

3Q20 Review: 지금이 저점 매수 타이밍

Analyst 성정환

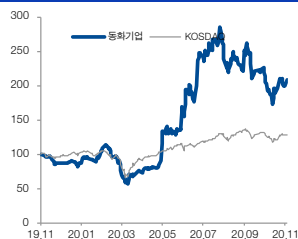
02-3787-2031 irrever@hmsec.com

현재주가 (11/16)	38,950원
상승여력	25.8%
시가총액	787십억원
발행주식수	20,198천주
자본금/액면가	11십억원/500원
52주 최고가/최저가	53,300원/10,700원
일평균 거래대금 (60일)	6십억원
	42.43%
외국인지분율	DONGWHA
주요주주	INTERNATIONAL CO.,LTD
	외 10 인 69.55%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	2.8 -13.1 56.4
상대주가(%p)	1.1 -14.3 27.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	535	1,001	30,000
After	992	977	49,000
Consensus	1,029	1,744	56,250
Cons. 차이	-3.6%	-44.0%	-12.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 3분기 연결 매출액은 1,810억원으로 YoY 3% 증가하고 영업이익은 190억원으로 YoY 32% 증가하여 시장 컨센서스 상회.
- 실적 컨센서스 상회의 주요 원인은 VRG동화의 실적 회복. 베트남발 수출물량 회복과 원가하락 영향으로 정상 수준 영업이익률로 회귀
- 투자조건 BUY 유지, QoQ로 개선되기 시작한 동화일렉 실적 개선을 반영하여 목표주가를 49,000원으로 상향.

주요이슈 및 실적전망

- 3분기 실적은 연결 매출액 1,810억원(YoY +3%, QoQ +32%), 영업이익 190억원(YoY 32%, QoQ +30%)을 기록하여 시장 컨센서스 상회
- 실적 컨센서스 상회의 주요 원인은 VRG동화의 실적 회복. 베트남발 수출물량 회복과 원가하락 영향으로 20% 대의 정상 수준 영업이익률로 회귀
- 동화일렉 역시 코로나19의 영향으로 저조했던 2분기 실적에서 QoQ 개선된 매출과 영업이익을 기록하고 영업이익률은 약 9%까지 회복. 4분기에도 양호한 실적 예상되며 중장기 성장성 유지
- 핀란드, 호주 법인이 글로벌 거시경제 부진한 상황 속에도 마진율이 개선되며 연결 실적 방어에 크게 기여. 베트남, 동화일렉을 제외한 연결 자회사들 실적 역시 20년을 바닥으로 점진적으로 개선 될 전망
- 코로나19의 악영향에도 불구하고 베트남, 유럽 건자재/차전지 증설은 지속 진행 중. 21년 하반기부터 순차적으로 완공 및 가동을 상승이 시작될 것으로 보이며, 20년 이후 중장기 성장성은 여전히 흔들림 없이 유지되고 있다는 판단. 동화일렉은 전해액뿐 아니라 NMP 등 신규 사업 아이템을 지속 확대하고 있음.

주가전망 및 Valuation

- 최근 업종センチメント 악화되며 주가 조정 받았지만 베트남/유럽 법인의 증설이 지속 추진되고 있으며 코로나19의 점진적인 완화와 더불어 21년 단기 실적 개선 및 중장기 실적 가시성이 높다는 점을 고려하면 저점 매수 타이밍으로 판단. 해외 법인 증설 움직임을 긍정적으로 판단하여 타겟 밸류에이션 멀티플을 상향. 동사의 높은 성장성이 기대되던 14~16년 Multiple을 적용한 P/B 1.7배를 적용하여 목표주가를 49,000원으로 상향

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	760	84	35	123	1,736	2.5	11.8	0.8	5.4	7.0	0.9
2019	717	58	28	107	1,371	-21.0	12.4	0.6	8.4	5.3	0.9
2020F	734	66	20	127	992	-27.6	39.3	1.4	11.3	3.7	0.4
2021F	822	76	20	156	977	-1.5	39.9	1.3	9.7	3.4	0.4
2022F	990	97	37	183	1,841	88.4	21.2	1.3	8.0	6.2	0.4

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 동화기업 2020년 3분기 연결 실적

(단위: 십억 원)

	분기실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	3Q20P	3Q19	2Q20	(YoY)	(QoQ)	3Q20F	대비	3Q20F	대비
매출액	191	185	180	3%	6%	203	-6%	188	1%
영업이익	19	14	14	32%	30%	18	4%	16	16%
세전이익	18	11	16	61%	12%	12	46%	14	25%
지배주주순이익	9	2	7	342%	28%	5	86%	7	29%

자료: Fnguide, 현대차증권

〈표2〉 동화기업 연결 분기 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	171	170	185	191	183	180	191	181	717	734	822
영업이익	16	16	14	12	14	14	19	19	58	66	76
세전이익	13	13	11	14	6	16	18	13	51	52	53
지배주주순이익	6	5	2	14	-1	7	9	5	28	20	20
영업이익률	10%	9%	8%	6%	7%	8%	10%	10%	8%	9%	9%
세전이익률	8%	8%	6%	7%	3%	9%	9%	7%	7%	7%	6%
순이익률	4%	3%	1%	8%	-1%	4%	5%	3%	4%	3%	2%

자료: 현대차증권

〈표3〉 동화기업 연결 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	734	822	767	854	-4%	-4%
영업이익	66	76	64	78	3%	-3%
세전이익	52	53	38	54	36%	-3%
지배주주순이익	20	20	11	20	82%	-1%

자료: 현대차증권

〈표4〉 P/B Valuation

항목	비고
예상 BPS (원)	28,987 21년 예상 평균 BPS
적정 P/B(배)	1.7 14~16년 P/B 고점 평균 적용
적정주가 (원)	49,278
목표주가 (원)	49,000
현재주가 (원)	38,950
Upside (%)	25.8%

자료: 현대차증권

〈표5〉 동화기업 부문별 실적 추이

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액(연결)	171	170	185	191	183	180	191	181	717	734	822
YoY	-9%	-13%	-1%	1%	7%	6%	3%	-5%	-6%	2%	12%
동화기업(별도)	94	91	90	96	96	91	94	95	371	376	401
YoY	-15%	-19%	-15%	-12%	2%	0%	4%	-1%	-15%	1%	7%
VRG동화	38	42	44	42	36	39	43	43	166	161	174
YoY	11%	11%	7%	-1%	-5%	-8%	-2%	2%	7%	-3%	8%
베트남 북부법인 동화일렉			10	15							7
YoY					13	13	15	16	25	56	92
기타연결자회사	59	34	51	49			55%	7%			66%
YoY	-13%	-56%	2%	8%	48	50	43	51	193	192	198
연결조정	-20	2	-9	-10	-9	-12	-5	-23	-37	-50	-50
영업이익(연결)	16	16	14	12	14	14	19	19	58	66	76
YoY	-28%	-39%	-35%	-12%	-16%	-8%	32%	54%	-30%	13%	12%
동화기업(별도)	7	6	2	3	4	6	5	6	17	21	27
YoY	-43%	-60%	-79%	-52%	-45%	6%	123%	131%	-59%	22%	31%
VRG동화	5	7	9	8	7	5	9	10	28	31	31
YoY	-11%	15%	29%	32%	50%	-39%	1%	33%	17%	8%	2%
베트남 북부법인 동화일렉				-1	0	-1	-1	-2	-1	-4	-4
YoY				1	1	0	1	2	1	4	7
기타연결자회사	5	3	3	3	4	5	6	4	15	19	16
YoY	203%	-60%	-7%	-4%	-25%	92%	63%	28%	-9%	31%	-16%
연결조정	0	0	0	-2	-1	-1	-1	-1	-2	-4	-4
영업이익률(연결)	10%	9%	8%	6%	7%	8%	10%	10%	8%	9%	9%
동화기업(별도)	7%	6%	3%	3%	4%	6%	6%	6%	5%	6%	7%
VRG동화	13%	17%	20%	18%	20%	12%	21%	23%	17%	19%	18%
베트남 북부법인 동화일렉				7%	5%	2%	9%	10%		7%	-63%
기타연결자회사	8%	8%	7%	7%	8%	11%	13%	8%	8%	10%	8%
세전이익	13	13	11	14	6	16	18	13	51	52	53
지배주주순이익	6	5	2	14	-1	7	9	5	28	20	20
세전이익률	8%	8%	6%	7%	3%	9%	9%	7%	7%	7%	6%
순이익률	4%	3%	1%	8%	-1%	4%	5%	3%	4%	3%	2%

자료: 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	760	717	734	822	990
증가율 (%)	8.3	-5.7	2.4	12.0	20.4
매출원가	583	556	562	623	752
매출원가율 (%)	76.7	77.5	76.6	75.8	76.0
매출총이익	177	161	172	199	238
매출이익률 (%)	23.3	22.5	23.4	24.2	24.0
증가율 (%)	-1.1	-9.0	6.8	15.7	19.6
판매관리비	93	103	106	123	142
판매비율 (%)	12.2	14.4	14.4	15.0	14.3
EBITDA	123	107	127	156	183
EBITDA 이익률 (%)	16.2	14.9	17.3	19.0	18.5
증가율 (%)	-4.7	-13.0	18.7	22.8	17.3
영업이익	84	58	66	76	97
영업이익률 (%)	11.1	8.1	9.0	9.2	9.8
증가율 (%)	-6.7	-31.0	13.8	15.2	27.6
영업외손익	-15	-10	-16	-23	-21
금융수익	3	5	6	7	7
금융비용	15	15	24	30	28
기타영업외손익	-3	-0	2	0	0
종속/관계기업관련손익	2	2	1	0	0
세전계속사업이익	71	51	52	53	76
세전계속사업이익률	9.3	7.1	7.1	6.4	7.7
증가율 (%)	-20.2	-28.2	2.0	1.9	43.4
법인세비용	17	7	15	13	19
계속사업이익	53	43	37	39	57
중단사업이익	-3	0	0	0	0
당기순이익	51	43	37	39	57
당기순이익률 (%)	6.7	6.0	5.0	4.7	5.8
증가율 (%)	-17.7	-15.7	-14.0	5.4	46.2
지배주주지분 순이익	35	28	20	20	37
비지배주주지분 순이익	16	16	17	20	20
기타포괄이익	0	6	8	0	0
총포괄이익	51	50	44	39	57

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	116	40	118	137	162
당기순이익	51	43	37	39	57
유형자산 상각비	36	43	55	74	81
무형자산 상각비	3	5	7	6	6
외환손익	2	1	1	0	0
운전자본의 감소(증가)	5	-55	1	3	4
기타	19	3	17	15	14
투자활동으로인한현금흐름	-119	-165	-263	-187	-84
투자자산의 감소(증가)	-24	-3	8	-13	-16
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-32	-45	-176	-173	-65
기타	-63	-117	-95	-1	-3
재무활동으로인한현금흐름	3	124	125	117	-24
차입금의 증가(감소)	-39	59	23	0	0
사채의증가(감소)	0	131	9	140	0
자본의 증가	3	-12	9	0	0
배당금	-14	-14	-18	-3	-3
기타	53	-40	102	-20	-21
기타현금흐름	-2	-1	0	0	0
현금의증가(감소)	-2	-3	-20	67	53
기초현금	26	24	22	2	68
기말현금	24	22	2	68	122

* K-IFRS 연결 기준

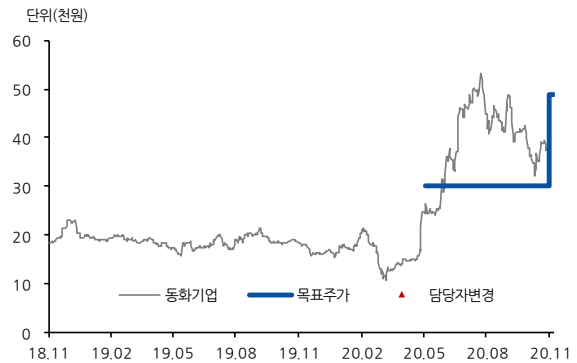
	(단위:십억원)				
재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	283	325	389	487	578
현금성자산	24	22	2	68	122
단기투자자산	77	85	80	89	100
매출채권	94	94	89	98	110
채고자산	78	100	94	104	117
기타유동자산	10	25	24	26	29
비유동자산	947	1,116	1,241	1,346	1,341
유형자산	746	790	927	1,025	1,010
무형자산	48	130	124	118	113
투자자산	126	131	127	140	155
기타비유동자산	27	65	63	63	63
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,230	1,441	1,630	1,833	1,919
유동부채	380	384	491	502	516
단기차입금	230	251	269	269	269
매입채무	65	40	38	42	47
유동성장기부채	32	27	122	122	122
기타유동부채	53	66	62	69	78
비유동부채	171	379	404	559	577
사채	0	131	140	280	280
장기차입금	41	100	124	124	124
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	130	148	140	155	173
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	551	763	895	1,061	1,093
지배주주지분	516	530	568	585	620
자본금	8	11	11	11	11
자본잉여금	99	85	93	93	93
자본조정 등	-293	-293	-286	-286	-286
기타포괄이익누계액	-7	-4	1	1	1
이익잉여금	710	732	749	766	801
비지배주주지분	162	148	167	187	206
자본총계	678	678	735	772	826

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	2,523	2,149	1,811	1,955	2,815
EPS(지배순이익 기준)	1,736	1,371	992	977	1,841
BPS(자본총계 기준)	33,591	33,552	36,412	38,231	40,911
BPS(지배지분 기준)	25,564	26,226	28,145	28,987	30,693
DPS	178	150	150	150	150
P/E(당기순이익 기준)	8.1	7.9	21.5	19.9	13.8
P/E(지배순이익 기준)	11.8	12.4	39.3	39.9	21.2
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.5	1.1	1.0	1.0
P/B(지배지분 기준)	0.8	0.6	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA(Reported)	5.4	8.4	11.3	9.7	8.0
배당수익률	0.9	0.9	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-18.1	-14.8	-15.7	7.9	44.0
EPS(지배순이익 기준)	2.5	-21.0	-27.6	-1.5	88.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.6	6.4	5.2	5.2	7.1
ROE(지배순이익 기준)	7.0	5.3	3.7	3.4	6.2
ROA	4.2	3.3	2.4	2.3	3.0
안정성 (%)					
부채비율	81.3	112.6	121.7	137.4	132.2
순차입금비용	29.9	60.1	64.8	70.2	57.9
이자보상배율	8.3	4.3	4.1	3.7	4.3

▶ 투자이전 및 목표주가 추이

일자	투자이전	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.05.18	BUY	30,000	31.65	77.67
2020.11.17	BUY	49,000		

▶ 최근 2년간 동화기업 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 성정환의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자이전 분류

- ▶ 업종 투자이전 분류 현대차증권의 업종투자이전은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자이전은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY: 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL: 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2019.10.01~2020.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	137건	87.8%
보유	19건	12.2%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.