



하나금융그룹

2018년 5월 16일 | Equity Research

화신 (010690)

중국/미국 비중이 큰 회사. 하반기 회복에 무게

실적 부진으로 P/B 0.39배, P/S 0.13배에서 거래 중

화신에 대한 투자의견 BUY를 유지한 가운데, 실적 추정과 목표 P/B를 하향하면서 목표주가를 5,000원(목표 P/B 0.53배, 과거 3년 평균)으로 하향한다. 주 고객사 중국/미국 출하의 둔화로 4분기 연속으로 적자를 기록했다. 3월 이후 주 고객사의 중국 출하가 낮은 기저와 신차(ix35/엔씨노 등) 투입 효과로 개선되고 있고, 미국 출하도 5월 이후 낮은 기저와 신형 산타페 투입으로 회복될 것인바 화신의 실적은 개선될 전망이다. 주가는 실적 부진을 반영하면서 지속적으로 하락하여 Valuation 기준 P/B 0.39배, P/S 0.13배에서 거래되고 있다. 2018년 연간으로 적자가 예상되어 주가도 급 반등하기보다는 해외 법인의 실적 회복을 점진적으로 반영할 것으로 전망한다.

1Q18 Review: 영업이익률 -7.1% 기록

1분기 매출액/영업이익은 각각 -20%/적자전환 (YoY) 변동한 2,405억원/-170억원(영업이익률 -7.1%, -7.7%p (YoY))으로 부진했다. 인도/브라질 법인의 매출액이 각각 9%/7% (YoY) 증가했지만, 본사/미국/중국 법인의 매출액은 고객사의 출하 감소의 여파로 각각 19%/35%/63% (YoY) 감소한 것이 부정적이었다. 특히, 중국에서는 판가하락도 있어 물량 감소폭보다 컸다. 가동률 하락에 따른 고정비 부담으로 수익성도 크게 타격을 입었다. 영업이익은 적자로 전환하면서 -170억원, 영업이익률은 -7.7%p (YoY) 하락한 -7.1%를 기록했다. 중국/미국 법인의 순이익률이 각각 -19.9%/-3.8%를 기록하면서 전년 동기대비 22.7%p/2.0%p 하락했다. 인도/브라질 법인도 외형 증가에도 불구하고 환율의 부정적 영향으로 순이익률이 -5.3%/-2.6%를 기록하는 등 부진했다. 중국 2법인인 창주법인(지분율 51%)의 매출액/순이익은 93.6억원/10.7억원을 기록하면서 지분법인이익 0.4억원을 기록했다.

중국은 2Q18, 미국은 3Q18 이후 개선

화신은 주 고객사인 현대차 글로벌 공장 중 한국/인도/중국/미국/브라질을 담당하는데, 2017년 기준으로 각 지역의 매출 비중은 약 26%/20%/15%/28%/11%이다. 2017년 중국/미국 매출액이 각각 37%/27% 감소하면서 합산 비중이 2016년 53%에서 2017년 43%로 하락했다. 2018년 1분기에도 중국/미국 매출액은 64%/35% (YoY) 감소했고, 매출비중도 33%로 전년 동기 49%에서 크게 하락했다. 고객사 출하감소와 함께 부정적 환율 효과, 그리고 판가하락이 겹친 것이다. 중국/미국 법인의 실적은 고객사의 출하가 회복되는 2분기/3분기부터 개선될 것이다. 신형 산타페 효과가 반영되는 한국 법인과 시장수요가 좋은 인도/브라질 법인도 성장이 기대된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 5,000원(하향) | CP(5월 15일): 3,725원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,458.54		
52주 최고/최저(원)	6,420/3,720	N/A	N/A
시가총액(십억원)	130.1	N/A	N/A
시가총액비중(%)	0.01	N/A	N/A
발행주식수(천주)	34,920.4		
60일 평균 거래량(천주)	27.0		
60일 평균 거래대금(십억원)	0.1		
18년 배당금(예상, 원)	50		
18년 배당수익률(예상, %)	1.34		
외국인지분율(%)	3.77		
주요주주 지분율(%)			
정호 외 16 인	51.85		
신영자산운용	6.66		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(3.6) (25.8) (41.9)		
상대	(3.8) (24.0) (45.9)		

Stock Price	
(천원)	화신(좌) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,249.7	1,066.9	1,024.1	1,095.8	1,128.6
영업이익	십억원	46.2	(22.8)	(13.1)	10.0	16.2
세전이익	십억원	59.0	(47.8)	(29.5)	1.1	(1.0)
순이익	십억원	47.8	(30.3)	(22.0)	0.8	(0.8)
EPS	원	1,368	(868)	(630)	23	(22)
증감률	%	흑전	적전	적지	흑전	적전
PER	배	4.72	N/A	N/A	163.81	N/A
PBR	배	0.57	0.42	0.39	0.39	0.39
EV/EBITDA	배	4.39	12.24	8.72	5.80	5.38
ROE	%	12.64	(8.13)	(6.45)	0.24	(0.24)
BPS	원	11,367	10,221	9,545	9,517	9,445
DPS	원	100	50	50	50	50



Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA 신동하

02-3771-7794

asdfhjkl@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 화신의 법인별 실적 추이

(단위: 십억원)

기업	구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	15	16	17
화신	매출액	131	170	118	133	136	104	124	131	111	597	551	495
	순이익	8	9	(8)	31	(7)	3	(3)	(18)	(18)	41	40	(25)
	순이익률	6.1%	5.4%	-7.0%	23.3%	-5.4%	3.0%	-2.0%	-13.8%	-16.4%	6.9%	7.2%	-5.0%
	자산	643	660	619	685	639	613	623	576	624	650	685	576
	부채	219	233	208	245	217	193	203	171	239	207	245	171
	자본	424	427	411	440	422	420	420	404	384	442	440	404
새화신	매출액	31	29	24	33	27	28	29	(72)	합병소멸	132	117	11
	순이익	(1)	0	0	0	(1)	(3)	(2)	0	합병소멸	0	0	(5)
	순이익률	-2.9%	-0.4%	1.4%	1.1%	-3.7%	-9.3%	-5.8%	-0.1%	합병소멸	0.3%	-0.3%	-46.8%
	자산	86	82	71	72	69	65	62	57	합병소멸	83	72	57
	부채	63	61	50	53	51	49	51	46	합병소멸	60	53	46
	자본	22	20	21	19	18	16	12	11	합병소멸	23	19	11
인도법인	매출액	48	48	54	55	49	51	59	45	53	189	204	204
	순이익	(1)	(3)	3	(3)	4	0	2	0	(3)	(18)	(4)	6
	순이익률	-2.9%	-6.4%	6.1%	-5.2%	8.7%	0.1%	2.8%	0.8%	-5.3%	-9.5%	-2.0%	3.1%
	자산	138	136	136	146	171	169	180	151	143	141	146	151
	부채	133	134	130	143	162	162	171	142	137	154	143	142
	자본	5	2	5	3	8	7	9	9	6	(13)	3	9
중국법인	매출액	61	66	50	69	49	18	28	45	18	260	246	140
	순이익	5	6	2	2	1	(4)	0	0	(4)	13	14	(2)
	순이익률	7.5%	9.7%	3.8%	2.3%	2.8%	-20.1%	0.5%	0.0%	-19.9%	5.1%	5.9%	-1.6%
	자산	163	174	142	166	137	112	130	134	117	193	166	134
	부채	39	46	46	62	66	43	58	66	50	54	62	66
	자본	123	128	96	104	71	70	72	68	67	139	104	68
미국법인	매출액	107	112	101	84	87	82	68	57	57	398	403	295
	순이익	4	(1)	1	(4)	(2)	(3)	(5)	1	(2)	(3)	1	(8)
	순이익률	3.9%	-0.5%	1.0%	-4.2%	-1.8%	-3.4%	-7.2%	2.0%	-3.8%	-0.7%	0.3%	-2.7%
	자산	263	276	237	250	222	210	207	208	199	271	250	208
	부채	241	255	216	231	206	196	198	199	192	253	231	199
	자본	21	21	21	19	16	14	9	9	7	18	19	9
브라질법인	매출액	14	14	19	48	33	29	28	27	36	60	95	117
	순이익	7	7	(2)	(5)	4	(5)	4	(8)	(1)	(43)	7	(4)
	순이익률	50.2%	46.1%	-11.1%	-10.3%	12.7%	-19.0%	15.4%	-28.1%	-2.6%	-71.1%	6.9%	-3.8%
	자산	68	122	137	129	107	105	118	103	100	56	129	103
	부채	104	142	159	158	133	133	143	132	131	96	158	132
	자본	(36)	(20)	(22)	(29)	(26)	(29)	(25)	(30)	(31)	(40)	(29)	(30)
연결법인	매출액	312	314	282	341	299	253	270	244	241	1,252	1,250	1,067
	영업이익	16	19	7	4	2	(13)	(3)	(9)	(17)	19	46	(23)
	순이익	18	16	(4)	18	(4)	(12)	0	(14)	(21)	(23)	48	(30)
	영업이익률	5.2%	6.0%	2.4%	1.3%	0.7%	-5.0%	-1.2%	-3.6%	-7.1%	1.5%	3.7%	-2.1%
	순이익률	5.7%	5.2%	-1.3%	5.2%	-1.3%	-4.9%	0.0%	-5.6%	-8.6%	-1.9%	3.8%	-2.8%
	자산	905	942	897	964	921	872	913	846	859	900	964	846
	부채	534	559	526	570	543	501	544	494	526	537	570	494
	자본	372	383	371	394	379	371	369	353	333	363	394	353

자료: 화신, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,249.7	1,066.9	1,024.1	1,095.8	1,128.6
매출원가	1,112.0	1,006.0	970.9	1,018.1	1,043.4
매출총이익	137.7	60.9	53.2	77.7	85.2
판관비	91.5	83.7	66.3	67.7	69.0
영업이익	46.2	(22.8)	(13.1)	10.0	16.2
금융순익	14.3	(27.5)	(14.8)	(7.9)	(16.6)
종속/관계기업손익	(2.6)	(3.0)	0.5	0.5	0.5
기타영업외손익	1.1	5.6	(2.1)	(1.5)	(1.3)
세전이익	59.0	(47.8)	(29.5)	1.1	(1.0)
법인세	10.8	(16.8)	(7.1)	0.3	(0.3)
계속사업이익	48.2	(30.9)	(22.4)	0.8	(0.8)
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	48.2	(30.9)	(22.4)	0.8	(0.8)
비지배주주지분					
순이익	0.5	(0.6)	(0.4)	0.0	(0.0)
지배주주순이익	47.8	(30.3)	(22.0)	0.8	(0.8)
지배주주지분포괄이익	33.5	(35.1)	(22.0)	0.8	(0.8)
NOPAT	37.7	(14.8)	(10.0)	7.6	12.3
EBITDA	99.3	32.7	40.3	61.7	66.3
성장률(%)					
매출액증가율	(0.2)	(14.6)	(4.0)	7.0	3.0
NOPAT증가율	10.2	적전	적지	흑전	61.8
EBITDA증가율	42.3	(67.1)	23.2	53.1	7.5
영업이익증가율	140.6	적전	적지	흑전	62.0
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	적전
EPS증가율	흑전	적전	적지	흑전	적전
수익성(%)					
매출총이익률	11.0	5.7	5.2	7.1	7.5
EBITDA이익률	7.9	3.1	3.9	5.6	5.9
영업이익률	3.7	(2.1)	(1.3)	0.9	1.4
계속사업이익률	3.9	(2.9)	(2.2)	0.1	(0.1)

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,368	(868)	(630)	23	(22)
BPS	11,367	10,221	9,545	9,517	9,445
CFPS	2,806	773	1,146	1,774	1,916
EBITDAPS	2,843	937	1,154	1,766	1,899
SPS	35,788	30,553	29,326	31,379	32,320
DPS	100	50	50	50	50
주가지표(배)					
PER	4.7	N/A	N/A	163.8	N/A
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
PCFR	2.3	5.6	3.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	4.4	12.2	8.7	5.8	5.4
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	12.6	(8.1)	(6.5)	0.2	(0.2)
ROA	5.1	(3.3)	(2.7)	0.1	(0.1)
ROIC	6.5	(2.6)	(1.8)	1.5	2.3
부채비율	144.8	140.0	145.7	149.6	153.4
순부채비율	53.1	71.0	67.5	69.5	69.9
이자보상배율(배)	4.5	(2.0)	(1.2)	1.0	1.6

자료: 하나금융투자

대차대조표

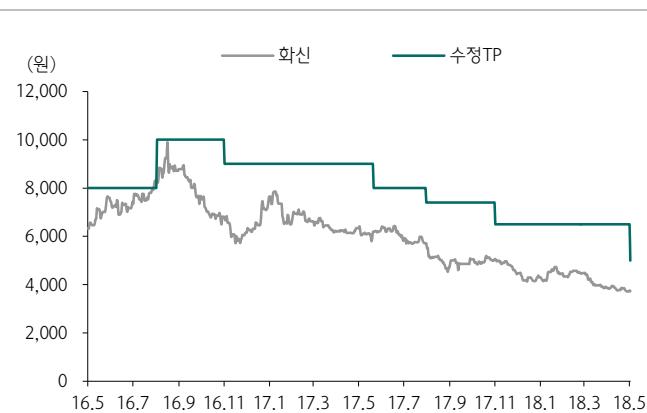
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	500.9	432.1	408.2	429.5	445.0
금융자산	120.1	68.3	68.8	62.9	63.3
현금성자산	119.9	66.9	67.4	61.4	61.8
매출채권 등	170.6	181.4	148.9	163.2	172.2
재고자산	162.0	145.7	147.6	158.0	162.7
기타유동자산	48.2	36.7	42.9	45.4	46.8
비유동자산	463.3	414.3	399.3	388.6	379.1
투자자산	44.5	28.3	27.8	29.2	30.0
금융자산	32.7	20.3	20.1	21.0	21.5
유형자산	408.4	373.1	358.6	346.4	336.1
무형자산	4.4	3.9	3.9	3.9	4.0
기타비유동자산	6.0	9.0	9.0	9.1	9.0
자산총계	964.1	846.4	807.4	818.1	824.0
유동부채	458.3	417.7	403.3	414.1	422.2
금융부채	236.1	254.5	226.5	226.5	226.5
매입채무 등	209.7	154.5	170.7	181.1	189.1
기타유동부채	12.5	8.7	6.1	6.5	6.6
비유동부채	112.0	75.9	75.5	76.2	76.6
금융부채	93.2	64.2	64.2	64.2	64.2
기타비유동부채	18.8	11.7	11.3	12.0	12.4
부채총계	570.3	493.7	478.8	490.4	498.8
지배주주지분	393.0	352.7	329.1	328.1	325.6
자본금	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
자본잉여금	6.6	4.9	4.9	4.9	4.9
자본조정	(3.9)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
기타포괄이익누계액	(11.0)	(16.6)	(16.6)	(16.6)	(16.6)
이익잉여금	383.9	351.1	327.5	326.5	324.0
비지배주주지분	0.8	0.0	(0.4)	(0.4)	(0.4)
자본총계	393.8	352.7	328.7	327.7	325.2
순금융부채	209.2	250.4	221.9	227.8	227.4

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	57.6	(20.1)	76.0	37.8	52.2
당기순이익	48.2	(30.9)	(22.4)	0.8	(0.8)
조정	29.1	43.6	60.8	52.7	59.5
감가상각비	53.1	55.6	53.4	51.6	50.1
외환거래손익	(28.2)	10.5	7.4	1.0	9.5
지분법손익	2.6	3.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.6	(25.5)	(0.0)	0.1	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(19.7)	(32.8)	37.6	(15.7)	(6.5)
투자활동 현금흐름	(35.4)	(35.2)	(45.8)	(42.0)	(50.1)
투자자산감소(증가)	(1.4)	19.1	0.6	(1.5)	(0.8)
유형자산감소(증가)	(31.6)	(46.1)	(38.6)	(39.1)	(39.4)
기타	(2.4)	(8.2)	(7.8)	(1.4)	(9.9)
재무활동 현금흐름	3.2	11.2	(29.7)	(1.7)	(1.7)
금융부채증가(감소)	16.0	(10.6)	(28.1)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.6	(1.6)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(10.1)	26.7	0.0	0.0	0.0
배당지급	(3.3)	(3.3)	(1.6)	(1.7)	(1.7)
현금의 증감	28.6	(53.0)	0.5	(6.0)	0.4
Unlevered CFO	98.0	27.0	40.0	62.0	66.9
Free Cash Flow	10.7	(77.7)	31.0	(7.2)	7.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

화신



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.5.16	BUY	5,000		
17.11.15	BUY	6,500		
17.8.14	BUY	7,400	-32.64%	-25.54%
17.6.4	BUY	8,000	-24.78%	-19.75%
16.11.15	BUY	9,000	-27.50%	-12.78%
16.8.16	BUY	10,000	-20.42%	-1.10%
16.5.15	BUY	8,000	-8.62%	3.75%
16.2.17	Neutral	6,600	-4.04%	7.58%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2018년 05월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.