

2020. 7. 6



▲ 핸드셋/전기전자

Analyst **주민우**
02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

RA **서승연**
02. 6454-4880
sy.seo@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12개월) **70,000 원**

현재주가 (7.3) **37,300 원**

상승여력 **87.7%**

KOSDAQ 752.18pt

시가총액 7,534억원

발행주식수 2,020만주

유동주식비율 20.18%

외국인비중 42.72%

52주 최고/최저가 37,700원/10,700원

평균거래대금 151.0억원

주요주주(%)

DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 70.30
외 10인

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 33.9 94.7 86.4

상대주가 35.4 79.2 78.3

주가그래프



동화기업 025900

2차전지로 보면 비로소 보이는 것들

- ✓ 동화기업은 파낙사이텍(제일모직 Spin-off) 인수를 통해 2차전지 전해액 사업 시작
- ✓ 생산능력은 2019년 3.3만톤, 2020년 4.1만톤, 2021년 6.1만톤 예정
- ✓ 국내 고객사와 고체전해질 공동개발로 전고체 배터리 도입에 따른 수혜 예상됨
- ✓ 2차전지 소재업체로의 인식의 전환 필요 (동화기업 PER 22배 vs 소재 평균 36배)
- ✓ 적정주가 7만원으로 커버 개시 → 예코프로비엠과 함께 최선호주로 추천

동화기업은 2차전지 소재(전해액) 업체 → 인식의 전환 필요

동화기업은 2019년 파낙사이텍(제일모직 Spin-off) 인수를 통해 2차전지 전해액 사업을 시작했다. 삼성SDI와 SK이노베이션향 전해액을 공급하고 있다. 일본업체들이 주도하는 전해액 시장에서 국내 최대 전해액 업체이기 때문에 국산화 수혜가 예상된다. 생산능력은 2019년 3.3만톤, 2020년 4.1만톤, 2021년 6.1만톤이다. 매출액 구성은 2020년 기준 소형 54%, 중대형 46%다. 2020년 전해액 실적은 1) 소형전지 부진, 2) 고객사의 중국 공장 전환투자에 따른 일시적 수요 공백으로 매출액 663억원(+8% YoY), 영업이익 33억원(-37% YoY)을 예상한다. 2021년 전해액 실적은 1) 소형전지 회복, 2) 주력 고객사 Gen5 각형 배터리 생산 효과로 매출액 890억원(+34% YoY), 영업이익 58억원(+75% YoY)을 예상한다. 헝가리 증설효과가 온기로 반영되는 2022년 매출액은 1,386억원(+56% YoY), 영업이익 100억원(+73% YoY)이 예상된다. 건자재 업체가 아닌, 2차전지 소재업체로의 인식의 전환이 필요하다.

투자의견 Buy, 적정주가 70,000원으로 신규 커버리지 개시

적정주가는 2021년 EPS에 42배를 적용했다. 42배는 포스코케미칼의 2019년 멀티플(32배)을 30% 할증한 수치다. 2019년 포스코케미칼 매출 내 2차전지 비중은 14%였다. 2020/2021년 동화기업 매출 내 2차전지 비중은 9%/11%로 예상된다. 두 회사 모두 2차전지 외 다른 사업을 영위하고 있고, 2차전지 매출 비중도 10%대로 비슷하기 때문에 포스코케미칼의 2019년 멀티플을 기준으로 삼았다.

프리미엄을 받아야 하는 이유는 1) 2025년 확대될 전고체 배터리로의 기술변화에 대한 리스크가 전혀 없고(오히려 수혜), 2) 본업(목재)도 베트남을 기반으로 성장하기 때문이다. 동화기업은 전고체 배터리의 핵심인 고체전해질을 고객사와 공동 개발했고, 그 외 배터리 업체와도 컨소시엄을 구성해 고체전해질을 개발하고 있다. 결국 전고체 배터리 도입으로 동화기업의 시장 지위는 더 강화될 것이다. 따라서 같은 2차전지 매출비중을 가지고 있다면 멀티플 프리미엄을 받아야 한다. 2021년 기준 PER 22배(포스코케미칼 46배), PBR 1.2배 ROE 6%(4.1배/10%)는 너무 싸다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	760.0	84.1	35.1	1,736	2.5	25,564	12.9	0.9	4.5	7.0	81.3
2019	717.4	58.5	27.7	1,371	-21.0	26,226	13.5	0.7	3.8	5.3	112.6
2020E	751.9	61.6	22.6	1,119	-18.4	27,971	33.3	1.3	3.5	4.1	105.8
2021E	803.9	75.0	34.1	1,689	51.0	30,461	22.1	1.2	2.8	5.8	103.4
2022E	913.6	87.4	40.9	2,023	19.8	33,403	18.4	1.1	2.5	6.3	92.2



Contents

1. 기업개요	3
2. 전해액	4
1) 전해액 개요	4
2) 전해액 전망	6
3) 실적 전망	8
4) 전고체 영향	9
3. 목재	14
1) 개요	14
2) 실적: P(목재가격) x Q(입주물량)	15
3) 성장동력: 베트남 사업 확장	17
4. 밸류에이션 및 투자전략	18

1. 기업개요

건자재용 목재소재와 2차전지 전해액 사업 영위

동화기업은 목재 가공 기술을 바탕으로 건자재용 목재소재(PB, MDF, MFB), 건장재(바닥재, 벽장재, 외장재), 목재 표면재(LPM)를 판매한다. 목재사업의 수직계열화가 구축되어 있다. 2019년에는 새로운 성장동력을 확보하기 위해 2차전지 전해액 업체 파나스이텍(제일모직 Spin-off) 지분 89%(1,179억원)를 인수했다.

2020년 기준 본업 매출 비중은 91%, 전해액 비중은 9%

동화기업의 비즈니스는 크게 목재 가공과 2차전지 전해액으로 나눌 수 있다. 2020년 예상 매출액 내 본업의 비중은 91%, 전해액의 비중은 9%로 예상된다.

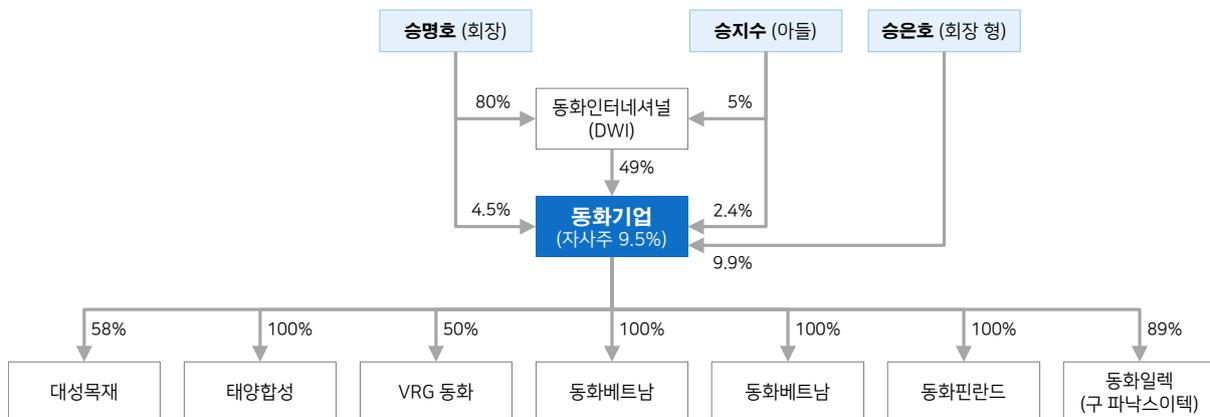
다양한 계열사를 통해 목재 비즈니스 수직계열화 구축했고 베트남 진출로 사업 확장

목재 비즈니스는 PB, MDF, MFB와 같은 목재소재, LPM과 같은 표면재부터 마루 완제품까지 수직계열화가 구축되어 있다. 해당 수직계열화는 여러 계열사를 통해 구축했다. 본사(PB, MDF, 건장재, 표면재), 대성목재(PB), VRG동화(베트남 남부 MDF), 동화베트남(베트남 북부 MDF), 동화호주(제재목), 태양합성(접착제 및 세정제) 등이다. 2014~15년 국내 분양 시장 호황기를 맞아 목재 본업 실적은 큰 성장을 이루었으나, 이후 국내 분양시장이 정체기에 들어가 본업 실적 또한 정체기에 들어서 있다. 향후 성장동력은 베트남에서 찾고 있다. 현재 공장을 갖춘 베트남 남부지역(호치민) 외 북부지역(하노이)에도 공장 증설(2H21 가동)을 진행 중이다. 2019년부터 업사이클에 접어든 하노이 아파트 분양물량 증가 수혜가 예상된다.

전해액은 삼성SDI와 SK이노베이션이 주력 고객

2차전지 전해액은 양극과 음극에 리튬이온을 전달하는 역할을 한다. 체내 혈액의 역할과 유사하다. 혈액이 체내를 돌아다니며 세포와 기관에 생명을 불어 넣듯, 전해액은 배터리 내 양극과 음극을 오가며 리튬이온을 전달하는 역할을 한다. 2차전지 4대소재(양극, 음극, 전해액, 분리막)중 하나다. 전기차 수요가 확대되는 과정에서 삼성SDI와 SK이노베이션향 전해액을 공급하며 구조적인 성장이 예상된다.

그림1 동화그룹 지배구조



자료: 메리츠증권 리서치센터

2. 전해액

1) 전해액 개요

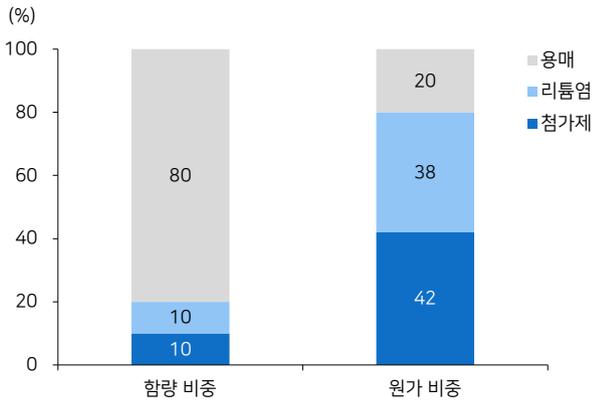
전해액은 리튬염, 유기용매, 첨가제를 배합한 소재

전해액 업체는 리튬염, 유기용매, 첨가제를 외부 구매한 뒤 배합해 배터리 업체에 공급한다. 전체 제조원가 중 원재료 비중이 78%로 높다. 전해액 원재료 배합 비율은 용량기준으로는 리튬염 12%, 용매 85%, 첨가제 3%이나, 금액기준으로는 리튬염 38% 용매 20%, 첨가제 42%다.

전해액은 변질 리스크가 커 재고를 쌓지 않음

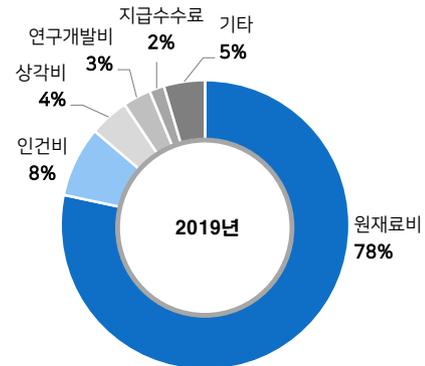
전해액은 배터리 원가 중 9%를 차지한다. 양극재, 분리막 다음으로 많은 비중을 차지한다. 전해액은 배터리 1KWh당 10kg 탑재되고, 1kg당 평균 10달러 내외의 가격으로 공급된다. 전해액은 인화성 물질이기 때문에 폭발물로 간주돼 신규 공장 증설시 각국 정부에서 승인 받는데 약 1년의 시간이 소요된다. 또한 전해액은 변질 리스크가 있기 때문에 재고를 쌓지 않는다. 배터리 업체 또한 전해액이 입고되면 재고를 쌓지 않고 바로 배터리에 주입해 변질 리스크를 최소화 한다.

그림2 전해액 구성 비중



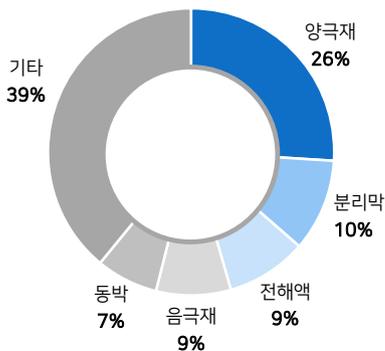
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 전해액 비용 구조



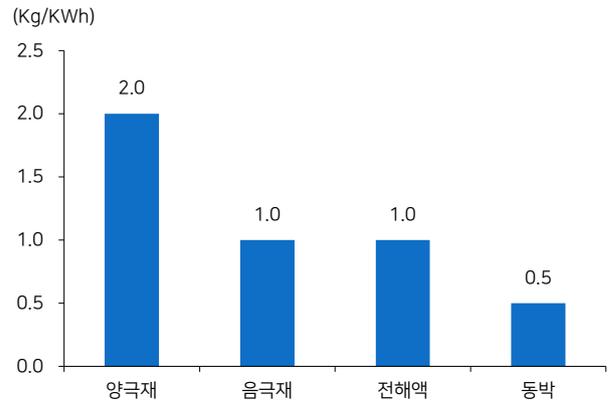
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 배터리 원가 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 KWh당 소재 탑재량 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

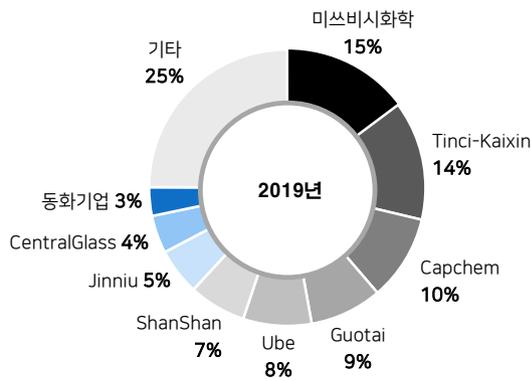
일본업체가 전해액 시장에서 기술적 우위

글로벌 전해액 시장에서 기술력은 미쯔비시화학과 센트럴글라스 같은 일본업체가 두각을 나타내고 있으나, 수량(캐파) 측면에서는 중국 업체들이 두각을 나타내고 있다. 기술력과 캐파 모두 1등업체는 일본 미쯔비시화학이다. 미쯔비시의 주력 고객사는 파나소닉, CATL, 국내 배터리 업체들이다.

국내 전해액 업체는 동화기업, 엔캠, 솔브레인이 대표적

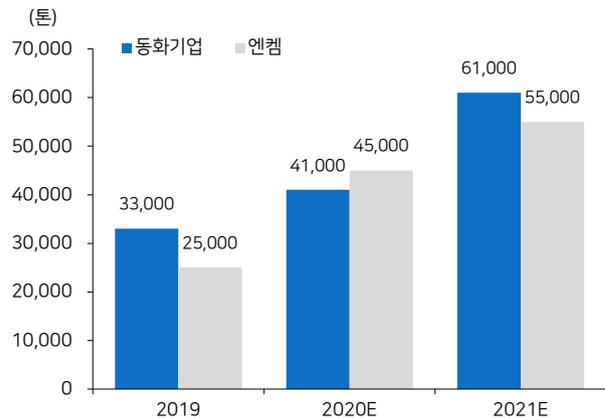
국내 전해액 업체로는 동화기업, 엔캠, 솔브레인이 대표적이다. 동화기업과 솔브레인은 삼성SDI, SK이노베이션 주력, 엔캠은 LG화학, SK이노베이션이 주력 고객사다. 동화기업의 캐파(연말기준)는 2019년 3.3만톤, 2020년 4.1만톤, 2021년 6.1만톤이고, 엔캠의 캐파(연말기준)은 2019년 2.5만톤, 2020년 4.5만톤, 2021년 5.5만톤이다.

그림6 글로벌 전해액 시장 점유율



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내 전해액 업체 생산능력 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

2) 전해액 전망

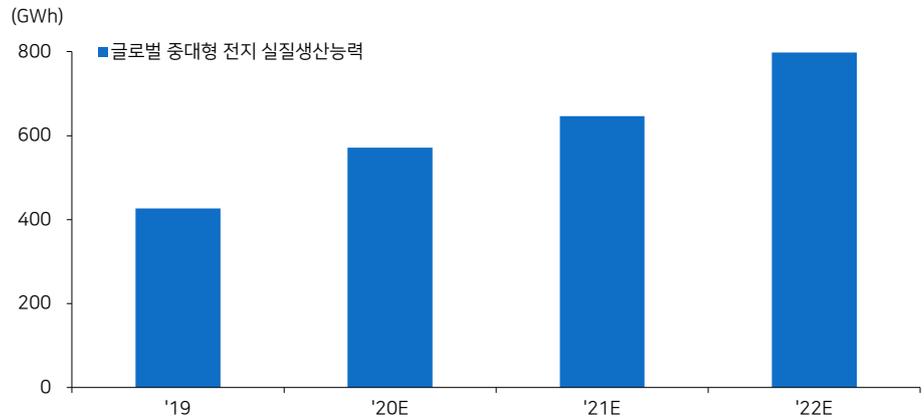
전해액 수요는 2022년까지
연평균 24% 성장 예상

1KWh당 1kg의 전해액이 사용된다는 점과 글로벌 중대형 전지 실질 생산능력(실질 가동률과 수출 고려)을 감안시 글로벌 중대형 전지용 전해액 수요는 2019년 42만톤, 2020년 57만톤, 2021년 65만톤, 2022년 81만톤으로 연평균 24% 성장이 예상된다. 금액기준으로는 2020년 6.8조원, 2021년 7.8조원, 2022년 9.7조원 시장이다.

전해액은 국산화가 가장 저조한
소재중 하나. 국내 배터리 업체들
의 국산화 비중 증가할 전망

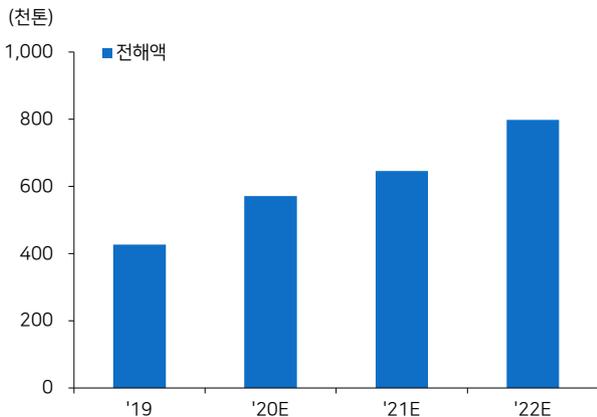
전해액은 일본업체(기술)와 중국업체(수량)가 주도하고 있다. 하지만 2차전지 내 전해액의 중요성(4대소재 중 하나)을 감안시 국내 배터리 업체들의 국산화 비중이 점차 증가할 전망이다. 4대소재 중 국산화율이 가장 저조한 소재가 음극재와 전해액이다. 실제로 주력 고객사 내 3세대 전기차용 전해액은 일본업체들보다 동화기업의 전해액이 주력으로 탑재 되기 시작할 것이다. 또한 현재는 ESS 매출비중이 없지만, 3Q20부터 주력 고객사를 통해 북미 EV/ESS 업체향 전해액 공급도 개시될 예정이다. 이를 기반으로 향후 ESS향 전해액 공급도 확대될 전망이다.

그림8 글로벌 중대형 전지 생산능력



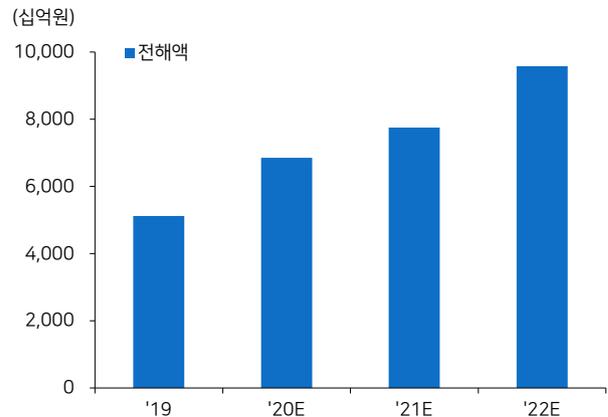
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 글로벌 중대형용 전해액 수요 전망 (용량기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 글로벌 중대형용 전해액 시장 전망 (금액기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 글로벌 중대형 전지 업체별 생산능력 전망					
(GWh)	업체	2019	2020E	2021E	2022E
한국	삼성SDI	20.0	30.0	45.0	50.0
	LG화학	65.0	90.0	110.0	150.0
	SK이노베이션	6.0	23.0	23.0	66.0
일본	Panasonic	16.0	19.0	19.0	22.0
	AESC	2.5	2.5	2.5	2.5
	PEVE	3.2	9.8	10.0	10.0
	LEJ	2.4	2.4	2.4	2.4
	JCI	0.4	0.7	0.7	0.7
	BEC	0.5	0.5	0.5	0.5
	Sony-murata	0.5	0.5	1.0	1.0
	TDk				
중국	CATL	61.0	91.0	96.0	106.0
	BYD	48.0	60.0	69.0	79.0
	Lishen	28.0	29.4	34.4	49.2
	EVE	9.0	13.0	14.0	15.0
	Farasis	35.0	40.0	44.0	48.0
	Guoneng	14.0	25.0	25.0	30.0
	Guoxuan	15.2	23.0	24.5	25.8
	BAK	15.0	15.0	16.5	18.2
	Wanxiang	9.6	9.6	12.6	13.8
	기타	145.2	174.1	184.1	205.1
유럽	Batscap	0.2	0.2	0.2	0.2
	Tesla			10.0	20.0
	NorthVolt		8.0	16.0	24.0
	Terra E		10.0	10.0	20.0
미국	Tesla+panasonic	35.0	35.0	35.0	35.0
기타	Total	1.2	2.4	2.4	3.6
글로벌	생산능력	532.9	714.0	807.7	997.9
	실질생산능력	426.3	571.2	646.2	798.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

3) 실적전망

2020년 전해액 매출액 663억원, 영업이익 33억원 예상

2020년 전해액 매출액은 663억원(+8% YoY), 영업이익은 33억원(-37% YoY)을 예상한다. 1) 1H20 소형전지 부진, 2) 주요 고객사의 중국공장 전환투자에 따른 일시적 수요 공백으로 때문이다.

2021년 전해액 매출액 890억원, 영업이익 58억원 예상

2021년 전해액 매출액은 890억원(+34% YoY), 영업이익 58억원(+75% YoY)을 예상한다. 1) 소형전지 수요 회복, 2) 주요 고객사 신규 배터리(Gen5 각형) 생산이 시작되기 때문이다. 동화일렉의 헝가리 신규 공장 가동(2H21부터 가동)이 온기로 반영되는 2022년 매출액은 1,386억원(+56% YoY), 영업이익 100억원(+73% YoY)을 예상한다.

전해액 매출 내 중대형전지 비중은 2020년 46%, 2021년 60% 예상

2020년 전해액 매출에서 중대형전지 비중은 46%, 소형전지 비중은 54%다. 2021년은 중대형전지 60%, 소형전지 40%, 2022년은 중대형전지 75%, 소형전지 25%를 예상한다.

표2 동화기업 실적 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율 (원)	1,197	1,220	1,215	1,190	1,180	1,173	1,165	1,155	1,206	1,168	1,155
매출액	182.9	186.5	190.8	191.8	188.7	196.7	202.6	215.9	751.9	803.9	913.6
(% QoQ)	-4.4%	2.0%	2.3%	0.5%	-1.6%	4.3%	3.0%	6.6%			
(% YoY)	7.0%	9.8%	2.9%	0.2%	3.2%	5.5%	6.2%	12.6%	4.8%	6.9%	13.6%
동화일렉	12.7	15.5	17.5	20.7	19.1	20.9	23.6	25.4	66.3	89.0	138.6
동화기업 별도	95.7	95.7	94.7	92.8	93.3	94.7	94.2	93.3	378.8	375.4	376.7
베트남법인	36.0	35.3	38.2	39.5	37.3	41.6	45.4	58.3	149.1	182.6	240.9
기타종속사업	38.5	40.0	40.4	38.8	39.0	39.6	39.4	39.0	157.6	156.9	157.4
영업이익	13.7	16.4	17.2	14.2	17.3	20.3	19.9	17.4	61.6	75.0	87.4
(% QoQ)	11.6%	19.9%	5.0%	-17.6%	22.1%	17.2%	-2.1%	-12.7%			
(% YoY)	-16.0%	4.7%	21.4%	15.7%	26.6%	23.8%	15.5%	22.3%	5.3%	21.8%	16.6%
영업이익률 (%)	7.5%	8.8%	9.0%	7.4%	9.2%	10.3%	9.8%	8.0%	8.2%	9.3%	9.6%
세전이익	5.7	14.2	14.8	14.4	12.6	17.9	17.2	17.4	49.2	65.2	78.0
지배주주순이익	-1.4	7.8	8.2	8.0	6.2	9.6	9.1	9.3	22.6	34.1	40.9
지배주주순이익률 (%)	-0.8%	4.2%	4.3%	4.2%	3.3%	4.9%	4.5%	4.3%	3.0%	4.2%	4.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

4) 전고체 영향

LIB는 태생적인 2가지 한계 존재
1) 에너지밀도, 2) 안전성

리튬이온배터리(이하 LIB)는 에너지밀도와 안전성 측면에서 태생적인 한계가 있다. LIB의 에너지밀도 한계치는 850Wh/L, 300Wh/Kg으로 알려져있다. 1회 충전 주행거리로 환산하면 대략 800km 내외다. 충분히 보일 수 있겠지만 이는 어디까지나 이론적인 수치이며, 순수전기차 기준이다. 자율주행이 구현되는 순수전기차는 일반 순수전기차 대비 전기를 30% 더 소비한다. 이를 감안하면 최소 1,000km 주행거리는 확보돼야 한다. 또한 인화성 물질인 액상 전해액이 존재하기 때문에 언제나 화재 및 폭발 위험에 노출돼있다.

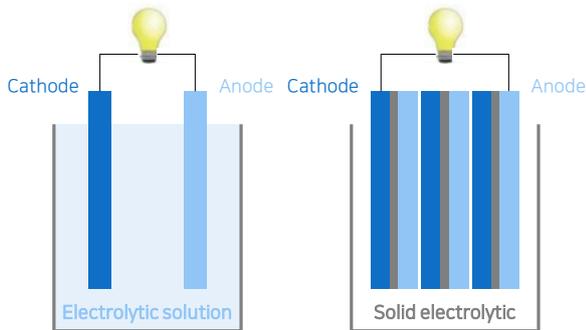
LIB의 한계를 극복하기 위해
전고체 배터리 등장 필연적

전기차 제조사들이 배터리 업체들에 요구하는 4가지가 있다. 1) 더 저렴한 배터리, 2) 더 멀리가는 배터리, 3) 더 안전한 배터리, 4) 더 빠르게 충전하는 배터리다. 전고체 배터리는 위 4가지 요구사항 중 가격을 제외한 나머지 요구사항들을 모두 충족 시킬 수 있는 배터리다. 앞서 언급한 LIB의 태생적인 2가지 한계로 말미암아 차세대 배터리의 등장은 필연적이며 당사는 그 유력한 후보로 전고체 배터리(ASSB)를 주목한다. 가격은 투자를 통한 규모의 경제 구현으로 결국 하락하게 돼 있다.

전고체 배터리는 바이폴라 구조 덕분에 부피가 대폭 축소되고, 동작 온도 범위가 넓어져 냉각 시스템 축소 가능

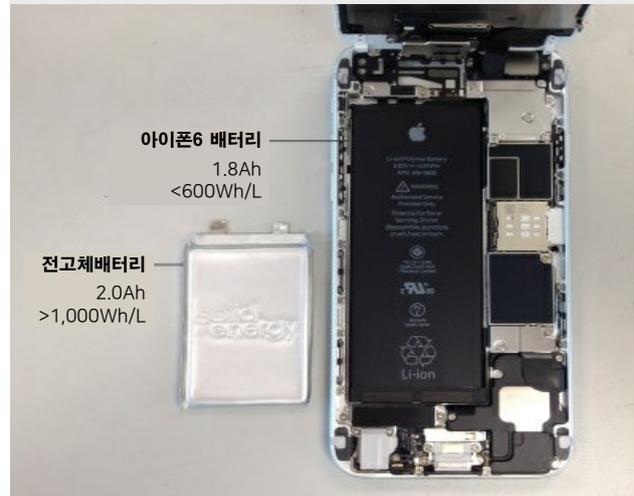
전고체 배터리는 하나의 셀에 여러 전극을 직렬로 연결하는 바이폴라 구조가 가능하기 때문에 LIB에 비해 부피가 축소된다. 부피당 에너지 밀도(Wh/L)가 증가한다는 의미다. 또한 전고체 배터리는 LIB보다 넓은 온도 범위를 커버할 수 있게 된다. 보통 LIB는 -30도에서 70도 범위에서 작동하지만 전고체 배터리는 이론적으로는 -100도에서 200도 까지도 작동이 가능하다. 고온 안전성이 강화되기 때문에 냉각 시스템 탑재가 축소돼 배터리 팩 내 셀 체적비율이 향상된다(60%초반 ▶ 70%중후반). 이는 팩 레벨에서의 에너지 밀도 향상으로 이어진다.

그림11 모노폴라 전극구조와 바이폴라 전극 구조



자료: ResearchGate, 메리츠증권 리서치센터

그림12 2.0Ah 전고체 배터리 vs 1.8Ah 리튬이온 배터리



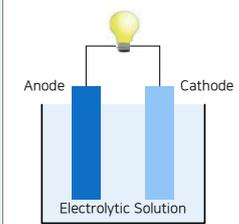
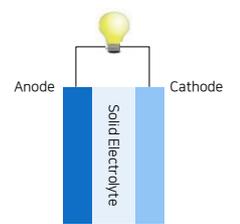
자료: Business wire, 메리츠증권 리서치센터

전고체 배터리에서 가장 중요한 것은 이온전도도

전고체 배터리는 양극, 음극, 고체전해질로 구성된다. 여기서 고체전해질의 역할은 LIB에서 전해액이 하던 역할과 같다. 양극과 음극을 오가며 리튬이온을 전달하는 역할을 한다. 하지만 리튬이온의 전도도가 떨어진다는 문제가 발생한다. 쉽게 비유하면 어항속 자갈들(양극+음극)을 깔아둔 상태에서 물(전해액)을 붓게되면 물이 자갈들 사이로 빠르게 스며든다(=LIB). 하지만 물이 아닌 얼음(고체전해질)을 붓게되면 크기가 작은 한정된 얼음들만 자갈들 사이로 스며들게 된다(=전고체배터리). 전해질이 양극과 음극 속으로 쉽게 스며들 수 있어야 이온전도도가 높아져 에너지 밀도를 극대화 시킬 수 있다.

고체전해질은 구성물질에 따라 크게 무기 고체전해질과 유기 고체전해질로 나뉜다. 무기 고체전해질은 다시 황화물계와 산화물계로 나뉘고, 유기 고체전해질은 폴리머계가 대표적이다. 폴리머와 황화물을 섞는 하이브리드 형태도 있다. LIB와 유사한 이온전도도를 나타내는 황화물과 폴리머에 대한 연구가 가장 많이 진행됐다.

표3 리튬이온 배터리 vs 전고체 배터리 비교

구분	리튬이온 전지	전고체 전지
양극활물질	고체 (NCA, NCM, LCO 등)	고체 (NCA, NCM, LCO 등)
음극활물질	고체 (인조/천연 흑연)	고체 (인조/천연 흑연, 리튬)
전해질	액체 (NMP+Li-Salt 등)	고체 (황화물계, 산화물계, 폴리머계 등)
분리막	고체 폴리머 (건식/습식)	없음
구조		
이온전도도	10 ⁻² S/cm	10 ^{-6~3} S/cm
안전성	낮음 (발화위험 내재)	높음

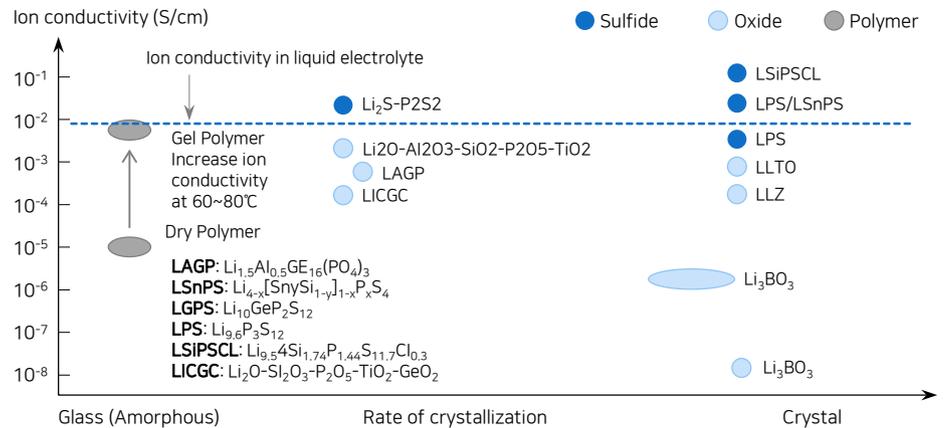
자료: Spring8, 메리츠증권 리서치센터

표4 무기 고체 전해질 vs 유기 고체 전해질

	소재	장점	단점	형태
무기 고체 전해질	황화물계	<ul style="list-style-type: none"> 높은 리튬이온 전도도 전극/전해질 계면 형성 용이 	<ul style="list-style-type: none"> 공기 중 안정성 취약 공간 전하층 형성으로 전극/전해질 계면에 고저항층 발생 	LSiPSCL LGPS LSnPS LPS
	산화물계	<ul style="list-style-type: none"> 공기 중 안정성 우수 비교적 높은 리튬 이온 전도도 	<ul style="list-style-type: none"> 고체전해질 입계 저항이 큼 전극/전해질 계면 형성 어려움 1,000도 이상의 높은 소결 온도 대면적 셀 구동 곤란 	LLTO LLZO LAGP LBSO
유기 고체 전해질	드라이 폴리머	<ul style="list-style-type: none"> 전극 계면과 밀착성 우수 Roll-to-Roll 공정 적용 용이 	<ul style="list-style-type: none"> 낮은 리튬이온 전도도 고온 환경에서만 사용 가능 	PPE PPO
	겔폴리머	<ul style="list-style-type: none"> 전극 계면과 밀착성 우수 리튬이온 전도도 양호 	<ul style="list-style-type: none"> 낮은 기계적 강도로 단락 우려 	polysiloxane

자료: KETI, 메리츠증권 리서치센터

그림13 전해질 종류별 이온전도도



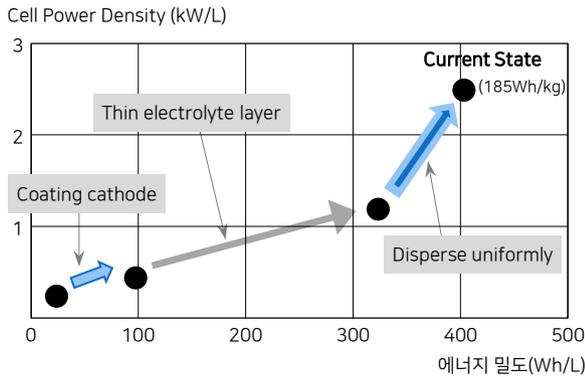
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

다양한 업체들이 전고체 배터리 개발 중

현재 다양한 업체들이 전고체 배터리를 개발하고 있다. 국내 배터리 3사중에서는 삼성SDI가 2025년 가장 빨리 상용화 할 전망이다. 올해 초 삼성SDI는 삼성종합기술원과 함께 개발한 전고체 배터리를 공개하고 네이처 에너지 논문에 기재했다. 고체 전해질은 동화기업과 함께 개발했기 때문에 향후 양산 및 공급까지 이어질 것이다. LG화학은 국내 장비/소재업체들과의 컨소시엄을 통해, SK이노베이션은 폭스바겐과 협업을 통해 전고체 배터리를 준비중인 것으로 추정된다.

도요타는 파나소닉과 JV를 통해 2022~23년 전고체 배터리 상용화를 추진하고 있다. 고체 전해질 물질은 황화물을 채택했으며 현재 구현된 에너지밀도는 셀 기준 185Wh/Kg, 400Wh/L로 LIB의 80~85% 수준이다. 하지만 냉각시스템 축소로 최종 팩 단의 에너지 밀도는 LIB 팩과 비슷할 것이다. Solid Power는 미국 대학 연구팀에서 시작한 스타트업이다. BMW, Ford, 삼성벤처, 현대 크래들 등 기업들로부터 투자도 받았다. Solid power는 고체 전해질로 황화물을 사용할 계획이며 현재 1MWh의 파일럿 라인을 보유하고 있다. 2023~24년 배터리 양산을 계획하고 있다. CATL은 2025년 양산을 목표로 폴리머와 황화물을 모두 개발하고 있다.

그림14 도요타 전고체 배터리 에너지 밀도



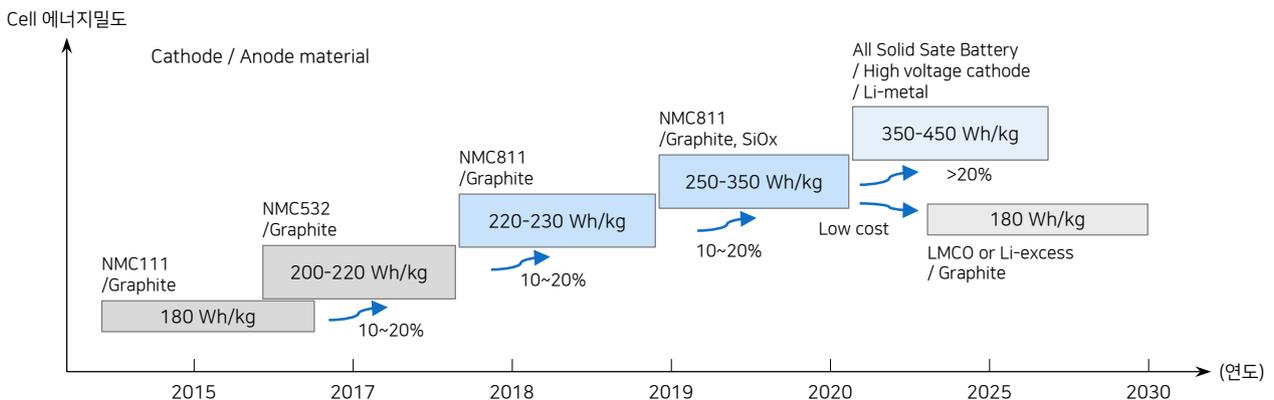
자료: Toyota, 메리츠증권 리서치센터

표5 Solid Power 전고체 배터리 소재 사용 계획

소재	2019	2020	2021	2022~23
양극재	NCM	NCM	NCM	NCM
양극 집전체	사용	사용	사용	사용
음극재	Graphite	Li-metal	Li-metal	Li-metal
음극 집전체	사용	x	x	x
Wh/kg	260	320	340	435
Wh/L	500	660	720	960

자료: Solid Power, 메리츠증권 리서치센터

그림15 CATL 배터리 로드맵



자료: CATL, 메리츠증권 리서치센터

전고체 배터리는 2022~23년
개화, 2025년 확대 예상

당사는 2022~23년 도요타를 시작으로 전고체 배터리 시장 개화되고, 2025년 국내 및 해외 업체들의 양산 시작으로 전고체 배터리 시장이 확대되리라 예상한다. 2023년 전체 배터리 중 전고체 배터리 비중(용량기준)은 0.5%, 2025년 1.4%, 2030년 11.7%를 예상한다. 도요타의 전고체 배터리 상용화가 경쟁사들의 전고체 배터리 도입의 촉매제로 작용할 것이다. LIB보다 안전하고, 에너지 밀도가 더 우수하기 때문이다. 완전자율주행 전기차는 배터리 소모가 지금보다 30% 많아진다.

전고체 배터리가 도입되면
4대 소재에 큰 변화가 불가피

LIB가 전고체 배터리로 대체되면 4대 소재에 큰 변화가 불가피해진다. 양극재는 개선된 코팅기술과 단결정 기술이 필요하다. LIB에서는 양극재+도전제+바인더를 슬러리 형태로 섞어서 알루미늄 집전체 위에 코팅하고 가압(Press)했지만, 전고체 배터리에서는 양극재+도전제+바인더를 섞고 고체 전해질과 다시 섞은 뒤 집전체에 코팅하고 가압한다. P10에서 언급했듯이 이온전도도를 최대한 확보하기 위함이다. 따라서 양극재 표면에 도전제, 바인더, 고체전해질이 고르게 코팅이 되어야 하므로 개선된 코팅기술이 요구된다. 또한 고체와 고체 사이의 빈 공간을 최소화하기 위해 더 강한 가압(Press)이 필요해진다. 이를 견디기 위해서는 단결정 양극재가 필요하다. 현재 에코프로비엠과 에스엠랩이 단결정 양극재 개발을 완료해 고객사 승인 과정을 거치고 있다. 나머지 양극 업체들은 개발 중이다.

음극재는 특수코팅 처리된 흑연음극재를 사용하거나, 리튬메탈로 대체된다. 리튬메탈을 사용하면 에너지 밀도가 크게 개선되지만 온도에 따른 성능변화가 심하다는 단점이 존재한다. 저온에서는 LIB보다 성능이 저하되고, 상온이상에서는 LIB보다 성능이 좋아진다. 도요타는 이런 리튬메탈의 단점을 보완하기 전까지는 특수코팅된 흑연음극재를 사용할 예정이다. 반면 삼성 중기원과 Solid Power는 리튬메탈을 사용하는 방향으로 준비하고 있다. 리튬메탈을 사용하게 되면 동박은 쓰이지 않게 된다.

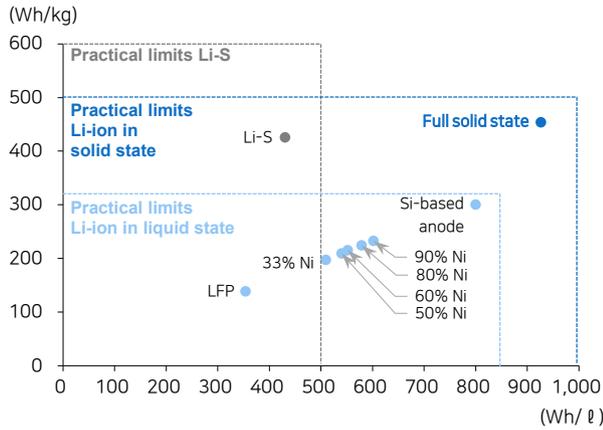
고체 전해질은 전해액 업체들이
공급하게 될 전망

분리막과 전해액은 전고체 배터리에서 더 이상 사용되지 않는다. 하지만 전해액 업체는 사라지지 않는다. 전해액을 배합하는 기술이 고체 전해질 배합에 응용되기 때문에 부가가치가 더 높은 소재를 공급하게 된다. 도요타나 삼성 중기원에서 개발한 전고체 배터리도 고체 전해질은 기존 전해액 업체들과 함께 개발했다.

동화기업은 전고체 배터리 핵심인
고체 전해질을 고객사와 공동
개발. 가격 상승과 진입장벽
형성으로 시장 지위 견고해 질 것

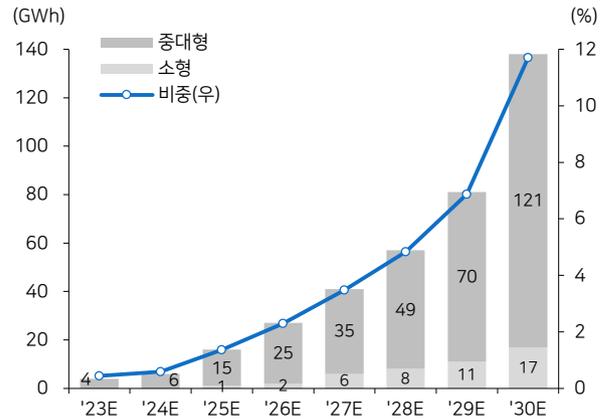
동화기업은 전고체 배터리의 핵심인 고체 전해질을 고객사와 공동 개발했다. 현재는 그 외 고객사와도 컨소시엄을 구성해 고체 전해질 핵심 소재 개발 및 양산 기술확보를 위해 대응 중이다. 결국 전고체 배터리 도입 시 동화기업의 시장 지위(협상력)는 더욱 견고해질 수 밖에 없다. 전해액(\$10/KWh) 대비 고체전해질(샘플가격 \$3,000~5,000/KWh) 가격이 상승하고, 진입장벽은 훨씬 높아지기 때문이다.

그림16 소재 고도화에 따른 에너지 밀도 개선



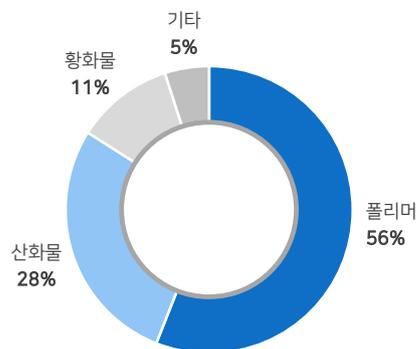
자료: Umicore, 메리츠증권 리서치센터

그림17 전고체 배터리 시장 전망



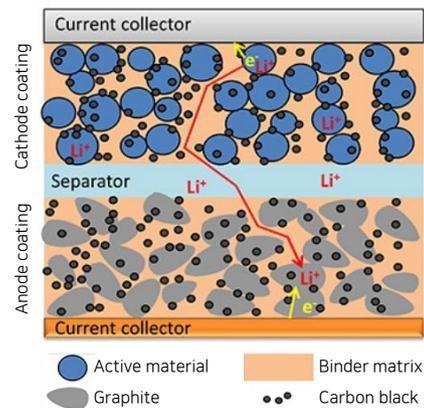
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 고체 전해질 소재 비중 (2019년 개발 업체 수 기준)



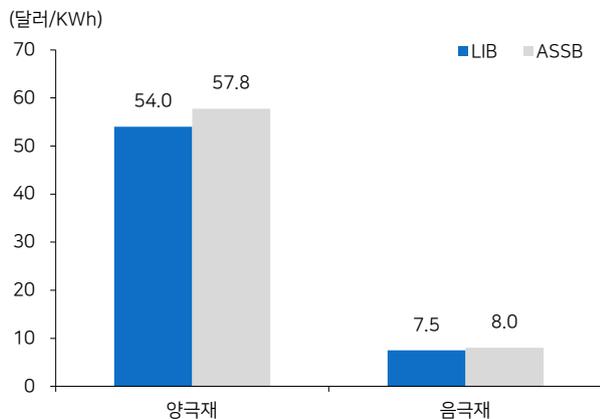
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림19 전해액은 양극과 음극 모두에 쉽게 침투할 수 있어야



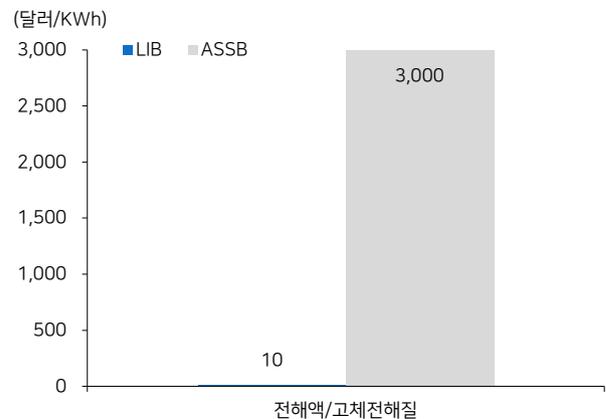
자료: Journal of Materials Processing Technology, 메리츠증권 리서치센터

그림20 kWh당 소재 가격 (달러)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림21 kWh당 소재 가격 (달러)



자료: 메리츠증권 리서치센터

3. 목재

1) 개요

목재 가공 기술을 바탕으로
건자재용 목재소재 사업 영역

동화기업은 목재 가공 기술을 바탕으로 건자재용 목재소재(PB, MDF, MFB), 건장재(바닥재, 벽장재, 외장재), 목재 표면재(LPM)를 제조 판매한다. 목재소재부터 목재 완제품까지 여러 계열사들을 통해 수직계열화를 구축했다. 본사(PB, MDF, 건장재, 표면재), 대성목재(PB), VRG동화(베트남 남부 MDF), 동화베트남(베트남 북부 MDF), 동화호주(제재목), 태양합성(접착제 및 세정제) 등이다.

PB와 MDF가 주력

PB(Particle board)나 MDF(Medium Density Fiberboard)는 사용하고 남은 목재 부산물을 재활용해 만든다는 공통점이 있다. PB는 목재 조각들을 접착제와 함께 압력을 가해 만든다. 와인 코르크와 비슷한 패턴이다. 저렴한 인테리어 자재나 저렴한 가구용 목재로 활용된다. MDF(Medium Density Fiberboard)는 나무 가루(톱밥, 섬유질)를 접착제와 섞어 열과 압력을 가해 나무판 형태로 만든다. 보통 저렴한 인테리어 자재나 저렴한 가구용 목재로 활용된다. MFB는 PB나 MDF에 LPM시트를 열과 압력을 가해 접착시킨 목재다.

국내 PB 점유율 36%(1위),
MDF 점유율 25%(2위)

동화기업의 국내 PB 점유율은 2019년 기준 36%이며, 자회사인 대성목재공업(32%)를 포함시 68%로 1위 업체이면서 동시에 과점적 지위를 가지고 있다. MDF 점유율은 2019년 기준 25%로 2위 업체이며, MDF 시장은 PB시장에 비해서는 경쟁사가 많은 편이다. 국내 강화마루 점유율은 2019년 기준 39%로 1위다.

목재소재의 매출액 비중은 58%

목재소재(PB, MDF, MFB) 매출액이 전사 연결 매출액에서 차지하는 비중은 2019년 기준 58%였다. 이외 완성된 마감재 형태로 판매되는 건장재(바닥재, 벽장재, 외장재) 매출액의 비중은 2019년 기준 15%였다. 접착제를 비롯한 수지류를 제조하는 화학 매출비중은 2019년 기준 16%였다.

그림22 PB(Particle board)



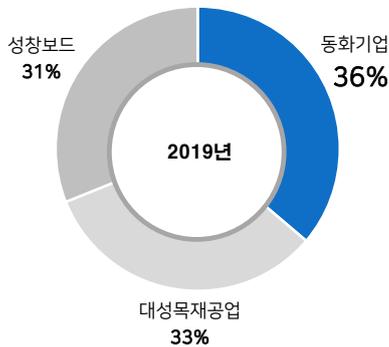
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림23 MDF(Medium Density Fiberboard)



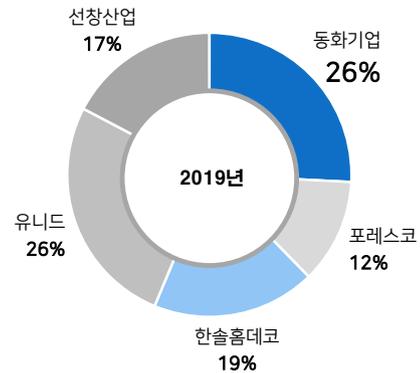
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림24 국내 PB 점유율 (수입제외)



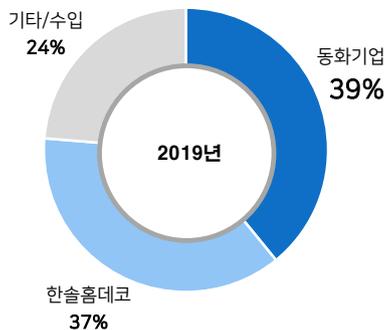
자료: 동화기업, 메리츠증권 리서치센터

그림25 국내 MDF 점유율 (수입제외)



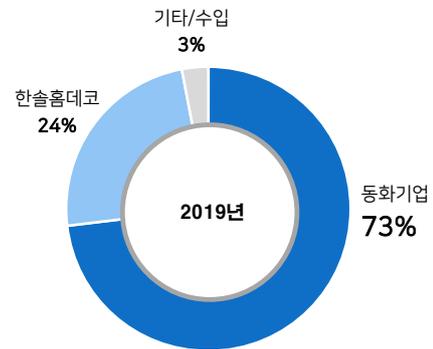
자료: 동화기업, 메리츠증권 리서치센터

그림26 국내 강화마루 점유율 (수입포함)



자료: 동화기업, 메리츠증권 리서치센터

그림27 국내 섬유판 강마루 점유율 (수입포함)



자료: 동화기업, 메리츠증권 리서치센터

2) 실적: P(목재가격) x Q(입주물량)

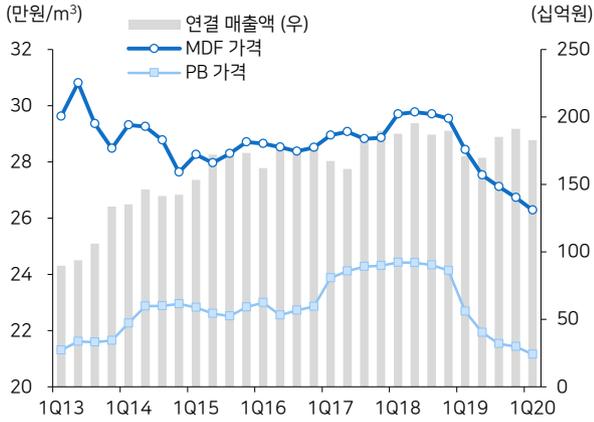
목재 실적은 목재 가격과 입주 물량으로 정해짐

동화기업의 목재 실적은 목재가격(P)과 입주물량(Q)으로 정해진다. 입주물량이 목재가격보다 목재 실적에 더 중요한 요소로 작용한다. 목재가격의 변동폭보다 입주물량의 변동폭이 더 크기 때문이다. 2019년 목재가격이 전년대비 10% 하락한 이유는 미중 무역 분쟁으로 중국 가구업체들의 수출이 제한된 탓에 동남아시아에서 생산된 저가 MDF와 PB가 국내로 대량 수입된 영향이었다. 2020년 MDF와 PB가격은 전년대비 비슷한 가격대를 유지할 전망이다.

국내 분양물량은 2020년 반짝 반등 이후 2021~22년 소폭 감소 전망. 국내 목재 매출액 또한 3,700억원 내외의 정체 예상

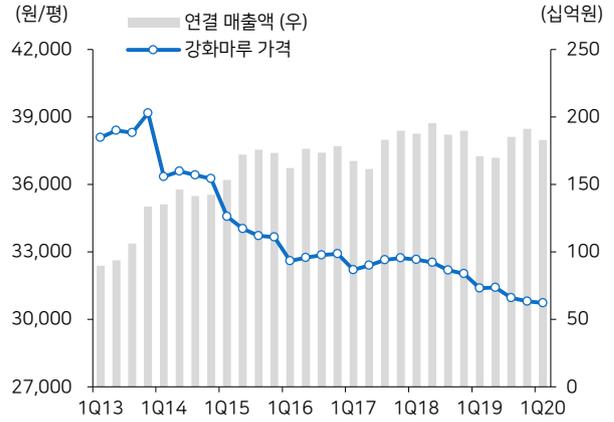
이렇듯 동화기업 매출액은 입주물량에 동행하지만, 선행성을 가진 주가는 분양물량에 동행한다. 국내 분양물량은 2014~15년 호황기를 거쳐 2019년까지 지속 침체국면을 이어갔다. 동화기업의 주가도 이와 비슷한 흐름이었다. 향후 국내 분양물량은 2020년 반짝 반등을 끝으로 2021~22년 소폭 감소할 전망이다. 동화기업의 국내 목재 매출액 또한 3,700억원 내외로 정체를 예상한다.

그림28 MDF/PB 가격과 매출액 추이



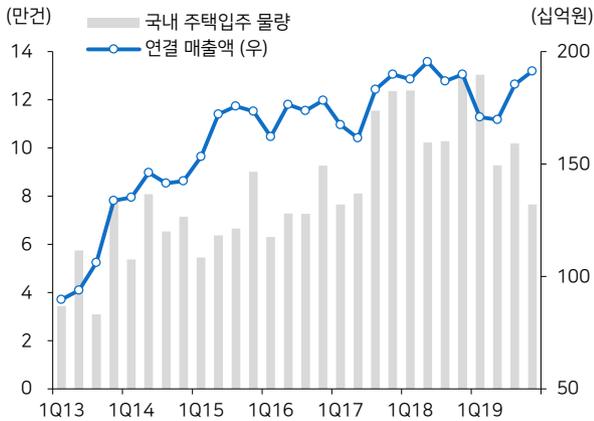
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림29 강화마루 가격과 매출액 추이



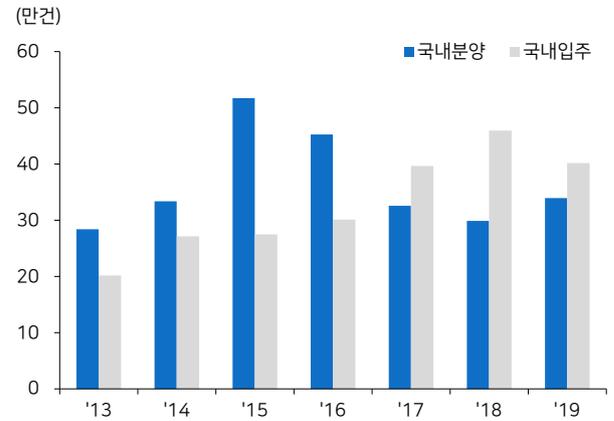
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림30 국내 주택입주 물량에 동행하는 매출액



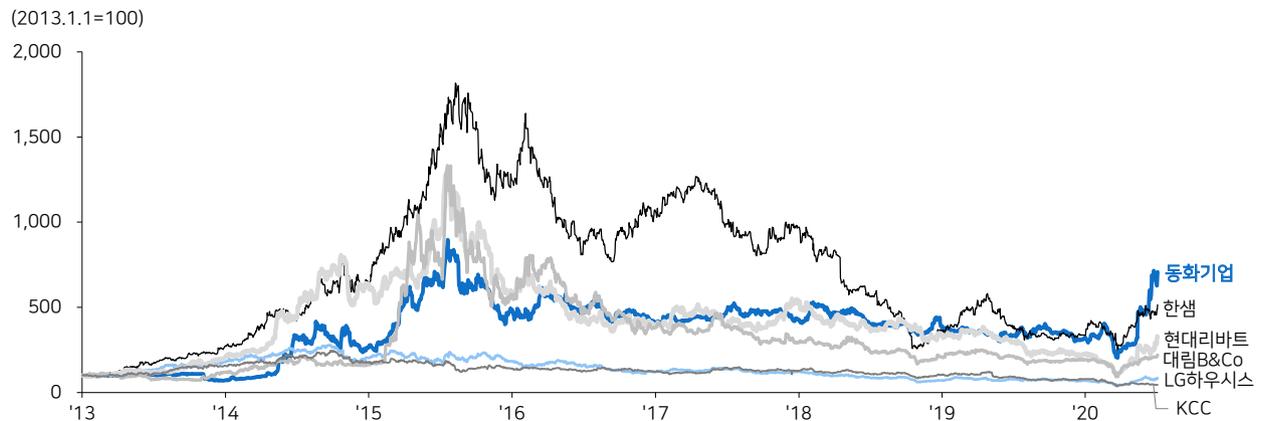
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림31 추가 성장이 없는 국내 분양/입주 시장



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림32 건자재 업체 상대주가 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

3) 성장동력: 베트남 사업 확장

베트남 국영기업과 JV를 통해
베트남 시장에 성공적으로 안착

동화기업은 2012년 베트남 국영기업 Vietnam Rubber Group (VRG)과 합작으로 VRG동화를 설립했다. 베트남 시장에서 MDF와 마루시장 점유율 1위(30%)를 기록하며 성공적으로 베트남 시장에 안착했다.

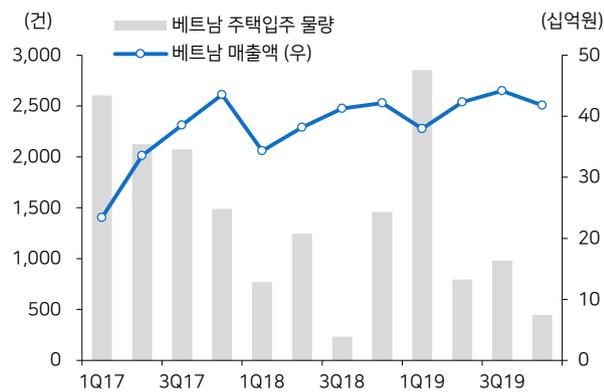
마루시장은 베트남 남부지역을
중심으로 발전

베트남 경제발전이 호치민(남부)을 중심으로 진행되며 마루시장도 남부지역을 중심으로 발전했다. VRG 동화의 매출액은 2013년 199억원에서 2019년 1,662억원으로 연평균 42% 성장했다. 동화기업은 남부에 비해 아직 성장 여력이 큰 북부에도 투자를 진행 중이다. 1.6억달러(MDF 1.43억달러+마루 0.17억달러)를 투자해 연 매출 800~1,000억원을 규모의 공장을 짓고 있다. 2Q21 완공, 3Q21 가동될 예정이다.

북부 법인은 지분율 100%로
지배주주순이익 측면 큰 의미

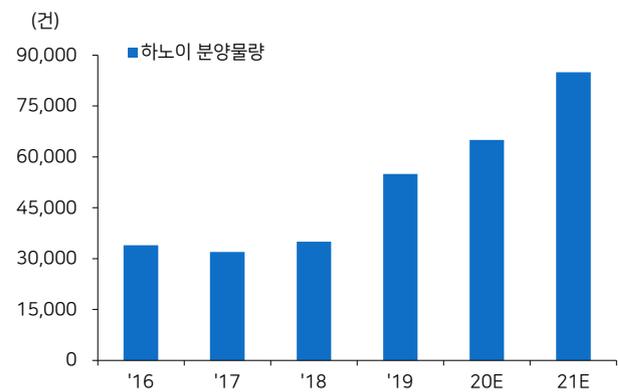
베트남 사업 확장은 외형 확장(매출액 성장)외에 영업이익과 지배주주순이익 측면에서도 큰 의미가 있다. 국내공장 마진은 한자리 중 후반대인 반면 베트남 공장 마진은 10% 중후반으로 높다. 이는 베트남의 목재 원재료 가격과 인건비가 국내 대비 저렴하기 때문이다. 따라서 베트남 공장의 매출비중 증가는 전사 수익성 개선으로 이어진다. 또한 VRG동화에 대한 동화기업의 지분은 50%였으나, 동화 베트남에 대한 지분은 100%로 지배주주순이익에 대한 기여 또한 커질 전망이다.

그림33 베트남 하노이+호치민 입주물량과 매출액 추이



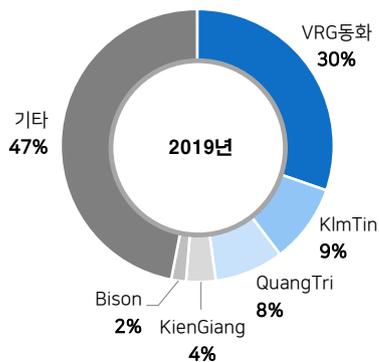
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림34 하노이(북부) 분양물량 전망



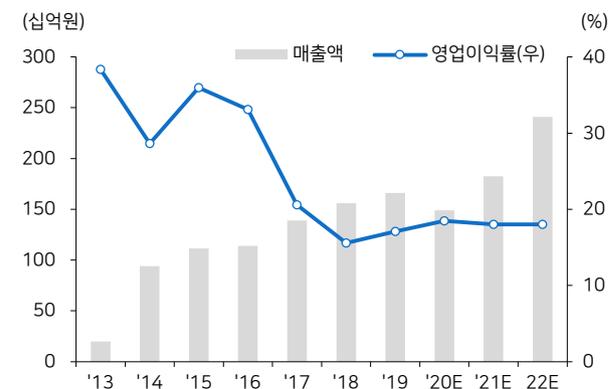
자료: 동화기업, 메리츠증권 리서치센터

그림35 베트남 내 MDF 및 마루시장 판매 점유율



자료: 동화기업, 메리츠증권 리서치센터

그림36 동화기업 베트남 실적 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

4. 밸류에이션 및 투자전략

2021년 EPS에 42배 적용해
적정주가 70,000원 제시

동화기업에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 7만원을 제시한다. 적정주가는 2021년 EPS에 42배를 적용했다. 42배는 포스코케미칼의 2019년 평균 멀티플(32배)을 30% 할증한 수치다. 현재 2021년 실적기준 PER은 동화기업 22배, 포스코케미칼 46배다. PBR은 동화기업 1.2배(ROE 6%), 포스코케미칼 4.1배(ROE 10%)다.

포스코케미칼과 동화기업 모두
각자의 본업 외 2차전지 사업을
신규로 추가했다는 공통점

동화기업과 포스코케미칼은 각자의 본업(건자재/철강)을 바탕으로 2차전지 사업을 신규로 추가한 공통점이 있다. 2019년 포스코케미칼 매출 내 2차전지 비중은 14%였다. 2020년/2021년 동화기업 매출 내 2차전지 비중은 9%/11%로 예상된다. 두 회사 모두 2차전지 외 다른 사업(본업)을 영위하고 있고, 2차전지 매출비중도 10%대로 비슷하기 때문에 포스코케미칼의 2019년 멀티플을 기준으로 삼았다.

1) 전고체 배터리 수혜, 2) 2019년
대비 배터리 불확실성 해소,
3) 본업 성장으로 포스코케미칼의
2019년 보다는 프리미엄 필요

2019년의 포스코케미칼 보다 프리미엄을 받아야 하는 이유는 1) 전고체 배터리의 기술 변화에 대한 리스크가 없고(오히려 수혜), 2) 2019년 대비 2020년 EV 배터리 수익성과 정책 불확실성에 대한 리스크가 해소되었고, 3) 포스코케미칼과 달리 본업(목재)이 2022년까지 한자리 중반의 성장을 이어가기 때문이다.

전고체 배터리로의 변화로
전해액 업체들은 더 큰 기회를
맞이하게 될 전망

전고체 배터리가 도입되면 음극재는 특수코팅된 흑연음극재를 사용하거나, 리튬메탈로 대체된다. 소재 변화에 대한 불확실성이 분명 존재한다. 반면 동화기업을 포함한 전해액 업체들은 전해액 배합 기술이 고체 전해질 배합에 응용되므로 더 부가가치가 높은 고체전해질을 공급하게 된다. 도요타나 삼성 중기원에서 개발한 전고체 배터리도 고체전해질은 기존 전해액 업체들과 함께 개발했다.

동화기업은 국내 고객사와
고체전해질을 공동 개발

동화기업은 고체전해질을 국내 고객사와 공동 개발했다. 그 외 고객사와도 컨소시엄을 구성해 고체전해질을 개발 중이다. 전고체 배터리 도입 시 동화기업의 시장 지위(협상력)는 더 강화될 수 밖에 없다. 전해액(\$10/KWh) 대비 고체전해질(샘플가격 \$3,000~5,000/KWh) 가격이 상승하고, 진입장벽은 훨씬 높아지기 때문이다. 이외 양/음극재 가공에 쓰이는 소재에 대한 신규 매출 발생도 예상된다. 따라서 같은 2차전지 매출비중을 가지고 있다면 멀티플 프리미엄을 받아야 한다.

베트남 진출로 본업도 한자리
중반 이상의 성장이 지속될 전망

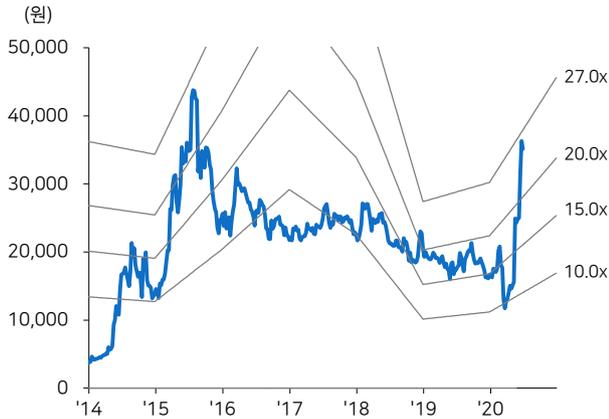
포스코케미칼의 철강관련 본업 매출액은 한자리 초반의 증가와 감소가 반복되며 매년 1.2조원대에 머물러 있다. 반면 동화기업의 건자재용 목재 본업 매출액은 베트남 진출효과로 2023년까지 한자리 중반이상의 성장이 지속될 전망이다.

표6 동화기업 적정주가 산정표

(원)	2021E	비고
EPS	1,689	2021년 EPS
적정배수 (배)	42.0	2019년 포스코케미칼 멀티플 평균에 30% 할증. 1) 전고체 프리미엄, 2) 2019년 대비 배터리 불확실성 해소, 3) 본업 2022년까지 매년 5% 이상 성장
적정가치	70,881	
적정주가	70,000	
현재주가	37,300	
상승여력 (%)	87.7%	

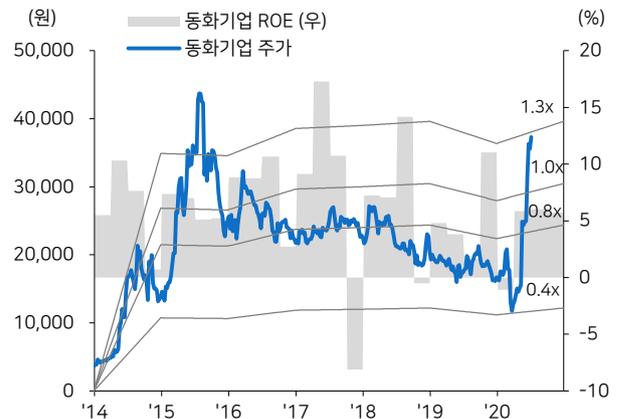
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림37 동화기업 PER 밴드



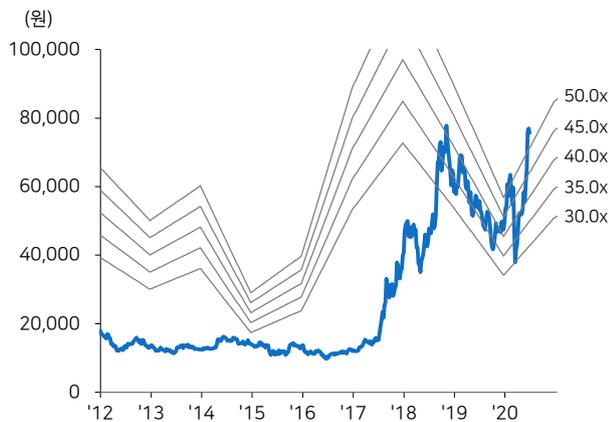
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림38 동화기업 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림39 포스코케미칼 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림40 포스코케미칼 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표7 2차전지 업종 밸류에이션 비교

	P/E (x)		P/B (x)		EPS 증가율 (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
삼성SDI	54.1	21.7	2.0	1.9	35.9	148.7	3.9	9.0	10.7	7.4
LG화학	33.5	23.9	1.8	1.7	151.2	37.4	5.2	6.8	10.5	9.2
에코프로비엠	81.3	43.2	7.1	6.2	2.1	88.2	9.1	15.3	16.1	11.1
엘앤에프	135.1	55.6	6.7	6.0	흑전	142.9	5.7	12.9	20.4	15.1
포스코케미칼	68.1	45.6	4.5	4.1	-32.0	49.2	6.9	9.7	11.8	9.1
일진머티리얼즈	40.7	29.9	3.9	3.4	24.2	36.1	9.8	12.1	17.1	11.6
대우전자재료	120.5	60.4	6.1	5.5	흑전	99.5	5.5	10.1	19.9	13.2
천보	29.4	21.3	3.9	3.5	28.3	38.5	15.0	18.0	18.5	12.6
동화기업	33.3	22.1	1.3	1.2	-18.4	51.0	4.1	5.8	3.5	2.8
평균	66.2	36.0	4.1	3.7	27.3	76.8	7.2	11.1	14.3	10.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표8 동화기업 밸류에이션 테이블

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주가 (원)									
High	31,400	66,600	46,000	39,350	44,000	21,500	37,700		
Low	5,190	17,700	29,950	29,800	20,450	15,550	10,700		
Average	16,467	40,497	36,085	33,522	31,486	18,478	19,992		
확정치 기준 PER (배)									
High	30.7	54.9	27.2	23.2	25.3	15.7	33.7		
Low	5.1	14.6	17.7	17.6	11.8	11.3	9.6		
Average	16.1	33.4	21.3	19.8	18.1	13.5	17.9		
EPS (원)	1,024	1,214	1,690	1,694	1,736	1,371	1,119	1,689	2,023
EPS Growth (%)	-282.0	18.6	39.2	0.2	2.5	-21.0	-18.4	51.0	19.8
컨센서스 기준 PER (배)									
High	23.4	52.4	22.7	13.5	19.5	21.2	39.9		
Low	3.9	13.9	14.8	10.2	9.1	15.3	11.3		
Average	12.3	31.8	17.8	11.5	13.9	18.2	21.2		
EPS (원)	1,342	1,272	2,030	2,917	2,258	1,015	945	1,544	2,453
EPS growth (%)	-338.6	24.2	67.2	72.6	33.3	-55.0	-6.9	63.4	58.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

표9 포스코케미칼 밸류에이션 테이블

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주가 (원)									
High	16,400	15,250	14,100	41,200	81,300	72,900	64,000		
Low	12,180	10,350	9,460	11,650	34,900	41,000	33,100		
Average	14,276	12,821	11,490	21,144	52,738	53,884	53,500		
확정치 기준 PER (배)									
High	13.3	26.1	19.1	23.5	36.3	43.6	56.3		
Low	9.9	17.7	12.8	6.6	15.6	24.5	29.1		
Average	11.6	21.9	15.5	12.1	23.6	32.2	47.1		
확정치 EPS (원)	1,230	585	740	1,753	2,237	1,672	1,137	1,696	1,942
EPS Growth (%)	23.7	-52.4	26.4	137.0	27.6	-25.3	-32.0	49.2	14.5
컨센서스 기준 PER (배)									
High	13.6	26.2	17.8	23.2	33.5	40.5	53.6		
Low	10.1	17.8	11.9	6.6	14.4	22.8	27.7		
Average	11.8	22.1	14.5	11.9	21.7	29.9	44.8		
컨센서스 EPS (원)	1,205	581	793	1,778	2,425	1,801	1,194	1,997	2,467
EPS Growth (%)	21.2	-52.8	35.5	140.3	38.3	-19.5	-33.7	67.3	23.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

동화기업 (025900)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	760.0	717.4	751.9	803.9	913.6
매출액증가율 (%)	8.3	-5.6	4.8	6.9	13.6
매출원가	542.0	570.1	590.6	622.1	701.9
매출총이익	177.1	161.2	161.3	181.8	211.7
판매관리비	93.0	102.7	99.7	106.8	124.3
영업이익	84.1	58.5	61.6	75.0	87.4
영업이익률	11.1	8.2	8.2	9.3	9.6
금융손익	-11.9	-9.1	-10.5	-10.2	-9.8
중속/관계기업손익	1.5	1.5	-2.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.2	0.0	0.4	0.4	0.4
세전계속사업이익	70.6	50.9	49.2	65.2	78.0
법인세비용	17.1	7.5	9.6	12.7	15.2
당기순이익	51.0	43.4	39.6	52.5	62.9
지배주주지분 순이익	35.1	27.7	22.6	34.1	40.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	116.2	39.6	151.2	143.5	174.8
당기순이익(손실)	51.0	43.4	39.6	52.5	62.9
유형자산상각비	35.8	43.4	53.6	74.3	94.2
무형자산상각비	3.0	4.6	5.1	5.6	6.1
운전자본의 증감	-42.7	-23.5	31.0	-12.2	-16.6
투자활동 현금흐름	-119.3	-165.4	-250.3	-220.8	-161.3
유형자산의증가(CAPEX)	-31.5	-45.0	-150.0	-120.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-0.7	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	2.8	124.1	-43.6	-13.7	-85.8
차입금의 증감	7.7	204.2	-8.6	20.9	-50.0
자본의 증가	0.0	-2.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-2.2	-2.6	32.1	10.4	25.5
기초현금	26.4	24.1	21.6	53.7	64.1
기말현금	24.1	21.6	53.7	64.1	89.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	282.9	324.9	315.5	345.2	396.0
현금및현금성자산	24.1	21.6	53.7	64.1	89.6
매출채권	93.5	93.8	105.7	112.6	122.8
재고자산	78.0	99.6	108.0	116.9	127.5
비유동자산	946.9	1,115.7	1,165.4	1,220.4	1,197.9
유형자산	745.5	790.2	870.6	916.4	882.2
무형자산	47.7	130.3	131.8	133.2	134.6
투자자산	147.2	146.3	142.2	142.2	142.2
자산총계	1,229.8	1,440.6	1,480.9	1,565.5	1,593.9
유동부채	379.9	384.0	431.2	477.5	451.5
매입채무	64.7	40.4	45.3	49.1	54.2
단기차입금	229.9	249.6	244.1	250.0	240.0
유동성장기부채	32.4	26.9	80.9	110.9	80.9
비유동부채	171.4	379.0	330.2	318.3	313.3
사채	0.0	131.0	90.8	30.8	0.8
장기차입금	41.5	100.4	84.7	129.7	149.7
부채총계	551.3	763.0	761.5	795.8	764.7
자본금	7.7	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	99.1	84.5	84.5	84.5	84.5
기타포괄이익누계액	-7.2	-4.2	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	709.9	731.7	762.0	812.3	871.7
비지배주주지분	162.1	148.0	154.5	154.5	154.5
자본총계	678.5	677.7	719.4	769.7	829.2

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	37,625	35,518	37,227	39,802	45,234
EPS(지배주주)	1,736	1,371	1,119	1,689	2,023
CFPS	-110	-126	1,590	516	1,262
EBITDAPS	6,085	5,792	5,955	7,667	9,292
BPS	25,564	26,226	27,971	30,461	33,403
DPS	203	130	110	170	200
배당수익률(%)	1.0	0.8	0.3	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	12.9	13.5	33.3	22.1	18.4
PCR	-203.3	-146.4	23.5	72.3	29.5
PSR	0.6	0.5	1.0	0.9	0.8
PBR	0.9	0.7	1.3	1.2	1.1
EBITDA	123	117	120	155	188
EV/EBITDA	4.5	3.8	3.5	2.8	2.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.0	5.3	4.1	5.8	6.3
EBITDA 이익률	28.5	23.7	18.8	22.0	21.8
부채비율	81.3	112.6	105.8	103.4	92.2
금융비용부담률	1.1	1.4	1.0	0.9	0.7
이자보상배율(x)	8.3	4.3	5.4	7.5	9.0
매출채권회전율(x)	7.1	7.7	7.5	7.4	7.8
재고자산회전율(x)	7.2	6.4	5.7	5.5	5.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

동화기업 (025900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.07.06	기업분석	Buy	70,000	주민우	-	-	