

동화기업 (025900.KQ)

상반기 적자폭 확대 불가피

신규 고객 확보 통한 미국 공장 가동 가시성 확보는 긍정적. 다만 규모가 작아 당장 의미있는 실적 개선을 기대하기 어렵고, 상반기 LiPF6 원가 부담에 따른 적자 확대가 불가피해 단기 실적 눈높이는 낮춰야 함

Analyst 주민우
02)2229-6167, minwoo.ju@nhsec.com

Jr. Analyst 양정현
02)768-7714, yjh5481@nhsec.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

조금씩 보이는 미국 공장 가동 가시성

투자의견 Hold 유지하고, 목표주가 9,000원으로 2% 하향. '26~'27년 평균기준 목재와 전해액 EBITDA 추정치를 각각 5%, 1% 하향했기 때문. 목재는 전방 수요 부진과 원재료(화학비중 40%) 가격 상승 영향을 반영. 전해액은 전방 수요 부진과 원가 부담(LiPF6 평가 전가 지연)으로 수익성 하향 조정

동사에 대한 보수적인 투자의견을 제시하는 이유는 전해액 고객 확보가 지연되며 미국과 헝가리 공장에 대한 가동 가시성이 떨어지기 때문. 헝가리공장(21년 준공, 캐파 2만톤)과 미국공장('25년 준공, 캐파 8.6만톤)은 준공 이후 아직 가동을 못하고 있음. 최근 미국 공장 중심으로 가동 가시성이 조금씩 확보되기 시작. 2Q26부터 삼성SDI SPE공장(LFP, ESS)향 2,000톤, 1Q27 LG에너지솔루션 애리조나 공장(NCM, EV)향 4,000톤에 대한 가동이 예상. 긍정적인 변화지만 규모가 작아 당장 유의미한 실적 개선은 기대하기 어려워 보임

1Q26 preview: 매출은 견조하나 수익성이 훼손

1Q26 매출액 2,050억원(+1% y-y, -7% q-q), 영업이익 -44억원(OPM -2%)으로 적자폭 확대 예상. 건설경기 부진과 미국 관세 여파로 목재 수요 부진은 지속되고 있음. 목재 원가의 약 40%가 가공 및 접착을 위한 화학제품인데 유가 상승 영향으로 일시적인 원가 부담도 발생할 것으로 보임. 전해액은 2H25 급등한 LiPF6의 평가 전가가 2H26에 이루어질 것으로 보여 1H26 동안은 큰폭의 적자가 불가피. 1Q26 전해액 판매량은 삼성SDI향 ESS, 소형전지 수요에 힘입어 2,900톤(+75% y-y, +8% q-q)으로 회복될 전망

동화기업 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E					2Q26F
					예상치	y-y	q-q	기준 추정	컨센서스	
매출액	202.3	205.6	200.9	220.7	205.0	1.3	-7.1	203.2	N/A	211.5
영업이익	-1.8	-5.0	-2.9	-4.1	-4.4	적지	적지	1.3	N/A	-4.9
영업이익률	-0.9	-2.4	-1.5	-1.8	-2.2			0.6		-2.3
세전이익	-24.6	-33.5	-9.7	12.9	-16.5	적지	적지	-10.6	N/A	-26.8
(지배)순이익	-19.7	3.9	-7.8	8.5	-10.8	적지	적지	-6.9	N/A	-17.6

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Hold (유지)

목표주가	9,000원 (하향)			
현재가 (26/03/27)	10,490원			
업종(NHICS)*	건축자재와건축제품			
KOSPI / KOSDAQ	5438.87 / 1141.51			
시가총액(보통주)	530.3십억원			
발행주식수(보통주)	50.6백만주			
52주 최고가('25/10/24)	10,890원			
최저가('26/01/08)	7,750원			
평균거래대금(60일)	2,153백만원			
배당수익률(2026E)	0.00%			
외국인지분율	51.4%			
주요주주				
Dongwha International 외 12인	67.4%			
주가상승률	3개월	6개월	12개월	
절대수익률 (%)	19.7	17.6	12.7	
상대수익률 (%p)	-3.5	-14.0	-30.2	
	2025	2026E	2027F	2028F
매출액	830	861	970	1,092
증감률	-9.6	3.8	12.6	12.6
영업이익	-14	-1	34	39
증감률	적전	적지	흑전	14.2
영업이익률	-1.7	-0.1	3.5	3.6
(지배지분)순이익	-15	-24	0	4
EPS	-332	-525	-10	77
증감률	적지	적지	적지	흑전
PER	N/A	N/A	N/A	136.8
PBR	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	27.9	20.4	11.0	10.0
ROE	-1.7	-2.6	0.0	0.3
부채비율	135.6	130.7	122.8	114.6
순차입금	693	647	544	467

단위: 십억원, %, 원, 배
주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

PB, MDF, 마루를 주력으로 생산하는 목재 기업. 국내 최대 생산량 보유. 특히 MDF 생산량은 아시아 최대. 수직계열화와 노하우를 통해 원가경쟁력을 지속적으로 개선. 입주 물량 감소 추세이나 화학 원재료인 요소, 메탄올 및 국내 원목 가격은 안정화. 최대주주는 Dongwha International Co. Limited이며 49.06% 지분 보유. 승은호 코린도그룹 회장 5.81%, 승지수 부사장 3.37% 등 특수관계인 지분을 합치면 67.5% 보유

Share price drivers/Earnings Momentum

- 목재 제품 판가 인상 따른 영업이익률 대폭 개선
- 중대형 2차전지용 전해액의 본격적인 생산 확대

Downside Risk

- 2차전지 소재 생산 스케줄이 고객사 상황 따라 변동 가능성

Cross valuations (단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2026E	2027F	2026E	2027F	2026E	2027F
한샘	31.5	22.1	1.9	1.8	6.1	8.3
Capchem	20.6	19.2	3.6	3.1	17.2	16.2
Tinci Materials	15.0	12.4	4.4	3.5	29.0	28.6
천보	N/A	67.7	1.7	1.7	-1.7	2.4
Ningbo Shanshan	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations (단위: 배, %)

Valuations	2024	2025	2026E	2027F	2028F
PER	N/A	N/A	N/A	N/A	136.8
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
PSR	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
ROE	-1.4	-1.7	-2.6	0.0	0.3
ROIC	-1.3	-1.4	-0.5	1.7	2.1

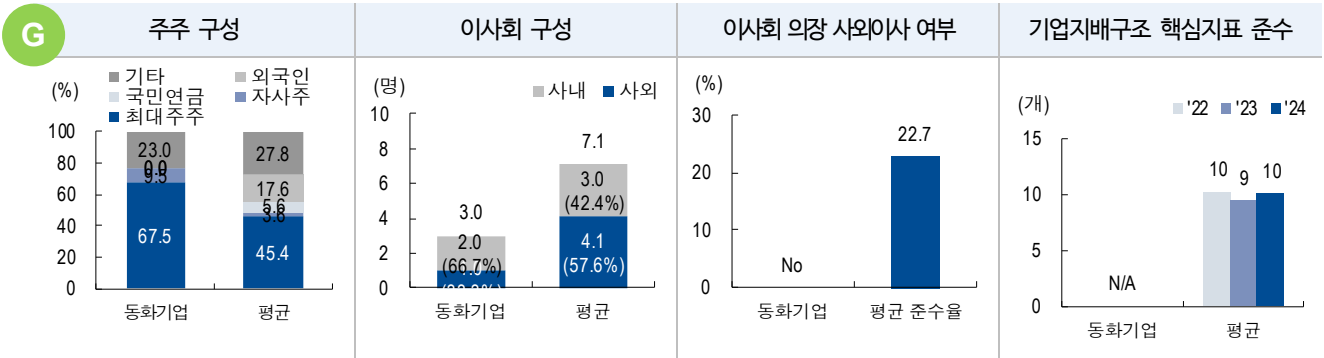
자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials (단위: 십억원, %)

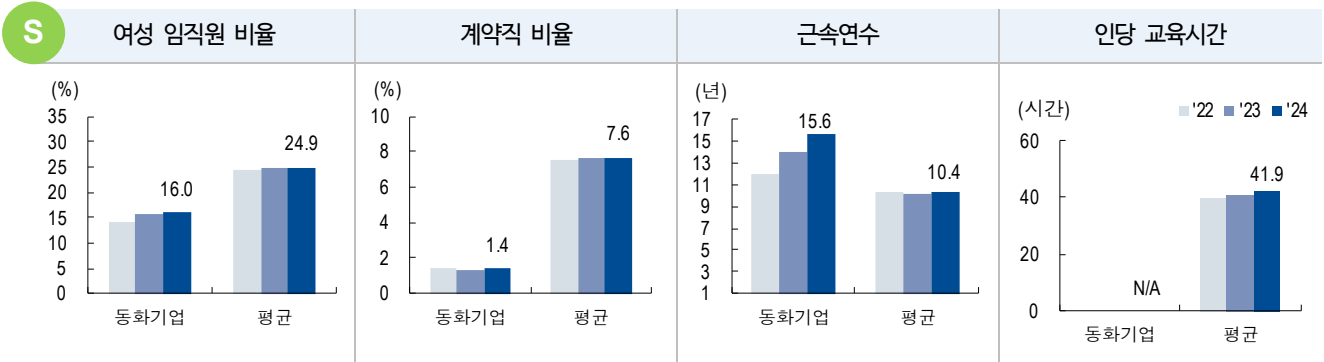
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	702	760	717	745	932	1,100	963	918	830
영업이익	90	84	58	67	105	72	-17	17	-14
영업이익률(%)	12.8	11.1	8.2	9.0	11.3	6.6	-1.7	1.8	-1.7
세전이익	89	71	51	52	74	57	-115	-29	-55
순이익	62	51	43	40	56	43	-108	-16	-22
지배지분순이익	34	35	28	23	39	38	-84	-12	-15
EBITDA	129	123	107	122	164	142	56	86	40
CAPEX	29	32	45	143	101	64	68	70	30
Free Cash Flow	62	85	-5	-7	20	-39	12	27	119
EPS(원)	678	695	549	465	782	760	-1,672	-243	-332
BPS(원)	9,553	10,226	10,490	10,997	12,423	13,181	17,421	17,259	18,049
DPS(원)	100	71	60	0	0	0	0	0	0
순차입금	226	203	403	439	421	620	693	779	693
ROE(%)	7.3	7.0	5.3	4.3	6.7	5.9	-10.9	-1.4	-1.7
ROIC(%)	8.8	7.4	6.7	4.7	6.8	4.5	3.6	-1.3	-1.4
배당성향(%)	11.8	8.3	9.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	1.1	0.9	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	34.2	29.9	59.4	62.6	52.3	80.4	70.2	79.7	69.7

자료: 동화기업, NH투자증권 리서치본부

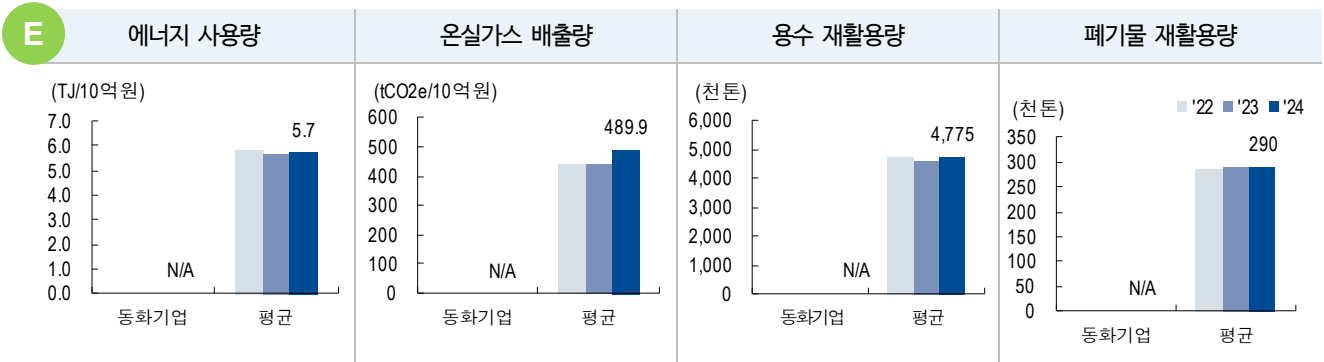
ESG Index & Event



주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 동화기업, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상
 자료: 동화기업, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상
 자료: 동화기업, NH투자증권 리서치본부

ESG Event	
E	2004.08 - 강화마루와 합판마루 전 제품에 대해 친환경 인증 획득
	2016.12 - 국내 최초로 포름알데히드가 없는 NAF 마루 출시
S	2001.01 - MDF 판매가격 담합으로 공정거래위원회 과징금 처분
	2019.01 - 지역사회(인천) 저소득가정과 지역아동센터에 쌀 기부
G	2015.01 - 한국일보, 코리아타임스 인수
	2019.07 - 2차전지 전해액 제조기업 파낙스이텍 인수

자료: 동화기업, NH투자증권 리서치본부

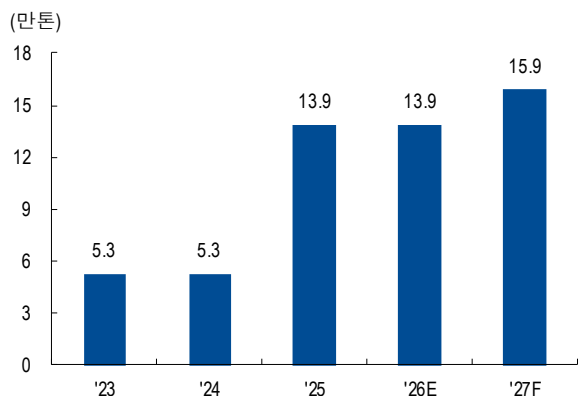
		2025	2026E	2027F	2028F
매출액	- 수정 후	829.6	861.4	969.8	1,091.7
	- 수정 전	-	871.8	984.0	1,191.7
	- 변동률	-	-1.2	-1.4	-8.4
영업이익	- 수정 후	-13.8	-0.9	34.4	39.3
	- 수정 전	-	19.2	31.0	40.1
	- 변동률	-	적전	11.0	-2.0
영업이익률(수정 후)		-1.7	-0.1	3.5	3.6
EBITDA		40.2	57.8	97.3	100.1
(지배지분)순이익		-15.2	-24.0	-0.5	3.5
EPS	- 수정 후	-332	-525	-10	77
	- 수정 전	-	-296	-39	181
	- 변동률	-	-77.5	73.5	-57.6
PER		N/A	N/A	N/A	136.8
PBR		0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA		27.9	20.4	11.0	10.0
ROE		-1.7	-2.6	0.0	0.3

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026E	2027F
매출액	202.3	205.6	200.9	220.7	205.0	211.5	220.8	224.0	829.6	861.4	969.8
(%, q-q)	-31.8%	1.6%	-2.3%	9.8%	-7.1%	3.2%	4.4%	1.4%			
(%, y-y)	-4.1%	-0.2%	-1.7%	-25.6%	1.3%	2.9%	9.9%	1.5%	-9.6%	3.8%	12.6%
동화일렉	13.4	23.0	20.7	19.8	21.4	23.5	29.2	31.8	76.9	106.0	189.1
본업	188.9	182.6	180.2	201.0	183.5	188.0	191.6	192.2	752.7	755.3	780.7
영업이익	-1.8	-5.0	-2.9	-4.1	-4.4	-4.9	3.3	5.2	-13.8	-0.9	34.4
(%, q-q)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	57.9%			
(%, y-y)	적지	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전
동화일렉	-3.5	-1.3	-1.4	-3.4	-5.4	-5.4	0.1	1.1	-9.6	-9.5	8.4
본업	1.7	-3.7	-1.5	-0.7	1.0	0.5	3.1	4.1	-4.2	8.6	26.0
영업이익률	-0.9%	-2.4%	-1.5%	-1.8%	-2.2%	-2.3%	1.5%	2.3%	-1.7%	-0.1%	3.5%
세전이익	-24.6	-33.5	-9.7	12.9	-16.5	-26.8	1.5	5.1	-54.8	-36.6	-0.7
지배주주순이익	-19.7	3.9	-7.8	8.5	-10.8	-17.6	1.0	3.3	-15.2	-24.0	-0.5

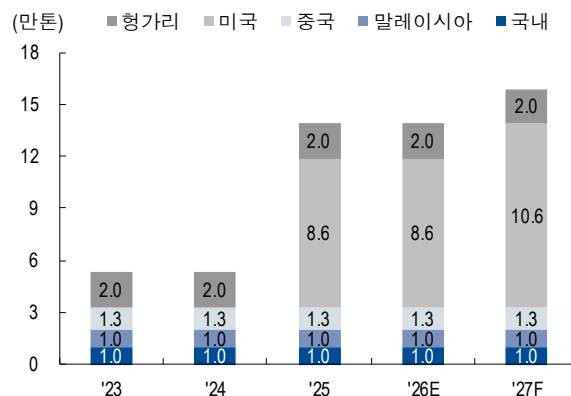
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 동화일렉 전해액 생산능력 전망



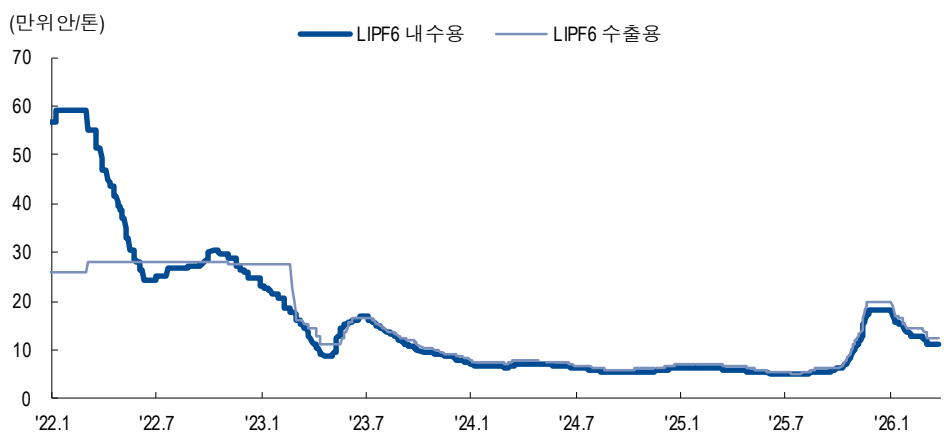
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 동화일렉 지역별 전해액 생산능력 전망



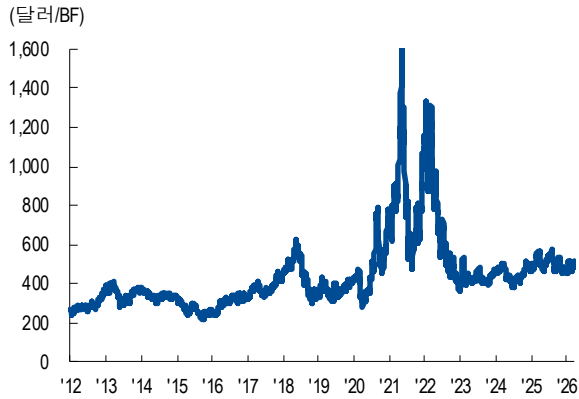
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. LiPF6 중국 내수, 수출 가격 추이



자료: ICC, NH투자증권 리서치본부

그림4. 미국 목재 선물 가격



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림5. 우드칩 생산자 가격 지수



주: 2011년 100pt 기준의 상대가격 지수
자료: FRED, NH투자증권 리서치본부

그림6. 미국 NAHB 주택 지수



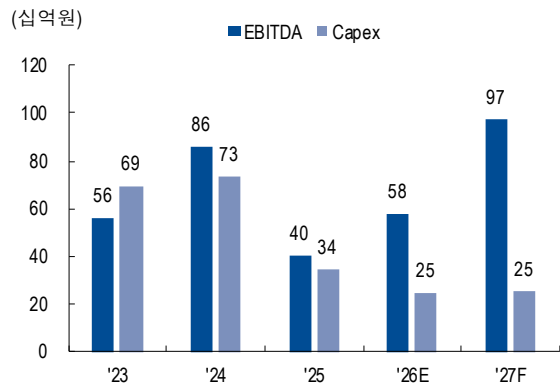
주: 50보다 높으면 낙관, 낮으면 비관
자료: 미국 주택건설협회, NH투자증권 리서치본부

그림7. 미국 주택 착공 건수



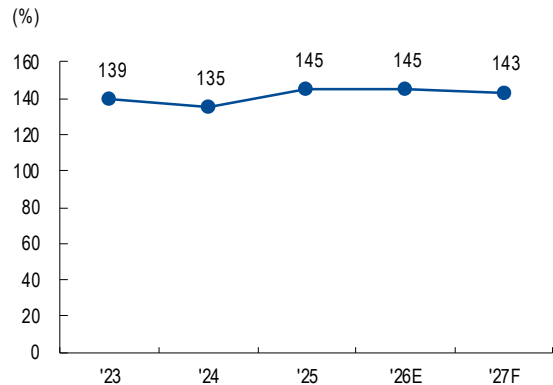
자료: 미국 인구통계국, NH투자증권 리서치본부

그림8. 동화기업 EBITDA vs Capex



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림9. 부채비율 추정



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 동화기업 목표주가 산출

(단위: 십억원, 배, 원, %)

(십억원, 배)	EBITDA	배수	장부가치	지분율	금액	비고
영업가치					355	
목재	56	6.4			355	2026~27년 EBITDA 평균에 2014~2019년 평균 적용
비영업가치					640	
동화일렉	22	29.3		72.6%	463	2026~27년 추정 EBITDA 평균에 2026~27년 2차전지 평균 멀티플 적용
디더블유미디어홀딩스 외1			1,321	22.4%	177	장부금액에 지분율 적용하고 40% 할인
순차입금					596	2026~27년 추정 순차입금 평균
주주가치					398	
주식수(백만주)					45.7	
주당가치					8,709	
목표주가					9,000	
현재주가					10,490	
상승여력					-14.2%	

주: 2026~27년 평균을 적용한 이유는 일시적인 원가 부담으로 26년 실적이 급격히 낮아지기 때문
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 동화기업 부문별 EBITDA 추정

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
영업이익	90.2	84.1	58.5	66.8	104.9	72.4	-16.6	16.7	-13.8	-0.9
목재	90.2	84.1	58.5	64.2	104.5	69.8	-33.5	21.8	-4.2	8.6
전해액				2.7	0.5	2.6	16.9	-5.1	-9.6	-9.5
감가상각비	38.4	38.8	42.4	48.2	48.4	48.8	49.2	48.8	54.0	58.7
목재	38.4	38.8	40.0	44.4	44.3	43.6	43.7	42.0	40.0	39.0
전해액				3.8	4.1	5.2	5.5	6.8	14.0	19.7
EBITDA	128.6	122.9	106.5	121.9	164.3	141.7	55.8	85.9	40.2	57.8
목재	128.5	122.9	98.5	108.5	148.7	113.4	10.2	63.8	35.8	47.6
전해액				6.5	4.6	7.8	22.4	1.7	4.4	10.2

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2025/12A	2026/12E	2027/12F	2028/12F
매출액	830	861	970	1,092
증감률 (%)	-9.6	3.8	12.6	12.6
매출원가	699	721	775	872
매출총이익	131	140	195	220
Gross 마진 (%)	15.8	16.3	20.1	20.2
판매비와 일반관리비	140	141	160	181
영업이익	-14	-1	34	39
증감률 (%)	적전	적지	흑전	14.2
OP 마진 (%)	-1.7	-0.1	3.5	3.6
EBITDA	40	58	97	100
영업외손익	-41	-36	-35	-34
금융수익(비용)	-30	-29	-28	-27
기타영업외손익	-7	-7	-7	-7
종속, 관계기업관련손익	-4	0	0	0
세전계속사업이익	-55	-37	-1	5
법인세비용	0	-7	0	1
계속사업이익	-50	-29	-1	4
당기순이익	-22	-29	-1	4
증감률 (%)	적지	적지	적지	흑전
Net 마진 (%)	-2.6	-3.4	-0.1	0.4
지배주주지분 순이익	-15	-24	0	4
비지배주주지분 순이익	-7	-5	0	1
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	-22	-29	-1	4

Valuations/profitability/stability

	2025/12A	2026/12E	2027/12F	2028/12F
PER(X)	N/A	N/A	N/A	136.8
PBR(X)	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR(X)	6.7	9.9	5.7	5.5
PSR(X)	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(X)	27.9	20.4	11.0	10.0
EV/EBIT(X)	N/A	N/A	31.2	25.4
EPS(W)	-332	-525	-10	77
BPS(W)	18,049	17,435	17,275	17,080
SPS(W)	16,408	17,037	19,182	21,594
자기자본이익률(ROE, %)	-1.7	-2.6	0.0	0.3
총자산이익률(ROA, %)	-0.9	-1.3	0.0	0.2
투자자본이익률(ROIC, %)	-1.4	-0.5	1.7	2.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	69.7	64.1	50.6	41.5
총부채/자기자본(%)	135.6	130.7	122.8	114.6
이자발생부채	809	755	651	656
유동비율(%)	41.5	41.8	44.7	64.2
총발행주식수(mn)	51	51	51	51
액면가(W)	200	200	200	200
주가(W)	8,470	10,490	10,490	10,490
시가총액(십억원)	428	530	530	530

Statement of financial position

(십억원)	2025/12A	2026/12E	2027/12F	2028/12F
현금및현금성자산	52	46	46	132
매출채권	80	83	90	117
유동자산	284	273	273	376
유형자산	1,228	1,197	1,163	1,131
투자자산	525	488	451	415
비유동자산	1,898	1,827	1,761	1,697
자산총계	2,343	2,331	2,400	2,411
단기성부채	462	431	349	284
매입채무	66	67	78	86
유동부채	685	653	611	586
장기성부채	347	324	302	372
장기충당부채	37	35	33	32
비유동부채	606	584	567	641
부채총계	1,349	1,321	1,323	1,288
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	-48	-48	-48	-48
이익잉여금	875	832	818	809
비지배주주지분	66	66	66	66
자본총계	995	1,011	1,077	1,124

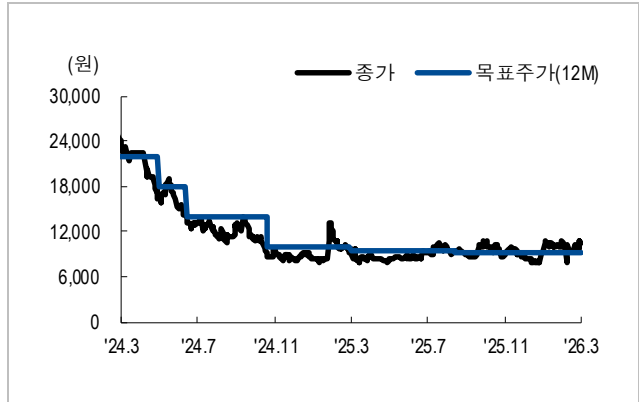
Cash flow statement

(십억원)	2025/12A	2026/12E	2027/12F	2028/12F
영업활동 현금흐름	149	219	195	186
당기순이익	-22	-29	-1	4
+ 유/무형자산상각비	54	59	63	61
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	13	13	14	15
Gross Cash Flow	64	53	93	96
- 운전자본의증가(감소)	12	4	35	11
투자활동 현금흐름	-117	-61	-51	-52
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-30	-20	-20	-20
+ 투자자산의매각(취득)	-72	37	37	37
Free Cash Flow	119	199	175	166
Net Cash Flow	33	158	144	134
재무활동 현금흐름	-219	-587	-548	-598
자기자본 증가	-116	0	0	0
부채증감	-103	-587	-548	-598
현금의증가	-23	-5	0	85
기말현금 및 현금성자산	52	46	46	132
기말 순부채(순현금)	693	647	544	467

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2026.03.30	Hold	9,000원(12개월)	-	-
2025.09.09	Hold	9,200원(12개월)	2.9%	18.4%
2025.03.26	Hold	9,500원(12개월)	-6.9%	11.6%
2024.11.15	Hold	10,000원(12개월)	-7.4%	31.7%
2024.07.09	Hold	14,000원(12개월)	-13.7%	0.1%
2024.05.27	Hold	18,000원(12개월)	-8.6%	6.4%
2024.03.20	Hold	총 주식수 변동으로 인한 목표주가 변경 55,000원(12개월)	-17.6%	-7.5%

동화기업 (025900.KQ)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2025년 12월 31일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
87.6%	12.4%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '동화기업'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.