

2021. 7. 12



▲ 전기전자/2차전지
Analyst **주민우**
02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 130,000 원
현재주가 (7.9) 74,100 원
상승여력 75.4%

KOSDAQ	1,028.93pt
시가총액	14,969억원
발행주식수	2,020만주
유동주식비율	20.90%
외국인비중	42.72%
52주 최고/최저가	82,300원/32,150원
평균거래대금	127.0억원

주요주주(%)	
DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외 10인	69.58

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.4	23.5	59.9
상대주가	11.7	18.6	20.1

주가그래프



동화기업 025900

목재, 전해액 현황 점검

- ✓ 2Q21 영업이익 352억원으로 컨센서스 20% 상회 예상
- ✓ 목재의 P와 Q가 전분기 대비 성장한 영향이고, 전해액은 -10억원 적자 예상
- ✓ 목재 선물 가격과 동화기업 목재 판가 상관관계 낮음. 최근 급락하고 있는 목재 선물가격과 달리 동화기업의 하반기 목재 판가는 상반기와 유사한 수준 예상
- ✓ 동화기업 고유의 첨가제 설계능력을 인정받아 전해액 공급으로까지 이어지는 상황
- ✓ 2023년 동화일렉 매출액 추정치 17% 상향조정을 반영해 적정주가 13만원으로 상향

2Q21 Preview: 영업이익 352억원으로 컨센서스 20% 상회 예상

2Q21 영업이익은 352억원으로 컨센서스(294억원)를 20% 상회할 전망이다. 본업인 목재의 P와 Q가 전분기 대비 성장한 영향이다. 동화일렉(전해액)은 전해액 원재료(LiPF6) 가격 상승에 따른 원가 부담으로 적자(-10억원)가 예상된다. 3Q21부터는 고객사와의 합의를 통해 원재료/판가 연동이 시작되며 수익성은 정상화 될 예정이다.

목재, 전해액 현황 점검

최근 목재 선물 가격 하락 전환이 동화기업의 목재 실적 둔화 우려로 번지고 있다. 동화기업 목재 판가는 반기 혹은 분기에 한번씩 가격을 협상하고, 계약된 물량보다 수요가 많아지면 시장가격으로 비싸게 팔게 된다. 상반기 목재 호실적은 계약된 물량보다 수요가 많았기 때문에 P,Q가 모두 개선된 영향이었다. 3Q 목재 판가는 2Q와 유사할 것으로 예상돼 목재 실적 둔화 가능성은 낮다. 실제 목재선물과 동화기업 목재 실적을 비교해보도 유의미한 상관관계는 도출되지 않는다 (그림 1).

1Q21, 2Q21 전해액 적자의 원인이었던 원재료(LiPF6) 가격 상승은 3Q21부터 고객에게 전가가 가능해지면서 수익성은 정상화될 예정이다. 이제부터는 매출액 성장이 중요하다. 4Q21 삼성SDI Gen5 양산, 2023년 SK이노베이션 조지아 2공장 가동, 헝가리 3공장 가동, 2024년 삼성SDI 미국 공장 가동 등이 예정되어 있어 동화기업의 전해액 매출액도 동반 성장이 예상된다. 더 나아가 국내 1위 배터리 업체인 전해액 신규 공급도 예상된다. 전해액의 핵심은 원가의 40%를 차지하는 '첨가제' 인데 동화일렉 고유의 '첨가제 설계능력'을 인정받아 전해액 공급으로까지 이어질 전망이다. 이는 분명 다른 전해액 업체들과는 차별화되는 경쟁력이다. 2023년 전해액 매출액 추정치 17% 상향조정을 반영해 적정주가를 13만원으로 상향한다. 목재가치 1.0조원, 전해액 가치 2.0조원에 순차입금 4,709억원을 반영했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	717.4	58.5	27.7	1,371	-21.0	26,226	13.5	0.7	4.2	5.3	112.6
2020	744.9	66.8	23.5	1,162	-15.2	27,492	27.0	1.1	6.5	4.3	126.3
2021E	947.9	140.2	82.4	4,082	251.1	32,952	18.2	2.2	5.9	13.5	110.7
2022E	1,178.1	182.0	109.6	5,425	32.9	40,082	13.7	1.8	4.7	14.9	91.4
2023E	1,430.5	210.8	128.1	6,340	16.9	48,425	11.7	1.5	4.2	14.3	76.5

표1 동화기업 2Q21 Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	231.7	179.9	28.8%	210.1	10.3%	221.2	4.8%
영업이익	35.2	14.5	142.8%	25.3	39.0%	29.4	19.6%
세전이익	36.1	15.7	130.8%	24.6	47.0%	26.9	34.3%
지배순이익	22.0	7.3	201.2%	15.8	38.6%	14.7	49.4%
영업이익률(%)	15.2%	8.0%		12.0%		13.3%	
지배주주순이익률(%)	9.5%	4.1%		7.5%		6.6%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 동화기업 추정치 변경 내역

비교 (십억원)	New			Old			차이(%)		
	3Q21E	2021E	2022E	3Q21E	2021E	2022E	3Q21E	2021E	2022E
매출액	252.6	947.9	1,178.1	264.7	969.7	1,184.5	-4.6%	-2.2%	-0.5%
영업이익	39.6	140.2	182.0	35.1	126.3	163.1	12.8%	11.0%	11.6%
영업이익률 (%)	15.7%	14.8%	15.4%	12.1%	11.8%	12.2%			
세전이익	37.0	134.1	180.2	32.1	118.8	145.2	15.4%	12.9%	24.1%
순이익	22.5	82.4	109.6	19.9	73.2	88.3	13.1%	12.6%	24.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 동화기업 실적 테이블

(십억원)	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
환율 (원)	1,114	1,121	1,105	1,090	1,075	1,065	1,060	1,060	1,108	1,065	1,060
매출액	210.1	231.7	252.6	253.5	275.9	292.3	305.9	304.1	947.9	1,178.1	1,430.5
(% QoQ)	9.7%	10.3%	9.0%	0.3%	8.9%	5.9%	4.7%	-0.6%			
(% YoY)	14.9%	28.8%	32.5%	32.4%	31.3%	26.1%	21.1%	20.0%	27.3%	24.3%	21.4%
동화일렉(전해액)	14.5	18.5	25.3	27.4	37.4	42.4	47.0	46.4	85.8	173.2	365.3
동화기업 별도	110.9	118.7	124.6	123.4	124.6	127.1	129.6	128.3	477.5	509.6	530.1
베트남법인	41.2	45.8	50.1	49.5	59.2	65.8	70.1	69.5	186.7	264.7	275.6
기타종속사업	43.5	48.7	52.6	53.1	54.7	56.9	59.2	59.8	197.9	230.6	259.5
영업이익	25.3	35.2	39.6	40.2	40.6	45.7	48.2	47.5	140.2	182.0	210.8
(% QoQ)	27.1%	39.0%	12.7%	1.5%	1.0%	12.6%	5.5%	-1.4%			
(% YoY)	84.6%	142.8%	111.2%	102.0%	60.4%	30.0%	21.7%	18.2%	109.9%	29.8%	15.9%
영업이익률 (%)	12.0%	15.2%	15.7%	15.9%	14.7%	15.6%	15.8%	15.6%	14.8%	15.4%	14.7%
세전이익	24.6	36.1	37.0	36.4	42.4	47.4	46.2	44.2	134.1	180.2	210.6
지배주주순이익	15.8	22.0	22.5	22.1	25.8	28.8	28.1	26.8	82.4	109.6	128.1
지배주주순이익률 (%)	7.5%	9.5%	8.9%	8.7%	9.3%	9.9%	9.2%	8.8%	8.7%	9.3%	9.0%

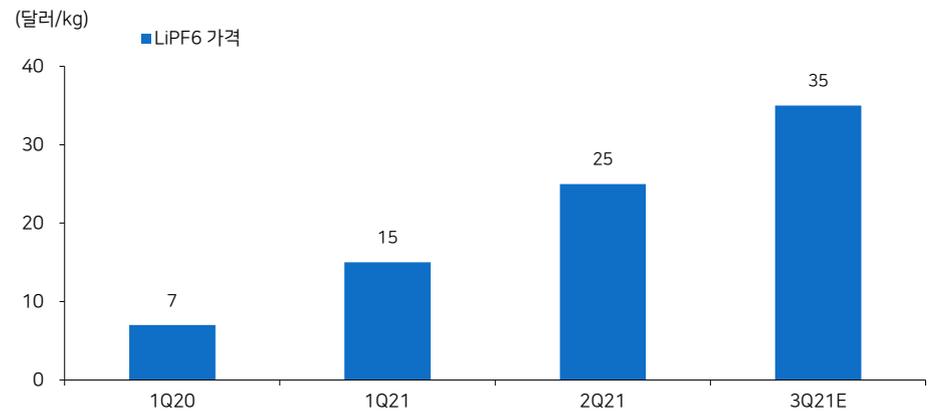
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 국제목재선물 가격과 동화기업 목재 매출액 추이 비교



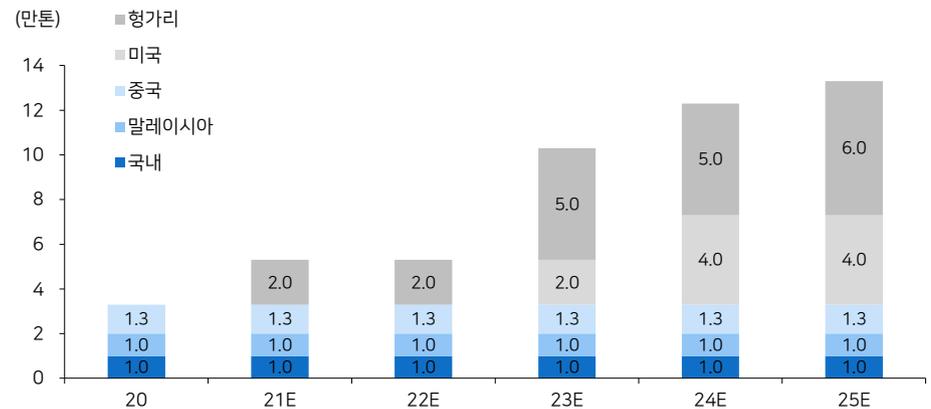
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 LiPF6 가격 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 동화일렉트로라이트 전해액 증설 계획 (메리츠 추정)



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 동화기업 적정주가 산정표

(십억원)	EBIDTA (십억원)	배수(배)	금액	비고
영업가치			3,091.6	
목재	176.6	6.0	1,051.6	2021년 EBITDA에 2014~19년(Normal cycle) 평균 6.0배 적용
2차전지	97.1	21.0	2,040.0	2023년 EBITDA에 전해액 Peer 평균 21배 적용
비영업가치			121.5	
엠파크홀딩스 외 2개사 합			121.5	장부금액 기준
순차입금			470.9	2Q21 순차입금 추정
주주가치			2,742.1	
주식수(백만주)			20.2	
주당 적정가치			135,742	
적정주가			130,000	
현재주가			74,100	
상승여력			75.4%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 동화기업 EV/EBITDA 테이블

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EV (십억원)									
High	608	600	811	1,205	863	783	767	832	1,515
Low	566	482	419	529	643	655	496	663	654
Average	584	551	590	848	730	707	654	741	1,073
EBITDA (십억원)	25	21	89	113	117	129	123	107	122
EV/EBITDA (배)									
High	24.8	27.9	9.1	10.7	7.3	6.1	6.2	7.8	12.4
Low	23.1	22.5	4.7	4.7	5.5	5.1	4.0	6.2	5.4
Average	23.8	25.7	6.6	7.5	6.2	5.5	5.3	7.0	8.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 동화기업 사업부별 EBITDA 추정

(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업이익	9.5	-2.2	56.2	78.7	82.8	90.2	84.1	58.5	66.8	140.2	182.0	210.8
목재	9.5	-2.2	56.2	78.7	82.8	90.2	84.1	58.5	64.2	136.6	165.3	173.9
2차전지									2.7	3.6	16.7	36.9
감가상각비	15.1	23.7	33.2	33.9	34.7	38.4	38.8	48.0	55.0	81.7	99.0	110.2
목재	15.1	23.7	33.2	33.9	34.7	38.4	38.8	40.0	40.0	40.0	50.0	50.0
2차전지									15.0	41.7	49.0	60.2
EBITDA	24.6	21.5	89.4	112.6	117.5	128.6	122.9	106.5	121.9	222.0	281.0	321.0
목재	24.6	21.5	89.4	112.6	117.5	128.5	122.9	98.5	104.2	176.6	215.3	223.9
2차전지									17.7	45.4	65.7	97.1

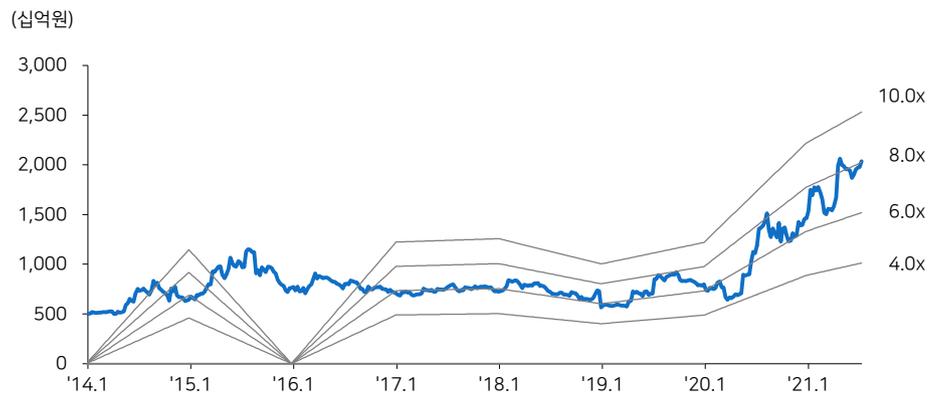
자료: 메리츠증권 리서치센터

표7 2차전지 소재 밸류에이션 비교 (음영은 전해액 peer)

	P/E(배)			P/B(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)		
	21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E
포스코케미칼	98.4	82.4	59.8	5.6	5.3	5.0	7.9	6.1	9.1	51.4	41.1	31.2
엘앤에프	180.2	34.6	22.1	6.1	5.2	4.0	5.3	20.2	21.9	56.2	21.8	15.5
에코프로비엠	63.3	39.7	26.6	9.5	7.8	6.0	16.2	21.7	25.5	37.5	24.5	17.8
Umicore	19.9	21.4	19.9	4.1	3.7	3.3	21.3	17.2	15.8	11.9	11.9	11.1
Tinci	65.1	44.4	33.6	20.4	14.6	10.2	32.9	33.8	31.5	48.4	34.2	26.1
capchem	65.1	48.2	36.3	8.7	7.6	6.5	13.7	16.0	18.3	43.7	31.9	23.4
천보	51.7	37.2	25.6	8.3	6.8	5.4	16.9	20.2	23.6	33.7	24.1	17.4

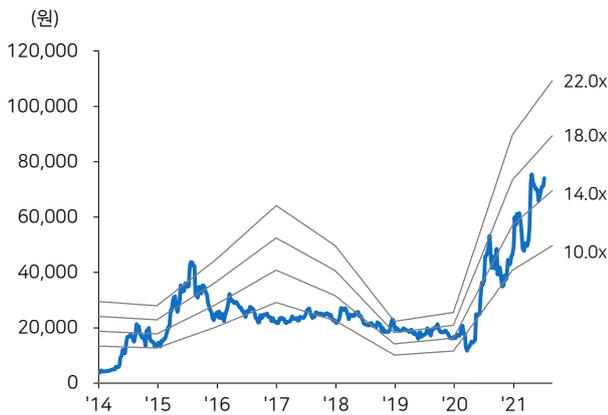
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 동화기업 EV/EBITDA 밴드



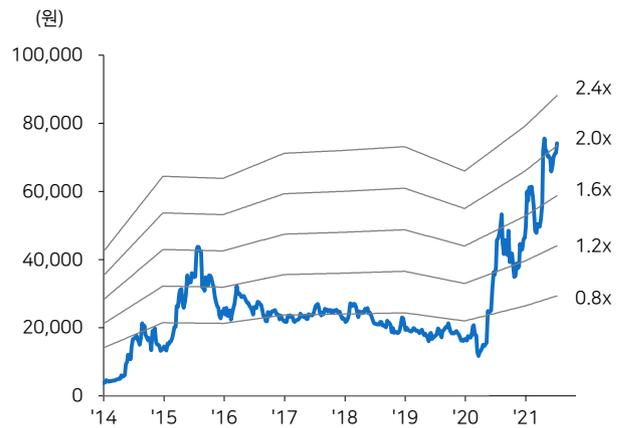
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 동화기업 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 동화기업 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

동화기업 (025900)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	717.4	744.9	947.9	1,178.1	1,430.5
매출액증가율 (%)	-5.6	3.8	27.3	24.3	21.4
매출원가	570.1	575.8	668.7	819.6	1,007.6
매출총이익	161.2	178.4	279.2	358.4	423.0
판매관리비	102.7	111.6	139.0	176.5	212.1
영업이익	58.5	66.8	140.2	182.0	210.8
영업이익률	8.2	9.0	14.8	15.4	14.7
금융손익	-9.1	-13.7	-5.1	-3.5	-1.9
중속/관계기업손익	1.5	0.2	-2.8	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-1.4	1.8	1.7	1.7
세계계속사업이익	50.9	52.0	134.1	180.2	210.6
법인세비용	7.5	11.7	26.1	36.0	42.1
당기순이익	43.4	40.3	108.0	144.2	168.5
지배주주지분 손이익	27.7	23.5	82.4	109.6	128.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	324.9	366.5	455.4	513.8	628.6
현금및현금성자산	21.6	46.7	74.6	81.0	121.1
매출채권	93.8	85.9	120.9	143.5	174.7
재고자산	99.6	94.0	95.6	113.7	148.1
비유동자산	1,115.7	1,220.0	1,270.7	1,330.1	1,369.6
유형자산	790.2	891.7	958.7	997.6	1,025.7
무형자산	130.3	125.1	119.5	113.5	107.6
투자자산	146.3	145.4	142.5	142.5	142.5
자산총계	1,440.6	1,586.4	1,726.1	1,843.9	1,998.2
유동부채	384.0	446.0	471.2	481.8	470.0
매입채무	40.4	48.3	55.2	69.1	83.4
단기차입금	249.6	226.5	205.6	200.0	170.0
유동성장기부채	26.9	83.7	106.7	87.2	56.7
비유동부채	379.0	439.3	435.6	398.8	396.4
사채	131.0	90.0	29.9	0.4	0.4
장기차입금	100.4	196.2	239.3	219.3	199.3
부채총계	763.0	885.4	906.8	880.6	866.4
자본금	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	84.5	93.0	91.3	91.3	91.3
기타포괄이익누계액	-4.2	-12.2	-5.6	-5.7	-5.7
이익잉여금	731.7	749.8	855.1	999.3	1,167.8
비지배주주지분	148.0	145.8	153.7	153.7	153.7
자본총계	677.7	701.1	819.3	963.3	1,131.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	39.6	136.4	88.4	228.7	262.6
당기순이익(손실)	43.4	40.3	108.0	144.2	168.5
유형자산상각비	43.4	48.2	74.4	91.1	101.8
무형자산상각비	4.6	6.8	7.3	7.8	8.3
운전자본의 증감	-23.5	-17.1	-102.2	-25.1	-37.2
투자활동 현금흐름	-165.4	-182.2	-313.1	-303.7	-304.2
유형자산의증가(CAPEX)	-45.0	-143.4	-140.0	-130.0	-130.0
투자자산의감소(증가)	-0.7	0.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	124.1	73.4	129.0	69.2	63.3
차입금의 증감	204.2	88.5	-14.8	-74.6	-80.5
자본의 증가	-2.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-2.6	25.1	27.9	6.4	40.2
기초현금	24.1	21.6	46.7	74.6	81.0
기말현금	21.6	46.7	74.6	81.0	121.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	35,518	36,878	46,927	58,322	70,821
EPS(지배주주)	1,371	1,162	4,082	5,425	6,340
CFPS	-126	1,244	1,381	315	1,989
EBITDAPS	5,273	6,033	10,990	13,909	15,891
BPS	26,226	27,492	32,952	40,082	48,425
DPS	130	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	13.5	27.0	18.2	13.7	11.7
PCR	-146.4	25.3	53.6	235.2	37.3
PSR	0.5	0.9	1.6	1.3	1.0
PBR	0.7	1.1	2.2	1.8	1.5
EBITDA	107	122	222	281	321
EV/EBITDA	4.2	6.5	5.9	4.7	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.3	4.3	13.5	14.9	14.3
EBITDA 이익률	26.0	19.3	37.1	39.0	39.9
부채비율	112.6	126.3	110.7	91.4	76.5
금융비용부담률	1.4	1.4	1.1	0.7	0.5
이자보상배율(x)	4.3	4.7	9.3	12.5	15.4
매출채권회전율(x)	7.7	8.3	9.2	8.9	9.0
재고자산회전율(x)	6.4	6.0	7.1	7.8	7.7

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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 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	-34.1	-23.9	
2020.09.15	기업브리프	Buy	80,000	주민우	-47.2	-25.0	
2021.01.11	기업브리프	Buy	90,000	주민우	-39.7	-29.3	
2021.04.13	기업브리프	Buy	100,000	주민우	-28.4	-17.7	
2021.05.25	산업분석	Buy	110,000	주민우	-36.9	-30.2	
2021.07.12	기업브리프	Buy	130,000	주민우	-	-	