

동화기업 (025900)

전해액 수익성 재차 악화, 하반기부터 구조적 안정화 전망

4Q21 Review : 전해액 부문 수익성 악화

2차전지 전해액 및 전자재 기업 동화기업의 4분기 실적은 매출 2,718억원(YoY +42%, QoQ +24%), 영업이익 132억원(YoY -34%, QoQ -56%)으로 컨센서스를 하회했다. 2차전지 전해액 부문(매출 비중 11%)은 전기차 배터리용 중대형 전해액 출하 크게 증가하며 매출 302억원으로 YoY +114%, QoQ +28% 증가했으나, 수익성은 원가(LiPF6 가격) 상승으로 전분기 대비 악화됐다. 이로 인해 전해액 부문 영업이익률은 1Q21 -1.8%, 2Q21 -6.6%, 3Q21 11.9%, 4Q21 -2.0%로 재차 적자 전환했다. 전자재 부문(매출 비중 89%) 역시 매출 YoY +36%, QoQ +24% 증가했으나, 부문 수익성은 베트남 신규 공장 가동에 따른 1회성 비용 증가 등으로 인해 전분기 대비 악화됐다.

전해액 매출 꾸준한 성장

1분기 연결 실적은 매출 2,762억원(YoY +31%, QoQ +2%), 영업이익 286억원(YoY +13%, QoQ 116%)이 전망된다. 전해액 부문은 전기차 시장 성장 속 본격적인 중대형 전지향 전해액 매출 증가 힘입어 부문 매출 1Q21 145억원, 2Q21 197억원, 3Q21 235억원, 4Q21 302억원, 1Q22 349억원으로 꾸준히 증가할 전망이다. 부문 수익성의 경우, 원자재와 전해액 물량 모두 장기 공급 계약 부문 반영 시작되는 3분기부터 안정적인 흑자 구조 진입할 전망이다. 현재 2022년 기준 5.3만톤 예상되는 전해액 CAPA는 주요 고객사 증설 스케줄 및 강력한 전방 수요 감안할 때, 2024년 기준 10만톤을 넘어설 것으로 전망한다. 현재 단가 기준으로 2024년 10만톤 넘어설 경우 매출 1조원 이상 가능하지만, 현 시점에서는 보수적 전망 기초해, 전해액 부문 매출 2021년 871억원, 2022년 2,091억원, 2023년 4,140억원, 2024년 6,624억원을 전망한다. 향후 전해액 증설 및 수익성 개선 과정에서 추가적인 실적 추정치 상향 여력 발생할 수 있을 것으로 전망한다.

목표 시총 2.8조원

투자자의견 BUY, 목표주가 136,000원을 유지한다. 목표주가는 2024년 기준 SOTP Valuation 을 적용하였다. 2024년 Value는 전해액 가치 1.9조원(예상 순이익 335억원 및 PER 63배(전해액 부문 이익 증가율 및 PEG=0.8), 지배주주지분율 89%), 전자재 가치 1.3조원(예상 순이익 1,009억원 및 전해액 사업 인수 전 동화기업 평균 PER 상단 20배, 지배주주지분율 65%) 합산하여 총 기업가치 3.2조원을 산출하였고, 순차입금 0.4조원 반영한 목표 시총은 2.8조원이다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 136,000원 | CP(3월10일): 69,400원

Key Data

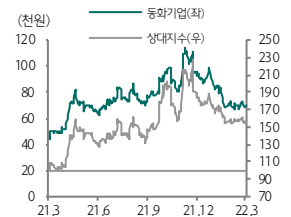
KOSDAQ 지수 (pt)	889.08
52주 최고/최저(원)	113,600/4,950
시가총액(십억원)	1,402.0
시가총액비중(%)	0.36
발행주식수(천주)	20,201.2
60일 평균 거래량(천주)	94.9
60일 평균 거래대금(십억원)	7.8
21년 배당금(예상, 원)	0
21년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	43.69
주요주주 지분율(%)	
DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외	69.63
12 인	

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(0.4)	(9.4)	54.4
상대	0.3	5.8	54.6

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	897.2	1,095.3
영업이익(십억원)	121.8	157.4
순이익(십억원)	94.0	115.0
EPS(원)	3,728	4,554
BPS(원)	34,962	39,886

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	717.4	744.9	932.4	1,145.8	1,362.3
영업이익	십억원	58.5	66.8	104.9	127.3	145.6
세전이익	십억원	50.9	52.0	74.1	120.2	141.0
순이익	십억원	27.7	23.5	45.2	76.4	89.9
EPS	원	1,371	1,162	2,237	3,780	4,448
증감율	%	(21.03)	(15.24)	92.51	68.98	17.67
PER	배	12.36	42.69	44.17	18.36	15.60
PBR	배	0.62	1.75	3.11	1.95	1.73
EV/EBITDA	배	8.46	13.09	15.97	10.24	8.84
ROE	%	5.30	4.33	7.66	11.52	12.05
BPS	원	27,472	28,389	31,810	35,590	40,038
DPS	원	150	0	0	0	0



Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

RA 위경재
02-3771-7699
kyungjae.wee@hanafn.com

표 1. 동화기업 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F
매출액	210.1	231.5	219.1	271.8	276.2	268.0	287.2	314.4	744.9	932.4	1,145.8	1,362.3
전해액	14.5	19.7	23.5	30.2	34.9	47.0	58.5	68.7	55.5	87.9	209.1	414.0
중대형	1.4	5.9	7.5	10.6	15.7	23.0	29.8	36.4	9.3	25.4	105.0	293.9
소형	13.0	13.8	16.0	19.6	19.2	24.0	28.7	32.3	46.2	62.4	104.1	120.1
유기용매 정제	-	-	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
건장재 및 기타	195.6	211.8	195.5	241.6	241.2	221.0	228.7	245.6	689.4	844.4	936.6	948.0
영업이익	25.3	36.5	30.0	13.2	28.6	31.1	33.5	34.1	66.8	104.9	127.3	145.6
영업이익률	12.0%	15.8%	13.7%	4.9%	10.3%	11.6%	11.7%	10.8%	9.0%	11.3%	11.1%	10.7%
지배순이익	15.8	19.8	22.3	17.7	16.9	18.3	20.2	21.0	23.5	75.6	76.4	89.9
순이익률	7.5%	8.6%	10.2%	6.5%	6.1%	6.8%	7.0%	6.7%	3.2%	8.1%	6.7%	6.6%
YoY												
매출액	15%	29%	15%	42%	31%	16%	31%	16%	4%	25%	23%	19%
전해액	14%	58%	45%	114%	141%	139%	149%	128%	130%	58%	138%	98%
유기용매 정제	0%	0%	0%	700%	0%	0%	50%	-25%	0%	-1%	51%	106%
건장재및기타	15%	27%	12%	36%	23%	4%	17%	2%	-1%	22%	11%	1%
영업이익	85%	152%	60%	-34%	13%	-15%	12%	158%	14%	57%	21%	14%
지배순이익	흑전	172%	140%	113%	7%	-7%	-9%	18%	-15%	222%	1%	18%

자료: 하나금융투자

표 2. 동화기업 Valuation Table

(단위:십억원)

		20	21	22F	23F	24F
영업이익	전해액 등 2차전지 소재	3.3	0.6	7.7	23.8	42.9
	건장재 관련	63.5	104.3	119.6	121.8	129.3
	영업이익 Total	66.8	104.9	127.3	145.6	172.3
NOPLAT (유효법인세율 22% 가정)	전해액 등 2차전지 소재	2.6	0.5	6.0	18.6	33.5
	건장재 관련	49.6	81.4	93.3	95.0	100.9
	순이익 Total	52.1	81.8	99.3	113.6	134.4
P/E						24F
	전해액 등 2차전지 소재					63
	건장재 관련					20
지배기업 지분율						24F
	전해액 등 2차전지 소재					89%
	건장재 관련					65%
기업가치						24F
	전해액 등 2차전지 소재					1,878
	건장재 관련					1,312
	총 기업가치					3,189
채권자 가치						
	순차입금					440
						24F
주주가치	목표 시총(십억원)					2,749
	목표주가(원)					136,000

1) 전해액 P/E 65배 : 동화기업 2차전지 부문 예상 영업이익 증가율 및 PEG=0.8 가정

2) 건장재 P/E 20배 : 전해액 사업 인수 전 2014년~2019년 PER 밴드 상단

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	717.4	744.9	932.4	1,145.8	1,362.3
매출원가	556.2	566.5	686.3	845.0	1,005.6
매출총이익	161.2	178.4	246.1	300.8	356.7
판매비	102.7	111.6	141.2	173.5	211.2
영업이익	58.5	66.8	104.9	127.3	145.6
금융손익	(9.1)	(13.7)	1.4	(7.1)	(4.5)
종속/관계기업손익	1.5	0.2	(3.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.0)	(1.4)	(29.2)	0.0	0.0
세전이익	50.9	52.0	74.1	120.2	141.0
법인세	7.5	11.7	18.1	22.3	25.8
계속사업이익	43.4	40.3	56.0	97.9	115.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	43.4	40.3	56.0	97.9	115.2
비지배주주지분 손이익	15.7	16.8	10.8	21.5	25.3
지배주주순이익	27.7	23.5	45.2	76.4	89.9
지배주주지분포괄이익	30.8	12.5	62.0	78.9	92.8
NOPAT	49.9	51.8	79.3	103.7	118.9
EBITDA	106.5	121.8	161.6	186.3	202.7
성장성(%)					
매출액증가율	(5.61)	3.83	25.17	22.89	18.90
NOPAT증가율	(21.66)	3.81	53.09	30.77	14.66
EBITDA증가율	(13.34)	14.37	32.68	15.28	8.80
영업이익증가율	(30.44)	14.19	57.04	21.35	14.38
(지배주주)순이익증가율	(21.08)	(15.16)	92.34	69.03	17.67
EPS증가율	(21.03)	(15.24)	92.51	68.98	17.67
수익성(%)					
매출총이익률	22.47	23.95	26.39	26.25	26.18
EBITDA이익률	14.85	16.35	17.33	16.26	14.88
영업이익률	8.15	8.97	11.25	11.11	10.69
계속사업이익률	6.05	5.41	6.01	8.54	8.46

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,371	1,162	2,237	3,780	4,448
BPS	27,472	28,389	31,810	35,590	40,038
CFPS	5,742	6,433	6,820	9,224	10,032
EBITDAPS	5,273	6,032	7,999	9,224	10,032
SPS	35,518	36,878	46,157	56,720	67,439
DPS	150	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	12.36	42.69	44.17	18.36	15.60
PBR	0.62	1.75	3.11	1.95	1.73
PCFR	2.95	7.71	14.49	7.52	6.92
EV/EBITDA	8.46	13.09	15.97	10.24	8.84
PSR	0.48	1.34	2.14	1.22	1.03
재무비율(%)					
ROE	5.30	4.33	7.66	11.52	12.05
ROA	2.07	1.55	2.63	3.95	4.25
ROIC	5.37	4.88	6.88	8.60	9.90
부채비율	112.58	126.28	130.12	122.78	117.54
순부채비율	60.54	63.77	49.99	35.48	17.48
이자보상배율(배)	4.35	4.73	8.33	9.69	11.06

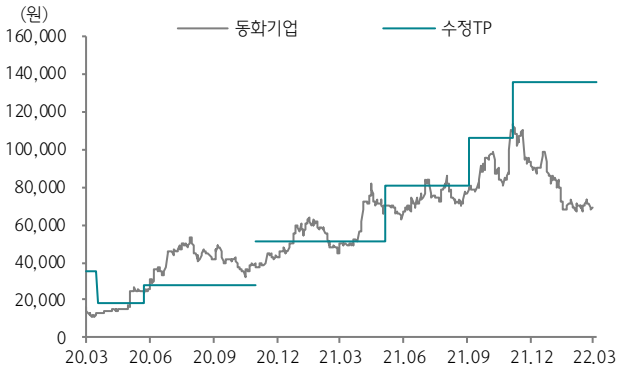
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	324.9	366.5	490.3	612.2	812.1
금융자산	106.4	158.4	243.8	327.0	471.1
현금성자산	21.6	46.7	85.2	159.7	367.4
매출채권	93.8	85.9	94.4	109.3	130.6
재고자산	99.5	94.0	112.8	130.4	155.9
기타유동자산	25.2	28.2	39.3	45.5	54.5
비유동자산	1,115.7	1,220.0	1,365.1	1,402.1	1,405.5
투자자산	131.4	138.8	192.7	220.7	261.2
금융자산	6.7	14.5	16.2	16.6	17.1
유형자산	790.2	891.7	984.7	1,000.1	968.9
무형자산	130.3	125.1	119.4	113.0	107.1
기타비유동자산	63.8	64.4	68.3	68.3	68.3
자산총계	1,440.6	1,586.4	1,855.5	2,014.3	2,217.6
유동부채	384.0	446.0	560.6	588.2	628.1
금융부채	282.8	315.9	370.8	371.8	373.3
매입채무	40.4	48.3	68.6	79.3	94.9
기타유동부채	60.8	81.8	121.2	137.1	159.9
비유동부채	379.0	439.3	488.6	521.9	570.0
금융부채	233.9	289.6	276.0	276.0	276.0
기타비유동부채	145.1	149.7	212.6	245.9	294.0
부채총계	762.9	885.4	1,049.2	1,110.1	1,198.2
지배주주지분	529.7	555.3	624.5	700.8	790.7
자본금	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	84.5	93.0	97.9	97.9	97.9
자본조정	(293.0)	(285.8)	(285.8)	(285.8)	(285.8)
기타포괄이익누계액	(4.2)	(12.2)	5.0	5.0	5.0
이익잉여금	731.7	749.7	796.8	873.2	963.0
비지배주주지분	148.0	145.8	181.8	203.4	228.7
자본총계	677.7	701.1	806.3	904.2	1,019.4
순금융부채	410.2	447.1	403.1	320.8	178.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	39.6	136.4	140.2	189.4	213.5
당기순이익	43.4	40.3	56.0	97.9	115.2
조정	5	8	7	7	6
감가상각비	48.0	55.0	56.7	59.0	57.1
외환거래손익	0.8	4.0	(9.0)	0.0	0.0
지분법손익	(1.5)	(0.3)	3.0	0.0	0.0
기타	(42.3)	(50.7)	(43.7)	(52.0)	(51.1)
영업활동 자산부채 변동	(54.9)	14.7	15.0	25.4	36.6
투자활동 현금흐름	(165.4)	(182.2)	(198.2)	(98.7)	11.8
투자자산감소(증가)	(5.1)	(7.4)	(51.0)	(28.0)	(40.5)
자본증가(감소)	(44.7)	(143.2)	(105.9)	(68.0)	(20.0)
기타	(115.6)	(31.6)	(41.3)	(2.7)	72.3
재무활동 현금흐름	124.1	73.4	23.9	(12.1)	(11.7)
금융부채증가(감소)	212.4	88.8	40.3	1.0	1.5
자본증가(감소)	(14.6)	8.5	4.9	0.0	0.0
기타재무활동	(59.6)	(5.7)	(21.3)	(13.1)	(13.2)
배당지급	(14.1)	(18.2)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(2.6)	25.1	35.6	74.5	207.7
Unlevered CFO	116.0	129.9	137.8	186.3	202.7
Free Cash Flow	(5.4)	(7.0)	34.3	121.4	193.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

동화기업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.11.16	BUY	136,000		
21.9.14	BUY	106,000	-15.94%	3.87%
21.5.17	BUY	81,000	-9.53%	6.42%
20.11.11	BUY	51,000	6.89%	61.37%
20.6.3	BUY	28,000	47.01%	90.36%
20.3.27	BUY	18,000	0.29%	46.67%
19.9.3	BUY	35,000	-49.36%	-39.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.47%	4.53%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 03월 08일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2022년 3월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2022년 3월 11일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.