

2023. 3. 8

## EV/모빌리티팀

임은영

팀장

esther.yim@samsung.com

## 강희진

Research Associate

heejin527.kang@samsung.com

## ▶ AT A GLANCE

투자의견	<b>BUY</b>	
목표주가	14,000원	38.3%
현재주가	10,120원	
시가총액	3,534.0억원	
Shares (float)	34,920,410주 (43.9%)	
52주 최저/최고	5,990원/11,850원	
60일-평균거래대금	35.5억원	

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
화신 (%)	16.7	-14.6	59.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	19.2	-16.3	72.1

## ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	14,000	14,000	0.0%
2022E EPS	2,156	3,208	-32.8%
2023E EPS	2,680	2,758	-2.8%

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	13,333
Recommendation	4.3
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

## 화신 (010690)

## 드디어 배터리케이스 수주가 시작되다

- 배터리케이스 수주에 따른 국내 신규 공장 설립 공시. 투자금은 388억원.
- 현대차/기아는 2024년부터 중저가 전기차 라인업 강화로, 전기차 글로벌 생산 시대 진입. 한국, 유럽, 미국, 인도, 중국에서 전기차 생산 예상.
- 화신은 현대차그룹 배터리케이스 납품 레퍼런스를 기반으로 해외 공장과 해외 고객 수주 기회 확대 예상. 2023년 실적 추정치 기준 P/E 3.8배에 불과.

## WHAT'S THE STORY?

화신, 기아 배터리케이스 수주: 현대차/기아의 전기차 부품 소싱 다변화 정책에 따라 화신이 3번째로 배터리 케이스를 수주.

- 신규공장 설립: 경상북도 영천시에 설립. 2024년에 E-GMP 기반으로 기아의 EV3, EV4가 출시 예정으로, 화신은 기아에 납품하는 것으로 추정. 공사완료 시점이 2024년 2월 말로, 가동은 2Q24 또는 3Q24 예상.
- 현대차/기아의 전기차 부품, 소싱 다변화 시가: 2023년 현대차/기아의 순수전기차 판매목표가 58만 대로, 50만 대를 상회하면서 전기차부품 소싱이 다변화되기 시작. 기존에는 현대모비스가 100% 전기차 부품 납품을 담당해왔으나, 중소부품사의 배터리팩, BMS, 배터리 케이스 수주 공시가 나오고 있음.
- 배터리 케이스 및 모듈 ASP 60~80만원: 배터리케이스의 경우 동희(아이오닉 5와 아이오닉 6), 성우하이텍(코나EV, 니로EV), 화신이 경쟁. 화신은 제네시스 알루미늄 프론트 새시를 100% 담당하면서, 알루미늄 성형 및 가공 기술을 갖추고 있음.

완성차 믹스 향상 수혜: 현대차/기아의 SUV와 전기차 비중 확대로 새시 ASP 증가. 브라질 법인의 환율에 따른 실적 변동성은 여전하지만, 미국과 인도 실적이 이를 충분히 상쇄

- 무거워진 차체, 새시 ASP 30% 증가: SUV, 제네시스, 전기차의 특징은 차체가 크고 무거워지는 것. 차체 뒷부분 새시가 CTBA 대신 격자형으로 변경되면서, ASP 30% 향상.
- 높은 미국과 인도 매출 비중(49%): 3Q22YTD기준으로 한국 비중 36.6%, 미국 29.7%, 인도 19.4%, 브라질 10%

## SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	1,237	1,690	1,986	2,255
영업이익 (십억원)	24	90	123	145
순이익 (십억원)	24	75	94	111
EPS (adj) (원)	698	2,156	2,680	3,190
EPS (adj) growth (%)	흑전	208.7	24.3	19.0
EBITDA margin (%)	6.6	8.7	9.3	9.2
ROE (%)	9.0	23.2	23.1	22.1
P/E (adj) (배)	11.9	4.7	3.8	3.2
P/B (배)	0.9	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	7.5	3.9	2.7	2.0
Dividend yield (%)	0.8	1.0	1.0	1.0

자료: 화신, 삼성증권 추정

### 신규 성장 모멘텀, 현대차/기아 전기차 글로벌 생산과 매출처 다변화

- **현대차그룹 전기차 신공장 투자 및 기존 공장 전환:** 현대차그룹은 최대 50만 대 규모의 전기차 전용 공장에 대한 기공식 진행. 빠르면 2024년 10월 가동 예정. 신공장 가동 전에 현재 현대차 알라바마 공장(38만 대)/기아 조지아 공장(36만 대)에서도 전기차 생산 예정. 화신은 현대차/기아 미국 공장에 새시를 독점 납품 중.
- **2024년 현대차/기아의 전기차 글로벌 생산 돌입:** 한국 중심 생산에서, 2024년부터 미국, 유럽, 인도, 중국에서 전기차 생산 시작. 화신은 미국, 인도, 중국에 동반 진출.
- **VW, 북미 전기차 제2공장 건설 진행 및 3공장 건설 계획:** 화신은 북미 VW 전기차 공장에 2022년부터 6년간 1,450억원의 새시 납품 예정. VW 테네시 공장은 2022년 7월부터 가동. VW는 테네시에 현재 제1공장(12만 대 생산 능력) 옆에 제2공장을 건설 중. 제2공장 건설 시 연간 생산 능력은 60만 대로 증가.

VW그룹은 미국 IRA 영향으로, 2030년까지 미국에 7억 달러 투자 예정으로 해외 업체 중 가장 큰 규모의 투자를 계획 중. VW의 제3공장은 사우스캐롤라이나에 건설될 예정. 현대차그룹은 2025년까지 50억 달러 투자 계획.

- **북미 업체에 배터리 케이스 수주 추진:** 북미업체의 전기차에 배터리 케이스 수주 추진. 현대차그룹의 레퍼런스를 기반으로 수주 가능성이 높아짐.

### 4Q22 실적 Review 및 1Q23 실적 Preview

- **4Q22 실적, 인건비와 영업외 환차손으로 부진:** 매출액 4,860억원(+6.3%QoQ,+50.8%YoY) 및 영업이익 270억원(-8.3%QoQ, +1016%YoY)으로 영업이익률 5.6% 기록. 매출액은 견조하였으나, 연말 성과급 지급(약 70억원)으로 영업이익은 추정치 하회. 삼성증권 추정치는 매출액 4,690억원(+2.7%QoQ/+45.6%YoY) 및 영업이익 330억원(+10.4%QoQ/+1,243%YoY)으로 영업이익률 7.0%이었음.

세전이익이 -140억원으로 적자 전환하였는데, 기말환율 강세(3Q22말 원/달러 1,431원 → 4Q22말 1266원:-11.5%)에 따른 외화 매출채권 평가손실 400억원 발생.

- **1Q23실적 Preview, 실적 호조 예상:** 매출액 4,620억원(-4.9%QoQ/+34.1%YoY) 및 영업이익 260억원(-6%QoQ/+138%YoY)으로 영업이익률 5.6% 전망. 현대차/기아의 글로벌 생산 증가, SUV 판매 비중 증가에 힘입어 실적 호조 예상.

표 1. 기아: 전기차 출시 계획

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	합계
승용	-	-	1	1	-	1	-	3
SUV	1	1	2	1	2	-	1	8
픽업/상용	1	-	-	-	-	2	-	3

자료: 기아, 삼성증권

그림 1. 화신 Rear CTBA: 내연기관차 뒷부분에 적용



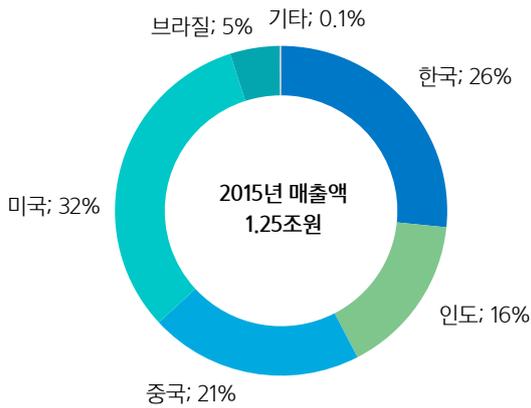
자료: 화신, 삼성증권

그림 2. 화신 Rear Cross Member(격자형): SUV, 전기차에 적용



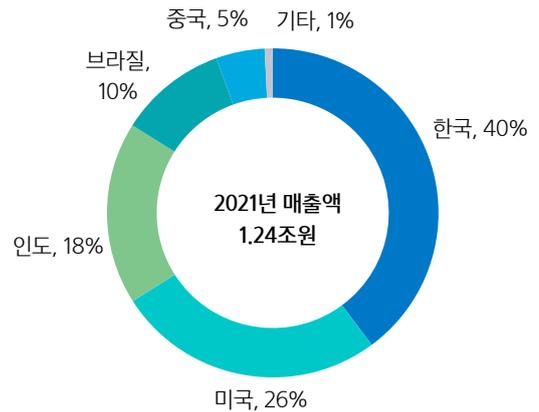
자료: 화신, 삼성증권

그림 3. 화신: 지역별 매출 비중 (2015년)



자료: 화신, 삼성증권

그림 4. 화신: 지역별 매출 비중 (2021년)



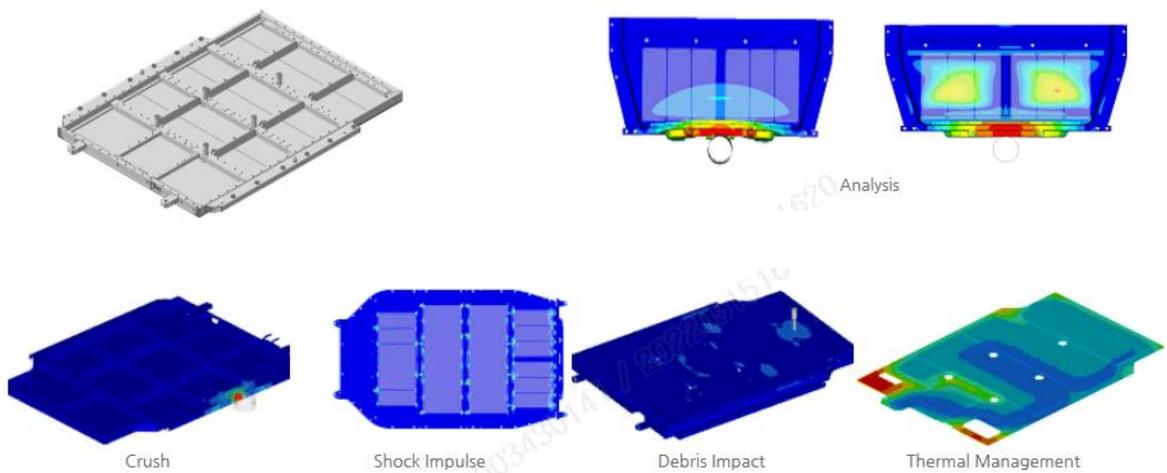
자료: 화신, 삼성증권

표 2. 배터리 시스템: 아이템별 진출 업체

수주 아이템	사업 진출 및 수주 업체	ASP 추정 (천원)
BMS	현대모비스, 에스엘	120~150
BSA	현대모비스, 성우하이텍, (에스엘은 중장기목표)	*10,000~13,000
배터리 케이스	화신, 성우하이텍, 동희	600~800
배터리 모듈	세방전지, 덕양산업 컨소시엄	2,500~3,000

참고: BSA의 ASP추정은 배터리 셀가격(60Kwh) 포함  
자료: 각 사, 삼성증권

그림 5. 화신: 배터리 케이스



자료: 화신, 삼성증권

표 3. 화신: 실적 요약

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E*	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
원/달러(평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,260	1,250	1,200	1,200	1,144	1,291	1,228	1,165
매출액	345	402	457	486	462	470	503	551	1,237	1,690	1,986	2,255
성장률 (% y-y)	1.0	36.1	64.8	50.8	34.1	16.7	10.1	13.4	13.9	36.7	17.5	13.5
매출총이익	30	42	53	76	54	53	56	81	102	200	245	283
영업이익	11	22	30	27	26	29	30	39	24	90	123	145
성장률 (% y-y)	11.9	126.5	1,273.9	1,016.1	138.3	30.9	-0.4	41.4	흑자전환	274.2	36.6	17.1
세전이익	29	28	55	-14	26	29	29	38	32	98	121	145
지배주주 순이익	26	23	42	-15	20	22	22	29	24	75	94	111
성장률 (% y-y)	272.1	31.1	1,545.5	적자지속	-21.4	-3.5	-47.3	흑자전환	-145.0	적자전환	흑자전환	19.0
<b>이익률 (%)</b>												
매출총이익률	8.6	10.5	11.6	15.6	11.8	11.4	11.2	14.7	8.2	11.8	12.4	12.5
영업이익률	3.1	5.6	6.5	5.6	5.6	6.2	5.9	7.0	2.0	5.3	6.2	6.4
순이익률	7.4	5.6	9.3	-3.2	4.3	4.7	4.4	5.3	2.0	4.5	4.7	4.9
<b>지역별 매출</b>												
한국	133	150	158	159	159	170	165	166	492	601	661	727
미국	99	122	137	144	161	153	167	171	324	502	652	815
인도	68	74	91	100	93	88	111	108	222	333	399	419
브라질	33	43	49	45	33	40	40	82	130	169	195	214
중국	11	9	20	20	11	13	16	19	59	60	60	60
기타	1	5	2	2	5	5	5	5	10	10	20	20
<b>매출 비중 (%)</b>												
한국	38.7	37.3	34.6	32.8	34.5	36.3	32.8	30.1	39.8	35.5	33.3	32.2
미국	28.7	30.3	30.1	29.5	34.9	32.7	33.1	31.0	26.2	29.7	32.8	36.2
인도	19.7	18.3	20.0	20.6	20.0	18.7	22.1	19.6	17.9	19.7	20.1	18.6
브라질	9.5	10.7	10.6	9.2	7.1	8.5	7.9	14.9	10.5	10.0	9.8	9.5
중국	3.2	2.3	4.3	4.0	2.5	2.8	3.1	3.5	4.8	3.5	3.0	2.6

참고: \*지역별 매출 및 비중은 추정치

자료: 화신, 삼성증권 추정

표 4. 화신: 주요 제품 현황

제품	이미지	설명
Front cross member		엔진을 지지하며, 차축과 차체를 연결. Arm류, Steering Gear box, Stabilizer Bar 등을 고정 및 지지. 서스펜션이나 파워트레인으로부터의 진동, 소음을 차단
Front lower arm		주행 중 타이어를 통하여 들어오는 횡력, 전후력, 상하력을 지지/ 타이어의 이상 거동을 방지하는 기능. Cross Member와 Knuckle에서 발생하는 진동을 흡수 또는 완화/ Wheel Alignment에 영향
Rear CTBA (Coupled torsion beam axle)		차량의 후륜에 장착되어 직선 주행 시 도로 입력정보에 따른 충격을 흡수하고, 선회 시 차량의 선회 안정성을 유지하는 기능을 담당.
Rear cross member		3~5개의 링크를 사용하여 타이어가 노면에 수직으로 접지되도록 설계된 독립식 서스펜션 차량의 후단부에 장착되어 현가계를 구성하는 부품인 Arm 류, Stabilizer Bar등을 고정 및 지지하는 역할
Rear trailing arm		차량의 Rear 하단부에 장착되어 Rear Cross Member 및 Carrier에 조립되며 Wheel Alignment에 영향 Tire에 가해지는 외력을 상하유동으로 흡수하여 승차감을 향상시킴
Rear axle housing assembly		후륜구동형 차축식(Rigid Axle) 현가계에 사용되며 종감속 장치 장착 및 구동축을 감싸고 타이어의 축하중을 차체로 분산. (1Ton급 이상 상용차에 장착)
Fuel tank		차량의 후방 Rear Floor에 장착되며 주로 엔진 내 연료 공급을 하며 차량 운행 시 발생하는 연료 유동음을 차단할 수 있는 Baffle이 적용되어 있음 증발가스를 포집하는 Canister와 엔진에 연료를 공급하여 주는 Fuel Pump Module로 이루어짐
Fender apron & member		차량의 전반부 좌, 우측 바퀴 상단부에 장착되며 노면의 진동과 충격완화 및 흡수역할을 하는 Shock absorber를 고정 및 지지
Center floor		좌, 우 차체를 연결해 주며 Parking Cable을 비롯한 각종 Cable을 고정.
Cowl complete		Engine Room과 차내/외부의 구분벽으로 Engine Hood와 Front Door의 연결 및 배수 통과 기능
Cowl cross bar		Cowl부위에 설치되어 좌우 비틀림이나 휘어짐을 방지하고 강성을 높이기 위한 골격 충돌 시 탑승자를 보호하기 위한 구조강도를 유지
Bumper rail		Front Bumper와 차량을 이어주는 역할 충격완화 및 차량 전방에 장착되는 제품들을 고정시키는 부품

자료: 화신, 삼성증권

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,086	1,237	1,690	1,986	2,255
매출원가	1,029	1,135	1,490	1,741	1,972
매출총이익	57	102	200	245	283
(매출총이익률, %)	5.3	8.2	11.8	12.4	12.5
판매 및 일반관리비	68	77	110	122	138
영업이익	-11	24	90	123	145
(영업이익률, %)	-1.0	2.0	5.3	6.2	6.4
영업외손익	-48	7	8	-2	0
금융수익	20	40	1	2	3
금융비용	79	30	12	10	10
지분법손익	-3	-3	-3	-3	-3
기타	15	1	21	9	10
세전이익	-59	32	98	121	145
법인세	-5	7	23	28	33
(법인세율, %)	8.0	22.7	23.4	23.0	23.0
계속사업이익	-54	24	75	94	111
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-54	24	75	94	111
(순이익률, %)	-5.0	2.0	4.5	4.7	4.9
지배주주순이익	-54	24	75	94	111
비지배주주순이익	-0	-0	-0	-0	-0
EBITDA	45	81	147	185	208
(EBITDA 이익률, %)	4.2	6.6	8.7	9.3	9.2
EPS (지배주주)	-1,553	698	2,156	2,680	3,190
EPS (연결기준)	-1,554	698	2,154	2,678	3,188
수정 EPS (원)*	-1,553	698	2,156	2,680	3,190

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	40	38	178	180	163
당기순이익	-54	24	75	94	111
현금유출입이없는 비용 및 수익	106	79	93	101	106
유형자산 감가상각비	56	57	56	61	62
무형자산 상각비	0	0	0	1	1
기타	49	22	36	39	43
영업활동 자산부채 변동	1	-52	43	21	-14
투자활동에서의 현금흐름	-55	-67	-59	-96	-76
유형자산 증감	-46	-54	-50	-90	-70
장단기금융자산의 증감	-4	-4	-7	-4	-4
기타	-6	-8	-2	-2	-2
재무활동에서의 현금흐름	28	23	-85	-3	-3
차입금의 증가(감소)	13	37	-83	0	0
자본금의 증가(감소)	0	3	0	0	0
배당금	-2	-2	-2	-3	-3
기타	17	-16	0	0	0
현금증감	6	-0	24	74	78
기초현금	71	78	77	101	175
기말현금	78	77	101	175	253
Gross cash flow	52	103	168	194	217
Free cash flow	-31	-22	128	90	93

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 화신, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	409	429	478	574	705
현금 및 현금등가물	78	77	101	175	253
매출채권	163	171	180	189	214
재고자산	144	158	166	175	198
기타	24	22	30	35	40
비유동자산	414	442	449	487	503
투자자산	24	34	46	53	60
유형자산	357	375	369	398	405
무형자산	3	3	5	6	7
기타	30	30	30	30	30
자산총계	823	871	926	1,061	1,208
유동부채	448	463	444	486	524
매입채무	72	91	124	146	165
단기차입금	183	204	204	204	204
기타 유동부채	193	168	115	135	154
비유동부채	119	119	122	124	126
사채 및 장기차입금	104	106	106	106	106
기타 비유동부채	15	13	16	18	20
부채총계	567	582	566	610	650
지배주주지분	256	288	360	451	559
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	5	8	8	8	8
이익잉여금	241	267	340	431	539
기타	-8	-4	-5	-5	-5
비지배주주지분	0	0	-0	-0	-0
자본총계	256	288	360	451	559
순부채	283	322	214	141	62

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	-6.8	13.9	36.7	17.5	13.5
영업이익	적전	흑전	274.0	36.6	17.1
순이익	적전	흑전	208.7	24.3	19.0
수정 EPS**	적전	흑전	208.7	24.3	19.0
주당지표					
EPS (지배주주)	-1,553	698	2,156	2,680	3,190
EPS (연결기준)	-1,554	698	2,154	2,678	3,188
수정 EPS**	-1,553	698	2,156	2,680	3,190
BPS	7,765	8,760	10,945	13,687	16,970
DPS (보통주)	50	70	100	100	100
Valuations (배)					
P/E***	n/a	11.9	4.7	3.8	3.2
P/B***	0.4	0.9	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.9	7.5	3.9	2.7	2.0
비율					
ROE (%)	-19.5	9.0	23.2	23.1	22.1
ROA (%)	-6.7	2.9	8.4	9.4	9.8
ROIC (%)	-1.9	3.4	12.5	17.7	20.1
배당성향 (%)	-3.0	9.5	4.4	3.5	3.0
배당수익률 (보통주, %)	1.5	0.8	1.0	1.0	1.0
순부채비율 (%)	110.8	111.5	59.4	31.2	11.2
이자보상배율 (배)	-0.8	2.0	7.8	12.1	14.2

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 3월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 3월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 2년간 목표주가 변경 추이



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/6/23	2022/5/17	8/17	10/17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	13,500	12,500	15,000	14,000
과리율 (평균)	-36.95	-26.19	-34.52	
과리율 (최대 or 최소)	-18.89	-16.40	-21.00	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

### 기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

### 산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

## 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2022.12.31

매수(80.6%) 중립(19.4%) 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA