



하나금융그룹

2019년 9월 4일 | Equity Research

# 동화기업 (025900)

## 실적과 투자를 보면 미래가 보인다.

### 2분기 실적과 투자공시로 보는 미래가치

동화기업의 2분기 실적은 매출액 1,698억원, 영업이익 245억원으로 전년비 부진한 실적을 달성했다.

부문별로 보면 국내 대성목재(PB제품)의 실적 부진이 나타났다. 이는 환경기준 E1 중심인 대성의 제품이, 최근 동남아에서 생산된 중저품질 제품들의 중국을 통한 미국 시장 진출이 다소 막히게 되면서 아시아권으로 유통되는데 따른 마진 악화다. 동시에 VRG부문의 실적은 상당히 개선되는 흐름을 나타냈는데, 이는 중국기반의 가구상들이 베트남으로 이전하는 현상이 나타나면서 베트남 고무나무시장 및 수익성이 정상화하는 단계의 영향이다.

### 베트남 공장 확장에 거는 기대

동화기업은 베트남 북부지역에 1.6억달러를 투자해 총면적 50만m<sup>2</sup> 규모의 MDF공장과 강화마루공장을 건설한다. 각각 MDF 30만m<sup>3</sup>/년, 강화마루 110만평/년을 생산할 수 있는 규모로 베트남 남부(VRG동화)에 이어 북부지역의 MDF 시장 선점이 기대된다. 최근 베트남 북부 지역에서는 빈시티, 스마트시티 등 대규모 도시 개발 프로젝트가 진행 중에 있어 MDF와 강화마루 등 건자재 시장 경기가 상승세에 있다. VRG동화는 VRG사와 지분율 50%를 공유하는데 반해 동화 베트남의 경우 동화기업의 지분율이 100%이기 때문에 향후 이익에 기여하는 바 역시 클 것으로 전망한다.

### 2차전지 전해액 업체 파낙스이텍 인수와 포텐셜

동화기업은 화학부문의 사업을 지속해서 확장시키고 있고 태양화성 인수, 코트카밀 인수, 파낙스이텍 인수 등을 통해 소재화학 기업으로서의 가치를 증진시키고 있다. 또 목재부문은 국내의 안정화와 베트남에서의 본격적 확장정책을 통해 이익기반을 공고히 할 것으로 기대된다.

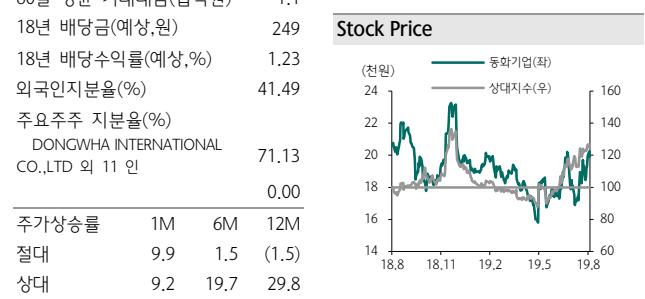
목재기업으로서의 성장성만을 고려해도 현 주가수준은 너무나 낮은 수준이다. 또 2차전지 밸류체인에 들어가면서 향후 소재기업으로서의 시장의 선택을 받을 환경에 놓임에 따라 투자매력이 높아졌다. 이 수준에서는 적극 매수 추천해본다.

### Update

**BUY**

| TP(12M): 35,000원 | CP(9월 3일): 19,900원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	620.02		
52주 최고/최저(원)	23,257/15,800	731.4	781.7
시가총액(십억원)	401.9	68.9	82.2
시가총액비중(%)	0.19	N/A	N/A
발행주식수(천주)	20,198.4		
60일 평균 거래량(천주)	57.5		
60일 평균 거래대금(십억원)	1.1		
18년 배당금(예상, 원)	249		
18년 배당수익률(예상, %)	1.23		
외국인지분율(%)	41.49		
주요주주 지분율(%)			
DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외 11 인	71.13		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	9.9 1.5 (1.5)		
상대	9.2 19.7 29.8		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	십억원	702.1	760.0	762.1	799.5	759.7
영업이익	십억원	90.2	84.1	81.6	82.1	(0.8)
세전이익	십억원	89.4	70.6	76.3	86.1	3.2
순이익	십억원	34.2	35.1	36.7	47.8	1.5
EPS	원	1,694	1,736	1,818	2,365	76
증감률	%	0.2	2.5	4.7	30.1	(96.8)
PER	배	13.29	11.78	10.94	8.41	261.78
PBR	배	0.89	0.76	0.70	0.65	0.65
EV/EBITDA	배	6.68	5.36	6.05	5.57	21.40
ROE	%	7.26	7.02	6.89	8.34	0.26
BPS	원	25,197	26,810	28,484	30,694	30,616
DPS	원	249	178	178	178	178



건설/건자재 Analyst 채상욱  
02-3771-7269  
swchae@hanafn.com

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

 하나금융투자

## 2분기 실적과 투자공시로 보는 미래가치

동화기업의 2분기 실적은 매출액 1,698억원, 영업이익 245억원으로 전년비 부진한 실적을 달성했다.

부문별로 보면 국내 대성목재(PB제품)의 실적 부진이 나타났는데, 이는 환경기준 E1 중심인 대성의 제품이, 최근 동남아에서 생산된 중저품질 제품들의 중국을 통한 미국 시장 진출이 다소 막하게 되면서 아시아권으로 유통되는데 따른 마진 악화다. 동시에 VRG부문의 실적은 상당히 개선되는 흐름을 나타냈는데, 이는 중국기반의 가구상들이 베트남으로 이전하는 현상이 나타나면서 베트남 고무나무시장 및 수익성이 정상화하는 단계의 영향이다.

표 1. 동화기업 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

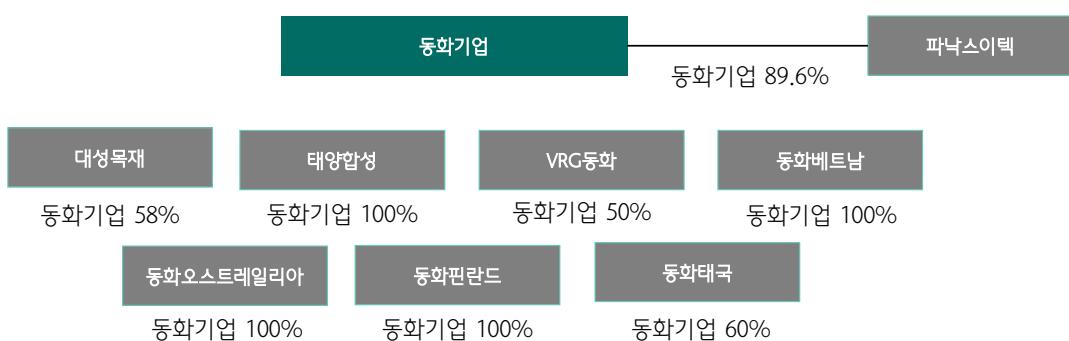
구분	2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
<b>매출액</b>	<b>702.1</b>	<b>760.0</b>	<b>762.1</b>	<b>202.3</b>	<b>180.8</b>	<b>186.9</b>	<b>189.9</b>	<b>170.9</b>	<b>169.8</b>	<b>198.1</b>	<b>202.0</b>
(y-y growth)	1.6%	8.2%	0.3%	20.8%	-7.5%	-7.5%	38.4%	-15.5%	-6.1%	6.0%	6.3%
1)동화기업(본사)	437.0	438.5	407.8	109.9	75.7	104.5	109.6	93.7	91.3	106.0	108.1
2)대성목재공업(PB)	74.5	63.2	65.7	17.8	18.4	15.9	15.8	15.1	12.1	17.1	17.4
건장재-동화Vina(MDF)	138.7	156.0	162.2	34.2	38.0	41.3	39.0	37.9	42.3	42.2	43.0
건장재-동화Timber(제재목)	57.8	57.9	60.2	14.2	14.4	14.8	14.5	13.5	12.3	15.7	16.0
화학-태양합성(주)	25.6	43.4	47.8	10.9	11.1	10.4	10.9	8.8	8.8	12.4	12.7
화학-동화핀란드(코트카밀)		37.3	45.5	9.9	10.2	7.5	9.0	11.0	11.7	11.5	10.0
화학-파낙스이텍(전해액)			20.0					0.0	0.0	6.0	14.0
미디어(한국일보)	79.0	38.4	0.0	15.3	23.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>매출원가</b>	<b>523.0</b>	<b>582.9</b>	<b>578.1</b>	<b>153.9</b>	<b>135.4</b>	<b>142.5</b>	<b>151.1</b>	<b>132.5</b>	<b>129.5</b>	<b>150.3</b>	<b>144.4</b>
(증감률)	5.2%	11.5%	-0.8%	24.4%	-2.5%	-3.3%	33.7%	-13.9%	-4.3%	5.5%	-4.4%
(% of sales)	74.5	76.7	75.9	76.0	74.9	76.2	79.6	77.5	76.3	75.9	71.5
<b>매출총이익</b>	<b>179.1</b>	<b>177.1</b>	<b>184.0</b>	<b>48.5</b>	<b>45.4</b>	<b>44.5</b>	<b>38.8</b>	<b>38.4</b>	<b>40.2</b>	<b>47.8</b>	<b>57.5</b>
(증감률)	-7.6%	-1.1%	3.9%	10.7%	-19.6%	-18.7%	60.6%	-20.7%	-11.3%	7.6%	48.3%
CPM	25.5%	23.3%	24.1%	24.0%	25.1%	23.8%	20.4%	22.5%	23.7%	24.1%	28.5%
<b>판매비와 관리비</b>	<b>88.9</b>	<b>93.0</b>	<b>102.4</b>	<b>29.9</b>	<b>15.7</b>	<b>22.7</b>	<b>23.2</b>	<b>22.1</b>	<b>24.5</b>	<b>26.6</b>	<b>27.1</b>
(% sales)	12.7%	12.2%	13.4%	14.8%	8.7%	12.1%	12.2%	12.9%	14.5%	13.4%	13.4%
<b>영업이익</b>	<b>90.2</b>	<b>84.1</b>	<b>81.6</b>	<b>18.6</b>	<b>29.7</b>	<b>21.8</b>	<b>14.4</b>	<b>16.3</b>	<b>15.7</b>	<b>21.2</b>	<b>30.4</b>
y-y growth	9.0%	-6.8%	-3.0%	8.9%	5.7%	-6.0%	-34.1%	-12.2%	-47.1%	-2.8%	110.8%
(% of sales)	12.8%	11.1%	10.7%	9.2%	16.4%	11.7%	7.6%	9.5%	9.2%	10.7%	15.0%
1)동화기업(본사)	40.9	43.7	36.7	12.1	16.4	11.7	7.3	6.5	5.6	9.5	19.9
y-y growth	-3.4%	6.8%	-16.0%	18.4%	28.7%	-10.1%	46.4%	-60.2%	-52.0%	30.1%	-54.4%
OPM	9.4%	10.0%	9.0%	11.0%	21.7%	11.2%	6.7%	7.0%	6.1%	9.0%	18.4%
2)대성목재공업(PB)	15.9	9.5	5.3	3.7	2.9	1.6	1.4	2.1	0.9	1.4	0.9
y-y growth	54.3%	-40.1%	-44.7%	-15.0%	-36.2%	-53.2%	-62.2%	-27.0%	-43.7%	-1.4%	-90.6%
OPM	21.3%	15.1%	8.0%	20.5%	15.6%	10.0%	8.8%	13.9%	7.4%	8.0%	5.1%
3)동화Vina(VRG포함)(MDF)	28.7	24.3	27.6	5.4	6.4	6.8	5.7	4.8	7.3	7.2	8.3
y-y growth	-24.2%	-15.1%	13.3%	-23.4%	-20.8%	15.2%	-25.0%	-24.9%	7.4%	25.2%	-65.9%
OPM	20.7%	15.6%	17.0%	15.8%	16.9%	16.5%	14.7%	12.7%	17.3%	17.0%	19.3%
4)동화Timber	0.4	2.9	3.0	0.5	1.0	0.7	0.7	0.9	0.3	0.8	1.0
y-y growth	-110.2%	594.9%	4.4%	854.0%	-1634.2%	496.3%	120.7%	-7.8%	-57.9%	14.0%	-65.3%
OPM	0.7%	5.0%	5.0%	3.4%	7.0%	4.8%	4.7%	6.9%	2.4%	5.0%	6.3%
화학-태양화성	3.4	4.4	4.8	1.1	1.0	1.1	1.2	1.4	1.2	1.3	1.0
화학-동화핀란드(코트카밀)		1.5	2.2	0.5	0.2	0.4	0.4	0.7	0.5	0.6	0.4
화학-파낙스이텍(전해액)			2.0					0.7	0.5	0.5	0.8
<b>세전이익</b>	<b>113.5</b>	<b>68.0</b>	<b>76.3</b>	<b>15.4</b>	<b>24.4</b>	<b>20.0</b>	<b>8.2</b>	<b>13.0</b>	<b>12.8</b>	<b>19.8</b>	<b>29.3</b>
YoY growth	71.0%	-40.1%	12.2%	-16.3%	-54.5%	-18.7%	-51.4%	-46.8%	-36.2%	142.3%	-56.9%

자료: 하나금융투자

## 베트남 공장 확장에 거는 기대

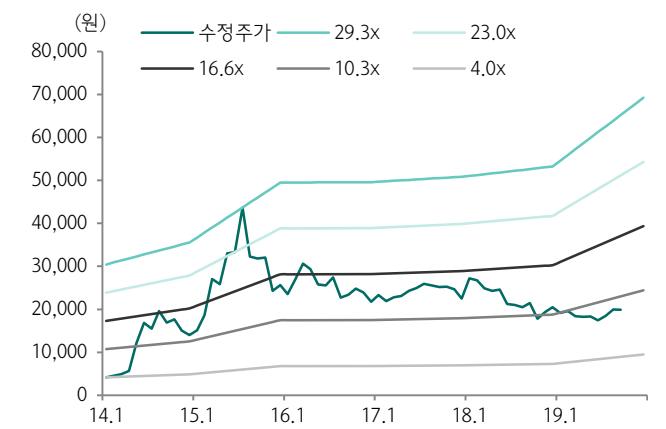
동화기업은 베트남 북부지역에 1.6억달러를 투자해 총면적 50만m<sup>2</sup> 규모의 MDF공장과 강화마루공장을 건설한다. 각각 MDF 30만m<sup>3</sup>/년, 강화마루 110만평/년을 생산할 수 있는 규모로 베트남 남부(VRG동화)에 이어 북부지역의 MDF 시장 선점이 기대된다. 최근 베트남 북부 지역에서는 빈시티, 스마트시티 등 대규모 도시 개발 프로젝트가 진행 중에 있어 MDF와 강화마루 등 건자재 시장 경기가 상승세에 있다. VRG동화는 VRG사와 지분율 50%를 공유하는데 반해 동화베트남의 경우 동화기업의 지분율이 100%이기 때문에 향후 이익에 기여하는 바 역시 클 것으로 전망한다.

그림 1. 동화기업 종속기업



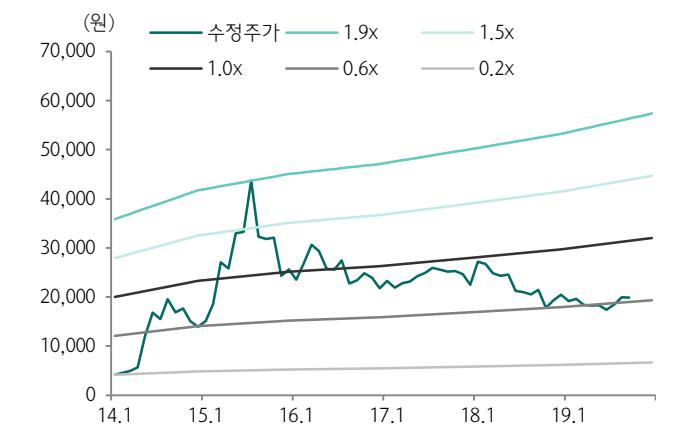
자료: 동화기업, 하나금융투자

그림 2. 동화기업 12M Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 3. 동화기업 12M Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	702.1	760.0	762.1	799.5	759.7
매출원가	523.0	582.9	578.1	614.4	669.9
매출총이익	179.1	177.1	184.0	185.1	89.8
판관비	88.9	93.0	102.4	103.0	90.7
영업이익	90.2	84.1	81.6	82.1	(0.8)
금융손익	(2.0)	(11.9)	(9.3)	0.0	0.0
종속/관계기업손익	2.9	1.5	3.0	3.0	3.0
기타영업외손익	(1.8)	(3.2)	1.0	1.0	1.0
세전이익	89.4	70.6	76.3	86.1	3.2
법인세	46.5	17.1	16.0	18.1	0.7
계속사업이익	42.9	53.5	60.3	68.0	2.5
증단사업이익	19.3	(2.5)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	62.2	51.0	60.3	68.0	2.5
비지배주주지분 순이익	28.0	15.9	23.6	20.3	1.0
지배주주지분이익	34.2	35.1	36.7	47.8	1.5
지배주주지분포괄이익	25.5	33.7	39.6	44.6	1.6
NOPAT	43.3	63.7	64.5	64.9	(0.7)
EBITDA	128.5	122.9	117.4	115.2	29.7
성장성(%)					
매출액증가율	1.7	8.2	0.3	4.9	(5.0)
NOPAT증가율	(40.7)	47.1	1.3	0.6	적전
EBITDA증가율	9.4	(4.4)	(4.5)	(1.9)	(74.2)
영업이익증가율	8.9	(6.8)	(3.0)	0.6	적전
(지배주주)순익증가율	0.3	2.6	4.6	30.2	(96.9)
EPS증가율	0.2	2.5	4.7	30.1	(96.8)
수익성(%)					
매출총이익률	25.5	23.3	24.1	23.2	11.8
EBITDA이익률	18.3	16.2	15.4	14.4	3.9
영업이익률	12.8	11.1	10.7	10.3	(0.1)
계속사업이익률	6.1	7.0	7.9	8.5	0.3

## 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,694	1,736	1,818	2,365	76
BPS	25,197	26,810	28,484	30,694	30,616
CFPS	7,875	6,309	5,760	6,036	1,769
EBITDAPS	6,364	6,085	5,812	5,703	1,473
SPS	34,758	37,625	37,730	39,583	37,612
DPS	249	178	178	178	178
<b>주가지표(배)</b>					
PER	13.3	11.8	10.9	8.4	261.8
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
PCFR	2.9	3.2	3.5	3.3	11.3
EV/EBITDA	6.7	5.4	6.0	5.6	21.4
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	7.3	7.0	6.9	8.3	0.3
ROA	2.8	2.9	2.9	3.7	0.1
ROIC	4.9	7.1	7.5	7.8	(0.1)
부채비율	85.3	81.3	75.6	71.3	70.3
순부채비율	34.3	29.9	18.3	6.9	7.6
이자보상배율(배)	9.1	8.3	8.0	8.1	(0.1)

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	276.4	282.9	352.0	433.7	423.4
금융자산	70.4	101.3	168.2	243.7	235.8
현금성자산	26.4	24.1	90.8	162.6	158.7
매출채권 등	126.3	97.3	99.3	101.3	103.3
재고자산	73.0	78.0	78.2	82.0	77.9
기타유동자산	6.7	6.3	6.3	6.7	6.4
<b>비유동자산</b>	947.7	946.9	922.0	903.2	887.3
투자자산	100.3	126.3	132.2	141.5	151.2
금융자산	21.4	1.5	1.5	1.6	1.5
유형자산	762.3	745.5	717.4	691.6	668.2
무형자산	54.8	47.7	45.0	42.7	40.6
기타비유동자산	30.3	27.4	27.4	27.4	27.3
<b>자산총계</b>	1,224.1	1,229.8	1,274.1	1,336.9	1,310.6
<b>유동부채</b>	336.9	379.9	378.5	382.0	375.2
금융부채	216.0	262.7	261.1	259.6	258.1
매입채무 등	100.7	95.0	95.3	100.0	95.0
기타유동부채	20.2	22.2	22.1	22.4	22.1
<b>비유동부채</b>	226.8	171.4	169.8	174.4	165.8
금융부채	80.8	41.5	39.6	37.7	35.9
기타비유동부채	146.0	129.9	130.2	136.7	129.9
<b>부채총계</b>	563.6	551.3	548.4	556.4	541.0
<b>지배주주지분</b>	482.4	516.4	550.2	594.9	593.2
자본금	7.7	7.7	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	96.0	99.1	99.1	99.1	99.1
자본조정	(294.6)	(293.1)	(293.1)	(293.1)	(293.1)
기타포괄이익누계액	(7.9)	(7.2)	(7.2)	(7.2)	(7.2)
이익잉여금	681.1	709.8	740.7	785.4	783.8
<b>비지배주주지분</b>	178.1	162.1	175.5	185.6	176.5
<b>자본총계</b>	660.5	678.5	725.7	780.5	769.7
순금융부채	226.4	203.0	132.5	53.6	58.3

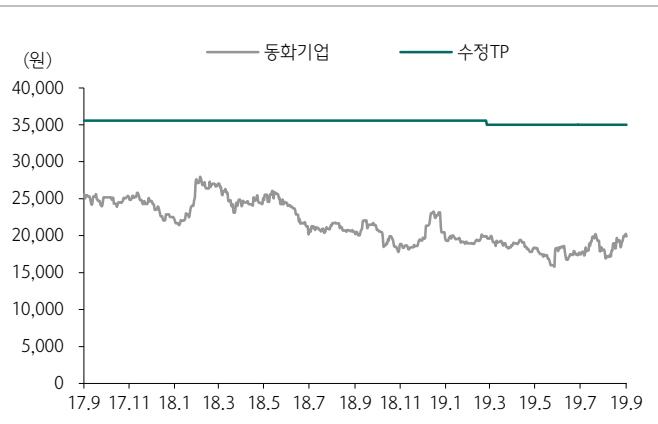
## 현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	91.2	116.2	98.8	109.1	25.3
당기순이익	62.2	51.0	60.3	68.0	2.5
조정	84.6	60.2	40.0	35.8	32.6
감가상각비	38.4	38.8	35.8	33.1	30.6
외환거래손익	(7.0)	2.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.2)	0.8	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타	54.4	18.2	7.2	5.7	5.0
영업활동 자산부채 변동	(55.6)	5.0	(1.5)	5.3	(9.8)
<b>투자활동 현금흐름</b>	(76.2)	(119.3)	(15.3)	(20.8)	(12.8)
투자자산감소(증가)	(0.7)	(24.4)	(13.1)	(16.4)	(16.9)
유형자산감소(증가)	(28.8)	(31.3)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
기타	(46.7)	(63.6)	2.8	0.6	9.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	(35.0)	2.8	(13.8)	(16.7)	(16.4)
금융부채증가(감소)	(22.1)	7.5	(3.6)	(3.4)	(3.3)
자본증가(감소)	(0.1)	3.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.3)	6.4	(7.3)	(10.2)	(10.0)
배당지급	(12.5)	(14.2)	(2.9)	(3.1)	(3.1)
<b>현금의 증감</b>	(22.2)	(2.2)	66.7	71.7	(3.9)
Unlevered CFO	159.1	127.4	116.3	121.9	35.7
Free Cash Flow	62.2	84.6	93.8	104.1	20.3



### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

#### 동화기업



날짜	투자의견	목표주가	평균	고리율 최고/최저
19.2.28	BUY	35,000		
17.9.3	BUY	35,561	-36.54%	-21.40%
16.10.9	BUY	46,229	-48.89%	-40.31%

### 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 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	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 09월 03일

### 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 09월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2019년 09월 04일 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.