

# 동화기업 (025900)

## 효율적 자본 활용의 좋은 예

### 1Q21 Review : 소형전지 전해액 실적 회복

2차전지 전해액 및 전자재 기업 동화기업의 1분기 연결 실적은 매출 2,101억원(YoY +15%, QoQ +10%), 영업이익 253억원(YoY +85%, QoQ +27%)로 컨센서스를 상회했다. 1)전해액 부문(매출 비중 7%)의 경우 전년 동기 COVID-19 기저 효과 및 전동공구 시장 수요 회복 힘입어 부문 매출은 YoY +14% 증가했다. 다만, 수익성 높은 중대형전지향 전해액 매출 본격 발생 시점이 고객사 가동 스케줄 변동으로 인해 다소 지연되며 부문 수익성은 소폭 적자 기록했다. 2) 목재 보드 및 바닥재 등 전자재 부문 합산 매출은 YoY +15% 증가했다. 글로벌 건설 경기 회복 및 해상 운임 상승 영향으로 목재 관련 제품의 국내 유입이 어려운 상황에서 국내 가구 수요 호조 맞물리며 목재 가격이 상승, 매출 성장 및 마진 개선 동반됐다.

### 2021년 영업이익 YoY +121% 전망

2분기 연결 실적은 매출 2,515억원(YoY +40%, QoQ +20%), 영업이익 320억원(YoY +121%, QoQ +27%)로 성장세 지속될 전망이다. 전해액 부문 매출은 213억원으로 첫 200억원 이상 매출 발생하며 YoY +70%, QoQ +47% 성장 전망된다. 전자재 부문 역시 가구 수요 호조 및 목재 가격 상승 지속되며 YoY +37% 성장 전망된다. 2021년 실적은 매출 9,477억원(YoY +27%), 영업이익 1,159억원(YoY +74%)으로 가파른 성장이 전망된다. 전해액 CAPA 확장과 함께 전자재 부문 Q 증가 및 P 상승 동반되며 실적 성장 견인할 전망이다. 전해액 부문 매출은 2020년 555억원, 2021년 1,049억원, 2022년 1,888억원, 2023년 3,587억원으로 증가하며 전사 실적 대비 2차전지 소재 매출 비중은 2020년 7%, 2021년 11%, 2022년 18%, 2023년 29%로 상승할 전망이다. 특히 소형 전지 전해액 대비 수익성 높은 중대형 전지 전해액 비중 증가 과정에서 매출 증가 및 수익성 상승 동반될 전망이다.

### 2차전지 가치 1.3조원, 전자재 가치 0.8조원 전망

목표주가를 81,000원으로 상향한다. 목표주가는 2023년 실적 기준 2차전지 소재 및 전자재 부문에 대한 SOTP 적용하여 산출하였다. 전해액 부문은 2023년 예상 순이익 330억원 및 PER 39배, 지배주주지분율 89% 적용하여 적정 가치 1.3조원을 산출하였다. 전자재 부문의 경우 2023년 예상 순이익 840억원 및 전해액 사업 인수 전 동화기업 평균 PER 15배, 지배주주지분율 65% 적용하여 적정 가치 0.8조원을 산출하였다. 영업가치 2.1조원 및 순차입금 0.5조원 반영한 목표 시총은 1.6조원이다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 81,000원(상향) | CP(5월17일): 69,800원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	962.50
52주 최고/최저(원)	82,300/24,000
시가총액(십억원)	1,410.0
시가총액비중(%)	0.35
발행주식수(천주)	20,201.2
60일 평균 거래량(천주)	169.7
60일 평균 거래대금(십억원)	10.9
21년 배당금(예상, 원)	0
21년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	43.16
주요주주 지분율(%)	
DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외	69.58
12 인	
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.2) 79.0 180.3
상대	2.8 56.1 101.5

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	911.6	1,108.7
영업이익(십억원)	106.1	128.8
순이익(십억원)	71.8	89.4
EPS(원)	2,452	3,209
BPS(원)	33,742	37,728

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	717.4	744.9	947.7	1,063.3	1,287.8
영업이익	십억원	58.5	66.8	115.9	127.6	160.7
세전이익	십억원	50.9	52.0	109.2	121.0	156.6
순이익	십억원	27.7	23.5	62.3	66.7	86.4
EPS	원	1,371	1,162	3,083	3,299	4,278
증감율	%	(21.03)	(15.24)	165.32	7.01	29.68
PER	배	12.36	42.69	22.64	21.16	16.32
PBR	배	0.62	1.75	2.22	2.01	1.79
EV/EBITDA	배	8.46	13.09	9.94	8.98	7.24
ROE	%	5.30	4.33	10.62	10.24	11.88
BPS	원	27,472	28,389	31,468	34,767	39,046
DPS	원	150	0	0	0	0



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

표 1. 동화기업 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>182.9</b>	<b>179.9</b>	<b>190.7</b>	<b>191.0</b>	<b>210.1</b>	<b>251.5</b>	<b>232.6</b>	<b>253.5</b>	<b>717.4</b>	<b>744.9</b>	<b>947.7</b>	<b>1,063.3</b>
전해액	12.7	12.5	14.8	16.6	14.5	21.3	27.8	41.4	24.1	55.5	104.9	188.8
중대형	3.2	3.1	1.5	1.7	1.4	6.4	8.9	13.6	8.4	9.3	30.4	94.6
소형	9.5	9.4	13.3	15.0	13.0	14.9	18.9	27.7	15.7	46.2	74.5	94.2
유기용매 정제	-	-	-	0.0	-	0.2	0.4	1.4	0.0	0.0	2.0	4.1
건장재 및 기타	170.2	167.4	175.9	174.4	195.6	230.1	204.4	210.7	693.3	689.4	840.8	870.3
<b>영업이익</b>	<b>13.7</b>	<b>14.5</b>	<b>18.8</b>	<b>18.8</b>	<b>25.3</b>	<b>32.0</b>	<b>29.3</b>	<b>29.2</b>	<b>58.5</b>	<b>66.8</b>	<b>115.9</b>	<b>127.6</b>
영업이익률	7.5%	8.0%	9.8%	9.9%	12.0%	12.7%	12.6%	11.5%	8.2%	9.0%	12.2%	12.0%
<b>지배순이익</b>	<b>-1.4</b>	<b>7.3</b>	<b>9.3</b>	<b>8.8</b>	<b>15.8</b>	<b>15.8</b>	<b>15.2</b>	<b>15.5</b>	<b>27.7</b>	<b>23.5</b>	<b>62.3</b>	<b>66.7</b>
순이익률	-0.8%	4.1%	4.9%	4.6%	7.5%	6.3%	6.5%	6.1%	3.9%	3.2%	6.6%	6.3%
YoY												
매출액	7%	6%	3%	0%	15%	40%	22%	32%	-6%	4%	27%	12%
전해액	0%	0%	54%	15%	14%	70%	72%	193%		130%	89%	80%
유기용매 정제	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	13970%		-	-	106%
건장재및기타	0%	-1%	0%	-1%	15%	37%	17%	19%	-9%	-1%	22%	4%
영업이익	-16%	-8%	32%	53%	85%	121%	57%	47%	-30%	14%	73%	10%
지배순이익	-123%	48%	340%	-39%	흑전	117%	63%	86%	-21%	-15%	165%	7%

자료: 하나금융투자

표 1. 동화기업 Valuation Table

(단위:십억원)

		19	20	21F	22F	23F
영업이익	전해액 등 2차전지 소재	1.0	3.3	5.5	17.6	48.7
	건장재 관련	57.5	63.5	110.4	109.9	112.0
	영업이익 Total	58.5	66.8	115.9	127.6	160.7
NOPLAT (유효법인세율 25% 가정)	전해액 등 2차전지 소재	0.8	2.5	4.1	13.2	36.5
	건장재 관련	43.1	47.6	82.8	82.4	84.0
	순이익 Total	43.9	50.1	86.9	95.7	120.5
P/E	전해액 등 2차전지 소재					23F
	건장재 관련					39
지배기업 지분율	전해액 등 2차전지 소재					89%
	건장재 관련					65%
기업가치	전해액 등 2차전지 소재					23F
	건장재 관련					1,267
	총 기업가치					817
채권자 가치	순차입금					2,084
주주가치	목표 시총					440
	목표주가					1,644

1) 전해액 P/E 39배 : 2차전지 소재 업체 평균 Target PER 30% 할증(향후 CAPA 확장 가능성 및 미국, 유럽 공장 보유 프리미엄 부여)

2) 건장재 P/E 14배 : 전해액 사업 인수 전 2014년~2019년 평균 PER

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	<b>717.4</b>	<b>744.9</b>	<b>947.7</b>	<b>1,063.3</b>	<b>1,287.8</b>
매출원가	556.2	566.5	715.9	801.7	971.4
매출중이익	161.2	178.4	231.8	261.6	316.4
판매비	102.7	111.6	115.8	134.0	155.7
<b>영업이익</b>	<b>58.5</b>	<b>66.8</b>	<b>115.9</b>	<b>127.6</b>	<b>160.7</b>
금융손익	(9.1)	(13.7)	(8.1)	(6.5)	(4.1)
중속/관계기업손익	1.5	0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.0)	(1.4)	1.4	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>50.9</b>	<b>52.0</b>	<b>109.2</b>	<b>121.0</b>	<b>156.6</b>
법인세	7.5	11.7	16.2	16.9	21.6
계속사업이익	43.4	40.3	92.9	104.1	135.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>43.4</b>	<b>40.3</b>	<b>92.9</b>	<b>104.1</b>	<b>135.0</b>
비지배주주지분 손익	15.7	16.8	30.7	37.5	48.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>27.7</b>	<b>23.5</b>	<b>62.3</b>	<b>66.7</b>	<b>86.4</b>
지배주주지분포괄이익	30.8	12.5	84.9	95.1	123.3
NOPAT	49.9	51.8	98.7	109.8	138.5
EBITDA	106.5	121.8	171.1	184.6	215.7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(5.61)	3.83	27.23	12.20	21.11
NOPAT증가율	(21.66)	3.81	90.54	11.25	26.14
EBITDA증가율	(13.34)	14.37	40.48	7.89	16.85
영업이익증가율	(30.44)	14.19	73.50	10.09	25.94
(지배주주)순이익증가율	(21.08)	(15.16)	165.11	7.06	29.54
EPS증가율	(21.03)	(15.24)	165.32	7.01	29.68
<b>수익성(%)</b>					
매출중이익률	22.47	23.95	24.46	24.60	24.57
EBITDA이익률	14.85	16.35	18.05	17.36	16.75
영업이익률	8.15	8.97	12.23	12.00	12.48
계속사업이익률	6.05	5.41	9.80	9.79	10.48

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,371	1,162	3,083	3,299	4,278
BPS	27,472	28,389	31,468	34,767	39,046
CFPS	5,742	6,433	8,541	9,140	10,677
EBITDAPS	5,273	6,032	8,472	9,140	10,677
SPS	35,518	36,878	46,913	52,634	63,749
DPS	150	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	12.36	42.69	22.64	21.16	16.32
PBR	0.62	1.75	2.22	2.01	1.79
PCFR	2.95	7.71	8.17	7.64	6.54
EV/EBITDA	8.46	13.09	9.94	8.98	7.24
PSR	0.48	1.34	1.49	1.33	1.09
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	5.30	4.33	10.62	10.24	11.88
ROA	2.07	1.55	3.71	3.61	4.22
ROIC	5.37	4.88	8.80	9.57	12.04
부채비율	112.58	126.28	122.68	114.02	110.02
순부채비율	60.54	63.77	49.33	34.53	16.10
이자보상배율(배)	4.35	4.73	9.89	10.87	13.67

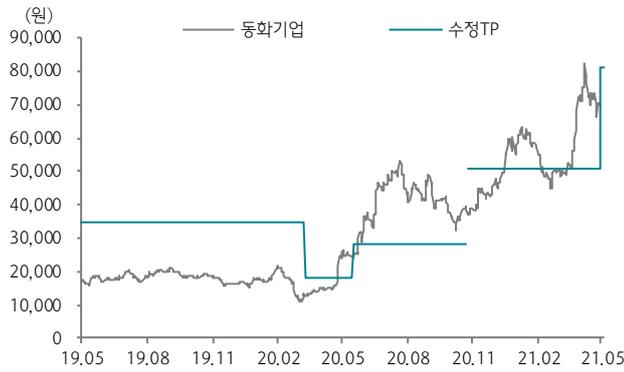
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	<b>324.9</b>	<b>366.5</b>	<b>490.6</b>	<b>610.8</b>	<b>841.7</b>
금융자산	106.4	158.4	215.4	297.8	443.4
현금성자산	21.6	46.7	67.4	129.5	229.2
매출채권	93.8	85.9	113.7	129.3	164.6
재고자산	99.5	94.0	124.4	141.5	180.2
기타유동자산	25.2	28.2	37.1	42.2	53.5
<b>비유동자산</b>	<b>1,115.7</b>	<b>1,220.0</b>	<b>1,277.6</b>	<b>1,311.4</b>	<b>1,328.2</b>
투자자산	131.4	138.8	179.6	202.5	254.3
금융자산	6.7	14.5	15.0	15.3	16.0
유형자산	790.2	891.7	915.0	932.0	902.5
무형자산	130.3	125.1	118.5	112.5	107.0
기타비유동자산	63.8	64.4	64.5	64.4	64.4
<b>자산총계</b>	<b>1,440.6</b>	<b>1,586.4</b>	<b>1,768.2</b>	<b>1,922.2</b>	<b>2,169.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>384.0</b>	<b>446.0</b>	<b>486.3</b>	<b>508.9</b>	<b>560.0</b>
금융부채	282.8	315.9	317.4	318.3	320.2
매입채무	40.4	48.3	64.0	72.8	92.6
기타유동부채	60.8	81.8	104.9	117.8	147.2
<b>비유동부채</b>	<b>379.0</b>	<b>439.3</b>	<b>487.8</b>	<b>515.1</b>	<b>576.7</b>
금융부채	233.9	289.6	289.6	289.6	289.6
기타비유동부채	145.1	149.7	198.2	225.5	287.1
<b>부채총계</b>	<b>762.9</b>	<b>885.4</b>	<b>974.1</b>	<b>1,024.1</b>	<b>1,136.7</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>529.7</b>	<b>555.3</b>	<b>617.6</b>	<b>684.3</b>	<b>770.7</b>
자본금	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	84.5	93.0	93.0	93.0	93.0
자본조정	(293.0)	(285.8)	(285.8)	(285.8)	(285.8)
기타포괄이익누계액	(4.2)	(12.2)	(12.2)	(12.2)	(12.2)
이익잉여금	731.7	749.7	812.0	878.7	965.1
<b>비지배주주지분</b>	<b>148.0</b>	<b>145.8</b>	<b>176.4</b>	<b>213.9</b>	<b>262.5</b>
<b>자본총계</b>	<b>677.7</b>	<b>701.1</b>	<b>794.0</b>	<b>898.2</b>	<b>1,033.2</b>
순금융부채	410.2	447.1	391.7	310.1	166.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>39.6</b>	<b>136.4</b>	<b>188.5</b>	<b>185.9</b>	<b>235.0</b>
당기순이익	43.4	40.3	92.9	104.1	135.0
조정	5	8	6	6	6
감가상각비	48.0	55.0	55.2	57.1	55.0
외환거래손익	0.8	4.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.5)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(42.3)	(50.7)	(49.2)	(51.1)	(49.0)
영업활동 자산부채 변동	(54.9)	14.7	32.2	18.1	40.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(165.4)</b>	<b>(182.2)</b>	<b>(145.4)</b>	<b>(106.1)</b>	<b>(110.0)</b>
투자자산감소(증가)	(5.1)	(7.4)	(40.8)	(23.0)	(51.8)
자본증가(감소)	(44.7)	(143.2)	(72.0)	(68.0)	(20.0)
기타	(115.6)	(31.6)	(32.6)	(15.1)	(38.2)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>124.1</b>	<b>73.4</b>	<b>(10.2)</b>	<b>(10.9)</b>	<b>(9.9)</b>
금융부채증가(감소)	212.4	88.8	1.5	0.8	1.9
자본증가(감소)	(14.6)	8.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(59.6)	(5.7)	(11.7)	(11.7)	(11.8)
배당지급	(14.1)	(18.2)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>(2.6)</b>	<b>25.1</b>	<b>17.9</b>	<b>62.0</b>	<b>99.7</b>
Unlevered CFO	116.0	129.9	172.5	184.6	215.7
Free Cash Flow	(5.4)	(7.0)	116.5	117.9	215.0

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

동화기업



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.17	BUY	81,000		
20.11.11	BUY	51,000	6.89%	61.37%
20.6.3	BUY	28,000	47.01%	90.36%
Analyst change				
20.3.27	BUY	18,000	0.29%	46.67%
19.2.28	BUY	35,000	-48.60%	-39.00%

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

• 투자이견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현재주가 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	95.06%	4.94%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 05월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 5월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2021년 5월 17일 현재 해당회사의 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.