

Company Update

Analyst 박용희

02) 6915-5651

yhpks2005@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	28,000원
현재가 (2/17)	17,000원

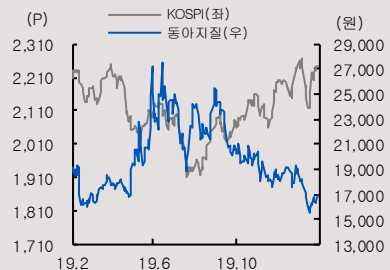
KOSPI (2/17)	2,242.17pt
시가총액	196십억원
발행주식수	11,500천주
액면가	500원
52주 최고가	27,550원
최저가	15,550원
60일 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	5.5%
배당수익률 (2019F)	1.0%

주주구성	
도버홀딩스 유한회사 외	43.35%

	1M	6M	12M
주가상승			
상대기준	-9%	-40%	-13%
절대기준	-9%	-30%	-11%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	28,000	42,000	▼
EPS(19)	1,805	2,239	▼
EPS(20)	2,060	2,827	▼

동아지질 주가추이



본 조사분석자료는 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)

크레센도의 책임경영에 거는 기대

3월 주총 이후, 크레센도 전면에 나서기를 기대

지난 8월 16일, 도버홀딩스(최대주주 크레센도)와 1인으로 최대주주가 변경됐다. 하지만, 구주 매입(400억원, 주당 18,000원)과 CB/BW(400억원, 주당 21,604원, 최저 전환가율은 발행가의 70%로 주당 15,123원) 발행으로 진행 되어서, 엄밀하게는 CB/BW가 신주로 전환되어야만 도버홀딩스와 1인이 동사의 최대주주가 된다. 구주 매입가격은 주당 18,000원 이었고, 신주 발행가격은 주당 21,604원이었다. 신주 가격은 발행가의 70%수준까지 조정이 가능하게 발행됐고, 전일자로 16,540원까지 조정됐다. 결론적으로 조정된 신주 매입가능 가격은 1)최저 가능 발행가격(주당 15,123원)에 육박하게 조정, 2)구주매입가격은 하회하고 있어 추가적인 전환가액 조정은 어려워 보인다.(그림 1, 설명) 그러므로 이제는 변경된 대주주의 역할이 필요하다.

지난 8월 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 시장의 기대감은 상당히 컸다. 하지만, 지분 투자 후 뚜렷한 입장 표명이 없는 상태이다. 3월 주총을 전후해 인수 목적과 향후 경영 계획에 대한 발표가 필요해 보인다.

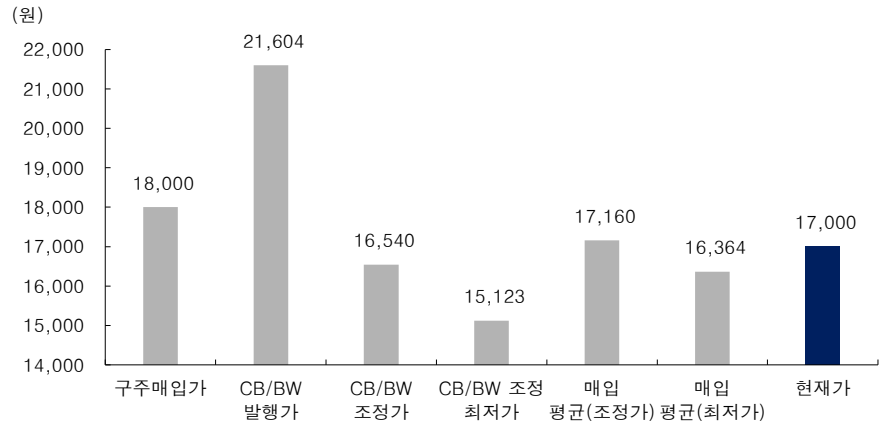
순현금 제외시 영업 가치는 상당한 저평가에 머물고 있어

동사에 대한 투자의견은 매수로 유지하나, 목표주가는 CB/BW 행사 시 늘어날 주식수를 감안하여, 28,000원으로 하향 제시한다. 목표주가는 SOTP(Sum of The Parts) 방식으로 산출했다. 산출 내역은 1)영업가치 2,730억원, 2)순현금 1,190억원(20년말 순현금)에 3)주식총수(현재 주식 수 및 CB/BW 행사후 주식수 합산)를 반영하여 산출했다. 순현금을 제외한 동사의 영업가치는 770억원으로 올해 동사의 연간 순이익이 240억원임을 감안하면 상당히 저평가상대다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	340	361	384	408	426
영업이익	20	26	25	29	32
세전이익	24	28	28	32	35
지배주주순이익	17	19	21	24	26
EPS(원)	1,487	1,630	1,805	2,060	2,297
증가율(%)	50.4	9.6	10.8	14.1	11.5
영업이익률(%)	5.9	7.2	6.5	7.1	7.5
순이익률(%)	5.0	5.3	5.5	5.9	6.1
ROE(%)	11.2	11.3	11.2	11.4	11.4
PER	7.9	10.5	10.6	8.3	7.4
PBR	0.9	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	1.6	1.9	2.4	1.4	0.9

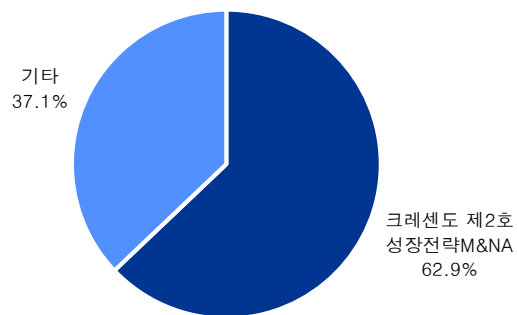
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 도버홀딩스와 1인, 동아지질 주식 매입 단가 현황



자료: IBK투자증권

그림 2. 도버홀딩스 주주구성



자료: IBK투자증권

표 1. 도버홀딩스, 동아지질 구주매입 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		2,066,425		18.0%	18,000	37,195,650,000	취득
	Rivendell		177,250		1.5%	18,000	3,190,500,00	취득
	합계		2,243,675		19.5%	18,000	40,386,150,000	
(1)+(2)	합계		4,984,796		43.3%			

자료: IBK투자증권

표 2. 도버홀딩스, CB/BW 행사금액의 조정

전환사채						
신주 발행 내역	주주명	전환주식수	지분율	취득/처분단가	취득/처분금액	취득자금
	도버홀딩스 유한회사(한국)	1,113,664	8.3%	16,540	18,420,000,000	사원출자금을 통해 조달
	Rivendell Investment 2018-2 LLC(미국)	95,526	0.7%	16,540	1,580,000,000	사원출자금을 통해 조달
	합계	1,209,190	9.1%	16,540	20,000,000,000	
신주인수권부사채						
신주 발행 내역	주주명	전환주식수	지분율	취득/처분단가	취득/처분금액	취득자금
	도버홀딩스 유한회사(한국)	1,113,664	8.3%	16,540	18,420,000,000	사원출자금을 통해 조달
	Rivendell Investment 2018-2 LLC(미국)	95,526	0.7%	16,540	1,580,000,000	사원출자금을 통해 조달
	합계	1,209,190	9.1%	16,540	20,000,000,000	

자료: IBK투자증권

표 3. CB/BW 행사 후 반영 지분 현황

	주주명	주식수	지분율	취득가액	비고
(1) 기존 최대주주	이정우	1,755,345	12.6%		
	김영애	247,418	1.8%		
	이상경	104,282	0.7%		
	동지복지재단	136,630	1.0%		
	소계	2,243,675	16.1%		
	최재우	438,740	3.2%		
	이경준	8,764	0.1%		
	최정욱	45,869	0.3%		
	박만규	4,073	0.0%		
	합계	2,741,121	19.7%		
(2) 신규 최대주주	도버홀딩스 유한회사(한국)	2,066,425	14.8%	18,000	구주매입
	Rivendell Investment 2018-2 LLC(미국)	177,250	1.3%	18,000	구주매입
	합계(구주매입)	2,243,675	16.1%	18,000	구주매입
	전환사채	1,209,190	8.7%	16,540	전환가액
	신주인수권부사채	1,209,190	8.7%	16,540	전환가액
	합계(CB/BW 전환)	2,418,380	17.4%	16,540	전환가액
	합계(구주매입+CB/BW)	4,662,055	33.5%		
	합계	7,403,176	53.2%		
(1)+(2)					

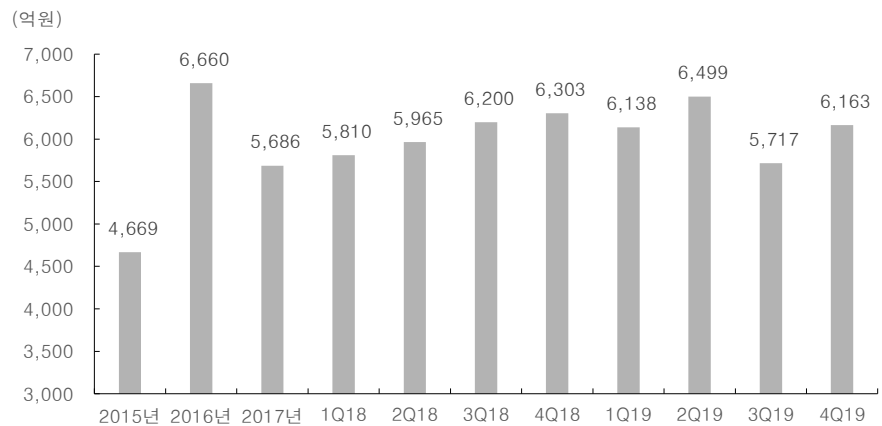
자료: IBK투자증권

표 4. 동아지질, 4Q19 Preview

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	YoY	QoQ
매출액	902	954	768	983	941	947	899	1,054	7.2%	17.2%
신규수주	1,001	1,109	1,003	1,093	777	1,308	117	1,500		
수주잔고	5,810	5,965	6,200	6,303	6,138	6,499	5,717	6,163		
영업이익	55	81	65	59	72	52	48	78	32.0%	61.7%
세전이익	57	85	70	65	77	57	56	80	21.9%	42.2%
순이익	44	64	52	27	60	40	44	58	112.4%	32.3%
영업이익률	6.1%	8.5%	8.5%	6.0%	7.7%	5.5%	5.3%	7.4%		
세전이익률	6.3%	8.9%	9.1%	6.6%	8.2%	6.0%	6.2%	7.6%		
순이익률	4.9%	6.7%	6.7%	2.8%	6.4%	4.2%	4.9%	5.5%		

자료: IBK투자증권

그림 3. 동아지질, 수주잔고 현황



자료: IBK투자증권

표 5. 동아지질, 주가 산정 내역

구분	(십억원) 비교
2020년 NOPLAT	21
타겟 PER(배)	13 2020년~2021년 ROE Level 감안
1. 순영업자산가치	273
2. 순현금	119 2020년말 기준
주주가치(1+2)	392
주식수(만주)	1,150 현재 주식수
CB, BW 전환주식수(만주)	242 행사 후 추가 주식수
전환후 주식수(만주)	1,392 행사 후 총 주식수
주당가치	28,161 (주주가치/행사 후 총 주식수)
목표주가	28,000
현재주가	17,000
상승여력(%)	64.7

자료: IBK투자증권

동아지질 (028100)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	340	361	384	408	426
증가율(%)	5.3	6.2	6.4	6.3	4.4
매출원가	308	320	345	363	377
매출총이익	32	40	39	45	49
매출총이익률 (%)	9.4	11.1	10.2	11.0	11.5
판매비	11	14	14	16	17
판매비율(%)	3.2	3.9	3.6	3.9	4.0
영업이익	20	26	25	29	32
증가율(%)	53.8	30.0	-3.8	16.0	10.3
영업이익률(%)	5.9	7.2	6.5	7.1	7.5
순금융손익	0	1	1	1	1
이자손익	0	0	1	1	1
기타	0	1	0	0	0
기타영업외손익	4	1	2	2	2
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	24	28	28	32	35
법인세	7	9	7	8	9
법인세율	29.2	32.1	25.0	25.0	25.7
계속사업이익	17	19	21	24	26
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	19	21	24	26
증가율(%)	54.5	11.8	10.5	14.3	8.3
당기순이익률 (%)	5.0	5.3	5.5	5.9	6.1
지배주주당기순이익	17	19	21	24	26
기타포괄이익	-8	3	4	0	0
총포괄이익	9	22	25	24	26
EBITDA	50	55	51	53	56
증가율(%)	13.6	10.0	-7.3	3.9	5.7
EBITDA마진율(%)	14.7	15.2	13.3	13.0	13.1

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,487	1,630	1,805	2,060	2,297
BPS	13,585	15,197	17,170	19,034	21,134
DPS	200	200	200	200	200
밸류에이션(배)					
PER	7.9	10.5	10.6	8.3	7.4
PBR	0.9	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	1.6	1.9	2.4	1.4	0.9
성장성지표(%)					
매출증가율	5.1	6.2	6.4	6.3	4.4
EPS증가율	50.4	9.6	10.8	14.1	11.5
수익성지표(%)					
배당수익률	1.7	1.2	1.0	1.2	1.2
ROE	11.2	11.3	11.2	11.4	11.4
ROA	6.1	6.9	6.4	6.3	6.5
ROIC	17.8	25.5	30.2	32.4	36.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	64.9	62.9	82.5	79.4	74.6
순차입금 비율(%)	-34.6	-52.0	-49.7	-54.3	-58.8
이자보상배율(배)	21.4	31.1	31.7	30.7	32.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	646.4	0.0	0.0	15,365.9	15,203.0
재고자산회전율	103.9	130.1	130.3	98.6	97.6
총자산회전율	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	175	210	254	285	317
현금및현금성자산	79	83	84	104	127
유가증권	6	31	49	52	54
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	4	2	4	4	4
비유동자산	82	74	106	107	108
유형자산	61	53	78	78	78
무형자산	1	1	1	1	1
투자자산	9	10	13	13	13
자산총계	258	285	360	393	424
유동부채	100	109	161	172	179
매입채무및기타채무	7	5	4	4	5
단기차입금	26	24	32	34	36
유동성장기부채	5	0	2	2	2
비유동부채	2	1	2	2	2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	101	110	163	174	181
지배주주지분	156	175	197	219	243
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	146	167	191
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	156	175	197	219	243
비이자부채	70	86	129	138	143
총차입금	31	24	34	36	38
순차입금	-54	-91	-98	-119	-143

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	38	53	20	46	49
당기순이익	17	19	21	24	26
비현금성 비용 및 수익	40	44	32	21	21
유형자산감가상각비	29	29	26	24	24
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-12	-2	-21	0	0
매출채권등의 감소	17	13	2	0	0
재고자산의 감소	-1	2	-2	0	0
매입채무등의 증가	-16	3	-8	0	0
기타 영업현금흐름	-7	-8	-12	1	2
투자활동 현금흐름	-17	-39	-82	-36	-33
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-23	-46	-24	-24
유형자산의 감소	4	9	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-2	-1	0	0	0
기타	-5	-24	-37	-12	-9
재무활동 현금흐름	-17	-10	63	10	7
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-17	-10	63	10	7
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	4	4	1	20	23
기초현금	75	79	83	84	104
기말현금	79	83	84	104	127

Compliance Notice

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

동 자료는 기관투자가 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.

동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

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

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

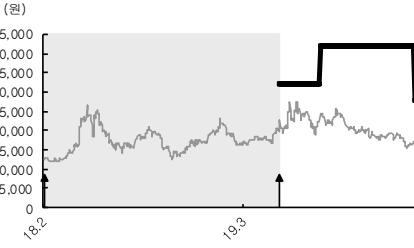
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2019.01.01~2019.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	131	87.3
중립	19	12.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

동아지질	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.05.27	매수	32,000	-28.69	-13.91					
	2019.08.16	매수	42,000	-52.66	-39.29					
	2020.02.18	매수	28,000							