



하나금융그룹

2018년 8월 29일 | Equity Research

동화기업 (025900)

기다려 온 M&A 성과와 기대감

지난 1년간은 M&A가 주요 성장전략이었던 동화기업

2017년 베트남 제2공장 준공 후 고무가격 급등으로 VRG동화MDF 부문의 수익성이 낮아진 가운데, 신성장 동력으로 동화기업이 선택한 해법은 목재사업 밸류체인 내의 기업들을 작더라도 M&A하는 것이고, 신규시장 등에 진출하여 베트남 뿐 아니라, 태국, 말련, 인니, 중동 등 장기적인 세계화하는 것이었다.

이런 맥락에 태양합성을 2Q17에, TEGO필름(콘크리트 타설 시 거푸집 표면에 붙여, 거푸집과 콘크리트의 탈락을 도와주는 필름) 업체인 코트카밀을 4Q17에 인수했다. 두 건의 M&A는 500억원 이내의 규모이지만, 곧바로 수익성에 기여하여 2018년 상반기 중 합산 30억원대의 영업이익을 시현했다. 다만, 규모가 다소 적었기에 시장의 반응도 작았다.

3Q18, 태국 MDF사업 230억 인수하며 기대감 높여

올해도 M&A는 지속 중이다. 동화기업은 태국의 MDF(중밀도 섬유판)사업을 230억원에 인수했다. 태국은 한국의 목재시장의 주요 공급원으로 중요한 시장인 만큼, MDF 이후에도 지속해서 PB 등 다양한 상품군으로 시장영역 확대 기대된다. 종전의 2건의 M&A 결과도 순항 중인데, 종전 2건의 M&A는 밸류체인 내의 확장이라면, 태국의 경우 신흥 시장에 대한 확장인만큼 기대감을 높일 요소다.

2Q18 실적 양호, 향후 긍정적 주가흐름 기대

동화기업의 주가는 2016년말 이후 부진한 흐름이었다. 2017년부터 2건의 M&A를 진행했고 다소 성과도 있었으나, 주가는 냉정했다. 2018년 2분기 실적도 영업이익 255억원으로 전년비 9% 감소했다. 다만, 전분기 대비 큰 폭의 이익상승 실현했고, 인수 효과도 나고 있어 하반기로 갈수록 기대감은 높다. 태국MDF, 핀란드 테고필름, 태양합성 M&A 등 다양한 시장/밸류체인에 집중하는 M&A를 통해 지속해서 이익에 집중하고 있다는 점에서, 내수 중심인 건자재 기업과 주가 차별화 될 요인 충분하다는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 50,000원 | CP(8월 28일): 28,950원

Key Data

		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	798.17		
52주 최고/최저(원)	39,300/28,350	861.0	908.0
시가총액(십억원)	415.6	111.0	122.0
시가총액비중(%)	0.16	86.0	98.0
발행주식수(천주)	14,356.8		
60일 평균 거래량(천주)	11.8		
60일 평균 거래대금(십억원)	0.4		
18년 배당금(예상,원)	350		
18년 배당수익률(예상,%)	1.21		
외국인지분율(%)	34.22		
주요주주 지분율(%)			
DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외 11 인	66.31		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(1.7) (23.0) (16.2)		
상대	(4.7) (17.3) (31.5)		

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	861.0	908.0
영업이익(십억원)	111.0	122.0
순이익(십억원)	86.0	98.0
EPS(원)	3,692	4,179
BPS(원)	45,535	50,328

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	690.7	778.8	784.3	786.6	816.1
영업이익	십억원	82.8	91.1	91.7	99.9	103.5
세전이익	십억원	66.4	113.5	84.0	91.0	97.8
순이익	십억원	34.1	34.2	35.7	38.7	44.0
EPS	원	2,378	2,384	2,487	2,699	3,068
증감률	%	39.2	0.3	4.3	8.5	13.7
PER	배	12.87	13.28	11.64	10.73	9.44
PBR	배	0.90	0.89	0.77	0.72	0.68
EV/EBITDA	배	6.99	6.63	6.01	5.34	4.83
ROE	%	7.72	7.26	7.17	7.29	7.74
BPS	원	33,918	35,449	37,655	40,069	42,852
DPS	원	300	350	350	350	350



Analyst 차상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 윤승연

02-3771-8121

shyoon92@hanafn.com

하나금융투자

동화기업의 M&A는 지속 중

동화기업은 태국의 MDF(중밀도 섬유판)사업을 230억원에 인수했다. 태국은 한국의 목재시장의 주요 공급원으로 중요한 시장인 만큼, MDF 이후에도 지속해서 PB 등 다양한 상품군으로 시장영역 확대 기대된다. 종전의 2건의 M&A 결과도 순항 중인데, 종전 2건의 M&A는 빨류체인 내의 확장이라면, 태국의 경우 신흥 시장에 대한 확장인만큼 기대감을 높일 요소다.

표 1. 동화기업 주요 M&A 현황

(단위: 십억원)

시점	피인수 기업	주요 사업	인수액
2017년 4월	태양합성	공업용 접착제 및 세정제 제조판매	40.5
2017년 10월	Kotkamills Imprex Oy	Phenolic Film 제조판매	34.5
2018년 8월	Agro Fiber MDF 사업부문	MDF	23.0

자료: 동화기업, 하나금융투자

그림 1. 동화기업 2Q17 태양합성 인수

정밀화학 전문기업 태양합성 인수

인수 배경

- 내부 원가절감 및 원재료 구매 경쟁력 증대
- 외부 판매 BIZ 확장
- 해외시장 확산 기대
- 제품포트폴리오 확대 (초산 비닐 수지, 섬유용 방사유제 등)
- 화학수지 사업의 신규 수도권 진입 제한적 상황에서 안정적 수익창출 기대

투자 금액

- 총 405억 투자
- 태양합성 지분 100% 인수 (동화기업 100% 연결 종속회사 편입)
- 자금 조달 : 자체자금 및 금융권 차입 등

태양합성 강점

- 폐불수지 생산량 국내 3위(액상폐불수지 1위) 정밀화학 전문업체 (86년 설립, 30년의 업력)
- 꾸준한 성장 및 안정적 영업이익 유지 ('08년부터 영업이익 30억 이상 달성)
- 차입금 의존도가 낮은 안정적 재무구조 (금융위기에도 수익성 유지)

자료: 동화기업, 하나금융투자

그림 2. 동화기업 4Q17 핀란드 TEGO필름 업체 코트카밀 인수

핀란드 Kotkamills Imprex 인수

Global PSF(Phenolic Surface Film (TEGO) 시장 진출

- Global PSF 시장은 Territory 2번으로 형성되어 있음. 특히 TEGO film의 경우 기존 동화의 주력시장인 (1) Asia 시장, 산업 내 Top tier의 주력 시장인 (2) Europe(Russia 포함) 시장으로 구분됨.
- 또한 이 두 권역 별 시장은 상충되지 않는 개별적인 특성을 지니고 있음



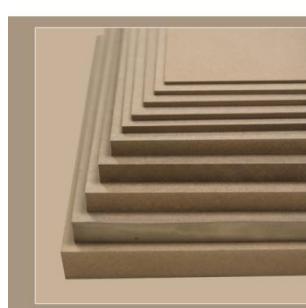
자료: 동화기업, 하나금융투자

그림 3. 동화기업 3Q18 태국 아그로 파이버 MDF 사업부분 인수

MDF – Medium Density Fiberboard

MDF is engineered wood product. We made by breaking down wood chips into wood fibers, combining it with wax and a resin binder, and forming panels by applying high temperature and pressure.

We have a variety of thicknesses products in range 2.3 to 25 mm. to support the customer needs. And the company is certified in Quality standards ISO 9000 by LLOYD'S REGISTER QUALITY Assurance.



PHYSICAL PRODUCT ADVANTAGE

- + A smooth surface to reduce the fund of color and glue.
- + No white fibers floating point and no dissolve rubber holes.
- + Strong and durable fiber board.

자료: AGF, 하나금융투자

2Q18 실적 양호, 향후 긍정적 주가흐름 기대

동화기업의 주가는 2016년 말 이후 부진한 흐름이었다. 2017년부터 2건의 M&A를 진행했고 다소 성과도 있었으나, 주가는 냉정했다. 2018년 2분기 실적도 영업이익 255억 원으로 전년비 9% 감소했다. 다만, 전분기 대비 큰 폭의 이익상승 실현했고, 인수 효과도 나오 있어 하반기로 갈수록 기대감은 높다. 태국MDF, 핀란드 테고필름, 태양합성 M&A 등 다양한 시장/밸류체인에 집중하는 M&A를 통해 지속해서 이익에 집중하고 있다는 점에서, 내수 중심인 건자재 기업과 주가 차별화 될 요인 충분하다는 판단이다.

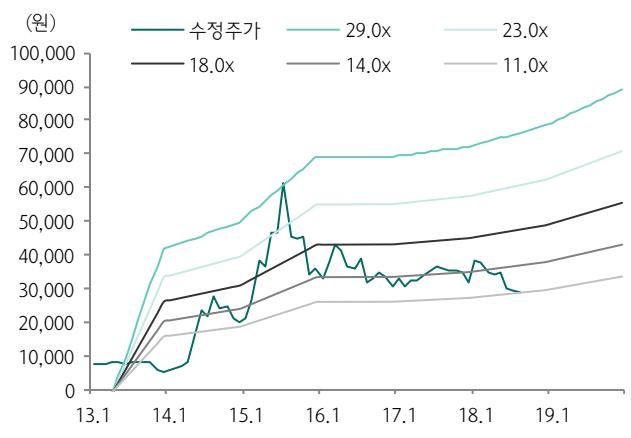
표 2. 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2017	2018F	2019F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
매출액	778.8	784.3	786.6	167.5	195.4	202.0	213.9	202.3	195.5	203.9	207.8
(y-y growth)	12.8%	0.7%	0.3%	3.3%	10.7%	16.3%	20.0%	20.8%	0.0%	0.9%	-2.8%
1)동화기업(하우징, MDF, PB, MFB 등)	433.3	453.3	475.0	106.3	110.4	111.7	104.9	110.8	113.0	117.9	120.1
(y-y growth)	2.8%	4.6%	4.8%	4.0%	2.6%	2.1%	2.4%	4.2%	2.4%	5.5%	14.5%
2)대성목재공업(PB)	80.4	90.0	100.8	16.0	23.4	17.3	23.6	17.8	18.4	23.4	23.9
(y-y growth)	12.0%	12.0%	12.0%	-13.1%	29.8%	288.6%	-23.4%	11.4%	-21.5%	35.1%	0.9%
3)동화Vina(MDF)	136.6	150.2	156.2	23.4	33.5	39.3	40.3	34.2	38.0	39.1	39.8
(y-y growth)	20.0%	10.0%	4.0%	-12.9%	15.6%	37.5%	37.3%	46.3%	13.5%	-0.7%	-1.3%
4)동화Timber(제재목)	57.6	59.9	62.3	14.4	14.1	14.9	14.2	14.2	14.4	15.6	15.9
(y-y growth)	20.0%	4.0%	4.0%	28.0%	33.4%	20.7%	2.6%	-1.4%	2.5%	4.2%	12.1%
5)미디어(한국일보)	77.3	38.4	0.0	13.3	21.7	19.4	23.0	15.3	23.1	0.0	0.0
(y-y growth)	6.0%	-50.3%	-	4.1%	6.5%	14.0%	0.6%	14.9%	6.7%	-	-
6) 태양합성	22.0	35.0	35.0	0.0	6.4	5.7	9.9	10.9	11.1	9.1	9.3
(y-y growth)	-	59.1%	0.0%	-	-	-	-	-	74.5%	59.5%	-6.6%
7) 동화핀란드	0.0	40.0	41.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.9	10.2	10.4	9.5
(y-y growth)	-	-	2.5%	-	-	-	-	-	-	-	-
매출원가	565.1	568.4	559.7	123.7	139.0	147.3	155.1	153.9	146.6	147.8	145.4
(증감률)	13.7%	0.6%	-1.5%	3.5%	13.3%	17.3%	20.0%	24.4%	5.5%	0.3%	-6.3%
(% of sales)	72.6	72.5	71.2	73.9	71.1	72.9	72.5	76.0	75.0	72.5	70.0
매출총이익	213.7	215.9	226.9	43.8	56.4	54.7	58.8	48.5	48.9	56.1	62.4
(증감률)	10.3%	1.0%	5.1%	2.9%	4.7%	13.6%	19.8%	10.7%	-13.3%	2.6%	6.1%
GPM	27.4%	27.5%	28.8%	26.1%	28.9%	27.1%	27.5%	24.0%	25.0%	27.5%	30.0%
판매비와 관리비	122.6	124.2	127.0	26.7	28.3	31.5	36.0	29.9	23.3	32.3	38.6
(증감률)	10.5%	1.3%	2.2%	11.0%	2.9%	15.2%	12.6%	11.8%	-17.6%	2.5%	7.4%
(% of sales)	15.7%	15.8%	16.1%	16.0%	14.5%	15.6%	16.8%	14.8%	11.9%	15.8%	18.6%
영업이익	91.1	91.7	99.9	17.1	28.1	23.2	22.8	18.6	25.5	23.9	23.8
y-y growth	10.1%	0.7%	8.9%	-7.6%	6.5%	11.5%	33.2%	8.9%	-9.0%	2.8%	4.2%
(% of sales)	11.7%	11.7%	12.7%	10.2%	14.4%	11.5%	10.7%	9.2%	13.1%	11.7%	11.4%

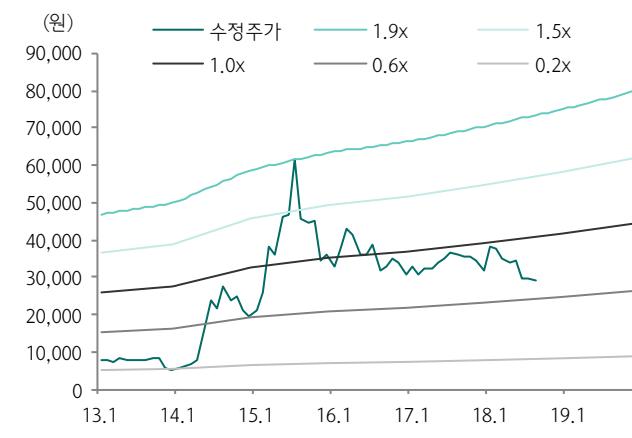
자료: 하나금융투자

그림 4. 동화기업 12M Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 5. 동화기업 12M Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	690.7	778.8	784.3	786.6	816.1
매출원가	497.0	565.1	568.4	559.7	583.9
매출총이익	193.7	213.7	215.9	226.9	232.2
판관비	110.9	122.6	124.2	127.0	128.7
영업이익	82.8	91.1	91.7	99.9	103.5
금융순익	(10.4)	(0.5)	(8.8)	(12.9)	(9.8)
종속/관계기업손익	(2.5)	1.2	3.0	3.0	3.0
기타영업외손익	(3.4)	21.7	(2.0)	1.0	1.0
세전이익	66.4	113.5	84.0	91.0	97.8
법인세	7.9	51.3	17.6	19.1	20.5
계속사업이익	58.5	62.2	66.3	71.9	77.2
중단사업이익	0.0	0.0	(2.5)	0.0	0.0
당기순이익	58.5	62.2	63.8	71.9	77.2
비지배주주지분 순이익	24.4	28.0	28.1	33.2	33.2
지배주주순이익	34.1	34.2	35.7	38.7	44.0
지배주주지분포괄이익	35.7	25.5	37.3	42.1	45.2
NOPAT	73.0	49.9	72.5	78.9	81.8
EBITDA	117.5	129.5	127.3	132.9	134.2
성장성(%)					
매출액증가율	2.4	12.8	0.7	0.3	3.8
NOPAT증가율	0.8	(31.6)	45.3	8.8	3.7
EBITDA증가율	4.4	10.2	(1.7)	4.4	1.0
영업이익증가율	5.2	10.0	0.7	8.9	3.6
(지배주주)순익증가율	35.3	0.3	4.4	8.4	13.7
EPS증가율	39.2	0.3	4.3	8.5	13.7
수익성(%)					
매출총이익률	28.0	27.4	27.5	28.8	28.5
EBITDA이익률	17.0	16.6	16.2	16.9	16.4
영업이익률	12.0	11.7	11.7	12.7	12.7
계속사업이익률	8.5	8.0	8.5	9.1	9.5

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,378	2,384	2,487	2,699	3,068
BPS	33,918	35,449	37,655	40,069	42,852
CFPS	8,536	11,080	8,339	8,766	8,956
EBITDAPS	8,183	9,020	8,866	9,258	9,345
SPS	48,109	54,245	54,628	54,787	56,845
DPS	300	350	350	350	350
주가지표(배)					
PER	12.9	13.3	11.6	10.7	9.4
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
PCFR	3.6	2.9	3.5	3.3	3.2
EV/EBITDA	7.0	6.6	6.0	5.3	4.8
PSR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	7.7	7.3	7.2	7.3	7.7
ROA	2.9	2.8	2.9	3.0	3.2
ROIC	8.8	5.7	8.0	9.0	9.6
부채비율	92.4	85.3	78.8	72.2	67.3
순부채비율	33.8	34.3	21.4	9.5	(1.6)
이자보상배율(배)	8.1	10.0	10.6	11.7	12.3

자료: 하나금융투자

대차대조표

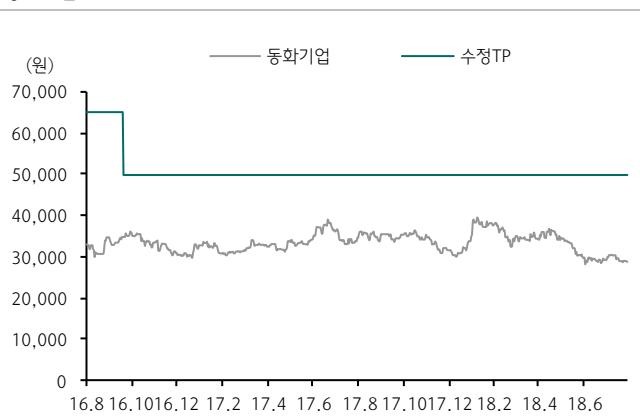
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	278.2	276.4	348.7	425.4	512.9
금융자산	106.0	70.4	139.5	213.4	295.3
현금성자산	48.5	26.4	95.2	169.0	249.2
매출채권 등	101.9	126.3	128.9	131.4	134.1
재고자산	64.1	73.0	73.6	73.8	76.5
기타유동자산	6.2	6.7	6.7	6.8	7.0
비유동자산	932.8	947.7	922.8	900.8	882.3
투자자산	96.7	100.3	106.0	112.0	119.1
금융자산	21.0	21.4	21.5	21.6	22.4
유형자산	757.7	762.3	734.6	709.1	685.8
무형자산	37.7	54.8	51.9	49.3	47.0
기타비유동자산	40.7	30.3	30.3	30.4	30.4
자산총계	1,210.9	1,224.1	1,271.5	1,326.2	1,395.2
유동부채	377.9	336.9	336.3	335.4	338.3
금융부채	242.7	216.0	214.7	213.5	212.3
매입채무 등	124.6	100.7	101.4	101.7	105.5
기타유동부채	10.6	20.2	20.2	20.2	20.5
비유동부채	203.5	226.8	224.0	220.7	222.8
금융부채	76.1	80.8	76.9	73.3	69.8
기타비유동부채	127.4	146.0	147.1	147.4	153.0
부채총계	581.4	563.6	560.3	556.1	561.1
지배주주지분	460.4	482.4	514.0	548.7	588.7
자본금	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
자본잉여금	96.2	96.0	96.0	96.0	96.0
자본조정	(294.6)	(294.6)	(294.6)	(294.6)	(294.6)
기타포괄이익누계액	(0.4)	(7.9)	(7.9)	(7.9)	(7.9)
이익잉여금	651.6	681.1	712.8	747.5	787.4
비지배주주지분	169.1	178.1	197.2	221.3	245.4
자본총계	629.5	660.5	711.2	770.0	834.1
순금융부채	212.9	226.4	152.1	73.3	(13.2)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	122.3	91.2	101.4	104.7	112.0
당기순이익	58.5	62.2	63.8	71.9	77.2
조정	38.9	84.6	38.9	34.9	30.9
감가상각비	34.7	38.4	35.6	33.0	30.7
외환거래손익	0.6	(7.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	2.5	(1.2)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타	1.1	54.4	6.3	4.9	3.2
영업활동 자산부채 변동	24.9	(55.6)	(1.3)	(2.1)	3.9
투자활동 현금흐름	(103.7)	(76.2)	(14.7)	(13.5)	(14.6)
투자자산감소(증가)	4.6	(1.4)	(11.7)	(12.0)	(13.2)
유형자산감소(증가)	(84.1)	(28.8)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
기타	(24.2)	(46.0)	2.0	3.5	3.6
재무활동 현금흐름	(9.2)	(35.0)	(17.8)	(17.5)	(17.1)
금융부채증가(감소)	3.0	(22.1)	(5.1)	(4.9)	(4.6)
자본증가(감소)	0.2	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.9)	(0.3)	(8.7)	(8.5)	(8.4)
배당지급	(8.5)	(12.5)	(4.0)	(4.1)	(4.1)
현금의 증감	9.9	(22.2)	68.9	73.7	80.2
Unlevered CFO	122.5	159.1	119.7	125.8	128.6
Free Cash Flow	37.4	62.2	96.4	99.7	107.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

동화기업



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
16.10.17	BUY	50,000		
16.8.28	BUY	65,000	-49.41%	-46.54%
15.11.9	BUY	70,000	-46.97%	-35.14%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 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	93.9%	5.2%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 8월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)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 08월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2018년 08월 29일 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.