

Company Update

Analyst 박용희

02) 6915-5651

yhporea2005@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	28,000원
현재가 (3/13)	11,050원

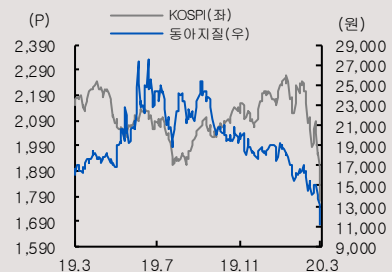
KOSPI (3/13)	1,771.44pt
시가총액	127십억원
발행주식수	11,500천주
액면가	500원
52주 최고가	27,550원
최저가	11,050원
60일 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	6.7%
배당수익률 (2019F)	1.0%

주주구성	
도버홀딩스 유한회사 외	43.35%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-15%	-45%	-17%
절대기준	-33%	-53%	-31%

	현재	직전	변동
투자이건	매수	매수	-
목표주가	28,000	28,000	-
EPS(19)	1,703	1,703	-
EPS(20)	2,059	2,060	-

동아지질 주가추이



본 조서분석자료는 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)

청산가치보다 낮은 주가. 기회다!

청산가치대비 35% 낮은 주가는 설명이 되지 않는다!

동사의 주가는 연초대비 42.3% 감소했고, 지난 금요일은 저점대비 47.8% 하락했다. 급격한 주가 하락 영향으로 현재 동사가 보유하고 있는 순현금대비 시가총액이 낮아지는 극도의 상황까지 연출됐다. 2020년 기준 영업가치는 90억원에 불과하고, 2021년 기준 영업가치는 -150억원이다. 보유하고 있는 유형자산 약 530억원(19년말, 기계장치 약 300억원제외)을 감안하면, 2020년 영업가치는 -440억원, 2021년 영업가치는 -680억원이다. 2020년 기준 청산가치 감안 시 동사의 주가는 34.6% 저평가 상태로 판단된다.

사모펀드 크레센도, 평균 매입가대비 -32% 하락

사모펀드 크레센도의 매입가격 평균은 16,364원이다. 현재주가가 11,050원이기에 사모펀드 크레센도의 수익률은 현재기준 -32%이고 손실금액은 -260억원이다. 이 시점에서 시장은 이런 물음을 던질 것이다. 사모펀드 크레센도는 무능력한가? 아니면 의도적인가? 당사가 보기에, 의도적으로 re-fixing 기간 동안 주가관리를 하지 않은 것으로 보인다. 하지만, re-fixing 이후에는 본격적으로 주가 관리(배당정책 상향, 해외사업 본격화)에 들어갈 전망이다. 현재 re-fixing 최저치대비 주가는 37%의 상승여력이 있다. 결론적으로 길게보면 현재는 약 37%의 재정거래 구간이다. 사모펀드 크레센도는 미국의 유명 투자가 피터틸이 출자한 회사이고, 피터틸은 테슬라/스페이스X의 창업자 앨런 머스크와의 관계가 있음 감안하면, 현재는 동사에 대한 실망보다는 기대감을 가져야 할 전망이다. 결국 강력 매수구간이다.

코로나19 이후, 결국 단기는 통화정책, 장기는 재정정책

코로나19로 인해 실물 경기 우려가 커지고 있다. 단기로는 통화정책이 우수할 것이나, 결국 중장기적으로는 SOC/인프라에 대한 투자 확대가 기대된다. 결국 낮아진 주가 수준에서 동사에 대한 강력한 관심이 필요하다.

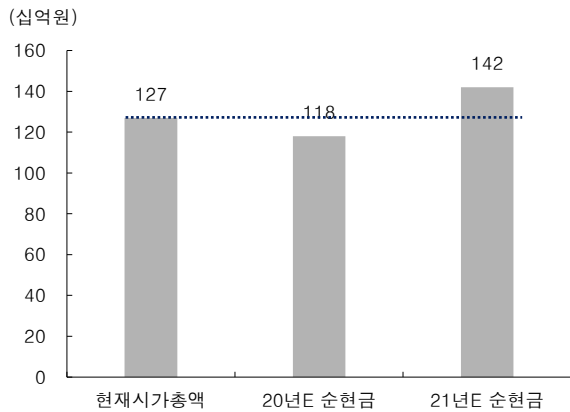
(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	340	361	382	408	426
영업이익	20	26	24	29	32
세전이익	24	28	26	32	35
지배주주순이익	17	19	20	24	26
EPS(원)	1,487	1,630	1,703	2,059	2,296
증가율(%)	50.4	9.6	4.5	20.9	11.5
영업이익률(%)	5.9	7.2	6.3	7.1	7.5
순이익률(%)	5.0	5.3	5.2	5.9	6.1
ROE(%)	11.2	11.3	10.6	11.4	11.5
PER	7.9	10.5	11.2	5.4	4.8
PBR	0.9	1.1	1.1	0.6	0.5
EV/EBITDA	1.6	1.9	2.4	0.2	-0.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

청산가치 대비 35% 낮은 주가는 설명이 되지 않는다

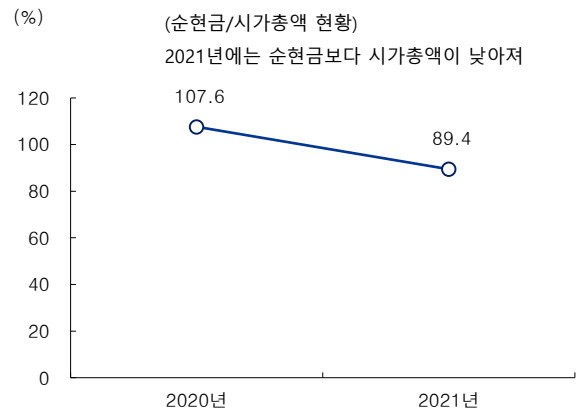
동사의 주가는 연초대비 42.3% 감소했고, 지난 금요일은 저점대비 47.8% 하락했다. 급격한 주가 하락 영향으로 현재 동사가 보유하고 있는 순현금대비 시가총액이 낮아지는 극도의 상황까지 연출됐다. 2020년 기준 영업가치는 90억원에 불과하고, 2021년 기준 영업가치는 -150억원이다. 보유하고 있는 유형자산 약 530억원(19년말, 기계장치 약 300억원제외)을 감안하면, 2020년 영업가치는 -440억원, 2021년 영업가치는 -680억원이다. 2020년 기준 청산가치 감안 시 동사의 주가는 34.6% 저평가 상태로 판단된다.

그림 1. 동아지질, 보유 순현금보다 낮은 시가총액



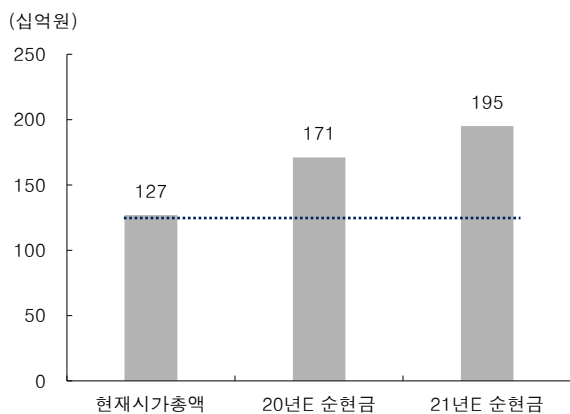
자료: IBK투자증권

그림 2. 순현금/시가총액, 2021년에는 순현금보다 시총이 낮아져



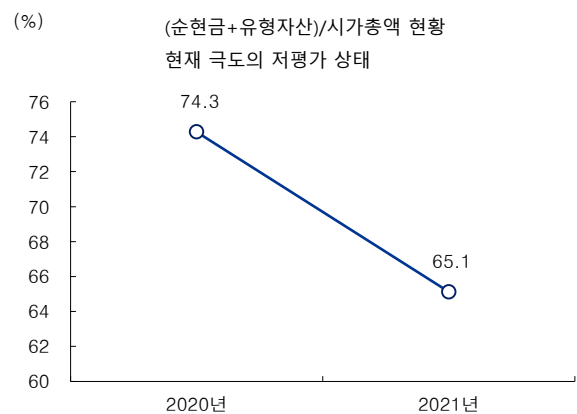
자료: IBK투자증권

그림 3. 유형자산 포함 시 2020년 청산가치대비 35% 저평가



자료: IBK투자증권

그림 4. (순현금+유형자산)/시가총액으로는 극도의 저평가

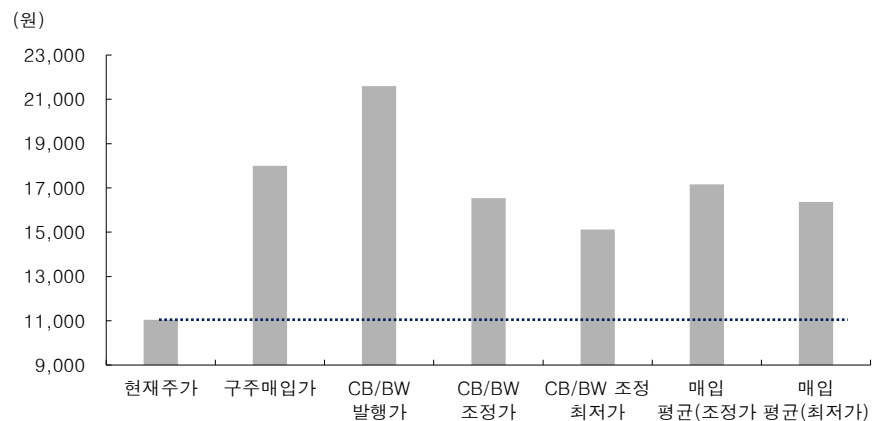


자료: IBK투자증권

사모펀드 크레센도, 평균 매입가대비 현재가 -32% 하락

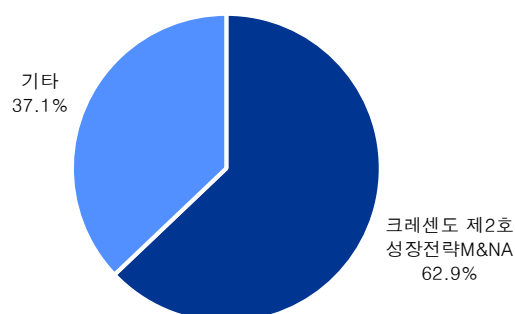
도버홀딩스의 1인(사모펀드 크레센도 최대주주)의 구주 매입가격은 18,000원(약 400억원)이고, 신주 발행가는 21,604원(400억원)이다. 신주는 re-fixing조항이 있어 최저 발행가는 현재 추세라면, 15,123원이 될 확률이 높다. 결론적으로 사모펀드 크레센도의 매입가격 평균은 16,364원이다. 현재주가가 11,050원이기에 사모펀드 크레센도의 수익률은 현재기준 -32%이고 손실금액은 -260억원이다. 이 시점에서 시장은 이런 물음을 던질 것이다. 사모펀드 크레센도는 무능력한가? 아니면 의도적인가? 당사가 보기에, 의도적으로 re-fixing 기간 동안 주가관리를 하지 않은 것으로 보인다. 하지만, re-fixing이후에는 본격적으로 주가 관리(배당정책 상향, 해외사업 본격화)에 들어갈 전망이다. 현재 re-fixing 최저치대비 주가는 37%의 상승여력이 있다. 결론적으로 길게보면 현재는 약 37%의 재정거래 구간이다. 사모펀드 크레센도는 미국의 유명 투자가 피터틸이 출자한 회사이고, 피터틸은 테슬라/스페이스X의 창업자 앨런 머스크와의 관계가 있음 감안하면, 현재는 동사에 대한 실망보다는 기대감을 가져야 할 전망이다. 결국 강력 매수구간이다.

그림 5. 사모펀드 크레센도, 구주 및 CB/BW 행사후 평균 매입가 대비 현재가 32% 하락



자료: IBK투자증권

그림 6. 도버홀딩스 주주구성



자료: IBK투자증권

표 1. 도버홀딩스, 동아지질 구주매입 내역

주주명	변동전 (주)	변동후 (주)	매도주식 (주)	지분율 (%)	취득/ 처분단가(원)	취득/ 처분금액(원)	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	3,190,500,000	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%		
(1)+(2)	합계	7,403,176	53.2%		

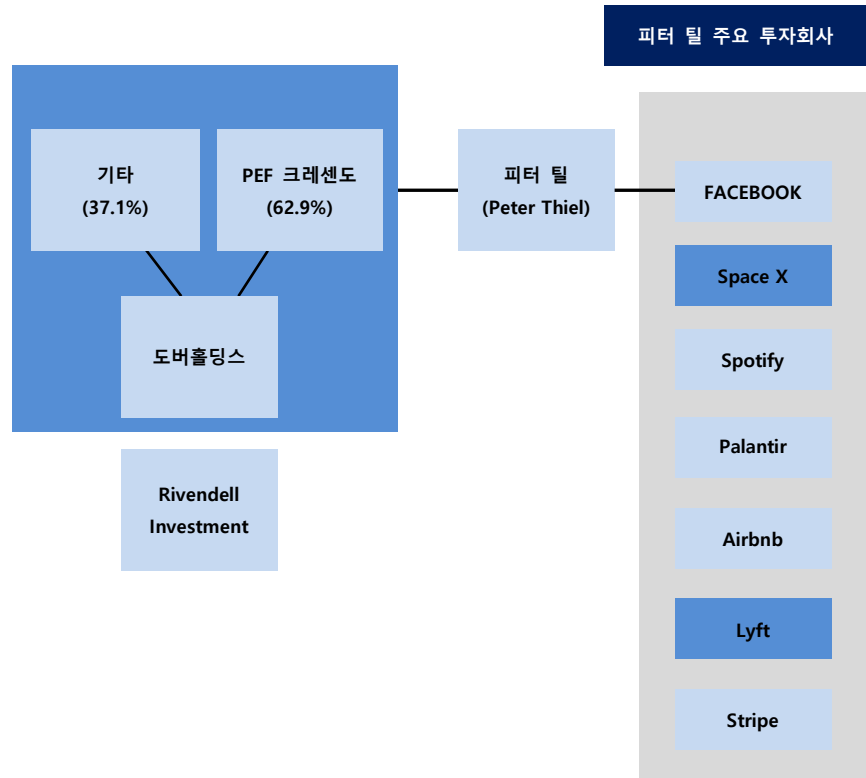
자료: IBK투자증권

표 4. 2019년 8월 16일 이후 등기임원 현황

성명	출생년월	직위	등기임원 여부	상근여부	담당업무	경력	재직기간	임기일	비고
이정우	1946.03	회장	등기임원	상근	총괄	한국컨설팅협회 부회장	48년	2022.03.28	
최재우	1960.02	사장	등기임원	상근	경영총괄	한국암반공학학회이사	38년	2020.03.23	
박성민	1978.01	사내이사	등기임원	상근		현, Crescendo Equity Partners, Partner 전, CLSA Korea		2022.8.16	신규선임
박진수	1969.08	사내이사	등기임원	상근		현, Crescendo Equity Partners, Partner 전, 한국산업은행 투자금융부 부부장		2022.8.16	신규선임
조건식	1952.06	사외이사	등기임원	상근		현, 동북아경제연구원원장 전, 제 14대 통일부 차관, 현대아산 대표		2022.8.16	신규선임
김정복	1946.02	사외이사	등기임원	비상근	사외이사	국가보훈처 장관	10년	2022.03.28	
이종출	1949.02	사외이사	등기임원	비상근	사외이사	부경대 토목공학과 명예교수	5년	2021.03.28	
최영태	1954.08	감사	등기임원	상근	감사	수원대 임반공학 박사	7년	2022.8.16	재선임

자료: 동아지질, IBK투자증권

그림 7. 피터 틸 투자 회사 현황



자료: 언론기사, IBK투자증권

그림 8. Virgin Atlantic, 하이퍼루프 개발 현황



자료: 언론기사, IBK투자증권

그림 9. Tesla의 the Boring Company로 지하화 계획 발표



자료: the boring company, IBK투자증권

동아지질 (028100)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	340	361	382	408	426
증가율(%)	5.3	6.2	5.8	6.8	4.4
매출원가	308	320	346	363	377
매출총이익	32	40	36	45	49
매출총이익률 (%)	9.4	11.1	9.4	11.0	11.5
판매비	11	14	11	16	17
판매비율(%)	3.2	3.9	2.9	3.9	4.0
영업이익	20	26	24	29	32
증가율(%)	53.8	30.0	-7.7	20.8	10.3
영업이익률(%)	5.9	7.2	6.3	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	1	2	2
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	24	28	26	32	35
법인세	7	9	6	8	9
법인세율	29.2	32.1	23.1	25.0	25.7
계속사업이익	17	19	20	24	26
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	19	20	24	26
증가율(%)	54.5	11.8	5.3	20.0	8.3
당기순이익률 (%)	5.0	5.3	5.2	5.9	6.1
지배주주당기순이익	17	19	20	24	26
기타포괄이익	-8	3	4	0	0
총포괄이익	9	22	24	24	26
EBITDA	50	55	51	53	56
증가율(%)	13.6	10.0	-7.3	3.9	5.7
EBITDA마진율(%)	14.7	15.2	13.4	13.0	13.1

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,487	1,630	1,703	2,059	2,296
BPS	13,585	15,197	17,068	18,931	21,030
DPS	200	200	200	200	200
밸류에이션(배)					
PER	7.9	10.5	11.2	5.4	4.8
PBR	0.9	1.1	1.1	0.6	0.5
EV/EBITDA	1.6	1.9	2.4	0.2	-0.3
성장성지표(%)					
매출증가율	5.1	6.2	5.8	6.9	4.4
EPS증가율	50.4	9.6	4.5	20.9	11.5
수익성지표(%)					
배당수익률	1.7	1.2	1.0	1.2	1.2
ROE	11.2	11.3	10.6	11.4	11.5
ROA	6.1	6.9	6.1	6.3	6.5
ROIC	17.8	25.5	28.5	32.3	36.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	64.9	62.9	81.5	79.8	75.0
순차입금 비율(%)	-34.6	-52.0	-49.5	-54.1	-58.7
이자보상배율(배)	21.4	31.1	31.0	30.8	32.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	646.4	0.0	0.0	15,508.8	15,203.0
재고자산회전율	103.9	130.1	131.3	99.6	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	250	284	315
현금및현금성자산	79	83	83	102	125
유가증권	6	31	48	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	356	391	423
유동부채	100	109	158	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	160	174	181
지배주주지분	156	175	196	218	242
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	145	166	190
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	156	175	196	218	242
비이자부채	70	86	126	138	143
총차입금	31	24	34	36	38
순차입금	-54	-91	-97	-118	-142

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	38	53	20	46	49
당기순이익	17	19	20	24	26
비현금성 비용 및 수익	40	44	33	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	-79	-40	-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	-34	-16	-9
재무활동 현금흐름	-17	-10	59	13	7
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-17	-10	59	13	7
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	4	4	0	19	23
기초현금	75	79	83	83	102
기말현금	79	83	83	102	125

Compliance Notice

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.

동자료에 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	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

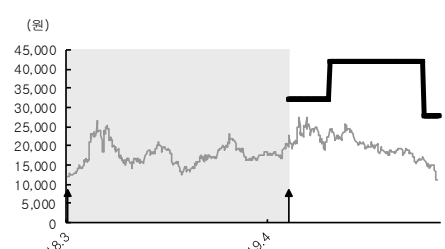
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (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)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				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	-48.13	-41.43					
	2020.03.16	매수	28,000							