EARNINGS REVIEW

12 May. 2023

유지웅
자동차 I jwyoo@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

화신 (010690)

1Q23 Review: 진짜 실력은 지금부터

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	22,000	20,000	상향
Earnings			

Stock Information	
현재가 (5/11)	16,000원
예상 주가상승률	37.5%
시가총액	5,587억원
비중(KOSPI내)	0.03%
발행주식수	34,920천주
52주 최저가 / 최고가	7,150 - 16,000원
3개월 일평균거래대금	182억원
외국인 지분율	6.5%
주요주주지분율(%)	
글로벌오토트레이딩 (외 17인)	50.4
자사주 (외 1인)	5.7
박경환 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	3.4	5.2	5.0
PBR(배)	0.7	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	3.8	4.3	3.7
배당수익률(%)	1.0	0.4	0.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	19.2	71.1	78.8	121.6
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	21.5	70.8	82.7	110.2

Issue

1Q23 실적 Review 및 적정주가 상향

Pitch

1Q23 영업이익 시장 기대치 상회. 3Q23을 시작으로 현대차그룹의 핵심 볼륨모델인 중대형급 SUV라인업의 전면교체 및 해외생산 증산이 결정되고 있고, 동사의 경우 가동률 확대 및 3세대 플랫폼 적용에 따른 가격인상이 급격히 진행됨에 따라 구조적 수혜가 지속될 전망. 투자의견 BUY및 적정 P/E 8배를 유지하며, EPS 적용시점을 12개월 선행으로 변경해 적정주가 22,000원으로 상향조정

Rationale

- 1Q23 매출액은 4,655억원(YoY +35%), 영업이익 279억원(YoY +156.9%, 영업이익률 6.0%) 기록. 그랜져, 코나 등 신차효과가 일부 발생하기 시작했으나, 전분기 대비로는 영업일수 축소와 더불어 전년도 조기집행된 인건비 등의 안분이 일부 이뤄지기 시작하며 소폭의 비용부담 존재
- 지역별로는 본사/인도/북경/미국/브라질 지역의 매출증가율이 각각 YoY +32%/+15%/+49%/+53% 기록했으며, 완성차의 출고판매 증가율인 YoY +16%를 큰 폭으로 상회. 지역별 순이익률은 미국과 인도가 각각 5%, 4%를 기록해 미국이 특히 전사 이익개선을 주도 한 것으로 나타남
- 동사 글로벌 가동률은 1Q22 82.7%를 시작으로, 2Q22 87%, 3Q22 94%, 4Q22의 경우 92.8%의 가동률 기록. 1Q23의 경우 약 88%를 기록했는데, 연초 발생한 반도체 수급차질과 쏘나타/아반떼/코나 등 볼륨모델의 교체주기가 동시에 발생해 생산성 극대화 시작시점이 2Q23으로 이동
- 한편 3Q23부터는 완성차의 볼륨 SUV모델 4개차종의 차종변경 싸이클 도래. 이는 2024년 팰리세이드 및 텔룰라이드의 교체주기로도 이어지며 동사 대표사업인 샤시부품의 단가가 큰 폭으로 증가가 나타나게 됨
- 완성차의 3세대 플랫폼에는 프론트/크로스멤버 등과 서스펜션의 경량화와 강성 개선이 중점적으로 이뤄지고 있고, 동사의 경우 멤버/암류 에서 독점력이 매우 높아 중장기적으로 모멘텀을 향유할 것으로 전망됨

1Q23 Review: 시장 컨센서스 상회

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.03(P)	2023.03(E)	vs Chg	2023.03(E)	vs Con	2022.03(A)	YoY	2022.12(A)	QoQ
매출액	465.5	482.1	(3.4)	470.6	(1.1)	344.7	35.0	486.0	(4.2)
영업이익	27.9	28.9	(3.5)	27.5	1.6	10.8	157.2	24.4	14.6
지배주주순이익	32.2	18.7	72.2	20.0	61.0	25.6	26.0	(16.4)	흑전
OPM	6.0%	6.0%	0.0%p	5.8%	0.2%p	3.1%	2.8%p	5.0%	1.0%p
NIM	6.9%	3.9%	3.0%p	4.3%	2.7%p	7.4%	-0.5%p	-3.4%	10.3%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: 화신 적정주가 산정: 적정주가 22,000원으로 상향, 투자의견 Buy 유지

구분	단위	금액	비고
지배주주지분 순이익	십억원	95.8	2023년 기준
EPS	원	2,743	2023년 기준
Target P/E	배	8.0	성장성 감안해 최근 3년 평균 대비 40% 할증
목표 시가총액	십억원	766	순이익*Target P/E
목표가격	**원**	**22,000**	2023년 EPS*Target P/E
현재가격	원	16,000	
Upside	%	37.5	

Source: 다올투자증권

Fig. 2: 화신 실적추이 및 전망: 1Q23 영업이익 279억원(YoY +157%) 기록 (십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	345	402.5	457	486	465.5	513	558	578	1,690	2,115	2,428	2,678
본사	188	218	243	298	248	272	316	340	947	1,176	1,379	1,500
화신인도	69	76	89	88	79	92	97	95	322	364	423	471
북경화신	11	9	19	18	16	21	23	26	57	86	89	91
화신아메리카	99	122	137	142	151	166	161	169	500	647	748	890
화신브라질	31	43	49	39	39	45	52	42	161	178	185	198
단순합계	398	468	538	552	533	596	649	672	1,955	2,451	2,823	3,151
매출원가	315	360	404	437	414	456	495	510	1,516	1,875	2,146	2,361
매출원가율(%)	91.4	89.5	88.4	89.8	89.0	89.0	88.6	88.2	89.7	88.7	88.4	88.2
판관비	19	20	23	25	23	24	28	28	87	104	119	131
판관비율(%)	5.4	4.9	5.0	5.2	5.0	4.6	5.1	4.9	5.1	4.9	4.9	4.9
영업이익	10.9	22.4	29.8	24.4	27.9	32.8	35.2	39.9	87.4	135.8	162.9	186.0
영업이익률(%)	3.1	5.6	6.5	5.0	6.0	6.4	6.3	6.9	5.2	6.4	6.7	6.9
당기순이익	25.6	22.7	42.3	-16.4	32.2	22.9	23.2	28.4	74.2	106.6	111.4	136.7
YoY(%)												
매출액	1.0	36	65	51	35.0	27.4	22.1	18.9	36.7	25.1	14.8	10.3
본사	-10.3	24	54	64	31.9	25.0	30.0	14.0	31	24.2	17.3	8.8
화신인도	14.6	50	43	62	15.2	22.0	9.0	8.0	41	13.1	16.0	11.4
북경화신	-2.6	-44	81	-2	49.1	131.1	18.3	44.2	1	50.1	3.0	3.0
화신아메리카	2.8	61	105	63	53.0	36.0	17.0	19.0	53	29.3	15.6	19.0
화신브라질	7.6	34	76	25	24.7	4.0	7.0	9.0	35	10.1	4.0	7.1
영업이익	12.1	127	1,276	894	156.9	46.9	18.0	63.8	262	55.4	20.0	14.2
당기순이익	272.3	31.1	1,552	흑전	26.2	0.5	-45.2	흑전	205	43.7	4.5	22.7

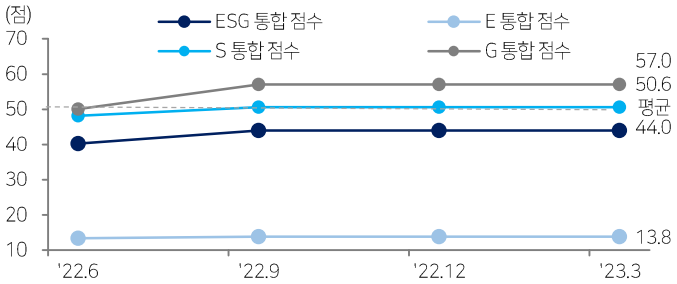
Source: 다올투자증권

ESG 페이지



화신 (010690) - 산업재

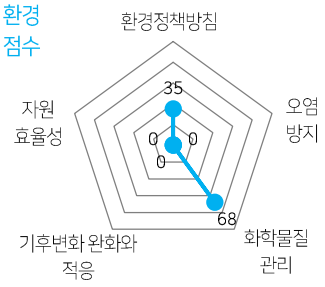
▶ ESG 통합 점수 추이



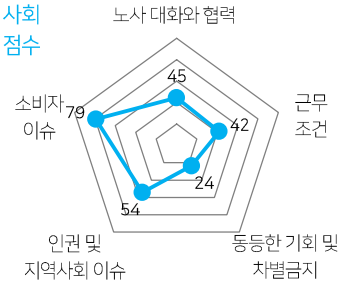
▶ ESG 성과 분석

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.

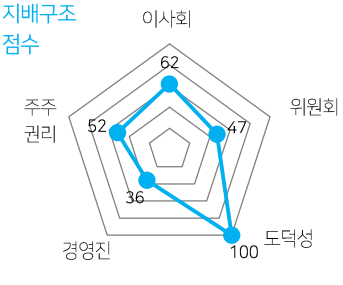
환경 점수



사회 점수

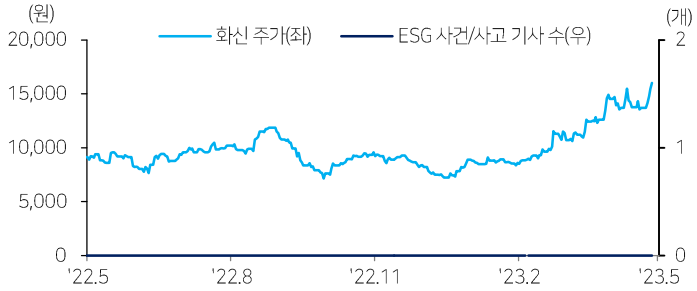


지배구조 점수



▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
2Q22	0	0	0	0
3Q22	0	0	0	0
4Q22	0	0	0	0
1Q23	0	0	0	0

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
화신	**44.0**	**13.8**	**50.6**	**57.0**	**24 / 74**	**31 / 74**	**17 / 74**	**14 / 74**
SNT 모티브	44.7	57.1	45.3	42.0	22 / 74	17 / 74	37 / 74	64 / 74
명신산업	35.5	13.8	41.6	43.8	54 / 74	31 / 74	60 / 74	61 / 74

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	429.2	548.1	658.0	762.7	826.5
현금성자산	78.2	115.9	113.1	120.6	112.5
매출채권	179.7	223.8	286.3	339.4	378.7
재고자산	158.4	186.3	236.2	280.1	312.5
비유동자산	441.5	456.5	498.4	548.7	603.4
투자자산	63.6	78.4	81.5	84.8	88.3
유형자산	374.9	375.4	413.7	460.3	511.2
무형자산	3.0	2.8	3.2	3.6	4.0
자산총계	870.8	1,004.6	1,156.4	1,311.4	1,429.9
유동부채	463.0	541.2	592.6	638.2	622.1
매입채무	156.5	193.5	244.7	290.2	323.8
유동성이자부채	288.6	326.3	326.3	326.3	276.3
비유동부채	119.3	106.6	107.0	107.4	107.8
비유동이자부채	111.1	97.0	97.0	97.0	97.0
부채총계	582.3	647.8	699.6	745.6	729.9
자본금	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
자본잉여금	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
이익잉여금	267.4	342.4	446.6	555.6	689.8
자본조정	(4.1)	(10.7)	(14.9)	(14.9)	(14.9)
자기주식	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
자본총계	288.4	356.9	456.8	565.8	700.0
투하자본	593.4	647.7	749.8	850.5	942.2
순차입금	321.5	307.3	310.1	302.6	260.8
ROA	2.9	7.9	9.9	9.0	10.0
ROE	9.0	23.0	26.2	21.8	21.6
ROIC	3.3	11.0	15.6	15.9	16.2

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,236.6	1,690.3	2,114.7	2,427.7	2,678.1
증가율 (Y-Y,%)	13.9	36.7	25.1	14.8	10.3
영업이익	24.2	87.4	135.8	162.9	186.0
증가율 (Y-Y,%)	흑전	261.6	55.4	20.0	14.2
EBITDA	81.5	148.1	200.5	234.7	265.7
영업외손익	7.4	7.7	(2.9)	(20.1)	(10.8)
순이자수익	(11.0)	(12.5)	(19.1)	(18.8)	(9.5)
외화관련손익	21.1	21.7	4.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(1.3)	(1.3)	(1.3)
세전계속사업손익	31.5	95.1	132.8	142.8	175.2
당기순이익	24.4	74.2	106.6	111.4	136.7
지배기업당기순이익	24.4	74.2	106.5	111.3	136.5
증가율 (Y-Y,%)	흑전	204.5	43.7	4.5	22.7
NOPLAT	18.7	68.2	109.0	127.1	145.1
(+) Dep	57.3	60.7	64.8	71.8	79.7
(-) 운전자본투자	36.4	40.6	61.2	51.6	38.1
(-) Capex	60.1	61.2	102.8	118.1	130.2
OpFCF	(20.5)	27.1	9.7	29.2	56.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	4.8	13.2	24.9	25.2	16.6
영업이익증가율(3Yr)	n/a	255.6	n/a	88.9	28.7
EBITDA증가율(3Yr)	34.5	36.9	64.4	42.3	21.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	123.8	n/a	66.0	22.6
영업이익률(%)	2.0	5.2	6.4	6.7	6.9
EBITDA마진(%)	6.6	8.8	9.5	9.7	9.9
순이익률 (%)	2.0	4.4	5.0	4.6	5.1

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	38.0	84.5	107.5	133.2	179.8
당기순이익	24.4	74.2	106.6	111.4	136.7
자산상각비	57.3	60.7	64.8	71.8	79.7
운전자본증감	(52.4)	(65.6)	(61.2)	(51.6)	(38.1)
매출채권감소(증가)	21.5	(49.5)	(62.5)	(53.1)	(39.3)
재고자산감소(증가)	(4.8)	(3.0)	(50.0)	(43.9)	(32.4)
매입채무증가(감소)	(44.6)	2.9	51.2	45.4	33.6
투자현금	(67.0)	(57.9)	(108.2)	(123.5)	(135.8)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	(2.8)	10.6	(2.0)	(2.0)	(2.1)
설비투자	(60.1)	(61.2)	(102.8)	(118.1)	(130.2)
유무형자산감소	5.5	0.9	(0.7)	(0.7)	(0.7)
재무현금	22.6	6.1	(2.3)	(2.3)	(52.3)
차입금증가	24.3	8.5	0.0	0.0	(50.0)
자본증가	(1.6)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
배당금지급	(1.6)	2.3	2.3	2.3	2.3
현금 증감	(0.2)	35.4	(2.9)	7.4	(8.3)
총현금흐름(Gross CF)	103.5	175.6	168.8	184.8	218.0
(-) 운전자본증가(감소)	36.4	40.6	61.2	51.6	38.1
(-) 설비투자	60.1	61.2	102.8	118.1	130.2
(+) 자산매각	5.5	0.9	(0.7)	(0.7)	(0.7)
Free Cash Flow	(16.0)	52.1	(0.6)	9.7	44.0
(-) 기타투자	2.8	(10.6)	2.0	2.0	2.1
잉여현금	(18.9)	62.8	(2.6)	7.7	41.9

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	698	2,125	3,050	3,187	3,909
BPS	8,173	10,140	12,991	16,100	19,932
DPS	70	70	70	70	70
Multiples(x,%)					
PER	11.9	3.4	5.2	5.0	4.1
PBR	1.0	0.7	1.2	1.0	0.8
EV/ EBITDA	7.5	3.8	4.3	3.7	3.1
배당수익율	0.8	1.0	0.4	0.4	0.4
PCR	2.8	1.4	3.3	3.0	2.6
PSR	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	201.9	181.5	153.1	131.8	104.3
Net debt/Equity	111.5	86.1	67.9	53.5	37.3
Net debt/EBITDA	394.7	207.6	154.6	128.9	98.2
유동비율	92.7	101.3	111.0	119.5	132.9
이자보상배율	2.2	7.0	7.1	8.7	19.6
이자비용/매출액	1.0	1.0	1.0	0.9	0.5
자산구조					
투하자본(%)	80.7	76.9	79.4	80.5	82.4
현금+투자자산(%)	19.3	23.1	20.6	19.5	17.6
자본구조					
차입금(%)	58.1	54.3	48.1	42.8	34.8
자기자본(%)	41.9	45.7	51.9	57.2	65.2

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 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 : 93.8%	HOLD : 6.2%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

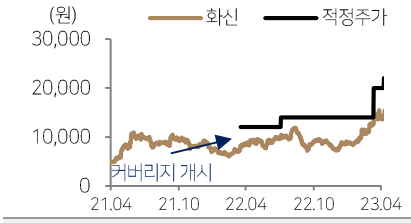
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 목표가 미제시.

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 적정주가 변경내용

화신 (010690)



일자	커버리지 개시	2022.04.25	2022.08.03	2022.10.21	2023.04.13	2023.05.12
투자의견		BUY	BUY	STRONG BUY	BUY	BUY
적정주가		12,000원	14,000원	14,000원	20,000원	22,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.08.03	14,000원	9,467원	14,600원	-32.38	4.29
2023.04.13	20,000원	14,410원	16,000원	-27.95	-20
2023.05.12	22,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 5월 11일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가