

2019년 09월 16일 | 키움증권 리서치센터 | 기업분석

동화기업 (025900) | BUY(Initiate)

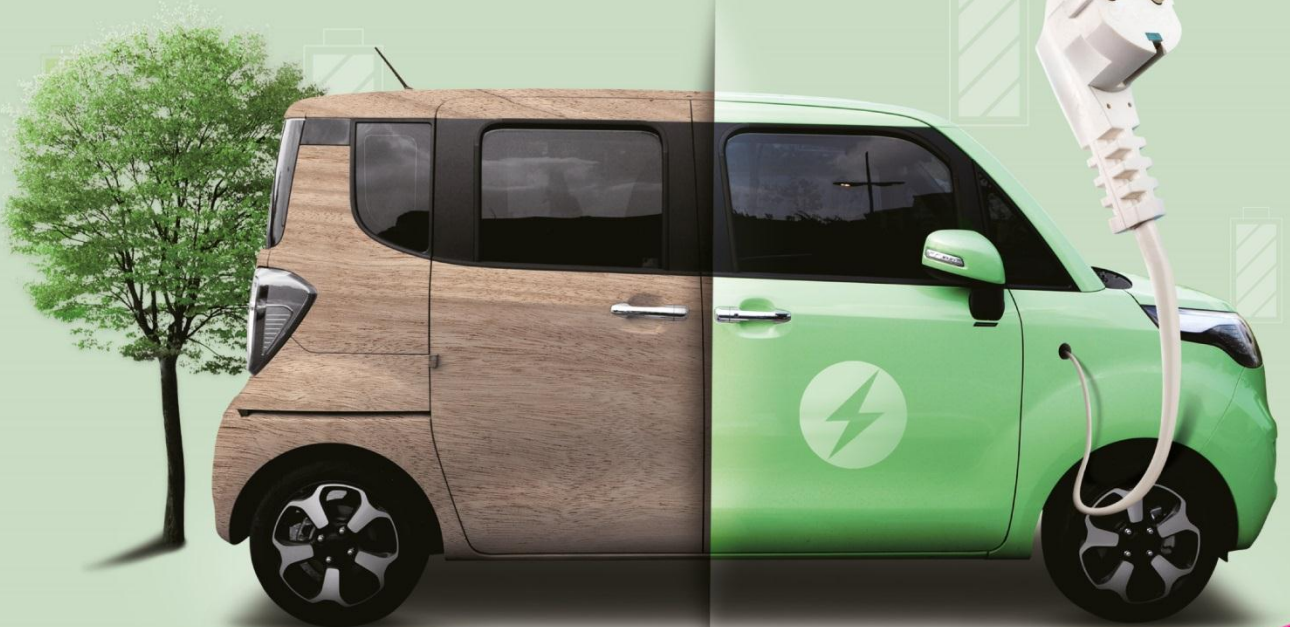
■ 현재주가(9/16) 20,250 원 ■ 목표주가 30,000원

# 72년 전통의 목재명가, 전지를 품다

국내 주택 거래량 감소와 해외 저가 합성목재의 국내 유입에 따른 부진한 상황에도 불구하고, 동사의 목재사업은 수직계열화 구축 및 성장성이 높은 동남아시아 시장 진출로, 경쟁사 대비 10%p 이상 높은 영업이익률을 기록하고 있습니다. 또한 국내 최대의 전해액 제조업체 파낙스이텍을 인수하여 향후 이차전지 소재 업체로서 높은 성장성을 전망합니다.

화학/정유 Analyst 이동욱  
02-3787-3688, treestump@kiwoom.com

RA 김민선  
02-3787-4758, mkim36@kiwoom.com



## 동화기업 (025900)



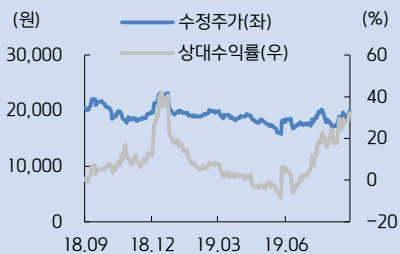
### Stock Data

KOSDAQ (9/16)	638.59pt		
시가총액	4,090억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	23,257원	15,800원	
최고/최저가 대비 등락율	-12.9%	28.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	6.9%	-1.0%
	6M	5.7%	23.9%
	1Y	-8.2%	20.1%

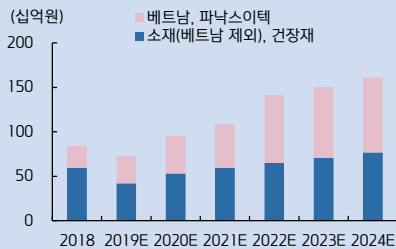
### Company Data

발행주식수	20,198천주	
일평균 거래량(3M)	57천주	
외국인 지분율	41.5%	
배당수익률(2019E)	1.3%	
BPS(2019E)	26,935원	
주요 주주	DONGWHA INTERNATIONAL 외	71.1%

### Price Trend



### 사업부문별 영업이익 추이 및 전망



## Contents

<b>I. Summary</b>	<b>3</b>
> 목재산업, 어려운 상황에서도 빛나는 수익성	3
> 72년 전통의 목재 명가, 전지를 폼다	3
> 투자의견 Buy(신규), 목표주가 30,000원(신규)	3
<b>II. Valuation</b>	<b>4</b>
> Valuation	4
<b>III. 실적 전망</b>	<b>5</b>
> 실적 전망	5
<b>IV. 72년 전통의 목재명가, 전지를 폼다</b>	<b>6</b>
> 국내 최대 전해액 업체 '파낙사이텍' 인수	6
- 전기차 및 ESS 시장의 성장과 함께할 전해액 수요	
<b>V. 목재산업, 어려운 상황에서도 빛나는 수익성</b>	<b>12</b>
> 부진한 수익성, 그러나 견조한 수요	12
- 부진한 상황에도 견조한 수요 전망으로 추가 악화는 제한적 일 것	
- 목재사업 전 영역 수직 계열화 구축을 통한 율만한 수익성	
> 2022년, 베트남 MDF 시장점유율 40%	19
- 신공장 증설로 베트남 시장지배력 강화 전망	
<b>Compliance Notice</b>	
■ 당사는 9월 16일 현재 '동화기업(025900)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.	
■ 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.	
■ 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.	
■ 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다	
<b>고지사항</b>	
■ 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.	
■ 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.	
■ 본 조사분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.	

# I. Summary

## >>> 목재산업, 어려운 시황에서도 빛나는 수익성

최근 국내 목재 시장은 동남아시아산 저가 PB, MDF의 국내 유입 증가와 주택 거래량 감소로 인한 전방 사업의 부진으로 어려운 시황을 겪고 있다. 하지만 당사는 합성목재에서부터 가공에 필요한 접착제, 테고필름, 강화마루에 이르는 전 단계에 걸친 수직계열화 구축으로, 경쟁사 대비 10%p 이상 높은 영업이익률을 기록하고 있다.

국내 시황의 부진은 베트남 시장의 견조한 실적으로 만회될 전망이다. 당사는 2010년 베트남 VRG Group과 합작 법인 VRG Dongwha를 설립하며 베트남 시장에 진출한 이후, 7년간 누적 매출액 6,791억원, 영업이익 1,517억원을 달성하며 베트남 MDF 시장점유율 30%를 기록했다. 2021년에는 베트남 북부지역에 MDF, 강화마루 공장을 증설해, 향후 베트남 시장점유율을 확대할 것으로 보인다.

## >>> 72년 전통의 목재 명가, 전지를 품다

당사는 국내 최대의 전해액 제조업체 파낙스이텍을 인수하며, 신성장동력 확보와 함께 이차전지 소재기업으로 거듭나게 되었다. 전해액이란 전지 내 양극재와 음극재 사이에서 리튬이온을 전달하는 매개체로, 향후 전기차 및 ESS의 가파른 성장과 함께 전해액 시장은 2025년까지 연평균 35.5%의 높은 성장성을 구가할 것으로 전망된다. 당 리서치센터는 파낙스이텍의 실적이 2018년 매출액 539억원, 영업이익 39억원에서, 2022년 매출액 2,010억원, 영업이익 235억원으로 증가할 것으로 전망하며, 2022년에는 파낙스이텍의 매출액이 전사 매출액의 16.5%를 차지할 것으로 추정한다.

## >>> 투자의견 Buy(신규), 목표주가 30,000원(신규)

동화기업에 대해 투자의견 Buy를 제시하고, 목표주가 30,000원으로 커버리지를 개시한다. 당사의 올해 실적 기준 PER, PBR은 각각 12.8배, 0.7배 수준으로, 국내 경쟁 건자재 업체 대비 해서는 높지만, 이차전지 소재 업체 대비 현저히 낮은 수준이다. 향후 성장성이 견조한 파낙스이텍의 실적과 베트남 MDF, 강화마루 신공장 증설 효과가 온기 반영되는 2021년, 2022년 PER은 각각 8.2배, 6.0배로 낮아질 전망이다.

투자지표(연결, 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	702.1	760.0	738.7	846.3	895.1
영업이익	90.2	84.1	72.2	94.9	107.8
EBITDA	128.5	122.9	109.2	137.6	160.3
세전이익	89.4	70.6	58.9	78.6	91.0
순이익	62.2	51.0	45.9	61.3	71.0
지배주주지분순이익	34.2	35.1	31.6	42.2	48.9
EPS(원)	1,694	1,736	1,564	2,089	2,419
증감률(% YoY)	0.2	2.5	-9.9	33.6	15.8
PER(배)	13.3	11.8	12.8	9.5	8.2
PBR(배)	0.94	0.80	0.74	0.70	0.7
EV/EBITDA(배)	6.7	5.4	7.4	6.6	5.8
영업이익률(%)	12.8	11.1	9.8	11.2	12.0
ROE(%)	7.3	7.0	6.0	7.5	8.2
순차입금비율(%)	34.3	29.9	31.7	39.5	36.2

자료: 키움증권 리서치

## II. Valuation

### >>> Valuation

#### 투자의견 Buy(신규), 목표주가 30,000원(신규)

동화기업에 대해 투자의견 Buy를 제시하고, 목표주가 30,000원으로 커버리지를 제시한다.

동화기업에 대해 투자의견 Buy를 제시하는 이유는 1) 소재사업 수직계열화 구축을 통한 안정적 실적을 시현하고 있고, 2) 수요가 견조한 베트남 시장에서 시장점유율 및 향후 성장성이 돋보이며, 3) 파낙스이텍 인수를 통한 이차전지 소재 업체로서 수익성의 개선을 전망하기 때문이다. 참고로 파낙스이텍의 실적은 2019년 8월부터 반영될 전망이다.

동사의 올해 실적 기준 PER, PBR은 각각 12.8배, 0.7배로, 국내 경쟁 전자재 업체 대비 높지만, 이차전지 소재 업체 대비해서는 현저히 낮은 수준이다. 향후 성장성이 견조한 파낙스이텍의 실적과 베트남 신공장 증설 효과가 온기 반영되는 2021년, 2022년 PER은 각각 8.2배, 6.0배로 낮아질 전망이다.

동화기업의 목표주가 산정은 영업가치와 투자자산가치를 합산한 Sum of the Parts 방식을 적용하였으며, 베트남 신규 사업 부분은 약 2천억원 규모의 순차입금 발생과 함께, 2022년부터 수익이 발생하는 점을 고려해 DCF를 적용했다. 1) 사업부문별 EBITDA는 2020년 추정치를 사용하였고, 2) 순차입금은 파낙스이텍 인수와 베트남 공장 증설에 필요한 채권 발행 및 장기차입금을 고려한 2020년 연결 추정치를 활용하였으며, 3) 사업부문별 Target 배수는 국내 전자재, 전자재 및 이차전지 소재 업체들의 2020년 컨센서스 수치를 적용하였다.

#### 동화기업 Valuation

(억원, 배, 천주)	EBITDA(2020년)	Multiple		비고
소재, 전자재	1,212	4	4,848	2020년, 국내 전자재, 전자재 Peer 40% 할인
파낙스이텍	164	10	1,640	2020년, 국내/중국 전해액 Peer 30% 할인
영업가치 합(A)			6,488	
투자자산가치(B)			613	2019년 2분기 장부가치 50% 할인
Dongwha Vietnam(C)			1,323	DCF 30% 할인, WACC 4.6%
순차입금(D)			3,055	2020년 추정
시가총액(E=A+B+C-D)			5,369	
주식수(F)			17,524	자사주 제외
적정주가(E/F)			30,632	
목표주가			30,000	백원 단위 절하
현재주가			20,250	9/16일 종가 기준
상승여력			48.14%	현재주가 대비

자료: Bloomberg, 동화기업, 키움증권 리서치

### III. 실적 전망

#### >>> 실적 전망

##### 올해 3분기 영업이익, 전 분기 대비 증익 전망

동화기업의 올해 3분기 실적은 매출액 1,973억원, 영업이익 202억원으로 전 분기 대비 각각 16.2%, 28.6% 증가할 전망이다. 이는 동남아시아산 저가 MDF 및 PB 제품의 국내 유입 지속으로 국내 소재사업의 수익성 압박은 지속되고 있지만, 1) 최근 베트남 시장의 원목 수급 개선으로 수익성이 향상되고 있으며, 2) 하반기 국내 주택 거래량 증가와 함께, 소재 및 건장재 수요가 개선될 것으로 예상하며, 3) 파낙스이텍의 실적이 8월부터 반영되며 동사의 실적을 견인할 것으로 전망하기 때문이다.

##### 동화기업 실적 전망

(십억원, %)	2018				2019				2018	2019E	2020E	2021E	2022E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual					
매출액	합계	202.3	180.8	186.9	189.9	170.9	169.8	197.3	200.7	760.0	738.7	846.3	895.1	1,068.8
	YoY	20.8	-7.5	-7.5	38.4	-15.5	-6.1	5.5	5.7	8.3	-2.8	14.6	5.8	19.4
	소재사업	168.6	175.9	168.7	166.3	151.0	155.4	164.7	159.6	679.5	630.8	658.0	678.3	817.3
	YoY	25.7	14.8	3.9	-1.8	-10.4	-11.6	-2.4	-4.0	9.8	-7.2	4.3	3.1	20.5
	건장재사업	29.5	29.4	28.1	29.9	29.1	23.1	29.8	32.0	116.9	114.0	121.3	126.4	131.9
	YoY	-1.1	-4.5	-4.7	-3.4	-1.5	-21.6	6.2	6.9	-3.4	-2.6	6.5	4.2	4.3
	파낙스이텍							13.1	19.6	0.0	32.7	111.5	137.5	175.9
	YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	240.5	23.3	27.9
	중단영업조정		-38.4											
영업이익	합계	18.6	27.5	21.8	14.0	16.3	15.7	20.2	20.0	84.1	72.2	94.9	107.8	140.6
	YoY	8.9	5.7	-6.0	-35.9	-12.2	-47.1	-7.6	42.9	-6.8	-14.1	31.4	13.6	30.4
	소재사업	21.7	24.8	20.8	13.9	15.3	15.0	18.1	17.9	81.3	66.3	79.4	86.0	112.2
	YoY	6.3	-2.5	-8.3	-30.0	-29.8	-39.5	-13.0	28.8	-8.1	-18.4	19.7	8.3	30.5
	건장재사업	0.8	0.6	0.9	0.4	1.0	0.7	0.9	0.4	2.7	3.0	3.8	4.6	5.5
	YoY	-24.3	-37.8	-4.8	흑전	27.1	6.9	6.2	6.9	6.0	12.8	27.4	20.6	18.5
	파낙스이텍							1.2	1.9	0.0	3.1	12.1	17.7	23.5
	YoY							N/A	N/A	N/A	N/A	292.8	45.8	32.9
	중단영업조정		2.2							2.2				

자료: 동화기업, 키움증권 리서치

## IV. 72년 전통의 목재명가, 전지를 품다

### >>> 국내 최대의 전해액 업체 '파낙스이텍' 인수

#### 국내 최대의 전해액 업체 '파낙스이텍' 인수

동사는 신성장동력 확보를 위해 JKL-퀀테사 PE로부터 이차전지 전해액 제조업체 파낙스이텍의 지분 89.6%를 인수하며, 이차전지 소재 기업으로 거듭나게 되었다. 총 인수금액은 1,179억원으로, 동사는 이번 인수 자금 조달을 위해 1,300억원 규모의 회사채를 발행했다.

전해액이란 리튬이온 배터리내 양극재와 음극재 사이에서 리튬이온을 전달하는 매개체로, 전해질염, 유기용매 및 첨가제로 구성된다. LiPF6, LiPF4, LiClO4 등의 리튬계 전해질을 EC, DMC를 혼합한 카보네이트(Carbonate) 계열의 유기용매에 용해하고, 안정성 및 수명 향상을 위해 소량의 첨가제를 사용한다. 전체 전지 제조원가 중 약 7%를 차지하는 것으로 추정된다.

파낙스이텍은 옥성화학이 2008년 제일모직 전해액사업부를 인수해 분할 설립한 회사로, 주요 매출처는 삼성SDI이며, 전체 매출액의 90% 이상을 차지하고 있다. 생산능력은 연간 2.3만톤으로, 고객 생산공장 인접 지역인 논산, 중국 천진, 말레이시아에 공장을 보유하고 있으며, 중국 천진에 1만톤 규모의 2공장을 연내 완공해 2020년 1월부터 가동할 계획이다.

#### 파낙스이텍 연혁

구분	내용
2008.09	옥성화학, 제일모직 전해액사업부 인수
2009.08	인적 분할 의해 파낙스이텍 설립
2010.07	중국 천진 공장 준공(연산 3,000 톤 규모)
2011.11	국내 논산 공장 준공(연산 10,000 톤 규모)
2013	JKL-퀀테사 매각
2014.06	말레이시아 전해액 공장 준공(연산 10,000 톤 규모)
2019.08	동화기업 파낙스이텍 최종 인수
2019.09	중국 천진 2 공장 준공(연산 10,000 톤 규모)

자료: 동화기업, 키움증권 리서치

#### 파낙스이텍 재무 정보

##### 손익계산서(십억원)

구분	2016	2017	2018
매출액	45.6	34.8	53.4
EBITDA	2.3	2.7	5.9
%	5.1%	7.8%	11.1%

##### 재무상태표(2018년, 십억원)

자산	부채	자본	부채비율
80.0	34.1	45.9	74.2%

자료: 동화기업, 키움증권 리서치

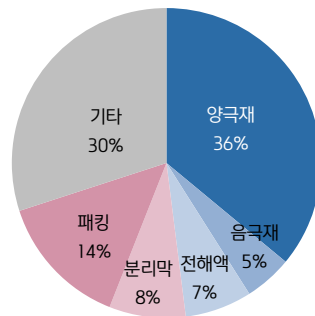
#### 동화기업 채권 발행 현황

(단위: 억원, %)

종목	발행일	금액	만기일	금리
동화기업 14-1	2019/6/10	400	2021/6/10	2.14%
동화기업 14-2	2019/6/10	600	2022/6/10	2.32%
동화기업 15	2019/8/12	300	2022/8/12	2.50%

자료: 코스콤, 키움증권 리서치

#### 이차전지 제조원가 구성



자료: 키움증권 리서치

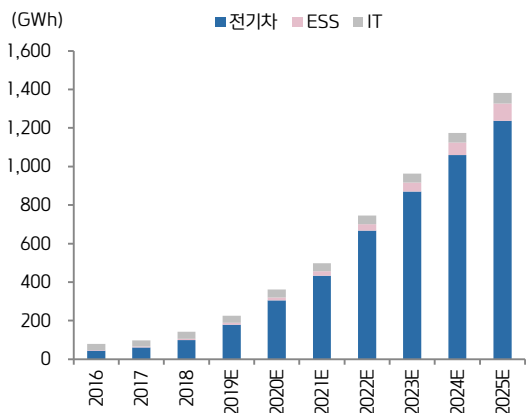
### 전기차 및 ESS 시장의 성장과 함께할 전해액 수요

당 리서치센터는 세계 이차전지 용량이 2018년 142GWh에서 2025년 1,382GWh로 증가할 것으로 추정한다. 이는 ESS 및 전기차 시장의 가파른 성장에 근거한 것이며, 전기차 1대당 55~60KWh의 배터리가 사용되는 것을 감안하면, 2025년 연간 2,200만대의 전기차 판매를 가정한 수치이다.

리튬이온 배터리용 전해액은 2015년 7.5만톤에서 2025년 155.9만톤으로 연평균 35.5%씩 성장할 것으로 전망한다. 전해액 사용량은 2019년 기준 kWh당 1.3kg을 가정하였으며, 에너지 밀도의 개선에 따른 단위 전력당 전해액의 정률적 감소(2~3%)를 가정했다. 최근 Mitsubishi Chem/Guangzhou Tinci/Shenzhen Capchem 등 해외 주요 업체들의 공격적 증설에도 불구하고, 전해액 수요는 더욱 가파르게 성장해 전해액 시장의 공급은 타이트한 상황이 지속될 것으로 전망된다.

당 리서치센터는 파낙스이텍의 2019년 실적이 매출액 786억원(YoY +33.5%), 영업이익 74억원(YoY +86.9%)을 기록할 것으로 추정한다. 이는 최근 화재 사고 등으로 부진했던 ESS 시장이 정부 조사 결과 발표 이후 빠르게 회복하고 있고, 미국과 유럽 중심의 신규 프로젝트가 더해지면서 삼성SDI의 하반기 배터리 매출액이 대폭 성장할 것으로 전망하기 때문이다.

### 세계 전기차/ESS/IT 이차전지 용량 추이/전망



자료: SNE Research, 키움증권 리서치

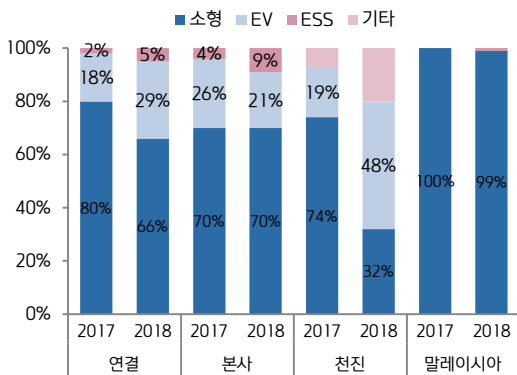
### 자동차 제조 업체별 전기차 판매 목표

(단위: 백만대)

업체	판매목표	비율	2018년 판매량
Volkswagen	3.0	25%	10.7
Renault-Nissan	2.5	20%	10.6
Tesla	2.0	100%	0.25
Hyundai Motors Group	1.7	20%	7.2
Toyota	5.5	50%	10.3
GM	1.0	10%	9.6
Ford	1.0	20%	6.6
Daimler	1.0	25%	3.4
BMW	0.8	25%	2.5
Volvo	1.0	50%	0.6
			62.0
Chinese OEM (BYD, Geely, BAIC 등)	10.0		28.0
Others	6.0		
Global Total	35.0		

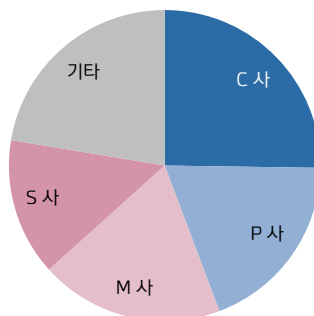
자료: SNE Research, 키움증권 리서치

### 파낙스이텍 공장별 매출액 비중



자료: 파낙스이텍, 키움증권 리서치

### 삼성 SDI 전해액 공급사 Exposure 추정



자료: 키움증권 리서치

파낙스이텍 실적 모델(Base Case)

구분	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Assumption</b>										
세계 리튬이온전지 용량										
전기차(GWh)	45	61	99	179	305	434	668	870	1,060	1,237
ESS(GWh)	3	5	7	11	16	23	33	46	64	90
IT(GWh)	32	32	36	36	40	42	44	47	50	55
합계(GWh)	80	98	142	226	361	499	745	963	1,174	1,382
Kg/Kwh										
세계 전해액 시장(천톤)	119	153	185	288	451	610	893	1,131	1,352	1,559
파낙스이텍 M/S	4.0%	2.3%	2.7%	2.6%	2.6%	2.5%	2.2%	2.0%	1.8%	1.6%
생산능력(천톤)										
국내(논산)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
말레이시아	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
중국	3	3	3	3	13	13	20	20	20	20
유럽	0	0	0	0	0	5	10	10	10	20
생산량(천톤)	4.7	3.5	5	7.4	11.5	15.2	20	22.5	25	25
가동률(%)	21%	15%	22%	32%	35%	40%	40%	45%	50%	50%
판매 가격(백만원/톤)										
	9.7	9.9	10.7	10.7	10.5	10.3	10.1	9.8	9.7	9.5
<b>실적(십억원)</b>										
총 매출액	45.6	34.8	53.4	78.6	120.9	155.9	201.0	221.6	241.3	236.5
제조원가 비중										
원재료비	85%	82%	82%	81%	83%	84%	83%	83%	83%	83%
가공비	8%	8%	5%	5%	5%	3%	3%	4%	4%	4%
감가상각비	7%	10%	14%	14%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
판매관리비	8.1	4.7	7.5	8.2	14.5	18.7	24.1	26.5	28.9	28.3
%	17.7%	13.6%	14.1%	10.4%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
영업이익	-0.8	0.5	4.0	7.4	12.1	17.7	23.5	26.2	29.5	29.8
%	-2%	1%	7%	9%	10%	11%	12%	12%	12%	13%
EBITDA	2	3	6	11	16	22	29	33	36	37
%	5%	8%	11%	14%	14%	14%	14%	15%	15%	15%
영업외수익	2	3	1	2	3	4	5	6	6	6
%	4%	10%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
영업외비용	7	10	2	4	5	7	9	10	11	11
%	14%	28%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
세전이익	-5	-6	3	6	10	15	20	22	25	25
법인세비용		0	1	2	3	4	5	5	6	0
%		22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
당기순이익	-5	-6	3	5	8	11	15	17	19	20
%	-12%	-17%	5%	6%	6%	7%	8%	8%	8%	8%

자료: 파낙스이텍, 키움증권 리서치



### 낮은 가동률 및 증설에 대한 오해

파낙스이텍의 2018년 전해액 생산량은 5천톤 전후로 추정된다. 연간 생산능력이 2.3만톤인 것을 감안하면, 가동률은 22% 수준이다. 참고로 지난해 중국 업체들의 평균 가동률은 40% 수준으로 추정된다. 범용 화학 제품 대비 낮은 가동률에 대한 우려와 함께, 향후 중국 및 일본 업체들의 공격적인 증설로 인한 수익성 훼손 우려가 있다. 또한 전해액 구성요소가 큰 변화 없이 비교적 일정하게 유지된 점을 고려해 범용화에 대한 우려도 존재한다.

### 세계 업체별/국가별 전해액 생산능력 및 증설 계획

국가	업체	생산능력(천톤/연)	증설 계획
한국	파낙스이텍	23	20
	엔켄	25	25
	솔브레인	15	
일본	Mitsubishi Chem	43	80
	Ube	35	
	Central Glass	30	
중국	Tinci	33	200
	Capchem	30	20
	Guotai Huarong	20	40
	Dongguan Shanshan	40	
	Zhuhai Smoothway	10	20
	Kulun Chemical	6	20
	Henan Huarui	25	
	Jinguang Hi-tech	15	10

자료: 업계, 키움증권 리서치

그러나 대부분의 전지 제조사들이 제품 안정성 및 기술 유출에 대한 우려로 자사의 인증 작업을 거친 소수의 업체들로부터 전해액 제품을 납품 받는 점을 고려하면, 이는 과도한 우려라고 생각한다. 파낙스이텍의 2018년 매출액 중 삼성SDI 판매 비중은 91%이다. 타사에 판매한 일부 테스트 물량을 제외하면, 생산량 대부분을 삼성SDI에 판매했으며 1차 벤더로서 지위를 가지고 있다.

파낙스이텍의 재고량 보유 기간은 매우 짧은 수준으로, 이는 주문에 기반해 생산하는 방식에 가깝다. 타 전해액 제조 업체들의 경우에도 고객사와 이러한 방식의 생산을 가져가는 것으로 보인다. 따라서 업체들의 공격적인 증설은, 향후 폭발적으로 늘어날 고객사의 수요에 대한 선제적 움직임으로 이해하는 것이 타당하다.

### 전해액 Supply Chain

	삼성SDI	LG화학	SK Inno	Panasonic	CATL	Guoxuan	BYD	Lishen
파낙스이텍	●		●					
엔켄		●	●					
솔브레인	●	●	●					
Mitsubishi Chem	●			●				
Ube Industries		●		●				
Central Glass	●		●	●	●		●	
Guangzhou Tinci					●	●	●	●
Shenzhen Capchem	●	●			●	●	●	●
Guotai Huarong		●			●			
Shanshan					●		●	
Tianjin Jinniu								●

자료: 각사, 키움증권 리서치

### 원재료 가격 하향 안정화 전망

파낙스이텍 전해액 제조원가 중 원재료 비중은 약 80% 이상으로 추정되며, 전해질, 첨가제 및 유기용매의 비중은 약 40%, 40%, 20% 수준이다.

최근 파낙스이텍이 전해질로 사용하는 LiPF<sub>6</sub>의 원재료인 수산화리튬(LiOH) 및 HF 가격은 하향 안정화될 것이다. 특히 리튬 공급과잉 지속으로 인한 수산화리튬 가격 안정화는 중장기적으로 지속될 전망이다. 최근 세계 최대 리튬 제조 업체 Albemarle은 12.5만톤(호주 Wodgina 50,000톤/호주 Kemerton III-V 75,000톤)의 설비 증설을 2020년 이후로 연기했으며, 2위 업체 SQM은 3분기 자사 리튬 판매 가격을 연초 대비 30% 이상 하락한 \$100,000/톤 수준으로 전망했다. 참고로 리튬은 전해액 kWh당 약 0.1~0.15kg 포함되는 것으로 추정된다.

공급 부족 현상으로 가격이 상승했던 유기용매(DMC)도 최근 Capchem 등 중국 전해액 제조업체들의 내재화에 따른 증설로 인해 가격이 하향 안정화되는 추세이다.

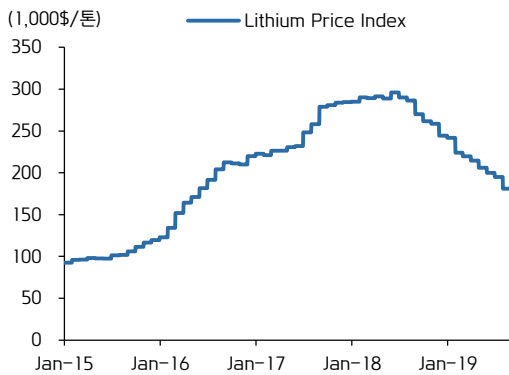
파낙스이텍은 전해액, 유기용매, 첨가제를 외부에서 조달하고 있으며, 원재료 가격 하향 안정화로 추가적인 원가 개선이 가능할 것이다.

#### 전해액 구성 요소

구분	원가 비중	질량 비중	비고
전해질	40%	15%	높은 이온 전도도와 준수한 안전성을 보유한 LiPF <sub>6</sub> 가 주를 이룸. 업체별 저온, 고온 안정성을 보완한 제품들 개발 및 양산 추진
유기용매	20%	80%	고점도 환형 카보네이트계 유기용매(DMC) 및 저점도 선형 카보네이트계 유기용매(DMC) 혼합 사용
첨가제	40%	5%	Vinylene Carbonate(VC), Succinonitrile, Adiponitrile 등 사용

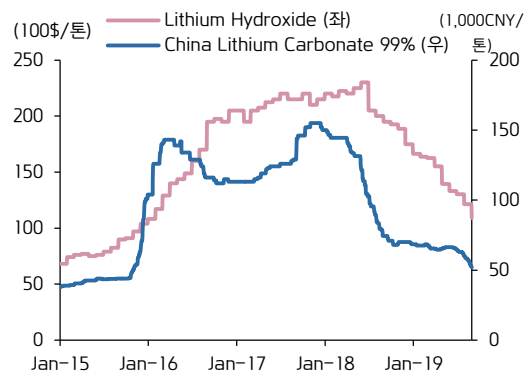
자료: 파낙스이텍, 업계 자료, 키움증권 리서치

#### 국제 리튬 가격 추이



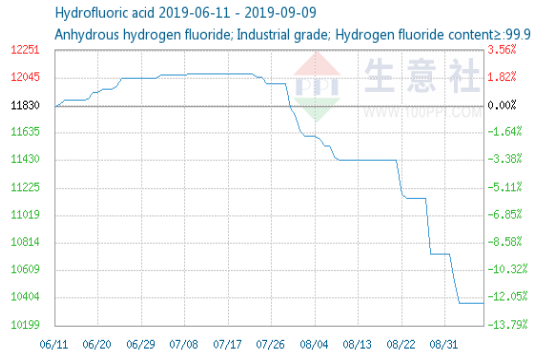
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

#### 중국 탄산리튬 및 수산화리튬(LiOH) 가격 추이



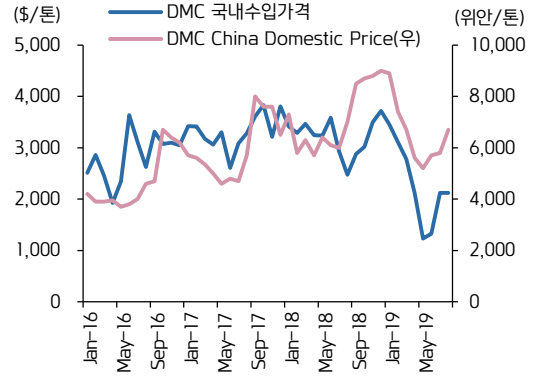
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 Hydrofluoric Acid(HF) 가격 추이



자료: Sunsirs, 키움증권 리서치

### 국내 유기용매(DMC) 수입가격 및 중국 가격 추이



자료: KITA, Wind, 키움증권 리서치

## V. 목재산업, 어려운 시황에서도 빛나는 수익성

### >>> 부진한 수익성, 그러나 견조한 수요





#### 국내 PB 생산능력 1위, 아시아 MDF 생산능력 1위

동사는 PB(Particle Board), MDF(Medium Density Fiberboard) 등 합성목재 제품에서 테고필름, 강화마루에 이르는 목재사업의 전 영역을 영위하고 있는 목재 가공업체이다.

PB는 폐목재에서 발생한 칩에 열과 압력을 가해 접착한 합성목재 보드 제품으로, 주로 가구 및 건설용으로 사용된다. MDF는 비슷한 가공과정을 거쳐서 생산되나, 원목에서 분리한 목재 섬유를 분해하여 원재료로 사용한다는 점에서 구별된다. 두 제품 모두 원목에 비해서 가격이 저렴하고, 내구성이 우수하다는 장점을 가지고 있다. 최종 수요별 사용 비중으로는 가구가 각각 67%, 56%를 차지하고, 그 밖에도 건축 및 포장재 등에 사용된다.

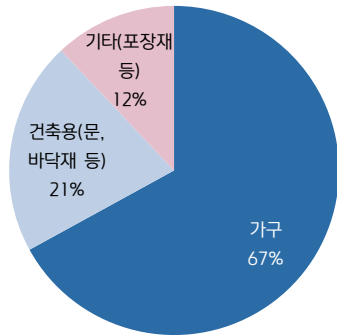
동사는 1975년 연산 5만m<sup>3</sup> 규모의 국내 PB 1공장을 가동한 이래, 1986년에는 국내 최초의 MDF 공장을 가동하였으며, 관련 업체의 지속적인 M&A로 괄목할 만한 성장을 기록했다. 2000년 이후에는 성장성이 높은 동남아시아 시장에 진출하며, 동사는 국내 PB 생산능력 1위, 아시아 MDF 생산능력 1위의 글로벌 합성목재 전문 기업으로서의 입지를 다졌다.

#### 동화기업 주요 제품 및 생산능력

분류	PB	MDF	MFB	강화마루
설명	폐목재 칩을 주원료로 하여 접착제를 도포한 후 가공한 목질 판상 제품	목재를 섬유소(fiber)로 분해한 후 수지를 도포하여 가공한 판상 제품	PB, MDF 제품에 LPM 시트를 접착 가공한 보드	HDF 보드 위에 무늬의 모양지를 입히고 표면을 강화 코팅 처리한 제품
제품사진				
생산능력	국내 561,000m <sup>3</sup>	국내 500,000m <sup>3</sup> 말레이시아 300,000m <sup>3</sup> 베트남 480,000m <sup>3</sup> , 300,000m <sup>3</sup> (2021년 준공)	국내 6,000,000장 말레이시아 2,000,000장	국내 200만평 베트남 109만평(2021년 준공)
비고	국내 생산능력 1위 (국내 M/S 65.7%)	아시아 생산능력 1위 (국내 M/S 23%, 베트남 M/S 30%)		

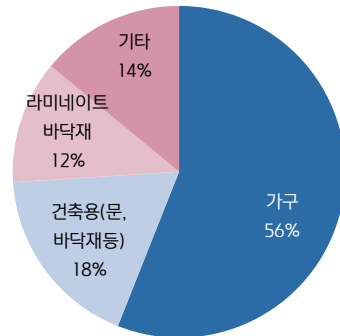
자료: 동화기업, 키움증권 리서치

### PB 사용처별 비중



자료: European Panel Federation, 키움증권 리서치

### MDF 사용처별 비중



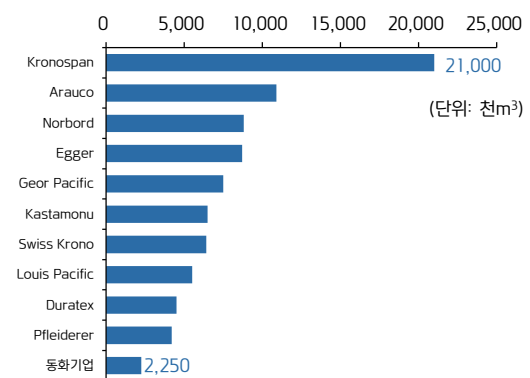
자료: European Panel Federation, 키움증권 리서치

### 국내 PB, MDF 업체별 생산능력

제품	업체	위치	생산능력(단위: m³)
MDF	유니드	군산	525,000
	동화기업	인천	515,000
	성창기업	인천	350,000
	한솔홈데코	아산	308,000
	포레스코	인천	170,000
	<b>합계</b>		<b>1,868,000</b>
PB	동화기업	인천	561,000
	성창기업	인천	244,000
	<b>합계</b>		<b>805,000</b>

자료: 한국합판보드협회, 키움증권 리서치

### 글로벌 합성목재(PB, MDF) 제조사별 생산능력



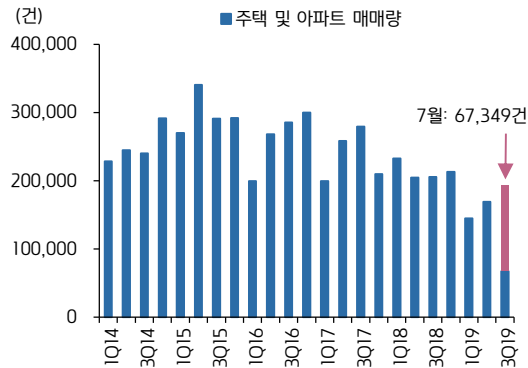
자료: Arauco, 키움증권 리서치

### 부진한 국내 목재 시장

최근 국내 합성목재 시장은 PB, MDF 가격 하락에 따른 부진이 지속되고 있다. 국내 MDF 가격은 2017년 2분기  $m^3$ 당 29.2만원에서 2019년 2분기 26.6만원 수준으로 하락했고, 같은 기간 PB 가격은 24.4만원에서 21.2만원으로 하락했다.

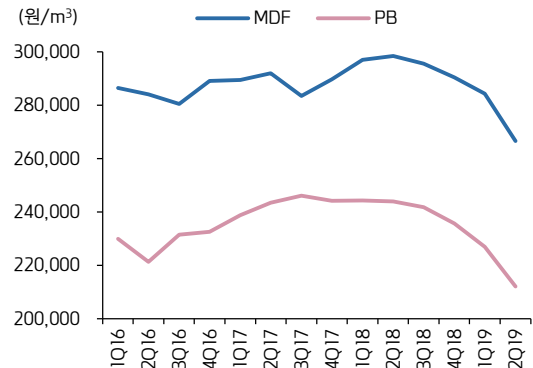
이러한 부진은 국내 주택 거래량 및 아파트 신규 입주 물량 감소에 따른 전방산업 부진에 기인한다. 2019년 2분기 국내 아파트 신규 입주 물량은 9.5만세대로 전년 동기 10.8만세대 대비 11.9% 감소했으며, 주택 거래량은 같은 기간 16.9만건으로 전년 동기 대비 17.3% 감소했다. 상반기 국내 주택 및 아파트 매매량은 최근 5년내 최저 수준을 기록하며, 이에 직접적인 영향을 받는 건자재 및 가구 수요도 부진했다.

국내 주택 및 아파트 매매량 추이



자료: See-REAL, 키움증권 리서치

국내 PB, MDF 가격 추이



자료: Dart, 키움증권 리서치

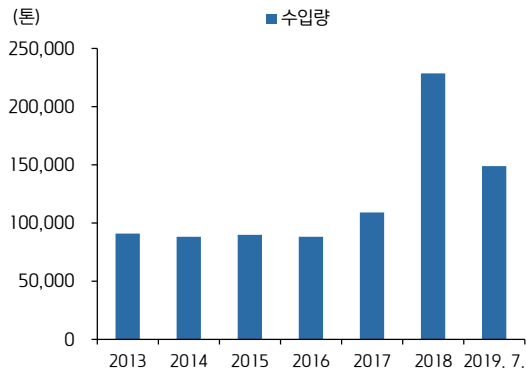
또한, 동남아시아산 저가 PB, MDF 제품의 국내 유입으로 인해 수익성이 악화되고 있다. 최근 동남아시아 업체들은 합성목재 생산 설비를 공격적으로 증설했으며, 특히 태국 MDF 생산능력은 2018년 기준 연산 375.9만 $m^3$ 로, 2017년 330만 $m^3$  대비 13.9% 증가했다. 현지 가구업체 Kijchai, Vanachai 등이 이러한 증설을 주도하고 있다.

추가적으로 미-중 무역 분쟁의 지속과 중동 건설 경기 부진으로, 과거 미국 및 중동으로 판매되던 합성목재 제품이 대체 수요처를 찾아 국내로 유입되는 물량이 급증했다. 과거 태국산 합성목재의 주 수출국은 이란, 아랍에미리트 등이었으나, 최근에는 한국으로 수출되며 국내 제품 판가의 하락으로 이어지고 있다.

태국산 MDF의 국내 수입 물량은 2016년 2만톤에서 2018년 12.6만톤으로 급증했으며, 수입 단가는 2017년 3분기 \$320/톤에서 2019년 7월 \$269/톤 수준으로 하락했다.

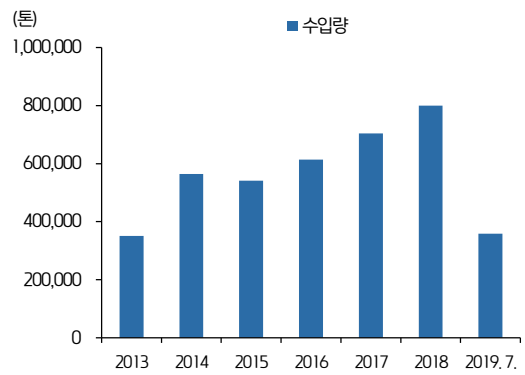
동남아시아 지역의 공격적인 증설을 고려하면 수입산 저가 PB, MDF 제품의 국내 유입은 당분간 지속될 것으로 판단되며, 국내산 합성목재의 단기적인 수익성 개선은 쉽지 않을 것으로 전망된다.

### 국내 MDF 수입 물량 추이



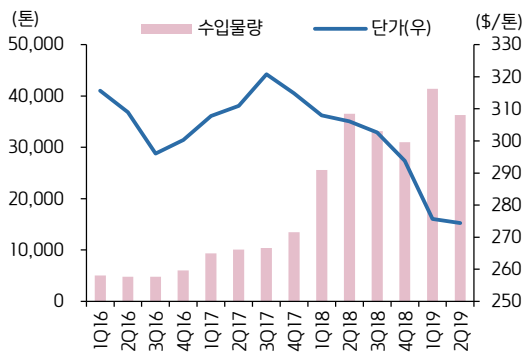
자료: KITA, 키움증권 리서치

### 국내 PB 수입 물량 추이



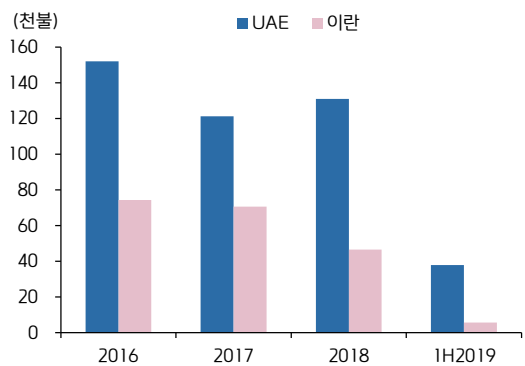
자료: KITA, 키움증권 리서치

### 태국산 MDF 국내 수입 물량 및 단가 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

### 태국산 MDF 중동향 수출 금액 추이



자료: Foreign Trade Statistics of Thailand, 키움증권 리서치

### 견조한 목재 수요, 추가적인 시황 악화는 제한적

2019년 국내 PB, MDF 소비량은 전년 대비 비슷한 수준인 245.2만m<sup>3</sup>, 201.9만m<sup>3</sup>으로 전망하며, 견조한 목재 수요로 인해 시황의 추가적인 악화는 제한적일 것으로 전망한다.

특히, 국내 건축물 노후화에 따른 인테리어 수요와 2019년 상반기 기저효과를 반영한 주택 거래량의 점진적인 상승이 이러한 수요를 이끌 것이다.

#### 국내 PB, MDF 수급 추이 및 전망

(단위: 천m <sup>3</sup> )	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
PB 소비	1,824	2,048	1,885	1,732	1,732	2,074	1,974	1,913	1,935	2,020	2,019	2,017	2,015	2,012	2,010
PB 국내 생산	1,655	1,836	1,812	1,712	1,678	2,011	1,901	1,859	1,840	1,763	1,762	1,760	1,758	1,755	1,753
수입	185	226	125	128	130	126	128	126	156	298	304	310	316	323	329
수출	16	14	52	108	76	63	55	72	61	41	47	53	59	66	72
MDF 소비	1,612	1,724	1,567	1,544	1,659	1,959	2,060	2,089	2,437	2,455	2,452	2,448	2,443	2,439	2,436
MDF 국내 생산	934	919	795	801	802	830	820	816	855	841	840	840	839	839	839
수입	678	805	772	743	857	1,124	1,236	1,270	1,580	1,612	1,610	1,606	1,602	1,598	1,595
수출						5	4	3	2	2	2	2	2	2	2

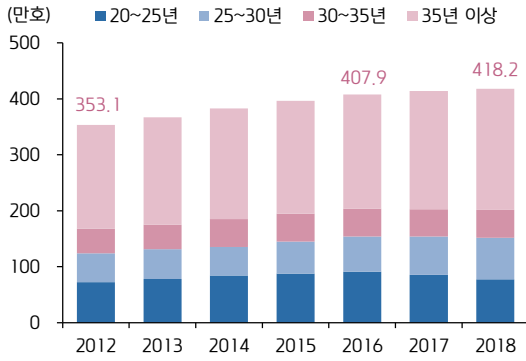
자료: 산림청, 키움증권 리서치

국토교통부 통계에 따르면 국내 경과 연수 20년 이상의 노후 건축물은 2012년 353.1만동에서 2018년 418.2만동으로 연평균 1~3% 비율로 꾸준히 증가했다. 특히 주거용 노후 건축물은 2012년 274.5만동에서 2018년 301.6만동으로 증가했으며, 이 중 35년 이상 건축물은 60%에 육박한다. 국내 가구 업체들은 이러한 수요를 반영해 B2C 리모델링 패키지 사업을 확대할 계획이다. 참고로 과거 일본의 DIY 가구 시장규모는 1990년 2조엔 규모에서 2003년 4조엔을 돌파하는 가파른 성장세를 보인 후, 비교적 견조한 수요를 보이는 것을 감안하면 향후 국내 인테리어 시장도 비슷한 흐름을 나타낼 것으로 전망된다.

2019년 상반기 부진하던 국내 주택 거래량도 점진적인 반등이 예상된다. 2019년 7월 주택, 아파트 거래량은 6.7만건을 기록해, 2분기 월평균 5.6만건 대비 19.5% 증가했다. 전통적으로 여름철이 이사 비수기인 것을 감안하면, 하반기 주택 거래량은 추가적으로 증가할 수 있을 것으로 보이며 동사 소재사업에도 개선 효과가 기대된다.

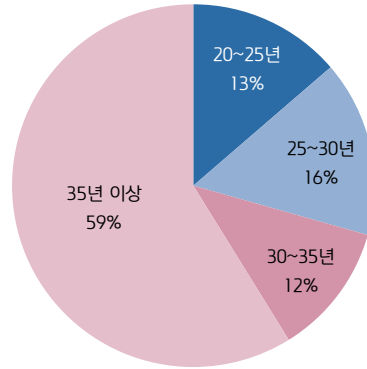


### 20년 이상 노후 건축물 추이



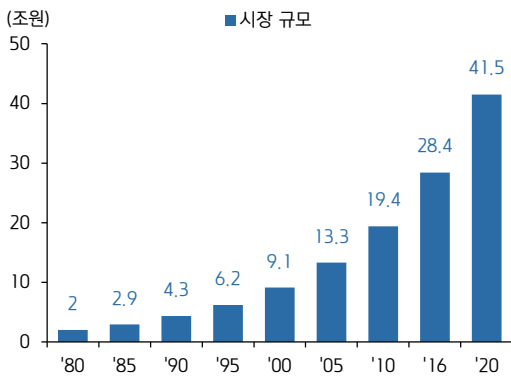
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

### 주거용 건축물 연식 비율(2018년 기준)



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

### 국내 인테리어, 리모델링 시장 규모 전망



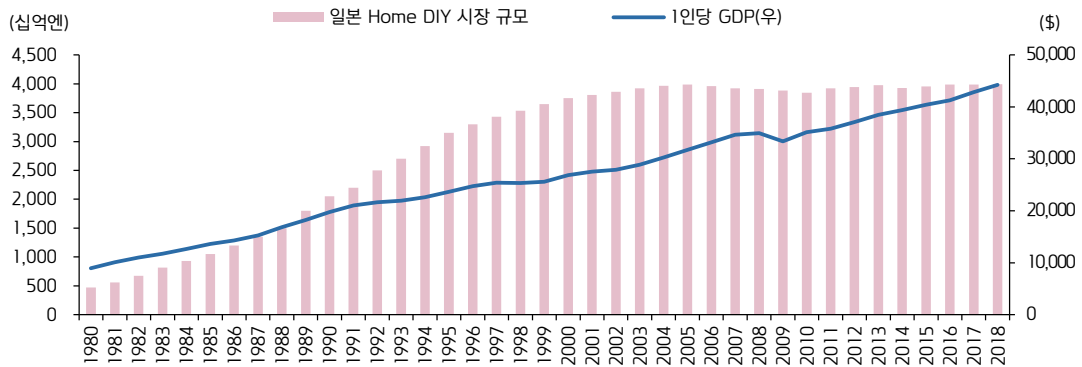
자료: 한국건설산업연구원, 키움증권 리서치

### 한샘 토탈 리모델링 패키지: 리하우스



자료: 한샘, 키움증권 리서치

### 일본 1인당 GDP 및 Home DIY 시장 규모 추이



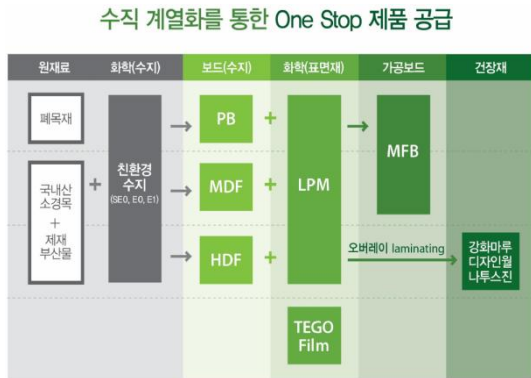
자료: Japan DIY Association, 키움증권 리서치

### 수직계열화를 통한 월등한 수익성

동사의 목재사업 영업이익률은 국내 경쟁사 대비 10%p 이상 높다. 2019년 상반기 대부분의 국내 경쟁업체들이 영업적자를 기록했음에도 불구하고, 동사는 영업이익률 10% 수준의 견조한 수익성을 시현했다. 이는 최근 수년간 공격적인 M&A를 추진하며, 목재 제품부터 가공에 필요한 화학 수지 및 테고필름에 이르기까지 목재사업 전 영역의 수직계열화를 구축하였기 때문이다.

동사는 2017년 목재 가공용 접착제 원료인 페놀수지 국내 1위 생산업체 태양합성을 인수했으며, 2017년 10월에는 테고필름 생산량 세계 3위 업체인 핀란드의 Kotkamills Imprex를 인수했다. 참고로 테고필름이란 크라프트 원지에 페놀수지를 함침한 후 건조한 시트지로 콘크리트 표면 처리에 사용된다. 또한 동사는 합성목재 제품을 가공한 강화마루 및 강마루 등의 건조재 판매 비중을 지속적으로 높여가고 있으며, 국내 강화마루 시장에서 점유율 40%를 상회하고 있다. 과거 PVC 바닥재 대비 화학제품 및 접착제 사용을 최소화하여 소비자의 선호를 반영하는 친환경 제품까지 영역을 확대하고 있다.

### 동화기업 목재사업 수직계열화



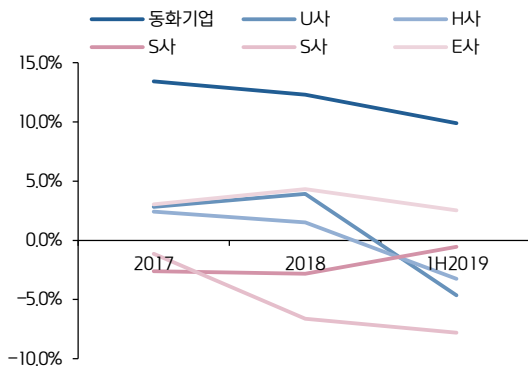
자료: 동화기업, 키움증권 리서치

### 동화기업 주요 M&A 현황

구분	업체	주요 사업	인수금액
2000년 9월	대성목재	PB	1,188억원
2015년 1월	한국일보	신문, 미디어	308억원
2017년 4월	태양합성	페놀수지, 접착제	405억원
2017년 10월	Kotkamills Imprex Oy	테고필름	345억원
2018년 8월	Agro Fiber MDF사업부	MDF	230억원
2019년 8월	파낙스이텍(지분 88.73%)	이차전지 전해액	1,179억원
2019년 8월	Dongwha Vietnam Co.	MDF, 강화마루	582억원

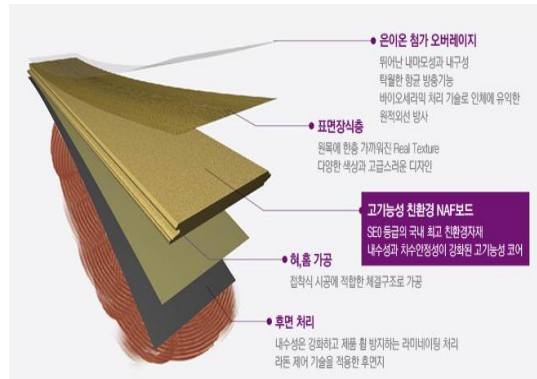
자료: 동화기업, 키움증권 리서치

### 경쟁업체 대비 월등한 영업이익률



자료: 동화기업, 키움증권 리서치

### 동화기업 강마루



자료: 동화기업, 키움증권 리서치

## >>> 2022년, 베트남 MDF 시장점유율 40%

### VRG Dongwha, 베트남 MDF 시장점유율 1위

동사는 동남아시아 시장의 높은 성장성을 감안해 2000년대 중반 말레이시아 중소 MDF 업체들을 인수하며 시장에 진출했다. 그리고 2010년에는 베트남 최대의 고무 생산 업체 VRG(Vietnam Rubber Group)와 JV VRG Dongwha를 설립(동화기업 지분을 51%)하며 베트남 시장에도 진출했다. VRG Dongwha는 2012년 7월 호치민 지역에 MDF 생산능력 30만m<sup>3</sup>의 제 1공장 가동을 시작했으며, 2017년 18만m<sup>3</sup>의 제 2공장을 추가로 증설했다. VRG Dongwha는 가동 이후 누적 매출액 6,791억원, 영업이익 1,517억원을 달성했으며, 현재 베트남 시장 MDF 시장점유율 30%를 달성하며 1위 업체로 성장했다.

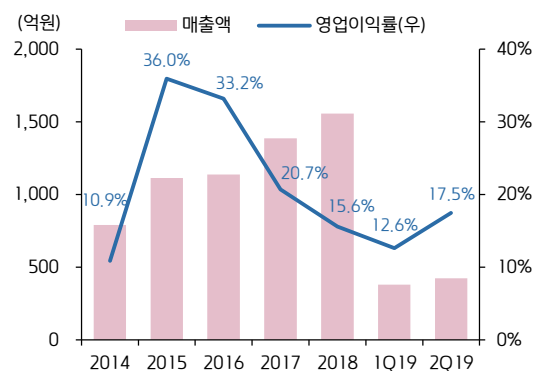
VRG Dongwha의 가동 초기 영업이익률은 30%를 상회했다. 그러나 2015년부터 시행된 중국 천연림 벌채 금지령 및 라오스 정부의 원목 수출 금지 정책으로 원재료인 고무나무 수급에 차질이 발생해 영업이익률이 15%p 이상 감소했다. 그러나 최근 미-중 무역 분쟁 지속 및 중국 건설경기 둔화에 따른 역내 원목 가격 하향 안정화로 동사 원재료 수급이 안정화되는 추세에 있으며, 이에 따른 수익성도 개선되는 추세이다. 2019년 현재 VRG Dongwha의 가동률은 99% 수준으로, 베트남 시장의 합성목재 수요는 견조한 수준이다.

### 2022년, 베트남 신공장 증설 계획

동사는 베트남 북부 하노이 인근 Thai Nguyen에 MDF 및 강화마루 생산공장을 추가로 건설하며 베트남 전체 시장에서의 지배력 강화할 예정이다. 총 1.6억달러 규모를 투자해, MDF 30만m<sup>3</sup>, 강화마루 109만평의 공장을 건설할 계획이며, 2021년 중 완공하여 2022년 1월부터 본격 가동될 예정이다.

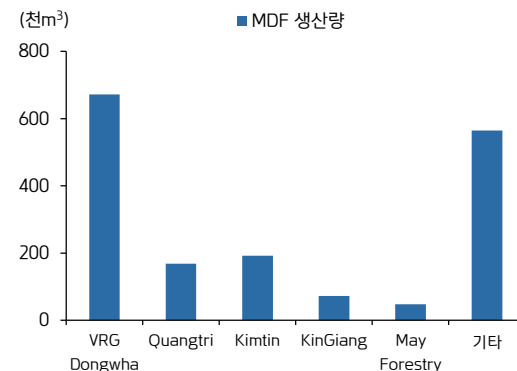
동사는 베트남 MDF 시장 규모 205.8만m<sup>3</sup> 중 북부 지역의 생산 비중이 24%에 불과한 점을 감안해, 향후 베트남 북부지역의 성장 가능성에 대해 선제적인 투자를 하는 것으로 판단된다. 당 리서치센터는 현재 업황을 가정할 시 신공장 증설로 인해 매출액 1,180억원, 영업이익 207억원이 발생할 것으로 추정하며, 동사의 베트남 MDF 시장점유율은 40% 수준으로 높아질 전망이다.

#### VRG Dongwha 매출액, 영업이익률 추이



자료: 동화기업, 키움증권 리서치

#### 베트남 업체별 MDF 생산 규모



자료: 동화기업, 키움증권 리서치

동화기업 베트남 프로젝트 Simple Model

구분	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2041E	비고
<b>생산능력</b>										
MDF(만m <sup>3</sup> )				30	30	30	30	30	30	2021년 하반기 MDF 30만m <sup>3</sup> , 강화마루 109만평 완공.
강화마루(만평)				109	109	109	109	109	109	2022년 플가동 예정
<b>가격</b>										
MDF(\$/m <sup>3</sup> )				220	220	220	220	220	220	
강화마루(\$/평)				25	25	25	25	25	25	
<b>환율</b>										
(원/\$)				1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	
<b>매출액(억원)</b>										
합계				1,180	1,180	1,180	1,180	1,180	1,180	
MDF(\$/m <sup>3</sup> )				835	835	835	835	835	835	가동률 100% 가정
강화마루(\$/평)				345	345	345	345	345	345	가동률 100% 가정
<b>기타(억원, %)</b>										
판매관리비				88	88	88	88	88	88	
EBITDA (판매비 배부 후)				307	307	307	307	307	307	
EBITDA Margin(%)				26%	26%	26%	26%	26%	26%	
영업이익				207	207	207	207	207	307	
영업이익률				18%	18%	18%	18%	18%	26%	
기타비용(이자비용)		22	45	45	46	46	46	47	53	이자율 2.8% 가정
세전이익		-22	-45	162	162	161	161	160	254	
TAX								20	63	4년 면제, 9년 감면
세후이익		-22	-45	162	162	161	161	140	190	
Capex		800	800	15	15	15	15	15	15	유지보수: 연간 15억원 가정
감가상각비				100	100	100	100	100	0	12년 정액 상각 가정
FCF		-22	-45	162	162	161	161	140	190	
할인계수		1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.4	WACC 4.6% 가정
Discounted FCF		-22	-43	147	140	133	127	106	71	
SUM		1,891								

자료: 동화기업, 키움증권 리서치

### 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	702.1	760.0	738.7	846.3	895.1
매출원가	523.0	582.9	554.2	633.4	678.6
매출총이익	179.1	177.1	184.5	212.9	216.5
판매비	88.9	93.0	112.3	118.0	108.7
영업이익	90.2	84.1	72.2	94.9	107.8
EBITDA	128.5	122.9	109.2	137.6	160.3
영업외손익	-0.8	-13.5	-13.3	-16.3	-16.8
이자수익	1.0	1.6	3.4	3.7	4.2
이자비용	9.9	10.2	14.5	17.9	18.9
외환관련이익	8.9	1.8	1.3	1.3	1.3
외환관련손실	4.5	5.4	2.5	2.5	2.5
종속 및 관계기업손익	2.9	1.5	1.5	1.5	1.5
기타	0.8	-2.8	-2.5	-2.4	-2.4
법인세차감전이익	89.4	70.6	58.9	78.6	91.0
법인세비용	46.5	17.1	12.9	17.3	20.0
계속사업손익	42.9	53.5	45.9	61.3	71.0
당기순이익	62.2	51.0	45.9	61.3	71.0
지배주주순이익	34.2	35.1	31.6	42.2	48.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	1.7	8.2	-2.8	14.6	5.8
영업이익 증감율	9.0	-6.8	-14.1	31.4	13.6
EBITDA 증감율	9.4	-4.4	-11.1	26.0	16.5
지배주주순이익의 증감율	0.2	2.6	-10.0	33.5	15.9
EPS 증감율	0.2	2.5	-9.9	33.6	15.8
매출총이익률(%)	25.5	23.3	25.0	25.2	24.2
영업이익률(%)	12.8	11.1	9.8	11.2	12.0
EBITDA Margin(%)	18.3	16.2	14.8	16.3	17.9
지배주주순이익률(%)	4.9	4.6	4.3	5.0	5.5

### 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	276.4	282.9	382.6	429.8	473.1
현금 및 현금성자산	26.4	24.1	127.4	148.5	179.3
단기금융자산	44.0	77.1	78.7	80.2	81.8
매출채권 및 기타채권	126.3	97.3	94.6	108.4	114.6
재고자산	73.0	78.0	75.8	86.8	91.8
기타유동자산	6.7	6.4	6.1	5.9	5.6
비유동자산	947.7	946.9	1,008.9	1,117.7	1,166.8
투자자산	100.3	126.3	125.2	126.8	128.3
유형자산	762.3	745.5	811.0	920.5	970.0
무형자산	54.8	47.7	45.2	43.0	41.1
기타비유동자산	30.3	27.4	27.5	27.4	27.4
자산총계	1,224.1	1,229.8	1,391.4	1,547.5	1,639.9
유동부채	336.9	379.9	369.5	372.5	372.3
매입채무 및 기타채무	100.7	95.0	84.7	87.7	87.4
단기금융부채	216.0	262.7	262.7	262.7	262.7
기타유동부채	20.2	22.2	22.1	22.1	22.2
비유동부채	226.8	171.4	301.4	401.4	431.4
장기금융부채	80.8	41.5	171.5	271.5	301.5
기타비유동부채	146.0	129.9	129.9	129.9	129.9
부채총계	563.6	551.3	670.9	774.0	803.7
지배지분	482.4	516.4	544.0	578.0	618.5
자본금	7.7	7.7	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	96.0	99.1	99.1	99.1	99.1
기타자본	-294.6	-293.1	-291.6	-291.6	-291.6
기타포괄손익누계액	-7.9	-7.2	-6.7	-6.3	-5.8
이익잉여금	681.1	709.8	732.7	766.1	806.2
비지배지분	178.1	162.1	176.4	195.6	217.7
자본총계	660.5	678.5	720.5	773.5	836.2

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	91.2	116.2	80.0	86.2	115.9
당기순이익	62.2	51.0	45.9	61.3	71.0
비현금항목의 가감	96.8	76.5	64.8	77.8	90.8
유형자산감가상각비	35.2	35.8	34.5	40.5	50.5
무형자산감가상각비	3.2	3.0	2.5	2.2	2.0
지분법평가손익	-3.3	-3.9	-1.5	-1.5	-1.5
기타	61.7	41.6	29.3	36.6	39.8
영업활동자산부채증감	-55.6	5.0	-6.6	-21.5	-11.2
매출채권및기타채권의감소	-9.8	9.5	2.7	-13.8	-6.2
재고자산의감소	-5.4	-5.0	2.2	-11.0	-5.0
매입채무및기타채무의증가	-12.5	7.1	-10.3	3.0	-0.3
기타	-27.9	-6.6	-1.2	0.3	0.3
기타현금흐름	-12.2	-16.3	-24.1	-31.4	-34.7
투자활동 현금흐름	-76.2	-119.3	-124.7	-177.3	-127.3
유형자산의 취득	-29.1	-31.5	-100.0	-150.0	-100.0
유형자산의 처분	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 취득	-2.4	-4.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.7	-24.4	2.6	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	13.5	-33.1	-1.5	-1.6	-1.6
기타	-57.8	-25.8	-25.8	-25.7	-25.7
재무활동 현금흐름	-35.0	2.8	129.6	95.2	25.2
차입금의 증가(감소)	-12.4	11.9	130.0	100.0	30.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	2.9	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	5.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-12.5	-14.2	-2.9	-4.4	-4.4
기타	-10.1	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
기타현금흐름	-2.2	-1.9	18.5	17.0	17.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-22.2	-2.2	103.3	21.1	30.8
기초현금 및 현금성자산	48.5	26.4	24.1	127.4	148.5
기말현금 및 현금성자산	26.4	24.1	127.4	148.5	179.3

자료: 키움증권 리서치

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

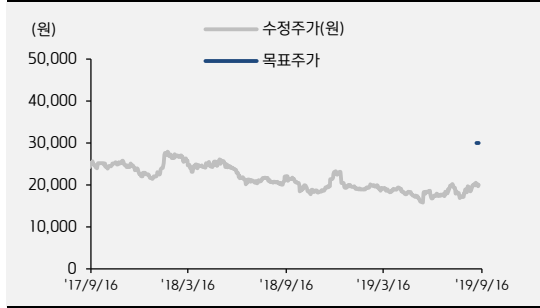
12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,694	1,736	1,564	2,089	2,419
BPS	23,881	25,564	26,935	28,614	30,623
CFPS	7,875	6,309	5,480	6,889	8,012
DPS	350	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	13.3	11.8	12.8	9.5	8.2
PER(최고)	16.5	18.0	13.6		
PER(최저)	12.5	10.0	10.1		
PBR	0.94	0.80	0.74	0.70	0.65
PBR(최고)	1.17	1.22	0.79		
PBR(최저)	0.89	0.68	0.59		
PSR	0.65	0.54	0.55	0.48	0.45
PCFR	2.9	3.2	3.6	2.9	2.5
EV/EBITDA	6.7	5.4	7.4	6.6	5.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	6.5	5.7	9.5	7.1	6.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3
ROA	5.1	4.2	3.5	4.2	4.5
ROE	7.3	7.0	6.0	7.5	8.2
ROIC	8.4	7.3	6.3	7.5	7.8
매출채권회전율	6.2	6.8	7.7	8.3	8.0
재고자산회전율	10.2	10.1	9.6	10.4	10.0
부채비율	85.3	81.3	93.1	100.1	96.1
순차입금비율	34.3	29.9	31.7	39.5	36.2
이자보상배율	9.1	8.3	5.0	5.3	5.7
총차입금	296.8	304.3	434.3	534.3	564.3
순차입금	226.4	203.0	228.2	305.5	303.1
NOPLAT	128.5	122.9	109.2	137.6	160.3
FCF	24.4	71.8	-13.3	-54.8	25.3

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
동화기업 (025900)	2019/09/16	Buy(Initiate)	30,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%