정적인 성장세 기록

**가이던스 및 주요 코멘트**

**견조한 성장 흐름을 반영하며 연간 가이던스를 상향. 매출액은 기존 높은 한 자릿수 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**

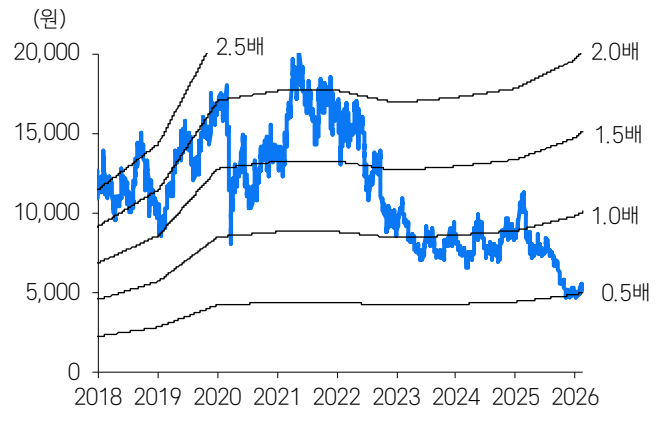
자료: 아디다스, 삼성증권

### 화승엔터프라이즈 12m FWD PER 밴드




참고: 2026년 2월 20일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

### 화승엔터프라이즈 12m FWD PBR 밴드




참고: 2025년 2월 20일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

## 포괄손익계산서

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **1,214** | **1,610** | **1,564** | **1,726** | **1,912** |
| 매출원가 | 1,050 | 1,388 | 1,390 | 1,517 | 1,670 |
| **매출총이익** | **163** | **222** | **174** | **209** | **242** |
| (매출총이익률, %) | 13.5 | 13.8 | 11.2 | 12.1 | 12.6 |
| 판매 및 일반관리비 | 150 | 139 | 139 | 150 | 159 |
| **영업이익** | **13** | **83** | **36** | **59** | **83** |
| (영업이익률, %) | 1.1 | 5.1 | 2.3 | 3.4 | 4.4 |
| **영업외손익** | **-32** | **-42** | **-56** | **-37** | **-35** |
| 금융수익 | 13 | 20 | 12 | 7 | 7 |
| 금융비용 | 40 | 43 | 44 | 41 | 39 |
| 지분법손익 | -0 | 0 | -18 | 0 | 0 |
| 기타 | -5 | -18 | -6 | -3 | -3 |
| **세전이익** | **-19** | **41** | **-20** | **23** | **49** |
| 법인세 | 7 | 6 | 7 | 3 | 8 |
| (법인세율, %) | -35.6 | 15.8 | -35.8 | 15.5 | 15.5 |
| 계속사업이익 | -25 | 34 | -27 | 19 | 41 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **순이익** | **-25** | **34** | **-27** | **19** | **41** |
| (순이익률, %) | -2.1 | 2.1 | -1.7 | 1.1 | 2.1 |
| 지배주주순이익 | -26 | 33 | -28 | 19 | 40 |
| 비지배주주순이익 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 |
| EBITDA | 84 | 154 | 113 | 130 | 147 |
| (EBITDA 이익률, %) | 6.9 | 9.6 | 7.2 | 7.5 | 7.7 |
| EPS (지배주주) | -434 | 546 | -461 | 308 | 662 |
| EPS (연결기준) | -417 | 567 | -448 | 315 | 677 |
| 수정 EPS (원)* | -434 | 546 | -461 | 308 | 662 |

## 재무상태표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **647** | **747** | **613** | **679** | **756** |
| 현금 및 현금등가물 | 121 | 116 | 96 | 57 | 80 |
| 매출채권 | 107 | 184 | 150 | 181 | 197 |
| 재고자산 | 263 | 282 | 231 | 278 | 302 |
| 기타 | 155 | 165 | 135 | 163 | 177 |
| **비유동자산** | **714** | **791** | **713** | **673** | **610** |
| 투자자산 | 9 | 10 | 9 | 10 | 10 |
| 유형자산 | 565 | 614 | 553 | 516 | 455 |
| 무형자산 | 41 | 42 | 40 | 36 | 33 |
| 기타 | 98 | 125 | 112 | 112 | 112 |
| **자산총계** | **1,361** | **1,538** | **1,326** | **1,352** | **1,366** |
| **유동부채** | **719** | **900** | **810** | **816** | **790** |
| 매입채무 | 145 | 228 | 186 | 224 | 244 |
| 단기차입금 | 457 | 563 | 524 | 444 | 364 |
| 기타 유동부채 | 117 | 109 | 100 | 148 | 182 |
| **비유동부채** | **82** | **74** | **53** | **56** | **58** |
| 사채 및 장기차입금 | 39 | 26 | 13 | 13 | 13 |
| 기타 비유동부채 | 43 | 48 | 40 | 43 | 45 |
| **부채총계** | **801** | **974** | **863** | **873** | **848** |
| **지배주주지분** | **514** | **524** | **455** | **470** | **508** |
| 자본금 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 자본잉여금 | 169 | 129 | 120 | 120 | 120 |
| 이익잉여금 | 140 | 200 | 168 | 184 | 221 |
| 기타 | 174 | 165 | 137 | 137 | 137 |
| **비지배주주지분** | **45** | **40** | **8** | **9** | **10** |
| **자본총계** | **559** | **564** | **463** | **479** | **518** |
| 순부채 | 376 | 485 | 461 | 448 | 369 |

## 현금흐름표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동에서의 현금흐름** | **59** | **81** | **87** | **49** | **84** |
| 당기순이익 | -25 | 34 | -27 | 19 | 41 |
| 현금유출이없는 비용 및 수익 | 115 | 125 | 123 | 104 | 99 |
| 유형자산 감가상각비 | 67 | 68 | 74 | 67 | 61 |
| 무형자산 상각비 | 4 | 3 | 4 | 4 | 3 |
| 기타 | 44 | 53 | 45 | 33 | 35 |
| 영업활동 자산부채 변동 | 8 | -42 | 27 | -43 | -22 |
| **투자활동에서의 현금흐름** | **-56** | **-41** | **-36** | **-44** | **-7** |
| 유형자산 증감 | -45 | -50 | -47 | -30 | 0 |
| 장단기금융자산의 증감 | -3 | 10 | 16 | -14 | -7 |
| 기타 | -8 | -1 | -4 | 0 | -0 |
| **재무활동에서의 현금흐름** | **-67** | **-56** | **-68** | **-43** | **-54** |
| 차입금의 증가(감소) | -60 | 93 | -59 | -38 | -49 |
| 자본금의 증가(감소) | -1 | -40 | -9 | 0 | 0 |
| 배당금 | -3 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| 기타 | -3 | -106 | 2 | -2 | -2 |
| 현금증감 | -62 | -6 | -19 | -39 | 23 |
| 기초현금 | 183 | 121 | 116 | 96 | 57 |
| 기말현금 | 121 | 116 | 96 | 57 | 80 |
| **Gross cash flow** | **90** | **159** | **96** | **123** | **140** |
| **Free cash flow** | **5** | **29** | **39** | **19** | **74** |

## 재무비율 및 주당지표

| 12월 31일 기준 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **증감률 (%)** | | | | | |
| 매출액 | -26.6 | 32.6 | -2.8 | 10.3 | 10.8 |
| 영업이익 | -75.5 | 537.0 | -56.8 | 66.6 | 40.1 |
| 순이익 | 적지 | 흑전 | 적전 | 흑전 | 115.3 |
| 수정 EPS** | 적지 | 흑전 | 적전 | 흑전 | 115.3 |
| **주당지표** | | | | | |
| EPS (지배주주) | -434 | 546 | -461 | 308 | 662 |
| EPS (연결기준) | -417 | 567 | -448 | 315 | 677 |
| 수정 EPS** | -434 | 546 | -461 | 308 | 662 |
| BPS | 8,485 | 8,652 | 7,502 | 7,765 | 8,382 |
| DPS (보통주) | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| **Valuations (배)** | | | | | |
| P/E*** | n/a | 15.8 | n/a | 17.4 | 8.1 |
| P/B*** | 1.0 | 1.0 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 11.1 | 6.8 | 6.8 | 6.0 | 4.8 |
| **비율** | | | | | |
| ROE (%) | -5.0 | 6.4 | -5.7 | 4.0 | 8.2 |
| ROA (%) | -1.8 | 2.4 | -1.9 | 1.4 | 3.0 |
| ROIC (%) | 1.8 | 7.0 | 4.9 | 5.4 | 7.8 |
| 배당성향 (%) | -10.4 | 8.2 | -9.8 | 14.6 | 6.8 |
| 배당수익률 (보통주, %) | 0.5 | 0.5 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| 순부채비율 (%) | 67.3 | 86.0 | 99.6 | 93.5 | 71.2 |
| 이자보상배율 (배) | 0.4 | 2.1 | 1.0 | 1.7 | 2.5 |

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

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 2월 19일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 2월 19일 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 | 11/27 |
|---|---|---|---|---|---|
| 투자의견 | BUY | BUY | BUY | BUY | HOLD |
| TP (원) | 11000 | 10000 | 8000 | 6000 | 5600 |
| 괴리율 (평균) | -29.71 | -35.00 | -35.80 | -18.66 | |
| 괴리율 (최대or최소) | -23.45 | -27.10 | -29.13 | -14.17 | |

**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** 2025.12.31 기준
매수(85.8%)·중립(14.2%)·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