



동아쏘시오홀딩스

| Bloomberg Code (000640 KS) | Reuters Code (000640.KS)

2022년 11월 3일

[제약/바이오]

동아제약은 너무 좋은데

장세훈 책임연구원

☎ 02-3772-1546

✉ sehunjang@shinhan.com

이동건 수석연구원

☎ 02-3772-1547

✉ shawn1225@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (11월 2일)

103,500 원



목표주가

140,000 원 (유지)



상승여력

35.3%

- ◆ 3Q22 Re: 동아제약 하드캐리로 분기 최대 실적 경신
- ◆ 캐시카우는 든든한데 성장성을 맡은 에스티젠은 시간이 필요
- ◆ 목표주가 유지. 내년은 동아에스티 스텔라라 시밀러 성공이 관건



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

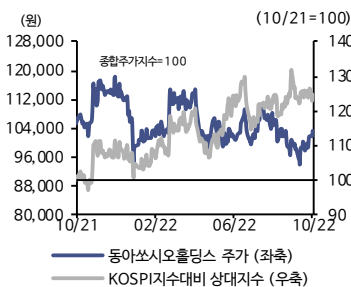


신한투자증권 기업분석부

투자판단	매수 (유지)
목표주가	140,000 원 (유지)
상승여력	35.3%

KOSPI	2,336.87p
KOSDAQ	697.37p
시가총액	657.1 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	6.3 백만주
유동주식수	3.0 백만주(47.7%)
52 주 최고가/최저가	118,500 원/93,400 원
일평균 거래량 (60 일)	4,176 주
일평균 거래액 (60 일)	433 백만원
외국인 지분율	12.55%
주요주주	
강정석 외 10 인	30.32%
국민연금공단	13.50%
절대수익률	
3 개월	1.0%
6 개월	-8.8%
12 개월	-3.7%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	5.4%
6 개월	4.9%
12 개월	24.2%

주가차트



3Q22 Re: 동아제약 하드캐리로 분기 최대 실적 경신

연결 기준 3분기 매출액은 2,695억원(+13.1% 이하 YoY)으로 다시 한번 분기 최대매출을 달성하며 컨센서스에 부합했다. 영업이익도 224억원(11.2%, OPM 8.3%)으로 분기 최대 실적을 경신했다.

동아제약은 매출액 1,515억원(+27.8%), 영업이익 279억원(+62.8%, OPM 18.4%)으로 당사 추정치를 대폭 상회했다. 상반기 실적 성장을 둔화시켰던 마케팅 비용 집행이 하반기에 정상화되면서 영업이익률이 크게 개선됐다. 전 사업부문 매출 성장이 긍정적이며, 작년 시행한 박카스 공급가 인상 효과를 톡톡히 봤다. 오쏘몰 매출은 195억원으로 전년 대비 102.3% 증가했다. 두 품목 모두 제품 라인업 확장을 통한 추가 실적 성장 가능성이 있다고 판단된다.

동아제약 이외의 다른 자회사들의 외형은 대부분 성장했으나 인플레이션에 따른 원가율 상승 및 비용 부담으로 수익성이 악화됐다.

캐시카우는 든든한데 성장성을 맡은 에스티젠은 시간이 필요

동아제약의 실적 성장은 계속될 전망이다. 지주사의 캐시카우 역할을 확실하게 담당할 것으로 예상된다. 다만 미래 성장성을 담당하는 바이오 의약품 CDMO 에스티젠바이오의 실적 성장에는 시간이 필요해 보인다. 알테오젠의 아이리리아 시밀라 시료 생산 스케줄이 늦어지면서 실적 턴어라운드 는 내년에 가능할 전망이다.

목표주가 유지. 내년은 동아에스티 스텔라라 시밀러 성공이 관건

2023년 기준으로 동아제약의 실적 추정치 기반 가치 산정과 최근 변경된 목표주가 기반의 상장자회사 지분가치를 고려해 목표주가를 유지한다. 동아제약의 영업가치로도 지금 주가는 설명가능한 수준이나 중장기적 성장동력을 담당하는 자회사의 성장이 필요한 상황이다.

동아쏘시오홀딩스의 밸류에이션 리레이팅이 일어날 시점은 동아에스티의 스텔라라 바이오시밀러 DMB-3115의 상업화 시기로 판단된다. 구조상 가장 수혜를 입는 기업이 에스티젠으로 판단되기 때문이다. 특히 미국/유럽 GMP 인증을 통한 추가 수주 원동력 확보가 기대된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2020	783.3	50.6	170.2	162.3	26,439	721.1	144,380	4.6	10.6	0.8	19.9	38.7
2021	881.9	61.6	66.1	60.3	9,615	(63.6)	152,022	12.0	9.3	0.8	6.5	38.4
2022F	1,015.9	55.3	52.9	50.6	7,975	(17.1)	158,517	13.0	6.3	0.7	5.1	38.9
2023F	1,128.3	68.4	69.5	65.9	10,387	30.2	167,427	10.0	6.3	0.6	6.4	35.2
2024F	1,231.9	83.5	82.9	78.0	12,285	18.3	178,235	8.4	6.1	0.6	7.1	30.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

동아쏘시오홀딩스 3Q22 실적 요약

(십억원, %)	3Q22P	3Q21	YoY	2Q22	QoQ	컨센서스	vs 컨센
매출액	269.5	238.4	13.1	261.0	3.2	267.3	0.8
영업이익	22.4	20.1	11.2	14.2	57.4	25.3	(11.5)
세전이익	31.9	59.1	(46.0)	11.0	190.7	-	-
(지배주주)순이익	26.3	62.7	(58.1)	9.3	183.6	18.6	41.2
영업이익률	8.3	8.4		5.5		9.5	
순이익률	9.7	26.3		3.5		7.0	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

동아쏘시오홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22F	21	22F	23F
매출액	192.2	217.2	238.4	234.1	223.3	261.0	269.5	262.1	881.9	1,015.9	1,128.3
YoY	6.1	8.4	15.0	20.3	16.2	20.2	13.1	12.0	12.6	15.2	11.1
홀딩스(별도)	30.9	3.4	20.3	3.2	34.2	2.6	20.7	3.5	57.8	61.0	62.9
용역 및 수수료	3.5	2.1	1.6	1.9	2.5	1.5	1.5	1.9	9.0	7.4	7.6
브랜드사용료	1.0	1.0	1.0	0.9	1.3	0.8	0.8	1.1	3.9	4.1	4.2
배당금수익	25.9	0.0	17.5	0.0	30.0	0.0	18.1	0.0	43.4	48.1	49.6
임대수익	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	1.4	1.4	1.4
동아제약	95.2	114.1	118.6	109.5	114.8	145.1	151.5	140.1	437.4	551.5	606.8
주요 제품군	34.7	36.8	31.6	32.6	38.1	34.7	40.0	39.2	135.7	152.0	160.6
박카스	44.6	62.1	66.6	55.3	46.9	75.2	74.9	62.8	228.7	259.7	276.5
건기식(오쏘몰)	3.9	5.8	9.6	9.0	10.9	13.8	19.5	19.7	28.4	63.9	86.2
기타	12.0	9.3	10.7	12.7	18.9	21.4	17.1	18.5	44.7	75.9	83.5
에스티젠바이오**	4.7	8.6	6.9	20.0	3.9	5.4	7.0	10.7	40.3	27.1	46.1
용마로지스	70.3	76.3	76.4	81.9	77.1	86.8	90.5	90.9	304.9	345.3	378.1
수석*	24.8	34.4	28.7	24.9	22.5	32.0	27.3	24.4	112.8	106.1	106.3
동천수	5.9	7.8	10.2	8.2	7.7	9.1	9.0	8.2	32.2	33.9	42.4
기타 및 연결조정	(34.9)	(18.8)	(15.8)	(13.7)	(36.9)	(19.9)	(36.6)	(15.7)	(83.2)	(109.1)	(114.4)
매출총이익	57.0	75.5	77.3	71.7	61.3	82.0	82.7*	78.8	281.5	304.8	344.3
YoY	0.9	9.9	1.4	18.4	7.6	8.6	7.0	9.9	7.4	8.3	12.9
GPM	29.6	34.8	32.4	30.6	27.5	31.4	30.7	30.1	31.9	30.0	30.5
영업이익	5.4	18.4	20.1	17.6	(2.0)	14.2	22.4	20.7	61.6	55.3	68.4
YoY	(38.2)	29.4	13.7	78.2	적전	(22.6)	11.2	17.6	21.6	(10.1)	23.7
OPM	2.8	8.5	8.4	7.5	(0.9)	5.5	8.3	7.9	7.0	5.4	6.1
동아제약	6.0	15.1	17.1	15.8	5.1	20.1	27.9	23.5	54.0	76.6	84.2
OPM	6.3	13.2	14.4	14.4	4.5	13.8	18.4	16.8	12.3	13.9	13.9
(지배주주)순이익	0.8	15.9	62.7	(19.1)	(3.9)	9.3	26.3	19.0	60.3	50.6	65.9
YoY	(90.5)	146.9	389.7	(114.2)	적전	(41.8)	(58.1)	흑전	(62.9)	(16.0)	30.2
NPM	0.4	7.3	26.3	(8.2)	(1.7)	3.5	9.7	7.2	6.8	5.0	5.8
동아제약	4.1	13.0	19.8	12.2	3.7	4.7	22.0	16.7	49.2	47.1	71.6
NPM	4.3	11.4	16.7	11.2	3.3	3.3	14.5	11.9	11.2	8.5	11.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준, * 잠정실적자료 기반 당사 추정치

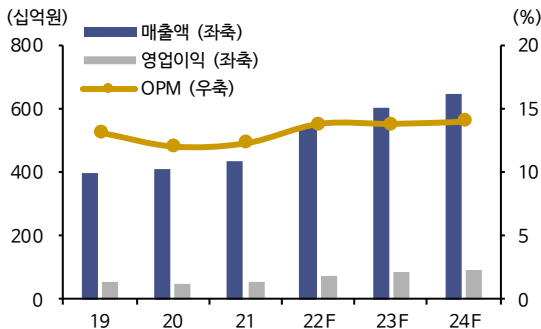
** 에스티젠바이오 실적은 4Q21부터 연결 반영, 해당 금액은 21년 전체 매출 기준

동아쏘시오홀딩스 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 상장사 지분가치	411.2	
A. 동아에스티	81.8	목표주가 기준 지분율 적용 및 50% 할인
B. 에스티팜	329.4	목표주가 기준 지분율 적용 및 50% 할인
2. 비상장사 지분가치	693.0	전체 할인율 30% 적용
C. 동아제약	675.9	동아제약 23F 순이익에 중소형 제약사 평균 P/E 9.44배 적용
D. 에스티젠바이오	116.2	2Q22 장부가액 기준
E. 용마로지스	24.1	2Q22 장부가액 기준
F. 수석	57.2	2Q22 장부가액 기준
G. 동천수	43.7	2Q22 장부가액 기준
H. 기타	73.0	2Q22 장부가액 기준
3. 순차입금	236.8	3Q22 별도 기준
4. 유통주식수	6,251	자사주 98,190주 제외
5. 적정주가 산출	140,000	
6. 현재 주가	103,500	2022년 11월 2일 종가
7. 상승여력	35.3%	

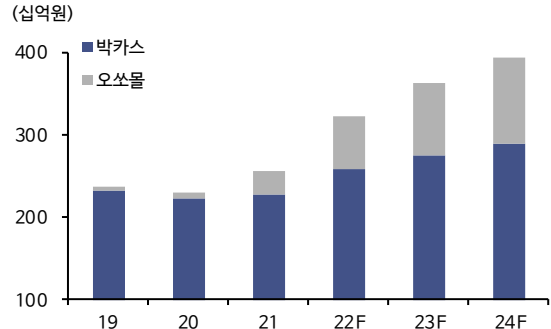
자료: Quantwise, 신한투자증권 추정

동아제약 실적 추이 및 전망



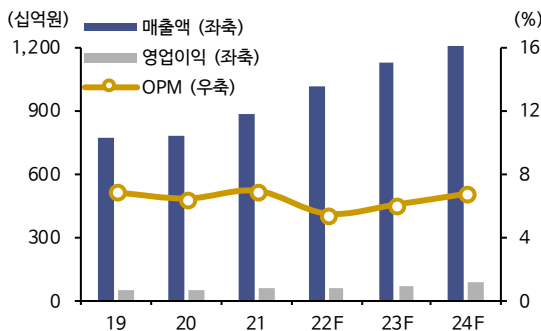
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

동아제약 박카스, 오쏘몰 매출 추이 및 전망



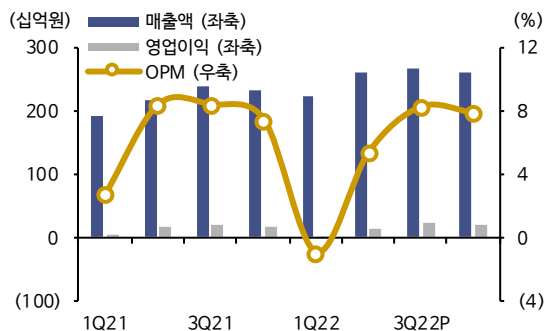
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

연간 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 연결 기준

분기 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 연결 기준

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	1,511.1	1,691.4	1,761.1	1,841.0	1,930.8
유동자산	329.4	358.6	388.6	436.8	496.2
현금및현금성자산	88.8	99.6	81.2	100.5	133.2
매출채권	93.4	102.2	122.6	136.2	148.7
재고자산	79.6	76.1	98.9	109.8	119.9
비유동자산	1,181.7	1,332.8	1,372.5	1,404.2	1,434.6
유형자산	387.3	517.1	485.0	455.7	428.2
무형자산	45.1	113.2	101.1	91.7	84.6
투자자산	662.6	628.9	712.8	783.2	848.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	622.4	706.3	736.0	760.8	783.7
유동부채	348.4	467.3	533.1	554.7	574.6
단기차입금	136.4	198.8	238.8	238.8	238.8
매입채무	33.7	25.9	29.8	33.1	36.1
유동성장기부채	78.0	16.2	16.2	16.2	16.2
비유동부채	274.0	239.1	202.9	206.1	209.1
사채	132.0	51.9	51.9	51.9	51.9
장기차입금(경기금융부채 포함)	115.8	161.8	121.8	121.8	121.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	888.7	985.0	1,025.1	1,080.2	1,147.1
자본금	30.8	31.7	31.7	31.7	31.7
자본잉여금	368.5	390.0	390.0	390.0	390.0
기타자본	(206.3)	(206.3)	(206.3)	(206.3)	(206.3)
기타포괄이익누계액	56.3	55.9	55.9	55.9	55.9
이익잉여금	639.4	693.9	735.1	791.7	860.3
지배주주지분	888.7	965.1	1,006.4	1,063.0	1,131.6
비지배주주지분	0.0	19.9	18.7	17.2	15.5
*충차입금	488.4	538.0	542.0	545.4	548.6
*순차입금(순현금)	343.9	378.1	398.4	380.7	349.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	84.6	131.1	138.4	152.9	150.9
당기순이익	162.4	60.5	49.5	64.4	76.2
무형자산상각비	49.5	54.7	102.1	89.3	77.4
무형자산상각비	3.8	4.7	12.2	9.3	7.1
외화환산손실(이익)	0.2	0.6	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.6)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(129.1)	(9.4)	(9.4)	(9.4)	(9.4)
운전자본변동	(23.2)	(0.5)	(20.8)	(5.6)	(5.2)
(법인세납부)	(10.6)	(0.1)	(3.5)	(5.1)	(6.7)
기타	32.2	23.3	11.0	12.7	14.2
투자활동으로인한현금흐름	(48.0)	(136.6)	(146.4)	(122.5)	(106.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(51.9)	(70.1)	(70.0)	(60.0)	(50.0)
유형자산의감소	0.7	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.6)	(7.3)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	10.4	(43.7)	(78.9)	(65.4)	(59.9)
기타	(4.6)	(16.1)	2.5	2.9	3.3
FCF	38.2	66.5	70.3	92.4	102.4
재무활동으로인한현금흐름	(34.4)	16.0	(17.4)	(18.2)	(18.5)
차입금의 증가(감소)	12.3	40.4	4.1	3.4	3.1
자기주식의처분(취득)	8.4	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(6.1)	(9.2)	(9.4)	(9.4)	(9.4)
기타	(49.0)	(15.2)	(12.1)	(12.2)	(12.2)
기타현금흐름	0.0	0.0	7.0	7.0	7.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.2)	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1.9	10.9	(18.5)	19.3	32.8
기초현금	86.8	88.8	99.6	81.2	100.5
기말현금	88.8	99.6	81.2	100.5	133.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	783.3	881.9	1,015.9	1,128.3	1,231.9
증감률 (%)	1.8	12.6	15.2	11.1	9.2
매출원가	521.3	600.5	711.1	784.0	852.1
매출총이익	262.0	281.5	304.8	344.3	379.8
매출총이익률 (%)	33.4	31.9	30.0	30.5	30.8
판매관리비	211.4	219.9	249.5	275.8	296.3
영업이익	50.6	61.6	55.3	68.4	83.5
증감률 (%)	(4.2)	21.6	(10.1)	23.7	22.1
영업이익률 (%)	6.5	7.0	5.4	6.1	6.8
영업외손익	119.6	4.5	(2.4)	1.1	(0.7)
금융손익	(10.1)	(7.0)	(16.0)	(11.5)	(13.8)
기타영업외손익	137.7	6.5	(7.4)	(0.5)	(3.9)
중속 및 관계기업관련손익	(8.1)	5.0	21.1	13.0	17.1
세전계속사업이익	170.2	66.1	52.9	69.5	82.9
법인세비용	7.8	5.6	3.5	5.1	6.7
계속사업이익	162.4	60.5	49.5	64.4	76.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	162.4	60.5	49.5	64.4	76.2
증감률 (%)	712.8	(62.7)	(18.2)	30.2	18.3
순이익률 (%)	20.7	6.9	4.9	5.7	6.2
(지배주주)당기순이익	162.3	60.3	50.6	65.9	78.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.2	(1.2)	(1.5)	(1.8)
총포괄이익	157.7	63.5	49.5	64.4	76.2
(지배주주)총포괄이익	157.7	63.2	49.2	64.1	75.8
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.3	0.3	0.3	0.4
EBITDA	103.9	120.9	169.6	167.1	168.1
증감률 (%)	5.6	16.4	40.2	(1.5)	0.6
EBITDA 이익률 (%)	13.3	13.7	16.7	14.8	13.6

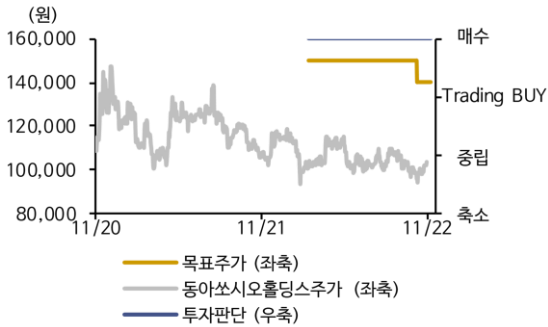
주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	26,442	9,654	7,793	10,150	12,005
EPS (지배순이익, 원)	26,439	9,615	7,975	10,387	12,285
BPS (자본총계, 원)	144,382	155,154	161,467	170,141	180,669
BPS (지배지분, 원)	144,380	152,022	158,517	167,427	178,235
DPS (원)	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500
PER (당기순이익, 배)	4.6	11.9	13.3	10.2	8.6
PER (지배순이익, 배)	4.6	12.0	13.0	10.0	8.4
PBR (자본총계, 배)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
PBR (지배지분, 배)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	10.6	9.3	6.3	6.3	6.1
배당성향 (%)	3.7	15.6	18.5	14.2	12.0
배당수익률 (%)	0.8	1.3	1.4	1.4	1.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	13.3	13.7	16.7	14.8	13.6
영업이익률 (%)	6.5	7.0	5.4	6.1	6.8
순이익률 (%)	20.7	6.9	4.9	5.7	6.2
ROA (%)	11.3	3.8	2.9	3.6	4.0
ROE (지배순이익, %)	19.9	6.5	5.1	6.4	7.1
ROIC (%)	9.4	9.3	7.9	9.9	12.4
안정성					
부채비율 (%)	70.0	71.7	71.8	70.4	68.3
순차입금비율 (%)	38.7	38.4	38.9	35.2	30.5
현금비율 (%)	25.5	21.3	15.2	18.1	23.2
이자보상배율 (배)	4.2	5.4	4.6	5.6	6.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	10.1	12.1	13.5	12.1	12.0
재고자산회수기간 (일)	36.0	32.2	31.4	33.8	34.0
매출채권회수기간 (일)	43.1	40.5	40.4	41.9	42.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

동아쏘시오홀딩스(000640)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 02월 15일	매수	150,000	(29.8)	(23.3)
2022년 08월 16일		6개월경과	(31.1)	(27.0)
2022년 10월 12일	매수	140,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강세훈, 이동건)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 01일 기준)

매수 (매수)	96.65%	Trading BUY (중립)	1.49%	중립 (중립)	1.86%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------