

동화기업 (025900)

전자재



김기영

02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	54,000원 (U)
현재주가 (8/14)	44,800원
상승여력	21%

시가총액	9,049억원
총발행주식수	20,198,382주
60일 평균 거래대금	219억원
60일 평균 거래량	591,099주
52주 고	53,300원
52주 저	10,700원
외인자본율	42.28%
주요주주	DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외 10 인 70.30%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.4	79.9	148.9
상대	(5.5)	48.8	78.0
절대(달러환산)	3.2	86.5	154.8

아쉬운 해외 실적, 회복 기대감은 유효

2Q20 Review : 2분기 영업이익, 전년동기대비 8% 감소

2020년 2분기, 동화기업 연결 실적은 매출액 1,799억원(+6.0%, YoY), 영업이익 145억원(-7.7%, YoY)을 기록했다. 당분기, 동남아 저가 물량 유입에 따른 국내 보드(PB, MDF 등) 판가 하락 축소와 수요 회복으로 내수 PB(동화기업+대성목재), MDF(동화기업) 매출액은 전년동기대비 각각 12%, 11% 증가했다. 다만, 베트남 실적(Dongwha Vina 연결 반영)은 코로나 19 영향으로 베트남 내 미국향 가구 수출물량 급감과 이에 따른 친환경(E0 이상) MDF 비중 축소 및 Mix 악화로 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 8%, 39% 감소했다. (2Q20 영업이익률 : 11.4%) 2019년 8월부터 연결 편입된 2차전지 전해액 제조사인 동화일렉트로라이트(구 파낙스이텍) 실적은 중국 천진공장 감가상각비 반영으로 당분기 매출액 125억원, 영업이익 2억원을 기록했다. [1Q20 매출액 : 127억원, 영업이익 6억원]

소재 부문의 이익 성장 지속

동사의 실적은 국내외 PB, MDF 등 소재 부문을 중심으로 개선 흐름을 이어갈 것으로 전망한다. 최근, 실적 훼손의 주요 원인이었던 동남아 저가 수입물량 해소에 따른 국내 보드 사업의 회복 기조 지속과 함께 코로나 19로 실질적인 수출이 제한되었던 미국향 베트남 가구 수출 재개(7월~)로 베트남 실적 역시 2분기 대비 뚜렷한 개선 흐름을 보일 것으로 예상된다. 2021년 하반기, 베트남 북부(Dongwha Vietnam, 지분 100%) MDF 생산라인 준공 역시 소재부문 실적 확대에 기여할 전망이다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가는 32,000원에서 54,000원으로 상향 제시

동화기업에 대해 투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 32,000원에서 54,000원으로 69% 상향 제시한다. 주요 2차전지 밴더의 주가 급등과 멀티플 상승, 동사의 전해액 시장 내 입지 등을 감안해 기존에 보수적으로 추정하였던 동화일렉트로라이트 영업가치를 기존 488억원에서 2,757억원으로 상향하였다. 높은 특수관계인 지분(최대주주 및 특수관계인 : 71.0% + 자사주 9.5%)에 기인한 주가 변동성 확대 가능성은 여전히 부담 요인인 반면, 1) 동화일렉트로라이트를 통한 2차전지 전해액 실적 기여 확대 2) 2021년 하반기, 베트남 북부 신규라인 준공을 통한 이익 성장의 투자 포인트는 유효할 전망이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,799	6.0	-1.6	1,843	-2.4
영업이익	145	-7.7	5.7	159	-8.7
세전계속사업이익	156	22.4	172.9	155	0.9
지배순이익	73	48.1	흑전	73	-0.5
영업이익률 (%)	8.0	-1.2 %pt	+0.5 %pt	8.6	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	4.1	+1.2 %pt	흑전	4.0	+0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	7,600	7,174	7,533	8,284
영업이익	841	585	593	718
지배순이익	351	277	194	322
PER	12.9	13.5	46.8	28.1
PBR	0.7	0.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.6	8.4	12.6	10.9
ROE	7.0	5.3	3.6	5.7

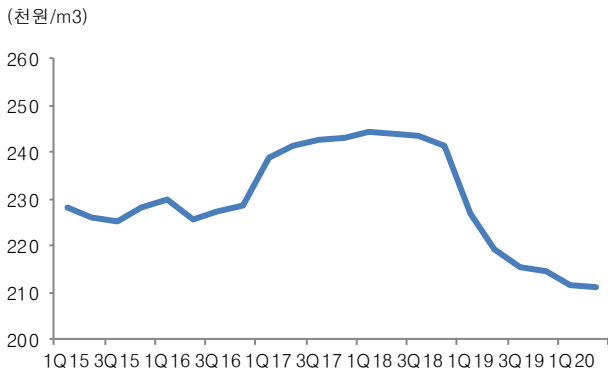
자료: 유안타증권

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	170	185	191	183	180	6.0%	-1.6%	184	-2.4%
영업이익	16	14	12	14	14	-7.7%	5.7%	16	-8.7%
세전이익	13	11	14	6	16	22.4%	172.9%	16	0.9%
지배주주순이익	5	2	14	-1	7	48.1%	흑전	7	-0.5%
영업이익률	9.2%	7.7%	6.4%	7.5%	8.0%			8.6%	
세전이익률	7.5%	5.9%	7.4%	3.1%	8.7%			8.4%	
지배주주순이익률	2.9%	1.1%	7.5%	-0.8%	4.1%			4.0%	

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
매출액 (연결)	171	170	185	191	717	183	180	189	202	753	828
- 소재+화학 등	133	127	132	135	527	134	128	132	142	537	590
- Dongwha Vina(베트남 실적)	38	42	44	42	166	36	39	42	41	158	163
- 동화일렉트로라이트	-	-	10	15	24	13	12	15	18	58	75
매출원가 (연결)	133	130	146	149	556	143	138	145	157	582	638
% 매출원가율	77.5%	76.3%	78.5%	77.7%	77.5%	78.0%	76.6%	76.9%	77.7%	77.3%	77.0%
매출총이익 (연결)	38	40	40	43	161	40	42	44	45	171	191
판관비 (연결)	22	25	26	30	103	27	28	27	31	112	119
% 판관비율	12.9%	14.5%	13.8%	15.9%	14.3%	14.5%	15.4%	14.2%	15.2%	14.8%	14.3%
영업이익 (연결)	16	16	14	12	58	14	14	17	14	59	72
- 소재+화학 등	11	8	5	4	29	6	10	9	6	31	37
- Dongwha Vina(베트남 실적)	5	7	9	8	28	7	4	6	7	25	27
- 동화일렉트로라이트	-	-	0	1	1	1	0	1	2	4	7
영업이익률 (연결)	9.5%	9.2%	7.7%	6.4%	8.2%	7.5%	8.0%	8.9%	7.1%	7.9%	8.7%
- 소재+화학 등	8.6%	6.5%	3.8%	3.0%	5.5%	4.4%	7.5%	7.1%	4.2%	5.7%	6.3%
- Dongwha Vina(베트남 실적)	12.7%	17.4%	19.9%	18.0%	17.1%	20.0%	11.4%	15.2%	16.4%	15.7%	16.7%
- 동화일렉트로라이트	-	-	4.5%	4.5%	4.5%	4.7%	3.1%	7.2%	8.8%	6.3%	9.7%
세전이익	13	13	11	14	51	6	16	15	13	49	67
% 세전이익률	7.6%	7.5%	5.9%	7.4%	7.1%	3.1%	8.7%	8.0%	6.3%	6.5%	8.1%
지배주주순이익	6	5	2	14	28	-1	7	7	6	19	32
% 지배주주순이익률	3.6%	2.9%	1.1%	7.5%	3.9%	-0.8%	4.1%	3.9%	3.1%	2.6%	3.9%

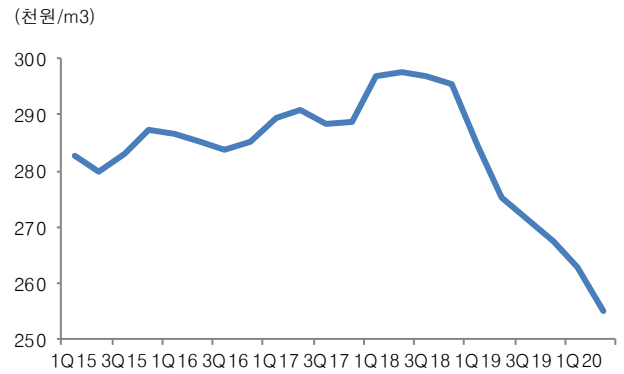
주 : 유안타증권 리서치센터

PB 판매단가 추이 [분기 누계 기준, 2Q20 까지]



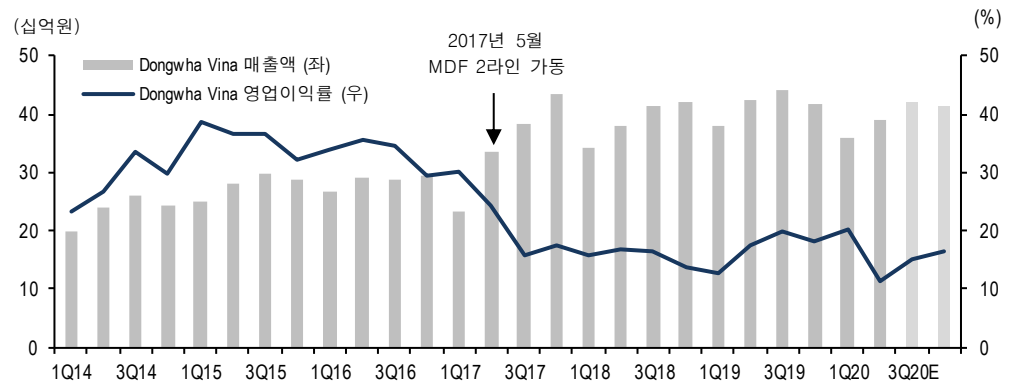
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

MDF 판매단가 추이 [국내+베트남, 분기 누계 기준, 2Q20 까지]



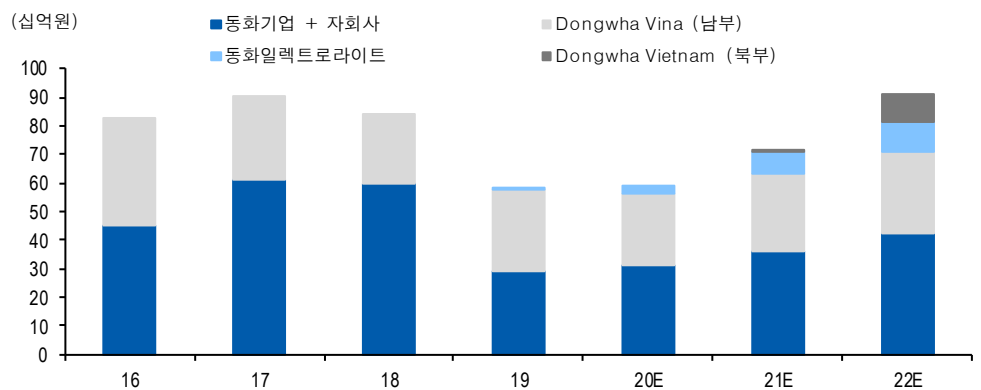
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

분기별 Dongwha Vina 매출액/영업이익률 추이 및 전망 [베트남 VRG Dongwha MDF 연결 반영]



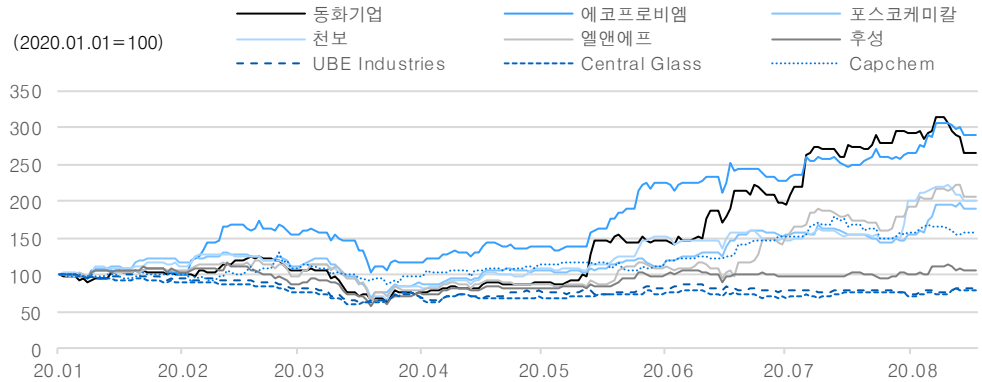
자료: 유안타증권 리서치센터

동화기업 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 동화기업, 유안타증권 리서치센터 추정

국내외 주요 2차전지 밴더 주가 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

동화기업 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	1,323	
1) 소재/화학/기타 등	1,048	
- EBITDA	116	2021년 추정치 기준
- EV/EBITDA	9	건자재 주요 업체 평균, 베트남 성장성 고려 10% 할인
2). 동화일렉트로라이트	276	
- EBITDA	13	2021년 추정치 기준
- EV/EBITDA	21	국내 2차전지 주요 밴더 평균
2. 자산가치	14	
- 투자부동산	14	30% 할인
3. 순차입금	354	2021년 추정치 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	983	
- 유통주식수(주)	18,274,226	
목표주가	54,000	반올림 적용
현재주가	44,800	8월 14일 종가 기준
Upside	21%	

자료: 유안타증권 리서치센터

국내외 2 차전지 벤더 Valuation Table

		동화기업	에코프로비엠	포스코케미칼	천보	엘앤에프	후성	UBE	Central	Capchem
		한국	한국	한국	한국	한국	한국	일본	일본	중국
현재주가(현지통화)		44,800	154,300	93,100	124,100	43,500	8,650	1,888	2,076	57
시가총액(M\$)		763	2,728	4,788	1,046	938	676	1,883	838	3,349
주가수익률(%)	1D	-8.2	-3.0	-5.0	-3.4	-7.3	-2.3	-1.5	-0.6	0.3
	1M	-3.0	16.7	21.9	30.2	18.5	3.6	4.0	3.5	-6.9
	3M	79.9	80.3	72.7	77.5	134.4	24.8	10.5	8.1	34.7
	6M	113.8	78.8	48.5	60.3	76.6	-4.1	-14.1	-10.6	47.3
P/E(배)	2017A	24.5	-	22.7	-	44.4	31.7	11.0	9.1	27.8
	2018A	9.5	-	28.5	-	39.3	22.3	10.3	33.7	28.0
	2019A	10.7	30.3	29.5	26.2	-	93.9	7.3	13.0	42.3
	2020E	50.4	82.4	111.7	40.6	193.0	113.8	9.1	13.6	47.7
	2021E	30.8	46.4	47.8	28.4	38.4	23.4	12.8	12.4	37.8
P/B(배)	2017A	0.8	-	3.6	-	7.3	5.3	0.9	0.6	3.2
	2018A	0.7	-	5.0	-	5.4	3.3	1.0	0.6	3.1
	2019A	0.6	2.9	3.0	2.9	3.6	3.6	0.7	0.6	4.0
	2020E	1.7	8.0	5.6	5.2	6.4	3.7	0.6	0.5	5.6
	2021E	1.6	6.7	5.1	4.7	5.5	3.2	0.6	0.5	5.0
ROE(%)	2017A	7.3	-	17.2	21.4	19.0	18.0	8.7	6.5	12.2
	2018A	7.0	-	19.0	24.5	14.8	16.0	10.5	1.7	12.3
	2019A	5.3	13.0	11.6	14.5	-6.7	3.8	10.1	4.5	10.8
	2020E	3.3	11.2	5.1	14.7	3.8	3.3	6.6	3.7	12.3
	2021E	5.3	17.6	11.1	18.0	15.3	14.5	4.1	3.5	13.7
EV/EBITDA	2017A	6.3	-	18.6	-	24.9	16.4	6.7	6.0	19.5
	2018A	6.4	-	29.8	-	23.9	13.2	5.8	8.3	20.6
	2019A	8.5	19.2	24.5	14.9	196.7	23.0	5.1	6.8	27.9
	2020E	12.9	38.2	45.3	25.8	52.9	21.5	5.0	6.9	-
	2021E	10.9	22.9	28.5	17.0	25.6	12.3	5.6	6.8	-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

동화기업 (025900) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	7,600	7,174	7,533	8,284	9,834
매출원가	5,829	5,562	5,824	6,378	7,601
매출총이익	1,771	1,612	1,709	1,906	2,232
판매비	930	1,027	1,117	1,188	1,320
영업이익	841	585	593	718	912
EBITDA	1,229	1,065	1,148	1,295	1,520
영업외손익	-135	-76	-101	-50	2
외환관련손익	-36	2	-45	-49	-39
이자손익	-85	-98	-95	-99	-89
관계기업관련손익	15	15	-6	14	22
기타	-29	4	46	84	108
법인세비용차감전순손익	706	509	492	668	914
법인세비용	171	75	160	187	256
계속사업순손익	535	434	331	481	658
중단사업순손익	-25	0	0	0	0
당기순이익	510	434	331	481	658
지배지분순이익	351	277	194	322	454
포괄순이익	514	498	434	584	761
지배지분포괄이익	337	308	261	382	504

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,162	396	859	834	1,063
당기순이익	510	434	331	481	658
감가상각비	358	434	488	510	540
외환손익	24	8	47	49	39
중속, 관계기업관련손익	0	0	23	-14	-22
자산부채의 증감	50	-549	-194	-360	-340
기타현금흐름	220	69	164	168	188
투자활동 현금흐름	-1,193	-1,654	-1,613	-1,384	-1,564
투자자산	4	-104	-30	-20	-20
유형자산 증가 (CAPEX)	-315	-450	-575	-560	-740
유형자산 감소	3	3	0	0	0
기타현금흐름	-884	-1,103	-1,008	-804	-804
재무활동 현금흐름	28	1,241	-382	-659	-639
단기차입금	513	130	8	-90	-70
사채 및 장기차입금	-394	1,774	28	-150	-150
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-142	-141	-138	-139	-139
기타현금흐름	51	-522	-280	-280	-280
연결범위변동 등 기타	-19	-9	1,199	1,201	1,155
현금의 증감	-22	-26	64	-8	15
기초 현금	264	241	216	280	272
기말 현금	241	216	280	272	287
NOPLAT	841	585	593	718	912
FCF	760	-20	186	174	184

자료: 유안타증권

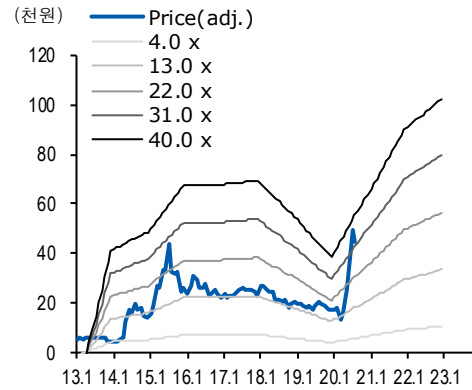
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,829	3,249	3,613	3,685	3,820
현금및현금성자산	241	216	280	272	287
매출채권 및 기타채권	973	958	983	1,043	1,063
재고자산	780	995	960	980	1,000
비유동자산	9,469	11,157	11,309	11,321	11,473
유형자산	7,455	7,902	8,023	8,073	8,272
관계기업등 지분관련자산	1,222	1,247	1,254	1,274	1,294
기타투자자산	41	67	151	151	151
자산총계	12,298	14,406	14,922	15,006	15,293
유동부채	3,799	3,840	4,311	4,721	4,641
매입채무 및 기타채무	950	898	920	940	970
단기차입금	2,302	2,511	2,540	2,450	2,380
유동성장기부채	324	269	581	1,041	971
비유동부채	1,714	3,790	3,551	2,981	2,921
장기차입금	415	1,004	924	914	834
사채	0	1,306	1,107	507	507
부채총계	5,513	7,629	7,863	7,703	7,563
지배지분	5,164	5,297	5,514	5,758	6,185
자본금	77	106	106	106	106
자본잉여금	991	845	845	845	845
이익잉여금	7,098	7,317	7,484	7,779	8,206
비지배지분	1,621	1,480	1,545	1,545	1,545
자본총계	6,785	6,777	7,059	7,303	7,730
순차입금	2,028	4,055	3,833	3,541	3,246
총차입금	3,041	5,119	5,183	4,943	4,723

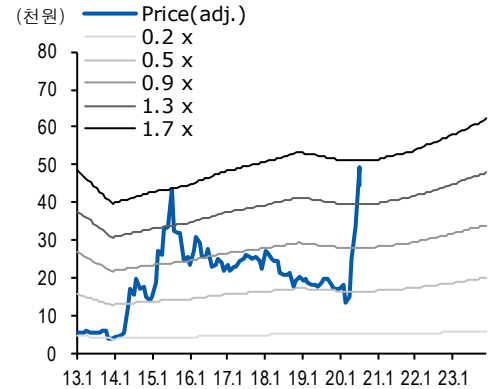
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,736	1,371	958	1,596	2,249
BPS	31,414	30,228	30,173	31,509	33,845
EBITDAPS	8,560	5,273	5,683	6,413	7,524
SPS	37,625	35,518	37,297	41,014	48,686
DPS	178	150	150	150	150
PER	12.9	13.5	46.8	28.1	19.9
PBR	0.7	0.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.6	8.4	12.6	10.9	9.1
PSR	0.6	0.5	1.2	1.1	0.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	8.2	-5.6	5.0	10.0	18.7
영업이익 증가율 (%)	-6.8	-30.5	1.3	21.1	27.1
지배순이익 증가율 (%)	2.5	-21.0	-30.1	66.5	41.0
매출총이익률 (%)	23.3	22.5	22.7	23.0	22.7
영업이익률 (%)	11.1	8.2	7.9	8.7	9.3
지배순이익률 (%)	4.6	3.9	2.6	3.9	4.6
EBITDA 마진 (%)	16.2	14.8	15.2	15.6	15.5
ROIC	7.2	5.3	3.8	5.0	6.3
ROA	2.9	2.1	1.3	2.2	3.0
ROE	7.0	5.3	3.6	5.7	7.6
부채비율 (%)	81.3	112.6	111.4	105.5	97.8
순차입금/자기자본 (%)	39.3	76.5	69.5	61.5	52.5
영업이익/금융비용 (배)	8.3	4.3	4.3	5.1	7.0

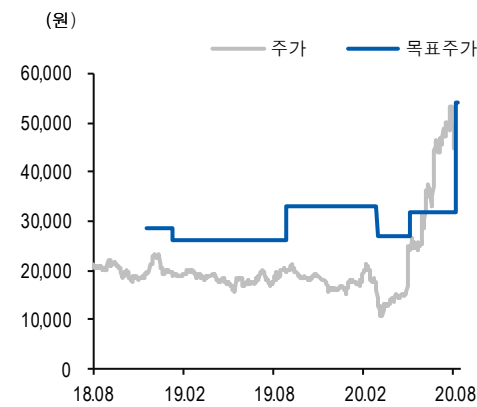
P/E band chart



P/B band chart



동화기업 (025900) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-18	BUY	54,000	1년		
2020-05-18	BUY	32,000	1년	19.05	66.56
2020-03-12	BUY	27,000	1년	-46.09	-7.78
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: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.3
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-15

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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 기존 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 투자사결정은 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.