

ISSUE & PITCH

25 Apr. 2022

자동차 **유지웅** | jwyo@daolsecurities.com
연구원 **남주신** | jushinnam@daolsecurities.com

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가	12,000		신규

Earnings

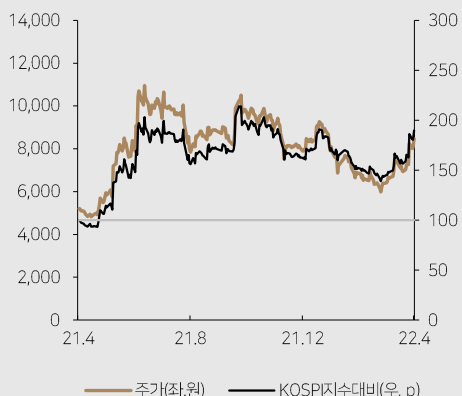
Stock Information

현재가 (4/22)	8,210원
예상 주가상승률	46.2%
시가총액	2,867억원
비중(KOSPI내)	0.01%
발행주식수	34,920천주
52주 최저가 / 최고가	4,830 - 10,950원
3개월 일평균거래대금	32억원
외국인 지분율	1.9%
주요주주지분율(%)	
글로벌오토트레이딩 (외 17인)	50.4
자사주 (외 1인)	5.7
삼성액티브자산운용 (외 1인)	5.0

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	11.9	7.9	7.4
PBR(배)	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	7.5	5.9	5.3
배당수익률(%)	0.8	0.9	0.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	26.9	(12.8)	58.2	(1.3)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	27.1	(2.8)	73.1	7.8

Price Trend



DAOL 다올투자증권

화신 (010690)

파티는 이제 막 시작됐다

Issue

커버리지 개시. 중소형 자동차 부품업체중 높은 투자매력 확보

Pitch

투자이건 BUY 및 목표주가 12,000원을 제시하며 커버리지 개시. 목표주가는 2022년 추정 EPS에 2009~2012년에 거래된 평균 P/E 12배를 적용해 산정. 자동차 업종 턴어라운드 국면으로, 뚜렷한 주가 모멘텀 기대

Rationale

- 자동차용 사시/보디 제품을 생산하는 업체로, 현대/기아향 공급비중 90% 수준. 2013~2018년에 걸쳐 신흥국 지역 동반진출에 따른 손익훼손이 지속되어 장기간 기업가치는 하방압력을 받아온 상태
- 반면 현대차그룹의 2018년 이후 권역별 운영체제 전환과 재고소진 이후 해외의 주요 거점별 생산이 회복세에 접어들었고, 동사는 이에 따라 동반 외형성장 국면에 진입한 것으로 판단
- 특히 미국지역의 경우, 완성차의 핵심라인업이 2021년부터 생산에 들어가기 시작해 동사의 경우 턴어라운드가 완성차 대비 1~2년 가량 지연되어 나타나고 있으며, 2022년에 들어서서 실제 손익개선세가 나타나고 있는 것으로 판단
- 연간 영업이익은 '20년 -110억원 → '21년 242억원 → '22년 447억원으로 가파른 성장세를 기록할 것으로 예측되며, 이후 완성차의 미국 현지생산능력 증가에 따라 동반 외형성장세가 가속화 될 것으로 기대
- 한편 완성차 업체들은 전기차용 배터리 시스템 어셈블리를 외주화 시킴에 따라 배터리 케이스 수주가 향후 크게 증가할 것으로 예상. 특히 현대차의 미국 전기차 공장 건설과 더불어 현지 미국 OEM들의 배터리케이스 발주가 시작되고 있어 구조적 수혜 기대. 동사의 경우 대표적 수혜가 예상되는 업체이며, 수주 확대시 지속적인 주가 재평가 가능

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,164	1,086	1,237	1,416	1,535	1,660	1,796
영업이익	2	(11)	24	45	54	59	69
EBITDA	58	45	81	107	117	124	138
순이익	7	(54)	24	37	39	40	48
자산총계	808	823	871	910	962	1,014	1,076
자본총계	300	256	288	318	355	392	437
순차입금	277	283	322	339	336	336	333
매출증가율	8.2	(6.8)	13.9	14.5	8.4	8.1	8.2
영업이익률	0.2	(1.0)	2.0	3.2	3.5	3.5	3.8
순이익률	0.6	(5.0)	2.0	2.6	2.5	2.4	2.7
EPS증가율	흑전	적전	흑전	49.7	6.1	2.1	20.6
ROE	2.2	(19.5)	9.0	12.0	11.5	10.6	11.5

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

I. Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 12,000원으로 커버리지 개시

Target P/E 12배 반영해
목표주가 산정

화신에 대해 투자의견 BUY로 커버리지를 개시하며, 목표주가는 12,000원을 제시한다. 목표주가는 2022년 EPS에 Target P/E 12배를 반영해 산정했고, Target P/E는 동사의 최대 성장구간 이었던 2009~2012년 평균 P/E를 감안해 반영했다. 동사는 자동차 업종내 중소형주중 2022년 이익회복 가능성 및 이후 풍부한 외형성장 동력을 갖춘 것으로 판단되어 공식 투자의견을 제시한다. 현재 주가수준은 P/E 7.9배 수준이며, 이익회복세 확인이 1Q22부터 가능할 것으로 예상되어 밸류에이션 re-rating이 이뤄질 것으로 기대한다.

스무고개를 넘어 이익
안정화 국면 도달

동사의 경우 특성상 현대차그룹에 대한 매출 노출도가 높으며(90% 이상), 2012년까지 가파른 고속 성장 구간이 나타났다. 그러나 2013~2019년에는 현대차그룹의 현지생산거점 대응을 위해 동반진출한 거점인 중국과 브라질 지역에서 지속적으로 가동률 하락과 헤알화 환율악세 등 이중고를 경험해 왔다. 반면 2020년 이후부터는 완성차의 미국사업 강화기조가 뚜렷해지고 있고, 중국에 대한 노출도는 축소된 상황으로 이익의 가시성은 상당히 안정화 되었다. 또한 2022년 들어서는 유가상승기조로 인한 브라질 지역 안정화 등 밸류에이션 억제요인들이 사라지고 있어 기업가치 상승을 위한 충분한 체력이 확보된 것으로 판단된다.

제품 특성상 고정비 부담
크나 배터리 어셈블리
부품에서 잠재 성장동력
발현 임박

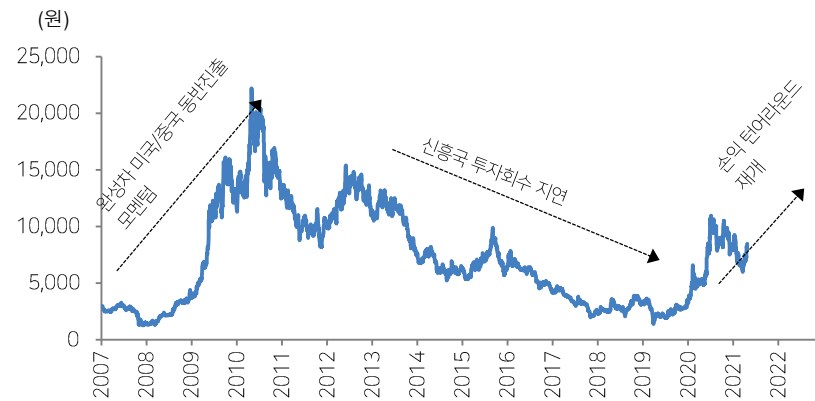
동사는 주로 샤시, 프레임 등 자동차 부품 중 대물을 담당하고 있어 자동차 부품업체 중에서도 이익에 대한 부침이 강한편에 속한다. 반면 최근의 매출회복세는 뚜렷한 유형자산회전을 증가로 이어지고 있고, 2021년 하반기에 집중적으로 발생한 인플레이션 영향은 2022년 들어 점차 완화되는 기조도 형성되고 있어 최소 2024년까지는 이어지는 장기 이익개선 사이클이 시작된 것으로 판단된다. 또한 미국 전기차 시장의 개화로 인한 배터리 어셈블리 부품의 수요 증가로 미국내 배터리 케이스 수주 등 외형성장 모멘텀이 예상된다.

Fig. 1: 화신 목표주가 산정: Target P/E 12배 반영, 목표주가 12,000원 제시

구분	단위	금액	비고
지배주주지분 순이익	십억원	36.5	2022년 기준
EPS	원	1,045	2022년 기준
Target P/E	배	12	
목표 시가총액	십억원	439	2022년 순이익*Target P/E
목표가격	원	12,000	2022년 EPS*Target P/E
현재가격	원	8,470	
상승여력	%	41.7	

Source: 다올투자증권

Fig. 2: 화신 주가: 2012년~2017년 악재 지속발생 이후 2020년부터 턴어라운드 기조 확산



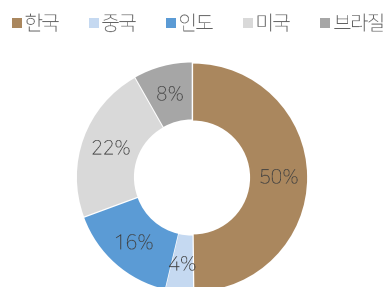
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 3: 대표적인 실적부진 영향: 신흥국 동반투자 이후 해알화 약세로 지속적인 손익훼손 발생



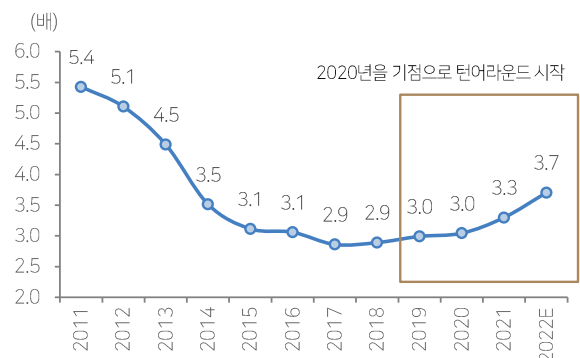
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 4: 지역별 매출 구성(2021년): 한국, 미국, 인도에 집중



Source: 화신, 다올투자증권

Fig. 5: 유형자산 회전을 반등: 장기 반등 사이클 진입



Source: 화신, 다올투자증권

II. 실적 전망: 가파른 이익모멘텀 예상

II-1. 2022년 연간 영업이익 447억원 기대

1Q22 실적: 영업이익
96억원 예상

2022년 동사 실적은 2020~2021년에 나타난 턴어라운드 기조에 이어 외형확대와 이익률 개선이 뚜렷할 것으로 기대된다. 이는 현대/기아의 연간 판매볼륨이 각각 6%, 6.6%씩 연간 판매가 확대되는 가운데, 동사의 경우 북미와 인도등 완성차 판매호조세가 집중된 지역에서 특히 이익모멘텀이 나타날 것으로 기대되기 때문이다. 1Q22의 경우 매출액 3,438억원(YoY +0.8%), 영업이익 96억원(YoY -0.5%)이 예상되고 당기순이익의 경우 달러 상승효과에 기인해 약 124억원을 기록할 것으로 추정된다.

2022년: 연간 영업이익
447억원(YoY +85%) 추정

2022년 연간 매출액 및 영업이익은 각각 1.4조원(YoY +14%), 447억원(YoY +85%)을 기록할 것으로 예상되며, 영업이익률은 3.2%로 전년대비 약 1.2%p의 마진상승세가 기대된다. 2020년 - 113억원의 적자에서 2021년 턴어라운드를 거쳐 2022년에는 정상수준의 이익기록이 예상되고 있고, 2023년부터는 외형성장이 본격화됨에 따라 장기 외형확대 사이클에 접어들었다는 판단이다. 2023년의 경우 매출액 1.5조원(YoY +8.4%), 영업이익 539억원(YoY +20.5%) 기록이 예상된다.

자동차 산업 전반으로
상저하고 가동률 개선현상
기대

한편 최근 들어서는 TSMC등 MCU생산업체들의 생산회복기조가 나타나고 있어 자동차 업체들의 생산재개로 이어지고 있다. 2월 후반부 들어 러시아/우크라이나 사태로 인해 글로벌 공급차질 현상이 일부 확대된 바 있으나, 4월 들어서는 추가 악화현상은 나타나고 있지 않다. 현대기아의 경우 특히 북미공장 신차투입효과가 뚜렷하게 나타나고 있고 인도공장 3교대 전환 등 핵심거점을 중심으로 2H22로 접어들수록 가동률 개선이 예상되는데, 이를 통해 동사의 경우 역시 상저하고 패턴의 이익모멘텀이 예상된다.

Fig. 6: 화신 실적추이 및 전망: 2022년 영업이익 447억원(YoY +85%) 예상

(십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	341	296	277	322	344	365	334	372	1,237	1,416	1,535
본사	209	176	158	182	205	213	194	216	725	829	899
화신인도	60	50	63	55	62	66	68	71	228	267	296
북경화신	11	16	11	18	10	15	10	17	57	52	54
화신아메리카	96	76	67	87	97	102	91	102	326	392	426
화신브라질	29	32	28	31	29	33	31	33	120	126	131
단순합계	406	351	326	373	404	429	393	438	1,455	1,665	1,806
매출원가	309	269	257	300	313	331	304	337	1,135	1,284	1,388
매출원가율(%)	91	91	93	93	91	91	91	91	92	90.7	90
판매비	22	17	18	20	21	23	20	22	77	87	93
판매비율(%)	6.6	5.6	6.6	6.2	6.2	6.2	6.1	6.0	6.3	6.1	6.1
영업이익	9.7	9.9	2.2	2.4	9.6	11.7	10.4	13.0	24.2	44.7	53.9
영업이익률(%)	2.8	3.3	0.8	0.8	2.8	3.2	3.1	3.5	2.0	3.2	3.5
당기순이익	6.9	17.3	2.6	-2.4	12.4	8.8	6.9	8.5	24.4	36.5	38.8
YoY(%)											
매출액	31	80	-11	-8	0.8	23.4	20.6	15.5	14	14	8.4
영업이익	흑전	흑전	-70.1	-82	-0.5	18.4	378.3	432.1	-314	85	20.5
당기순이익	흑전	흑전	흑전	적전	80.3	-49.4	171.1	흑전	흑전	50	6.1

Source: 다올투자증권

II-2. 2020년 적자이후 뚜렷한 턴어라운드 기록중: 업종내 모멘텀 확보한 중소형주

2020년 영업적자 기록 후
가파른 턴어라운드 시현 중

자동차 섹터 대부분의 중대형 업체들은 2020년에도 대부분 이익확보가 가능한 구조였으나, 동사의 경우 고정비 부담영향이 상대적으로 높아 약 110억원의 영업적자를 기록했다. 2021년의 경우 상반기 이익모멘텀이 일부 나타났으나, 하반기 들어서는 원재료비용 상승 등 비용부담이 커졌다. 2022년의 경우 YoY +14% 수준의 외형확대가 기대되고, 대형 부품업체 대비 외형성장세가 뚜렷할 것으로 판단되어 섹터내 투자매력도가 높은 업체로 판단한다.

Fig. 7: 다올투자증권 자동차 업종 Valuation비교

(십억원, %, 배)

종목	투자의견	연도	매출액	영업이익	순이익(자배)	OPM	ROE	P/E	P/B
현대차	BUY	2020	103,998	2,395	1,424	2.3	2.8	28.8	0.8
		2021	117,611	6,679	4,942	5.7	7.9	9.0	0.8
		2022E	128,533	8,119	7,317	6.3	10.4	5.4	0.7
기아	BUY	2020	59,168	2,066	1,488	3.5	5.1	17.0	0.9
		2021	69,862	5,066	4,760	7.3	14.7	7.0	1.0
		2022E	77,871	5,920	5,511	7.6	14.9	5.6	0.9
현대모비스	BUY	2020	36,627	1,830	1,529	5.0	4.7	15.9	0.8
		2021	41,702	2,040	2,352	4.9	6.9	10.2	0.7
		2022E	47,889	2,482	2,849	5.2	7.8	7.0	0.5
현대위아	Hold	2020	6,592	72	60.97	1.1	1.7	23.9	0.5
		2021	7,528	103	62.3	1.4	1.8	34.9	0.7
		2022E	7,804	161	101	2.1	3.1	16.6	0.6
만도	BUY	2020	5,564	89	5.8	1.6	0.9	476.9	1.8
		2021	6,147	236	167	3.8	9.9	17.8	1.6
		2022E	7,113	339	230	4.8	12.4	10.7	1.4
한온시스템	BUY	2020	6,873	316	110	4.6	5.2	78.6	17.5
		2021	7,351	326	309	4.4	13.9	23.3	13.0
		2022E	7,770	479	341	6.2	14.6	17.9	10.2
에스엘	BUY	2020	2,505	93	66	3.7	4.6	13.5	0.6
		2021	3,001	111	97	3.7	6.6	15.6	1.0
		2022E	3,225	147	124	4.6	8	9.6	0.7
한라홀딩스	BUY	2020	736	91	44	12.3	5	8.9	0.5
		2021	1,041	140	106	13.8	11.2	4.5	0.5
		2022E	1,153	149	104	12.9	9.9	4.1	0.4
한국타이어앤테크놀로지	BUY	2020	6,453	628	372	9.7	5.3	13.1	0.7
		2021	7,142	642	587	9.0	7.6	7.3	0.5
		2022E	7,687	520	381	6.8	4.7	11.3	0.5
현대글로비스	BUY	2020	16,520	662	606	4.0	12.5	11.4	1.4
		2021	21,780	1,126	768	5.2	14.1	7.9	1.1
		2022E	25,068	1,393	1080	5.6	17.2	6.5	1.1
SNT모티브	BUY	2020	941	89	54	9.5	7.3	13.3	1.0
		2021	942	92	80	9.7	9.9	8.6	0.8
		2022E	1,079	104	90	9.6	10.1	7.6	0.8
화신	BUY	2020	1,086	-11	-54	-1.0	-19.5	n/a	0.5
		2021	1,237	24	24	2.0	9.0	11.9	1.0
		2022E	1,416	45	37	3.2	12.0	7.9	0.9

Source: Wisefn, 다올투자증권

III. 투자포인트

III-1. 현대차그룹 미국사업 체질개선에 따른 실적호조 가능성 급부상

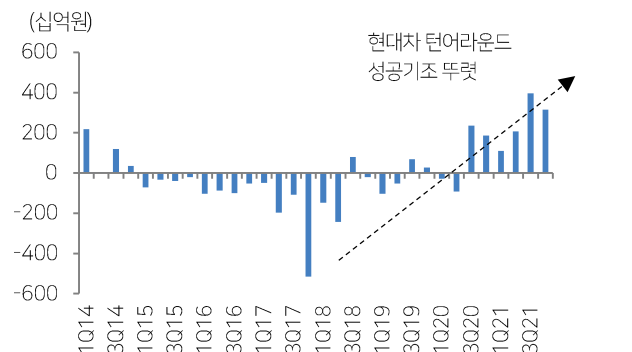
현대차그룹의
미국현지공장을 직접 현지
대응하는 구조

동사는 대표 해외사업장이 미국에 위치해 있으며(Hwashin America), 현대차와 동반진출해 있다. 현지공장을 통해 현대차 및 조지아주에 위치한 기아의 현지공장에 공급하는 구조다. 다만 현대/기아의 현지생산물량 증가는 실제 턴어라운드 대비 한템포 지연되어 나타나는 경향이 있기 때문에 동사의 경우 역시 미국법인의 손익회복은 현대/기아 대비 1~1.5년간 지연되어 나타나는 구조다. 현대차그룹은 2019년을 저점으로 미국사업의 턴어라운드가 시작되었고, 꾸준히 현지 생산물량을 핵심차종으로 변경해 오고 있고 2022년 하반기에는 쉐타페 하이브리드, 제네시스 GV70전기차 등 신규 투입을 통해 생산량 증가가 예정되어 있다. 기아 조지아 공장의 경우 현재 스포티지의 신규투입이 시작되어 사실상 풀가동 상태로 운영되고 있다.

완성차의 1Q22 미국
판매는 최상위권 회복세
기록: 2Q22에도 이어진다

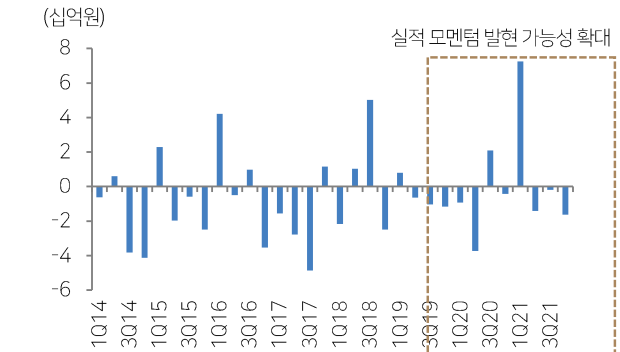
현대차그룹은 2017년까지 미국사업은 세단중심의 포트폴리오를 고수해 왔는데, 권역별 운영체제로 전환되며 2018년부터는 재구조화에 나서기 시작한다. 현지생산 물량은 따라서 2018년까지 감소세가 지속되었는데, 동반 진출한 부품업체들의 경우 손익압박이 지속되었다. 이후 3세대 플랫폼(팰리세이드 등) 투입을 통해 할인판매가 크게 감소했고 브랜드 경쟁력이 상승했는데, 2022년 들어서는 대부분의 타OEM대비 상대적으로 판매량에 있어서 앞서는 결과를 가져왔다. 현대/기아는 2020년부터 상품성 개선이 크게 나타났기 때문에 반도체 물량 확보가 타사 대비 적극적이었던 것으로 파악되며, 2H21~1H22에 걸쳐 경쟁 OEM들 대비 공격적인 판매전략 확보가 가능한 상태다.

Fig. 8: 현대차의 미국판매법인 순이익: 현대차 미국 판매사업 턴어라운드는 이미 시작된 반면..



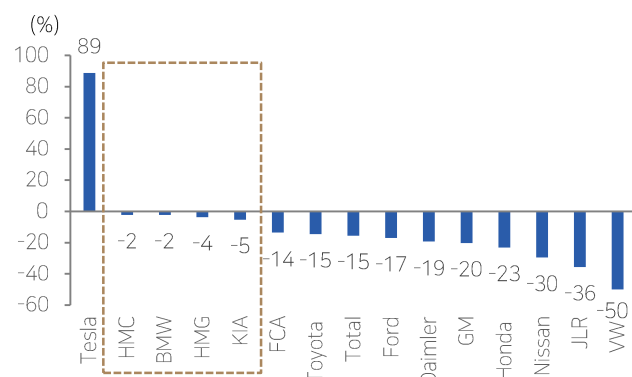
Source: 현대차, 다올투자증권

Fig. 9: 화신 아메리카 분기 순이익 흐름: 현대차/기아의 현지 생산분만 담당하는 동사 턴어라운드는 이제 시작단계



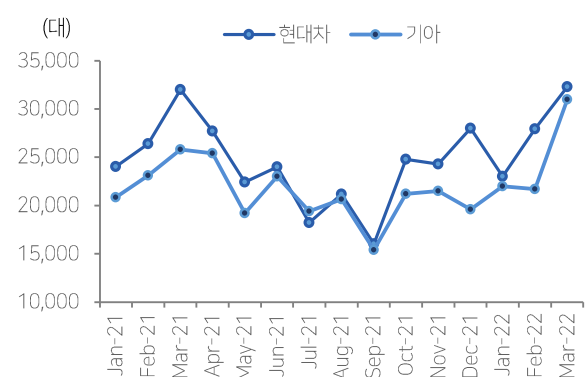
Source: 현대차, 다올투자증권

Fig. 10: 1Q22 미국내 OEM별 판매량: 현대기아 최상위권



Source: 현대차, 다올투자증권

Fig. 11: 현대/기아 미국 Ex-Factory 판매: 신차투입효과 발현



Source: 현대차, 다올투자증권

III-2. 완성차 전기차 배터리 부품 수주로 모멘텀 강화 기대

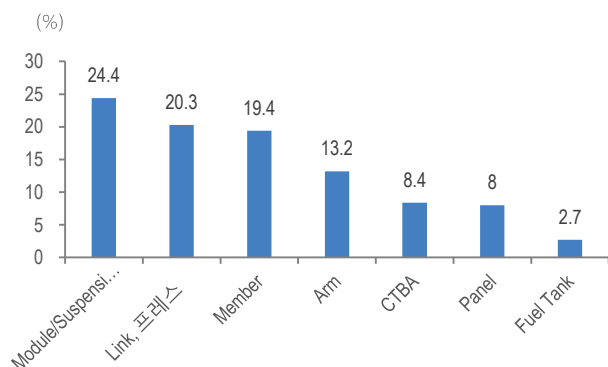
샤시부품 전문 업체: 전기차
시대에 제품 고도화

동사의 제품 포트폴리오는 Member, Arm, CTBA 등의 샤시제품과 더불어 Side Outer 등의 Body제품으로 구성된다. 제품 특성상 자동차의 뼈대에 해당되는 골격을 형성하는 제품들로 성형에 요구되는 공정이 까다로워 진입장벽이 굉장히 높다. 또한 자동차의 주행성능과도 직결되기 때문에 고객사 입장에서 생산자의 교체를 쉽게 하지 않는다. 한편 전기차의 경우에는 같은 Member류 부품이다 하더라도 기존의 철제에서 경량화를 위해 알루미늄으로 소재를 변경해 사용하는데, 이 또한 주조 과정에서 상당히 높은 노하우가 요구되고 있다.

전기차의 배터리팩 케이스로
사업영역 다각화: 다가오는
거대한 포텐셜

한편 전기차의 경우 배터리 팩 이후의 assembly 공정에서 몇가지의 외형구조물들이 존재한다. 대표적으로 배터리 케이스가 여기에 해당되며, 배터리 팩까지의 제조공정 이후 배터리팩을 보호하는 역할을 한다. 배터리 케이스 안에서는 1)충격흡수 2)접촉사고 프레임 방어 3)열관리 등이 이뤄지고 있어 여기에서도 일정수준의 진입장벽이 존재할 수 밖에 없다. 현대차그룹은 아이오닉EV, 코나EV 등 E-GMP 도입 이전 전기차 생산초기에는 현대모비스에서 대부분의 assembly 공정을 해 왔으나 E-GMP 양산이 이뤄진 작년부터는 1차벤더들로 아웃소싱이 이뤄지기 시작했고, 동사의 경우 현대차그룹의 신규 제품대응을 위한 수주에 나서고 있어 미국 등 현대차그룹의 해외 전기차 생산지역에서 특히 성장잠재력이 부각될 것으로 기대된다.

Fig. 12: 화신 현재 제품 포트폴리오: Member, 서스펜션이 핵심



Source: 화신, 다올투자증권

Fig. 13: 현대/기아 3세대 플랫폼의 핵심 프론트 멤버 공급중



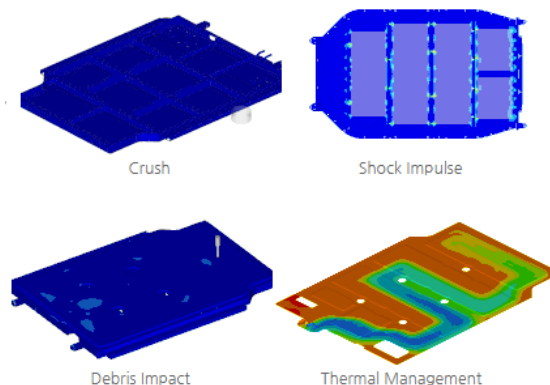
Source: 화신, 다올투자증권

Fig. 14: 친환경차용 프론트 멤버: 알루미늄 소재로 변화



Source: 화신, 다올투자증권

Fig. 15: Battery Management Assembly로 포트폴리오 발전



Source: 화신, 다올투자증권

III-3. 현대기아에서 끝나지 않는 미국 스토리

국내 배터리 업체와의
연결고리 부각될 가능성

당사 실적 추정치에 반영하지 않았으나, 궁극적으로 동사의 최대 투자포인트는 글로벌 OEM 업체향 배터리 케이스가 될 것이다. 동사의 경우 이미 지난해부터 국내사업장을 중심으로 배터리 케이스 수주를 준비해 왔으며, 미국내 거점을 갖추고 있는 몇안되는 국내 사시부품업체에 해당된다. 특히 현대기아향 공급 셀업체들은 북미지역 타OEM향 배터리 공급을 위해 배터리팩/어셈블리 단위까지 공급계획에 있고, 이 과정에서 배터리 어셈블리 최종 단계인 케이스 생산에 대한 수요가 특히 클 것으로 기대된다. 현대/기아향 EV볼륨은 대체로 현대모비스를 통해 공급되는 구조이나, 타OEM향의 경우 대형 셀업체들을 통해 공급되는 형태가 될 가능성이 높다.

미국 전기차 시장은 이제
시작단계

한편 미국 전기차 시장은 유럽, 중국과는 다르게 이제 시작단계에 해당된다. 2021년의 경우에도 미국 전기차판매는 46만대 규모에 그쳤고, 이마저도 Tesla의 M/S가 70%를 넘어서고 있어 이제 막 기존 자동차 회사들이 배터리 물량을 확보하는 단계다. 대표적으로 LG에너지 솔루션과 SK온을 중심으로 GM, Ford, Stellantis향 수주가 이뤄지고 있는데, 2025년에는 각각 150Gwh 이상의 생산능력 확보를 목표로 하고 있다. 자연스럽게 배터리 케이스 물량은 2023~2024년 들어서 큰 폭으로 부품업체들의 매출이 증가할 가능성이 있는 것이다. 특히 대부분의 생산거점이 알라바마와 맞닿아 있는 조지아주, 노스캐롤라이나주, 테네시주 등이기 때문에 동사의 경우 잠재적으로 대응하는데 있어 지리적으로 유리한 조건을 갖춘 셈이다.

최근 Magana의 SK온
배터리팩 수주는
부품업체들의 역할 확대를
시사

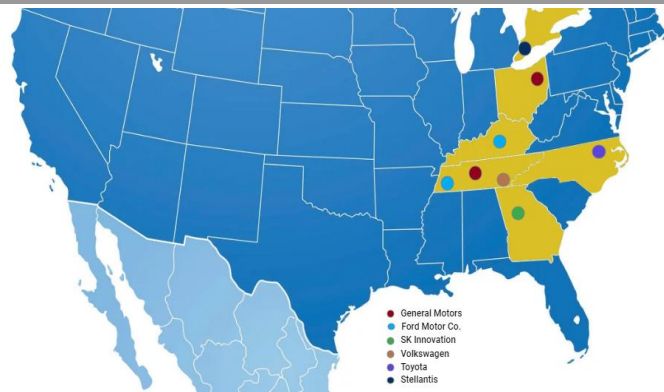
최근 캐나다 소재의 글로벌 부품업체 Magna International은 SK온 배터리를 사용하는 글로벌 OEM향 배터리팩, 하우징 관련 수주등 배터리 케이스 사업을 늘리기 시작한 것으로 보인다. 특히 USMCA대응의 일환으로 자동차 생산거점을 캐나다로도 확대시키는 등 특히 사시 전문 업체들의 성장이 기대된다. 2023년부터는 GM, Ford의 EV물량 출하가 본격적으로 나올 것으로 예상되고 있어 사시 부품 업체들에 대한 관심이 필요한 시점이다.

Fig. 16: 글로벌 지역별 전기차시장 전망: 미국 전기차 시장은 이제 시작 단계

	세부 구분	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
xEV	HEV	1,743	2,030	2,218	2,304	2,315	3,026	3,298	3,562	3,811	4,040
	PHEV	258	392	566	504	878	1,824	2,462	3,053	3,695	4,360
	BEV Total	447	742	1,288	1,535	2,044	4,563	7,210	10,238	14,281	20,208
	Europe	95	137	204	355	661	1,097	1,657	2,303	3,316	4,709
	China	239	457	770	840	935	2,660	4,390	6,365	8,720	11,860
	U.S.	84	104	231	236	259	488	805	1,168	1,670	2,337
	S. Korea	6	14	30	29	44	97	144	199	287	347
	ROW	23	30	54	75	146	220	213	202	288	955
	xEV Total	2,448	3,164	4,072	4,343	5,237	9,413	12,970	16,853	21,787	28,607
ICE		89,011	89,492	88,582	84,670	71,739	70,126	69,592	68,681	66,569	62,311
Auto Sales	Auto Total	91,458	92,656	92,654	89,013	76,976	79,539	82,561	85,534	88,356	90,919
	YoY (%)	4.6	1.3	0.0	-3.9	-13.5	3.3	3.8	3.6	3.3	2.9
Penetration	xEV (%)	2.7	3.4	4.4	4.9	6.8	11.8	15.7	19.7	24.7	31.5
	BEV (%)	0.5	0.8	1.4	1.7	2.7	5.7	8.7	12.0	16.2	22.2
YoY	BEV Total (%)	60.9	66.2	73.6	19.2	33.1	123.2	58.0	42.0	39.5	41.5
	Auto Total (%)	4.6	1.3	-0.0	-3.9	-13.5	3.3	3.8	3.6	3.3	2.9

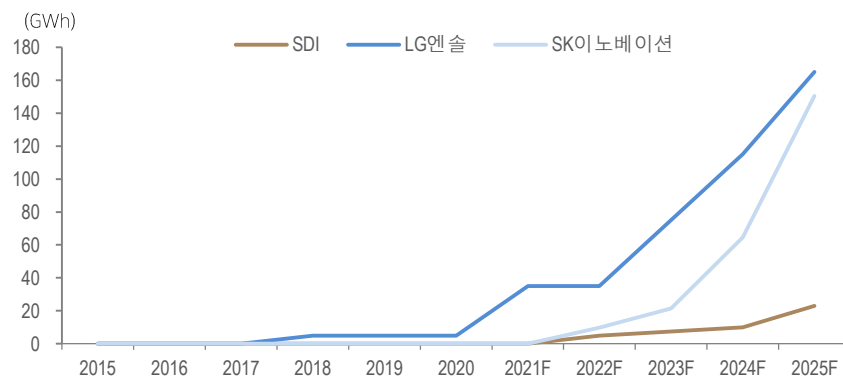
Source: Marklines, 다올투자증권

Fig. 17: 미국 전기차 배터리 공장 집중 형성지역: 알라바마-조지아 주변 지역으로 집중 형성



Source: Autoneus, 다올투자증권

Fig. 18: 국내 배터리3사의 업체별 미국 생산능력 Timeline: SK/LG는 2025년 150Gwh 초과 기대, 2023~2024년부터는 배터리팩 케이스 수요 급증 불가피



Source: 각사, 언론종합, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	408.9	429.2	458.5	495.8	529.4
현금성자산	79.0	78.2	60.9	63.5	63.7
매출채권	177.4	179.7	198.0	215.8	232.9
재고자산	143.9	158.4	186.5	203.3	219.4
비유동자산	413.7	441.5	451.8	466.4	484.9
투자자산	54.2	63.6	66.2	68.9	71.7
유형자산	356.7	374.9	382.2	393.7	409.0
무형자산	2.9	3.0	3.4	3.8	4.2
자산총계	822.7	870.8	910.3	962.2	1,014.2
유동부채	448.2	463.0	472.3	487.3	501.8
매입채무	165.3	156.5	165.6	180.5	194.8
유동성이자부채	258.5	288.6	288.6	288.6	288.6
비유동부채	118.8	119.3	119.7	120.0	120.4
비유동이자부채	103.9	111.1	111.1	111.1	111.1
부채총계	567.0	582.3	591.9	607.3	622.2
자본금	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
자본잉여금	4.9	7.7	7.7	7.7	7.7
이익잉여금	241.1	267.4	301.6	338.0	375.3
자본조정	(7.8)	(4.1)	(8.4)	(8.4)	(8.4)
자기주식	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
자본총계	255.7	288.4	318.4	354.8	392.1
투하자본	527.5	593.4	640.0	673.1	709.3
순차입금	283.4	321.5	338.8	336.2	336.0
ROA	(6.7)	2.9	4.1	4.1	4.0
ROE	(19.5)	9.0	12.0	11.5	10.6
ROIC	(1.5)	3.3	5.6	6.4	6.6

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,085.5	1,236.6	1,415.6	1,535.2	1,660.1
증가율 (Y-Y,%)	(6.8)	13.9	14.5	8.4	8.1
영업이익	(11.3)	24.2	44.7	53.9	58.7
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	85.1	20.5	8.9
EBITDA	45.1	81.5	106.5	117.4	124.5
영업외손익	(47.7)	7.4	2.6	(4.1)	(7.9)
순이자수익	(12.1)	(11.0)	(11.7)	(11.4)	(11.2)
외화관련손익	(48.6)	21.1	10.3	4.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(58.9)	31.5	47.3	49.8	50.8
당기순이익	(54.2)	24.4	36.5	38.8	39.6
지배기업당기순이익	(54.2)	24.4	36.5	38.7	39.5
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	50.0	6.1	2.1
NOPLAT	(8.2)	18.7	34.6	41.9	45.7
(+) Dep	56.4	57.3	61.8	63.5	65.8
(-) 운전자본투자	(12.6)	36.4	37.3	19.6	18.9
(-) Capex	71.0	60.1	68.8	74.7	80.7
OpFCF	(10.2)	(20.5)	(9.7)	11.1	11.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	0.6	4.8	6.7	12.2	10.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	184.5	n/a	34.4
EBITDA증가율(3Yr)	11.3	34.5	22.7	37.5	15.2
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	76.7	n/a	17.5
영업이익률(%)	(1.0)	2.0	3.2	3.5	3.5
EBITDA마진(%)	4.2	6.6	7.5	7.6	7.5
순이익률 (%)	(5.0)	2.0	2.6	2.5	2.4

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	39.6	38.0	57.2	82.9	86.8
당기순이익	(54.2)	24.4	36.5	38.8	39.6
자산상각비	56.4	57.3	61.8	63.5	65.8
운전자본증감	0.8	(52.4)	(37.3)	(19.6)	(18.9)
매출채권감소(증가)	(38.1)	21.5	(18.3)	(17.8)	(17.1)
재고자산감소(증가)	(32.6)	(4.8)	(28.1)	(16.7)	(16.1)
매입채무증가(감소)	63.4	(44.6)	9.1	14.9	14.3
투자현금	(55.5)	(67.0)	(72.1)	(78.1)	(84.3)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	35.5	(2.8)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
설비투자	(71.0)	(60.1)	(68.8)	(74.7)	(80.7)
유무형자산감소	26.1	5.5	(0.7)	(0.7)	(0.7)
재무현금	28.4	22.6	(2.3)	(2.3)	(2.3)
차입금증가	30.1	24.3	0.0	0.0	0.0
자본증가	(1.6)	(1.6)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
배당금지급	(1.6)	(1.6)	2.3	2.3	2.3
현금 증감	6.4	(0.2)	(17.3)	2.6	0.2
총현금흐름(Gross CF)	51.5	103.5	94.4	102.5	105.6
(-) 운전자본증가(감소)	(12.6)	36.4	37.3	19.6	18.9
(-) 설비투자	71.0	60.1	68.8	74.7	80.7
(+) 자산매각	26.1	5.5	(0.7)	(0.7)	(0.7)
Free Cash Flow	(3.2)	(16.0)	(15.0)	4.9	2.5
(-) 기타투자	(35.5)	2.8	0.7	0.7	0.7
잉여현금	32.3	(18.9)	(15.7)	4.2	1.8

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	(1,553)	698	1,045	1,109	1,132
BPS	7,238	8,173	9,020	10,052	11,108
DPS	50	70	70	70	70
Multiples(x,%)					
PER	n/a	11.9	7.9	7.4	7.3
PBR	0.5	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/ EBITDA	8.9	7.5	5.9	5.3	5.0
배당수익률	1.5	0.8	0.9	0.9	0.9
PCR	2.3	2.8	3.0	2.8	2.7
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	221.8	201.9	185.9	171.2	158.7
Net debt/Equity	110.8	111.5	106.4	94.8	85.7
Net debt/EBITDA	627.7	394.7	318.0	286.5	269.9
유동비율	91.3	92.7	97.1	101.7	105.5
이자보상배율	n/a	2.2	3.8	4.7	5.2
이자비용/매출액	1.3	1.0	0.9	0.8	0.8
자산구조					
투자자본(%)	79.8	80.7	83.4	83.6	84.0
현금+투자자산(%)	20.2	19.3	16.6	16.4	16.0
자본구조					
차입금(%)	58.6	58.1	55.7	53.0	50.5
자기자본(%)	41.4	41.9	44.3	47.0	49.5

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 90.7% HOLD : 8.7% SELL : 0.6%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
 · STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50% 이상.
 · BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상~+50% 미만.
 · HOLD: 추천기준일 증가대비 -5% 이상~ +15% 미만.
 · REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5% 미만.
 · SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 목표가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
 · Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
 · Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
 · Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

화신 (010690)



일자	커버리지	2022.04.25
투자의견	개시	BUY
목표주가		12,000원
일자		
투자의견		
목표주가		
일자		
투자의견		
목표주가		

일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2021.04.25	12,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2022년 4월 22일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

www.daolsecurities.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.