



하나금융그룹

2019년 2월 28일 | Equity Research

# 동화기업 (025900)

## 낮춰진 실적, 주주가치 제고 긍정적

2018년 실적은 매출액 7,600억원, 영업이익 845억원으로 감액

동화기업의 2018년 실적은 매출액 7,600억 원(YoY -2.4%), 영업이익 845억 원(YoY -7.3%)으로 전년비 각각 188억 원 67억원 감소하였다. 매출감소는 한국일보를 연결대상에서 제외시킨 효과로 약 700억 이상 감소한 것이다. 영업이익은 베트남 법인의 원가상승 등 영향이었다. 2018년 4분기 실적도 영업이익 144억 원으로 발표되었고 이는 전년비 36.8% 감소한 것이다.

## 2019년 경영환경은 유사, 주주가치 제고될 것

2019년 전반적 영업환경은 국내 법인은 비교적 유사하고, 해외법인은 베트남에서는 소폭 개선 기대된다. 2018년 미-중 분쟁 영향이나 경쟁사 준공으로 불똥이 튀면서 원가상승이 났었고, 2019년은 이익이 소폭 개선될 전망이다. 한편, 동화기업은 작년 말 자사주 제외하고 보통주 0.5주를 배당하였다. 이로써 유통주식수는 주총 이후 자사주 267만주 제외, 종전 1,168만주에서 신규 1,752만주로 증가한다.

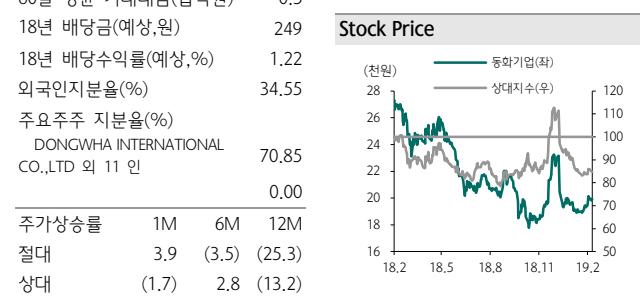
## 주식배당 반영 TP 3.5만원 조정, 강소기업 가치 커

동화기업의 목표주가를 주식배당을 반영하여 종전 5만원에서 배당락 후 기준 3.5만원으로 기계적으로 조정한다. 동화기업의 베트남 영업이익률이 정상화 되며 이익규모가 소폭 낮아졌지만, 태양합성과 핀란드법인 인수, 태국 진출과 말련, 베트남 확장 등 글로벌 경영을 하는 경쟁력 있는 견자재 기업이라는 판단은 유효하다. 당분간 모멘텀은 적겠으나 BUY의견을 유지하겠다.

Update	
BUY	

| TP(12M): 35,000원(하향) | CP(2월 27일): 19,900원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	752.16		
52주 최고/최저(원)	27,026/17,780		
시가총액(십억원)	285.7		
시가총액비중(%)	0.11		
발행주식수(천주)	20,198.4		
60일 평균 거래량(천주)	19.6		
60일 평균 거래대금(십억원)	0.5		
18년 배당금(예상,원)	249		
18년 배당수익률(예상,%)	1.22		
외국인지분율(%)	34.55		
주요주주 지분율(%)			
DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외 11 인	70.85		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	3.9 (3.5) (25.3)		
상대	(1.7) 2.8 (13.2)		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	690.7	778.8	760.0	754.2	775.2
영업이익	십억원	82.8	91.1	84.5	91.4	95.2
세전이익	십억원	66.4	113.5	79.5	88.2	99.5
순이익	십억원	34.1	34.2	47.1	46.0	57.4
EPS	원	1,690	1,694	2,333	2,277	2,841
증감률	%	39.2	0.2	37.7	(2.4)	24.8
PER	배	12.88	13.29	8.76	8.74	7.00
PBR	배	0.90	0.89	0.75	0.68	0.62
EV/EBITDA	배	6.99	6.63	5.30	4.56	3.92
ROE	%	7.72	7.26	9.35	8.41	9.64
BPS	원	24,108	25,197	27,330	29,463	32,089
DPS	원	213	249	249	249	249



건설/건자재 Analyst 채상호

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 이송희  
02-3771-3673  
shlee95@hanafn.com



## 2019년 경영환경은 유사, 주주가친 제고될 것

2019년 전반적 영업환경은 국내 법인은 비교적 유사하고, 해외법인은 베트남에서는 소폭 개선 기대된다. 2018년 미-중 분쟁 영향이나 경쟁사 준공으로 불똥이 튀면서 원가상승이 났었고, 2019년은 이익이 소폭 개선될 전망이다. 한편, 동화기업은 작년 말 자사주 제외하고 보통주 0.5주를 배당하였다. 이로써 유통주식수는 주총 이후 자사주 267만주 제외, 총전 1,168만주에서 신규 1,752만주로 증가한다.

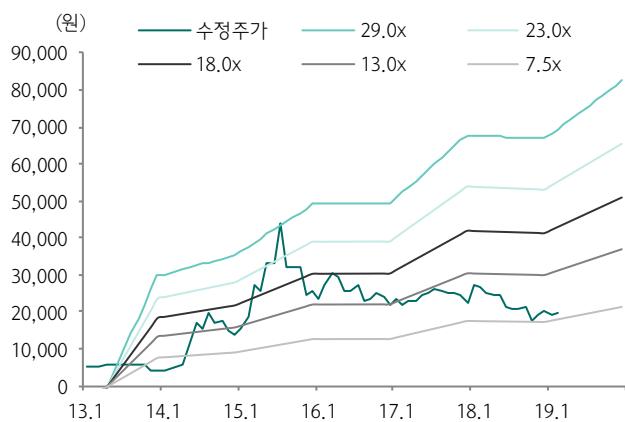
표 1. 동화기업 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2017	2018P	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	778.8	760.0	754.2	202.3	180.8	186.9	189.9	176.5	181.8	196.1	199.9
(y-y growth)	12.8%	-2.4%	-0.8%	20.8%	-7.5%	-7.5%	-11.2%	-12.8%	0.5%	4.9%	5.2%
1)동화기업(본사)	433.3	443.8	424.3	125.2	98.8	104.5	110.9	99.3	102.3	110.3	112.4
2)대성목재공업(PB)	74.5	76.0	79.1	17.8	18.4	15.9	19.0	18.5	19.1	20.6	21.0
3)동화Vina(MDF)	138.7	152.6	158.7	34.2	38.0	41.3	38.1	37.1	38.2	41.3	42.1
4)동화Timber(제재목)	57.8	54.9	57.1	14.2	14.4	14.8	13.7	13.4	13.8	14.9	15.1
5)미디어(한국일보)	79.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	565.1	558.7	545.3	153.9	135.4	142.5	126.9	128.7	131.4	141.8	143.4
(증감률)	13.7%	-1.1%	-2.4%	24.4%	-2.5%	-3.3%	-18.2%	-16.4%	-3.0%	-0.5%	13.0%
(% of sales)	72.6	73.5	72.3	76.0	74.9	76.2	66.8	72.9	72.3	72.3	71.8
매출총이익	213.7	201.3	208.9	48.5	45.4	44.5	63.0	47.8	50.4	54.3	56.5
(증감률)	10.3%	-5.8%	3.8%	10.7%	-19.6%	-18.7%	7.1%	-1.4%	11.0%	22.1%	-10.4%
GPM	27.4%	26.5%	27.7%	24.0%	25.1%	23.8%	33.2%	27.1%	27.7%	27.7%	28.2%
판매비와 관리비	122.6	116.8	117.5	29.9	15.7	22.7	29.2	27.5	28.3	30.6	31.1
(% sales)	15.7%	15.4%	15.6%	14.8%	8.7%	12.1%	15.4%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
영업이익	91.1	84.5	91.4	18.6	29.7	21.8	14.4	20.3	22.0	23.8	25.3
y-y growth	10.1%	-7.3%	8.2%	8.9%	5.7%	-6.0%	-36.8%	9.4%	-25.8%	8.9%	75.6%
(% of sales)	11.7%	11.1%	12.1%	9.2%	16.4%	11.7%	7.6%	11.5%	12.1%	12.1%	12.7%

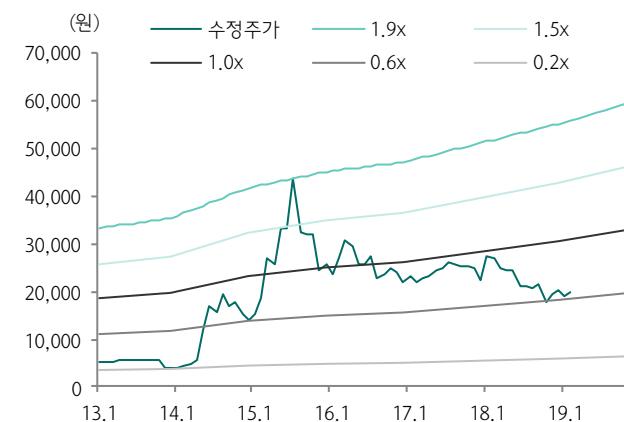
자료: 하나금융투자

그림 1. 동화기업 12M Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 2. 동화기업 12M Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

## 주식배당 반영 TP 3.5만원으로 조정, 모멘텀은 적어도 강소기업 가치 커

동화기업의 목표주가를 주식배당을 반영하여 종전 5만원에서 배당락 후 기준 3.5만원으로 기계적으로 조정한다. 동화기업의 베트남 영업이익률이 정상화 되며 이익규모가 소폭 낮아졌지만, 태양합성과 핀란드법인 인수, 태국 진출과 말련, 베트남 확장 등 글로벌 경영을 하는 경쟁력 있는 전자재 기업이라는 판단은 유효하다. 당분간 모멘텀은 적겠으나 BUY의견을 유지하겠다.

표 2. 동화기업밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

구분	항목	2019
영업가치	1) 국내 지배지분 NOPLAT	36.7
	타겟 배수	15.0
	소계	550.2
	2) 해외 지배지분 NOPLAT	11.3
	타겟 배수	15.0
	소계	168.9
	영업가치 계	719.1
비영업가치	매도가능증권	1.1
	자사주	53.5
	эм파크(지분율 30%) 가치	75.0
	NAV 적용 비영업가치 계	90.7
영업가치+비영업가치	EV	809.8
순차입금		212.9
순기업가치		597.0
주식 수(천 주)	기존주식수(자사주 267만주 제외)	11,683.3
	신규주식수(자사주 267만주 제외)	17,524.0
TP(KRW)	기존목표주가	50,000
신규TP(KRW)	신규목표주가	35,000
현 주가		19,900
Upside		75.9%

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

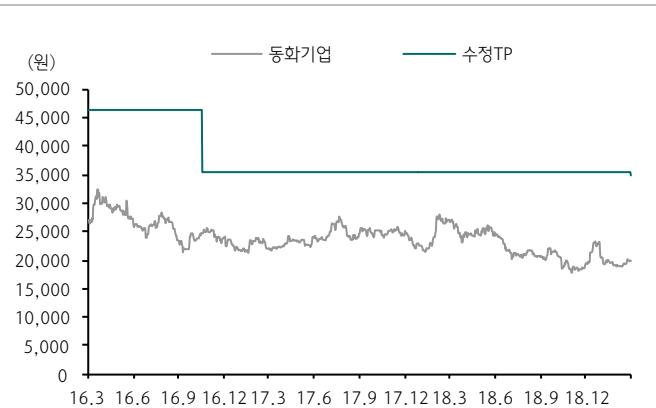
손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>		<b>690.7</b>	<b>778.8</b>	<b>760.0</b>	<b>754.2</b>	<b>775.2</b>
매출원가		497.0	565.1	558.7	545.3	561.8
매출총이익		193.7	213.7	201.3	208.9	213.4
판관비		110.9	122.6	116.8	117.5	118.2
<b>영업이익</b>		<b>82.8</b>	<b>91.1</b>	<b>84.5</b>	<b>91.4</b>	<b>95.2</b>
금융순익		(10.4)	(0.5)	(10.9)	(7.2)	0.3
종속/관계기업순익		(2.5)	1.2	3.0	3.0	3.0
기타영업외순익		(3.4)	21.7	3.0	1.0	1.0
<b>세전이익</b>		<b>66.4</b>	<b>113.5</b>	<b>79.5</b>	<b>88.2</b>	<b>99.5</b>
법인세		7.9	51.3	16.7	18.5	20.9
계속사업이익		58.5	62.2	62.8	69.7	78.6
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>		<b>58.5</b>	<b>62.2</b>	<b>62.8</b>	<b>69.7</b>	<b>78.6</b>
비지배주주지분 순이익		24.4	28.0	15.7	23.7	21.2
<b>지배주주순이익</b>		<b>34.1</b>	<b>34.2</b>	<b>47.1</b>	<b>46.0</b>	<b>57.4</b>
지배주주지분포괄이익		35.7	25.5	36.8	40.8	46.0
NOPAT		73.0	49.9	66.7	72.2	75.2
EBITDA		117.5	129.5	120.0	124.4	125.8
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율		2.4	12.8	(2.4)	(0.8)	2.8
NOPAT증가율		0.8	(31.6)	33.7	8.2	4.2
EBITDA증가율		4.4	10.2	(7.3)	3.7	1.1
영업이익증가율		5.2	10.0	(7.2)	8.2	4.2
(지배주주)순익증가율		35.3	0.3	37.7	(2.3)	24.8
EPS증가율		39.2	0.2	37.7	(2.4)	24.8
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률		28.0	27.4	26.5	27.7	27.5
EBITDA이익률		17.0	16.6	15.8	16.5	16.2
영업이익률		12.0	11.7	11.1	12.1	12.3
계속사업이익률		8.5	8.0	8.3	9.2	10.1
<b>투자지표</b>						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>						
EPS		1,690	1,694	2,333	2,277	2,841
BPS		24,108	25,197	27,330	29,463	32,089
CFPS		6,067	7,875	5,869	6,101	6,458
EBITDAPS		5,816	6,411	5,943	6,160	6,231
SPS		34,195	38,557	37,627	37,340	38,381
DPS		213	249	249	249	249
<b>주가지표(배)</b>						
PER		12.9	13.3	8.8	8.7	7.0
PBR		0.9	0.9	0.7	0.7	0.6
PCFR		3.6	2.9	3.5	3.3	3.1
EV/EBITDA		7.0	6.6	5.3	4.6	3.9
PSR		0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
<b>재무비율(%)</b>						
ROE		7.7	7.3	9.4	8.4	9.6
ROA		2.9	2.8	3.8	3.6	4.3
ROIC		8.8	5.7	7.4	8.2	8.8
부채비율		92.4	85.3	77.8	71.0	65.8
순부채비율		33.8	34.3	22.2	10.6	(0.5)
이자보상배율(배)		8.1	10.0	9.7	10.7	11.3

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>		<b>278.2</b>	<b>276.4</b>	<b>340.5</b>	<b>413.7</b>	<b>499.8</b>
금융자산		106.0	70.4	133.8	205.1	286.4
현금성자산		48.5	26.4	90.9	162.5	242.6
매출채권 등		101.9	126.3	128.9	131.4	134.1
재고자산		64.1	73.0	71.3	70.7	72.7
기타유동자산		6.2	6.7	6.5	6.5	6.6
<b>비유동자산</b>		<b>932.8</b>	<b>947.7</b>	<b>922.2</b>	<b>899.9</b>	<b>881.2</b>
투자자산		96.7	100.3	105.4	111.1	118.0
금융자산		21.0	21.4	20.9	20.7	21.3
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
<b>자산총계</b>		<b>1,210.9</b>	<b>1,224.1</b>	<b>1,262.6</b>	<b>1,313.7</b>	<b>1,381.0</b>
<b>유동부채</b>		<b>377.9</b>	<b>336.9</b>	<b>333.0</b>	<b>331.0</b>	<b>332.7</b>
금융부채		242.7	216.0	214.7	213.5	212.3
매입채무 등		124.6	100.7	98.2	97.5	100.2
기타유동부채		10.6	20.2	20.1	20.0	20.2
<b>비유동부채</b>		<b>203.5</b>	<b>226.8</b>	<b>219.4</b>	<b>214.7</b>	<b>215.1</b>
금융부채		76.1	80.8	76.9	73.3	69.8
기타비유동부채		127.4	146.0	142.5	141.4	145.3
<b>부채총계</b>		<b>581.4</b>	<b>563.6</b>	<b>552.4</b>	<b>545.6</b>	<b>547.8</b>
<b>지배주주지분</b>		<b>460.4</b>	<b>482.4</b>	<b>525.4</b>	<b>568.5</b>	<b>621.6</b>
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	724.2	767.3	820.3
<b>비지배주주지분</b>		<b>169.1</b>	<b>178.1</b>	<b>184.8</b>	<b>199.5</b>	<b>211.6</b>
<b>자본총계</b>		<b>629.5</b>	<b>660.5</b>	<b>710.2</b>	<b>768.0</b>	<b>833.2</b>
순금융부채		212.9	226.4	157.8	81.6	(4.3)
<b>현금흐름표</b>						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>122.3</b>	<b>91.2</b>	<b>95.1</b>	<b>100.8</b>	<b>111.6</b>
당기순이익		58.5	62.2	62.8	69.7	78.6
조정		38.9	84.6	39.0	35.0	31.0
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	6.4	5.0	3.3
영업활동 자산부채 변동		24.9	(55.6)	(6.7)	(3.9)	2.0
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>(103.7)</b>	<b>(76.2)</b>	<b>(12.8)</b>	<b>(12.9)</b>	<b>(14.1)</b>
투자자산감소(증가)		4.6	(1.4)	(11.1)	(11.8)	(13.0)
유형자산감소(증가)		(84.1)	(28.8)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
기타		(24.2)	(46.0)	3.3	3.9	3.9
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>(9.2)</b>	<b>(35.0)</b>	<b>(17.8)</b>	<b>(16.3)</b>	<b>(17.4)</b>
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)	(2.9)	(4.4)
<b>현금의 증감</b>		<b>9.9</b>	<b>(22.2)</b>	<b>64.5</b>	<b>71.6</b>	<b>80.1</b>
Unlevered CFO		122.5	159.1	118.5	123.2	130.4
Free Cash Flow		37.4	62.2	90.1	95.8	106.6

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 동화기업



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
19.2.28	BUY	35,000		
17.3.5	BUY	35,561	-35.57%	-21.40%
16.10.9	BUY	46,229	-49.66%	-44.62%

## 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	92.7%	6.7%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 2월 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 2019년 02월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2019년 02월 28일 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.