



동아쏘시오홀딩스 (000640)

올해 기업가치 제고가 기대되는 제약 지주회사

▶ Analyst 신재훈 jaehoon.shin@hanwha.com 3772-7687

Buy (신규)

목표주가(신규): 130,000원

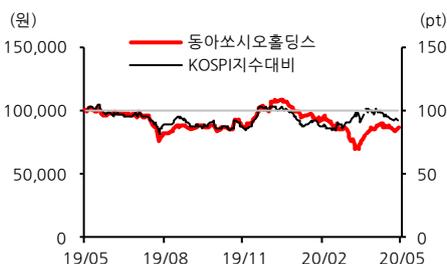
현재 주가(5/8)	86,400원
상승여력	▲50.5%
시가총액	5,303억원
발행주식수	6,138천주
52 주 최고가 / 최저가	109,000 / 69,200원
90 일 일평균 거래대금	12.21억원
외국인 지분율	14.4%
주주 구성	
강정석 (외 16 인)	41.0%
국민연금공단 (외 1 인)	13.5%
신영자산운용 (외 2 인)	8.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.7	-6.2	-2.9	-16.9
상대수익률(KOSPI)	-7.0	5.8	6.0	-6.7

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	707	770	828	896
영업이익	51	53	61	72
EBITDA	75	98	109	120
지배주주순이익	-164	20	33	42
EPS	-26,714	3,220	5,401	6,824
순차입금	259	331	349	351
PER	-4.1	33.4	16.0	12.7
PBR	0.9	0.9	0.7	0.7
EV/EBITDA	12.4	10.1	8.1	7.3
배당수익률	0.9	n/a	1.2	1.2
ROE	-19.9	2.7	4.4	5.3

주가 추이



동아쏘시오 그룹의 지주회사인 동아쏘시오홀딩스에 대한 커버리지를 개시합니다. 현금을 창출하는 계열사들의 꾸준한 매출 신장에 R&D 중심 계열사의 가치 상승이 더해지며 동사의 기업가치가 향후 증대될 것으로 기대합니다.

투자의견 Buy, 목표주가 13만 원으로 커버리지 개시

동아쏘시오홀딩스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동아쏘시오홀딩스의 영업가치 1,486억원, 상장사 및 비상장사 투자자산가치 각 4,003억원, 1조 74억원, 순차입금 2,443억원을 반영하여 산출한 NAV 1.31조원을 30% 할인하여 산정하였다. 주요 계열사의 실적 성장과 CMO 업체 밸류에이션 상승에 따른 디엠바이오의 가치 제고에 따라 향후 동사의 기업가치도 높아질 것으로 전망한다. 현재 주가는 NAV 대비 49% 할인된 수준이다.

기업 개요 및 2019 Review

동사는 동아에스티(ETC), 에스티팜(원료의약품), 동아제약(OTC)과 같은 의약품 전문 업체를 비롯해 용마로지스(유통), 수석(식약 제품 포장) 등 계열사로 두어 제약 전반 물류체인에 걸쳐 탄탄한 포트폴리오를 구축한 지주회사이다.

동아쏘시오홀딩스의 2019년 매출액은 7697억 원, 영업이익 529억 원으로 전년 대비 각 +8.8%, +11.1%의 성장률을 기록했다. 자회사인 동국제약, 용마로지스, 수석의 실적이 증가한 영향이 컸다. 순이익 또한 지난 2018년에는 에스티팜의 주가 하락으로 인해 평가손실이 반영되며 적자를 냈으나, 2019년엔 191억 원을 기록하며 흑자전환했다.

2020년 전망

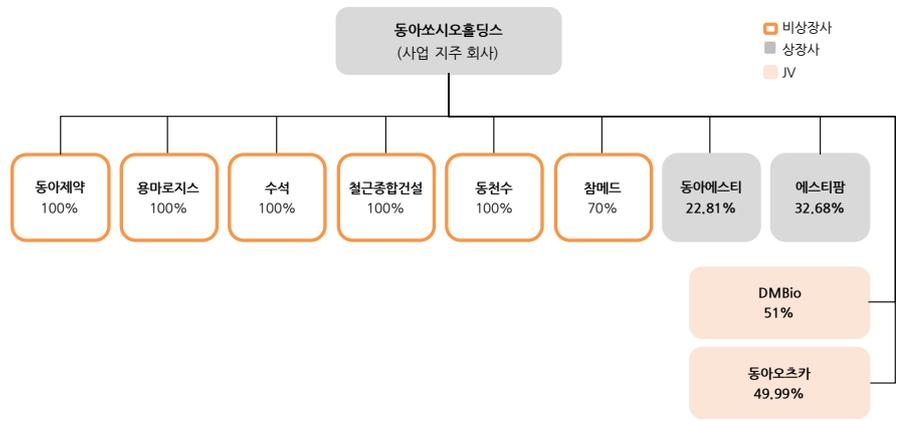
동사의 2020년 실적은 매출액 8,284억 원(YoY +7.6%), 영업이익 607억 원(YoY +14.9%)을 예상한다. 자회사별 매출액은 동아제약 4,294억 원, 용마로지스 매출액 2,647억 원, 수석 1,323억 원 순이다. 주요 자회사에서 견조한 실적 성장이 나타날 것으로 예상된다.

기업 개요

동아쏘시오홀딩스는 기존 동아제약이 2013년 3월에 동아쏘시오홀딩스, 동아에스티, 동아제약 3사로 분할된 후, 2014년 10월 지주회사로 전환한 업체이다. ETC 및 신약개발 제약사 동아에스티(지분율 22.8%), 원료의약품 제약사 에스티팜(지분율 32.68%)과 의료기기 및 진단 회사 참메드(70%)을 비롯해, OTC 및 박카스(내수)를 판매하는 동아제약, 의약품 전문 유통업체 용마로지스, 유리병 및 병뚜껑 등을 생산하는 수석, 생수사업을 영위하는 동천수 등을 100% 자회사로 보유하고 있다. 동사는 계열사들을 통해 원료 의약품 생산부터 신약개발, 유통까지 제약 전반 물류체인에 걸쳐 탄탄한 포트폴리오를 구축했다.

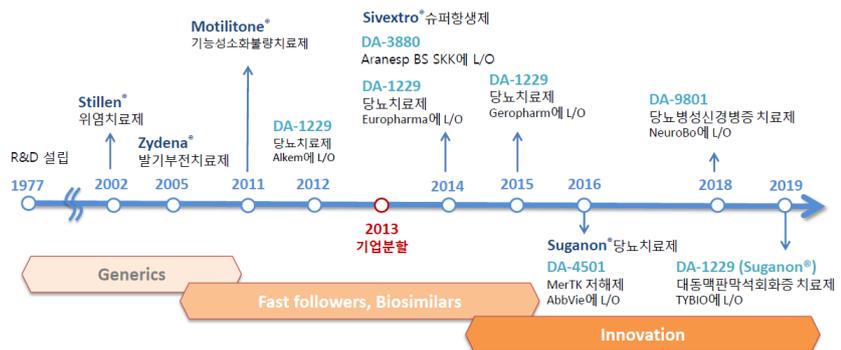
동사는 계열사의 신약 인큐베이터 역할을 담당하며 동사는 자회사와 자체 사업부문 내에서 꾸준하게 R&D 역량을 키우고 있다. 동사의 2019년 별도 기준 R&D 비용만 156억 원을 기록했는데, 별도 매출액 대비 23%에 달할 만큼 큰 비중을 차지한다. 또한 동아제약-일본 오츠카 제약 합작사 동아오츠카(49.99%)의 지분, 동아-일본 메이지세이카 파마 합작사 DMBio(지분율 51%)를 보유하는 등 전방위로 활발하게 투자를 진행하고 있다.

[그림1] 동아쏘시오홀딩스 지배구조



자료: 동아쏘시오홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 동아쏘시오홀딩스 R&D Overview



자료: 동아쏘시오홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

▶ 동아제약

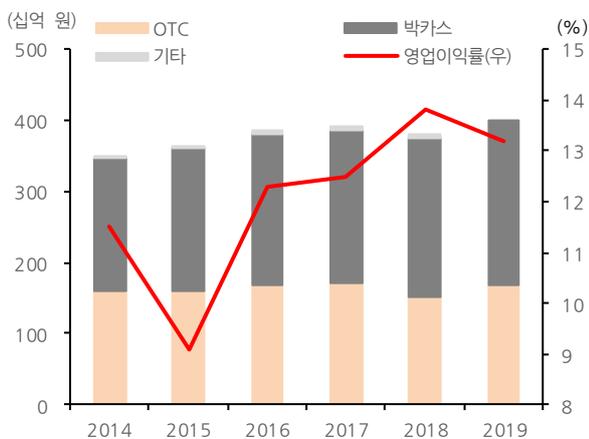
동아제약은 동아쏘시오홀딩스의 100% 자회사로, OTC 의약품 및 생활용품을 제조 및 판매하는 업체다. 동사의 주력 제품은 음료 박카스, 감기약 판피린, 구강청결제 가그린, 숙취해소 음료인 모닝케어, 여성용품 템포 등 소비자에게 잘 알려진 의약품과 생활용품이 다수다. 그 중 박카스는 동사 매출의 과반 이상에 기여하는 동사의 대표 캐시카우 제품이다(2019년 기준 매출 비중 56.2%).

박카스는 1963년에 시장에 출시된 장수 브랜드이지만, 꾸준한 마케팅을 통해 현재도 소비자들에게 높은 인지도를 보유하며 견조한 연간 성장세를 보이고 있다. 박카스는 타우린 함량에 따라 박카스 D(타우린 2,000mg, 약국 유통)와 박카스 F(1,000mg, 일반 편의점 등 유통)로 이원화되어있으며, 최근에는 박카스 젤리를 출시하는 등 브랜드 확장도 가능하다는 것을 보여주었다.

이 외에 ‘감기 조심하세요~’ 광고의 주인공인 판피린, 가그린 등도 각 연간 300억 원 이상의 매출을 기록, 동사의 안정적인 매출 실적에 플러스 요인으로 작용한다. 특히 1Q20에는 코로나19의 여파로 동사의 마스크 제품 더스논의 매출 신장이 실적에 크게 기여할 것으로 기대된다.

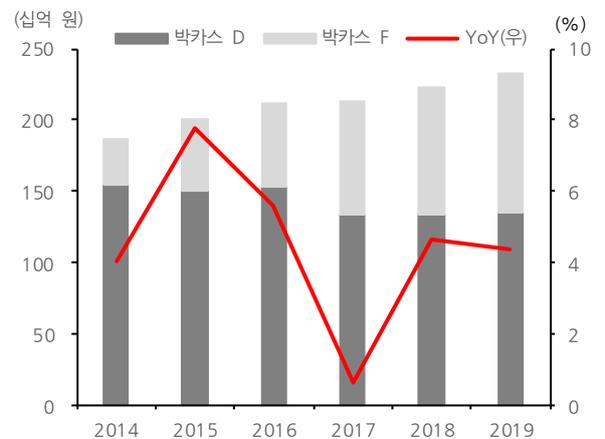
동아제약은 지난 2019년 11월에 자사의 여드름 흉터치료제 노스카나를 기반으로 한 브랜드 ‘파티온’을 론칭하며 더마 화장품 시장에 진출했다. 국내 대형 화장품 업체뿐 아니라 타 제약사의 브랜드가 다수 포진되어 경쟁이 심화되고 있으며, 동사가 상대적으로 후발 주자라는 것은 우려 요인이다. 하지만 1) 피부 케어 솔루션 수요가 지속적으로 증가할 것으로 기대되고, 2) 기반이 되는 제품 노스카나가 이미 소비자들에게 인지도가 있는 제품이라는 점에서 장기적인 매출 성장을 기대해볼 수 있겠다.

[그림3] 매출 및 영업이익률



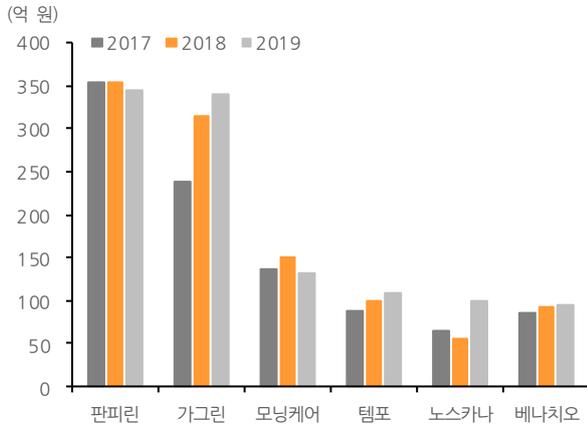
자료: 동아쏘시오홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 박카스 매출 및 성장률



자료: 동아쏘시오홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 동아제약 주요 제품(박카스 외)의 연간 매출액 추이



자료: 동아쏘시오홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 동아제약의 '파티온' 광고



자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

▶ 용마로지스

용마로지스는 의약품 및 화장품 유통과 물류를 담당하는 물류 전문 기업으로, 2018년 기준 전국에 35개의 배송센터와 5개의 운송영업소, 20개 보관물류센터를 가지고 있다.

동사는 기존에는 박카스 물류를 위해 설립되었으나, B2B 물류 업계에서 인정받으며 동아쏘시오홀딩스 계열사 내 물량에만 그치지 않고 외부 물량을 확대해왔다. 2019년에도 아식스, 벨레다코리아 등 신규회주를 유치하는 등 매출 성장과 계열사 의존도 탈피라는 두가지 토끼를 모두 잡을 수 있었다. 현재 동사의 계열사 패시브 물량은 20% 미만으로, 매출의 대부분이 외부 회주로 구성되어 있다는 점이 고무적이다.

▶ DMBio

DMBio는 동아쏘시오홀딩스와 日 메이지세이카파마가 합작 투자하여 설립한 바이오시밀러 전문 기업이다. 현재 동사가 바이오시밀러 출시를 위해 개발중인 스텔라라 바이오시밀러 DMB-3115는 2018년에 국내 전임상을 완료, 2019년 12월에 유럽에서 임상 1상에 진입했다. 스텔라라의 특허는 미국에서 2023년 9월, 유럽에서 2024년 7월에 만료될 예정이며, 동사는 스텔라라의 포스트 바이오시밀러 제품으로 준비하고 있다. 또한 자체 개발하는 키트루다의 바이오시밀러 DMB-3116도 전임상에 돌입했다.

DMBio는 바이오시밀러 개발 기간 동안의 매출 창출을 위해 CMO 사업을 병행하고 있다. 대표적으로 계열사인 동아에스티에서 개발해 지난 2019년 9월 일본에서 허가받은 네스프 바이오시밀러 DA-3880의 생산을 담당하며, 지난 10월에는 알테오젠의 아일리아 바이오시밀러 ALT-L9 또한 지난 2019년에 현재 동사는 송도에 총 8,000L 규모의 생산설비를 갖추고 있다.

▶ 동아에스티

동아에스티는 동아쏘시오홀딩스의 자회사로, OTC, ETC 사업 및 신약 개발 전문 기업이다. 현재 매출의 과반을 담당하는 ETC 사업부에서 위염치료제 스티렌, 기능성소화불량치료제 모티리톤, 인성장호르몬제 그로트로핀 등의 품목을 보유하고 있으며, 해외사업부를 통해 박카스(캄보디아향) 및 항결핵제를 수출하고 있다.

동사는 2019년에 매출액 6123억 원(+7.9% YoY), 영업이익 570억(+12.1% YoY)를 기록했다. 실적 성장은 주로 ETC 사업부의 성장세에 기인하는데, ETC 사업부에서는 지난 2019년 라니티딘 이슈로 인해 대체 품목인 가스터, 스티렌, 모티리톤 등의 수요가 확대된 점이 실적에 긍정적으로 작용했다. 또한 해외에서는 캄보디아 박카스 수요가 꾸준히 이어지고, 항결핵제 수출이 증가하며 연간 두자리수 성장률을 기록했다.

현재 동아에스티는 꾸준히 R&D 투자를 지속하며 다양한 파이프라인에서 진전을 보이고 있다. 애브비에 기술이전된 면역항암제 DA-4501이 올해 하반기에 임상 진입을 계획하고 있으며, 마일스톤 수취도 가능할 것으로 예상된다. 뉴로보에 기술이전된 당뇨병성 신경병증 치료제 DA-9801은 임상 3상을 준비 중이며, 큐오라클에 기술이전된 당뇨병치료제 DA-1241은 임상 1b상을 진행 중이다. 바이오시밀러 파이프라인은 DA-3880(EPO), DMB-3111(trastuzumab)은 연내 임상 3상을 준비하고 있다.

[표1] 동아에스티의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
매출액	142.6	151.6	161.7	156.4	201.2	117.9	169.6	167.6	612.2	656.3
YoY(%)	5.2	-0.5	14.9	12.9	41.1	-22.2	4.9	7.2	-6.7	7.2
ETC	75.2	76.9	82.4	81.4	131.0	41.3	93.4	87.2	315.9	352.9
YoY(%)	2.3	6.3	5.6	8.7	74.2	-46.3	13.4	7.1	5.7	11.7
해외	32.1	43.1	45.8	41.7	42.0	44.6	46.8	43.2	162.7	176.6
YoY(%)	-2.7	21.5	27.8	16.5	30.8	3.4	2.2	3.6	16.1	8.5
의료기기/진단	18.2	21.4	18.2	20.9	19.2	22.0	19.4	22.2	78.7	82.8
YoY(%)	1.1	20.2	2.1	9.6	5.5	2.8	6.7	6.0	8.3	5.2
의료기기	8.2	10.544	7.4	10.2	8.6	10.8	8.5	10.6	36.4	38.5
YoY(%)	-9.9	28.6	-4.9	10.2	4.9	2.4	14.6	3.4	5.8	5.7
진단	10.0	10.9	10.8	10.7	10.6	11.2	10.9	11.6	42.4	44.3
YoY(%)	13.6	12.9	7.5	8.9	6.0	2.8	0.9	8.7	10.6	4.6
기술료 외	17.1	10.1	15.2	9.0	9.0	10.0	10.0	15.0	51.4	44.0
YoY(%)	54.1	-62.1	68.1	3.3	-47.4	-1.1	-34.3	66.9	-7.5	-14.4
경상연구개발비	15.2	17.5	17.9	23.4	17.7	19.5	19.3	21.7	74.0	78.2
(% 매출액)	10.7	11.5	11.1	15.0	8.8	16.5	11.4	12.9	12.1	11.9
영업이익	20.5	9.9	21.5	5.1	53.0	-11.4	16.0	10.2	57.0	67.8
OPM(%)	14.4	6.5	13.3	3.2	26.3	-9.7	9.4	6.1	9.3	10.3
YoY(%)	94.6	-50.9	163.4	744.4	158.5	-215.6	-25.8	102.3	44.5	19.0
순이익	22.3	8.6	20.4	13.7	46.8	-12.7	8.4	4.0	65.0	46.4
NPM(%)	15.7	5.7	12.6	8.8	23.3	-10.8	4.9	2.4	10.6	7.1
YoY(%)	195.6	-60.3	236.2	흑전	109.6	-248.5	-58.9	-71.0	270.0	-28.5

자료: 동아에스티, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 동아에스티 주요 의약품 품목별 매출액 추이

(단위: 십억 원)

제품명	적응증	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
스티렌	위염치료제	4.8	4.4	4.7	4.8	4.4	4.9	4.6	6.6	11.1
모티리톤	기능성소화불량치료제	5.4	5	5.2	5.7	6.6	6.7	6.9	6.9	8.7
슈가논	당뇨병치료제	1.8	3	2.9	2.2	2.3	3.2	4.4	4.3	6.0
그로트로핀	인성장호르몬제	4.9	4.2	5	5.4	5.8	5.8	6.7	6.3	8.0
오로디핀	고혈압치료제	2	1.8	1.9	2	1.8	1.7	1.6	1.7	3.6
가스터	소화성궤양치료제	2.7	2.5	2.7	2.6	2.6	2.5	3.6	8	7.4
오팔몬	요부척추관협착증치료제	5.6	5.9	6.5	6.6	6.2	6.5	6.1	6	13.0
니세틸	뇌대사개선펙제	2.6	2.3	2.4	2.4	2.2	2.2	1.9	2.1	3.9
플리바스	전립선비대증치료제	1.9	1.8	1.7	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6	2.2
주블리아	손발톱무좀치료제	2	3	3.8	3.2	3.6	4.8	5.4	4.4	5.9
리파논	고지혈증치료제	4.4	4	4.1	4.1	4	3.8	3.7	4	6.6
플라비톨	혈소판응집억제제	6.4	5.8	5.2	5	5	4.9	4.7	4.9	10.7

자료: 동아에스티, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 동아에스티 파이프라인 현황

코드명(브랜드명)	특성	적응증	연구개발 단계				현황	파트너
			전임상	임상1상	임상2상	임상3상		
DA-1229(Suganon®)	DPP4 저해제	2형 당뇨병	IND/LATam/RUS				현지 임상 완료 국가별 허가 진행	Alkem 인도 발매, Eurofarma, Geropharm 러시아 발매
		대동맥판막석회화증	KR				2상 중	TYRED(J)
DA-8010	M3 antagonist	과민성 방광	EU		KOR		국내 2상 완료	
DA-1241	GPR119 agonist	2형 당뇨병	US				1b상 중	
DA-4501	Novel IO target	항암제					후보물질 선정 중	AbbVie
DA-5207	Weekly 패치제	치매	KR/Ind				국내 1상 완료	
DA-9801	부채마/산약	당뇨병성 신경병증	US				3상 준비 중	NeuroBo
DA-9805	목단피/시호/백지	파킨슨병	US				2a 완료	
DA-3880	Darbepoetin α BS	빈혈	Global				3상 준비 중	SKK 일본 발매
DMB-3111	Trastuzumab BS	유방암	JP				3상 준비 중	Meiji Seika
			EU/LATAM/CIS/Russia				3상 준비 중	Gedeon Richter
DMB-3115	Ustekinumab BS	건선	UK				1상 중	Meiji Seika

자료: 동아에스티, 한화투자증권 리서치센터

▶ 에스티팜

에스티팜은 항바이러스 분야에 강점을 가지고 원료의약품 제조에 주력하는 자회사로 동아쏘시오홀딩스가 32.7%의 지분을 보유하고 있다. GSK에 API(원료의약품)를 공급하는 등의 업력을 가졌으나, 최근 C형간염치료제 원료의약품 수출이 감소하며 최근 실적에 타격을 입었다. 동사는 2018, 2019년 연간 92.7억 원, 185.3억 원의 당기순손실을 기록했고, 동사의 기업가치 또한 낮아지며 동아쏘시오홀딩스에 재평가손실로 반영되었다.

하지만 신약 API, 올리고(oligonucleotide) API CDMO 사업 확장을 통해 실적 개선에 나서고 있다. 에스티팜은 Nitto Denko Avecia(1,400kg), Agilent(1,000kg) 다음으로 가장 큰 규모를 가진 올리고 CDMO 업체다. 동사는 현재 시화 올리고 공장에 중소형 규모 2개(약 50kg), 반월에 대규모 1개 올리고 생산 라인(최대 750kg)을 가지고 있으며 현재 추가로 반월 공장에 중견 사이즈 규모의 정제기와 여과기 등 라인을 추가 증설하고 있다. RNA 치료제의 수요가 향후 증가할 것으로 예상되며 올리고 API 시장에서 기회를 선제적으로 점유하겠다는 노력의 일환으로 보인다.

기존 RNA 치료제는 희귀질환 치료제를 중심으로 생산되었다. 2016년 ASO 기반 척수성 근위축증 치료제 스피라자(Biogen), 2018년 hATTR 아밀로이드증 치료제 온파트로(Alnylam) 등이 FDA의 승인을 받은 것이 대표적인 예다. 하지만 최근 the Medicines Co.(Novartis)이 올리고 API 기반의 이상지질혈증 신약 인클리시란의 임상 3상을 성공했다고 밝히며 만성질환 치료제에 사용될 수 있는 가능성이 열렸다. 이와 같이 글로벌 파마들이 RNA 치료제에 집중하며 올리고 API 기반의 신약이 상업화된다면, 에스티팜도 수혜를 입을 수 있을 것으로 전망한다.

[표4] 글로벌 DNA & RNA 치료제 개발 추이

제품	기업	약물 계열	2019 매출액(\$)	2024 예상 매출액(\$)	진행 상황
Spinraza	Biogen	Survival motor neuron (SMN) 2 antisense	2,097	1,571	Marketed
Inclisiran	Novartis	Proprotein convertase subtilisin/kexin (PCSK) type 9 RNAi therapeutic		1,043	Filed
Onpattro	Alnylam	Transthyretin (TTR) RNAi therapeutic	166	865	Marketed
Tegsedi	Akcea	Transthyretin (TTR) antisense	41	795	Marketed
Vutrisiran	Alnylam	Transthyretin (TTR) RNAi therapeutic		646	Phase III
Exondys 51	Sarepta	Exon 51 skipping antisense	381	540	Marketed
RG6042	Roche	Huntingtin (HTT) antisense		532	Phase III
Givlaari	Alnylam	Aminolevulinatase synthase (ALAS) 1 RNAi therapeutic	0	472	Marketed
Fitusiran	Sanofi	Anti-thrombin III RNAi therapeutic		412	Phase III
ARO-APOC3	Arrowhead	Apolipoprotein C (ApoC) 3 antisense		392	Phase I
Vyondys 53	Sarepta	Exon 53 skipping antisense		344	Marketed
Casimersen	Sarepta	Exon 45 skipping antisense		295	Phase III
Imetelstat	Geron	Anti-telomerase oligonucleotide		269	Phase III
NS-065	Nippon Shinyaku	Exon 53 skipping antisense		227	Filed
ARO-AAT	Arrowhead	Alpha-1 antitrypsin (AAT) RNAi therapeutic		221	Phase III
Waylivra	Akcea	Apolipoprotein C (ApoC) 3 antisense	1	219	Marketed
DCR-PHXC	Dicerna	Hydroxyacid oxidase (HAO) 1 RNAi therapeutic		183	Phase III
Lumasiran	Alnylam	Glycolate oxidase (GO) RNAi therapeutic		175	Filed
Tilsetolimod	Idera	Toll-like receptor (TLR) 9 RNAi therapeutic		173	Phase III
MRG-106	miRagen	Anti-miR-155 microRNA		151	Phase II

자료: EvaluataPharma, 한화투자증권 리서치센터

2020년 실적 전망

동아쏘시오홀딩스는 2019년에 매출액 7697억 원(YoY +8.8%), 영업이익 677억 원(YoY +4.5%), 당기순이익 200억 원(YoY 흑자전환)을 기록했다. 이는 1) 매출에 가장 큰 기여를 하는 동아제약의 견조한 실적 성장(매출액 기준 YoY +5.0%), 2) 용마로지스, 수석, 동천수 등 주요 자회사가 높은 실적 신장을 나타낸 점이 컸다. 당기순이익은 지난 2018년에 자회사인 에스티팜 상장 이후 주가 하락으로 인한 재평가손실이 반영되며 적자를 기록했으나 2019년에 흑자전환했다.

동사의 2020년 실적은 매출액 8,284억 원(YoY +7.6%), 영업이익 607억 원(YoY +14.9%)을 예상한다. 자회사별 매출액은 동아제약 4,294억 원, 용마로지스 매출액 2,647억 원, 수석 1,323억 원 순이다. 주요 자회사에서 견조한 실적 성장이 나타날 것으로 예상한다.

[표5] 동아쏘시오홀딩스의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
동아쏘시오홀딩스(연결)	166.5	193.4	225.4	184.3	188.6	202.6	236.7	200.5	769.7	828.4
YoY(%)	4.0	2.7	23.2	4.7	13.2	4.7	5.0	8.8	8.8	7.6
동아쏘시오홀딩스(별도)	35.7	5.1	21.3	5.6	42.6	3.2	22.5	5.9	67.7	74.2
YoY(%)	11.5	-50.8	3.7	-31.9	19.2	-36.8	5.8	5.3	-4.8	9.6
동아제약	88.8	105.9	110.1	95.6	97.7	110.6	115.5	105.6	400.4	429.4
용마로지스	54.8	62.2	65.2	67.4	63.5	65.5	66.9	68.8	249.6	264.7
수석	27.0	36.3	35.0	33.5	24.3	35.2	38.2	34.6	131.8	132.3
동천수	5.6	6.6	8.0	4.7	6.7	7.6	8.2	5.1	24.8	27.6
기타 및 조정	45.3	22.6	14.1	22.5	46.2	19.5	14.6	19.5	104.5	99.8
영업이익	6.5	14.1	19.7	12.6	9.2	15.6	22.1	13.8	52.8	60.7
YoY(%)	16.6	-32.9	96.4	-10.2	41.9	11.0	12.0	9.8	4.5	14.9
OPM(%)	3.9	7.3	8.8	6.8	4.9	7.7	9.3	6.9	6.9	7.3
당기순이익	-0.5	5.8	17.5	-2.9	7.1	6.3	15.5	4.2	20.0	33.1
YoY(%)	적지	-74.3	495.8	적지	흑전	8.2	-11.6	흑전	흑전	65.7
NPM(%)	-0.3	3.0	7.8	-1.6	3.8	3.1	6.5	2.1	2.6	4.0

자료: 동아쏘시오홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 밸류에이션

동아쏘시오홀딩스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동아쏘시오홀딩스의 영업가치 1,486억원, 상장사 및 비상장사 투자자산가치 각 4,003억원, 1조 74억원, 순차입금 2,443억원을 반영하여 산출한 NAV 1.31조원을 30% 할인하여 산정하였다. 영업가치는 동아쏘시오홀딩스 별도 2020년 예상 순이익 185.8억 원에 P/E 8배를 적용하였으며, 투자자산가치로는 동아에스티와 에스티팜의 시가총액에 지분율을 적용하고, 주요 비상장사를 장부가액으로 반영하였다. 주요 계열사의 실적 성장과 CMO 업체 밸류에이션 상승에 따른 디엠바이오의 가치 제고에 따라 향후 동사의 기업가치도 높아질 것으로 전망한다. 현재 주가는 NAV 대비 49% 할인된 수준이다.

[표6] 동아쏘시오홀딩스 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분	항목		
1. 영업가치	동아쏘시오홀딩스(별도)	148.61	(a)
	2020 예상 순이익	18.58	
	PER (배)	8.0	
2. 상장사 투자자산가치		398.94	(b + c)
	동아에스티	172.76	(b)
	시가총액	757.4	5월 7일 종가 기준
	지분율	22.81%	
	에스티팜	226.18	(c)
	시가총액	692.1	5월 7일 종가 기준
	지분율	32.68%	
3. 비상장사 투자자산가치		1007.42	(d+e+f+g+h+i)
	동아제약	753.52	(d)
	2020 예상 순이익	50.2	
	PER(배)	15.0	
	용마로지스	24.00	(e)
	수석	57.10	(f)
	동천수	43.60	(g)
	디엠바이오	92.40	(h)
	동아오츠카	36.80	(i)
	기업가치 합계	1555.0	영업가치 + 투자자산가치
순차입금	244.3		
기업가치 합계(순차입금 차감)	1310.7		
주식 수(주)	6,138,297		
신주인수권부 주식전환 가정(주)	859,095		
주식 수(주)	6,997,392		
적정 주가(원)	131,114		
목표 주가(원)	130,000		
현재 주가(원, 5월 7일 종가 기준)	85,400	상승 여력: 52.2%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	690	707	770	828	896
매출총이익	246	236	265	292	319
영업이익	53	51	53	61	72
EBITDA	77	75	98	109	120
순이자손익	-10	-10	-11	-50	-49
외화관련손익	-3	1	0	0	0
지분법손익	7	-207	-4	-17	-17
세전계속사업손익	47	-173	39	44	55
당기순이익	33	-164	20	33	42
지배주주순이익	33	-164	20	33	42
증가율(%)					
매출액	-4.9	2.5	8.8	7.6	8.2
영업이익	-29.8	-5.3	4.5	14.8	17.9
EBITDA	-26.0	-2.4	31.7	10.7	10.3
순이익	-81.5	적전	흑전	66.0	26.3
이익률(%)					
매출총이익률	35.6	33.3	34.4	35.2	35.6
영업이익률	7.7	7.1	6.9	7.3	8.0
EBITDA 이익률	11.1	10.6	12.8	13.2	13.4
세전이익률	6.8	-24.5	5.0	5.3	6.2
순이익률	4.7	-23.2	2.6	4.0	4.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	84	58	97	73	100
당기순이익	33	-164	20	33	42
자산상각비	23	24	46	48	49
운전자본증감	18	-27	-10	-27	-9
매출채권 감소(증가)	33	-7	-2	-12	-9
재고자산 감소(증가)	11	-4	7	-3	-6
매입채무 증가(감소)	1	0	7	-15	4
투자현금흐름	-26	-75	-116	-93	-98
유형자산처분(취득)	-24	-24	-44	-48	-52
무형자산 감소(증가)	-4	-7	0	0	0
투자자산 감소(증가)	2	-6	-72	-2	-2
재무현금흐름	27	-56	-2	0	-6
차입금의 증가(감소)	36	-38	14	0	0
자본의 증가(감소)	1	-6	-6	0	-6
배당금의 지급	6	6	6	0	6
총현금흐름	87	86	109	101	109
(-)운전자본증가(감소)	-18	8	-10	27	9
(-)설비투자	25	25	45	48	52
(+)자산매각	-3	-6	1	0	0
Free Cash Flow	77	48	75	26	47
(-)기타투자	0	57	21	43	44
잉여현금	77	-9	55	-18	4
NOPLAT	37	37	27	46	54
(+) Dep	23	24	46	48	49
(-)운전자본투자	-18	8	-10	27	9
(-)Capex	25	25	45	48	52
OpFCF	53	28	38	20	41

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	354	292	315	311	324
현금성자산	185	112	138	120	117
매출채권	84	92	93	105	113
재고자산	77	81	75	77	84
비유동자산	1,106	950	1,043	1,069	1,100
투자자산	740	566	627	652	679
유형자산	339	347	371	375	383
무형자산	26	48	46	42	38
자산총계	1,459	1,242	1,359	1,380	1,424
유동부채	323	320	414	402	408
매입채무	54	58	66	52	56
유동성이자부채	227	220	307	307	307
비유동부채	222	186	197	199	200
비유동이자부채	172	151	162	162	162
부채총계	545	506	612	600	608
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	374	368	368	368	368
이익잉여금	648	478	485	518	554
자본조정	-140	-143	-138	-138	-138
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	914	736	747	780	816

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	5,313	-26,714	3,220	5,401	6,824
BPS	148,700	119,609	121,392	126,793	132,617
DPS	1,000	1,000	0	1,000	1,000
CFPS	14,228	14,065	17,765	16,427	17,783
ROA(%)	2.3	-12.1	1.5	2.4	3.0
ROE(%)	3.6	-19.9	2.7	4.4	5.3
ROIC(%)	8.5	7.8	5.0	7.6	8.6
Multiples(x, %)					
PER	24.1	-4.1	33.4	16.0	12.7
PBR	0.9	0.9	0.9	0.7	0.7
PSR	1.1	0.9	0.9	0.6	0.6
PCR	9.0	7.7	6.1	5.3	4.9
EV/EBITDA	13.1	12.4	10.1	8.1	7.3
배당수익률	0.8	0.9	n/a	1.2	1.2
안정성(%)					
부채비율	59.6	68.8	81.9	77.0	74.5
Net debt/Equity	23.3	35.2	44.3	44.7	43.0
Net debt/EBITDA	279.0	347.2	336.3	320.0	292.1
유동비율	109.6	91.2	76.1	77.5	79.5
이자보상배율(배)	4.4	4.2	3.9	1.2	1.4
자산구조(%)					
투자자본	31.9	42.9	43.7	44.7	44.6
현금+투자자산	68.1	57.1	56.3	55.3	55.4
자본구조(%)					
차입금	30.4	33.5	38.5	37.5	36.5
자기자본	69.6	66.5	61.5	62.5	63.5

[Compliance Notice]

(공표일: 2020년 5월 8일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (신재훈)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[동아쏘시오홀딩스 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2020.05.08	2020.05.11		
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy		
목표가격		신재훈	130,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.05.11	Buy	130,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%