



2020년 2월 17일 | Equity Research

# 동화기업 (025900)

## 내 안의 2차전지

### 파낙스이텍, 이차전지 밸류체인 핵심

동화기업이 2019년 8월 인수한 파낙스이텍은 2차전지용 전해액 시장 글로벌 9위, 국내 1위 기업이다. 연간 3.3만톤급 생산 Capa로 국내 배터리업체에 공급 중이다. 2020년 초 형가리에 2.0만톤급 공장 착공(준공 2021년 3분기말), 중국(0.7만톤)에도 건설 예정이라 성장성 기대된다. 유럽의 탄소 절감 정책으로 최근 2차전지 밸류체인의 생산기지를 확대 중에 있고 이에 발맞춘 행보인 만큼 향후 상장을 고려할 시 투자포인트다.

### 3분기 실적 저조, 중국관련 영향

동화기업의 별도는 MDF, PB 등 목재소재 기업이고 국내 점유율 1위다. 목재는 미중분쟁 영향으로 중국향 동남아시아권 물량들이 한국으로 유입되며 가격하락이 진행, 영업이익 감익으로 이어지고 있다. 3분기 역시 이런 영향과 정기보수로 인해 이익규모가 감익 되었으나 4분기 다소 회복 기대된다.

종합적으로 국내-목재 중심에서 글로벌-소재 기업으로 변신 중에 있으며 동화핀란드(코트카밀), 태양합성(화학소재), 파낙스이텍(2차전지 전해액) 등을 잇따라 인수하면서 성장원을 확보, 이 중 파낙스이텍의 급성장이 기대된다.

### 건자재 밸류에서 2차전지 밸류로

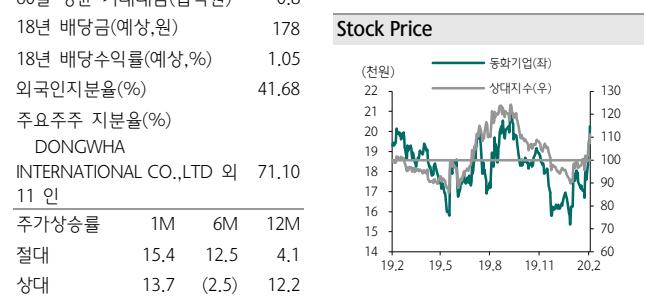
파낙스이텍은 향후 두산솔루스처럼 상장 될 것으로 예상되며, 향후 미국 중국 공장 추가 증설 등도 고려하면 인수가격(1179억/지분 89.63%)보다 높은 밸류에이션 기대된다. 현재 건설-건자재의 낮은 멀티플과 달리 높은 성장산업으로서의 멀티플 기대되고 이를 반영하면 모기업 동화기업의 주가상승 기대된다. 연결기준 이익레벨의 저점에서 2020년부터 온기 실적 반영되는 급성장 자회사가 등장한 만큼, 적극 매수 추천드린다.

### Update

BUY

| TP(12M): 35,000원 | CP(2월 14일): 20,250원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	688.91		
52주 최고/최저(원)	21,300/15,350	N/A	N/A
시가총액(십억원)	409.0	N/A	N/A
시가총액비중(%)	0.16	N/A	N/A
발행주식수(천주)	20,198.4		
60일 평균 거래량(천주)	47.7		
60일 평균 거래대금(십억원)	0.8		
18년 배당금(예상, 원)	178		
18년 배당수익률(예상, %)	1.05		
외국인지분율(%)	41.68		
주요주주 지분율(%)			
DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외 11 인	71.10		
주가상승률 1M 6M 12M	15.4 12.5 4.1		
절대	13.7 (2.5)		
상대	12.2		



Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	702.1	760.0	744.6	779.9	885.9
영업이익	십억원	90.2	84.1	64.5	80.2	98.2
세전이익	십억원	89.4	70.6	52.5	73.3	92.2
순이익	십억원	34.2	35.1	20.5	31.8	40.8
EPS	원	1,694	1,736	1,014	1,576	2,019
증감률	%	0.2	2.5	(41.6)	55.4	28.1
PER	배	13.29	11.78	16.71	12.85	10.03
PBR	배	0.89	0.76	0.61	0.70	0.65
EV/EBITDA	배	6.68	5.36	6.68	6.04	4.76
ROE	%	7.26	7.02	3.90	5.81	7.01
BPS	원	25,197	26,810	27,680	29,101	30,966
DPS	원	249	178	178	178	178



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 이승희

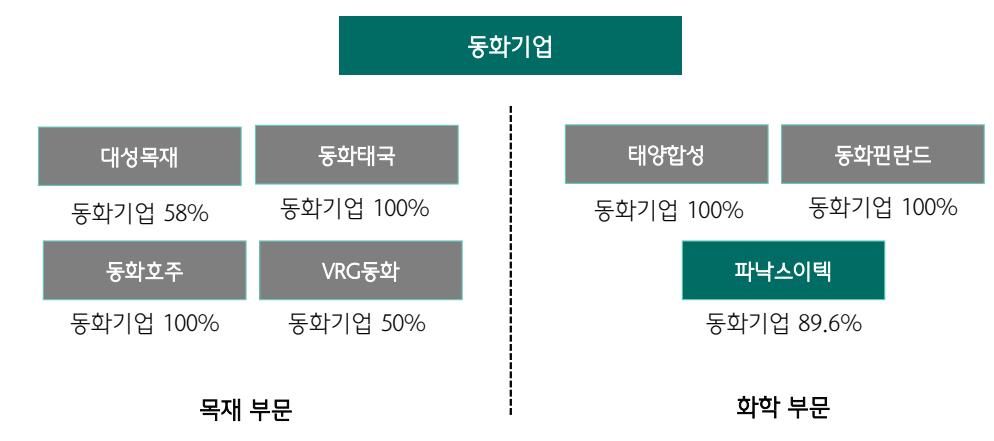
02-3771-3673

shlee95@hanafn.com

### 파낙스이텍, 이차전지 밸류체인 핵심

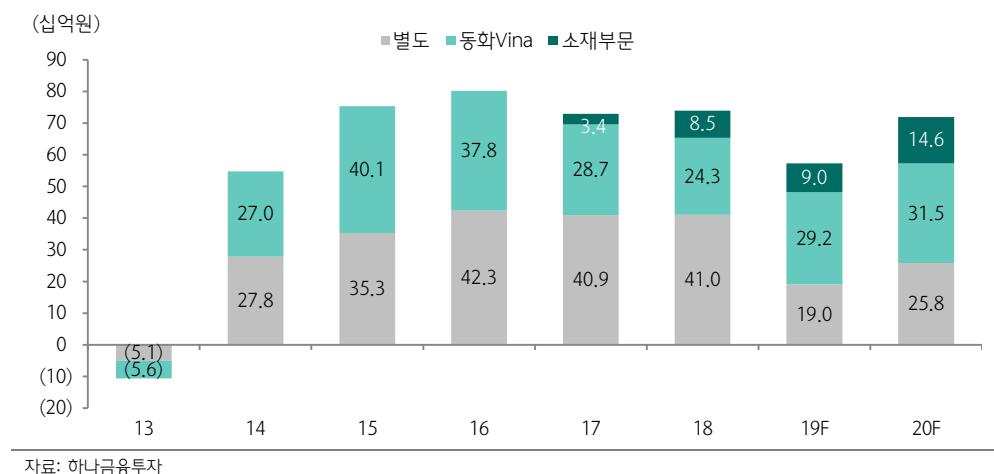
동화기업이 2019년 8월 인수한 파낙스이텍은 2차전지용 전해액 시장 글로벌 9위, 국내 1위 기업이다. 연간 3.3만톤급 생산 Capa로 국내 배터리업체에 공급 중이다. 2020년 초 형가리에 2.0만톤급 공장 착공(준공 2021년 3분기말), 중국(0.7만톤)에도 건설 예정이라 성장성 기대된다. 유럽의 탄소절감 정책으로 최근 2차전지 밸류체인의 생산기지를 확대 중에 있고 이에 발맞춘 행보인 만큼 향후 상장을 고려할 시 투자포인트다.

그림 1. 동화기업 종속기업



자료: 동화기업, 하나금융투자

그림 2. 동화기업 별도, 동화Vina, 소재(파낙스이텍+코트카밀+태양합성) 영업이익 추이



자료: 하나금융투자

### 3분기 실적 저조, 중국관련 영향

동화기업의 별도는 MDF, PB 등 목재소재 기업이고 국내 점유율 1위다. 목재는 미중분쟁 영향으로 중국향 동남아시아권 물량들이 한국으로 유입되며 가격하락이 진행, 영업이익 감익으로 이어지고 있다. 3분기 역시 이런 영향과 정기보수로 인해 이익규모가 감익 되었으나 4분기 다소 회복 기대된다.

종합적으로 국내-목재 중심에서 글로벌-소재 기업으로 변신 중에 있으며 동화핀란드(코트카밀), 태양합성(화학소재), 파낙스이텍(2차전지 전해액) 등을 잇따라 인수하면서 성장 원을 확보, 이 중 파낙스이텍의 급성장이 기대된다.

표 1. 동화기업 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F
<b>매출액</b>	<b>702.1</b>	<b>760.0</b>	<b>744.6</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>185.4</b>	<b>218.5</b>
(y-y growth)	1.6%	8.2%	-2.0%	20.8%	-7.5%	-7.5%	38.4%	-15.5%	-6.1%	-0.8%	15.1%
1) 동화기업(본사)	437.0	438.5	390.1	109.9	75.7	104.5	109.6	93.7	91.3	81.2	103.4
2) 해외목재(베트남/호주)	271.1	277.1	282.5	66.2	70.8	72.0	69.3	66.5	66.7	75.7	74.9
3) 소재(파낙스이텍등)	25.6	80.7	111.2	20.8	21.3	17.9	19.9	19.8	20.5	28.5	38.9
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>579.5</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>145.5</b>	<b>172.0</b>
(증감률)	5.2%	11.5%	-0.6%	24.4%	-2.5%	-3.3%	33.7%	-13.9%	-4.3%	2.2%	13.8%
(% of sales)	74.5	76.7	77.8	76.0	74.9	76.2	79.6	77.5	76.3	78.5	78.7
<b>매출총이익</b>	<b>179.1</b>	<b>177.1</b>	<b>165.1</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>39.8</b>	<b>46.6</b>
(증감률)	-7.6%	-1.1%	-6.8%	10.7%	-19.6%	-18.7%	60.6%	-20.7%	-11.3%	-10.4%	20.1%
GPM	25.5%	23.3%	22.2%	24.0%	25.1%	23.8%	20.4%	22.5%	23.7%	21.5%	21.3%
<b>판매비와 관리비</b>	<b>88.9</b>	<b>93.0</b>	<b>100.6</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>25.6</b>	<b>28.3</b>
(% sales)	12.7%	12.2%	13.5%	14.8%	8.7%	12.1%	12.2%	12.9%	14.5%	13.8%	13.0%
<b>영업이익</b>	<b>90.2</b>	<b>84.1</b>	<b>64.5</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>14.2</b>	<b>18.3</b>
y-y growth	9.0%	-6.8%	-23.4%	8.9%	5.7%	-6.0%	-34.1%	-12.2%	-47.1%	-34.9%	26.7%
OPM	12.8%	11.1%	8.7%	9.2%	16.4%	11.7%	7.6%	9.5%	9.2%	7.7%	8.4%
1) 동화기업(본사)	40.9	41.0	19.0	12.1	16.4	11.7	7.3	6.4	5.3	2.3	5.0
y-y growth	-3.4%	0.3%	-53.7%	18.4%	28.7%	-10.1%	46.4%	-60.8%	-54.9%	-68.2%	-87.9%
OPM	9.4%	9.4%	4.9%	11.0%	21.7%	11.2%	6.7%	6.9%	5.8%	2.9%	4.8%
2) 해외목재(베트남/호주)	45.0	36.7	36.4	9.5	10.3	9.1	7.8	7.8	8.5	10.1	10.0
y-y growth	2.1%	-18.3%	-0.9%	-18.0%	8.1%	-11.6%	-14.3%	-78.6%	8.3%	19.0%	-1.6%
3) 소재(파낙스이텍등)	3.4	5.9	9.0	1.6	1.2	1.5	1.6	2.0	1.9	2.7	3.2
y-y growth	74.9%	54.1%	125.0%	-23.7%	17.5%	8.9%	-54.0%	-4.9%	38.0%	21.8%	
<b>세전이익</b>	<b>113.5</b>	<b>68.0</b>	<b>52.5</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>10.9</b>	<b>15.8</b>
YoY growth	71.0%	-40.1%	-22.9%	-16.3%	-54.5%	-18.7%	-51.4%	-46.8%	-36.2%	33.0%	-76.7%

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>702.1</b>	<b>760.0</b>	<b>744.6</b>	<b>779.9</b>	<b>885.9</b>
매출원가	523.0	582.9	579.5	589.4	676.9
매출총이익	179.1	177.1	165.1	190.5	209.0
판관비	88.9	93.0	100.6	110.2	110.9
<b>영업이익</b>	<b>90.2</b>	<b>84.1</b>	<b>64.5</b>	<b>80.2</b>	<b>98.2</b>
금융순익	(2.0)	(11.9)	(11.0)	(11.0)	(9.0)
종속/관계기업손익	2.9	1.5	(2.0)	3.0	3.0
기타영업외손익	(1.8)	(3.2)	1.0	1.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>89.4</b>	<b>70.6</b>	<b>52.5</b>	<b>73.3</b>	<b>92.2</b>
법인세	46.5	17.1	15.2	15.4	19.4
계속사업이익	42.9	53.5	37.3	57.9	72.8
중단사업이익	19.3	(2.5)	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>62.2</b>	<b>51.0</b>	<b>37.3</b>	<b>57.9</b>	<b>72.8</b>
비지배주주지분					
순이익	28.0	15.9	16.8	26.0	32.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>34.2</b>	<b>35.1</b>	<b>20.5</b>	<b>31.8</b>	<b>40.8</b>
지배주주지분포괄이익	25.5	33.7	24.4	38.0	47.8
NOPAT	43.3	63.7	45.8	63.4	77.6
EBITDA	128.5	122.9	100.3	113.3	128.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	1.7	8.2	(2.0)	4.7	13.6
NOPAT증가율	(40.7)	47.1	(28.1)	38.4	22.4
EBITDA증가율	9.4	(4.4)	(18.4)	13.0	13.7
영업이익증가율	8.9	(6.8)	(23.3)	24.3	22.4
(지배주주)순익증가율	0.3	2.6	(41.6)	55.1	28.3
EPS증가율	0.2	2.5	(41.6)	55.4	28.1
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	25.5	23.3	22.2	24.4	23.6
EBITDA이익률	18.3	16.2	13.5	14.5	14.5
영업이익률	12.8	11.1	8.7	10.3	11.1
계속사업이익률	6.1	7.0	5.0	7.4	8.2

## 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,694	1,736	1,014	1,576	2,019
BPS	25,197	26,810	27,680	29,101	30,966
CFPS	7,875	6,309	4,839	5,429	6,164
EBITDAPS	6,364	6,085	4,964	5,610	6,375
SPS	34,758	37,625	36,865	38,613	43,862
DPS	249	178	178	178	178
<b>주가지표(배)</b>					
PER	13.3	11.8	16.7	12.8	10.0
PBR	0.9	0.8	0.6	0.7	0.7
PCFR	2.9	3.2	3.5	3.7	3.3
EV/EBITDA	6.7	5.4	6.7	6.0	4.8
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	7.3	7.0	3.9	5.8	7.0
ROA	2.8	2.9	1.7	2.5	3.0
ROIC	4.9	7.1	5.3	7.6	9.6
부채비율	85.3	81.3	77.3	73.7	71.8
순부채비율	34.3	29.9	22.6	12.1	(0.4)
이자보상배율(배)	9.1	8.3	6.3	7.9	9.8

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

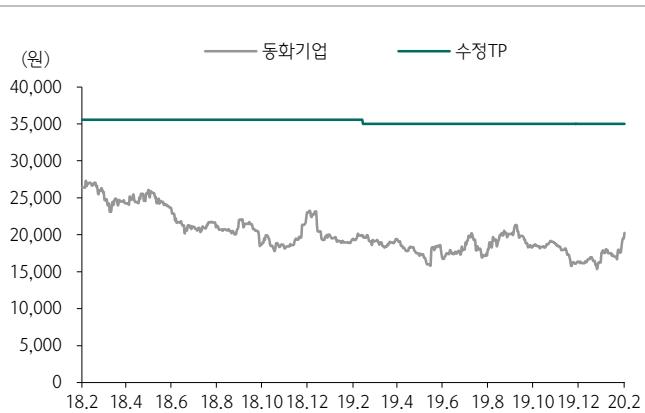
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>276.4</b>	<b>282.9</b>	<b>323.7</b>	<b>394.5</b>	<b>498.8</b>
금융자산	70.4	101.3	141.8	206.7	297.2
현금성자산	26.4	24.1	66.2	127.5	207.3
매출채권 등	126.3	97.3	99.3	101.3	103.3
재고자산	73.0	78.0	76.4	80.0	90.9
기타유동자산	6.7	6.3	6.2	6.5	7.4
<b>비유동자산</b>	<b>947.7</b>	<b>946.9</b>	<b>922.0</b>	<b>903.1</b>	<b>887.5</b>
투자자산	100.3	126.3	132.2	141.4	151.4
금융자산	21.4	1.5	1.5	1.6	1.8
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>	<b>1,224.1</b>	<b>1,229.8</b>	<b>1,245.7</b>	<b>1,297.6</b>	<b>1,386.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>336.9</b>	<b>379.9</b>	<b>376.2</b>	<b>379.4</b>	<b>392.3</b>
금융부채	216.0	262.7	261.1	259.6	258.1
매입채무 등	100.7	95.0	93.1	97.5	110.8
기타유동부채	20.2	22.2	22.0	22.3	23.4
<b>비유동부채</b>	<b>226.8</b>	<b>171.4</b>	<b>166.8</b>	<b>171.0</b>	<b>187.3</b>
금융부채	80.8	41.5	39.6	37.7	35.9
기타비유동부채	146.0	129.9	127.2	133.3	151.4
<b>부채총계</b>	<b>563.6</b>	<b>551.3</b>	<b>543.0</b>	<b>550.4</b>	<b>579.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>482.4</b>	<b>516.4</b>	<b>534.0</b>	<b>562.6</b>	<b>600.3</b>
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	724.5	753.2	790.9
<b>비지배주주지분</b>	<b>178.1</b>	<b>162.1</b>	<b>168.7</b>	<b>184.6</b>	<b>206.5</b>
<b>자본총계</b>	<b>660.5</b>	<b>678.5</b>	<b>702.7</b>	<b>747.2</b>	<b>806.8</b>
<b>순금융부채</b>	<b>226.4</b>	<b>203.0</b>	<b>158.9</b>	<b>90.6</b>	<b>(3.2)</b>

## 현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>91.2</b>	<b>116.2</b>	<b>77.6</b>	<b>99.2</b>	<b>123.8</b>
당기순이익	62.2	51.0	37.3	57.9	72.8
조정	84.6	60.2	45.2	36.4	32.4
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	2.0	(3.0)	(3.0)
기타	54.4	18.2	7.4	6.3	4.8
영업활동 자산부채 변동	(55.6)	5.0	(4.9)	4.9	18.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(76.2)</b>	<b>(119.3)</b>	<b>(18.8)</b>	<b>(21.2)</b>	<b>(27.6)</b>
투자자산감소(증가)	(0.7)	(24.4)	(18.1)	(16.4)	(17.2)
유형자산감소(증가)	(28.8)	(31.3)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
기타	(46.7)	(63.6)	4.3	0.2	(5.4)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(35.0)</b>	<b>2.8</b>	<b>(13.8)</b>	<b>(16.7)</b>	<b>(16.4)</b>
금융부채증가(감소)	(22.1)	7.5	(3.6)	(3.4)	(3.2)
자본증가(감소)	(0.1)	3.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.3)	6.4	(7.3)	(10.2)	(10.1)
배당지급	(12.5)	(14.2)	(2.9)	(3.1)	(3.1)
<b>현금의 증감</b>	<b>(22.2)</b>	<b>(2.2)</b>	<b>42.1</b>	<b>61.4</b>	<b>79.8</b>
Unlevered CFO	159.1	127.4	97.7	109.7	124.5
Free Cash Flow	62.2	84.6	72.6	94.2	118.8

### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

#### 동화기업



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
19.2.28	BUY	35,000		
18.2.18	BUY	35,561	-38.77%	-23.20%

### 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 2월 14일

### 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 2020년 02월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2020년 02월 17일 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.