

동화기업 (025900)

건자재



김기룡

02 3770 3521

kiryoung.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	54,000원 (M)
현재주가 (11/16)	38,950원
상승여력	39%

시가총액	7,867억원
총발행주식수	20,198,382주
60일 평균 거래대금	61억원
60일 평균 거래량	142,805주
52주 고	53,300원
52주 저	10,700원
외인지분율	42.43%
주요주주	DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외 10인 69.55%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.8	(13.1)	110.5
상대	1.1	(14.3)	66.1
절대(달러환산)	6.3	(7.2)	121.4

시장 예상치를 상회한 호실적

3Q20 Review : 3분기 영업이익, 시장 예상치 16% 상회

2020년 3분기, 동화기업 연결 실적은 매출액 1,907억원(+2.9%, YoY), 영업이익 188억원(+32.0%, YoY)으로 당분기 영업이익은 시장 예상치(162억원)를 16% 상회했다. 베트남 마진율은(Dongwha Vina 연결 반영)은 코로나 19 영향 축소에 따른 수출물량 회복과 친환경 비중 확대에 따른 Mix 개선, 목재 원재료 가격 안정화로 전분기 대비 뚜렷하게 개선되었다. [영업이익률 : 11.4%(2Q20) → 20.7%(3Q20)]. 당분기 호주 법인 영업이익 개선[4억원(3Q19) → 29억원(3Q20)]은 긍정적인 반면, 2019년부터 수입물량 증가 영향 등으로 하락세가 이어진 보드(PB, MDF) 판가 회복은 국내 MDF 경쟁사 일부 설비 섰다운 이슈에도 크지 않았다. 2019년 8월부터 연결 반영된 2차전지 전해액 제조사 동화일렉트로라이트(지분 : 89.5%)실적은 고객사 소형 IT 수요 증가로 당분기 매출액 148억원, 영업이익 13억원(OPM : 8.8%)을 기록하며 전분기 대비 개선되었다. [2Q20 매출액 : 125억원, 영업이익 4억원]

베트남, 동화일렉트로라이트 중심의 이익 개선

동사의 실적은 베트남과 동화일렉트로라이트 중심의 개선세가 지속될 것으로 추정한다. 베트남 실적은 코로나 19로 부진했던 남부 지역(VRG Dongwha, 지분 50%)의 실적 회복이 진행될 전망이다. 추가적으로 2021년 베트남 북부(Dongwha Vietnam, 지분 100%) 신규 마루(3월) 및 MDF(8월) 설비 준공으로 가동 효과가 온전히 반영되는 2022년 영업이익 기준 약 200억원의 증가 효과가 예상된다. 동화일렉트로라이트 실적 역시 지연된 기존 고객사 중대형 매출과 올해 4분기 신규 고객사 물량으로 점차 개선된 실적 흐름을 나타낼 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 및 목표주가 54,000원 유지

동화기업에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 54,000원을 유지한다. 1) 동화일렉트로라이트를 통한 2차전지 전해액 실적 기여 확대 및 관련 모멘텀 2) 현재 가동중인 베트남 남부 시설에 이어 2021년 준공 예정인 베트남 북부 MDF 및 마루공장(Dongwha Vietnam)을 통한 추가적인 이익 성장은 건자재 업종 내에서는 차별화 된 투자포인트가 될 것으로 전망한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q20	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,907	2.9	6.0	1,881	1.4
영업이익	188	32.0	29.5	162	16.1
세전계속사업이익	175	60.3	11.6	140	24.7
지배순이익	93	340.6	27.3	72	28.9
영업이익률 (%)	9.8	+2.1 %pt	+1.8 %pt	8.6	+1.2 %pt
지배순이익률 (%)	4.9	+3.8 %pt	+0.8 %pt	3.8	+1.1 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	7,600	7,174	7,477	7,940
영업이익	841	585	654	791
지배순이익	351	277	233	360
PER	12.9	13.5	33.7	21.9
PBR	0.7	0.6	1.2	1.2
EV/EBITDA	6.6	8.4	10.9	9.5
ROE	7.0	5.3	4.2	6.1

자료: 유안타증권

동화기업 3Q20 Review (단위: 십억원)

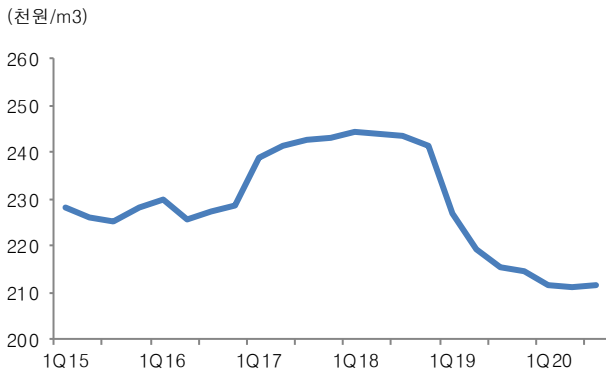
	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	185	191	183	180	191	2.9%	6.0%	188	1.4%
영업이익	14	12	14	14	19	32.0%	29.5%	16	16.1%
세전이익	11	14	6	16	17	60.3%	11.6%	14	24.7%
지배주주순이익	2	14	-1	7	9	340.6%	27.3%	7	28.9%
영업이익률	7.7%	6.4%	7.5%	8.0%	9.8%			8.6%	
세전이익률	5.9%	7.4%	3.1%	8.7%	9.2%			7.4%	
지배주주순이익률	1.1%	7.5%	-0.8%	4.1%	4.9%			3.8%	

동화기업 분기 실적 요약 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	2021E
매출액 (연결)	171	170	185	191	717	183	180	191	194	748	794
- 소재+화학 등	133	127	132	135	527	134	128	133	138	533	543
- 베트남 (남부+북부)	38	42	44	42	166	36	39	43	41	160	179
- 동화일렉트로라이트	-	-	10	15	24	13	12	15	15	55	72
매출원가 (연결)	133	130	146	149	556	143	138	144	146	570	599
% 매출원가율	77.5%	76.3%	78.5%	77.7%	77.5%	78.0%	76.6%	75.6%	75.1%	76.3%	75.5%
매출총이익 (연결)	38	40	40	43	161	40	42	47	48	177	195
판관비 (연결)	22	25	26	30	103	27	28	28	30	112	116
% 판관비율	12.9%	14.5%	13.8%	15.9%	14.3%	14.5%	15.4%	14.6%	15.4%	15.0%	14.6%
영업이익 (연결)	16	16	14	12	58	14	14	19	18	65	79
- 소재+화학 등	11	8	5	4	29	6	10	8	8	32	36
- 베트남 (남부+북부)	5	7	9	8	28	7	4	9	9	29	36
- 동화일렉트로라이트	-	-	0	1	1	1	0	1	1	4	7
영업이익률 (연결)	9.5%	9.2%	7.7%	6.4%	8.2%	7.5%	8.0%	9.8%	9.5%	8.7%	10.0%
- 소재+화학 등	8.6%	6.5%	3.8%	3.0%	5.5%	4.4%	7.5%	6.4%	6.0%	6.1%	6.7%
- 베트남 (남부+북부)	12.7%	17.4%	19.9%	18.0%	17.1%	20.0%	11.4%	20.7%	21.2%	18.4%	20.0%
- 동화일렉트로라이트	-	-	4.5%	4.5%	4.5%	4.7%	3.1%	8.8%	9.5%	6.7%	9.7%
세전이익	13	13	11	14	51	6	16	17	17	56	75
% 세전이익률	7.6%	7.5%	5.9%	7.4%	7.1%	3.1%	8.7%	9.2%	8.7%	7.4%	9.4%
지배주주순이익	6	5	2	14	28	-1	7	9	8	23	36
% 지배주주순이익률	3.6%	2.9%	1.1%	7.5%	3.9%	-0.8%	4.1%	4.9%	4.2%	3.1%	4.5%

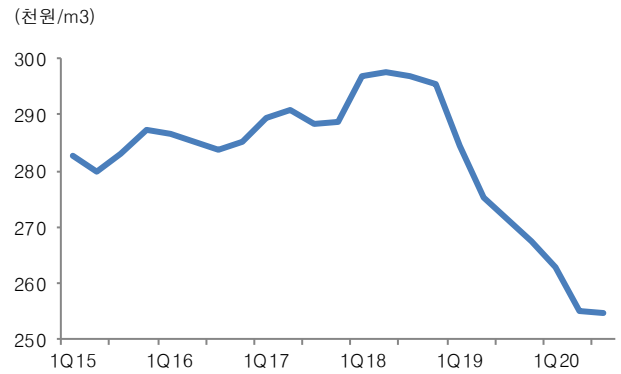
주 : 유안타증권 리서치센터

PB 판매단가 추이 [분기 누계 기준, 3Q20 까지]



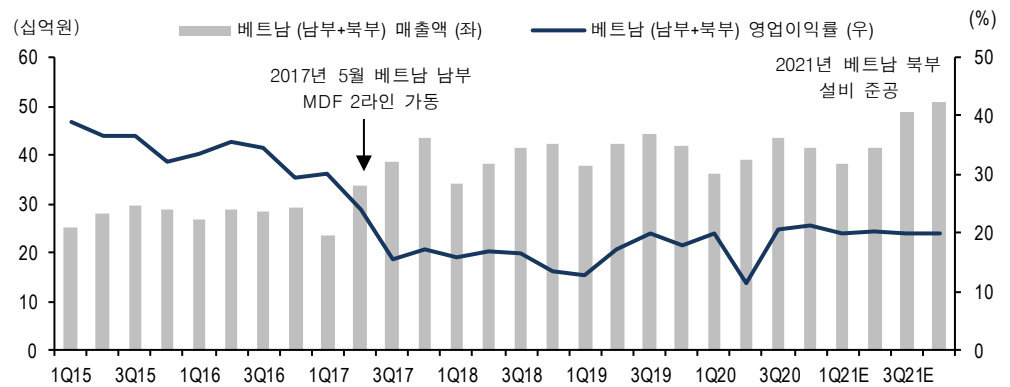
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

MDF 판매단가 추이 [국내+베트남, 분기 누계 기준, 3Q20 까지]



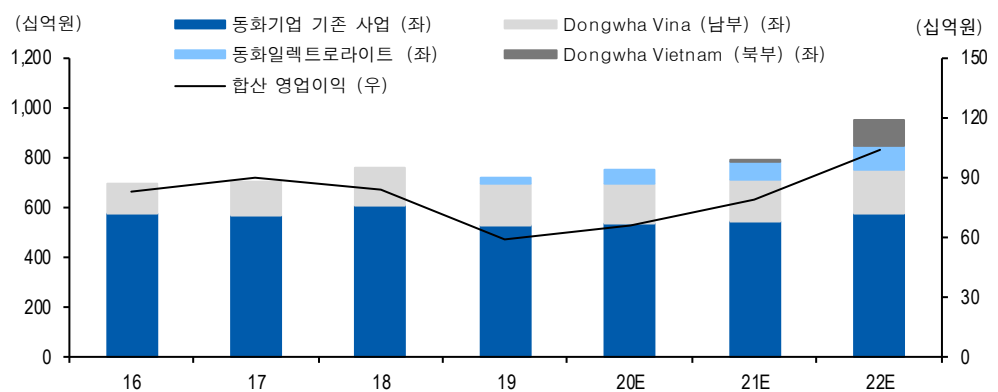
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

분기별 베트남 (남부+북부) 매출액/영업이익률 추이 및 전망



자료: 동화기업, 유안타증권 리서치센터

동화기업 주요 사업부문별 매출액, 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: 동화기업, 유안타증권 리서치센터 추정

국내 건자재 업체 Valuation Table

		동화기업	KCC	LG 하우스시스	한샘	쌍용양회	아세아시멘트	한솔홈데코	성창기업지주
		한국	한국	한국	한국	한국	한국	한국	한국
현재주가(원)		38,950	168,500	69,900	94,200	5,550	61,100	2,105	1,985
시가총액(십억원)		787	1,497	627	2,217	2,796	238	170	138
주가수익률(%)	1D	4.1	3.1	7.0	0.4	0.0	0.0	-2.8	1.3
	1M	2.8	7.3	3.2	-6.7	-0.2	6.4	2.2	14.7
	3M	-13.1	4.0	12.2	-5.8	-0.5	-0.8	79.9	16.4
	6M	56.4	17.8	23.9	8.3	8.8	-2.6	138.9	31.0
P/E(배)	2017A	24.5	89.7	10.7	33.3	9.0	6.6	33.8	43.0
	2018A	9.5	-	-	13.2	21.8	25.8	9.4	-
	2019A	10.7	-	36.1	25.7	21.9	10.6	-	-
	2020E	48.5	-	13.2	28.9	19.0	9.1	-	-
	2021E	26.7	-	13.9	22.6	16.8	6.8	-	-
P/B(배)	2017A	0.8	0.6	0.9	6.3	1.0	0.5	0.8	0.3
	2018A	0.7	0.5	0.6	2.1	1.6	0.5	0.7	0.3
	2019A	0.6	0.5	0.5	1.8	1.6	0.4	0.6	0.2
	2020E	1.4	-	0.7	2.9	1.6	0.3	-	-
	2021E	1.3	-	0.7	2.7	1.7	0.3	-	-
ROE(%)	2017A	7.3	0.7	6.9	18.3	16.6	8.2	2.3	0.8
	2018A	7.0	-0.4	-5.6	16.6	7.5	2.1	7.4	-1.6
	2019A	5.3	-4.4	1.1	7.3	7.0	3.5	-2.9	-2.1
	2020E	3.0	-	5.1	12.0	8.4	2.9	-	-
	2021E	5.2	-	4.6	13.9	9.9	4.2	-	-
EV/EBITDA	2017A	6.3	3.6	6.8	19.8	7.1	3.8	10.8	26.4
	2018A	6.4	2.4	7.6	13.0	10.5	7.7	10.0	114.4
	2019A	8.5	3.7	6.4	10.1	9.1	5.7	21.0	22.7
	2020E	11.7	-	6.0	13.9	8.7	5.2	-	-
	2021E	10.1	-	5.4	12.1	8.2	4.5	-	-

자료: Bloomberg, 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)		38,950	143,200	79,600	165,200	41,550	10,050	1,795	2,267	86
시가총액(M\$)		711	2,720	4,384	1,492	1,053	841	1,817	929	5,384
주가수익률(%)	1D	4.1	-1.9	-1.0	-1.6	-2.4	2.4	1.9	0.8	-3.0
	1M	2.8	8.5	-0.5	7.1	6.1	6.1	-2.3	0.8	31.2
	3M	-13.1	-7.2	-14.5	33.1	-4.5	16.2	-6.3	8.5	53.1
	6M	56.4	67.3	47.7	136.3	123.9	45.0	5.0	18.1	105.5
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	48.5	60.5	130.4	63.6	257.5	268.0	8.7	14.1	69.1
	2021E	26.7	35.9	46.2	37.8	106.3	29.7	14.0	61.1	54.5
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	1.4	7.2	4.8	6.7	5.9	4.3	0.5	0.6	8.2
	2021E	1.3	6.1	4.0	5.6	5.6	3.8	0.5	0.6	7.3
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	3.0	12.6	3.7	11.1	2.7	1.0	6.6	3.9	12.7
	2021E	5.2	18.6	9.5	16.4	5.9	13.7	3.8	0.9	13.9
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	11.7	36.6	41.1	38.9	57.3	27.7	4.8	7.4	47.0
	2021E	10.1	22.6	25.0	24.0	35.7	15.1	5.2	9.8	38.2

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	7,477	7,940	9,467
매출원가	5,829	5,562	5,704	5,993	7,139
매출총이익	1,771	1,612	1,773	1,947	2,328
판매비	930	1,027	1,119	1,156	1,287
영업이익	841	585	654	791	1,041
EBITDA	1,229	1,065	1,223	1,399	1,699
영업외손익	-135	-76	-97	-45	7
외환관련손익	-36	2	-8	-59	-49
이자손익	-85	-98	-95	-99	-89
관계기업관련손익	15	15	-1	19	27
기타	-29	4	7	94	118
법인세비용차감전순손익	706	509	557	746	1,048
법인세비용	171	75	166	209	294
계속사업순손익	535	434	391	537	755
중단사업순손익	-25	0	0	0	0
당기순이익	510	434	391	537	755
지배지분순이익	351	277	233	360	521
포괄순이익	514	498	490	636	853
지배지분포괄이익	337	308	300	416	565

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	1,118	945	1,194
당기순이익	510	434	391	537	755
감가상각비	358	434	502	540	590
외환손익	24	8	8	59	49
중속, 관계기업관련손익	0	0	21	-19	-27
자산부채의 증감	50	-549	-48	-340	-360
기타현금흐름	220	69	244	168	188
투자활동 현금흐름	-1,193	-1,654	-1,496	-1,180	-970
투자자산	4	-104	-28	-20	-20
유형자산 증가 (CAPEX)	-315	-450	-817	-820	-590
유형자산 감소	3	3	1	1	1
기타현금흐름	-884	-1,103	-652	-341	-361
재무활동 현금흐름	28	1,241	124	-560	-820
단기차입금	513	130	-219	-50	-90
사채 및 장기차입금	-394	1,774	636	-30	-250
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-142	-141	-294	-295	-295
기타현금흐름	51	-522	0	-186	-186
연결범위변동 등 기타	-19	-9	519	768	768
현금의 증감	-22	-26	265	-27	172
기초 현금	264	241	216	481	454
기말 현금	241	216	481	454	626
NOPLAT	841	585	654	791	1,041
FCF	760	-20	164	17	457

자료: 유안타증권

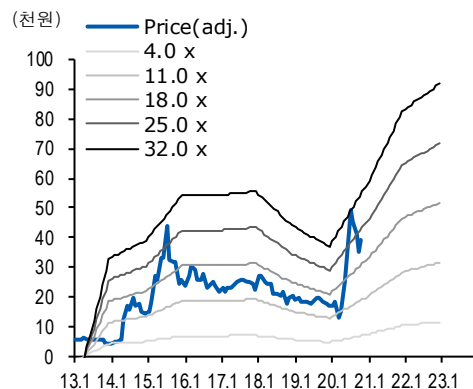
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,829	3,249	3,811	3,873	4,155
현금및현금성자산	241	216	481	454	626
매출채권 및 기타채권	973	958	961	991	1,021
재고자산	780	995	920	950	980
비유동자산	9,469	11,157	11,596	11,837	11,789
유형자산	7,455	7,902	8,369	8,648	8,647
관계기업등 지분관련자산	1,222	1,247	1,256	1,276	1,296
기타투자자산	41	67	100	100	100
자산총계	12,298	14,406	15,406	15,711	15,944
유동부채	3,799	3,840	4,014	4,464	4,254
매입채무 및 기타채무	950	898	840	870	910
단기차입금	2,302	2,511	2,320	2,270	2,180
유동성장기부채	324	269	594	1,034	864
비유동부채	1,714	3,790	4,101	3,681	3,631
장기차입금	415	1,004	1,553	1,493	1,413
사채	0	1,306	1,098	688	688
부채총계	5,513	7,629	8,115	8,145	7,885
지배지분	5,164	5,297	5,718	5,992	6,485
자본금	77	106	106	106	106
자본잉여금	991	845	933	933	933
이익잉여금	7,098	7,317	7,525	7,857	8,350
비지배지분	1,621	1,480	1,574	1,574	1,574
자본총계	6,785	6,777	7,292	7,566	8,060
순차입금	2,028	4,055	3,925	3,852	3,301
총차입금	3,041	5,119	5,595	5,515	5,175

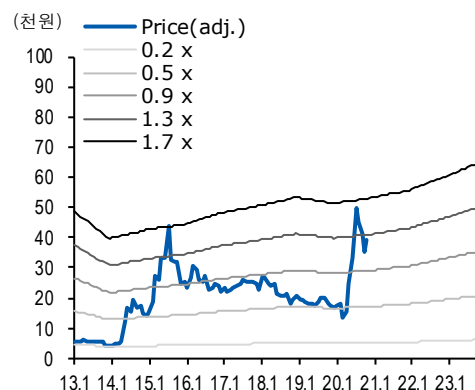
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,736	1,371	1,155	1,782	2,578
BPS	31,414	30,228	31,289	32,790	35,490
EBITDAPS	8,560	5,273	6,056	6,926	8,411
SPS	37,625	35,518	37,017	39,309	46,870
DPS	178	150	150	150	150
PER	12.9	13.5	33.7	21.9	15.1
PBR	0.7	0.6	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.6	8.4	10.9	9.5	7.5
PSR	0.6	0.5	1.1	1.0	0.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	8.2	-5.6	4.2	6.2	19.2
영업이익 증가율 (%)	-6.8	-30.5	11.8	21.0	31.6
지배순이익 증가율 (%)	2.5	-21.0	-15.7	54.2	44.7
매출총이익률 (%)	23.3	22.5	23.7	24.5	24.6
영업이익률 (%)	11.1	8.2	8.7	10.0	11.0
지배순이익률 (%)	4.6	3.9	3.1	4.5	5.5
EBITDA 마진 (%)	16.2	14.8	16.4	17.6	17.9
ROIC	7.2	5.3	4.4	5.3	6.9
ROA	2.9	2.1	1.6	2.3	3.3
ROE	7.0	5.3	4.2	6.1	8.3
부채비율 (%)	81.3	112.6	111.3	107.6	97.8
순차입금/자기자본 (%)	39.3	76.5	68.6	64.3	50.9
영업이익/금융비용 (배)	8.3	4.3	4.8	5.7	8.0

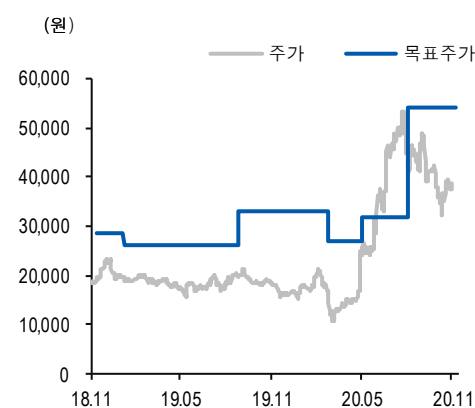
P/E band chart



P/B band chart



동화기업 (025900) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-17	BUY	54,000	1년		
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)	1.2
Buy(매수)	88.4
Hold(중립)	10.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-14

※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 투자의사결정은 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.