

동화기업 (025900)

전자재

김기용



02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	26,000원 (D)
현재주가 (1/18)	19,550원
상승여력	33%

시가총액	2,807억원
총발행주식수	20,198,382주
60일 평균 거래대금	6억원
60일 평균 거래량	20,704주
52주 고	27,951원
52주 저	17,780원
외인지분율	34.63%
주요주주	DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외 11 인 70.85%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.6)	1.2	(15.0)
상대	(20.0)	6.3	9.6
절대(달러환산)	(15.0)	2.4	(18.9)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,901	-11.1	1.7	1,917	-0.8
영업이익	197	-13.8	-9.9	209	-5.9
세전계속사업이익	183	8.6	-8.6	192	-4.7
지배순이익	99	흑전	-45.6	104	-5.0
영업이익률 (%)	10.3	-0.4 %pt	-1.4 %pt	10.9	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	5.2	흑전	-4.5 %pt	5.4	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

4Q18 Preview : 미디어 부문 제외 시, 실적 개선

4Q18 Preview : 미디어 부문 제외 시, 전년동기대비 실적 개선

4분기 동화기업 연결 실적은 매출액 1,901억원(-11.1%, YoY), 영업이익 197억원(-13.8%, YoY)을 시현할 것으로 추정한다. 2018년, 연결에서 제외된 미디어 부문을 제거한 매출액과 영업이익은 전년동기 대비 각각 0.8%, 3.0% 증가한 실적이다. [4Q17 미디어 부문 매출액 253억원 영업이익 46억원]

국내 소재(PB, MDF 등) 부문은 국내 동종 MDF 업체 파산에도 불구하고, 수요 둔화와 수입산 증가로 전반적인 판가는 전분기 대비 하락한 것으로 파악된다. 베트남 VRG Dongwha 소재(MDF) 부문 실적(Dongwha Vina 연결 반영)은 2017년 5월 상업 생산을 시작한 2라인 가동 효과로 매출은 전년동기 대비 증가, 영업이익은 원재료 상승에 기인한 마진을 하락으로 전년동기와 유사할 것으로 추정한다. 동사의 신제품인 '나투스 진' 의 마루시장 내 점진적인 판매 확대에도 불구하고, 하우징 사업부문의 실적 개선 효과는 크지 않을 것으로 예상된다.

동화기업의 해외 성장 story는 유효

2017년, 두 건의 M&A(태양합성, 코트카밀 임프렉스)를 비롯한 동사의 목재 수직계열화 구조 내 확장을 통한 해외 성장 story는 유효할 것으로 판단한다. 향후, 1) 베트남 MDF를 원재료로 한 생산라인 확대(MFB, 마루 등)와 2018년 8월 공시한 바 있는 2) Dongwha Thailand 지분 취득을 통한 태국 MDF 시장 진출 가능성은 긍정적 요인이다.

과거, 30%를 상회하는 영업이익률을 시현했던 베트남 마진율은 원재료인 고무나무 가격 상승 등으로 2017년 3분기 이후 10% 중반 수준으로 하향 안정화되었다. 다만, 기존 고무나무 외 타 종류의 목재 사용 비중의 점진적 증가와 수율 조정 효과 등으로 향후 마진율은 소폭 개선 가능할 것으로 추정한다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가는 주식배당 희석 요인을 반영해 26,000원으로 하향

동화기업에 대한 투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 주식배당(1주당 0.5주)과 배당락에 따른 기준가 조정으로 2019년 BPS 희석 효과(49,454원 → 32,378원)를 반영하여 기존 40,000원(기준가 조정 전 기준)에서 26,000원으로 하향한다. 목표주가 적용 멀티플은 기존과 동일한 PBR 0.8x(주요 건 자재 업종 평균 10% 할증, 해외 성장성 반영)을 적용하였다. 주요 전자재 업종의 최근 주가 반등에도 불구하고, 동사 주가는 전년도 주식배당 발표(12/6일)와 배당락(12/27일)을 전후로 한 변동성 확대 이후 큰 변화 없이 유지되고 있다. 올해 4월 중순으로 예상되는 주식배당 신규 상장을 통한 물량 증가가 유통주식수 부족에 기인한 거래 유동성 디스카운트를 일부 축소하는 이벤트가 될 것으로 전망한다. 추가적인 거래 활성화(무상증자, 액면분할 등) 가능성 및 주주 가치 제고 기조는 동사의 긍정적 포인트이다.

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	6,907	7,788	7,602	7,644
영업이익	828	911	897	915
지배순이익	341	342	456	444
PER	15.2	14.1	9.1	8.9
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.7	6.8	5.2	4.9
ROE	7.7	7.3	9.0	8.1

자료: 유안타증권

동화기업 4Q18 Preview (단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	214	202	181	187	190	-11.1%	1.7%	192	-0.8%
영업이익	23	19	30	22	20	-13.8%	-9.9%	21	-5.9%
세전이익	17	15	27	20	18	8.6%	-8.6%	19	-4.7%
지배주주순이익	-10	9	9	18	10	흑전	-45.6%	10	-5.0%
영업이익률	10.7%	9.2%	16.4%	11.7%	10.3%				
세전이익률	7.9%	7.6%	14.9%	10.7%	9.6%				
지배주주순이익률	-4.7%	4.3%	4.9%	9.7%	5.2%				

자료: 유안타증권 리서치센터

동화기업 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망 [Dongwha Vina 실적은 소재부문에 포함] (단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	2019E
매출액 (연결)	167	195	202	214	779	202	181	187	190	760	764
- 소재	126	144	154	159	583	160	168	160	162	649	653
- 하우징	28	29	28	29	114	28	28	27	28	111	111
- 미디어	14	22	20	25	81	15	-15	0	0	0	0
<i>Dongwha Vina(베트남)</i>	<i>23</i>	<i>34</i>	<i>38</i>	<i>43</i>	<i>139</i>	<i>34</i>	<i>38</i>	<i>41</i>	<i>45</i>	<i>159</i>	<i>167</i>
영업이익	17	28	23	23	91	19	30	22	20	90	91
- 소재	20	25	23	19	87	22	25	21	19	87	88
- 하우징	1	1	1	1	4	1	1	1	1	3	3
- 미디어	-4	2	-1	5	2	-4	4	0	0	0	0
<i>Dongwha Vina(베트남)</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>6</i>	<i>8</i>	<i>29</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>7</i>	<i>26</i>	<i>28</i>
영업이익률	10.2%	14.4%	11.5%	10.7%	11.8%	9.2%	16.4%	11.7%	10.3%	11.8%	12.0%
- 소재	16.1%	17.5%	14.9%	11.7%	14.9%	13.7%	14.9%	13.0%	11.8%	13.4%	13.5%
- 하우징	3.9%	3.4%	3.2%	1.7%	3.1%	3.2%	2.1%	3.4%	1.8%	2.6%	2.8%
- 미디어	-31.2%	8.5%	-3.0%	18.2%	2.0%	-	-	-	-	-	-
<i>Dongwha Vina(베트남)</i>	<i>30.1%</i>	<i>24.2%</i>	<i>15.7%</i>	<i>17.3%</i>	<i>20.7%</i>	<i>15.8%</i>	<i>16.9%</i>	<i>16.5%</i>	<i>16.4%</i>	<i>16.4%</i>	<i>16.6%</i>

자료: 유안타증권 리서치센터

주1) VRG Dongwha 실적은 Dongwha Vina 실적에 연결 반영

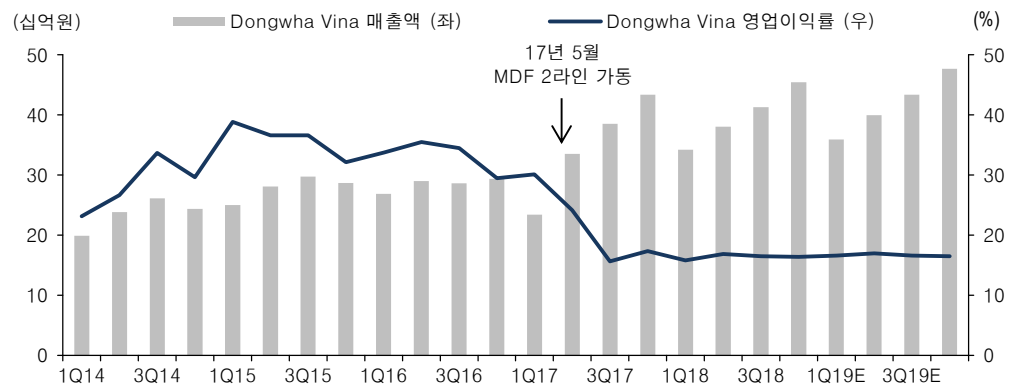
주2) Dongwha Vina 실적은 소재부문에 포함

VRG Dongwha MDF Capa 요약 [예상 실적은 디자인 Capa 기준]

항목	1라인	2라인	1+2라인
생산 Capa (㎡)	300,000	180,000	480,000
생산 제품/유형	중/후판 위주 (4.5mm 이상)	박판 위주 (4.5mm 이하)	박판 비중 증가로 마진을 개선
Main Press	길이 47m, 38ton/Hour	길이 24m, 25ton/Hour	용도별 생산효율화
매출액 (억원)	900	600	1,500
영업이익 (억원)	180	120	300
영업이익률 가정(%)	20%	20%	20%

자료: 유안타증권 리서치센터

분기별 Dongwha Vina 매출액/영업이익률 추이 및 전망



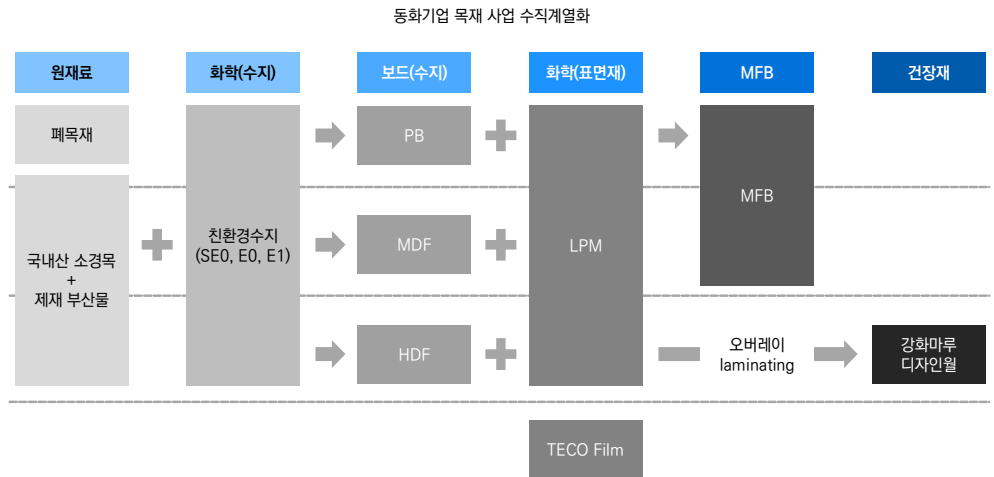
자료: 유안타증권 리서치센터

2017년, 동화기업 M&A 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 목재 사업 구조 및 수직계열화



자료: 유안타증권 리서치센터

동화기업 주식배당 전/후 발행주식수 및 지분율 변화

주주	주식배당 전		주식배당 후	
	주식수	%지분율	주식수	%지분율
Dongwha International 외 특수관계인	9,539,730	66.4%	14,309,595	70.8%
자사주	2,673,503	18.6%	2,673,503	13.2%
기타	2,143,523	14.9%	3,215,285	15.9%
합계	14,356,756	100.0%	20,198,383	100.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

동화기업 목표주가 산정

(단위: 원, 배)

항목	금액	비고
BPS	32,378	2019년 예상치 기준, 주식배당 희석요인 반영
PBR	0.8	건자재 평균 대비 10% 할인 (해외 성장성 반영)
목표주가	26,000	반올림 적용
현재주가	19,550	1월 18일 기준
상승여력	33.0%	

자료: 유안타증권 리서치센터

동화기업 (025900) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,907	7,788	7,602	7,644	7,816
매출원가	4,970	5,651	5,647	5,514	5,563
매출총이익	1,937	2,137	1,955	2,130	2,253
판매비	1,109	1,226	1,058	1,215	1,281
영업이익	828	911	897	915	972
EBITDA	1,175	1,295	1,280	1,315	1,377
영업외손익	-163	224	-91	-47	-16
외환관련손익	-14	45	-44	-23	-23
이자손익	-89	-74	-88	-81	-69
관계기업관련손익	-25	12	16	36	37
기타	-35	241	25	21	38
법인세비용차감전순이익	664	1,135	807	868	956
법인세비용	79	513	170	234	258
계속사업순이익	585	622	637	634	698
중단사업순이익	0	0	-25	0	0
당기순이익	585	622	612	634	698
지배지분순이익	341	342	456	444	502
포괄순이익	615	436	599	622	686
지배지분포괄이익	357	255	452	435	494

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,782	2,764	2,850	2,891	2,901
현금및현금성자산	485	264	325	330	318
매출채권 및 기타채권	1,019	1,263	1,076	1,097	1,118
재고자산	641	730	720	734	734
비유동자산	9,328	9,477	9,445	9,635	9,872
유형자산	7,577	7,623	7,458	7,569	7,724
관계기업등 지분관련자산	757	789	830	908	987
기타투자자산	210	214	440	470	500
자산총계	12,109	12,241	12,295	12,526	12,772
유동부채	3,779	3,369	3,688	3,526	3,330
매입채무 및 기타채무	1,246	1,007	804	828	853
단기차입금	1,806	1,896	2,328	2,178	1,978
유동성장기부채	616	258	306	266	246
비유동부채	2,035	2,268	1,584	1,563	1,543
장기차입금	754	806	361	341	321
사채	0	0	0	0	0
부채총계	5,814	5,636	5,272	5,089	4,874
지배지분	4,604	4,824	5,260	5,674	6,136
자본금	77	77	77	77	77
자본잉여금	962	960	991	991	991
이익잉여금	6,516	6,811	7,240	7,654	8,115
비지배지분	1,691	1,781	1,763	1,763	1,763
자본총계	6,295	6,605	7,023	7,437	7,899
순차입금	2,123	2,259	2,083	1,868	1,640
총차입금	3,183	2,962	2,998	2,788	2,548

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,223	912	966	887	968
당기순이익	585	622	612	634	698
감가상각비	321	352	354	372	377
외환손익	6	-70	31	23	23
종속, 관계기업 관련손익	25	-22	-16	-36	-37
자산부채의 증감	249	-556	-186	-207	-193
기타현금흐름	36	587	171	102	102
투자활동 현금흐름	-1,037	-762	-1,034	-675	-725
투자자산	40	-18	4	-80	-80
유형자산 증가 (CAPEX)	-849	-291	-267	-485	-535
유형자산 감소	9	3	2	2	2
기타현금흐름	-236	-456	-774	-112	-112
재무활동 현금흐름	-92	-350	-57	-380	-422
단기차입금	-39	207	470	-150	-200
사채 및 장기차입금	134	-331	-401	-60	-40
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-85	-125	-233	-221	-233
기타현금흐름	-102	-102	106	51	51
연결범위변동 등 기타	5	-22	186	174	166
현금의 증감	99	-222	61	5	-12
기초 현금	387	485	264	325	330
기말 현금	486	263	325	330	318
NOPLAT	828	911	897	915	972
FCF	476	36	638	376	387

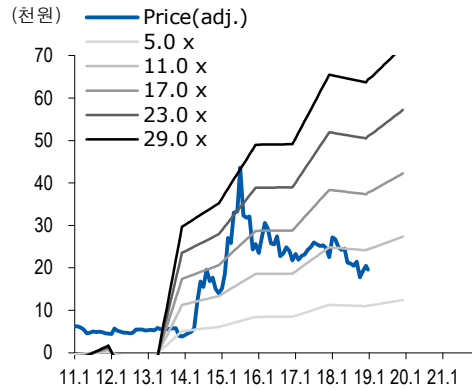
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주주 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

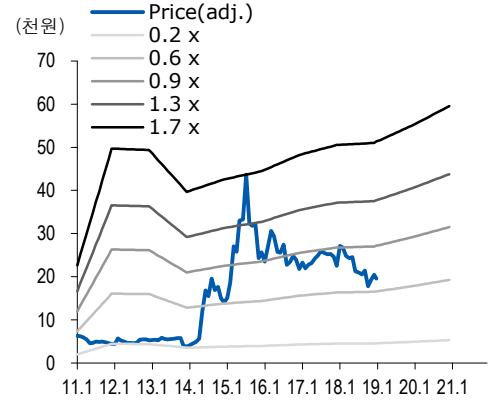
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,690	1,694	2,258	2,196	2,486
BPS	28,373	29,728	30,014	32,378	35,011
EBITDAPS	8,183	9,020	8,913	9,157	9,592
SPS	34,195	38,557	37,636	37,845	38,698
DPS	213	249	250	350	350
PER	15.2	14.1	9.1	8.9	7.9
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	7.7	6.8	5.2	4.9	4.5
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	-2.4	0.6	2.3
영업이익 증가율 (%)	5.2	10.1	-1.5	1.9	6.3
지배순이익 증가율 (%)	35.2	0.2	33.3	-2.8	13.2
매출총이익률 (%)	28.0	27.4	25.7	27.9	28.8
영업이익률 (%)	12.0	11.7	11.8	12.0	12.4
지배순이익률 (%)	4.9	4.4	6.0	5.8	6.4
EBITDA 마진 (%)	17.0	16.6	16.8	17.2	17.6
ROIC	9.0	5.8	8.0	7.6	7.9
ROA	2.9	2.8	3.7	3.6	4.0
ROE	7.7	7.3	9.0	8.1	8.5
부채비율 (%)	92.4	85.3	75.1	68.4	61.7
순차입금/자기자본 (%)	46.1	46.8	39.6	32.9	26.7
영업이익/금융비용 (배)	8.1	10.0	8.6	9.2	10.9

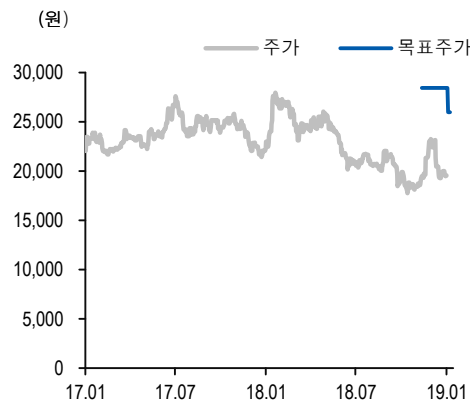
P/E band chart



P/B band chart



동화기업 (025900) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-21	BUY	26,000	1년		
2018-11-29	BUY	28,449	1년	-26.83	-18.25

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	85.9
Hold(중립)	13.5
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-18

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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 기존 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 투자의사결정은 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.