2025.03.10

동아쏘시오홀딩스

(000640)

이뮬도사 출시로 CMO 성장 및 동사 로열티 수익 본격화

올해 실적개선 가시화 될 듯

올해 동사 실적의 경우 K-IFRS 연결기준 매출액 14,618억원(YoY +9.6%), 영업이익 1,017억원(YoY +23.9%)으로 예상됨에 따라 실적개선이 가시화 될 것으로 기대된다. 이는 동아제약의 견고한 성장 환경하에서 수석과 동천수의 흑자전환 및 에스티젠바이오의 실적 턴어라운드가 가속화 될 것으로 예상되기 때문이다.

지난해 수석이 글라스 공장 이전에 따른 수율 정상화 지연 등으로, 동천수가 음료 신공장 가동에 따른 고정비 증가 등으로 영업적자를 기록하였다. 올해의 경우 수석의 수율이 정상화 되고 있을 뿐만 아니라 동천수의 경우도 음료 OEM 매출증가가 본격화 될 것으로 예상됨에 따라 흑자전환이 전망된다. 이와 더불어 에스티젠바이오의 경우 스텔라라BS인 이뮬도사 생산증가에 따른 매출 성장으로 실적개선이 가속화 될 것으로 예상될 뿐만 아니라 동아제약의 박카스 가격인상 효과도 가시화 될 것이다.

스텔라라BS인 이뮬도사 유럽 및 미국 발매에 따른 상업화 물량 증가로 올해 에스티젠바이오 영업이익 전년대비 482.3% 증가할 듯

스텔라라BS 이뮬도사의 경우 2022년 11월 글로벌 임상 3상을 종료하였으며 2023년 6월 EMA에, 10월 FDA에 각각 품목허가를 신청하였다.

이에 따라 전용 생산 site인 에스티젠바이오의 경우 2024년 6월, 7월 FDA와 EMA로부터 각각 cGMP 실사를 받았으며, 같은해 9월 EMA, 10월 FDA로부터 모두 cGMP 인증을 획득하여 글로벌 CMO 기반을 마련하였다.

이러한 환경하에서 스텔라라BS 이뮬도사가 2024년 10 월 FDA, 12월 EMA 품목허가를 획득함에 따라 유럽은 올해 1월부터 발매를 개시하였으며, 미국의 경우 오는 5월에 발매를 개시할 예정이다. 유럽에서 첫번째 런칭한 국가는 독일이며, 프랑스, 스페인, 이탈리아 등에도 조만간에 런칭할 예정이다.

올해 에스티젠바이오의 경우 스텔라라BS 이뮬도사의 유럽 및 미국 발매에 따른 상업화 물량 증가로 매출이 크게 증가할 것으로 예상될 뿐만 아니라 생산안정화 및 효율화를 통해 이익 개선폭도 확대될 것으로 예상된다. 즉, 올해 에스티젠바이오 경우 매출액 985억원(YoY +67.2%), 영업이익 99억원(YoY +482.3%)으로 예상되면서 실적개선이 가속화 될 것이다.

올해부터 이뮬도사 제품판매 본격화로 동사 로열티 수익 증가할 듯

스텔라라BS 이뮬도사는 지난 2013년부터 동사와 메이지세이카파마가 공동 개발을 추진한 바이오시밀러다. 2021년 7월 동아에스티와 메이지세이카파마는 인도의 다국적 제약사 인타스와 이뮬도사에 대하여 일부 국가를 제외한 글로벌지역 허가와 판매에 관한 독점 권리를 이전하는 글로벌 라이선스 아웃 계약을 체결하였다.

이에 따라 인타스로부터 계약금, 단계적 마일스톤 등과 더불어 제품 판매이익에 대한 두자릿수 로열티 등도 받게 될 것이다. 이와 같이 인타스로부터 지급받는 금액은 동사, 동아에스티, 메이지세이카파마 3사가 분배비율에 따라 배분 받을 예정이다. 올해부터 이뮬도사가 유럽과 미국 등에서 제품판매가 본격화 되면서 동사 로열티 수익 증가가 예상됨에 따라 해를 거듭할수록 수익성 개선에 기여할 것이다.

목표주가 140,000원으로 하향

동사에 대하여 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 140,000원으로 하향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다. 다만, 동아제약의 경우 장부가 대신에 2025년 예상 순이익에 Taget PER 5.0배를 적용하여 산출하였다.

iM증권

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	140,000원(하향)
종가(2025.03.07)	98,100원
상승여력	42.7 %

Stock Indicator	
자본금	32십억원
발행주식수	635만주
시가총액	623십억원
외국인지분율	14.3%
52주 주가	94,500~128,200원
60일평균거래량	11,643주
60일평균거래대금	1.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	-1.2	-16.3	-16.9
상대수익률	-3.2	-6.8	-17.1	-13.7

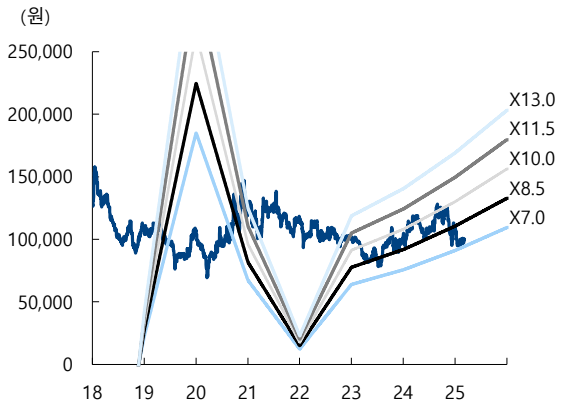
Price Trend

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,132	1,333	1,462	1,601
영업이익(십억원)	77	82	102	124
순이익(십억원)	58	69	83	99
EPS(원)	9,134	10,805	13,010	15,625
BPS(원)	159,472	165,714	174,162	185,225
PER(배)	11.1	10.2	7.5	6.3
PBR(배)	0.6	0.7	0.6	0.5
ROE(%)	5.8	6.6	7.7	8.7
배당수익률(%)	1.2	0.9	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	7.1	5.9	5.2	4.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

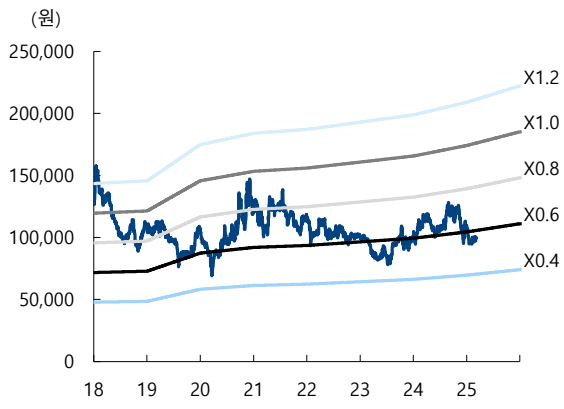
[지주/Mid-Small Cap]
이상헌 2122-9198 value3@imfnsec.com

그림1. 동아쏘시오홀딩스 PER 밴드



자료: 동아쏘시오홀딩스, iM증권 리서치본부

그림2. 동아쏘시오홀딩스 PBR 밴드



자료: 동아쏘시오홀딩스, iM증권 리서치본부

그림3. 동아쏘시오홀딩스 자회사 보유 현황(2023년 12월 31일 기준)

자료: 동아쏘시오홀딩스, iM증권 리서치본부

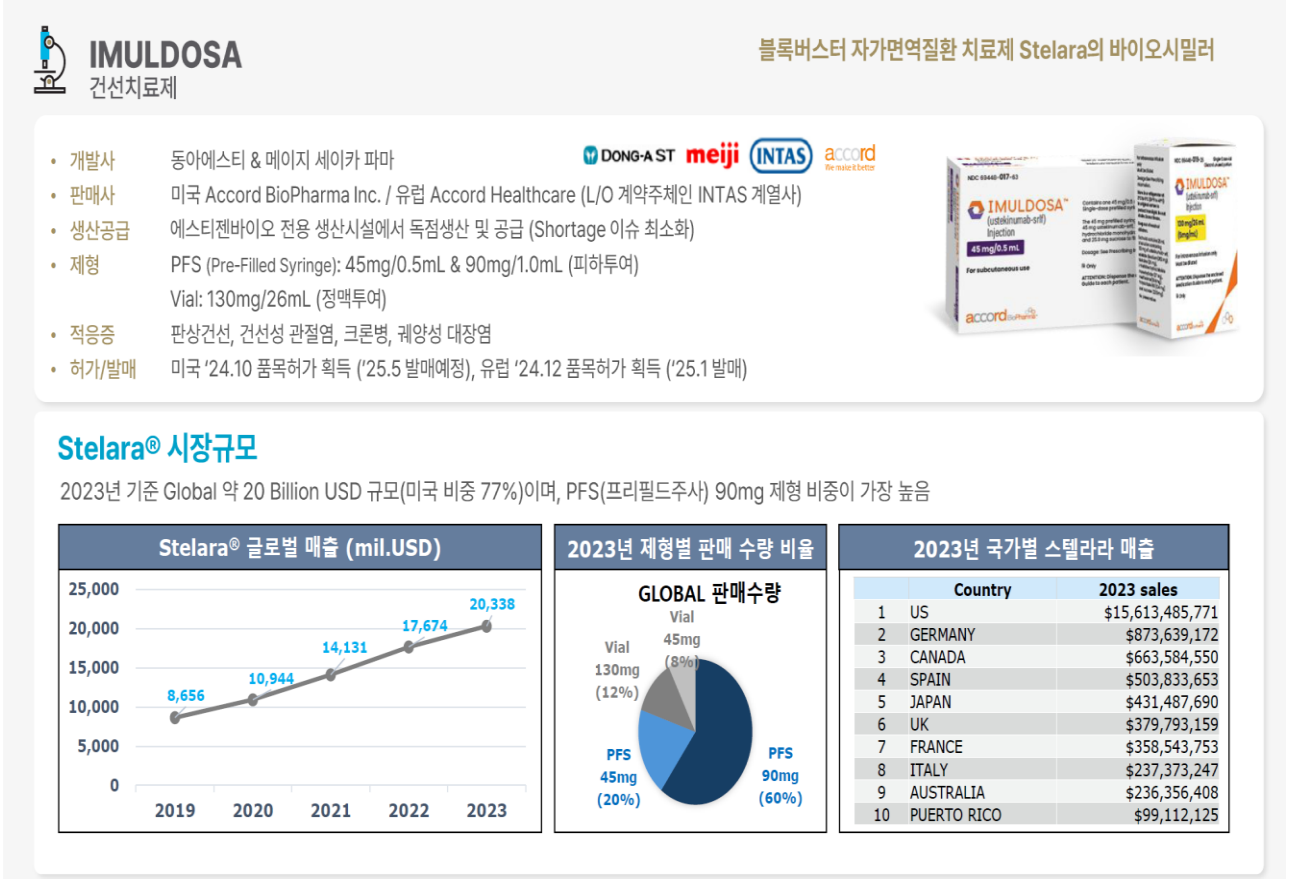
표1. 동아쏘시오홀딩스 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

투자지분가치	11,113
순차입금	2,163
NAV	8,950
발행주식수	6,348,913
주당 NAV(원)	140,969

자회사	지분율	자회사 가치
동아에스티	23.2%	1,004
에스티팜	31.3%	3,584
동아제약	100.0%	2,787
용마로지스	100.0%	241
수석	100.0%	572
동천수	100.0%	437
동아오츠카	50.0%	974
에스티젠바이오	80.4%	1,162
기타		352

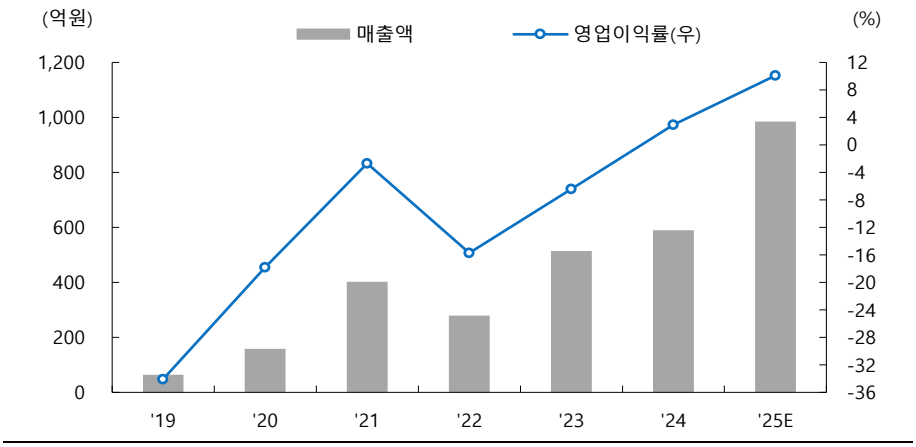
자료: 동아쏘시오홀딩스, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 이뮬도사 개요



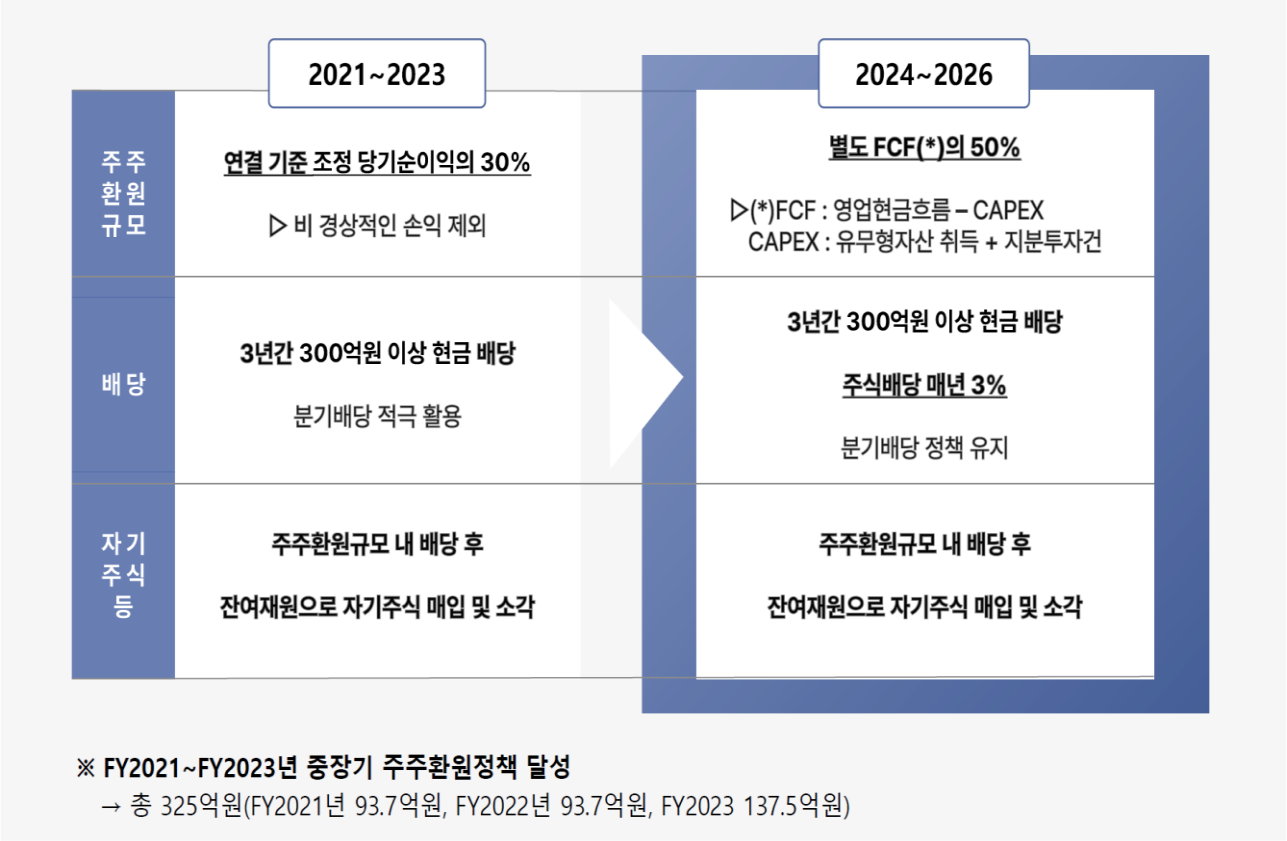
자료: 동아에스티, iM증권 리서치본부

그림5. 에스티젠바이오 실적 추이



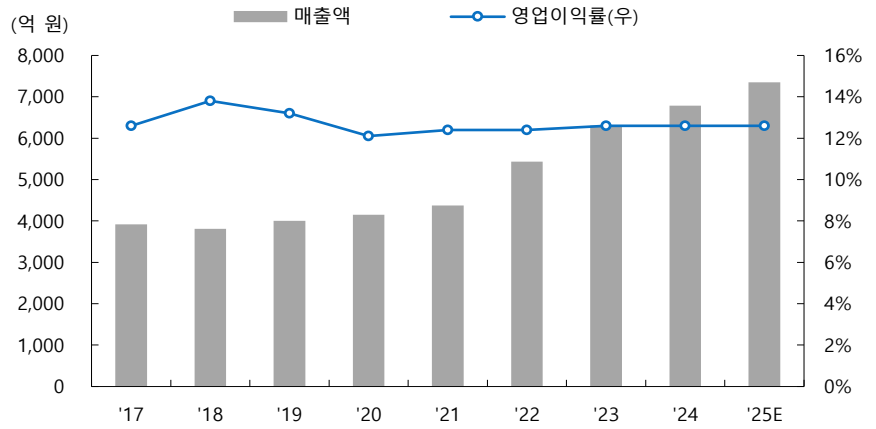
자료: 에스티젠바이오, iM증권 리서치본부

그림6. 동아쏘시오홀딩스 2024~26년 주주환원 정책



자료: 동아쏘시오홀딩스, iM증권 리서치본부

그림7. 동아제약 실적 추이



자료: 동아제약, iM증권 리서치본부

표2. 동아제약 주요 제품 매출추이(단위: 십억원)

제품명	2020	2021	2022	2023	2024	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
박카스 D	126.3	127.5	141.1	138.1	141.1	31.4	29.5	38.5	40.6	32.6
박카스 F	96.2	101.2	113.4	123.9	127.0	26.8	27.7	34.0	38.0	27.2
오쏘몰	8.7	28.4	65.5	120.4	130.2	29.5	31.4	33.8	30.4	34.6
판피린	36.6	37.3	48.3	47.9	46.5	16.4	12.9	9.9	9.9	13.8
가그린	32.5	30.7	31.9	31.2	30.0	7.7	7.6	7.8	7.0	7.6
겜가드	1.5	1.6	4.0	10.3	12.9	2.9	4.0	3.3	2.8	2.8
템포	14.3	20.5	22.2	22.5	23.1	5.4	5.3	5.8	6.7	5.3
베나치오	10.4	13.5	15.2	16.6	17.1	3.5	4.7	4.2	4.4	3.9
노스카나	11.8	12.8	11.8	17.1	20.9	.42	4.9	5.1	5.8	5.1
애크논	-	-	4.2	12.6	20.3	4.3	5.8	3.8	4.5	6.2
멜라토닝	-	-	2.4	8.5	11.6	1.3	2.1	4.6	2.4	2.4
파티온		2.4	6.0	13.2	21.3	4.3	5.4	5.8	4.5	5.7
비겐	9.4	8.1	8.3	8.6	9.0	2.4	2.2	2.6	1.8	2.7
모닝케어	8.5	7.5	9.5	9.5	10.1	2.3	1.9	2.0	3.4	2.7

자료: 동아제약, iM증권 리서치본부

그림8. 에스티팜 주요 고객 CDMO 프로젝트 현황

#	고객사	적응증	임상단계			
			P1	P2	P3	승인
Oligonucleotide API						
1	Client A	고지혈증				
		AS CVD	↳ 적응증 확장			
2	Client B	척수성근위축증				
3	Client C	골수이형성증후군				
		골수섬유증	↳ 적응증 확장			
4	Client D	가족성킬로미크론혈증				
		중증 고중성지방혈증	↳ 적응증 확장			
5	Client D	유전성혈관부종				
6	Client A	동맥경화증				
7	Client F	신장질환				
8	Client E	만성B형간염				
9	Client F	만성B형간염				
10	Client F	헌팅턴병				
Small Molecule API						
1	Client G	미공개				
2	Client H	미토콘드리아 결핍증후군				

자료: 에스티팜, iM증권 리서치본부

그림9. 에스티팜 2023~24년 올리고 프로젝트 수주 현황(2024년 3분기 사업보고서 기준)

프로젝트 (적응증)	기간	수주총액 (단위: $1백만)	수주잔고 (단위: $1백만)	진행률
고지혈증	23.03 ~ 24.12	48.5	18.7	62%
	24.08 ~ 25.12	63.3	63.3	0%
척수성근위축증	23.03 ~ 24.05	9.0	-	100%
골수이형성증후군	23.02 ~ 24.06	8.6	-	100%
	23.05 ~ 24.12	27.3	12.0	56%
	23.06 ~ 24.12	8.6	-	100%
	24.08 ~ 25.12	35.7	35.7	0%
가족성킬로미크론혈증	24.06 ~ 24.12	4.5	4.5	0%
그 외	-	49.8	24.1	52%
총 합		255.2	158.2	38%
$1 = ₩1,466		3,741.4억	2,319.3억	-

자료: 에스티팜, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	414	555	703	867
현금 및 현금성자산	120	88	17	51
단기금융자산	41	154	309	340
매출채권	117	137	151	165
재고자산	118	139	152	167
비유동자산	1,543	1,483	1,438	1,407
유형자산	655	578	517	468
무형자산	132	126	120	115
자산총계	1,957	2,038	2,141	2,274
유동부채	629	671	721	784
매입채무	44	51	56	62
단기차입금	344	344	344	344
유동성장기부채	41	41	41	41
비유동부채	301	301	301	301
사채	100	100	100	100
장기차입금	102	102	102	102
부채총계	930	972	1,022	1,085
지배주주지분	1,012	1,052	1,106	1,176
자본금	32	32	32	32
자본잉여금	390	390	390	390
이익잉여금	741	796	865	950
기타자본항목	-150	-166	-181	-196
비지배주주지분	15	14	13	13
자본총계	1,027	1,066	1,119	1,189

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,132	1,333	1,462	1,601
증가율(%)	11.5	17.8	9.6	9.5
매출원가	757	900	979	1,062
매출총이익	375	433	483	539
판매비와관리비	298	351	381	415
연구개발비	7	9	10	10
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	77	82	102	124
증가율(%)	103.1	6.8	23.9	21.7
영업이익률(%)	6.8	6.2	7.0	7.7
이자수익	4	7	9	11
이자비용	23	23	23	23
지분법이익(손실)	21	21	21	21
기타영업외손익	-13	-2	-3	-3
세전계속사업이익	66	89	108	130
법인세비용	10	21	26	31
세전계속이익률(%)	5.8	6.7	7.4	8.1
당기순이익	56	68	82	99
순이익률(%)	4.9	5.1	5.6	6.2
지배주주귀속 순이익	58	69	83	99
기타포괄이익	-15	-15	-15	-15
총포괄이익	41	53	67	84
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	159	126	128	109
당기순이익	56	68	82	99
유형자산감가상각비	69	77	61	49
무형자산상각비	5	6	6	5
지분법관련손실(이익)	21	21	21	21
투자활동 현금흐름	-161	-126	-167	-43
유형자산의 처분(취득)	-143	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-9	-	-	-
금융상품의 증감	32	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	27	-62	-62	-62
단기금융부채의증감	8	-	-	-
장기금융부채의증감	80	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-13	-14	-14	-14
현금및현금성자산의증감	25	-32	-70	34
기초현금및현금성자산	95	120	88	17
기말현금및현금성자산	120	88	17	51

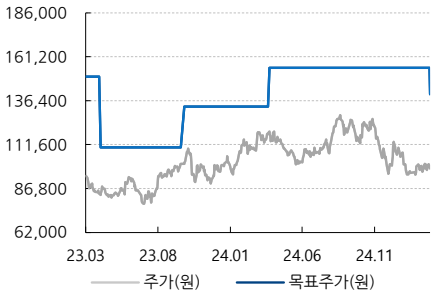
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	9,134	10,805	13,010	15,625
BPS	159,472	165,714	174,162	185,225
CFPS	20,816	23,866	23,539	24,124
DPS	2,200	1,000	1,000	1,000
Valuation(배)				
PER	11.1	10.2	7.5	6.3
PBR	0.6	0.7	0.6	0.5
PCR	4.9	4.1	4.2	4.1
EV/EBITDA	7.1	5.9	5.2	4.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.8	6.6	7.7	8.7
EBITDA이익률	13.3	12.4	11.5	11.1
부채비율	90.5	91.2	91.3	91.3
순부채비율	41.6	32.4	23.3	16.6
매출채권회전율(x)	9.4	10.5	10.1	10.1
재고자산회전율(x)	10.4	10.4	10.0	10.0

자료 : 동아쏘시오홀딩스, iM증권 리서치본부

동아쏘시오홀딩스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-10	Buy	110,000	-19.7%	-8.5%
2023-10-04	Buy	133,000	-22.4%	-10.8%
2024-04-01	Buy	155,000	-29.1%	-17.3%
2025-03-10	Buy	140,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%