

# 동화기업 (025900)

건자재



김기룡

02 3770 3521  
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	26,000원 (M)
현재주가 (2/26)	19,800원
상승여력	31%

시기총액	2,843억원
총발행주식수	20,198,382주
60일 평균 거래대금	5억원
60일 평균 거래량	19,597주
52주 고	27,026원
52주 저	17,780원
외인지분율	34.55%
	DONGWHA
주요주주	INTERNATIONAL CO.,LTD 외 11 인 70.85%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.4	6.1	(26.5)
상대	(1.5)	(1.3)	(14.0)
절대(달러환산)	3.6	7.0	(29.5)

## Quarterly earning Forecasts

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,899	-11.2	1.6	1,901	-0.1
영업이익	144	-36.8	-34.0	197	-26.8
세전계속사업이익					
지배순이익					
영업이익률 (%)	7.6	-3.1 %pt	-4.1 %pt	10.4	-2.8 %pt
지배순이익률 (%)					

자료: 유안타증권

## NDR 후기, 주가의 악재 요인은 점차 해소될 전망

### 주요 질의 내용 : 건설 업황 둔화 우려 및 원재료 이슈 해소 여부

당사는 2019년 2월 25일~26일, 이틀에 걸쳐 국내 기관투자자를 대상으로 동화기업 NDR을 진행했다. 주요 질의 내용은 1) 4분기 실적 부진 원인과 베트남 마진율 회복 가능성 2) 원재료(목재/화학) 상승과 건설경기 업황 둔화에 대한 실적 전망 3) 주식배당 의사결정 배경과 주주 친화적 기조 유지 여부 등이었다. 1/29일 발표한 4분기 잠정 영업이익 부진 역시 1) 화학 원재료 상승에 따른 Spread 축소 2) 태국산 PB(Particle Board) 수입 증가로 견조했던 국내 판가 하락이 주요 원인으로 추정된다.

### 점진적인 마진율 회복 + 목재/화학을 중심으로 한 성장 도모

2018년 12월을 기점으로 마진율 하락의 주요 원인이었던 화학 원재료(멜라민, 요소 등) 상승세는 주춤해진 것으로 파악된다. 1) 2018년 지속되었던 고가 원재료(목재/화학)에 대한 점진적 소진 2) 베트남 고무나무 가격 상승에 대비한 비 고무나무 계열의 원재료 투입 비중 증가(3%→10%) 및 수율 조정 등으로 전사 마진율은 점진적인 개선 흐름을 보일 것으로 전망한다. 4분기, 태국 PB 수입 증가(기존 중동향 물량의 국내 유입 증가) 이후 판가 회복 여부와 국내 입주 감소에 따른 보드(PB, MDF) 수요 둔화는 부정적 요인이나, 친환경 비중 증가 및 인테리어 수요 회복과 나투스 진 매출 확대[(130억원 ('17) → 343억원('18P)]는 관련 우려를 상쇄할 수 있는 요인으로 판단한다.

동사는 국내 목재 수직계열화 및 연계 화학 사업 구조를 기반으로 목재/화학 부문의 양대 측을 중심으로 한 성장을 도모하고 있다. 국내 목재 사업과 연계된 화학 사업의 M&A(태양합성, 코트카밀임프렉스 인수), 베트남 JV 진출로 증명한 해외 목재사업의 선례는 국내 사업구조에 기반한 확장의 용이함 측면에서 긍정적인 부분이다. 작년 8월 공시한 태국 MDF 사업(Dongwha Thailand 지분 60% 취득)의 협상 이후 진출 가시화 시, 추가적인 목재 사업 확장과 해외 매출 다변화 구조를 갖춰나갈 전망이다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 26,000원 유지

동화기업에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 26,000원을 유지한다. 주요 건자재 업종 주가는 정부의 우호적 정책 스탠스 변화와 저평가 매력 부각으로 반등했으나, 동사는 전년도 주식배당 발표(12/6)와 배당락(12/27)을 전후로 한 주가 변동 확대 이후 큰 변화 없이 유지되고 있다. 올해 4월 중순으로 예상되는 주식배당 신규 상장을 통한 물량 증가가 유통주식수 부족에 기인한 동사의 거래 유동성 디스카운트를 일정 부분 축소하는 이벤트가 될 것으로 전망한다. 배당정책 기조 유지 역시 유효할 전망이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)		(억원, 원, %, 배)			
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	
매출액	6,907	7,788	7,600	7,644	
영업이익	828	911	845	859	
지배순이익	341	342	428	445	
PER	15.2	14.1	9.7	9.0	
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6	
EV/EBITDA	7.7	6.8	5.5	5.1	
ROE	7.7	7.3	8.5	8.2	

자료: 유안타증권

## 동화기업 4Q18 Review

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P(a)	YoY	QoQ	당사 추정(b)	차이(a/b)
매출액	214	202	181	187	190	-11.2%	1.6%	190	-0.1%
영업이익	23	19	30	22	14	-36.8%	-34.0%	20	-26.8%
세전이익	17	15	27	20					
지배주주순이익	-10	9	9	18					
영업이익률	10.7%	9.2%	16.4%	11.7%	7.6%				
세전이익률	7.9%	7.6%	14.9%	10.7%					
지배주주순이익률	-4.7%	4.3%	4.9%	9.7%					

자료: 유안타증권 리서치센터

## 동화기업 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망 [Dongwha Vina 실적은 소재부문에 포함]

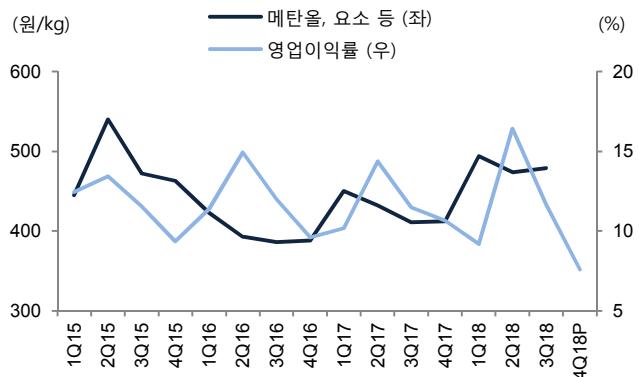
(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	2019E
매출액 (연결)	167	195	202	214	779	202	181	187	190	760	764
- 소재	126	144	154	159	583	160	168	160			653
- 하우징	28	29	28	29	114	28	28	27			111
- 미디어	14	22	20	25	81	15	-15	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>159</i>	<i>159</i>	<i>167</i>
영업이익	17	28	23	23	91	19	30	22	14	84	86
- 소재	20	25	23	19	87	22	25	21			83
- 하우징	1	1	1	1	4	1	1	1			3
- 미디어	-4	2	-1	5	2	-4	4	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>27</i>
영업이익률	10.2%	14.4%	11.5%	10.7%	11.8%	9.2%	16.4%	11.7%	7.6%	11.1%	11.2%
- 소재	16.1%	17.5%	14.9%	11.7%	14.9%	13.7%	14.9%	13.0%			12.7%
- 하우징	3.9%	3.4%	3.2%	1.7%	3.1%	3.2%	2.1%	3.4%			2.9%
- 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>16.3%</i>

자료: 유안타증권 리서치센터

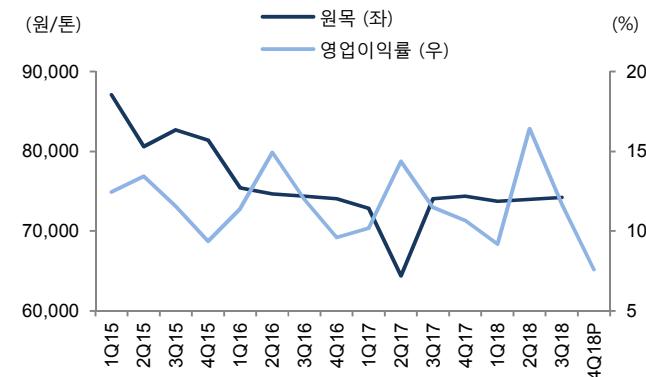
주1) VRG Dongwha 실적은 Dongwha Vina 실적에 연결 반영 주2) Dongwha Vina 실적은 소재부문에 포함

## 화학 원재료 가격 및 영업이익률 추이 [원재료 분기 수치는 누계 기준]



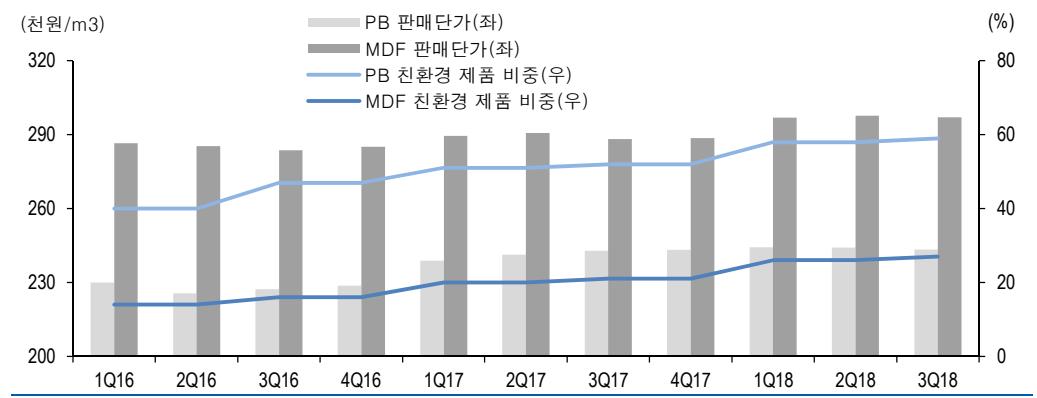
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

## 목재(원목) 원재료 가격, 영업이익률 추이 [원재료 분기 수치는 누계 기준]



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

## 소재부문(PB, MDF) 판매단가(분기 누계 기준) 및 친환경 제품 비중 추이



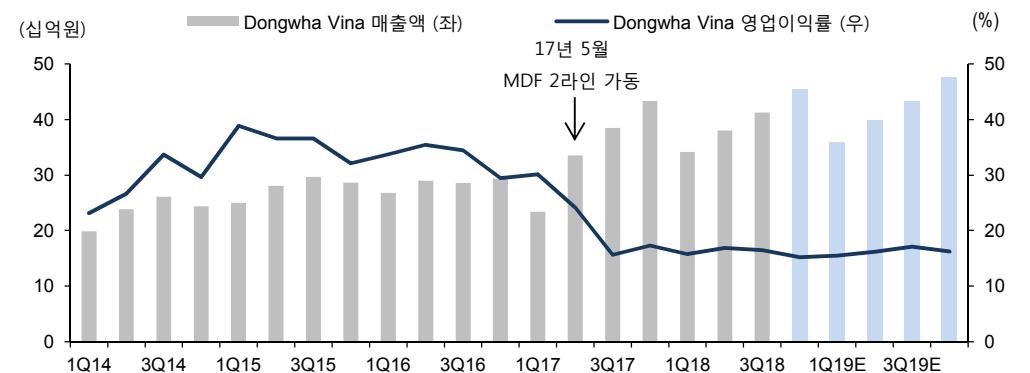
자료: 동화기업, 유안타증권 리서치센터

## 동화기업 M&amp;A 세부내용 요약

인수기업	국가	생산품목	인수금액	지분율	인수시기	연결 반영시점	실적 [3Q18 누계 기준]		
							매출액	영업이익	영업이익률
태양합성	대한민국	화학수지	405억원	100%	2017년 04월	2017년 05월	325억원	32억원	9.9%
코트카밀 임프렉스	핀란드	TEGO Film	345억원	100%	2017년 10월	2017년 11월	287억원	12억원	4.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

## 분기별 Dongwha Vina 매출액/영업이익률 추이 및 전망



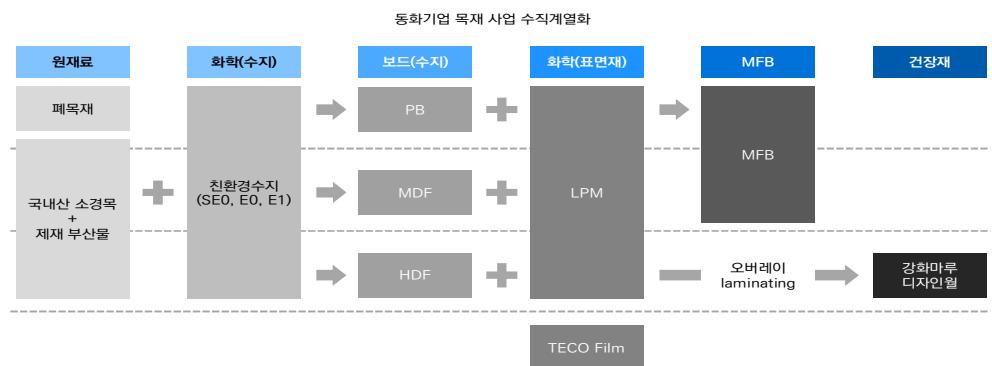
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

## VRG Dongwha Capa 요약 [예상 실적은 디자인 Capa 기준] \* VRG Dongwha 실적은 Dongwha Vina에 연결 반영

항목	1라인	2라인	1+2라인
생산 Capa ( $m^2$ )	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%

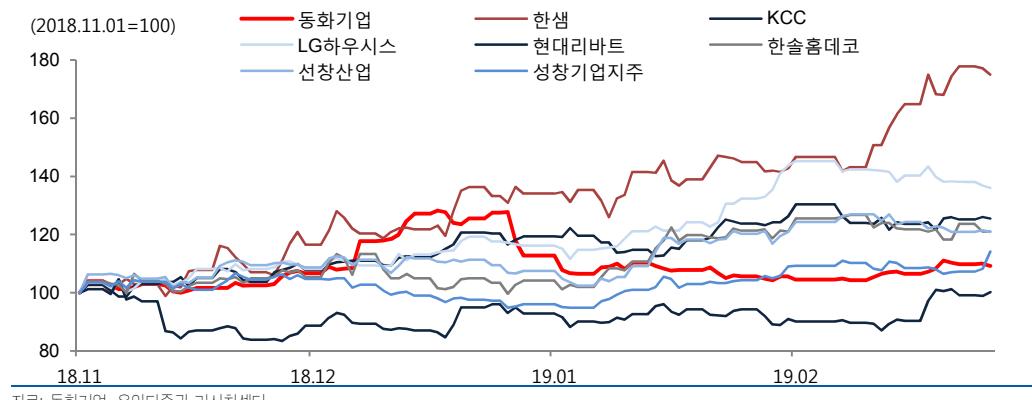
자료: 동화기업, 유안타증권 리서치센터

## 동화기업 목재 사업 구조 및 수직계열화



자료: 동화기업, 유안타증권 리서치센터

## 주요 건자재 업종 주가 추이 [2018.11.01 = 100]



자료: 동화기업, 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	32,223	2019년 예상치 기준
PBR	0.8	주요 건자재 업종 평균
목표주가	26,000	반올림 적용
현재주가	19,800	2월 26일 종가 기준
상승여력	31.3%	

자료: 유안타증권 리서치센터

## 동화기업 (025900) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,907	7,788	7,600	7,644	7,816
매출원가	4,970	5,651	5,856	5,570	5,619
매출총이익	1,937	2,137	1,744	2,074	2,197
판관비	1,109	1,226	899	1,215	1,281
영업이익	828	911	845	859	916
EBITDA	1,175	1,295	1,227	1,266	1,329
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
법인세비용차감전순손익	664	1,135	754	813	900
법인세비용	79	513	156	219	243
계속사업순손익	585	622	598	593	657
중단사업순손익	0	0	-25	0	0
당기순이익	585	622	573	593	657
지배지분순이익	341	342	428	445	493
포괄순이익	615	436	561	581	645
지배지분포괄이익	357	255	421	436	483

주: 영업이익 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	2,799	2,870	2,950
현금및현금성자산	485	264	323	359	418
매출채권 및 기타채권	1,019	1,263	1,056	1,076	1,097
재고자산	641	730	720	734	734
비유동자산	9,328	9,477	9,469	9,671	9,870
유형자산	7,577	7,623	7,458	7,581	7,698
관계기업등 지분관련자산	757	789	830	908	987
기타투자자산	210	214	464	494	524
자산총계	12,109	12,241	12,267	12,541	12,819
유동부채	3,779	3,369	3,688	3,568	3,414
매입채무 및 기타채무	1,246	1,007	804	820	837
단기차입금	1,806	1,896	2,328	2,228	2,078
유동성장기부채	616	258	306	266	246
비유동부채	2,035	2,268	1,594	1,573	1,553
장기차입금	754	806	371	351	331
사채	0	0	0	0	0
부채총계	5,814	5,636	5,282	5,141	4,967
지배지분	4,604	4,824	5,231	5,647	6,099
자본금	77	77	77	77	77
자본잉여금	962	960	991	991	991
이익잉여금	6,516	6,811	7,211	7,627	8,079
비지배지분	1,691	1,781	1,753	1,753	1,753
자본총계	6,295	6,605	6,985	7,401	7,852
순차입금	2,123	2,259	2,105	1,909	1,660
총차입금	3,183	2,962	3,008	2,848	2,658

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,223	912	948	853	935
당기순이익	585	622	573	593	657
감가상각비	321	352	354	378	385
외환손익	6	-70	31	23	23
종속,관계기업관련손익	25	-22	-16	-36	-37
자산부채의 증감	249	-556	-166	-207	-193
기타현금흐름	36	587	171	102	102
투자활동 현금흐름	-1,037	-762	-1,023	-689	-689
투자자산	40	-18	0	-80	-80
유형자산 증가 (CAPEX)	-849	-291	-267	-504	-504
유형자산 감소	9	3	2	2	2
기타현금흐름	-236	-456	-759	-108	-108
재무활동 현금흐름	-92	-350	-47	-330	-372
단기차입금	-39	207	470	-100	-150
사채 및 장기차입금	134	-331	-391	-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	182	202	184
현금의 증감	99	-222	59	36	59
기초 현금	387	485	264	323	359
기말 현금	485	264	323	359	418
NOPLAT	828	911	845	859	916
FCF	476	36	620	323	385

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

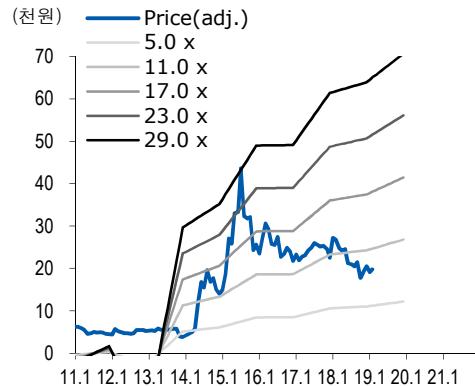
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,690	1,694	2,118	2,203	2,438
BPS	28,373	29,728	29,851	32,223	34,800
EBITDAPS	8,183	9,020	8,547	8,816	9,255
SPS	34,195	38,557	37,625	37,845	38,698
DPS	213	249	250	350	350
PER	15.2	14.1	9.7	9.0	8.1
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	7.7	6.8	5.5	5.1	4.7
PSR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5

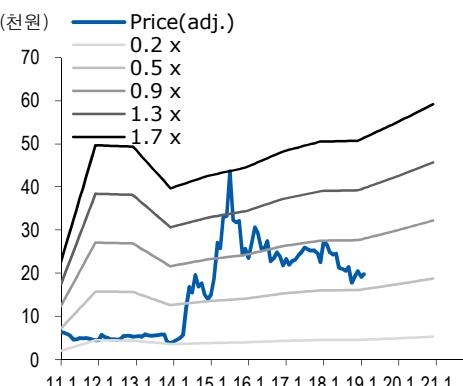
  

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	2.4	12.8	-2.4	0.6	2.3
영업이익 증가율 (%)	5.2	10.1	-7.3	1.7	6.6
지배순이익 증가율 (%)	35.2	0.2	25.0	4.0	10.7
매출총이익률 (%)	28.0	27.4	23.0	27.1	28.1
영업이익률 (%)	12.0	11.7	11.1	11.2	11.7
지배순이익률 (%)	4.9	4.4	5.6	5.8	6.3
EBITDA 마진 (%)	17.0	16.6	16.1	16.6	17.0
ROIC	9.0	5.8	7.5	7.1	7.5
ROA	2.9	2.8	3.5	3.6	3.9
ROE	7.7	7.3	8.5	8.2	8.4
부채비율 (%)	92.4	85.3	75.6	69.5	63.3
순차입금/자기자본 (%)	46.1	46.8	40.2	33.8	27.2
영업이익/금융비용 (배)	8.1	10.0	8.1	8.7	10.3

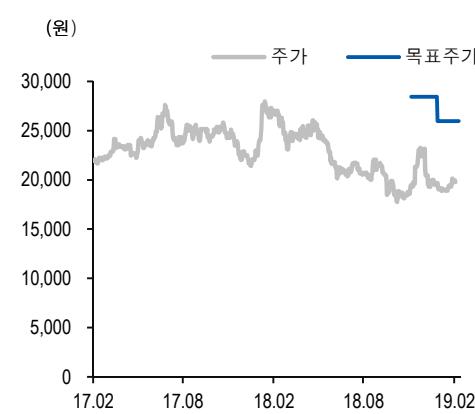
## P/E band chart



## P/B band chart



## 동화기업 (025900) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-27	BUY	26,000	1년		
2019-01-21	BUY	26,000	1년		
2018-11-29	BUY	28,449	1년	-26.83	-18.25

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)	1.0
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	14.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-25

※ 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.