

## 동화기업 (025900)

건설/건자재



김기룡

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>40,000원 (I)</b>
현재주가 (11/28)	<b>27,250원</b>
상승여력	<b>47%</b>

시가총액	3,912억원
총발행주식수	14,356,756주
60일 평균 거래대금	4억원
60일 평균 거래량	15,798주
52주 고	39,300원
52주 저	25,000원
외인지분율	34.14%
주요주주	DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외 11 인 66.45%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.8	(5.9)	(21.4)
상대	(0.7)	7.3	(13.2)
절대(달러환산)	6.2	(7.3)	(24.3)

## 그늘에 가려진 차별화 된 성장성

## 기업 소개 : 국내 1위의 보드 기업

동화기업은 가구 제조에 원재료로 사용되는 보드 사업(PB, MDF 등)과 동화자연마루로 알려진 하우징 사업을 영위하는 목재 기업이다. 기존 한국일보를 포함한 미디어 부문은 동화엠팩크홀딩스와의 포괄적 주식교환으로 2Q18 실적부터 연결에서 제외되었다. 베트남 국영기업인 VRG(Vietnam Rubber Group)와 VRG Dongwha JV 설립을 통해 베트남에서 MDF 2개 라인을 가동하고 있으며 작년 태양합성과 핀란드 TEGO Film 생산업체인 코트카밀 임프렉스 지분 인수로 기존 목재사업과 연계된 사업을 확장시켜 나가고 있다. 올해 8월에는 태국 MDF 사업 진출을 위한 Dongwha Thailand 지분 60%(230억원) 취득 계획을 공시하였다.

## 투자포인트 : 목재 사업 수직계열화 + 해외 성장 모멘텀

동사는 보드 생산에 필요한 원재료인 화학 수지 자체 생산과 함께 보드를 가공한 MFB, 마루 생산 등 목재 수직 계열화 구조를 통해 경쟁사 대비 높은 이익률을 달성하고 있다. 이를 통해 해외 보드사업 진출 이후 추가적인 연계 사업 확장에 용이하다는 장점을 가지고 있다. 향후, 베트남 법인(Dongwha Veitnam)을 통해 발생하는 B2B 마루 매출 확대 이후, 현지 생산화 관련 투자를 검토중에 있다.

과거, VRG Dongwha 영업이익률은 30% 이상을 기록하며 고성장했으나, 고무가격 상승에 기인한 제품 Spread 축소로 2Q17를 기점으로 10% 중후반 대로 낮아졌다. 다만, 기존 고무나무 외 원료 배합, 수율 조정 등으로 현 수준의 마진율은 유지 가능한 수준으로 판단한다.

2019년 실적은 매출액 7,799억원(+2.4%, YoY), 영업이익 941억원(+3.5%, YoY)을 추정한다. 미디어 부문 연결 제외[2017년 기준 매출액 813억원 / 영업이익 16억원]로 전사 매출 감소 및 마진율 개선 효과가 기대된다. 국내 보드 판매단가는 전반적인 화학 원재료 상승 기조 속에 친환경 제품 비중 확대 (EO 등급 이상)로 유사한 수준을 유지하고 있다는 점 역시 고무적이다.

## 투자의견 Buy, 목표주가 40,000원으로 커버리지 개시

동화기업에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 40,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019년 BPS 50,659원에 건자재 업종 평균에 10% 할증한(해외 성장성 반영) PBR 0.8x를 적용하여 산출하였다. 높은 최대주주 특수관계인 지분(66%) 및 자사주(19%)에 기인한 유통주식수 부족 관련 디스카운트는 무상증자, 액면분할 등 구체화 시 점차 축소될 것으로 예상한다. 전반적인 건자재 업종 소외 기조 속에 해외 사업 진출 확대 및 연계 사업 성장 가능성은 업종 내 차별화 포인트로 판단한다.

## Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,917	-10.4	2.5		
영업이익	209	-8.3	-4.3		
세전계속사업이익	192	14.3	-4.0		
지배순이익	104	흑전	-42.8		
영업이익률 (%)	10.9	+0.2 %pt	-0.8 %pt		
지배순이익률 (%)	5.4	+10.1%pt	-4.3 %pt		

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

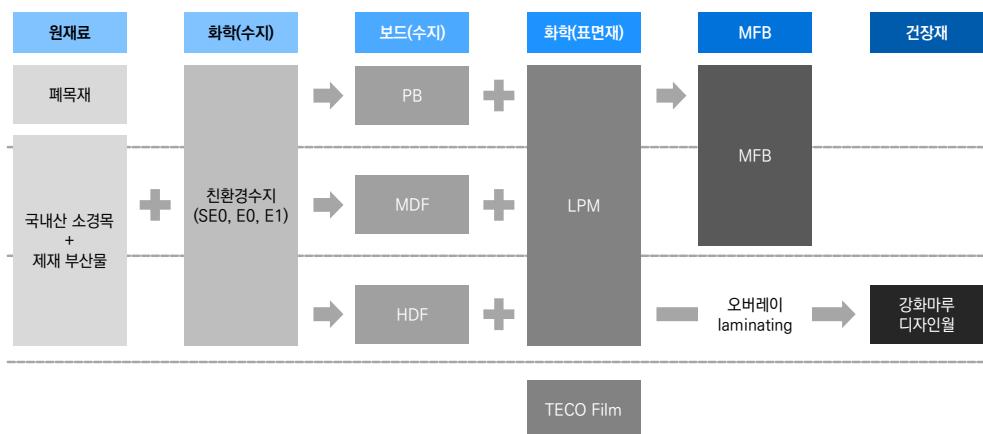
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	6,907	7,788	7,618	7,799
영업이익	828	911	910	941
지배순이익	341	342	461	454
PER	15.2	14.1	8.5	8.6
PBR	0.9	0.8	0.6	0.5
EV/EBITDA	7.7	6.8	5.9	5.5
ROE	7.7	7.3	8.9	7.9

동화기업 분기 실적 요약/전망 [2Q18 미디어부문 연결 제외, Dongwha Vina 실적 소재부문 포함]											(단위: 십억원, %)
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	2019E
매출액 (연결)	167	195	202	214	779	202	181	187	191.7	762	780
- 소재	126	144	154	159	583	159	168	160	164	650	669
- 하우징	28	29	28	29	114	28	28	27	28	111	111
- 미디어	14	22	20	25	81	16	-15	0	0	1	0
Dongwha Vina(베트남)	23	34	38	43	139	34	38	41	45	159	167
영업이익	17	28	23	23	91	19	30	22	21	91	94
- 소재	20	25	23	19	87	22	25	21	20	88	91
- 하우징	1	1	1	1	4	1	1	1	0	3	3
- 미디어	-4	2	-1	5	2	-4	4	0	0	0	0
Dongwha Vina(베트남)	7	8	6	8	29	5	6	7	7	26	28
영업이익률	10.2%	14.4%	11.5%	10.7%	11.7%	9.2%	13.1%	11.7%	10.9%	11.2%	12.1%
- 소재	16.1%	17.5%	14.9%	11.7%	14.9%	13.8%	14.9%	13.0%	12.5%	13.5%	13.6%
- 하우징	3.9%	3.4%	3.2%	1.7%	3.1%	3.2%	2.1%	3.4%	1.7%	2.6%	2.8%
- 미디어	-31.2%	8.5%	-3.0%	18.2%	2.0%						
Dongwha Vina(베트남)	30.1%	24.2%	15.7%	17.3%	20.7%	15.8%	16.9%	16.5%	16.4%	16.4%	16.6%

자료: 유안타증권 리서치센터  
주 : 2Q18 미디어부문 제외

## 동화기업 목재 사업 구조 및 수직계열화

동화기업 목재 사업 수직계열화



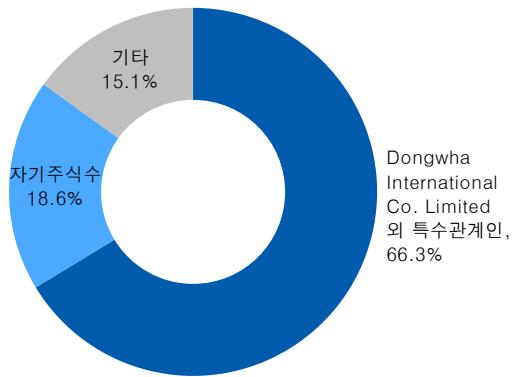
자료: 유안타증권 리서치센터

## 2017년, 동화기업 인수 세부내용 요약

인수기업	국가	생산품목	인수금액	지분율	인수시기	연결 반영시점	연간 실적	
							매출액	영업이익
태양합성	대한민국	화학수지	405억원	100%	2017년 04월	2017년 05월	374억원('17년)	43억원('17년)
코트카밀 임프렉스	핀란드	TEGO Film	345억원	100%	2017년 10월	2017년 11월	약 400억원('16년)	약 40억원('16년)

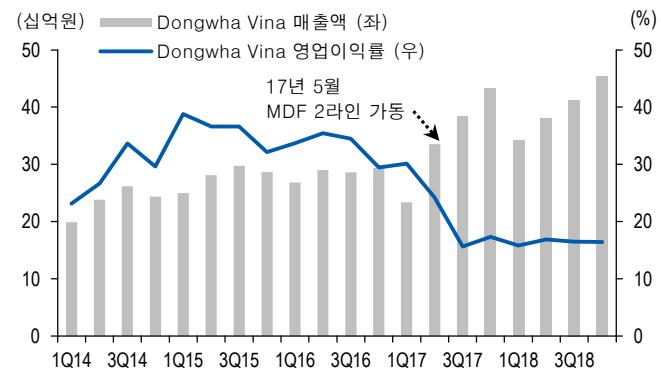
자료: 유안타증권 리서치센터

## 동화기업 주주 구성



자료: 유안타증권 리서치센터

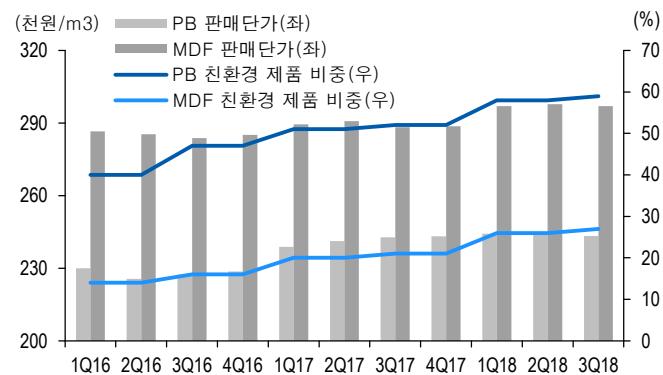
## 분기별 Dongwha Vina 매출액/영업이익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

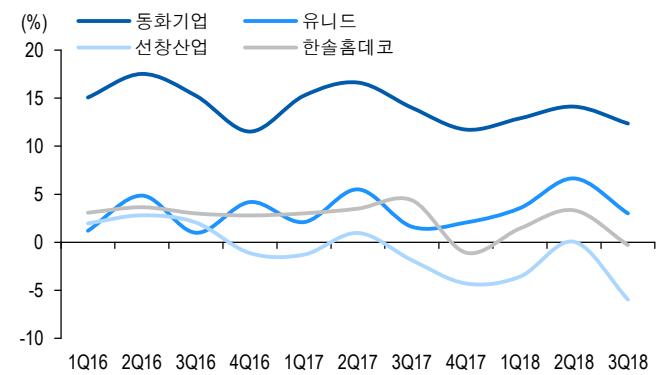
주 : VRG Dongwha 실적은 Dongwha Vina 연결 실적으로 반영

## 주요 제품(PB, MDF) 판매단가 추이 [분기 누계 기준], 친환경 제품 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

## 주요 목재기업 보드사업 이익률 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

## 동화기업 목표주가 산정

(단위: 원, %)

항목	금액	비고
BPS	50,659	2019년 예상치 기준
PBR	0.8	건자재 평균 대비 10% 할증(해외 성장성 반영)
목표주가	40,000	반올림 적용
현재주가	27,250	11월 28일 기준
상승여력	46.8%	

자료: 유안타증권 리서치센터

## 동화기업 (025900) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,907	7,788	7,618	7,799	8,011
매출원가	4,970	5,651	5,649	5,629	5,670
매출총이익	1,937	2,137	1,968	2,170	2,341
판관비	1,109	1,226	1,059	1,229	1,300
영업이익	828	911	910	941	1,041
EBITDA	1,175	1,295	1,301	1,351	1,456
영업외순익	-163	224	-94	-53	-23
외환관련순익	-14	45	-30	-10	-10
이자순익	-89	-74	-91	-84	-72
관계기업관련순익	-25	12	13	29	30
기타	-35	241	14	11	28
법인세비용차감전순이익	664	1,135	816	888	1,017
법인세비용	79	513	172	240	275
계속사업순이익	585	622	643	648	743
증단사업순이익	0	0	-25	0	0
당기순이익	585	622	618	648	743
지배지분순이익	341	342	461	454	535
포괄순이익	615	436	867	897	992
지배지분포괄이익	357	255	638	628	714

주: 영업이익의 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,782	2,764	3,347	3,465	3,526
현금및현금성자산	485	264	775	857	841
매출채권 및 기타채권	1,019	1,263	1,138	1,160	1,216
재고자산	641	730	700	714	736
비유동자산	9,328	9,477	9,416	9,527	9,685
유형자산	7,577	7,623	7,455	7,491	7,572
관계기업등 지분관련자산	757	789	830	908	987
기타투자자산	210	214	441	471	501
자산총계	12,109	12,241	12,764	12,993	13,211
유동부채	3,779	3,369	3,781	3,587	3,332
매입채무 및 기타채무	1,246	1,007	809	825	850
단기차입금	1,806	1,896	2,344	2,194	1,994
유동성장기부채	616	258	432	372	292
비유동부채	2,035	2,268	1,570	1,580	1,560
장기차입금	754	806	380	360	340
사채	0	0	0	0	0
부채총계	5,814	5,636	5,350	5,167	4,891
지배지분	4,604	4,824	5,505	5,917	6,411
자본금	77	77	77	77	77
자본잉여금	962	960	991	991	991
이익잉여금	6,516	6,811	7,247	7,659	8,153
비지배지분	1,691	1,781	1,909	1,909	1,909
자본총계	6,295	6,605	7,413	7,826	8,320
순차입금	2,123	2,259	1,903	1,591	1,307
총차입금	3,183	2,962	3,159	2,929	2,629

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,223	912	1,005	980	1,037
당기순이익	585	622	618	648	743
감가상각비	321	352	360	378	383
외환순이익	6	-70	26	10	10
종속, 관계기업관련순이익	25	-22	-13	-29	-30
자산부채의 증감	249	-556	-149	-142	-183
기타현금흐름	36	587	163	115	115
투자활동 현금흐름	-1,037	-762	-989	-718	-768
투자자산	40	-18	4	-80	-80
유형자산 증가 (CAPEX)	-849	-291	-231	-414	-464
유형자산 감소	9	3	1	1	1
기타현금흐름	-236	-456	-762	-225	-225
재무활동 현금흐름	-92	-350	102	-394	-464
단기차입금	-39	207	480	-150	-200
사채 및 장기차입금	134	-331	-269	-80	-100
자본금	0	0	0	0	0
현금배당	-85	-125	-233	-233	-233
기타현금흐름	-102	-102	124	69	69
연결범위변동 등 기타	5	-22	393	214	179
현금의 증감	99	-222	512	82	-16
기초 현금	387	485	264	775	857
기말 현금	485	264	775	857	841
NOPLAT	828	911	910	941	1,041
FCF	476	36	729	541	527

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

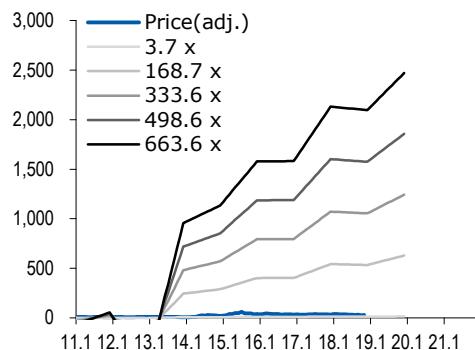
Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,378	2,384	3,212	3,160	3,725
BPS	39,917	41,824	47,115	50,648	54,875
EBITDAPS	8,183	9,020	9,064	9,413	10,139
SPS	48,109	54,245	53,059	54,320	55,800
DPS	300	350	350	350	350
PER	15.2	14.1	8.5	8.6	7.3
PBR	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.7	6.8	5.9	5.5	4.9
PSR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	2.4	12.8	-2.2	2.4	2.7
영업이익 증가율 (%)	5.2	10.1	-0.2	3.5	10.6
지배순이익 증가율 (%)	35.2	0.2	34.8	-1.6	17.9
매출총이익률 (%)	28.0	27.4	25.8	27.8	29.2
영업이익률 (%)	12.0	11.7	11.9	12.1	13.0
지배순이익률 (%)	4.9	4.4	6.1	5.8	6.7
EBITDA 마진 (%)	17.0	16.6	17.1	17.3	18.2
ROIC	9.0	5.8	8.0	7.6	8.4
ROA	2.9	2.8	3.7	3.5	4.1
ROE	7.7	7.3	8.9	7.9	8.7
부채비율 (%)	92.4	85.3	72.2	66.0	58.8
순차입금/자기자본 (%)	46.1	46.8	34.6	26.9	20.4
영업이익/금융비용 (배)	8.1	10.0	8.5	9.3	11.4

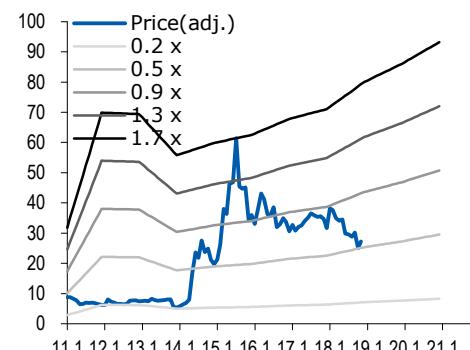
## P/E band chart

(천원)



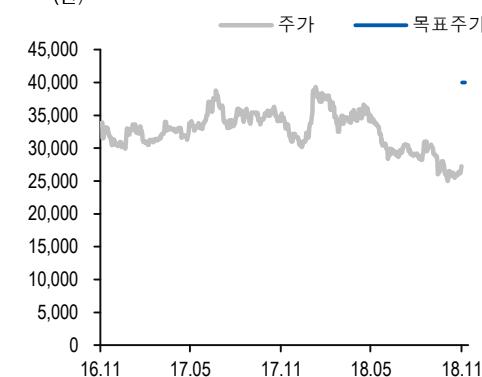
## P/B band chart

(천원)



## 동화기업 (025900) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-29	BUY	40,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	84.4
Hold(중립)	13.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.