

# 동화기업 (025900)

건자재



김기룡

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>60,000원 (U)</b>
현재주가 (3/15)	<b>50,100원</b>
상승여력	<b>20%</b>

시가총액	10,119억원
총발행주식수	20,198,382주
60일 평균 거래대금	88억원
60일 평균 거래량	161,264주
52주 고	63,600원
52주 저	10,700원
외인지분율	42.70%
주요주주	DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외 11 인 69.57%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(13.2)	17.1	286.9
상대	(8.0)	17.6	118.7
절대(달러환산)	(15.8)	12.6	315.1

## 본업 성장과 증설 모멘텀 가시화

### 2020년 잠정 연결 영업이익은 전년대비 14% 증가

2020년, 동화기업 잠정 실적(연결 기준)은 매출액 7,449억원(+3.8%, YoY), 영업이익 668억원(+14.3%, YoY)을 기록했다. 2019년, 실적 훼손 요인이었던 1) 미-중 무역분쟁에 따른 국내 저가 보드 유입 및 판가 하락 영향 축소와 국내 보드(PB, MDF 등) 시황 개선 2) 베트남 남부(VRG Dongwha) 마진율 회복 등이 실적 개선의 주요 요인으로 작용했다.

2020년 4분기 잠정 실적(연결 기준)은 매출액 1,914억원(+0.1%, YoY), 영업이익 199억원(+62.0%, YoY)으로 시장 예상치에 부합했다. 당분기 성과급 20억원과 헝가리 법인 비용 등이 반영되었으나, 전반적인 본업 회복과 낮은 실적 기저 영향으로 영업이익은 전년동기대비 큰 폭으로 개선되었다. 4분기, 베트남 남부(VRG Dongwha) 영업이익률은 약 25% 수준을 기록한 것으로 파악되고 있다.

### 2021년, 본업 성장과 증설 모멘텀 가시화

2021년, 동화기업은 베트남 북부 투자와 헝가리 전해액 공장 준공에 따른 증설 모멘텀이 점차 가시화 될 전망이다. 특히, 9월에 예정되어 있는 베트남 북부 지역의 MDF, 마루 공장 본격 가동에 따른 이익 기여(평년 영업이익 약 150억원 증가 효과 추정)는 실적 측면에서 뚜렷한 개선의 근거가 될 전망이다. 기존 동화기업의 본업인 보드(PB, MDF 등) 사업은 인테리어/리모델링 시장 확대 및 가구 수요 증가와 판가 회복으로 전년대비 실적 개선 흐름을 이어갈 것으로 전망한다.

### 투자 의견 Buy 유지, 목표주가는 60,000원으로 11% 상향 제시

동화기업에 대해 투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 54,000원에서 60,000원으로 11% 상향 제시한다. 목표주가 상향은 기존 SOTP(Sum-Of-The-Parts) Valuation을 적용해 건자재/2차전지 부문의 멀티플 상향 요인을 반영하였기 때문이다. 동사 주가의 key factor인 2차전지 전해액 제조사 동화일렉트로라이트 실적은 1분기 전기차 수요 감소 우려에도 불구하고, 2분기 이후 회복과 헝가리 준공 효과 반영으로 상저하의 흐름을 보일 것으로 전망한다.

#### Quarterly earning Forecasts

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,914	0.1	0.4	1,906	0.5
영업이익	199	62.0	6.1	192	3.7
세전계속사업이익	132	-7.5	-24.5	145	-8.8
지배순이익	59	-58.9	-36.0	66	-10.0
영업이익률 (%)	10.4	+4.0 %pt	+0.6 %pt	10.1	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	3.1	-4.4 %pt	-1.8 %pt	3.5	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	2018A	2019A	2020A	2021F
결산 (12월)				
매출액	7,600	7,174	7,449	7,940
영업이익	841	585	668	779
지배순이익	351	277	211	352
PER	12.9	13.5	47.5	28.8
PBR	0.7	0.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	6.6	8.4	13.1	11.7
ROE	7.0	5.3	3.9	6.2

자료: 유안타증권

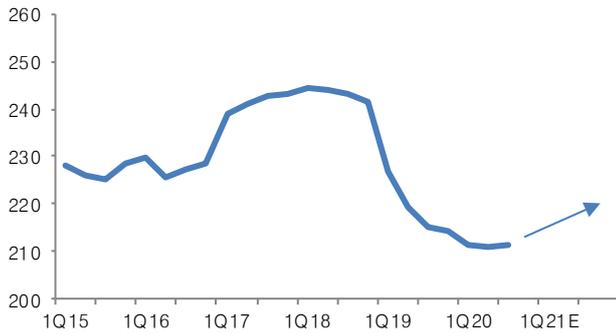
동화기업 4Q20 Review

(단위: 십억원)

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	191	183	180	191	191	0.1%	0.4%	191	0.4%
영업이익	12	14	14	19	20	62.0%	6.1%	19	3.7%
세전이익	14	6	16	17	13	-7.5%	-24.5%	15	-9.1%
지배주주순이익	14	-1	7	9	6	-58.9%	-36.0%	7	-10.0%
영업이익률	6.4%	7.5%	8.0%	9.8%	10.4%			10.1%	
세전이익률	7.4%	3.1%	8.7%	9.2%	6.9%			7.6%	
지배주주순이익률	7.5%	-0.8%	4.1%	4.9%	3.1%			3.5%	

PB 판매단가 추이 [분기 누계 기준]

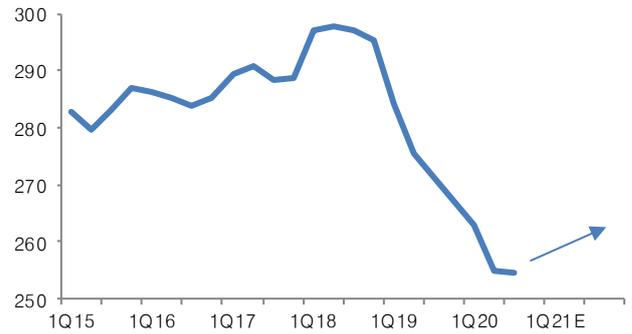
(천원/m3)



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

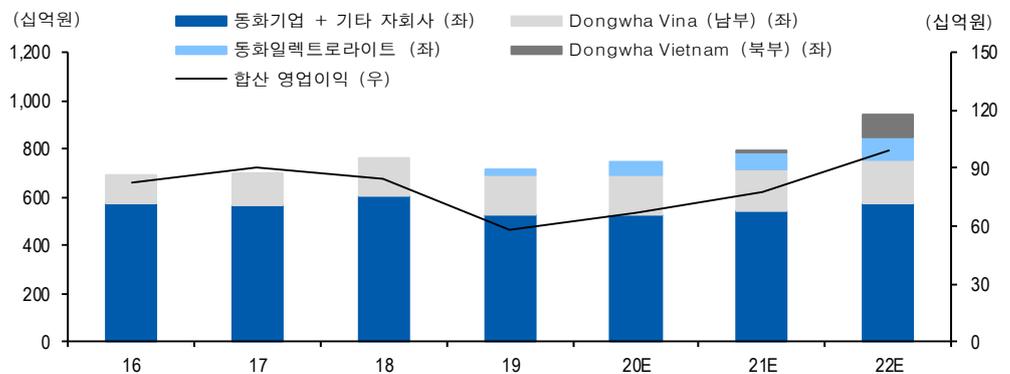
MDF 판매단가 추이 [국내+베트남, 분기 누계 기준]

(천원/m3)



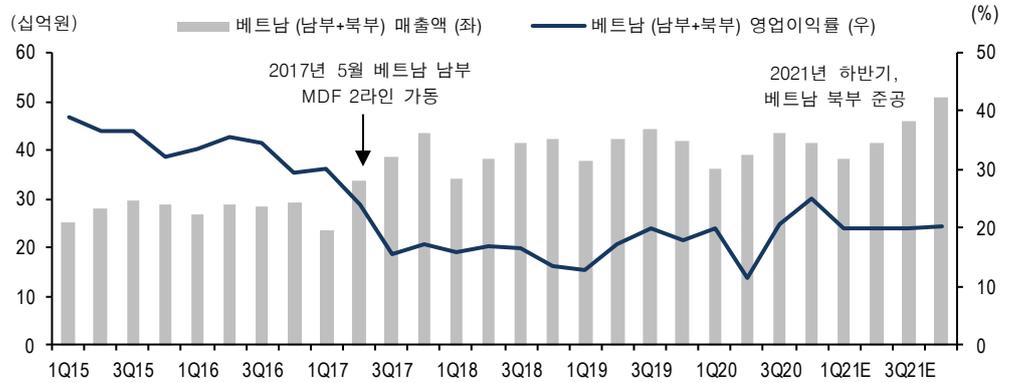
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

동화기업 부문별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 동화기업, 유안타증권 리서치센터 추정

분기별 베트남(남부+북부) 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 동화기업, 유안타증권 리서치센터

동화기업 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	1,534	
1) 소재/화학기타 등	1,226	
- EBITDA	128	2021년 추정치 기준
- EV/EBITDA	9.6	건자재 주요 업체 평균, 베트남 성장성 고려 20% 할인
2) 동화일렉트로라이트	308	
- EBITDA	11	2021년 추정치 기준, 지분을 89.5%
- EV/EBITDA	28	2021년 기준, 국내 2차전지 주요 소재업체 평균
2. 자산가치	14	
- 투자부동산	14	30% 할인
3. 순차입금	463	2021년 추정치 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	1,085	
- 유통주식수(주)	18,274,226	
목표주가	60,000	올림 적용
현재주가	50,100	3월 15일 종가 기준
Upside	20%	

자료: 유안타증권 리서치센터

국내 건자재 업체 Valuation Table

		동화기업	KCC	LG 하우스	한샘	쌍용양회	아세아시멘트	한솔홈데코	성창기업지주
		한국	한국	한국	한국	한국	한국	한국	한국
현재주가(원)		50,100	207,000	75,600	101,000	6,850	88,100	1,925	2,395
시가총액(십억원)		1,012	1,839	678	2,377	3,451	343	155	167
주가수익률(%)	1D	-0.8	1.5	3.3	-0.5	1.3	2.8	0.3	-1.4
	1M	-13.2	-4.2	-5.1	-6.9	-1.3	-5.6	-6.1	4.6
	3M	17.1	11.9	-1.3	-3.8	-5.0	19.7	-14.4	16.3
	6M	9.7	38.9	29.7	4.2	20.0	50.1	23.4	41.3
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	10.7	-	-
	2020E	45.4	-	11.8	32.9	24.0	14.5	-	-
	2021E	34.8	-	13.2	24.6	20.7	8.4	-	-
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	1.7	-	0.8	3.3	2.0	0.4	-	-
	2021E	1.6	-	0.8	3.0	2.1	0.4	-	-
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	4.0	-	6.3	11.6	8.3	2.9	-	-
	2021E	5.0	-	5.5	14.1	9.9	4.9	-	-
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	10.1	7.7	10.0	114.4
	2019A	8.5	3.7	6.4	10.1	9.1	5.8	21.0	22.7
	2020E	13.3	-	6.2	15.2	10.0	6.0	-	-
	2021E	11.6	-	5.5	12.6	9.2	4.6	-	-

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)		50,100	170,100	157,500	166,700	70,700	10,250	2,453	2,400	69
시가총액(M\$)		892	3,155	10,759	1,470	1,749	837	2,386	945	4,366
주가수익률(%)	1D	-0.8	-0.9	0.0	0.5	-1.4	-0.5	1.6	1.7	-2.6
	1M	-13.2	-8.8	5.0	-11.6	-13.3	-14.6	17.6	6.9	-18.7
	3M	17.1	11.4	55.2	-2.5	24.0	0.0	28.7	3.6	-33.1
	6M	9.7	13.4	90.0	2.1	66.7	-7.2	25.4	9.1	21.4
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	45.4	73.0	321.8	67.7	1741.6	515.1	11.8	14.9	55.0
	2021E	34.8	47.1	108.3	41.2	143.4	31.8	17.1	-	41.8
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	8.6	9.2	7.0	10.3	4.4	0.7	0.6	6.7
	2021E	1.6	8.1	7.0	6.1	9.3	3.9	0.7	0.6	5.9
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	4.0	12.7	3.2	10.9	0.8	0.0	6.6	3.9	12.5
	2021E	5.0	16.9	7.9	16.0	6.9	13.1	4.5	-0.6	14.3
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	13.3	42.9	97.6	40.0	116.4	41.9	5.8	7.7	37.5
	2021E	11.6	28.2	56.2	24.8	54.4	15.4	6.7	10.2	28.2

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

동화기업 (025900) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	7,600	7,174	7,449	7,940	9,467
매출원가	5,829	5,562	5,665	6,005	7,186
매출총이익	1,771	1,612	1,784	1,935	2,281
판매비	930	1,027	1,116	1,156	1,287
영업이익	841	585	668	779	994
EBITDA	1,229	1,065	1,231	1,387	1,653
영업외손익	-135	-76	-148	-46	30
외환관련손익	-36	2	-11	-69	-59
이자손익	-85	-98	-106	-103	-93
관계기업관련손익	15	15	2	22	30
기타	-29	4	-34	104	152
법인세비용차감전순이익	706	509	520	733	1,024
법인세비용	171	75	156	205	287
계속사업순이익	535	434	364	528	738
중단사업순이익	-25	0	0	0	0
당기순이익	510	434	364	528	738
지배지분순이익	351	277	211	352	509
포괄순이익	514	498	402	565	775
지배지분포괄이익	337	308	237	370	513

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,162	396	1,355	1,062	1,384
당기순이익	510	434	364	528	738
감가상각비	358	434	495	540	590
외환손익	24	8	11	69	59
중속, 관계기업관련손익	0	0	9	-22	-30
자산부채의 증감	50	-549	160	-270	-230
기타현금흐름	220	69	317	218	258
투자활동 현금흐름	-1,193	-1,654	-1,610	-1,043	-1,163
투자자산	4	-104	-122	-20	-20
유형자산 증가 (CAPEX)	-315	-450	-1,375	-1,030	-1,150
유형자산 감소	3	3	1	1	1
기타현금흐름	-884	-1,103	-114	6	6
재무활동 현금흐름	28	1,241	570	-559	-606
단기차입금	513	130	187	-80	-50
사채 및 장기차입금	-394	1,774	786	-30	-100
자본	0	0	-113	0	0
현금배당	-142	-141	-294	-267	-295
기타현금흐름	51	-522	4	-182	-161
연결범위변동 등 기타	-19	-9	-60	504	406
현금의 증감	-22	-26	255	-36	21
기초 현금	264	241	216	471	435
기말 현금	241	216	471	435	456
NOPLAT	841	585	668	779	994
FCF	760	-20	-184	-131	-6

자료: 유안타증권

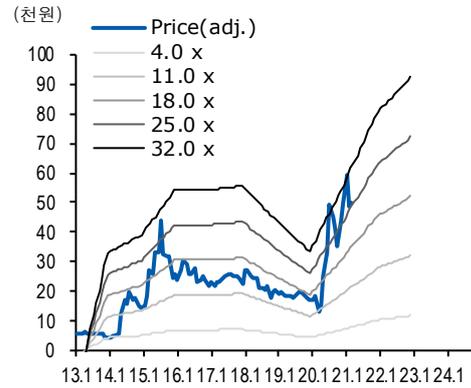
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,829	3,249	3,660	3,564	3,535
현금및현금성자산	241	216	471	435	456
매출채권 및 기타채권	973	958	928	948	958
재고자산	780	995	940	950	970
비유동자산	9,469	11,157	12,200	12,581	13,022
유형자산	7,455	7,902	8,864	9,353	9,911
관계기업 등 지분관련 자산	1,222	1,247	1,254	1,275	1,295
기타투자자산	41	67	192	192	192
자산총계	12,298	14,406	15,860	16,145	16,557
유동부채	3,799	3,840	4,464	4,894	4,885
매입채무 및 기타채무	950	898	840	870	920
단기차입금	2,302	2,511	2,720	2,640	2,590
유동성장기부채	324	269	245	685	615
비유동부채	1,714	3,790	4,387	3,917	3,857
장기차입금	415	1,004	1,709	1,649	1,619
사채	0	1,306	999	589	589
부채총계	5,513	7,629	8,851	8,811	8,742
지배지분	5,164	5,297	5,548	5,874	6,355
자본금	77	106	106	106	106
자본잉여금	991	845	820	820	820
이익잉여금	7,098	7,317	7,502	7,854	8,335
비지배지분	1,621	1,480	1,460	1,460	1,460
자본총계	6,785	6,777	7,008	7,334	7,815
순차입금	2,028	4,055	4,680	4,626	4,495
총차입금	3,041	5,119	6,101	5,991	5,862

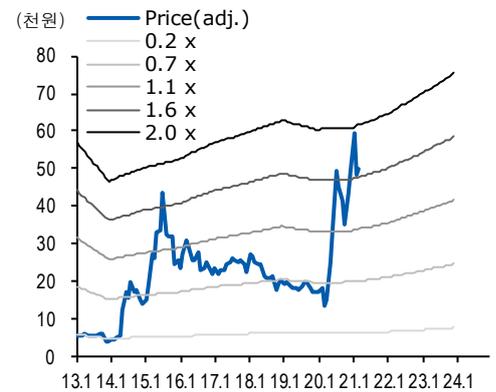
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,736	1,371	1,044	1,741	2,520
BPS	31,414	30,228	30,362	32,143	34,778
EBITDAPS	8,560	5,273	6,096	6,867	8,181
SPS	37,625	35,518	36,878	39,309	46,870
DPS	178	150	0	150	150
PER	12.9	13.5	47.5	28.8	19.9
PBR	0.7	0.6	1.6	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.6	8.4	13.1	11.7	9.7
PSR	0.6	0.5	1.3	1.3	1.1

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	8.2	-5.6	3.8	6.6	19.2
영업이익 증가율 (%)	-6.8	-30.5	14.3	16.5	27.7
지배순이익 증가율 (%)	2.5	-21.0	-23.9	66.7	44.8
매출총이익률 (%)	23.3	22.5	24.0	24.4	24.1
영업이익률 (%)	11.1	8.2	9.0	9.8	10.5
지배순이익률 (%)	4.6	3.9	2.8	4.4	5.4
EBITDA 마진 (%)	16.2	14.8	16.5	17.5	17.5
ROIC	7.2	5.3	4.3	4.9	6.1
ROA	2.9	2.1	1.4	2.2	3.1
ROE	7.0	5.3	3.9	6.2	8.3
부채비율 (%)	81.3	112.6	126.3	120.1	111.9
순차입금/자기자본 (%)	39.3	76.5	84.3	78.8	70.7
영업이익/금융비용 (배)	8.3	4.3	4.7	5.6	7.6

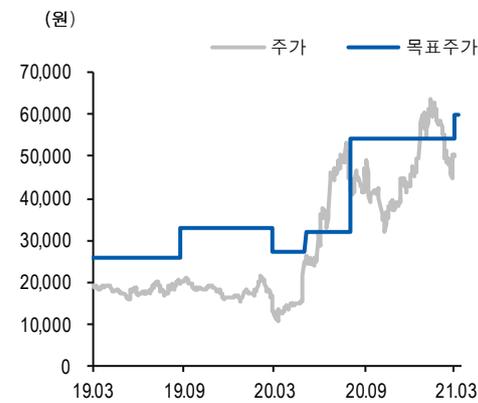
P/E band chart



P/B band chart



동화기업 (025900) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-03-16	BUY	60,000	1년		
2020-08-18	BUY	54,000	1년	-13.73	17.78
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

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)	91.9
Hold(중립)	6.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-03-13

※ 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.