

Company Update

Analyst 박 용 희

02) 6915-5651

yhpkorea2005@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 32,000원

현재가 (6/21) 22,850원

KOSPI (6/21)	2,125.62pt
시가총액	263십억원
발행주식수	11,500천주
액면가	500원
52주 최고가	27,300원
최저가	12,300원
60일 일평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	9.4%
배당수익률 (2019F)	1.0%

주주구성
이정우 외 8 인 43.38%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	15%	26%	36%
절대기준	19%	30%	24%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	32,000	32,000	-
EPS(19)	2,155	2,155	-
EPS(20)	2,682	2,682	-

동아지질 주가추이



본 조사는 분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

동아지질 (028100)

크레센도, 피터 틸 그리고 Space X와 Lyft

PEF 운용사 크레센도 사실상 동아지질 최대주주 지위 획득

지난주 6월 21일 동아지질의 공시를 참조하면, 사모투자펀드 운용사 크레센도에 퀴티 파트너스가 전문건설사 동아지질에 투자를 결정한 것으로 확인된다. 지난 6월 14일 공시상으로는 도버홀딩스(한국)/Rivendell Investment(미국)의 투자로 나왔지만, 도버홀딩스의 최대주주가 크레센도 제2호성장전략 엠엔에이 사모투자합자회사로 나왔기에 공식적으로 확인 된 것이다. 도버홀딩스 유한회사의 최대주주는 크레센도 제2호 성장전략 엠엔에이 사모투자합자회사이고 지분율은 62.9%다. 기타주주는 밝혀지지 않았지만 37.1%가 존재하며, 추가적으로 주주에 대한 분석이 필요하다.

크레센도는 왜 인수했나? 미국 본사 투자회사와 시너지 기대?

지난주 6월 20일 기사에 따르면, 크레센도는 1)전체 매출에서 해외 매출 비중이 50%가량이 되는 동아지질의 성장 잠재력에 주목했고, 2)이미 투자한 국내 포트폴리오 기업보다는 미국 본사에서 투자한 기업들과 장기적인 시너지를 낼 것으로 기대한다고 밝혔다. 크레센도는 실리콘밸리 투자자로 유명한 피터 틸이 출자해 설립한 사모펀드 운영사이기에 기사 및 크레센도의 의중을 파악하면, 피터 틸이 투자한 미국내 회사와 시너지를 염두해 두고 인수 했다는 말이 된다.

가장 합리적인 추정은 Space X와 Lyft와의 협력

동아지질과 시너지를 낼 수 있는 기업은 두 곳으로 추려진다. Space X와 Lyft이다. Space X는 자회사인 the Boring Company를 통해 동아지질과 유사한 비즈니스를 이미 영위하고 있으며, Lyft는 자율 주행으로 도로관련 데이터를 기반으로 향후 혁신적인 서비스를 제시할 때 동사의 TBM/DCM이 필요할 수 있다. 당사는 이미 동사가 지하철화대 공사 확대를 감안해 밸류에이션 할증에 대해 논의를 해왔다. 만일 크레센도를 통해 국내 및 싱가포르/홍콩 뿐만 아니라, 추가적으로 사업 지역의 확대가 가능하다면 지금 동사의 주가는 상당히 저평가된 상태다.

(단위:십억원 배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	340	361	403	481	548
영업이익	20	26	31	40	48
세전이익	24	28	33	41	49
지배주주순이익	17	19	25	31	37
EPS(원)	1,487	1,630	2,155	2,682	3,200
증가율(%)	50.4	9.6	32.2	24.5	19.3
영업이익률(%)	6.0	7.2	7.7	8.2	8.7
순이익률(%)	5.0	5.2	6.1	6.4	6.7
ROE(%)	11.2	11.3	13.3	14.6	15.1
PER	7.9	10.5	10.6	8.5	7.1
PBR	0.9	1.1	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	1.6	1.9	3.4	2.5	1.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

PEF 운용사 크레센도 사실상 동아지질 최대주주 지위 획득

크레센도, 지분 인수 및 CB/BW 행사 시 경영권 획득할 것

지난주 6월 21일 동아지질의 공시를 참조하면, 사모투자펀드 운용사 크레센도에쿼티파트너스가 전문건설사 동아지질에 투자를 결정한 것으로 확인된다. 지난 6월 14일 공시상으로는 도버홀딩스(한국)/Rivendell Investment의 투자로 나왔지만, 도버홀딩스의 최대주주가 크레센도 제2호성장전략 엠앤에이 사모투자합자회사로 나왔기에 공식적으로 확인된 것이다.

도버홀딩스 유한회사의 최대주주는 크레센도 제2호성장전략 엠앤에이 사모투자합자회사이고 지분율은 62.9%다. 기타주주는 밝혀지지 않았지만 37.1%가 존재하며, 추가적으로 주주에 대한 분석이 필요하다. 주식 매매 체결 내역으로만 확인된 것으로는 이정우의 3인의 지분과 도버홀딩스/Rivendell Investment의 지분율이 19.5%로 동일해졌다. 물론, 전환사채와 신주인수권사채 행사 후에는 도버홀딩스/Rivendell이 최대주주의 위치에 올라설 전망이다. 결론적으로 동아지질의 최대주주는 PEF 운용사인 크레센도로 사실상 공식화된 것이다.

크레센도는 왜 인수했나? 미국 본사 투자회사와 시너지 기대?

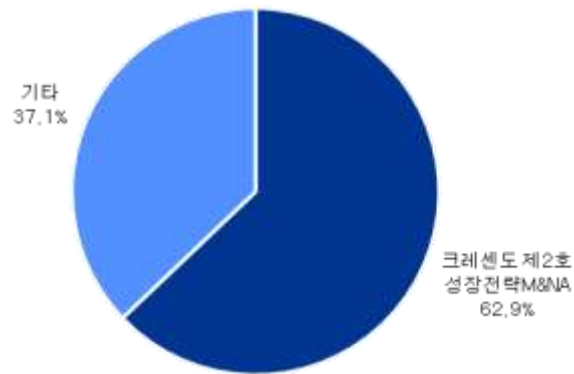
지난주 6월 20일 기사에 따르면, 크레센도는 1)전체 매출에서 해외 매출 비중이 50%가량이 되는 동아지질의 성장 잠재력에 주목했고, 2)이미 투자한 국내 포트폴리오 기업보다는 미국 본사에서 투자한 기업들과 장기적인 시너지를 낼 것으로 기대한다고 밝혔다. 크레센도는 실리콘밸리 투자자로 유명한 피터 털이 출자해 설립한 사모펀드 운영사이기에 기사 및 크레센도의 의중을 파악하면, 피터 털이 투자한 미국내 회사와 시너지를 염두해 두고 인수했다는 말이 된다.

표 1. 동아지질, 주식 매매 체결 내역

주주명	변동전 (₩)	변동후 (₩)	매도주식 (₩)	지분율 (%)	취득/ 처분단가(₩)	취득/ 처분금액(₩)	비고
(1)기존 최대주주							
이정우	3,510,690	1,755,345	- 1,755,345	15.3%	18,000	31,596,210,000	처분
김영애	463,150	247,418	- 215,732	2.2%	18,000	4,453,524,000	처분
이상경	176,880	104,282	- 72,598	0.9%	18,000	1,877,076,000	처분
동지복지재단	336,630	136,630	- 200,000	1.2%	18,000	2,459,340,000	처분
소계	4,487,350	2,243,675	- 2,243,675	19.5%			
최재우	438,740	438,740		3.8%			
이경준	8,764	8,764		0.1%			
최정욱	45,869	45,869		0.4%			
박만규	4,073	4,073		0.0%			
합계	4,984,796	2,741,121	- 2,243,675	23.8%			
(2)신규 최대주주							
도버홀딩스 유한회사(한국)		2,066,425		18.0%	18,000	37,195,650,000	사원출자금을 통해 취득
Rivendell Investment 2018-2 LLC(미국)		177,250		1.5%	18,000	3,190,500,000	사원출자금을 통해 취득
합계		2,243,675		19.5%	18,000	40,386,150,000	
(1)+(2)		4,984,796		43.3%			

자료: 동아지질, IBK투자증권

그림 1. 도버홀딩스 지분 현황



자료: 동아지질, IBK투자증권

표 2. 전환사채/신주인수권부사채 발행 계획_ 1)2019년 8월 16일 납입, 2)1년뒤 행사 가능, 3)2025년 만기

전환사채						
신주 발행 내역	주주명	전환주식수	지분율	취득/처분단가	취득/처분금액	취득자금
	도버홀딩스 유한회사(한국)	852,620	6.4%	21,604	18,420,000,000	사원출자금을 통해 조달
	Rivendell Investment 2018-2 LLC(미국)	73,135	0.5%	21,604	1,580,000,000	사원출자금을 통해 조달
	합계	925,754	6.9%	21,604	20,000,000,000	
신주인수권부사채						
신주 발행 내역	주주명	전환주식수	지분율	취득/처분단가	취득/처분금액	취득자금
	도버홀딩스 유한회사(한국)	852,620	6.4%	21,604	18,420,000,000	사원출자금을 통해 조달
	Rivendell Investment 2018-2 LLC(미국)	73,135	0.5%	21,604	1,580,000,000	사원출자금을 통해 조달
	합계	925,754	6.9%	21,604	20,000,000,000	

자료: 동아지질, IBK투자증권

표 3. 전환사채 및 신주인수권부사채 행사 후 지분 구조

	주주명	변동후 (주)	전환사채 전환(주)	신주인수권부사채 전환(주)	지분율 (%)	취득단가 (원)	취득금액 (원)
(1)기존 최대주주	이정우	1,755,345			13.1%		
	김영애	247,418			1.9%		
	이상경	104,282			0.8%		
	동지복지재단	136,630			1.0%		
	최재우	438,740			3.3%		
	이경준	8,764			0.1%		
	최정욱	45,869			0.3%		
	박만규	4,073			0.0%		
	합계	2,741,121			20.5%		
(2)신규 최대주주	도버홀딩스 유한회사(한국)	2,066,425	852,620	852,620	28.2%	19,630.00	74,035,650,000
	Rivendell Investment 2018-2 LLC(미국)	177,250	73,135	73,135	2.4%	19,630.00	6,350,500,000
	합계	2,243,675	925,754	925,754	30.7%	19,630.00	80,386,150,000

자료: 동아지질, IBK투자증권

가장 합리적인 추정은 Space X와 Lyft와의 협력으로 추정

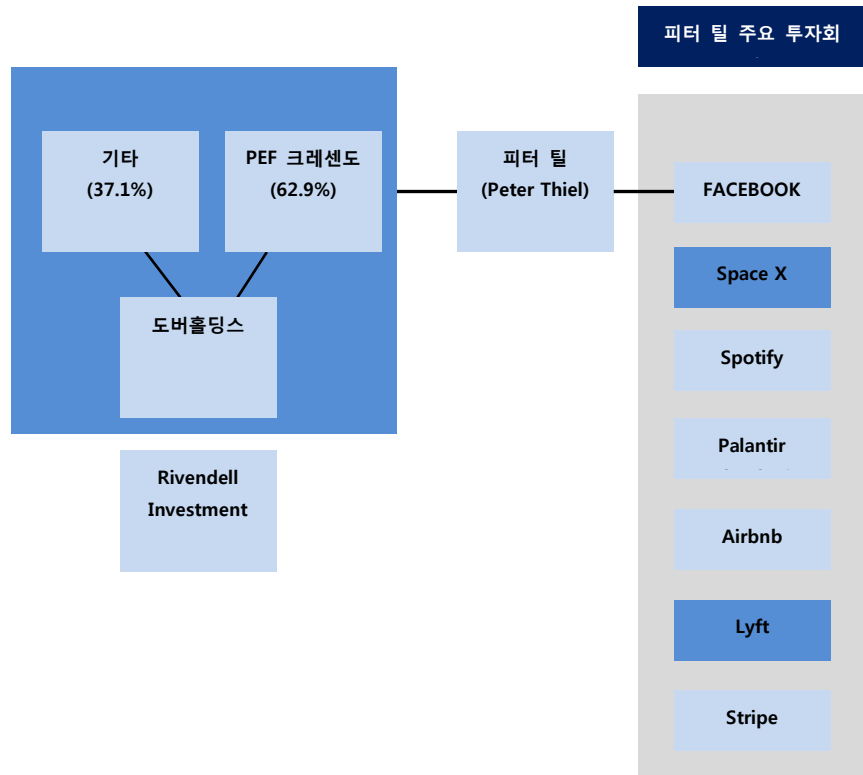
크레센도와 동아지질의 공식적인 답변은 아마도 8월 16일 주식매매 체결 및 CB/BW의 납입 이후가 될 전망이다. 하지만, 언론상에 노출된 정보를 기반으로 추정해 보면, 크레센도 및 피터 툴은 대부분은 온라인에 기반한 독점적인 기업에 투자를 지향한다.

그래서 동아지질과 시너지를 낼 수 있는 기업은 두 곳으로 추려진다. Space X와 Lyft이다. Space X는 자회사인 the Boring Company를 통해 동아지질과 유사한 비즈니스를 이미 영위하고 있으며, Lyft는 자율 주행으로 도로관련 데이터를 기반으로 향후 혁신적인 서비스를 제시할 때 동사의 TBM/DCM이 필요할 수 있다.

당사는 이미 동사가 지하화시대 공사 확대를 감안해 밸류에이션 할증에 대해 논의를 해왔다. 만일 크레센도를 통해 국내 및 싱가포르/홍콩 뿐만 아니라, 추가적으로 사업 지역의 확대가 가능하다면 지금 동사의 주가는 상당히 저평가된 상태다.

하지만, 양측의 주식 매매 체결 및 CB/BW 발행공시 이후 불명확한 루머가 양산되고 있음에도 양측에서 입장 표명이 부진했다. 8월 16일 전후 계약이 확정된 이후 양측의 명확한 입장 표명을 밝혀 주기를 기대한다.

그림 2. 피터 툴 투자 회사 현황



자료: 언론기사, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	340	361	403	481	548
증가율(%)	5.1	6.2	11.7	19.4	13.9
매출원가	308	320	359	426	482
매출총이익	32	40	44	55	66
매출총이익률 (%)	9.3	11.2	11.0	11.5	12.0
판매비	11	14	13	16	18
판매비율(%)	3.3	4.0	3.3	3.3	3.3
영업이익	20	26	31	40	48
증가율(%)	62.3	28.2	19.0	27.6	20.2
영업이익률(%)	6.0	7.2	7.7	8.2	8.7
순금융손익	0	1	0	-1	-1
이자손익	0	0	0	-1	-1
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	4	1	2	2	2
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	24	28	33	41	49
법인세	7	9	8	10	12
법인세율	28.6	32.4	23.9	25.0	25.0
계속사업이익	17	19	25	31	37
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	19	25	31	37
증가율(%)	50.4	9.5	32.2	24.5	19.3
당기순이익률 (%)	5.0	5.2	6.1	6.4	6.7
지배주주당기순이익	17	19	25	31	37
기타포괄이익	-8	3	0	0	0
총포괄이익	9	22	25	31	37
EBITDA	50	55	47	58	68
증가율(%)	13.7	11.3	-15.5	24.8	17.0
EBITDA마진율(%)	14.6	15.3	11.6	12.1	12.5

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,487	1,630	2,155	2,682	3,200
BPS	13,585	15,197	17,155	19,641	22,644
DPS	200	200	200	200	200
밸류에이션(배)					
PER	7.9	10.5	10.6	8.5	7.1
PBR	0.9	1.1	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	1.6	1.9	3.4	2.5	1.7
성장성지표(%)					
매출증가율	5.1	6.2	11.7	19.4	13.9
EPS증가율	50.4	9.6	32.2	24.5	19.3
수익성지표(%)					
배당수익률	1.7	1.2	1.0	1.0	1.0
ROE	11.2	11.3	13.3	14.6	15.1
ROA	6.1	6.9	8.2	8.8	9.1
ROIC	17.8	25.5	36.1	39.9	44.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	64.9	62.9	63.5	65.9	65.3
순차입금 비율(%)	-34.6	-51.9	-51.7	-52.7	-55.5
이자보상배율(배)	21.4	31.1	47.2	56.7	59.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	646.4	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율	103.9	130.1	199.3	204.2	200.0
총자산회전율	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

Compliance Notice

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	175	210	238	281	329
현금및현금성자산	79	83	93	108	132
유가증권	6	31	36	42	49
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	4	2	2	3	3
비유동자산	82	74	84	94	101
유형자산	61	53	61	66	70
무형자산	1	1	1	1	1
투자자산	9	10	12	14	16
자산총계	258	285	323	375	430
유동부채	100	109	124	148	169
매입채무및기타채무	7	5	5	6	7
단기차입금	26	24	27	32	36
유동성장기부채	5	0	0	0	0
비유동부채	2	1	1	1	2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	101	110	125	149	170
지배주주지분	156	175	197	226	260
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	47	47	47	47	47
자본조정등	-3	-3	-3	-3	-3
기타포괄이익누계액	-5	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	112	127	150	178	213
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	156	175	197	226	260
비이자부채	70	86	99	117	134
총차입금	31	24	27	32	36
순차입금	-54	-91	-102	-119	-144

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	38	53	39	48	56
당기순이익	17	19	25	31	37
비현금성 비용 및 수익	40	44	14	17	19
유형자산감가상각비	29	29	16	19	21
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-12	-2	1	1	1
매출채권등의 감소	17	13	0	0	0
재고자산의 감소	-1	2	0	0	0
매입채무등의 증가	-16	3	1	1	1
기타 영업현금흐름	-7	-7	0	-1	-1
투자활동 현금흐름	-17	-39	-43	-55	-52
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-23	-24	-24	-24
유형자산의 감소	4	9	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-2	-1	0	-2	-2
기타	-5	-24	-19	-29	-26
재무활동 현금흐름	-17	-10	14	22	20
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-17	-10	14	22	20
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	4	4	10	15	24
기초현금	75	79	83	93	108
기말현금	79	83	93	108	132

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

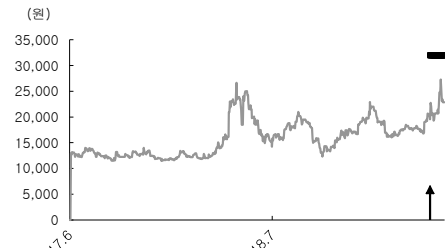
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.04.01~2019.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	85.2
중립	23	14.8
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

동아지질 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.05.27	매수	32,000	-30.94	-14.69					
	2019.06.24	매수	32,000							