



동아쏘시오홀딩스 (000640)

3개의 심장(에스티팜, DM바이오, 용마로지스)을 가진 지주사

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 170,000원

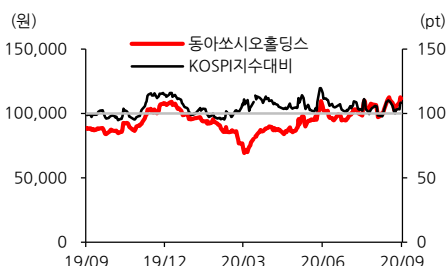
현재 주가(9/17)	111,500원
상승여력	▲52.5%
시가총액	6,844억원
발행주식수	6,138천주
52 주 최고가 / 최저가	112,500 / 69,200원
90 일 일평균 거래대금	25.74억원
외국인 지분율	13.9%
주주 구성	
강정석 (외 16 인)	41.0%
국민연금공단 (외 1 인)	13.2%
동아쏘시오홀딩스우리사주 (외)	8.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.2	3.2	45.2	26.8
상대수익률(KOSPI)	4.3	-9.1	1.3	10.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	707	770	819	886
영업이익	51	53	59	66
EBITDA	75	98	84	116
지배주주순이익	-164	20	56	53
EPS	-26,714	3,220	9,171	8,561
순차입금	259	331	376	368
PER	-4.1	33.4	12.2	13.0
PBR	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	12.4	10.1	12.7	9.0
배당수익률	0.9	0.9	0.9	0.9
ROE	-19.9	2.7	7.3	6.5

주가 추이



동아쏘시오홀딩스의 업황 업데이트 자료입니다. 2 분기 실적은 COVID-19 상황에도 불구하고 매우 견조했으며, 에스티팜과 DM 바이오의 CMO 수주 증가 및 용마로지스의 백신 유통물량 증가로 인하여 향후 실적 또한 안정적인 것으로 기대합니다. 목표주가를 17 만원으로 상향합니다.

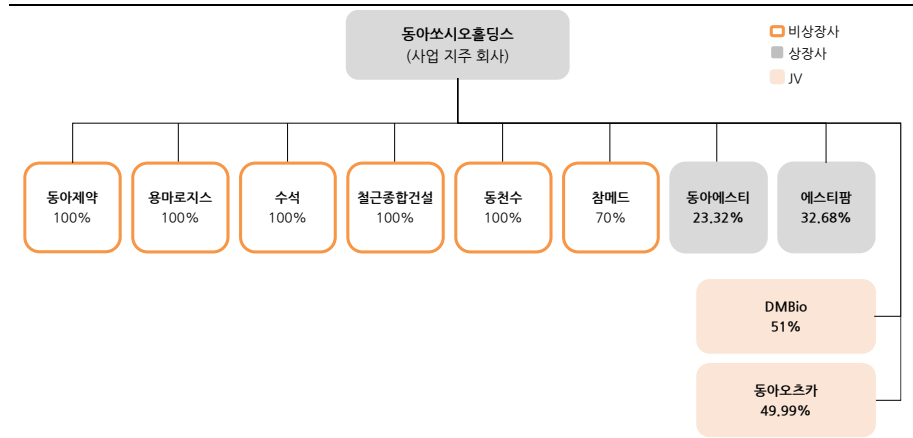
2Q20 Review

동사의 연결기준 2Q20 실적은 매출액 2,003억 원(YoY +3.5%), 영업이익 142억 원(YoY +1.1%), 영업이익률 9.3%(YoY +2.0%p), 당기순이익 64억 원(YoY +10.4%), 순이익률 3.2%(YoY +0.2%p)를 기록했습니다. 동아제약, 용마로지스 등의 주요 자회사는 코로나19 여파에도 견조한 매출 성장을 기록했습니다. 동아제약은 코로나19 여파로 주력 제품인 박카스 매출이 줄었음에도 OTC 제품과 가그린, 마스크 등 생활용품 매출 확대로 성장했으며, 용마로지스도 외부 화주를 꾸준히 확대해온 점과 코로나19 영향으로 물동량이 증가한 점의 수혜를 받아 매출 성장을 기록했습니다. 각 자회사 매출액은 동아제약 1,092억원(+4.9% YoY), 용마로지스 675억원(+8.4% YoY), 수석 327억원(-9.9% YoY), 동천수 51억원(+12.5% YoY)를 시현하였다.

투자의견 Buy, 목표주가 170,000원으로 상향

동아쏘시오홀딩스에 대하여 투자의견은 Buy로 유지하고, 목표주가는 170,000원으로 상향한다. 동사는 원료 및 완제의약품 그리고 바이오의약품 생산, 음료/생수, 포장재, 물류 사업의 수직계열화 체계가 갖춰진 제약 지주회사이다. 동사의 주요 자회사들은 점진적인 실적개선이 이루어지고 있으며, 이를 기반으로 하여 동아에스티, 에스티팜, 동아제약은 생산설비 증설을 진행 중이다. 동아제약은 COVID-19의 영향으로 생활건강용품(마스크, 가그린 등) 매출이 견조할 것으로 예상하며, 건기식 및 화장품 사업의 성장을 기대한다. 에스티팜과 DM바이오의 수주가 늘어나면서 실적개선이 이루어지고 있다. 양사의 고수익의 CMO 비즈니스는 향후 동사의 가치를 견인하게 될 원동력이 될 것으로 판단한다. 용마로지스는 화주가 늘어나고 있으며, 3분기 독감백신 유통 증가 및 향후 출시가 예상되는 COVID-19 백신의 유통에 대한 직접적인 수혜가 있을 것으로 기대한다.

[그림1] 동아쏘시오홀딩스 지배구조



자료: 동아쏘시오홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 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		640.33	(b + c)
	동아에스티	184.90	(b)
	시가총액	792.9	2020.09.17 기준
	지분율	23.32%	
	에스티팜	455.43	(c)
	시가총액	1393.6	2020.09.17 기준
	지분율	32.68%	
3. 비상장사 투자자산가치		1146.90	(d + e + f + g + h + i)
	동아제약	676.50	(d)
	2020 예상 순이익	45.1	지분율 100%
	PER(배)	15.0	
	용마로지스	210.0	(e)
	2020 예상 순이익	10.5	
	PER(배)	20	
	수석	57.10	(f)
	동천수	43.60	(g)
	디엠바이오	92.40	(h)
	동아오츠카	36.80	(i)
기업가치 합계		1935.8	영업가치 + 투자자산가치
순차입금		244.3	
기업가치 합계(순차입금 차감)		1691.5	
주식 수(주)		6,138,297	
신주인수권부 주식전환 가정(주)		859,095	
주식 수(주)		6,997,392	
적정 주가(원)		169,216	NAV 30% 할인
목표 주가(원)		170,000	
현재 주가(원, 9월 17일 종가 기준)		111,500	상승 여력: 52.5%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 동아쏘시오홀딩스의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
동아쏘시오홀딩스(연결)	166.5	193.4	225.4	184.3	181.1	200.3	236.7	200.5	769.7	818.6
YoY(%)	4.0	2.7	23.2	4.7	8.8	3.5	5.0	8.8	8.8	6.4
동아쏘시오홀딩스(별도)	35.7	5.1	21.3	5.6	29.8	3.2	22.5	5.9	67.7	61.5
YoY(%)	11.5	-50.8	3.7	-31.9	-16.6	-35.9	5.8	5.3	-4.8	-9.2
동아제약	88.8	105.9	110.1	95.6	98.1	109.2	115.5	105.6	400.4	428.4
용마로지스	54.8	62.2	65.2	67.4	63.9	67.5	66.9	68.8	249.6	267.1
수석	27.0	36.3	35.0	33.5	22.7	32.7	38.2	34.6	131.8	128.2
동천수	5.6	6.6	8.0	4.7	5.9	7.4	8.2	5.1	24.8	26.6
기타 및 조정	-45.3	-22.6	-14.1	-22.5	-39.3	-19.8	-14.6	-19.5	-104.5	-93.1
영업이익	6.5	14.1	19.7	12.6	8.8	14.2	22.1	13.8	52.8	58.9
YoY(%)	16.6	-32.9	96.4	-10.2	36.0	1.1	12.1	9.7	4.5	11.5
OPM(%)	3.9	7.3	8.8	6.8	4.9	7.1	9.3	6.9	6.9	7.2
당기순이익	-0.5	5.8	17.5	-2.9	8.4	6.4	26.4	15.1	20.0	56.3
YoY(%)	적지	-74.3	495.8	적지	흑전	10.4	50.3	흑전	흑전	181.9
NPM(%)	-0.3	3.0	7.8	-1.6	4.6	3.2	11.1	7.5	2.6	6.9

자료: 동아쏘시오홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	690	707	770	819	886
매출총이익	246	236	265	279	315
영업이익	53	51	53	59	66
EBITDA	77	75	98	84	116
순이자손익	-10	-10	-11	2	3
외화관련손익	-3	1	0	0	0
지분법손익	7	-207	-4	-5	-12
세전계속사업손익	47	-173	39	73	69
당기순이익	33	-164	20	56	53
지배주주순이익	33	-164	20	56	53
증가율(%)					
매출액	-4.9	2.5	8.8	6.4	8.2
영업이익	-29.8	-5.3	4.5	11.5	12.7
EBITDA	-26.0	-2.4	31.7	-15.0	39.2
순이익	-81.5	적전	흑전	181.9	-6.7
이익률(%)					
매출총이익률	35.6	33.3	34.4	34.1	35.6
영업이익률	7.7	7.1	6.9	7.2	7.5
EBITDA 이익률	11.1	10.6	12.8	10.2	13.2
세전이익률	6.8	-24.5	5.0	9.0	7.8
순이익률	4.7	-23.2	2.6	6.9	5.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	84	58	97	117	106
당기순이익	33	-164	20	56	53
자산상각비	23	24	46	25	50
운전자본증감	18	-27	-10	-7	-11
매출채권 감소(증가)	33	-7	-2	2	-8
재고자산 감소(증가)	11	-4	7	2	-6
매입채무 증가(감소)	1	0	7	-3	3
투자현금흐름	-26	-75	-116	-101	-100
유형자산처분(취득)	-24	-24	-44	-49	-52
무형자산 감소(증가)	-4	-7	0	-5	-7
투자자산 감소(증가)	2	-6	-72	-16	-3
재무현금흐름	27	-56	-2	-18	0
차입금의 증가(감소)	36	-38	14	3	0
자본의 증가(감소)	1	-6	-6	-6	0
배당금의 지급	6	6	6	6	0
총현금흐름	87	86	109	128	117
(-)운전자본증가(감소)	-18	8	-10	54	11
(-)설비투자	25	25	45	49	52
(+)자산매각	-3	-6	1	-4	-7
Free Cash Flow	77	48	75	20	47
(-)기타투자	0	57	21	-16	39
잉여현금	77	-9	55	37	8
NOPLAT	37	37	27	45	50
(+) Dep	23	24	46	25	50
(-)운전자본투자	-18	8	-10	54	11
(-)Capex	25	25	45	49	52
OpFCF	53	28	38	-34	38

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	354	292	315	338	361
현금성자산	185	112	138	157	166
매출채권	84	92	93	99	107
재고자산	77	81	75	73	79
비유동자산	1,106	950	1,043	1,077	1,111
투자자산	740	566	627	649	675
유형자산	339	347	371	381	388
무형자산	26	48	46	46	48
자산총계	1,459	1,242	1,359	1,414	1,472
유동부채	323	320	414	324	328
매입채무	54	58	66	32	34
유동성이자부채	227	220	307	268	268
비유동부채	222	186	197	303	304
비유동이자부채	172	151	162	265	265
부채총계	545	506	612	627	632
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	374	368	368	368	368
이익잉여금	648	478	485	537	589
자본조정	-140	-143	-138	-148	-148
자기주식	0	0	0	-8	-8
자본총계	914	736	747	787	840

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	5,313	-26,714	3,220	9,171	8,561
BPS	148,700	119,609	121,392	128,257	136,818
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
CFPS	14,228	14,065	17,765	20,875	19,000
ROA(%)	2.3	-12.1	1.5	4.1	3.6
ROE(%)	3.6	-19.9	2.7	7.3	6.5
ROIC(%)	8.5	7.8	5.0	7.2	7.6
Multiples(x, %)					
PER	24.1	-4.1	33.4	12.2	13.0
PBR	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
PSR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
PCR	9.0	7.7	6.1	5.3	5.9
EV/EBITDA	13.1	12.4	10.1	12.7	9.0
배당수익률	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
안정성(%)					
부채비율	59.6	68.8	81.9	79.6	75.2
Net debt/Equity	23.3	35.2	44.3	47.8	43.8
Net debt/EBITDA	279.0	347.2	336.3	449.4	315.5
유동비율	109.6	91.2	76.1	104.2	110.0
이자보상배율(배)	4.4	4.2	3.9	n/a	n/a
자산구조(%)					
투자자본	31.9	42.9	43.7	44.9	44.7
현금+투자자산	68.1	57.1	56.3	55.1	55.3
자본구조(%)					
차입금	30.4	33.5	38.5	40.4	38.8
자기자본	69.6	66.5	61.5	59.6	61.2

[Compliance Notice]

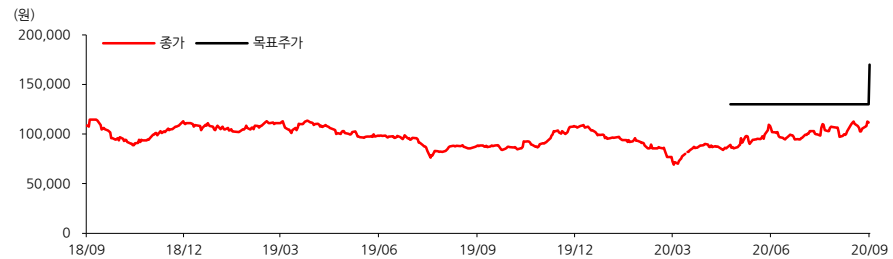
(공표일: 2020년 9월 18일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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	2020.05.11	2020.05.11	2020.09.18		
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy		
목표가격		신재훈	130,000	170,000		

[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	-23.25	-13.46
2020.09.18	Buy	170,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%