



BUY (유지)

목표주가(12M) 150,000원
현재주가(2.01) 107,200원

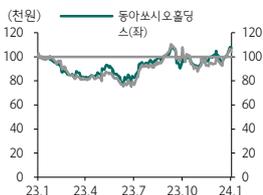
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,542.46
52주 최고/최저(원)	109,400/78,200
시가총액(십억원)	680.6
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	6,348.9
60일 평균 거래량(천주)	8.4
60일 평균 거래대금(십억원)	0.8
외국인지분율(%)	14.35
주요주주 지분율(%)	
강정석 외 13인	30.37
국민연금공단	9.46

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	1,112.1	1,214.1
영업이익(십억원)	73.5	96.7
순이익(십억원)	63.7	83.4
EPS(원)	10,277	12,916
BPS(원)	166,189	179,883

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	881.9	1,014.9	1,131.9	1,190.1
영업이익	61.6	37.9	77.0	87.9
세전이익	66.1	17.6	92.5	60.5
순이익	60.3	11.2	61.4	85.9
EPS	9,615	1,757	9,669	13,523
증감율	(63.63)	(81.73)	450.31	39.86
PER	11.96	57.77	10.45	7.93
PBR	0.75	0.65	0.62	0.61
EV/EBITDA	9.33	10.20	16.17	13.44
ROE	6.50	1.15	6.10	8.04
BPS	153,344	155,992	163,791	175,345
DPS	1,500	1,500	2,000	2,000



Analyst 박재경 jaeyoung2@hanafn.com
RA 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 2월 2일 | 기업분석_Earnings Review

동아쏘시오홀딩스 (000640)

4Q23 Re: 제약에서 저 PBR을 찾는다면

4Q23 Re: CMO 자회사로 호실적 기록

동아쏘시오홀딩스는 4Q23 연결 기준 매출액 3,022억원(+15.7%YoY, +4.5%QoQ), 영업이익 162억원(+405.7%YoY, -34.8%QoQ)으로 컨센서스 매출액 2,825억원, 영업이익 126억원을 상회하는 호실적을 기록했다. 호실적의 요인은 기존에 적자를 기록하던 CMO 자회사에 에스티젠바이오의 흑자 전환이다. 에스티젠바이오는 4Q23 매출액 290억원(+151.9%YoY, +402.1%QoQ), 영업이익 46억원(흑전YoY, 흑전QoQ, OPM 15.9%)을 기록했다. 일본향 네스프 바이오시밀러 생산 물량 증가가 흑자 전환을 이끌었다. 동아제약은 매출액 1,532억원(+16.4%YoY, -11.2%QoQ), 영업이익 137억원(-2.2%YoY, -46.7%QoQ)을 기록하며 계절적 비수기임에도 호실적을 이어나갔다. 품목별로 박카스(D, F)는 582억원(+1.4%YoY, -23.6%QoQ), 오쏘몰은 295억원(+37.9%YoY, -11.4%QoQ)의 매출액을 기록했다.

스텔라라 시밀러 DMB-3115 출시로 24년 또 한번 성장할 실적

동아쏘시오홀딩스의 24년 매출액은 1조 1,190억원(+5.1%YoY), 영업이익은 879억원(+14.1%YoY)으로 전망한다. 동아제약의 24년 매출액은 6,788억원(+7.6%YoY), 영업이익은 809억원(+15.3%YoY, OPM 11.9%)으로 추정한다. 동아제약의 주요 품목별 매출액은 오쏘몰 1,362억원(+13.2%YoY), 박카스(D, F) 2,732억원(+4.4%YoY)으로 전망한다. 오쏘몰의 성장세는 24년에 둔화되나, 베나치오, 노스카나 등의 품목이 성장을 견인할 것으로 예상된다. 에스티젠바이오의 24년 매출액은 599억원(+17.6%YoY), 영업이익은 57억원(흑전YoY)으로 추정한다. 동아쏘시오 그룹에서 개발한 스텔라라 시밀러 DMB-3115는 24년 하반기 유럽, 25년 상반기 미국 출시가 예정되어 있다<도표5>. 파트너사로부터 수령하는 마일스톤, 로열티에 더불어 에스티젠바이오는 생산을 담당한다. 24년부터 상업 물량 생산을 시작할 예정으로, 이를 통한 에스티젠바이오의 실적 성장이 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 150,000원 유지. 저렴한 제약 지주회사의 매력

동아쏘시오홀딩스의 목표주가를 150,000원으로 유지하며, 투자의견 Buy를 유지한다. 동아쏘시오 그룹은 전문의약품, 일반의약품과 건기식, 원료의약품, 의약품 물류 등 제약 전반에 걸친 탄탄한 포트폴리오를 갖추고 있으며, 탄탄한 실적의 비상장 자회사 동아제약의 지분 100%를 보유해 주요 제약 지주회사 중 가장 밸류에이션 매력이 높다. 또한 동아쏘시오홀딩스는 당기순이익의 30% 이상(비경상적 이익 제외)을 주주환원에 활용하고자 하며, 이에 맞춰 꾸준히 배당금을 늘려왔다. 23년에는 중간 배당 포함 120~150억원, 주당 2,000~2,500원의 배당을 실시할 것으로 예상된다. 24년에는 지금까지 적자를 기록한 에스티젠바이오의 턴어라운드가 예상되는 만큼, 추가적인 배당금 증가도 기대해 볼 수 있다.

도표 1. 동아쏘시오홀딩스 밸류에이션 Table

(단위: 십억원)

구분	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고	
지분가치	상장 자회사	동아에스티	22.31%	589.0	131.4	11.3	
		에스티팜	32.41%	1,191.0	386.0	33.1	
		소계			517.4	44.3	
		상장 자회사 50% 할인			258.7		
	비상장 자회사	계열사명	24년 당기순이익(F)	적용배수	Value	NAV 비중	비고
		동아제약	62.0	13.2	820.7	70.3	24년 추정 순이익에 Peer 업체 24년 PER multiple 13.2배 적용
		계열사명	지분율	장부가액	Value	NAV 비중	비고
		용마로직스	100%	24.1	24.1	2.1	장부가액(3Q23 기준)
		에스티젠바이오	80%	116.2	116.2	10.0	장부가액(3Q23 기준)
		수석	100%	57.2	57.2	4.9	장부가액(3Q23 기준)
		동천수	100%	43.7	43.7	3.7	장부가액(3Q23 기준)
		동아오츠카	50%	36.8	36.8	3.2	장부가액(3Q23 기준)
		기타 비상장		75.7	75.7	6.5	장부가액(3Q23 기준)
		소계			353.7	30.3	
		순차입금				502.8	(40.1)
실질 NAV				1,166.7			
목표 NAV (상장사 50% 할인)				908.0			
발행주식수(자사주 제외)				6,250,723			
목표주가					145,259		

주: 동국제약, 보령, 콜마비앤에이치의 23년 예상 PER 적용
 자료: 하나증권

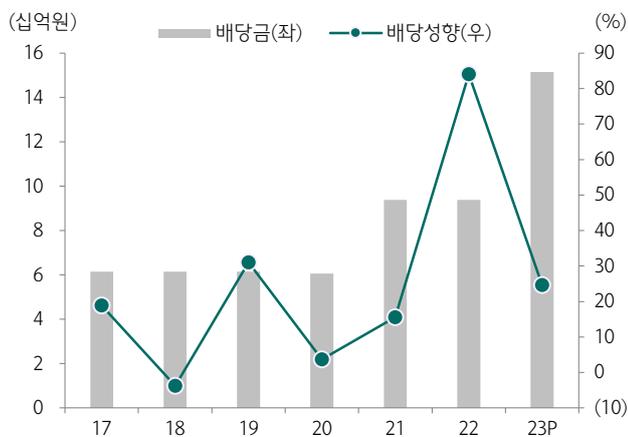
도표 2. 4Q23 Review

(단위: 십억원, %)

	4Q23(P)	4Q22	3Q23	YoY	QoQ	컨센서스	차이(%)
매출액	302.2	261.1	289.2	15.7	4.5	282.5	7.0
영업이익	16.2	3.2	24.8	404.9	(34.8)	12.6	28.2
영업이익률(%)	5.3	1.2	8.6			4.5	

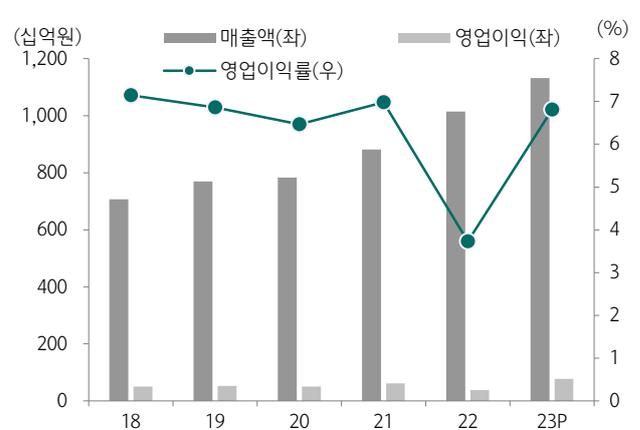
자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. 동아쏘시오홀딩스 연간 배당금, 배당성향 추이



주: 23년 배당 성향은 예상치
 자료: DART, 하나증권

도표 4. 동아쏘시오홀딩스 연결 기준 실적 추이



자료: DART, 하나증권

도표 5. Stelara 바이오시밀러 경쟁 현황

오리지널	22년 매출	구분	개발사	판매파트너사	제품명(코드명)	개발 단계	출시
Stelara (Ustekinumab)	10.2	미국	Amgen	N/A	ABP 654	23년 4월 FDA 허가 신청	25년 1월 1일 출시 합의
			셀트리온	N/A	CT-P43	<u>23년 6월 FDA 허가 신청</u>	<u>25년 3월 7일 출시 합의</u>
			Formycon	Frensenius Kabi	FYB202	23년 11월 FDA 허가 신청	25년 4월 15일 출시 합의
			동아에스티/Meiji Seika	Intas Pharma	DMB-3115	<u>23년 10월 FDA 허가 신청</u>	25년 상반기 합의 진행 중
			삼성바이오에피스	Sandoz	SB17	<u>23년 12월 FDA 허가 신청</u>	25년 2월 22일 합의
			Alvotech/Fuji Pharma	Teva	AVT04	23년 1월 FDA 승인 신청	25년 2월 21일 합의
		유럽	Amgen	N/A	ABP 654	임상 3상 완료	<u>24년 7월 특허 만료</u>
			셀트리온	N/A	CT-P43	<u>23년 5월 EMA 허가 신청</u>	
			Formycon	Frensenius Kabi	FYB202	23년 9월 EMA 허가 신청	
			동아에스티/Meiji Seika	Intas Pharma	DMB-3115	<u>23년 7월 EMA 허가 신청</u>	
			삼성바이오에피스	Sandoz	SB17	임상 3상	
			Alvotech/Fuji Pharma	Stada	Uzpurvo	24년 1월 EMA 승인	

자료: 각 사, 하나증권

도표 6. 동아쏘시오홀딩스 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F
매출액	255.5	284.9	289.2	302.2	262.8	307.4	314.9	305.0	1,131.9	1,190.1
YoY(%)	14.5	9.1	7.3	15.7	2.8	7.9	8.9	0.9	11.5	5.1
별도영업수익	46.1	2.9	13.1	3.0	46.5	3.1	13.9	3.2	65.1	66.6
YoY(%)	34.6	11.8	(36.6)	11.0	0.9	4.9	5.7	5.5	8.1	2.2
용역및기타수수료	2.9	1.4	1.3	1.3	1.7	1.4	1.4	1.5	6.8	6.0
브랜드사용료	1.9	1.2	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	5.7	5.4
배당수익	40.9	0.0	10.3	0.0	43.0	0.0	10.8	0.0	51.2	53.8
임대수익	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	1.4	1.4
제약부문(동아제약)	142.0	163.2	172.6	153.2	151.2	178.4	187.0	162.2	631.1	678.8
YoY(%)	23.7	12.5	14.0	16.4	6.4	9.3	8.3	5.9	16.2	7.6
물류부문(용마로직스)	81.4	88.6	90.5	95.3	85.5	93.1	95.0	100.1	355.9	373.7
YoY(%)	5.7	2.2	0.0	4.7	5.0	5.0	5.0	5.0	3.1	5.0
포장용기부문(수석)	25.2	27.5	28.7	22.9	25.4	27.7	29.0	23.1	104.3	105.3
YoY(%)	12.0	(11.7)	5.0	(5.4)	1.0	1.0	1.0	1.0	(0.9)	1.0
에스티젠바이오	8.4	7.8	5.8	29.0	9.6	9.7	14.4	26.1	50.9	59.9
YoY(%)	114.4	43.5	(18.0)	151.9	15.0	25.0	150.0	(10.0)	82.7	17.6
동천수	6.5	8.7	9.4	9.3	6.8	9.1	9.8	9.7	34.0	35.4
YoY(%)	(14.6)	(3.8)	4.2	35.7	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
기타	33.8	53.8	37.9	34.7	36.6	58.1	41.0	37.1	160.2	172.8
YoY(%)	29.6	56.8	45.7	8.1	8.1	8.1	8.1	7.0	35.2	7.9
연결조정	(87.9)	(67.7)	(68.9)	(45.2)	(98.8)	(71.9)	(75.2)	(56.4)	(269.6)	(302.3)
연결영업이익	16.5	19.6	24.8	16.2	19.7	27.2	26.7	14.3	77.0	87.9
YoY(%)	(924.0)	37.9	10.5	404.9	19.8	38.8	7.7	(11.7)	103.5	14.1
영업이익률(%)	6.4	6.9	8.6	5.3	7.5	8.9	8.5	4.7	6.8	7.4
별도영업이익	41.3	(3.0)	7.5	(5.1)	41.6	(2.9)	8.2	(5.0)	40.7	41.9
영업이익률(%)	89.6	(102.2)	57.4	(170.0)	89.6	(94.6)	59.3	(158.4)	62.6	63.0
제약부문(동아제약)	18.2	22.0	25.7	13.7	19.7	22.5	25.9	12.9	79.6	80.9
영업이익률(%)	12.8	13.5	14.9	8.9	13.0	12.6	13.8	8.0	12.6	11.9
물류부문(용마로직스)	0.8	3.9	4.1	5.0	3.4	4.4	4.9	4.7	13.8	17.4
영업이익률(%)	1.0	4.4	4.5	5.2	4.0	4.7	5.1	4.7	3.9	4.7

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
매출액	881.9	1,014.9	1,131.9	1,190.1	1,239.1	
매출원가	600.5	720.5	756.6	792.2	829.5	
매출총이익	281.4	294.4	375.3	397.9	409.6	
판매비	219.9	256.5	298.2	309.9	321.2	
영업이익	61.6	37.9	77.0	87.9	88.4	
금융손익	(7.0)	(17.9)	(12.4)	(12.4)	(12.4)	
종속/관계기업손익	5.0	15.0	22.3	22.3	22.3	
기타영업외손익	6.5	(17.4)	5.6	(37.4)	(37.3)	
세전이익	66.1	17.6	92.5	60.5	61.0	
법인세	5.6	9.8	15.3	15.9	15.7	
계속사업이익	60.5	7.8	59.6	99.5	100.1	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	60.5	7.8	58.7	83.6	84.5	
비배주주지분 손이익	0.2	(3.3)	(2.7)	(2.2)	(2.2)	
지배주주순이익	60.3	11.2	61.4	85.9	86.7	
지배주주지분포괄이익	63.2	26.2	62.0	85.8	86.6	
NOPAT	56.4	16.8	64.3	64.9	65.7	
EBITDA	120.9	108.6	77.0	87.9	88.4	
성장성(%)						
매출액증가율	12.59	15.08	11.53	5.14	4.12	
NOPAT증가율	16.77	(70.21)	282.74	0.93	1.23	
EBITDA증가율	16.36	(10.17)	(29.10)	14.16	0.57	
영업이익증가율	21.74	(38.47)	103.17	14.16	0.57	
(지배주주)순이익증가율	(62.85)	(81.43)	448.21	39.90	0.93	
EPS증가율	(63.63)	(81.73)	450.31	39.86	0.98	
수익성(%)						
매출총이익률	31.91	29.01	33.16	33.43	33.06	
EBITDA이익률	13.71	10.70	6.80	7.39	7.13	
영업이익률	6.98	3.73	6.80	7.39	7.13	
계속사업이익률	6.86	0.77	5.27	8.36	8.08	

투자지표		(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
주당지표(원)						
EPS	9,615	1,757	9,669	13,523	13,655	
BPS	153,344	155,992	163,791	175,345	187,031	
CFPS	20,666	19,906	20,247	15,675	15,773	
EBITDAPS	19,294	17,103	12,133	13,850	13,928	
SPS	140,699	159,848	178,277	187,451	195,175	
DPS	1,500	1,500	2,000	2,000	2,000	
주기지표(배)						
PER	11.96	57.77	10.45	7.93	7.85	
PBR	0.75	0.65	0.62	0.61	0.57	
PCFR	5.56	5.10	4.99	6.84	6.80	
EV/EBITDA	9.33	10.20	16.17	13.44	12.88	
PSR	0.82	0.63	0.57	0.57	0.55	
재무비율(%)						
ROE	6.50	1.15	6.10	8.04	7.59	
ROA	3.76	0.65	3.35	4.35	4.22	
ROIC	9.33	2.35	7.89	7.37	7.47	
부채비율	71.71	73.38	85.32	80.08	76.11	
순부채비율	38.38	44.67	56.39	47.01	40.73	
이자보상비율(배)	5.35	2.55	5.19	5.92	5.95	

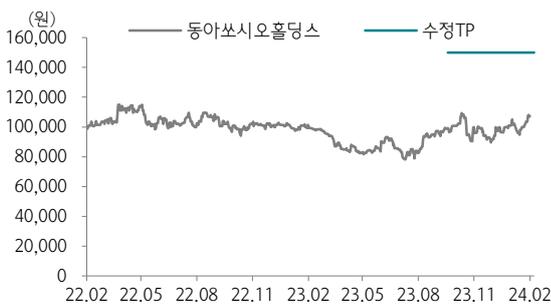
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
유동자산	358.6	338.3	341.5	408.8	462.2	
금융자산	159.9	106.1	94.1	159.1	201.3	
현금성자산	99.6	95.1	70.6	135.5	177.2	
매출채권	102.2	117.4	120.9	122.0	127.5	
재고자산	76.1	99.0	108.9	109.9	114.9	
기타유동자산	20.4	15.8	17.6	17.8	18.5	
비유동자산	1,332.8	1,393.1	1,597.0	1,602.9	1,631.9	
투자자산	628.9	644.4	715.0	720.9	749.9	
금융자산	84.8	101.2	86.3	86.4	86.8	
유형자산	517.1	542.7	637.1	637.1	637.1	
무형자산	113.2	121.5	130.2	130.2	130.2	
기타비유동자산	73.6	84.5	114.7	114.7	114.7	
자산총계	1,691.4	1,731.5	1,938.5	2,011.8	2,094.1	
유동부채	467.3	566.1	606.2	608.1	617.2	
금융부채	324.3	409.8	425.8	426.1	427.5	
매입채무	25.9	35.7	41.3	41.7	43.6	
기타유동부채	117.1	120.6	139.1	140.3	146.1	
비유동부채	239.1	166.7	286.2	286.5	287.8	
금융부채	213.7	142.4	258.1	258.1	258.1	
기타비유동부채	25.4	24.3	28.1	28.4	29.7	
부채총계	706.3	732.8	892.5	894.6	905.0	
지배주주지분	965.1	982.0	1,031.5	1,104.8	1,179.1	
자본금	31.7	31.7	31.7	31.7	31.7	
자본잉여금	390.0	390.0	390.0	390.0	390.0	
자본조정	(206.3)	(206.3)	(206.3)	(206.3)	(206.3)	
기타포괄이익누계액	55.9	55.0	54.7	54.7	54.7	
이익잉여금	693.9	711.5	761.3	834.7	908.9	
비지배주주지분	19.9	16.7	14.5	12.3	10.0	
자본총계	985.0	998.7	1,046.0	1,117.1	1,189.1	
순금융부채	378.1	446.1	589.8	525.1	484.3	

현금흐름표		(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
영업활동 현금흐름	131.1	75.9	201.4	83.9	85.8	
당기순이익	60.5	7.8	58.7	83.6	84.5	
조정	71.1	103.6	64.0	0.0	(0.1)	
감가상각비	59.4	70.7	0.0	0.0	0.0	
외환거래손익	0.6	1.9	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	(9.4)	0.2	0.0	0.0	0.0	
기타	20.5	30.8	64.0	0.0	(0.1)	
영업활동 자산부채변동	(0.5)	(35.5)	78.7	0.3	1.4	
투자활동 현금흐름	(136.6)	(42.5)	(172.9)	(6.1)	(29.4)	
투자자산감소(증가)	38.7	(0.5)	(49.6)	(6.0)	(28.9)	
자본증가(감소)	(69.5)	(51.8)	(115.1)	0.0	0.0	
기타	(105.8)	9.8	(8.2)	(0.1)	(0.5)	
재무활동 현금흐름	16.0	(38.0)	(51.8)	(12.2)	(11.1)	
금융부채증가(감소)	49.6	14.2	131.8	0.3	1.4	
자본증가(감소)	22.4	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(46.8)	(42.8)	(171.1)	0.0	0.0	
배당지급	(9.2)	(9.4)	(12.5)	(12.5)	(12.5)	
현금의 증감	10.9	(4.5)	(24.7)	64.9	41.7	
Unlevered CFO	129.5	126.4	128.5	99.5	100.1	
Free Cash Flow	61.0	19.4	79.6	83.9	85.8	

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

동아쏘시오홀딩스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.9.19	BUY	150,000		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 2월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 2024년 2월 2일 현재 해당회사의 유가증권올 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 01월 30일