HI Research Center
Data, Model & Insight

자동차 부품
권순우 (2122-9192)
soonwoo@hi-ib.com

화신(010690)

기대 이상의 실적, 더 이상 소외될 이유는 없다.

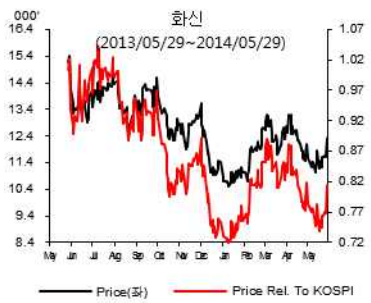
Buy(Maintain)

목표가(6M)	20,000원
종가(2014/05/29)	12,350원

Stock Indicator

자본금	17 십억원
발행주식수	3,492만주
시가총액	430십억원
외국인지분율	3.90%
배당금(2013)	100원
EPS(2014E)	2,500 원
BPS(2014E)	12,043 원
ROE(2014E)	23.2 %
52주 주가	10,500~15,400원
60일평균거래량	124,339주
60일평균거래대금	1.5십억원

Price Trend



■ 1분기 실적 – 기대 이상의 실적, 영업이익 변화에 주목

화신의 1분기 실적은 매출액 3,391억, 영업이익 181억(5.3%), 지배순이익 460억(13.6%)을 기록하며 우리의 예상치를 웃도는 기대 이상의 실적을 보였다. 주목할 것은 북경법인의 이익률 회복과 브라질 법인의 손실축소 등으로 인한 영업이익의 증가이다. 앞으로 국내공장에서의 LF쏘나타 생산확대와 5월 15일 미국공장 LF쏘나타(LFA) 생산을 통한 마진 및 믹스 개선, 브라질 공장의 증산으로 인한 가동률 정상화 등을 감안한다면 향후 영업이익은 1분기보다 나은 모습을 보일 것으로 예상된다.

■ 주가에 부정적으로 작용했던 이슈들, 걱정이 과하진 않은가

주가에 부정적으로 작용했던 이슈들을 생각해보면 1) 완성차그룹에 대한 높은 납품비중, 2) 인도/브라질 법인의 실적악화 지속 가능성, 3)이익증가의 주요인은 영업개선이 아닌 법인세 환급 등의 일회성 요인이라는 생각, 그리고 4)현대 하이스코 자동차부품 산업 진출로 인한 영역침범 우려를 꼽을 수 있다. 하지만 1)높은 의존도로 인한 신차싸이클 및 동반진출에 대한 기대, 2) 우호적 환율환경과 브라질법인 생산량 증가에 따른 수익성 회복, 3)1분기 실적에서 확인할 수 있었던 영업이익개선, 4)Chassis 아이템의 중요도로 인한 대체불가능성 등을 생각해본다면 걱정은 다소 과하는 판단이다.

■ 투자의견 매수, 목표주가 2만원 유지

동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 2만원을 유지한다. 연간실적 전망치는 상향하였으나 법인세 환급금에 대한 증분을 감안하여 목표주가는 2만원을 유지한다. 1분기 실적발표를 기점으로 동사에 대한 여러 우려는 희석될 가능성이 높다고 예상한다. 또한 신차출시로 인한 수익성개선, 완성차그룹의 추가증설시 높은 동반진출 가능성 등은 이익증가와 더불어 Valuation을 상향시키는 요인으로 작용할 것이다. 동종부품사 대비 낮은 Valuation과 연초 이후 급증한 대차잔고로 인해 주가의 추가상승시 이에 대한 숏커버 가능성도 기대요인이다. 기대 이상의 실적을 보여주었다. 더 이상 소외될 이유는 없다.

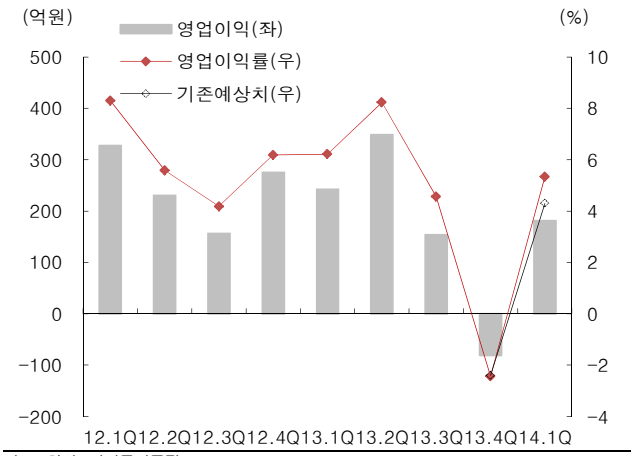
현대중공업그룹 하이투자증권

동 자료는 '금융투자회사의 영업 및 업무의 관한 규정'에 관한 규정 중 제2장 조사 분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.

■ 1분기 실적 – 기대 이상의 실적, 영업이익 변화에 주목

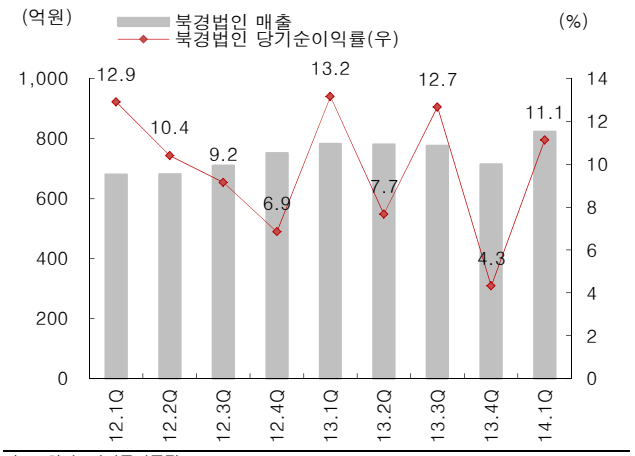
화신의 1분기 실적은 매출액 3,391억, 영업이익 181억(5.3%), 지배순이익 460억(13.6%)을 기록하며 우리의 예상치를 웃도는 기대 이상의 실적을 보였다. 주목할 것은 북경법인의 이익률 회복과 브라질 법인의 손실축소 등으로 인한 영업이익의 증가이다. 앞으로 국내공장에서의 LF 쏘나타 생산확대와 5월 15일 미국공장 LF쏘나타(LFA) 생산을 통한 마진 및 믹스 개선, 브라질 공장의 증산으로 인한 가동률 정상화 등을 감안한다면 향후 영업이익은 1분기보다 나은 모습을 보일 것으로 예상된다. Preview에서 언급했듯 법인세 환급과 직전분기대비 우호적으로 작용한 인도/브라질 환율로 인한 영업외수익 회복의 기여가 컸으나 영업이익의 개선에도 관심을 가질 필요가 있다.

<그림 1> 화신 영업이익 및 영업이익률 추이
–기존 전망치보다 높은 실적 기록하며 수익성 회복



자료: 화신, 하이투자증권

<그림 2> 북경법인 매출액 및 당기순이익률 추이
–수익성이 악화되었던 북경법인의 회복은 긍정적



자료: 화신, 하이투자증권

<표 1> 화신 14 년 1 분기 실적

(단위: 억원)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	14.1Q	YoY	QoQ	기존추정	차이
매출액	3,899	4,237	3,370	3,330	3,391	-13.0%	1.8%	3,366	0.7%
매출원가	3,452	3,692	2,993	3,126	3,009	-12.8%	-3.7%	2,995	0.5%
%	88.6	87.2	88.8	93.9	88.7	0.2%p	-5.1%p	89.0	-0.3%p
판관비	204	196	224	284	201	-1.7%	-29.4%	226	-12.3%
%	5.2	4.6	6.6	8.5	5.9	0.7%p	-2.6%p	6.7	-0.8%p
영업이익	242	349	154	-81	181	-25.2%	-	145	20.1%
%	6.2	8.2	4.6	-2.4	5.3	-0.9%p	7.8%p	4.3	1.0%p
영업외이익	62	-179	-145	-100	26	-58.5%	-	4	86.3%
%	1.6	-4.2	-4.3	-3.0	0.8	-0.8%p	3.8%p	0.1	0.7%p
세전이익	305	169	9	-181	207	-32.1%	-	148	28.4%
%	7.8	4.0	0.3	-5.4	6.1	-1.7%p	11.5%p	4.4	1.7%p
법인세	109	142	54	-17	-253	-	-	-222	12.2%
%	35.9	84.1	586.3	9.5	-122.4	-158.3%p	-131.8%p	-150.0	27.6%p
당기순이익	195	27	-45	-164	460	135.7%	-	371	19.5%
%	5.0	0.6	-1.3	-4.9	13.6	8.6%p	18.5%p	11.0	2.6%p
지배주주	193	22	-37	-167	460	138.7%	-	362	21.2%
%	4.9	0.5	-1.1	-5.0	13.6	8.6%p	18.6%p	10.8	2.8%p

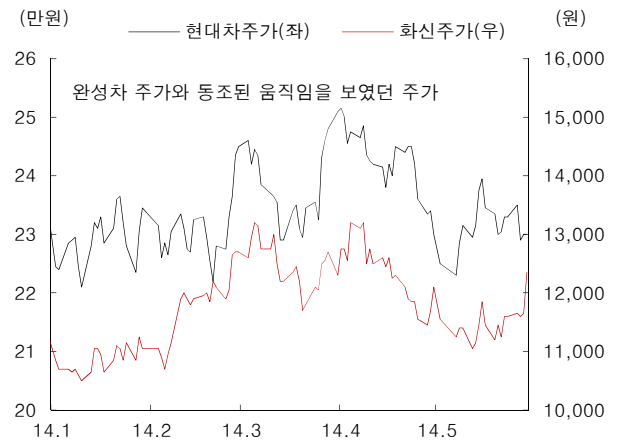
자료: 화신, 하이투자증권

■ 주가에 부정적으로 작용했던 이슈들, 걱정이 과하진 않은가

주가에 부정적으로 작용했던 이슈들을 생각해보면 1) 완성차그룹에 대한 높은 납품비중, 2) 인도/브라질 법인의 실적악화 지속 가능성, 3)이익증가의 주요인은 영업개선이 아닌 법인세 환급 등의 일회성 요인이라는 생각, 그리고 4)현대 하이스코 자동차부품 산업 진출로 인한 영역 침범 우려를 꼽을 수 있다. 이슈들에 대해서 고민해보면

첫째, 완성차그룹에 대한 높은 의존도로 인해 연초 이후 주가 또한 〈그림3〉에서처럼 동일하게 움직이는 모습을 보였다. 하지만 완성차입장에서 생각해보면 높은 의존도는 역설적으로 대체불가능한 부품사임을 의미한다. 이러한 대체불가능성으로 인해 결국 향후 추가증설 시 동반진출은 필연적으로 이어질 수 밖에 없다는 판단이다. 자동차업종 전반에 영향을 끼쳤던 우려들로 인해 주가는 다소 지지부진한 모습을 보였으나 신차싸이클 시작으로 인한 수익성개선과 추가증설 모멘텀을 기대할 수 있는 시점이다.

〈그림 3〉 연초 이후 완성차와 연동하여 움직였던 주가 흐름



자료: Quantiwise, 하이투자증권

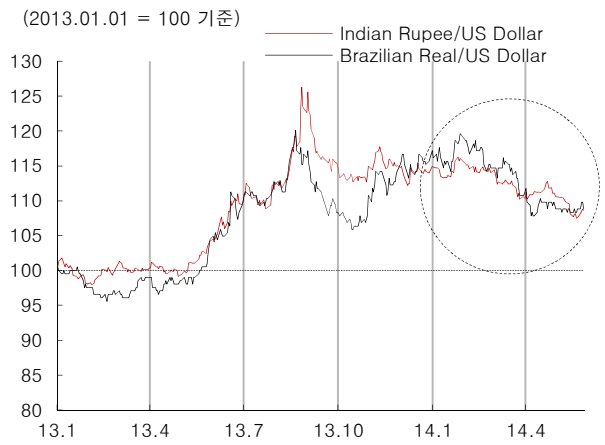
〈그림 4〉 화신 글로벌 생산기지 – 대체불가능한 부품사로서의 포지션은 추가증설 시 동반진출로 이어질 것으로 예상

자료: 화신, 하이투자증권

둘째, 작년 한해 실적에 부정적으로 작용했던 인도/브라질 법인에 대한 우려를 들 수 있다. 하지만 13년 실적악화에 주요인이 급격한 환율변동에 의한 부분이었음을 감안한다면 연초 이후로부터의 환율 흐름은 분명 긍정적인 요소이다. 또한 영업적인 측면에서 인도법인의 낮은 수익성은 지속될 것으로 예상되나 브라질법인의 경우 생산량 증가로 가동률 높아지며 수익성 개선되는 흐름이 이어질 것으로 기대된다. 해당지역법인의 경우 추가적인 악화에 대한 우려보다는 개선에 초점을 맞추어야 한다.

셋째, 14년 연간 실적증가가 영업개선이 아닌 법인세 환급으로 인한 일회성요인의 영향이 크다는 생각이다. 하지만 1분기 실적을 통해서 확인된 영업이익과 향후 수익성개선을 감안한다면 단순히 일회성 요인으로 폄하할 수는 없다는 판단이다. 실제로 〈그림8〉에서처럼 법인세 환급금 236억을 제외한 Valuation으로 보아도 14년 기준 PER 6.8배로 다른 부품사 대비 저평가 상태임을 확인할 수 있다.

<그림 5> 연초 이후 우호적인 모습을 보이는 인도/브라질 환율 추이

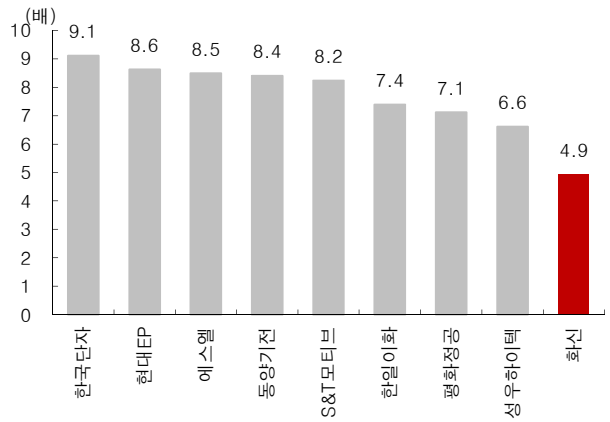


자료: Quantiwise, 하이투자증권

<그림 6> 현대차 브라질 분기별 생산전망
-브라질 생산량 증가로 가동률 높아지며 수익성 개선될 것으로 기대

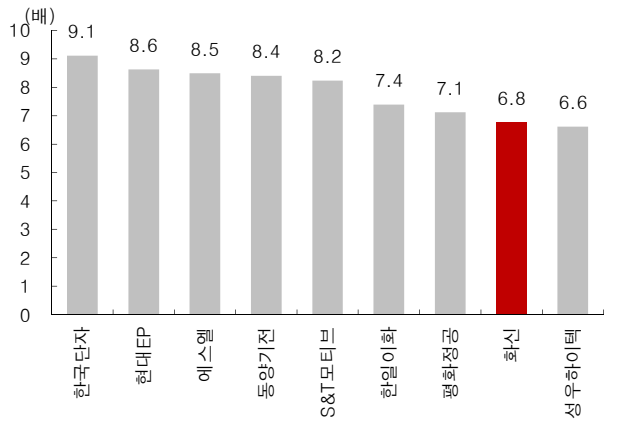
자료: 현대차, 하이투자증권

<그림 7> 주요 부품사 14 년도 PER 비교



주: 2014.05.29 컨센서스 기준, 화신 하이투자증권 추정치
자료: Quantiwise, 하이투자증권

<그림 8> 주요 부품사 14 년도 PER 비교 -법인세 환급금 236 억을 제외하더라도 동종 부품대비 낮은 Valuation



주: 2014.05.29 컨센서스 기준, 화신 하이투자증권 추정치
자료: Quantiwise 하이투자증권

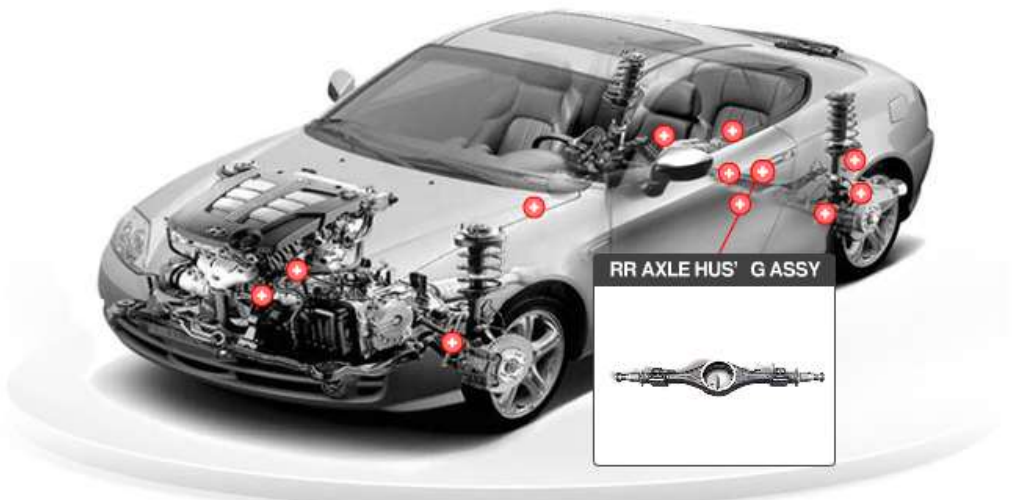
마지막으로 현대하이스코의 자동차부품 산업 진출로 인한 사업영역 침범에 대한 우려가 있다. 핫스탬핑이나 하이드로포밍과 같은 공법들은 분명 동사와 중첩되는 기술이긴 하나 우리는 사업영역 침범에 대한 우려는 과도하다고 생각한다.

그렇게 생각하는 이유는 가장 먼저 아이템의 특징이다. 아래 〈그림9〉에서 보는 것처럼 동사의 아이템은 Body가 아닌 Chassis 아이템이다. 다른 부품보다 자동차의 내구성, 주행성 및 안정성에 직접적으로 관여하는 부품으로 쉽게 대체불가능하며 단일 차종에 대해서는 단일업체만 납품하는 등 품질에 신경을 쓰고 있고 과거 트랙레코드가 중요하다. 만약 해당 부품의 파손이나 내구성에 문제가 발생하여 사고 혹은 리콜이 일어나게 된다면, 완성차입장에서는 도요타나 GM에 사례에서 볼 수 있듯이 리콜과 사고에 대한 비용뿐만 아니라 브랜드이미지 등에도 큰 타격을 입게 된다. 굳이 리스크를 짊어지면서까지 기존의 업체에서 이관시킬 이유는 없다는 생각이다.

또한 만약 일부 부품이 넘어간다고 할지라도 신차싸이클이 이미 시작된 현 시점에서 양산까지 적용되기까지는 시간이 소요된다는 점이다. 현재 LF쏘나타, 제네시스를 필두로 완성차그룹의 신차가 출시되기 시작하였으며 향후 2~3년간의 수주도 결정되어있는 상황이다. 신차가 나오기 전까지 납품업체를 전환하기 어려운 점을 감안한다면 지금 당장 염려할 이유는 아니다.

마지막으로 신차싸이클 이후로까지 생각해본다면 누구의 점유율이 낮아질 것인가를 고민할 필요가 있다. 현재 현대차그룹의 Chassis 부품 점유율은 동사가 55%, 비상장사인 동희 37%, 서진 및 기타업체들이 8%를 차지하고 있는 상황이다. 과거 램프사업을 시작했던 모비스의 경우를 복기해보자. 램프산업 진출 이후 납품차종이 어느정도 결정된 현재 에스엘과 모비스간의 수주차종을 비교해보면 해외공장을 제외한 국내공장의 경우, 모비스-기아차, 에스엘-현대차의 구도로 요약해볼 수 있다. 화신-현대차, 동희-기아차 중심으로 납품구도가 형성되어있는 현 납품구도를 감안하여 볼 때, 신차싸이클 이후로도 동사의 점유율이 낮아질 것에 대한 우려는 과도하다는 판단이다.

〈그림 9〉 화신 Chassis 부품 – 안정성과 주행성에 직결되는 동사의 아이템

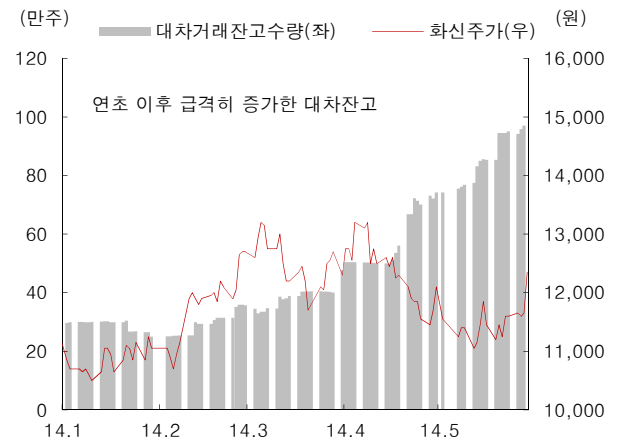


자료: 화신, 하이투자증권

■ 투자의견 매수, 목표주가 2만원 유지

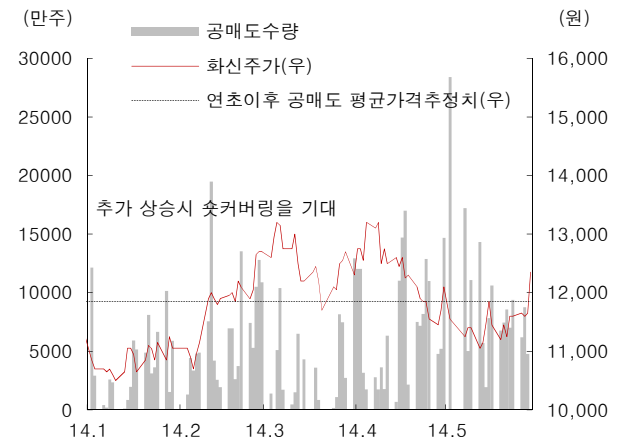
동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 2만원을 유지한다. 연간실적 전망치는 상향하였으나 법인세 환급금에 대한 증분을 감안하여 목표주가는 2만원을 유지한다. 1분기 실적발표를 기점으로 동사에 대한 여러 우려는 희석될 가능성이 높다고 예상한다. 신차출시로 인한 수익성개선, 완성차그룹의 추가증설시 높은 동반진출 가능성 등은 Valuation을 상향시키는 요인으로 작용할 것이다. 또한 동종부품사 대비 낮은 Valuation과 연초 이후 급증한 대차잔고로 인해 주가의 추가상승시 이에 대한 숏커버 가능성도 기대요인이다. 기대 이상의 실적을 보여주었다. 더 이상 소외될 이유는 없다.

〈그림 10〉 화신 주가와 대차잔고 추이



자료: Quantiwise, 하이투자증권

〈그림 11〉 화신 주가와 연초 이후 공매도 평균가격(11,850 원 추정)



자료: Quantiwise, 하이투자증권

〈표 1〉 화신 2 분기 실적 및 14 년 실적 추정

(단위: 억원)

	13.2Q	13.3Q	13.4Q	14.1Q	14.2Q(F)	YoY	QoQ	2013	2014(F)	YoY
매출액	4,237	3,370	3,330	3,391	3,725	−12.1%	9.8%	14,835	14,531	−2.1%
매출원가	3,692	2,993	3,126	3,009	3,300	−10.6%	9.7%	13,264	12,908	−2.7%
%	87.2	88.8	93.9	88.7	88.6	1.4%p	−0.1%p	89.4	88.8	−0.6%p
판관비	196	224	284	201	216	10.4%	7.6%	908	866	−4.7%
%	4.6	6.6	8.5	5.9	5.8	1.2%p	−0.1%p	6.1	6.0	−0.2%p
영업이익	349	154	−81	181	209	−40.2%	15.2%	664	757	14.1%
%	8.2	4.6	−2.4	5.3	5.6	−2.6%p	0.3%p	4.5	5.2	0.7%p
영업외이익	−179	−145	−100	26	−11	−	−	−361	15	−
%	−4.2	−4.3	−3.0	0.8	−0.3	3.9%p	−1.1%p	−2.4	0.1	2.5%p
세전이익	169	9	−181	207	198	16.8%	−4.5%	302	773	155.4%
%	4.0	0.3	−5.4	6.1	5.3	1.3%p	−0.8%p	2.0	5.3	3.3%p
법인세	142	54	−17	−253	49	−65.3%	−	288	−112	−
%	84.1	586.3	9.5	−122.4	25.0	−59.1%p	147.4%p	95.3	−14.5	−109.8%p
당기순이익	27	−45	−164	460	148	450.6%	−67.8%	14	884	6132.8%
%	0.6	−1.3	−4.9	13.6	4.0	3.3%p	−9.6%p	0.1	6.1	6.0%p
지배주주	22	−37	−167	460	144	564.5%	−68.7%	10	873	8647.0%
%	0.5	−1.1	−5.0	13.6	3.9	3.3%p	−9.7%p	0.1	6.0	5.9%p

자료: 화신, 하이투자증권 추정

IFRS 연결 추정 재무제표

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	416	427	453	475
현금 및 현금성자산	94	111	126	131
단기금융자산	2	2	2	2
매출채권	165	161	166	175
재고자산	113	109	112	118
비유동자산	366	431	477	506
유형자산	331	395	440	468
무형자산	5	4	4	4
자산총계	782	858	930	981
유동부채	312	277	271	269
매입채무	169	167	171	179
단기차입금	130	96	86	76
유동성장기부채	4	4	4	4
비유동부채	135	158	163	143
사채				
장기차입금	96	119	124	104
부채총계	447	435	434	412
지배주주지분	333	421	491	564
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	6	6	6	6
이익잉여금	328	413	481	550
기타자본항목	-4	-4	-4	-4
비지배주주지분	2	3	4	5
자본총계	335	424	495	569

포괄손익계산서

(단위: 십억원,%)

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	1,484	1,453	1,495	1,579
증가율(%)	-8.8	-2.1	2.9	5.6
매출원가	1,326	1,291	1,322	1,394
매출총이익	157	162	173	184
연구개발비				
판매비와관리비	91	87	90	94
기타영업수익				
기타영업비용				
영업이익	66	76	83	90
증가율(%)	-32.9	14.1	10.0	8.3
영업이익률(%)	4.5	5.2	5.6	5.7
이자수익	2	3	3	3
이자비용	7	6	6	5
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-7	-3	0	0
세전계속사업이익	30	77	92	96
법인세비용	29	-11	20	23
세전계속이익률(%)	2.1	5.3	6.1	6.1
당기순이익	2	88	71	73
순이익률(%)	0.1	6.1	4.8	4.6
지배주주귀속 순이익	1	87	70	72
기타포괄이익	2	3	3	3
총포괄이익	4	91	74	76
지배주주귀속총포괄이익	1	87	70	72

현금흐름표

(단위:십억원)

	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동 현금흐름	30	136	121	126
당기순이익	2	88	71	73
유형자산감가상각비	2	2	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-79	-111	-101	-91
유형자산의 처분(취득)	6			
무형자산의 처분(취득)	0			
금융상품의 증감	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	53	-52	-47	-72
단기금융부채의증감	94	-33	-10	-10
장기금융부채의증감	2	24	5	-20
자본의증감				
배당금지급	-4	-3	-3	-3
현금및현금성자산의증감	7	16	15	5
기초현금및현금성자산	87	94	111	126
기말현금및현금성자산	94	111	126	131

자료 : 화신, 하이투자증권 리서치센터

주요투자지표

	2013	2014E	2015E	2016E
주당지표(원)				
EPS	29	2,500	2,015	2,051
BPS	9,528	12,043	14,071	16,138
CFPS	81	2,554	2,078	2,120
DPS	100	100	100	100
Valuation(배)				
PER	399.2	4.9	6.1	6.0
PBR	1.2	1.0	0.9	0.8
PCR	140.4	4.8	5.9	5.8
EV/EBITDA	7.8	6.9	6.0	5.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	0.3	23.2	15.4	13.6
EBITDA 이익률	4.6	5.3	5.7	5.9
부채비율	133.6	102.7	87.6	72.5
순부채비율	39.7	25.1	17.3	9.0
매출채권회전율(x)	7.0	8.9	9.1	9.3
재고자산회전율(x)	11.6	11.6	12.0	12.1

주가와 목표주가와의 추이

투자등급추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2013-08-19 (담당자변경)	Buy	20,000						

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 권순우)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. **(2014년 5월 12일부터 적용)**
   -Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 -Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
   - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)