



Not Rated

현재주가(8.13) 3,125원

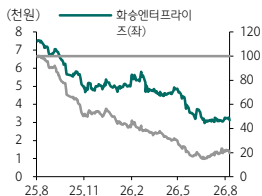
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,813.34
52주 최고/최저(원)	7,520/2,960
시가총액(십억원)	189.3
시가총액비중(%)	0.00
발행주식수(천주)	60,589.3
60일 평균 거래량(천주)	90.5
60일 평균 거래대금(십억원)	0.3
외국인지분율(%)	5.83
주요주주 지분율(%)	
화승인더스트리 외 3인	68.65

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	1,659	1,906
영업이익(십억원)	56	80
순이익(십억원)	25	32
EPS(원)	407	602
BPS(원)	7,072	8,302

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024	2025
매출액	1,654	1,214	1,610	1,564
영업이익	53	13	83	36
세전이익	6	(19)	41	(20)
순이익	(10)	(26)	33	(29)
EPS	(165)	(434)	546	(477)
증감율	적지	적지	흑전	적전
PER	(55.9)	(19.6)	15.8	(10.3)
PBR	1.0	1.0	1.0	0.6
EV/EBITDA	7.8	11.1	6.8	6.7
ROE	(1.9)	(5.1)	6.3	(6.3)
BPS	8,870	8,485	8,652	7,621
DPS	45	45	45	50



Analyst 박찬솔 chansolpark@hanafn.com
RA 김진우 jinwookim1336@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 08월 14일 | 기업분석_스몰캡_Report

화승엔터프라이즈 (241590)

2Q26 핵심 고객사 매출액 최고치 경신

Adidas와 운명 공동체

신발, 모자, 의류를 생산하는 패션 ODM업체다. Adidas 신발 중심의 포트폴리오를 보유하고 있다. 세부 브랜드 중 Superstar/Stansmith/Samba/Spezial/Advantage 등 Adidas Original 라이프스타일 카테고리 비중이 높다. Running, Core, US Sports 등 카테고리에도 대응한다. 화승엔터의 Adidas Footwear 내 M/S는 20%를 조금 넘는 것으로 파악되며, Adidas 독일 본사 직원들 40~50명이 공장에 상주하는 최상위급 파트너 지위를 유지하고 있다. 가격 협의는 매년 2회 정도 진행된다. 베트남(글로벌 수출), 인도네시아(미국 수출), 중국 공장(중국 내수)을 보유하고 있다. 월 생산량(백만 켤레 기준)은 2025년 베트남 3.8, 인도네시아 4.4, 중국 0.8이며, 2027년까지 베트남/인도네시아 최대 생산 CAPA를 20%가량 확대하는 계획을 갖고 있다.

핵심 고객사 현황 및 성장 전략

Adidas New CEO: 2023년 부임한 Björn Gulden CEO는 Adidas x Kanye West Yeezy 콜라보 실패 문제를 해결하기 위해 Puma라는 경쟁사에서 파격적으로 영입한 인물이다. 영입 후 Adidas를 다시 건강하고, 중장기적으로 성장할 수 있는 브랜드의 기본기를 다지는 역할을 했다고 평가받고 있는데, Adidas 주가도 이를 반영해 4Q22부터 회복 과정에 있다.

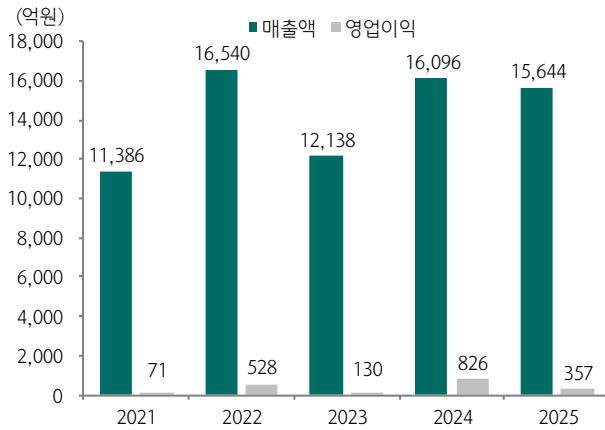
Adidas 재고 레벨: 2019년부터 재고 레벨을 확인해보면 2020년 글로벌 락다운, 2022년 Kanye West 사태로 높아졌던 사례가 있다. 2024년부터 높아진 재고의 경우 조금 다른 경우로 바라보고 있다. 러-우, 이란-이스라엘 전쟁으로 인한 공급망 불안, Wholesale의 높아진 물량 요구, DTC(Direct to Consumer) 매장의 확대, 2026년 월드컵 기간을 위한 준비 등이 재고를 더 많이 확보해야 되었던 이유였다.

Adidas 성장 전략: 2Q26 북중미 월드컵을 앞두고 강하게 마케팅비, 매장 판촉비를 집행하면서 핵심 시장인 북미 시장에서 브랜드 인지도를 높인 것은 유의미한 투자였다. 북미에서 한 단계 도약할 수 있는 기반을 다졌다는 평가다.

투자의견 및 향후 주가 흐름 예상

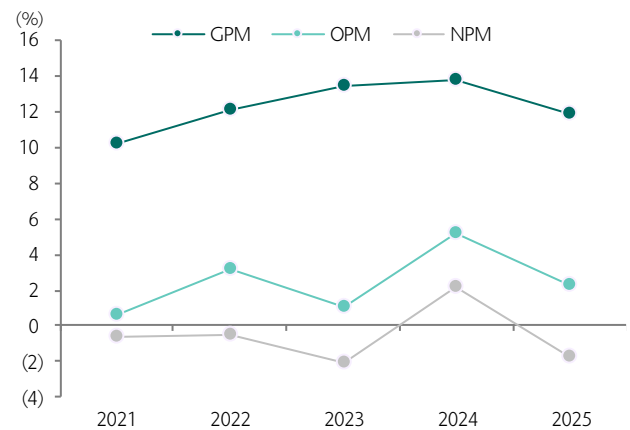
2Q26 매출액 3,975억원, 영업이익 73억원으로 영업이익 쇼크(컨센 매출액 4,070억원, 영업이익 136억원)를 기록했다. 그러나 추세적으로 하락해온 주가 흐름, 8월 초 진행한 Corp. Day로 이미 실적 기대가 낮아져 주가 하락은 오히려 제한되었다. 2Q26 Adidas 컨콜을 토대로 볼 때 화승엔터의 3Q26~4Q26 생산 실적 반등 가능성이 높다. 또 추가적으로 주목할 부분은 Running Category(Evo SL, Hyperboost 등 퍼포먼스)의 10만원대 초반 대중화 모델 출시다. 향후 볼륨 생산 가능성이 높은 모델 출시가 Adidas vs. 화승엔터 주가 괴리를 메꾸는 트리거가 될 것으로 예상된다.

도표 1. 화승엔터프라이즈, 연간 실적 추이(연결)



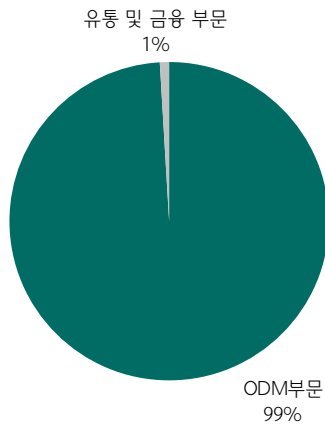
자료: 화승엔터프라이즈, 하나증권

도표 2. 화승엔터프라이즈, 연간 수익성 지표 추이



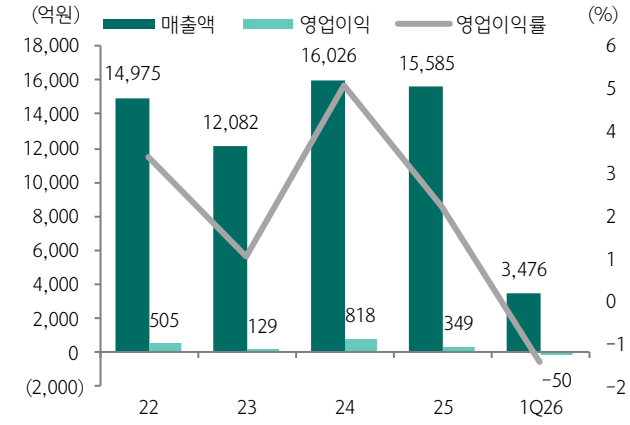
자료: 화승엔터프라이즈, 하나증권

도표 3. 화승엔터프라이즈, 1Q26 매출 비중



자료: 화승엔터프라이즈, 하나증권

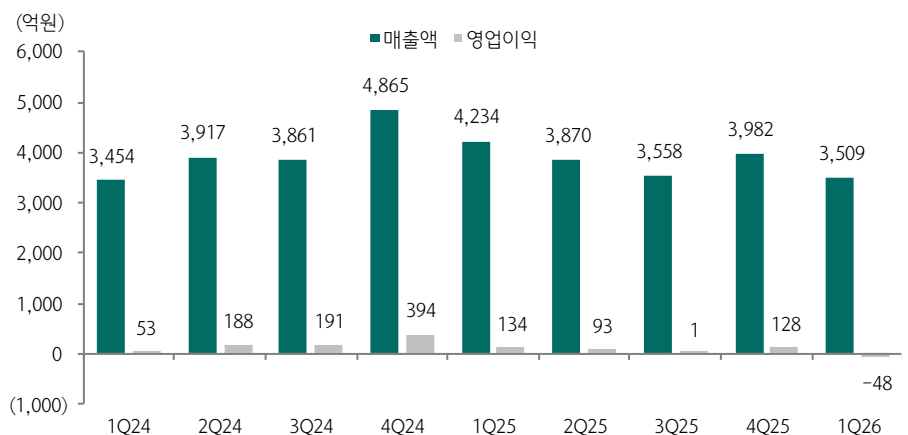
도표 4. 화승엔터프라이즈, ODM부문 실적 추이(연결)



자료: 화승엔터프라이즈, 하나증권

도표 5. 화승엔터프라이즈, 분기별 실적 추이(연결)

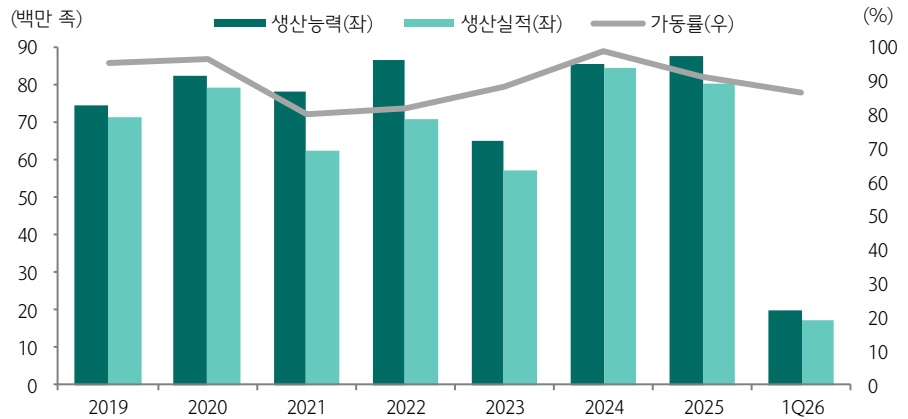
2025년 핵심 고객사 Adidas
실적과 괴리를 보이는 중



자료: 화승엔터프라이즈, 하나증권

도표 6. 화승엔터프라이즈, ODM 생산능력(실적) 및 가동률 추이

생산 CAPA는 2027년
기점으로 확대 계획



자료: 화승엔터프라이즈, 하나증권

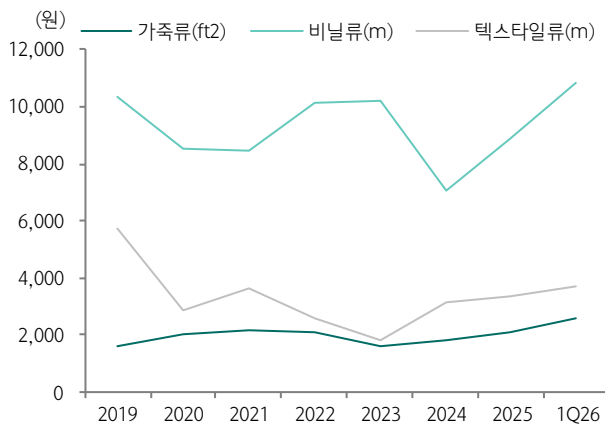
도표 7. 화승엔터프라이즈, 2027년 생산 로드맵

베트남/인도네시아 중심으로
20% CAPA UP

국가	2023	2025	2027년 전망
베트남	3.6	3.8	4.5
인도네시아	3.0	4.4	5.2
중국	0.8	0.8	0.8

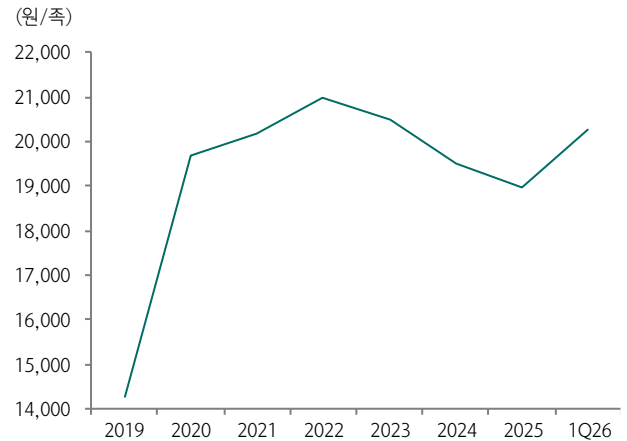
주: 단위(백만 켈레/월)
자료: 화승엔터프라이즈, 하나증권

도표 8. 화승엔터프라이즈, 원재료 가격 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 하나증권

도표 9. 화승엔터프라이즈, 제품(운동화) 가격 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 하나증권

도표 10. 화승엔터프라이즈, 중국·인니·베트남 중심 사업장

인도네시아, 베트남에
핵심 생산시설 위치

회사명	주요 사업	국가(설립연도)
화승비나	신발 제조·도매	베트남(2002년)
화승인도네시아	신발 제조·도매	인도네시아(2016년)
장천대련유한공사	신발 제조·도매	중국(1993년)
유니팩스	모자 제조·도매	베트남(2002년)
HS ONE	신발 제조·도소매·유통	베트남(2006년)
USV	의류 제조·판매	베트남(2001년)

주: 장천대련유한공사는 2008년, 유니팩스는 2019년, USV는 2022년에 인수
자료: 화승엔터프라이즈, 하나증권

도표 11. 화승엔터프라이즈, 생산기지



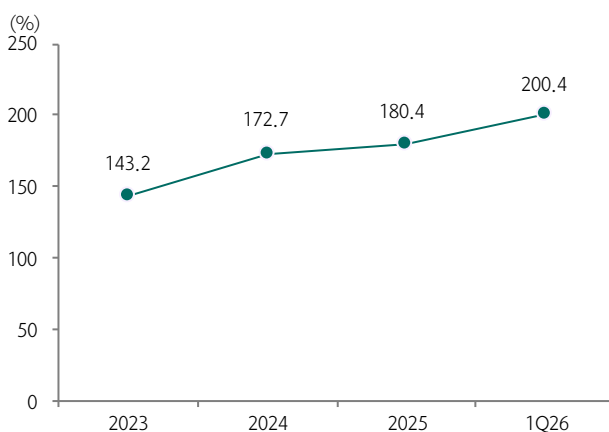
자료: 화승엔터프라이즈, 하나증권

도표 12. 화승엔터프라이즈, 지분구조



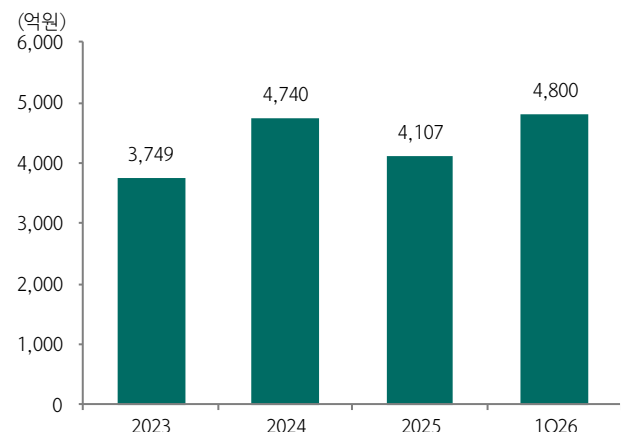
자료: 화승엔터프라이즈, 하나증권

도표 13. 화승엔터프라이즈, 부채비율



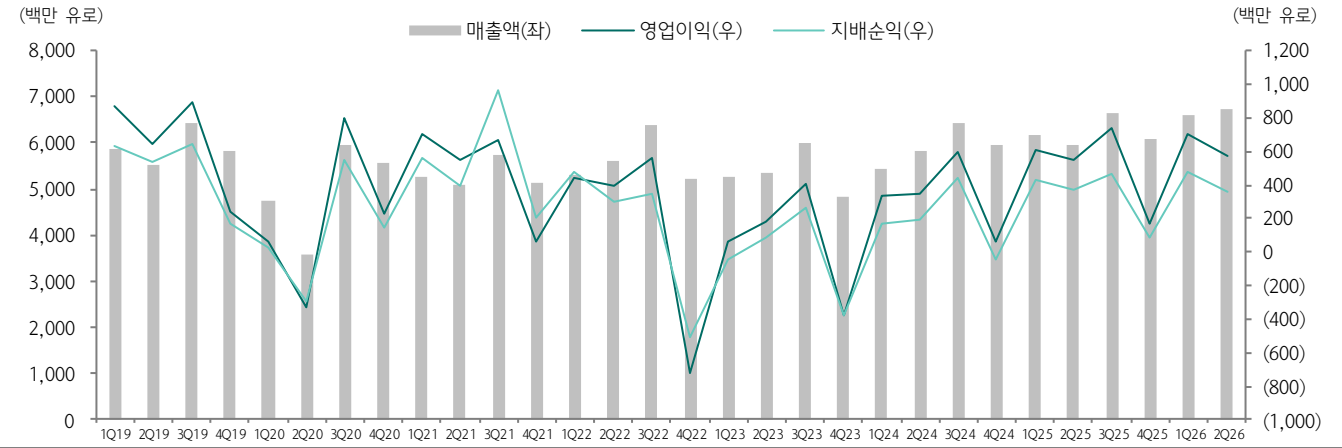
자료: 화승엔터프라이즈, 하나증권

도표 14. 화승엔터프라이즈, 순차입금



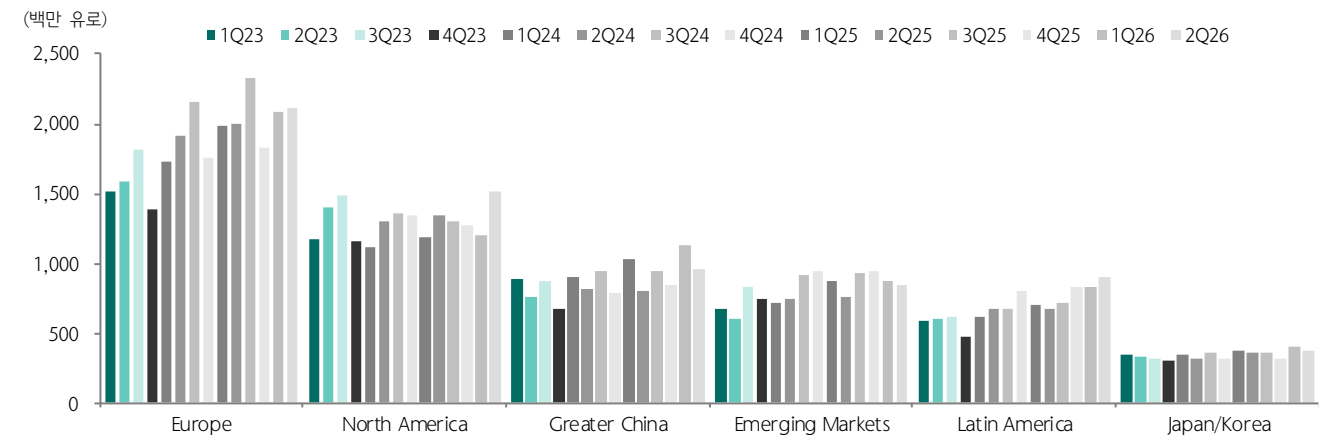
자료: 화승엔터프라이즈, 하나증권

도표 15. Adidas, 분기별 실적 추이(연결)



자료: Adidas, 하나증권

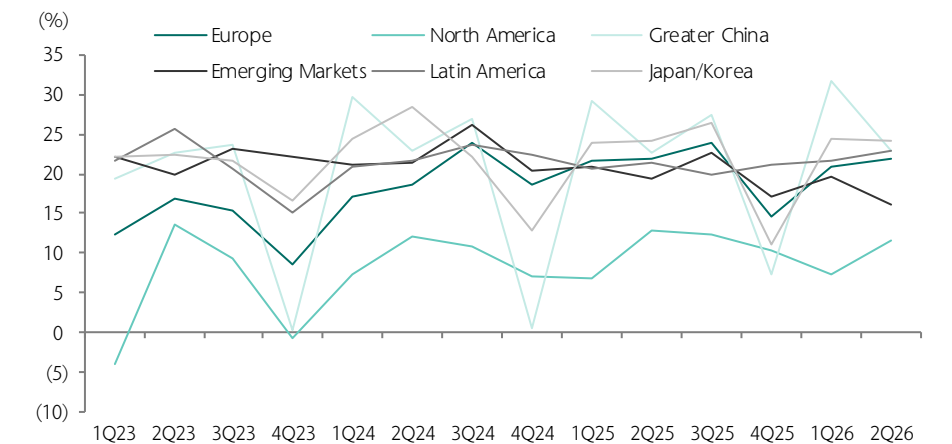
도표 16. Adidas, 지역별 매출액 추이



자료: Adidas, 하나증권

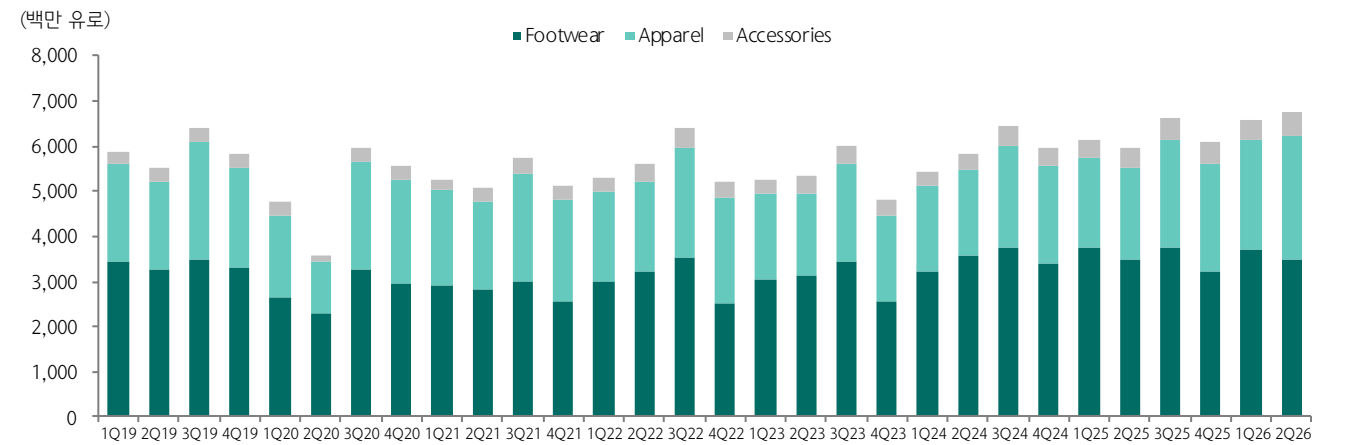
도표 17. Adidas, 지역별 영업이익률 추이

Emerging을 제외한 모든 시장
에서 마진을 개선되는 추세



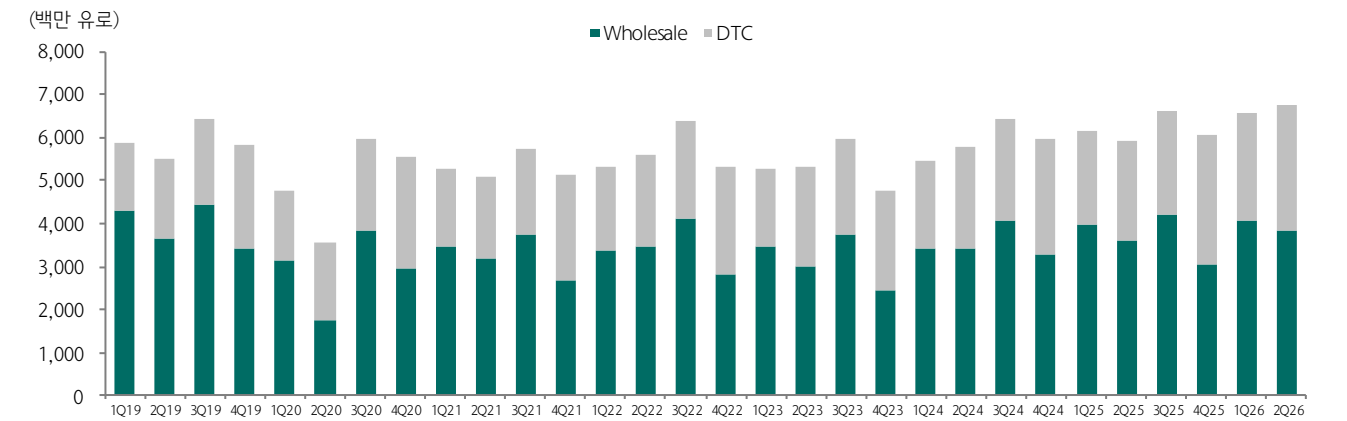
자료: Adidas, 하나증권

도표 18. Adidas, 제품별 매출액 추이



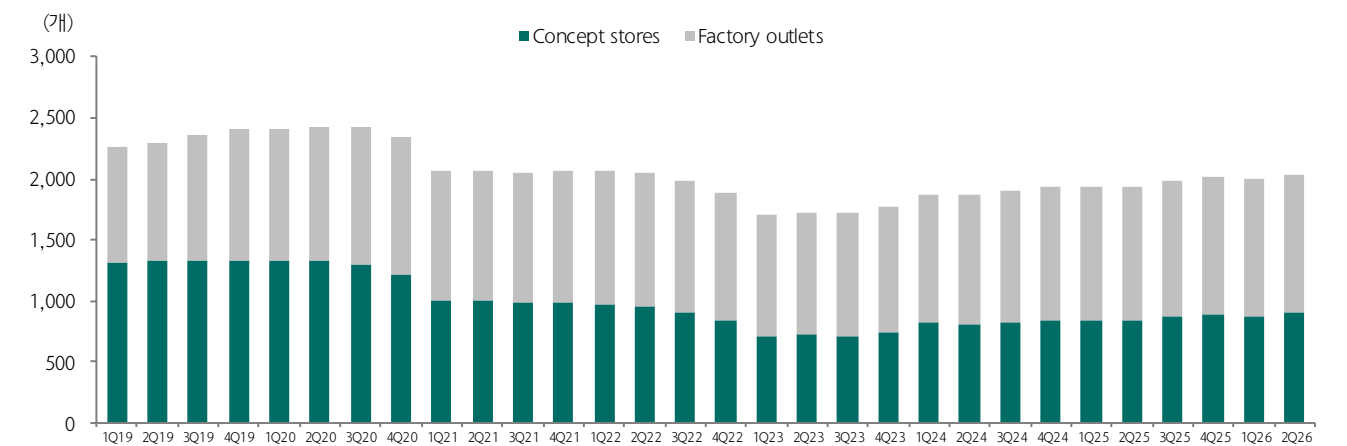
자료: Adidas, 하나증권

도표 19. Adidas, 채널별 매출액 추이



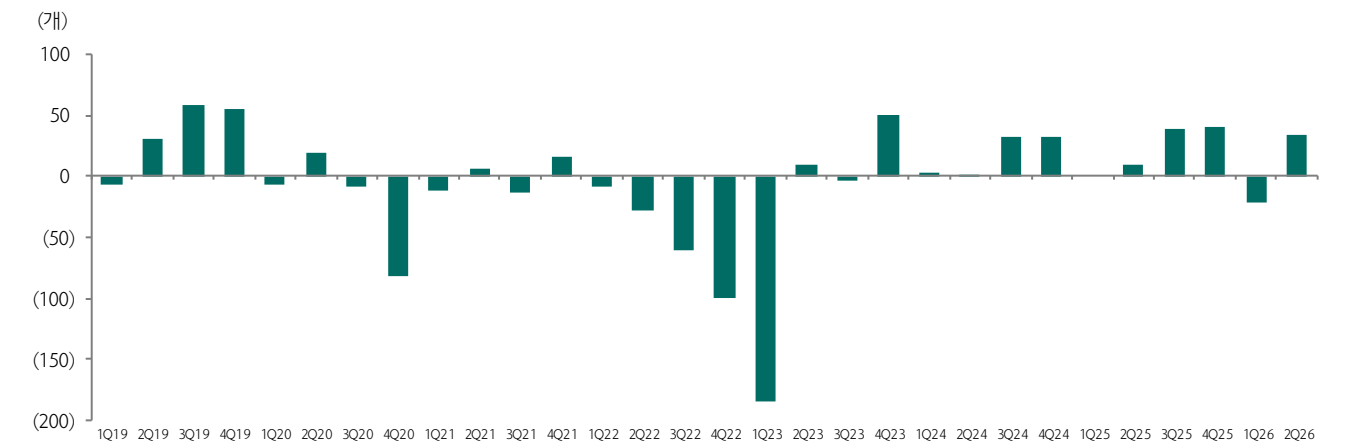
자료: Adidas, 하나증권

도표 20. Adidas, 매장 수 추이



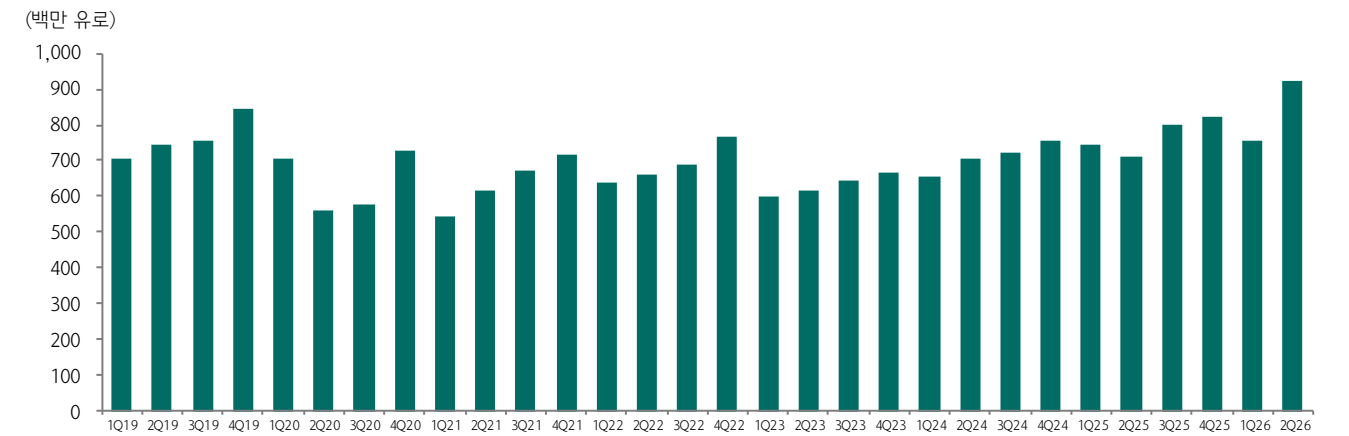
자료: Adidas, 하나증권

도표 21. Adidas, 매장 순출점 추이



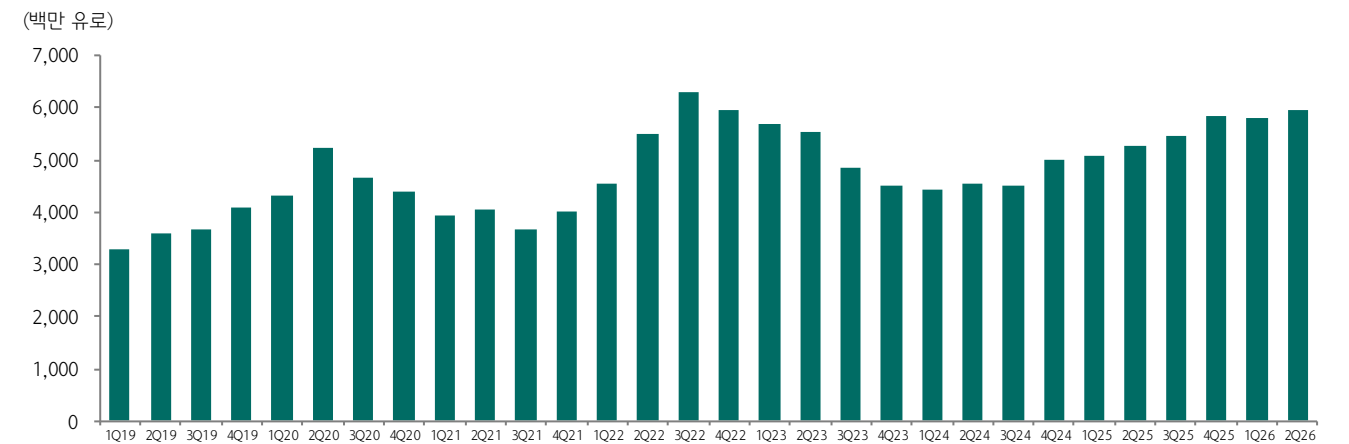
자료: Adidas, 하나증권

도표 22. Adidas, 마케팅·매장 판촉비 추이



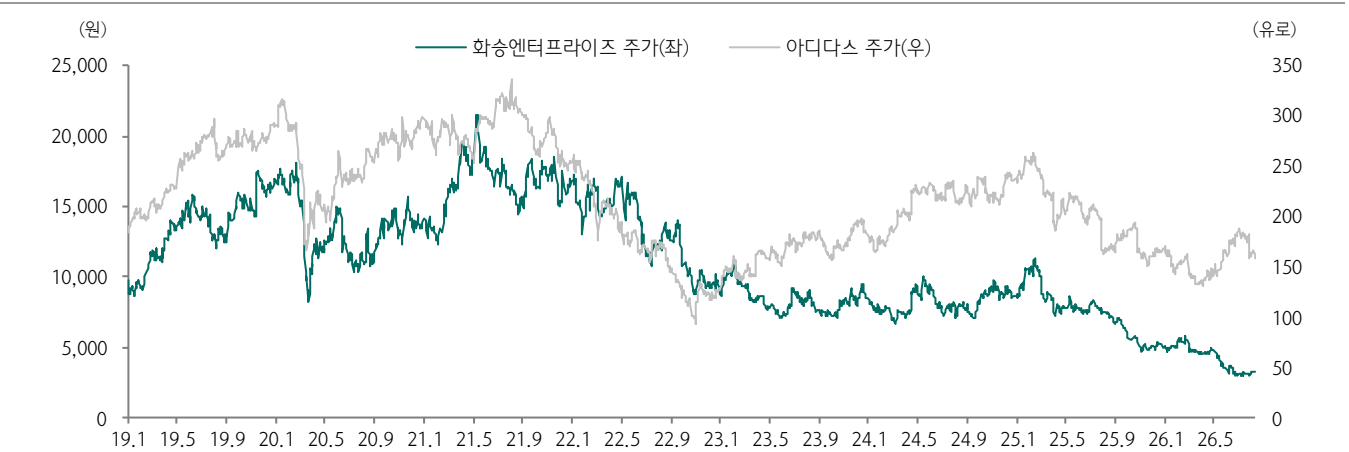
자료: Adidas, 하나증권

도표 23. Adidas, 재고 추이



자료: Adidas, 하나증권

도표 24. 화승엔터프라이즈 vs. Adidas 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 25. Adidas 중점 사업 전략



자료: Adidas, 하나증권

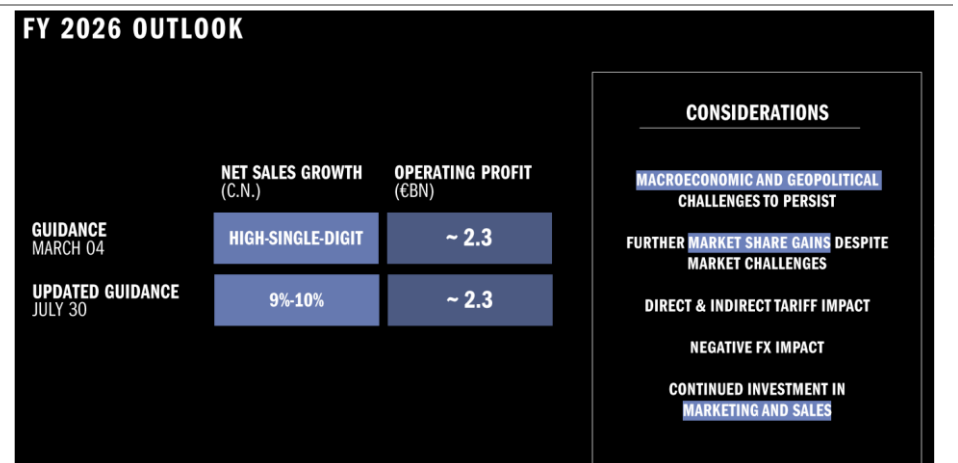
도표 26. Adidas 2027/2028년 정성적 가이드선스



자료: Adidas, 하나증권

도표 27. 2Q26 업데이트한 Adidas 2026년 연간 실적 가이드선스

매출액 가이드선스 상향



자료: Adidas, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	1,139	1,654	1,214	1,610	1,564
매출원가	1,022	1,455	1,050	1,388	1,380
매출총이익	117	199	164	222	184
판매비	109	146	150	139	149
영업이익	7	53	13	83	36
금융손익	(9)	(14)	(27)	(24)	(31)
종속/관계기업손익	(1)	(0)	(0)	0	1
기타영업외손익	4	(32)	(5)	(18)	(25)
세전이익	2	6	(19)	41	(20)
법인세	9	14	7	6	7
계속사업이익	(7)	(8)	(25)	34	(27)
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	(7)	(8)	(25)	34	(27)
비배주주지분 순이익	(0)	2	1	1	2
지배주주순이익	(7)	(10)	(26)	33	(29)
지배주주지분포괄이익	22	(0)	(20)	59	(49)
NOPAT	(23)	(61)	18	70	48
EBITDA	69	126	84	154	111
성장성(%)					
매출액증가율	2.1	45.2	(26.6)	32.6	(2.9)
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	288.9	(31.4)
EBITDA증가율	(42.5)	82.6	(33.3)	83.3	(27.9)
영업이익증가율	(88.7)	657.1	(75.5)	538.5	(56.6)
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	흑전	적전
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	적전
수익성(%)					
매출총이익률	10.3	12.0	13.5	13.8	11.8
EBITDA이익률	6.1	7.6	6.9	9.6	7.1
영업이익률	0.6	3.2	1.1	5.2	2.3
계속사업이익률	(0.6)	(0.5)	(2.1)	2.1	(1.7)

투자지표	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	(108)	(165)	(434)	546	(477)
BPS	8,858	8,870	8,485	8,652	7,621
CFPS	1,086	2,193	1,486	2,626	1,650
EBITDAPS	1,136	2,082	1,386	2,541	1,832
SPS	18,801	27,302	20,034	26,566	25,819
DPS	45	45	45	45	50
주가지표(배)					
PER	(156.0)	(55.9)	(19.6)	15.8	(10.3)
PBR	1.9	1.0	1.0	1.0	0.6
PCFR	15.5	4.2	5.7	3.3	3.0
EV/EBITDA	19.4	7.8	11.1	6.8	6.7
PSR	0.9	0.3	0.4	0.3	0.2
재무비율(%)					
ROE	(1.2)	(1.9)	(5.1)	6.3	(6.3)
ROA	(0.5)	(0.7)	(1.9)	2.2	(2.2)
ROIC	(2.4)	(6.0)	1.8	6.4	4.9
부채비율	141.7	149.6	143.2	172.7	180.4
순부채비율	53.9	63.8	67.3	86.0	91.5
이자보상배율(배)	0.7	2.6	0.4	2.1	0.9

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	698	757	647	747	602
금융자산	212	277	217	202	184
현금성자산	173	183	121	116	114
매출채권	123	110	107	184	95
재고자산	301	294	263	282	256
기타유동자산	62	76	60	79	67
비유동자산	633	718	714	791	720
투자자산	9	9	9	10	11
금융자산	5	4	4	4	5
유형자산	497	567	565	614	555
무형자산	32	42	41	42	41
기타비유동자산	95	100	99	125	113
자산총계	1,330	1,476	1,361	1,538	1,321
유동부채	695	778	719	900	790
금융부채	443	564	528	633	577
매입채무	191	162	145	228	179
기타유동부채	61	52	46	39	34
비유동부채	84	107	82	74	60
금융부채	66	90	65	53	38
기타비유동부채	18	17	17	21	22
부채총계	780	885	801	974	850
지배주주지분	536	537	514	524	461
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	166	170	169	129	120
자본조정	2	2	2	2	2
기타포괄이익누계액	10	16	23	49	28
이익잉여금	179	169	140	200	168
비배주주지분	14	54	45	40	10
자본총계	550	591	559	564	471
순금융부채	297	377	376	485	431

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	(8)	97	59	81	132
당기순이익	0	0	0	0	0
조정	59	109	51	123	65
감가상각비	62	73	71	71	75
외환거래손익	17	54	25	24	12
지분법손익	0	0	0	(0)	(1)
기타	(20)	(18)	(45)	28	(21)
영업활동 자산부채 변동	(67)	(12)	8	(42)	67
투자활동 현금흐름	(120)	(206)	(56)	(41)	(36)
투자자산감소(증가)	(2)	0	0	1	(0)
자본증가(감소)	(94)	(122)	(45)	(50)	(52)
기타	(24)	(84)	(11)	8	16
재무활동 현금흐름	48	118	(67)	(56)	(96)
금융부채증가(감소)	109	130	(67)	71	(79)
자본증가(감소)	(1)	4	(1)	(40)	(9)
기타재무활동	(56)	(13)	4	(84)	(5)
배당지급	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)
현금의 증감	(73)	10	(62)	(6)	(2)
Unlevered CFO	66	133	90	159	100
Free Cash Flow	(103)	(34)	5	29	77

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

화승엔터프라이즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저
26.8.14	Not Rated	-		

Compliance Notice

- 당사는 2026년 8월 14일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박찬술)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의 성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박찬술)는 2026년 8월 14일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	98.62%	1.38%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 08월 10일