

2024.04.01

동아쏘시오홀딩스

(000640)

밸류업 및 CMO 성장 수혜 한아름 나의 품으로

동아제약 실적 증가로 향후 동사가 배당을 확대할 수 있는 기반 마련되면서 밸류업 될 듯

동사는 2024~26년 주주환원정책으로 별도재무제표 잉여현금흐름 기준 50% 이상을 주주환원 재원으로 활용해 3년간 300억원 이상을 현금배당하고, 매년 3% 주식배당을 진행할 계획이다. 무엇보다 이러한 별도재무제표 잉여현금흐름에서 가장 큰 비중을 차지하고 있는 것이 100% 자회사인 동아제약으로부터 수취하는 배당금이다. 동아제약 연도별 배당금 지급총액을 살펴보면 20년 330억원, 21년 354억원, 22년 360억원, 23년 402억원 등으로 동아제약 실적 개선으로 해를 거듭할수록 증가 중에 있다.

동아제약의 경우 올해 매출액 7,198억원(YoY +14.1%), 영업이익 896억원(YoY +12.7%)으로 실적 개선이 예상된다. 이는 3월부터 편의점용 박카스F 공급가 10% 인상과 더불어 오쏘물, 피부외용제(노스카나, 애크논 등), 더마 화장품 등의 매출 성장이 예상되기 때문이다. 이와 같은 동아제약의 실적 증가로 향후 동사가 배당을 확대할 수 있는 기반이 마련되면서 밸류업 될 수 있을 것이다.

에스티젠바이오 DMB-3115(스텔라라 바이오시밀러) 상업 생산 등으로 글로벌 CMO로 도약하는 계기 마련되면서 생물보안법 수혜 가능할 듯

에스티젠바이오의 경우 송도에 8,000ℓ(2,500ℓx3+500ℓ) 규모의 항체 바이오 생산설비를 보유하고 있기 때문에 CMO 등의 비즈니스가 가능하다. 이에 따라 DA3880(네스프 바이오시밀러) 상업화 물량을 생산하고 있으며, 이와 더불어 DMB-3115(스텔라라 바이오시밀러) 임상 3상 시료 등을 생산함에 따라 향후 상업화 물량도 생산을 담당할 예정이다. 무엇보다 동사 자회사인 동아에스티 등이 개발을 추진하고 있는 DMB-3115의 경우 자가면역질환 치료제 스텔라라의 바이오시밀러로서 2022년 기준으로 스텔라라의 글로벌 시장 규모는 약 23조원으로 추정된다.

이러한 환경하에서 2022년 11월 DMB-3115 글로벌 임상 3상을 종료하였으며 지난해 6월에는 EMA에, 10월에는 FDA에 각각 DMB-3115 품목허가 신청을 완료하였다. 이에 따라 DMB-3115의 경우 올해 4분기에는 유럽에서, 내년 2분기에는 미국에서 출시가 가능할 것으로 예상된다.

에스티젠바이오의 경우 DMB-3115 상업화 물량 생산에 앞서서 올해 상반기에 EMA/FDA cGMP 실사 등이 예상되며, 하반기부터 DMB-3115 상업화 물량 생산이 증가할 것으로 기대될 뿐만 아니라 내년에는 대폭적으로 확대될 것으로 예상된다.

이는 곧 에스티젠바이오 매출증가로 이어지면서 실적 개선 뿐만 아니라 글로벌 CMO 기업으로 도약하는 계기가 마련될 것이다.

한편, 올해 1월 미국 상·하원은 첨단 바이오산업 분야에서 미국인의 개인 건강과 유전 정보를 우려기업으로부터 보호하기 위하여 생물보안법(Biosecure Act)을 공동으로 발의하였다. 향후 법안이 통과될 경우 중국 BGI 및 Wuxi AppTec과 같은 중국 바이오기업과의 거래를 제한할 수 있기 때문에 향후 중국에 대한 의존도가 줄어들면서 에스티젠바이오 등 CMO 업체의 수혜가 예상된다.

목표주가 155,000원으로 상향

동사에 대하여 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 155,000원으로 상향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다. 다만, 동아제약의 경우 장부가 대신에 2024년 예상 순이익에 Target PER 8.0배를 적용하여 산출하였다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	155,000원(상향)
증가(2024.03.29)	118,000원
상승여력	31.4%

Stock Indicator	
자본금	32십억원
발행주식수	635만주
시가총액	749십억원
외국인지분율	14.9%
52주 주가	78,200~118,600원
60일평균거래량	9,120주
60일평균거래대금	1.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.4	16.8	17.2	39.2
상대수익률	4.4	13.4	5.8	28.3

Price Trend



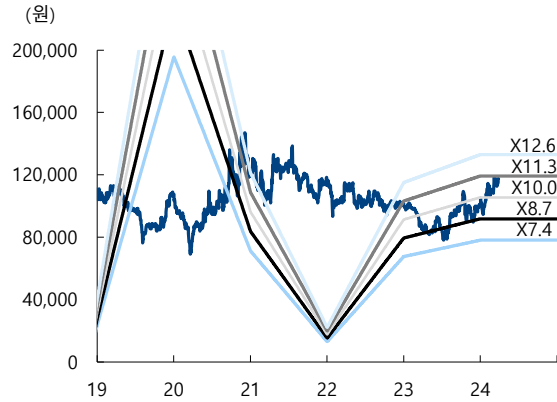
FY	2022	2023	2024E	2025E
매출액(십억원)	1,015	1,132	1,274	1,380
영업이익(십억원)	38	76	90	103
순이익(십억원)	11	58	67	78
EPS(원)	1,757	9,135	10,553	12,301
BPS(원)	154,670	159,472	165,462	173,202
PER(배)	57.8	12.9	11.2	9.6
PBR(배)	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	1.1	5.8	6.5	7.3
배당수익률(%)	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	9.6	7.9	6.3	5.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

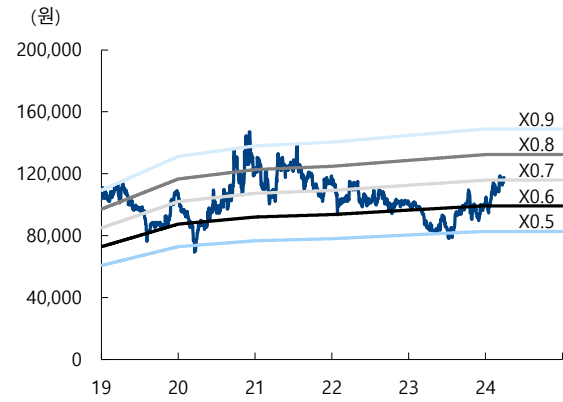
이상현 2122-9198 value3@hi-ib.com

그림1. 동아쏘시오홀딩스 PER 밴드



자료: 동아쏘시오홀딩스, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 동아쏘시오홀딩스 PBR 밴드



자료: 동아쏘시오홀딩스, 하이투자증권 리서치본부

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



자료: 동아쏘시오홀딩스, 하이투자증권 리서치본부

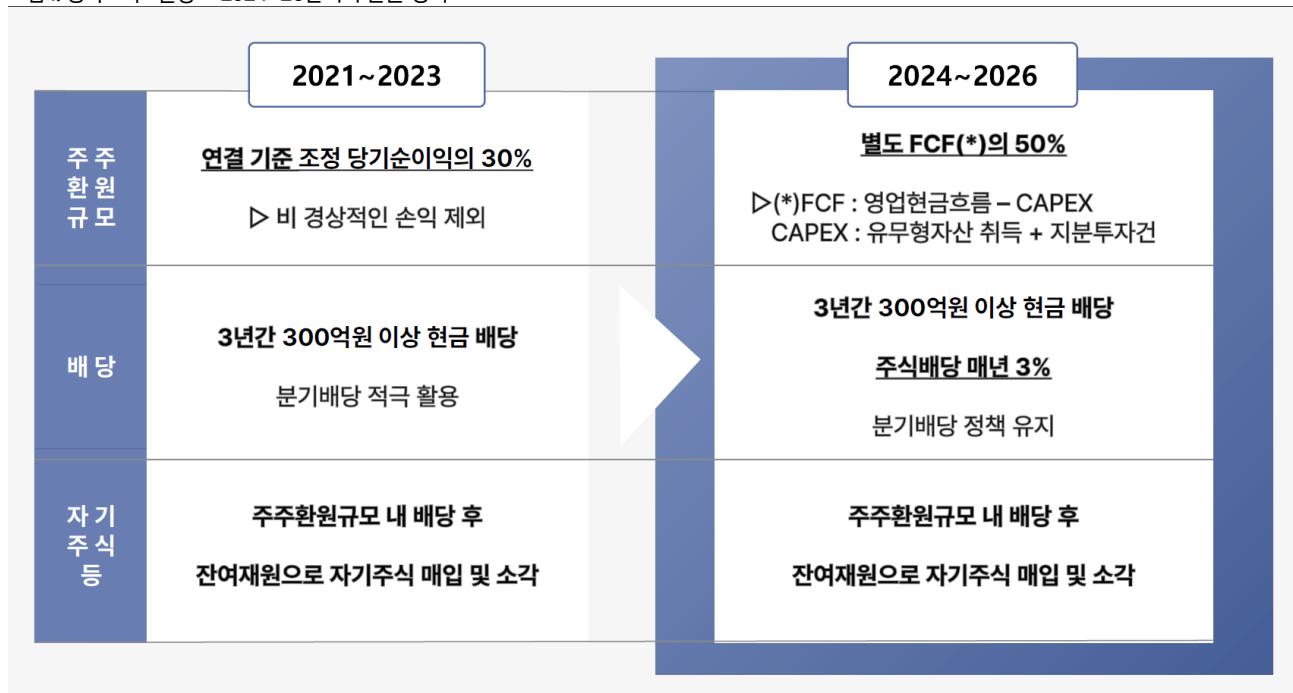
표1. 동아쏘시오홀딩스 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

투자지분가치	12,089
순차입금	2,219
NAV	9,870
발행주식수	6,348,913
주당 NAV(원)	155,460

자회사	지분율	자회사 가치
동아에스티	23.3%	1,205
에스티팜	32.4%	3,511
동아제약	100.0%	4,268
용마로지스	100.0%	241
수석	100.0%	572
동천수	100.0%	437
동아오츠카	50.0%	368
에스티젠바이오	80.4%	1,054
기타		433

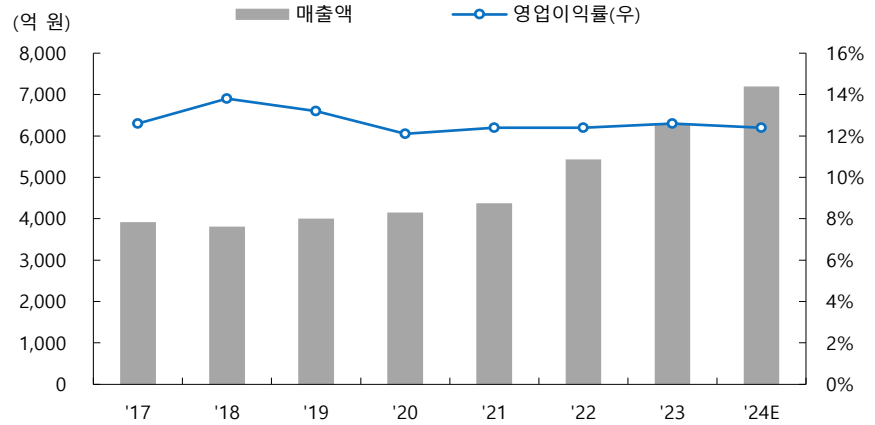
자료: 동아쏘시오홀딩스, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 동아쏘시오홀딩스 2024~26년 주주환원 정책



자료: 동아쏘시오홀딩스, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 동아제약 실적 추이



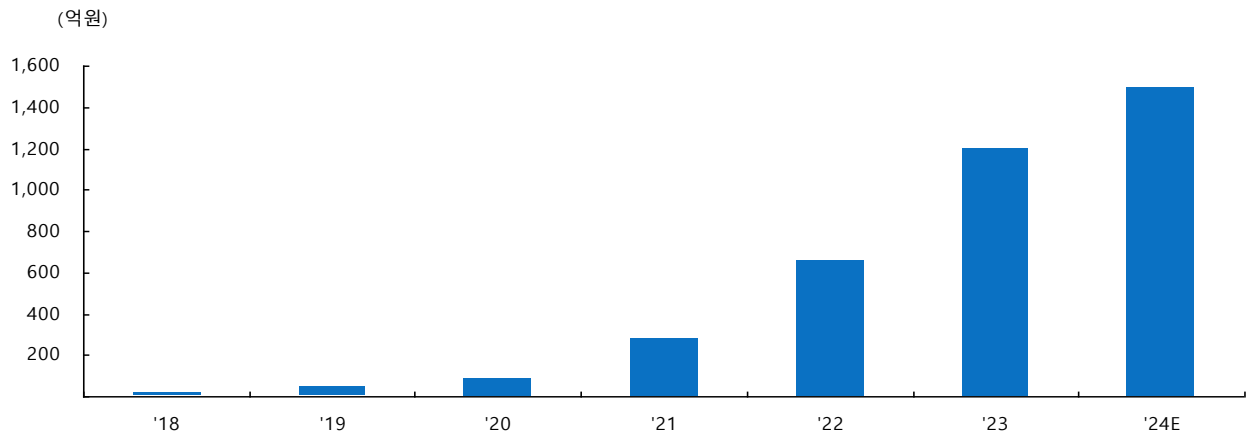
자료: 동아제약, 하이투자증권 리서치본부

표2. 동아제약 주요 제품 매출추이 (단위: 십억원)

제품명	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2020	2021	2022	2023
박카스 D	40.1	31.6	29.8	37.8	39.0	31.4	126.3	127.5	141.1	138.1
박카스 F	34.8	25.8	24.9	34.9	37.2	26.8	96.2	101.2	113.4	123.9
오쏘물	19.5	21.4	27.8	29.7	33.3	29.5	8.7	28.4	65.5	120.4
판피린	13.7	9.1	12.4	10.7	8.4	16.4	36.6	37.3	48.3	47.9
가그린	7.6	7.7	8.4	7.3	7.8	7.7	32.5	30.7	31.9	31.2
검가드	0.8	1.1	2.5	2.2	2.6	2.9	1.5	1.6	4.0	10.3
템포	6.5	5.7	4.9	5.0	7.3	5.4	14.3	20.5	22.2	22.5
베나치오	3.8	3.8	4.8	3.8	4.5	3.5	10.4	13.5	15.2	16.6
노스카나	2.8	3.5	4.9	3.9	4.1	.42	11.8	12.8	11.8	17.1
애크논	0.9	1.9	2.4	2.5	3.3	4.3	-	-	4.2	12.6
멜라토닝	0.6	0.6	0.7	3.5	2.9	1.3	-	-	2.4	8.5
비겐	2.3	2.2	2.0	2.3	1.8	2.4	9.4	8.1	8.3	8.6
모닝케어	2.3	2.9	2.4	2.2	2.5	2.3	8.5	7.5	9.5	9.5

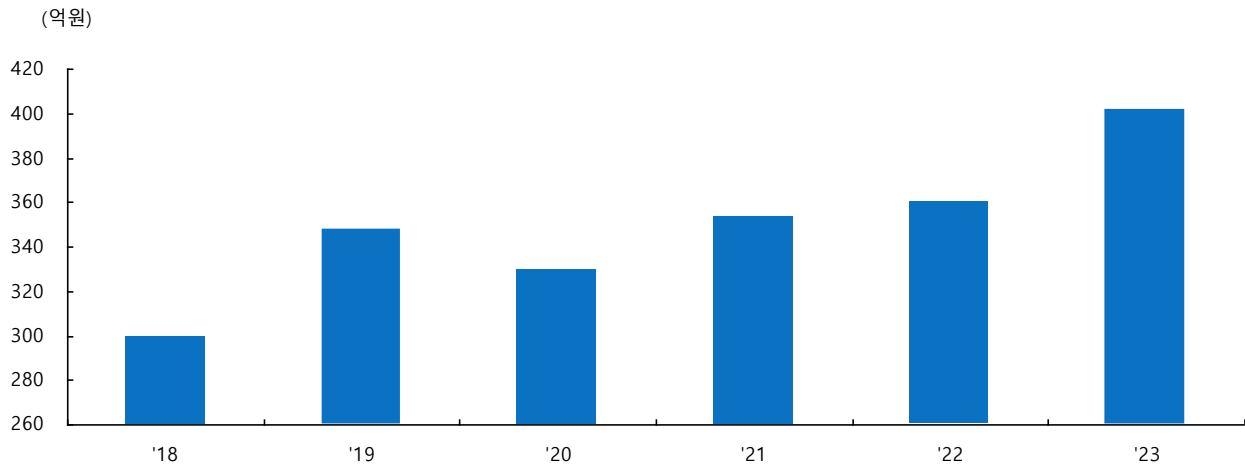
자료: 동아제약, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 동아제약 오쏘물 매출액 추이



자료: 동아제약, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 동아제약 배당금 지급총액 추이



자료: 동아제약, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 동아에스티 DMB-3115(스텔라라 바이오시밀러) 개요

- 적응증: 건선, 건선성 관절염, 크론병, 궤양성 대장염
 - 작용기전: IL-12/IL-23 blocker
 - 시장규모: '22년 기준 Stelara®(원개발사 J&J) 전세계 매출 \$177억 7백만(약 23조 1010억원) ¹⁾
 - 개발현황: 글로벌 임상 3상 완료, 유럽 품목허가 신청완료('23년 6월), 미국 품목허가 신청완료('23년 10월)
 - Highlight: '21년 7월 Intas社와 글로벌 판매 파트너링 계약 체결 (Upfront/Milestone: 10M/95M USD, 판매이익의 두자릿수 로열티)
- * Intas社: 85개국 이상의 글로벌 판매망 보유, 인도의 다국적제약사, 매출의 70% 이상 글로벌판매, 2020년 매출 2조4000억원



글로벌 임상 3상 1차 평가변수 결과: EMA(유럽의약품청)와 FDA(미국식품의약국)의 각 기준에 따른 Stelara® 치료적 동등성 입증



EMA 1차 평가변수

PASI ²⁾의 Baseline 대비 8주 시점의 백분율 변화: -0.35% [-3.60%, 2.90%]
 95% 신뢰구간이 사전에 임상시험계획서에 정의된 동등성 한계인 ±15% 범위내에 포함

[EMA] PASI from Baseline to Week 8	
	(DMB-3115 - Stelara)
LS Mean Difference	-0.35
95% CI for LS Mean Difference	(-3.60, 2.90)



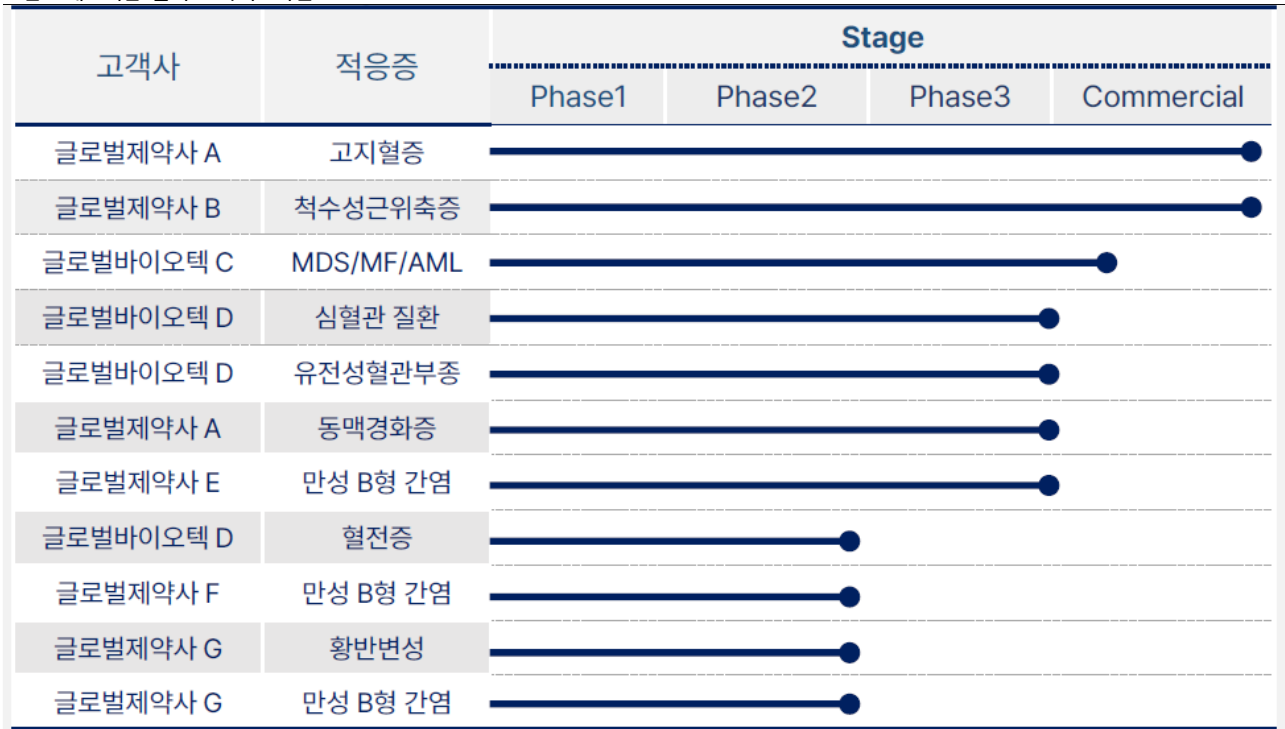
FDA 1차 평가변수

PASI의 Baseline 대비 12주 시점의 백분율 변화: -0.04% [-2.16%, 2.07%]
 90% 신뢰구간이 사전에 임상시험계획서에 정의된 동등성 한계인 ±10% 범위내에 포함

[FDA] PASI from Baseline to Week 12	
	(DMB-3115 - Stelara)
LS Mean Difference	-0.04
90% CI for LS Mean Difference	(-2.16, 2.07)

자료: 동아에스티, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 에스티팜 올리고 파이프라인



자료: 에스티팜, 하이투자증권 리서치본부

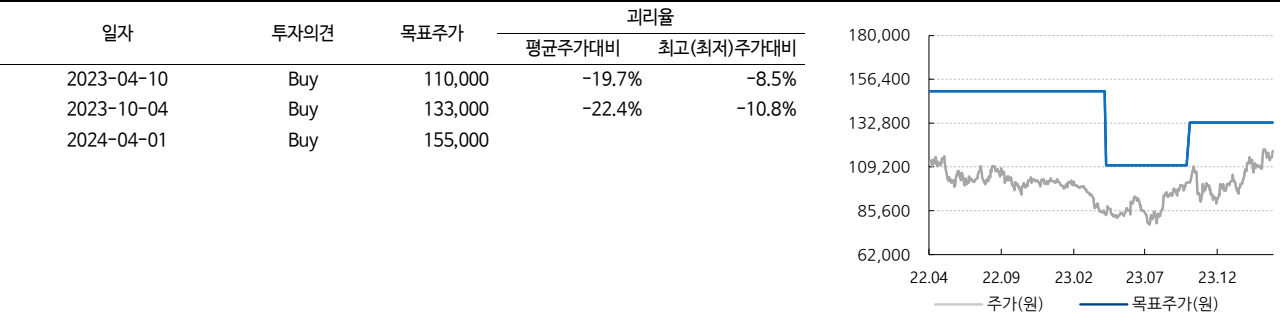
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	338	414	553	696	매출액	1,015	1,132	1,274	1,380
현금 및 현금성자산	95	120	97	28	증가율(%)	15.1	11.5	12.5	8.3
단기금융자산	11	41	154	309	매출원가	720	757	842	906
매출채권	124	117	131	142	매출총이익	294	375	432	474
재고자산	99	118	133	144	판매비와관리비	257	298	336	361
비유동자산	1,393	1,543	1,483	1,438	연구개발비	6	7	8	9
유형자산	543	655	578	517	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	121	132	126	120	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,731	1,957	2,035	2,134	영업이익	38	76	90	103
유동부채	566	629	669	718	증가율(%)	-38.5	99.7	18.5	14.5
매입채무	36	44	49	53	영업이익률(%)	3.7	6.7	7.0	7.4
단기차입금	209	344	344	344	이자수익	2	4	7	9
유동성장기부채	174	41	41	41	이자비용	15	23	23	23
비유동부채	167	301	301	301	지분법이익(손실)	15	21	21	21
사채	50	100	100	100	기타영업외손익	-17	-13	-2	-3
장기차입금	66	102	102	102	세전계속사업이익	18	66	79	93
부채총계	733	930	970	1,018	법인세비용	10	10	12	14
지배주주지분	982	1,012	1,051	1,100	세전계속이익률(%)	1.7	5.8	6.2	6.7
자본금	32	32	32	32	당기순이익	8	56	67	79
자본잉여금	390	390	390	390	순이익률(%)	0.8	4.9	5.3	5.7
이익잉여금	712	741	794	859	지배주주귀속 순이익	11	58	67	78
기타자본항목	-151	-150	-166	-181	기타포괄이익	15	-15	-15	-15
비지배주주지분	17	15	15	16	총포괄이익	23	41	52	64
자본총계	999	1,027	1,066	1,116	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E		2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	76	159	135	129	주당지표 (원)				
당기순이익	8	56	67	79	EPS	1,757	9,135	10,553	12,301
유형자산감가상각비	65	69	77	61	BPS	154,670	159,472	165,462	173,202
무형자산상각비	5	5	6	6	CFPS	12,898	20,818	23,614	22,830
지분법관련손실(이익)	15	21	21	21	DPS	1,500	2,200	2,200	2,200
투자활동 현금흐름	-42	-161	-126	-167	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-52	-143	-	-	PER	57.8	12.9	11.2	9.6
무형자산의 처분(취득)	-22	-9	-	-	PBR	0.7	0.7	0.7	0.7
금융상품의 증감	2	32	-1	-1	PCR	7.9	5.7	5.0	5.2
재무활동 현금흐름	-38	27	-62	-62	EV/EBITDA	9.6	7.9	6.3	5.9
단기금융부채의증감	5	8	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	9	80	-	-	ROE	1.1	5.8	6.5	7.3
자본의증감	0	-	-	-	EBITDA이익률	10.7	13.2	13.5	12.3
배당금지급	-9	-13	-14	-14	부채비율	73.4	90.5	91.0	91.3
현금및현금성자산의증감	-5	25	-23	-69	순부채비율	39.4	41.6	31.5	22.5
기초현금및현금성자산	100	95	120	97	매출채권회전율(x)	8.6	9.4	10.3	10.1
기말현금및현금성자산	95	120	97	28	재고자산회전율(x)	11.6	10.4	10.2	10.0

자료 : 동아쏘시오홀딩스, 하이투자증권 리서치본부

동아쏘시오홀딩스 투자이전 및 목표주가 변동추이



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 기관투자자 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.

[투자이전]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-