



동화기업 (025900)

건자재



김기룡

02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	27,000원 (D)
현재주가 (3/11)	15,900원
상승여력	70%

시기총액	3,212억원
총발행주식수	20,198,382주
60일 평균 거래대금	15억원
60일 평균 거래량	80,048주
52주 고	21,350원
52주 저	15,350원
외인지분율	41.66%
주요주주	DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외 11 인 71.23%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(17.0)	(1.5)	(14.5)
상대	(4.9)	4.0	6.1
절대(달러환산)	(17.8)	(1.4)	(18.8)

국내 실적 부진, 성장 모멘텀은 유효

4Q19 Review : 4분기 영업이익, 전년동기대비 12% 감소

2019년 4분기, 동화기업 연결 실적은 매출액 1,913억원(+0.7%, YoY), 영업이익 123억원 (-12.4%, YoY)을 기록했다. 국내 보드(PB, MDF 등) 수요 둔화와 함께 저가 수입물량 증가에 따른 판가 하락 영향이 영업이익 감소 원인으로 추정한다. 원재료 단가 상승 등으로 과거대비 낮아졌던 베트남 마진율은 제품 Spread 확대로 10% 후반의 영업이익률을 기록한 것으로 파악되고 있다 [4Q18 : 13.6%]. 당분기 세전이익과 당기순이익은 기타비용 감소와 법인세 환입 효과로 전년동기대비 각각 74%, 475% 증가했다.

국내 성장 우려 지속, 2차전지 성장과 베트남 이익 성장 기대감은 유효

정부의 부동산 정책 강화 기조는 동사의 국내 보드 사업 환경에 부정적 요인으로 작용하고 있다. 2019년, 동사 제품(PB, MDF 등)의 판가 하락을 야기했던 동남아 저가 수입물량 감소로 2020년 하반기 점진적인 판가 회복이 예상된다. 베트남 보드 사업은 미-중 무역 분쟁에 따른 중국 내 가구 수출상의 베트남 유입과 원재료인 고무나무 수급 개선으로 우호적인 환경이 이어지고 있다.

2019년 8월, 인수(지분 89.6%)한 2차전지 전해액 제조업체인 파낙스이텍 실적은 중대형 비중 확대를 통한 Mix 개선, 형가리 증설 효과(2021년 하반기 생산 목표)와 함께 추가적인 신규 고객사 확보를 통해 이익 성장세를 이어갈 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 27,000원으로 하향. 성장 모멘텀은 유효

동화기업에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 업종 멀티플 하향 요인을 반영하여 기존 33,000원에서 27,000원으로 18% 하향 제시한다. 전반적인 지수 조정과 함께 부동산 규제 강화에 따른 건자재 주요 업종 주가 부진이 지속되고 있다. 다만, 동사의 경우 파낙스이텍 인수 (2019년 8월) 이후 2차전지 전해액 실적 기여 확대와 함께 베트남 성장(남부 안정화 + 2022년 북부 신규 증설 효과 본격화)을 통한 이익 개선으로 업종 내 성장 모멘텀을 유지해 나갈 것으로 전망한다.

Quarterly earning Forecasts

	4Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(억원, %)
매출액	1,913	0.7	3.2	2,185	-12.4	
영업이익	123	-12.4	-13.5	183	-32.9	
세전계속사업이익	142	73.9	30.8	158	-9.9	
지배순이익	116	흑전	449.1			
영업이익률 (%)	6.4	-1.0 %pt	-1.3 %pt	8.4	-2.0 %pt	
지배순이익률 (%)	6.0	흑전	+4.9 %pt			

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	7,021	7,600	7,174	7,621
영업이익	902	841	585	704
지배순이익	342	351	248	307
PER	14.1	12.9	12.9	10.4
PBR	0.8	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.9	6.6	7.9	6.9
ROE	7.3	7.0	4.7	5.7

자료: 유안타증권

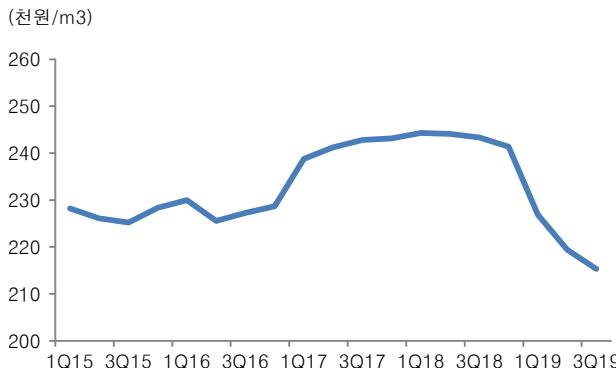
동화기업 4Q19 Review							(단위: 십억원)
	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P(a)	YoY	QoQ
매출액	190	171	170	185	191	0.7%	3.2%
영업이익	14	16	16	14	12	-12.4%	-13.5%
세전이익	8	13	13	11	14	73.9%	30.8%
당기순이익	3	10	9	7	18	475.2%	175.7%
% 영업이익률	7.4%	9.5%	9.2%	7.7%	6.4%		
% 세전이익률	4.3%	7.6%	7.5%	5.9%	7.4%		
% 당기순이익률	1.7%	5.7%	5.2%	3.6%	9.5%		

자료 : 유안타증권 리서치센터

동화기업 분기 실적 요약											(단위: 십억원, %)
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	2019P	2020E
매출액 (연결)	202	181	187	190	760	171	170	185	191	717	762
- 동화기업 (별도)	111	113	106	109	439	94	91	90	96	371	385
- 연결자회사	92	68	81	81	321	77	78	95	96	346	377
매출원가 (연결)	154	135	142	151	583	133	130	146	149	556	590
% 매출원가율	76.0%	74.9%	76.2%	79.6%	76.7%	77.5%	76.3%	78.5%	77.7%	77.5%	77.4%
매출총이익 (연결)	48	45	44	39	177	38	40	40	43	161	172
% 매출원가율	24.0%	25.1%	23.8%	20.4%	23.3%	22.5%	23.7%	21.5%	22.3%	22.5%	22.6%
판관비 (연결)	30	16	23	25	93	22	25	26	30	103	102
% 판관비율	14.8%	8.7%	12.1%	13.0%	12.2%	12.9%	14.5%	13.8%	15.9%	14.3%	13.4%
영업이익 (연결)	19	30	22	14	84	16	16	14	12	58	70
- 동화기업 (별도)	11	14	11	5	42	7	6	2	3	17	22
- 연결자회사	7	16	11	9	42	10	10	12	10	41	49
영업이익률 (연결)	9.2%	16.4%	11.7%	7.4%	11.1%	9.5%	9.2%	7.7%	6.4%	8.2%	9.2%
- 동화기업 (별도)	10.3%	12.3%	10.5%	4.9%	9.5%	7.0%	6.1%	2.6%	2.7%	4.6%	5.7%
- 연결자회사	7.9%	23.3%	13.2%	10.7%	13.2%	12.6%	12.9%	12.5%	10.1%	12.0%	12.9%
세전이익 (연결)	15	27	20	8	71	13	13	11	14	51	64
% 세전이익률	7.6%	14.9%	10.7%	4.3%	9.3%	7.6%	7.5%	5.9%	7.4%	7.1%	8.4%
지배주주순이익	9	9	18	-1	35	6	5	2	12	25	31
% 지배주주순이익률	4.3%	4.9%	9.7%	-0.3%	4.6%	3.6%	2.9%	1.1%	6.0%	3.5%	4.0%

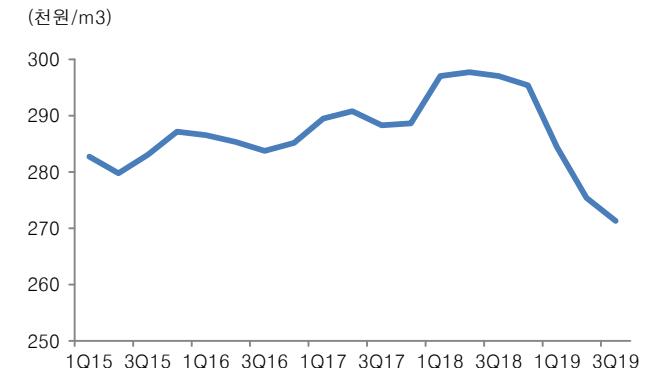
주 : 유안타증권 리서치센터

분기별 PB 판매단가 추이 [분기 누계 기준]



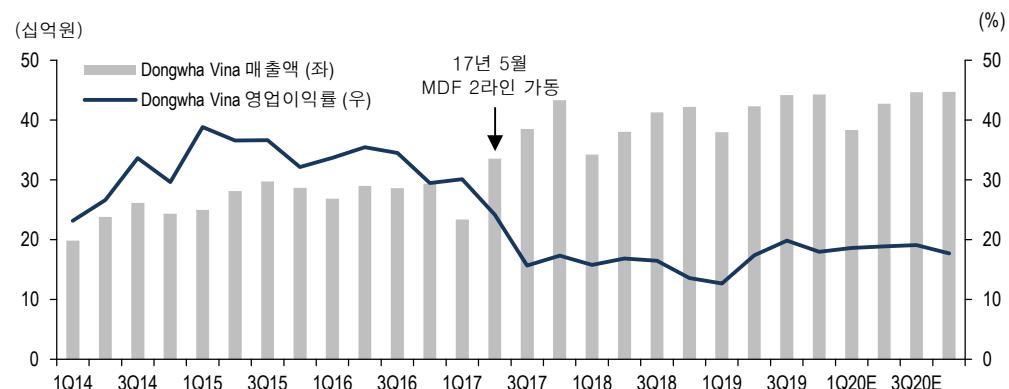
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

분기별 MDF 판매단가 추이 [분기 누계 기준]



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

분기별 Dongwha Vina 매출액/영업이익률 추이 및 전망



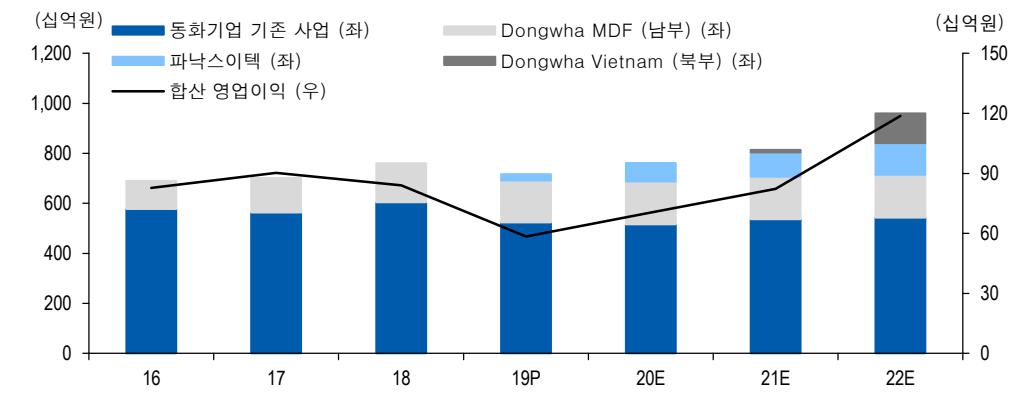
자료: 유안타증권 리서치센터

파나스이텍 및 주요 배터리 제조사 생산 인프라 현황



자료: 동화기업, 유안타증권 리서치센터

동화기업 부문별 매출액, 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: 유인티증권 리서치센터

동화기업 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	805	
1) 소재/화학부문 (별도)	735	
- EBITDA	113	2020년 추정치 기준
- EV/EBITDA	6.5	건자재 주요 업체 평균
2).파낙스이텍	70	
- EBITDA	13	2020년 추정치 기준
- EV/EBITDA	5.2	국내외 2차전지 전해액 업체 평균
2. 자산가치	131	
- 투자부동산	14	30% 할인
- 관계기업투자자산	87	30% 할인
- 자사주	30	3/11일 종가 기준(2,674,156주), 30% 할인
3. 순차입금	400	2020년 말 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	536	
- 발행주식수(주)	20,198,382	
목표주가	27,000	반올림 적용
현재주가	15,900	3월 11일 종가 기준
Upside	69.8%	

자료: 유인티증권 리서치센터

동화기업 (025900) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	7,021	7,600	7,174	7,621	8,140
매출원가	5,230	5,829	5,562	5,899	6,270
매출총이익	1,791	1,771	1,612	1,723	1,870
판관비	889	930	1,027	1,019	1,047
영업이익	902	841	585	704	823
EBITDA	1,285	1,229	1,069	1,266	1,415
영업외손익	-8	-135	-76	-66	-36
외환관련손익	45	-36	-18	0	0
이자손익	-89	-85	-113	-121	-111
관계기업관련손익	29	15	15	12	24
기타	6	-29	41	44	51
법인세비용차감전순손익	894	706	509	638	787
법인세비용	465	171	75	172	212
계속사업순손익	429	535	434	466	574
중단사업순손익	193	-25	0	0	0
당기순이익	622	510	434	466	574
지배지분순이익	342	351	248	307	379
포괄순이익	436	514	615	647	755
지배지분포괄이익	255	337	356	417	495

주: 영업이익의 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,764	2,829	3,353	3,370	3,403
현금및현금성자산	264	241	209	230	263
매출채권 및 기타채권	1,263	973	960	980	1,030
재고자산	730	780	995	1,020	1,050
비유동자산	9,477	9,469	11,050	11,489	11,598
유형자산	7,623	7,455	7,789	8,227	8,326
관계기업등 지분관련자산	789	1,222	1,267	1,309	1,362
기타투자자산	214	41	52	52	52
자산총계	12,241	12,298	14,403	14,859	15,001
유동부채	3,369	3,799	3,839	4,251	4,571
매입채무 및 기타채무	1,007	950	870	890	920
단기차입금	1,896	2,302	2,440	2,550	2,460
유동성장기부채	258	324	279	529	899
비유동부채	2,268	1,714	3,787	3,550	3,020
장기차입금	806	415	1,003	1,043	983
사채	0	0	1,306	1,006	456
부채총계	5,636	5,513	7,626	7,801	7,591
지배지분	4,824	5,164	5,297	5,578	5,931
자본금	77	77	106	106	106
자본잉여금	960	991	843	843	843
이익잉여금	6,811	7,098	7,288	7,570	7,922
비지배지분	1,781	1,621	1,480	1,480	1,480
자본총계	6,605	6,785	6,777	7,058	7,411
순차입금	2,259	2,028	3,770	3,999	3,705
총차입금	2,962	3,041	5,049	5,149	4,819

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	912	1,162	360	821	913
당기순이익	622	510	434	466	574
감가상각비	352	358	443	520	550
외환손익	-70	24	15	0	0
증속, 관계기업관련손익	-22	-15	-15	-12	-24
자산부채의 증감	-556	50	-638	-275	-330
기타현금흐름	587	235	122	122	142
투자활동 현금흐름	-762	-1,193	-1,542	-1,751	-1,531
투자자산	-18	4	-134	-10	-20
유형자산 증가 (CAPEX)	-291	-315	-247	-960	-650
유형자산 감소	3	3	82	2	2
기타현금흐름	-456	-884	-1,243	-783	-863
재무활동 현금흐름	-350	28	1,239	-475	-905
단기차입금	207	513	30	110	-90
사채 및 장기차입금	-331	-394	1,787	-10	-240
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-125	-142	-243	-240	-240
기타현금흐름	-102	51	-335	-335	-335
연결범위변동 등 기타	-22	-19	-90	1,425	1,557
현금의 증감	-222	-22	-33	21	34
기초 현금	485	264	241	209	230
기말 현금	264	241	209	230	263
NOPLAT	902	841	585	704	823
FCF	-30	760	98	-159	213

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

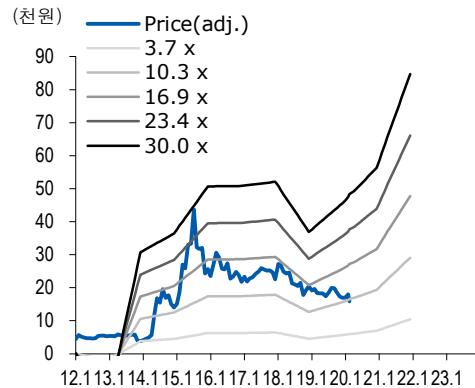
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

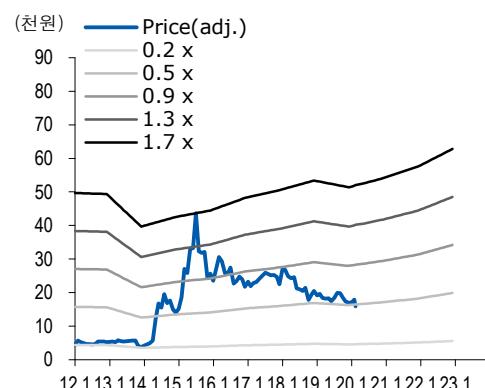
Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,694	1,736	1,230	1,522	1,877
BPS	29,728	31,414	30,228	31,832	33,845
EBITDAPS	8,954	8,560	5,294	6,266	7,006
SPS	34,758	37,625	35,518	37,732	40,299
DPS	249	178	150	150	150
PER	14.1	12.9	12.9	10.4	8.5
PBR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.9	6.6	7.9	6.9	5.9
PSR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	1.6	8.2	-5.6	6.2	6.8
영업이익 증가율 (%)	9.0	-6.8	-30.5	20.4	16.9
지배순이익 증가율 (%)	0.2	2.5	-29.2	23.8	23.3
매출총이익률 (%)	25.5	23.3	22.5	22.6	23.0
영업이익률 (%)	12.8	11.1	8.2	9.2	10.1
지배순이익률 (%)	4.9	4.6	3.5	4.0	4.7
EBITDA 마진 (%)	18.3	16.2	14.9	16.6	17.4
ROIC	5.0	7.2	5.3	5.0	5.7
ROA	2.8	2.9	1.9	2.1	2.5
ROE	7.3	7.0	4.7	5.7	6.6
부채비율 (%)	85.3	81.3	112.5	110.5	102.4
순차입금/자기자본 (%)	46.8	39.3	71.2	71.7	62.5
영업이익/금융비용 (배)	9.1	8.3	3.8	4.4	5.5

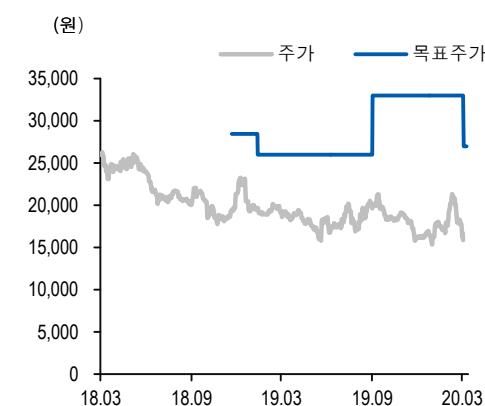
P/E band chart



P/B band chart



동화기업 (025900) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	BUY	27,000	1년		
2019-09-10	BUY	33,000	1년	-45.11	-35.30
2019-01-21	BUY	26,000	1년	-28.85	-20.96
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)	1.2
Buy(매수)	88.4
Hold(중립)	10.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-03-09

※ 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.