



Not Rated

목표주가(12M) Not Rated
현재주가(11.20) 11,510원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,491.20
52주 최고/최저(원)	21,450/7,220
시가총액(십억원)	401.9
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	34,920.4
60일 평균 거래량(천주)	469.7
60일 평균 거래대금(십억원)	5.6
외국인지분율(%)	6.67
주요주주 지분율(%)	
글로벌오토트레이딩 외 16인	50.41

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	1,884	2,141
영업이익(십억원)	108	138
순이익(십억원)	92	102
EPS(원)	2,621	2,927
BPS(원)	13,068	14,757

Financial Data

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	1,164	1,086	1,237	1,690
영업이익	2	(11)	24	87
세전이익	0	(59)	32	95
순이익	7	(54)	24	74
EPS	190	(1,553)	698	2,125
증감율	흑전	적전	흑전	204.4
PER	17.2	(2.2)	11.9	3.4
PBR	0.4	0.5	1.0	0.7
EV/EBITDA	6.8	8.9	7.5	3.8
ROE	2.2	(21.2)	8.5	20.8
BPS	8,703	7,442	8,381	10,340
DPS	50	50	70	100



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 안도현 dohyunahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 21일 | 기업분석

화신 (010690)

실적은 이미 올라왔고, 내년부터는 신공장이다

2023년 영업이익률 5.6% 예상

화신의 3분기 매출액/영업이익은 3%/26% (YoY) 감소한 4,433억원/220억원(영업이익률 5.0%, -1.5% p (YoY))을 기록했다. 고객사들의 생산 증가와 믹스 개선이 긍정적이었지만, 전년 동기의 높은 기저와 환율 하락에 기인한 변동단가 하락, 그리고 인건비의 증가(+63억원) 등으로 매출액/영업이익이 모두 감소했다. 연결 이익 감소분인 78억원의 대부분은 국내 법인에서의 감소분(-73억원 (YoY), 3Q22 120억원→3Q23 47억원)이었다. 고객사 생산 증가가 이어지면서 4분기 매출액/영업이익은 2%/7% (YoY) 증가한 4,947억원/260억원(영업이익률 5.2%, +0.2%p (YoY)), 이에 따라 2023년 연간 매출액/영업이익은 1.86조 원/1,034억원(영업이익률 5.6%)으로 예상한다.

국내 배터리팩 케이스 공장과 미국 샷시 공장이 2024년/2025년 가동 시작

2024년에는 중요한 2개의 신공장이 가동을 시작한다. 국내 배터리팩 케이스 공장은 총 1,000억원(토지 148억원, 공장 240억원, 기계장치 등 약 600억원)의 투자금으로 연산 30만대 규모(향후 확대될 예정)로 건설 중인데, 2024년 7월부터 현대차/기아의 3개 차종(캐스퍼 EV 및 소형 SUV/세단), 2025년에는 추가 4개 차종(제네시스 EV 등)향으로 납품이 진행될 예정이다. 2024년에는 약 300억원, 2025년 이후로는 1,000억원 이상의 매출 기여가 예상된다. 미국 샷시 부품 공장(법인명 화신조지아)은 고객사의 미국 조지아 전기차 전용 공장에 대한 샷시 부품(Member/Arm 등)을 공급할 목적으로 건설 중인데, 2023년 9월 착공을 시작해 총 2,300억원 규모의 투자금이 소요된다. 2024년 하반기 완공되어 2025년부터 현지 생산되는 전기차 모델향으로 납품될 예정이다. 2개의 신공장은 아이템 및 지역 다변화를 통해 2024년 이후 외형 성장에 크게 기여할 것이다. 다만, 초기 투자금 규모가 크고, 미국/한국 내 인플레이션 비용이 증가해서 초기에는 고정비 부담이 큰 데 비해 단일 모델당 생산대수가 상대적으로 적은 편이라 규모의 경제 효과를 통한 BEP까지 다소 시일이 소요될 것인 바 이익 기여는 2026년 이후로 예상한다.

P/E 4배 대로 주가 저평가 판단

현재 주가와 추정 실적을 기준으로 P/E는 4배 중반으로 업종평균 대비 낮고, P/B는 0.88배로 평균 이상이다. 특정 고객들에 대한 의존도가 95%로 높고, 고정비 부담도 커서 외형에 따른 수익성 변동이 발생한다는 점과 성장을 위해 초기 시설투자가 필요해 차입금 조달이 많다는 점(총차입금 4,157억원, 순차입금 2,232억원)은 할인 요인으로서 Valuation에 반영되어 왔다. 반면, 완성차의 고가 차종 증가에 따른 믹스 효과가 이어지는 가운데, 2024년 이후 신공장 가동이 연속되면서 중단기 외형 성장이 크다는 점은 Valuation을 상향시킬 수 있는 요인인 바 현재 주가는 저평가된 상태라는 판단이다. 신공장들의 BEP 달성을 통한 단계적 이익 상승이 실적/주가의 동력이 될 것이다.

도표 1. 화신의 분기실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	2019	2020	2021	2022
매출액	341.2	295.8	277.3	322.3	344.7	402.5	457.1	486.0	465.5	457.6	443.3	1,164.3	1,085.5	1,236.6	1,690.3
한국	128.2	123.7	108.6	131.9	133.2	150.0	158.2	187.1	178.1	169.4	134.8	374.3	462.3	492.4	628.5
인도	57.6	48.4	62.6	53.3	67.8	73.5	91.5	98.4	79.8	76.2	90.5	247.3	190.6	221.9	331.2
중국	11.6	17.0	11.5	18.8	11.0	9.2	19.7	18.5	16.3	18.7	26.0	58.5	52.3	58.9	58.4
미국	96.4	73.8	66.7	86.8	99.0	121.8	137.4	141.7	151.3	146.9	140.7	336.3	294.4	323.7	499.9
브라질	39.4	32.2	27.6	30.9	32.6	43.2	48.5	38.7	38.8	45.7	43.6	147.2	80.2	130.1	163.0
기타	7.9	0.8	0.4	0.6	1.1	4.8	1.8	1.6	1.1	0.8	7.7	0.7	5.7	9.7	9.3
매출총이익	32.0	26.6	20.5	22.4	29.6	42.2	52.8	49.5	51.2	50.2	44.6	73.8	57.0	101.6	174.0
영업이익	9.7	9.9	2.2	2.5	10.9	22.4	29.8	24.4	27.9	27.6	22.0	1.9	-11.3	24.2	87.4
세전이익	9.7	19.3	4.4	-1.9	29.1	28.2	54.9	-17.1	36.7	27.5	22.9	0.2	-59.0	31.5	95.1
지배주주순이익	6.9	17.4	2.6	-2.4	25.6	22.7	42.3	-16.4	32.2	21.7	22.3	6.6	-54.2	24.4	74.2
증가율 (YoY)															
매출액	31.0	79.9	-10.7	-7.9	1.0	36.1	64.8	50.8	35.0	13.7	-3.0	8.2	-6.8	13.9	36.7
매출총이익	286.3	흑전	-10.2	-32.8	-7.7	58.7	157.4	120.5	73.0	19.0	-15.5	60.9	-22.8	78.1	71.4
영업이익	흑전	흑전	-70.1	-81.5	12.1	126.7	1,273.7	893.9	156.9	23.6	-26.3	흑전	적전	흑전	261.6
세전이익	흑전	흑전	흑전	적전	201.4	45.6	1,147.5	적지	25.9	-2.3	-58.3	흑전	적전	흑전	201.6
지배주주순이익	흑전	흑전	흑전	적전	272.1	31.1	1,545.5	적지	26.0	-4.7	-47.3	흑전	적전	흑전	204.4
Margin															
매출총이익률	9.4	9.0	7.4	7.0	8.6	10.5	11.6	10.2	11.0	11.0	10.1	6.3	5.3	8.2	10.3
영업이익률	2.8	3.3	0.8	0.8	3.1	5.6	6.5	5.0	6.0	6.0	5.0	0.2	-1.0	2.0	5.2
세전이익률	2.8	6.5	1.6	-0.6	8.4	7.0	12.0	-3.5	7.9	6.0	5.2	0.0	-5.4	2.5	5.6
지배주주순이익률	2.0	5.9	0.9	-0.7	7.4	5.7	9.3	-3.4	6.9	4.7	5.0	0.6	-5.0	2.0	4.4

자료: 화신, 하나증권

도표 2. 화신의 제품 중 Front Cross Member



자료: 화신

도표 3. 화신의 제품 중 Rear CTBA



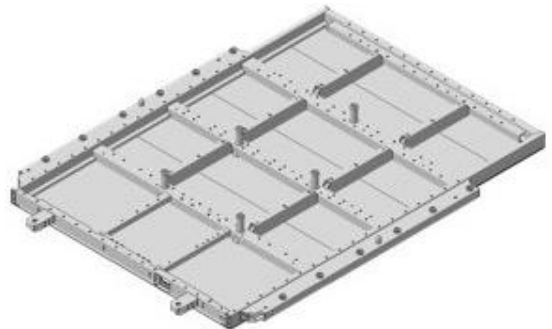
자료: 화신

도표 4. 화신의 제품 중 알루미늄 Front Cross Member (Subframe)



자료: 화신

도표 5. 화신의 제품 중 배터리팩 케이스



자료: 화신

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	1,076	1,164	1,086	1,237	1,690
매출원가	1,030	1,090	1,029	1,135	1,516
매출총이익	46	74	57	102	174
판매비	67	72	68	77	87
영업이익	(21)	2	(11)	24	87
금융손익	(31)	(11)	(59)	10	3
중속/관계기업손익	(2)	0	(3)	(3)	0
기타영업외손익	7	9	15	1	5
세전이익	(47)	0	(59)	32	95
법인세	10	(6)	(5)	7	21
계속사업이익	(57)	7	(54)	24	74
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	(57)	7	(54)	24	74
비배주주지분 손이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
지배주주순이익	(57)	7	(54)	24	74
지배주주지분포괄이익	(58)	7	(42)	32	71
NOPAT	(25)	56	(10)	19	68
EBITDA	34	58	45	81	148
성장성(%)					
매출액증가율	0.8	8.2	(6.7)	13.9	36.6
NOPAT증가율	적지	흑전	적전	흑전	257.9
EBITDA증가율	3.0	70.6	(22.4)	80.0	82.7
영업이익증가율	적지	흑전	적전	흑전	262.5
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	적전	흑전	208.3
EPS증가율	적지	흑전	적전	흑전	204.4
수익성(%)					
매출총이익률	4.3	6.4	5.2	8.2	10.3
EBITDA이익률	3.2	5.0	4.1	6.5	8.8
영업이익률	(2.0)	0.2	(1.0)	1.9	5.1
계속사업이익률	(5.3)	0.6	(5.0)	1.9	4.4

투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022
주당지표(원)					
EPS	(1,635)	190	(1,553)	698	2,125
BPS	8,516	8,703	7,442	8,381	10,340
CFPS	983	2,176	1,476	2,963	5,028
EBITDAPS	960	1,651	1,293	2,333	4,240
SPS	30,808	33,342	31,086	35,412	48,404
DPS	25	50	50	70	100
주가지표(배)					
PER	(1.4)	17.2	(2.2)	11.9	3.4
PBR	0.3	0.4	0.5	1.0	0.7
PCFR	2.4	1.5	2.3	2.8	1.4
EV/EBITDA	11.4	6.8	8.9	7.5	3.8
PSR	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
재무비율(%)					
ROE	(19.5)	2.2	(21.2)	8.5	20.8
ROA	(6.9)	0.8	(6.6)	2.8	7.4
ROIC	(5.5)	12.5	(2.4)	3.8	12.6
부채비율	182.5	169.7	221.8	201.9	181.5
순부채비율	102.5	92.5	110.8	111.3	86.1
이자보상배율(배)	(1.3)	0.1	(0.8)	2.0	5.2

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	412	370	409	429	548
금융자산	81	72	79	79	116
현금성자산	78	71	78	77	113
매출채권	168	160	163	171	203
재고자산	134	117	144	158	186
기타유동자산	29	21	23	21	43
비유동자산	416	438	414	442	457
투자자산	27	17	24	34	30
금융자산	22	11	15	19	15
유형자산	372	389	357	375	375
무형자산	4	3	3	3	3
기타비유동자산	13	29	30	30	49
자산총계	828	808	823	871	1,005
유동부채	467	383	448	463	541
금융부채	333	238	259	289	326
매입채무	55	43	72	91	106
기타유동부채	79	102	117	83	109
비유동부채	68	126	119	119	107
금융부채	49	111	104	111	97
기타비유동부채	19	15	15	8	10
부채총계	535	509	567	582	648
지배주주지분	293	300	256	288	357
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	5	5	5	8	8
자본조정	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
기타포괄이익누계액	(13)	(12)	(4)	0	(6)
이익잉여금	288	294	241	267	342
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	293	300	256	288	357
순금융부채	301	277	283	321	307

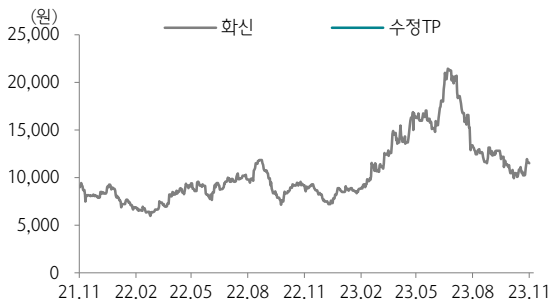
현금흐름표

(단위:십억원)

	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	7	82	40	38	85
당기순이익	(57)	7	(54)	24	74
조정	68	58	93	66	77
감가상각비	55	56	56	57	61
외환거래손익	33	15	60	32	35
지분법손익	0	(0)	0	0	(0)
기타	(20)	(13)	(23)	(23)	(19)
영업활동 자산부채변동	(4)	17	1	(52)	(66)
투자활동 현금흐름	(52)	(49)	(55)	(67)	(58)
투자자산감소(증가)	1	10	(7)	(10)	4
자본증가(감소)	(49)	(61)	(46)	(54)	(60)
기타	(4)	2	(2)	(3)	(2)
재무활동 현금흐름	58	(39)	28	23	6
금융부채증가(감소)	62	(32)	13	36	11
자본증가(감소)	(0)	(0)	0	3	0
기타재무활동	(2)	(6)	17	(14)	(3)
배당지급	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)
현금의 증감	11	(7)	6	(0)	35
Unlevered CFO	34	76	52	103	176
Free Cash Flow	(59)	6	(31)	(22)	23

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

화신



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

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 11월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2023년 11월 20일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 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	94.04%	5.50%	0.46%	100%

* 기준일: 2023년 11월 20일