



☑ 탐방 노트

동아쏘시오홀딩스 (000640)

코로나 백신 물류 수혜주가 될 수 있다



최근 에스티팜의 지분가치 상승에도 불구하고 동사의 기업가치에는 큰 변화가 없었다. 에스티팜 외에도 콜드 체인(cold chain) 시스템 구축한 의약품 물류 1위 용마로지스와 CMO 업체 DM Bio의 가치 재평가가 기대된다. 화이자/바이오엔텍, 모더나 등 코로나19 백신의 어려운 유통 부문이 관건으로 백신 물류 수혜를 기대해 볼 수 있다. 보유 자회사의 가치 대비 현격히 저평가되어 밸류에이션 매력도 존재한다.

Not Rated

주가(09/18): 114,500원

시가총액: 7,028억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (09/18)		2,412.40pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	114,500원	69,200원
등락률	0.0%	65.5%
수익률	절대	상대
1M	7.5%	4.7%
6M	58.1%	4.3%
1Y	29.2%	10.9%

Company Data

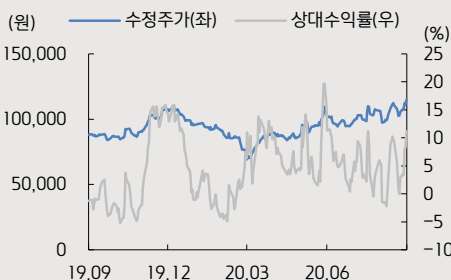
발행주식수	6,138 천주
일평균 거래량(3M)	25천주
외국인 지분율	14.0%
배당수익률(2019)	0.9%
BPS(2019)	121,392원
주요 주주	강정석 외 12 인 28.6%

투자지표

(십억원)	2016	2017	2018	2019
매출액	726.2	690.3	707.5	769.7
영업이익	76.0	53.4	50.5	52.8
EBITDA	103.4	76.5	74.7	98.4
세전이익	197.8	47.1	-173.1	38.7
순이익	175.7	32.5	-163.9	20.0
지배주주지분순이익	149.1	32.5	-164.0	19.8
EPS(원)	28,395	5,310	-26,714	3,220
증감률(% YoY)	183.6	-81.3	적전	후전
PER(배)	5.5	24.1	-	33.4
PBR(배)	1.08	0.86	0.91	0.89
EV/EBITDA(배)	11.7	13.1	12.4	10.0
영업이익률(%)	10.5	7.7	7.1	6.9
ROE(%)	21.3	3.6	-19.9	2.7
순차입금비율(%)	30.0	23.5	35.0	43.8

자료: 키움증권

Price Trend



>>> 의약품 물류 1위 용마로지스, Cold Chain 구축

용마로지스는 100% 자회사로 **의약품/화장품 전문 물류회사 부문 국내 1위**다. **최근 콜드체인(cold chain, 저온 유통체계)을 구축**하여 타물류회사에 비해 영업 이익율(4~5%대)로 높은 편이다. **화이자나 모더나가 개발 중인 코로나19 백신은 극저온(모더나 -20°C, 화이자 -70 °C)에서 보관해야되기 때문에 유통이 매우 엄격**하다. 정부가 코로나19 백신을 중앙처리 방식으로 배포할지, 제약사 자율에 맡기는지 여부에 따라 다르지만, 의약품 유통 선두업체인 용마로지스의 수혜 가능성도 존재한다. 코로나19 백신을 제외하더라도 전문화된 물류서비스가 선호되면서 용마로지스의 '17~'19년 매출 CAGR은 16%, 이익은 19% 성장했다. '17~'23년 동안 콜드체인을 필요로 하는(Cold Chain) 의약품의 성장율은 59%에 달할 것으로 분석되고 있어, 향후 세포치료제 산업 성장 및 언택트 선호로 높은 성장이 기대된다. 해외 초저온 의약품 물류업체 크라이오포트, 써모 제네시스, 바이오라이프의 올해 주가는 각각 200%, 91%, 146% 상승하며, **콜드체인 물류에 대한 산업 시장 성장 기대감**이 고조되고 있다.

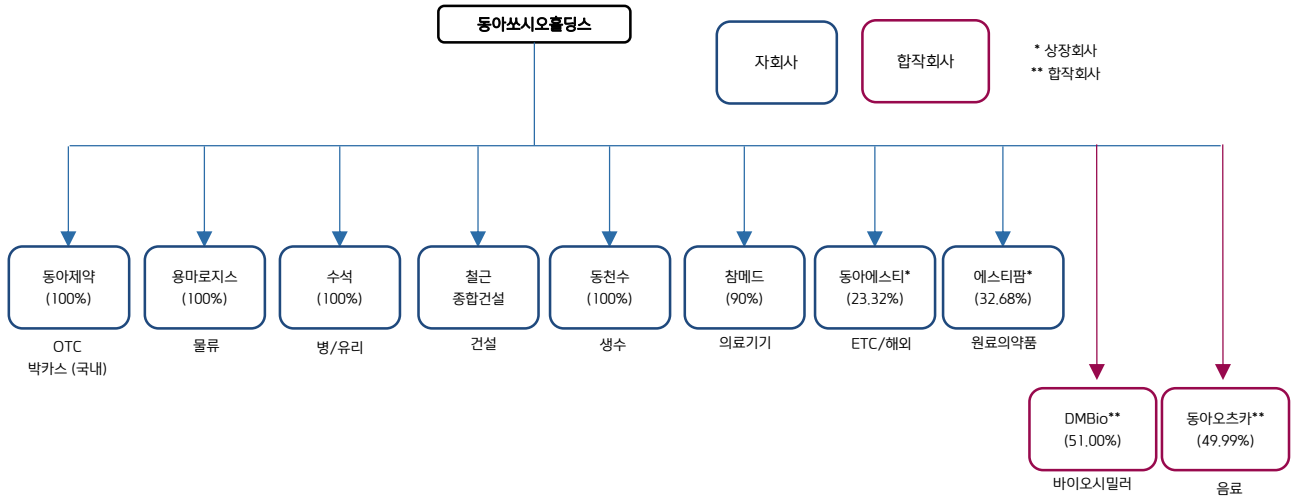
>>> DM Bio, CMO 수주 가능 CAPA 보유

동사가 지분 51%를 보유한 **디엠바이오(DMBIO)는 CAPA 8,000리터를 보유**하고 있으며, 항체 및 재조합백신 생산이 가능하다. '19년 매출 64억원이었으나, 스텔라라 바이오시밀러 3상 시료 생산 및 DA-3880(빈혈 치료용 바이오시밀러) 상업 생산 확대로 올해 150~200억원, '21년 300억원 이상이 기대된다. 코로나19로 인한 의약품 생산 공급 부족 상황으로 **CMO CAPA 여유가 있는 디엠바이오 수주 확대 가능성**이 있다. 디엠바이오는 **항체와 재조합백신 생산이 가능한 CAPA를 보유**하고 있다.

>>> 알려지지 않은 성장 사업부, 저평가된 가치

연간 400억원 이상의 당기순이익을 기록하는 지분 100% 자회사 동아제약의 지속성장 및 수요 확대로 인한 증설 결정한 에스티팜 지분(33%) 가치 상승 등에도 최근 동사의 기업가치에는 큰 변화가 없었다. 향후 **항체 및 재조합백신 CAPA 여유가 있는 DM Bio의 수주 확대 가능성과 언택트로 인한 물류 산업 성장 및 코로나19 백신 유통 문제 등이 부각되며 용마로지스의 가치 재평가**가 기대된다. 동사의 적정 기업가치는 약 1.36조원(아래 표 참고)으로 현재 가치 대비 현격히 저평가 되어있다고 판단된다.

동아쏘시오홀딩스 지분 구조



자료: 동아쏘시오홀딩스, 키움증권 리서치센터

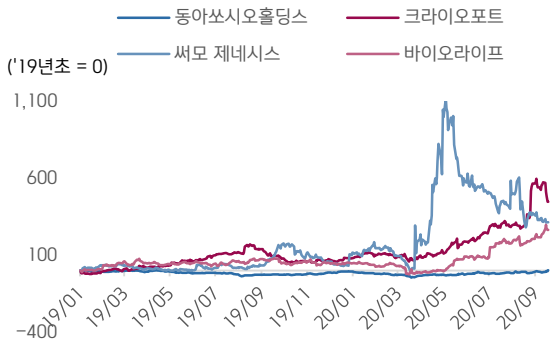
동아쏘시오홀딩스 적정 가치 산정 내역

(억 원)

자회사	가치	지분율	할인	순이익('20E)	PER	비고
동아제약	6,480	100%	-	432	15	순이익_참고) '19년 당기순이익 422 억원. PER_참고) 펩시 25 배, 코라콜라 27 배. 평균의 60% 할인. 광동제약 '19년 PER 은 25 배
용마로직스	1,236	100%	-	88	14	순이익_참고) '19년 당기순이익 81 억원. PER_참고) CJ 대한통울 12m PER 27.7 배 50% 할인
DM 바이오	2,759	51%	-	168	47	- Peer 시총, 바이넥스 CAPA 12,000 리터 보유 시가총액 약 1 조원. DMbio CAPA 8,000 리터로 바이넥스의 65%. 1 조*0.65*51%=3,300 억원. - 5 년뒤 최대 매출 700 억원, OPM 30%. PER 론자/우시/Catalent/SK 케미칼/바이넥스 평균 68 배에 30% 할인. 할인을 8%.
에스티팜	2,041	33%	40%			3 개월 평균 시가총액에 할인 적용
동아에스티	1,101	23%	40%			3 개월 평균 시가총액에 할인 적용
합산 가치	13,618					

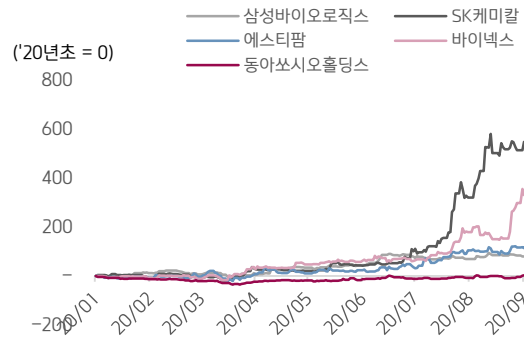
자료: 키움증권 리서치센터

콜드체인 업체 누적 수익률 추이



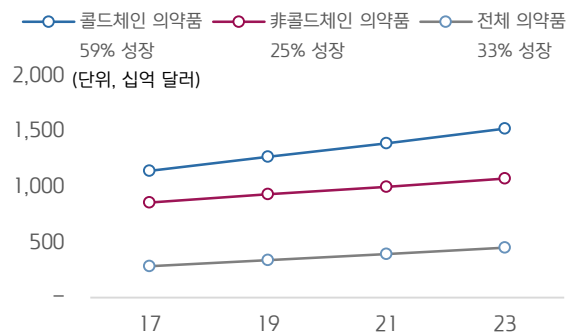
자료: Bloomberg, 키움증권

국내 CMO 업체 누적 수익률 추이



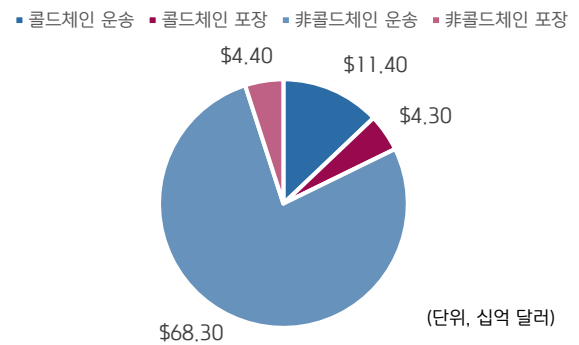
자료: DataGuide, 키움증권

글로벌 바이오제약 매출액 예측('17~'23)



자료: 파마슈티컬 커머스, 키움증권

바이오제약 물류비 예측('19)



자료: 파마슈티컬 커머스, 키움증권

파이프라인 현황

회사	코드명 (브랜드명)	특성	적응증	연구 개발 단계				현황	파트너
				전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상		
홀딩스	DMB-3115	Ustekinumab BS	건선	EU				1상 중	Meiji Seika
	DA-1229 (Suganon®)	DPP4 저해제	2형 당뇨병	IND/LatAm/RUS				현지 임상 완료 /국가별 허가진행	Alkem 인도발매 Eurofarma, Geropharm 러 시아 발매
			대동맥판막 석회화증	KR				2상 중	REDNVIA (구TYRED)
	DA-8010	M3 antagonist	과민성 방광	EU	KR	국내 2상 완료			
에스티	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
에스티팜	DA-9805	목단피/시호/백지	파킨슨병	US				2a 완료	
	STP0404		AIDS	EU				1상 중	
	STP1002		대장암	US				1상 중	

자료: 동아쏘시오홀딩스, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
매출액	704.7	726.2	690.3	707.5	769.7
매출원가	437.9	442.9	444.5	471.8	504.7
매출총이익	266.8	283.3	245.8	235.7	265.0
판관비	202.4	207.3	192.4	185.1	212.1
영업이익	64.4	76.0	53.4	50.5	52.8
EBITDA	90.7	103.4	76.5	74.7	98.4
영업외손익	29.7	121.8	-6.2	-223.7	-14.1
이자수익	2.3	1.6	2.4	2.2	2.0
이자비용	13.7	9.5	12.0	12.0	13.4
외환관련이익	2.2	1.2	0.2	1.7	0.8
외환관련손실	3.0	2.4	3.6	0.5	0.6
종속 및 관계기업손익	7.4	10.3	6.8	-11.7	-4.3
기타	34.5	120.6	0.0	-203.4	1.4
법인세차감전이익	94.1	197.8	47.1	-173.1	38.7
법인세비용	27.5	22.1	14.6	-9.2	18.7
계속사업손익	66.6	175.7	32.5	-163.9	20.0
당기순이익	66.6	175.7	32.5	-163.9	20.0
지배주주순이익	47.9	149.1	32.5	-164.0	19.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.7	3.1	-4.9	2.5	8.8
영업이익 증감율	209.2	18.0	-29.7	-5.4	4.6
EBITDA 증감율	114.0	14.0	-26.0	-2.4	31.7
지배주주순이익 증감율	2,691.4	211.3	-78.2	-604.6	-112.1
EPS 증감율	2,567.0	183.6	-81.3	적전	흑전
매출총이익률(%)	37.9	39.0	35.6	33.3	34.4
영업이익률(%)	9.1	10.5	7.7	7.1	6.9
EBITDA Margin(%)	12.9	14.2	11.1	10.6	12.8
지배주주순이익률(%)	6.8	20.5	4.7	-23.2	2.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
영업활동 현금흐름	80.9	30.5	84.5	58.3	96.8
당기순이익	66.6	175.7	32.5	-163.9	20.0
비현금항목의 가감	40.6	-62.6	54.6	250.2	89.1
유형자산감가상각비	23.7	24.6	20.6	21.5	41.1
무형자산감가상각비	2.6	2.8	2.5	2.7	4.5
지분법평가손익	-77.3	-112.8	-28.5	-221.9	-43.2
기타	91.6	22.8	60.0	447.9	86.7
영업활동자산부채증감	-16.0	-63.0	17.7	-26.7	-9.8
매출채권및기타채권의감소	3.2	-39.5	34.2	-7.0	-1.9
재고자산의감소	-29.1	-10.0	10.8	-4.2	6.7
매입채무및기타채무의증가	12.6	-11.7	3.8	3.4	7.6
기타	-2.7	-1.8	-31.1	-18.9	-22.2
기타현금흐름	-10.3	-19.6	-20.3	-1.3	-2.5
투자활동 현금흐름	-106.9	-66.9	-26.3	-75.1	-116.1
유형자산의 취득	-96.9	-64.5	-25.0	-25.1	-44.9
유형자산의 처분	0.4	3.2	1.1	0.8	0.8
무형자산의 순취득	-14.3	-0.3	-4.2	-6.9	0.0
투자자산의감소(증가)	-96.1	-319.6	9.1	166.9	-22.2
단기금융자산의감소(증가)	-2.0	1.8	-1.8	-1.7	-48.9
기타	102.0	312.5	-5.5	-209.1	-0.9
재무활동 현금흐름	11.1	12.5	27.3	-56.1	-1.7
차입금의 증가(감소)	56.1	11.7	35.7	-38.1	31.6
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	14.8	14.8	7.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	4.6	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-5.4	-7.0	-6.1	-6.1	-6.1
기타	-54.4	-11.6	-9.7	-11.9	-27.2
기타현금흐름	0.1	-0.1	-1.9	0.8	0.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-14.8	-24.1	83.6	-72.0	-20.7
기초현금 및 현금성자산	134.8	120.0	95.9	179.5	107.5
기말현금 및 현금성자산	120.0	95.9	179.5	107.5	86.8

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
유동자산	373.0	302.5	353.9	291.7	315.3
현금 및 현금성자산	120.0	95.9	179.5	107.5	86.8
단기금융자산	4.3	2.4	4.3	5.9	54.8
매출채권 및 기타채권	91.3	114.5	83.9	91.8	93.3
재고자산	154.7	85.6	77.3	81.4	74.7
기타유동자산	2.7	4.1	8.9	5.1	5.7
비유동자산	850.5	1,099.7	1,105.5	950.2	1,043.3
투자자산	372.4	702.3	700.0	521.4	539.3
유형자산	440.8	355.2	338.8	347.0	371.0
무형자산	22.5	18.4	26.5	48.1	45.7
기타비유동자산	14.8	23.8	40.2	33.7	87.3
자산총계	1,223.5	1,402.2	1,459.4	1,241.9	1,358.6
유동부채	535.5	444.0	323.0	319.9	414.4
매입채무 및 기타채무	112.4	84.1	75.9	81.3	91.7
단기금융부채	390.1	332.0	227.1	220.2	306.8
기타유동부채	33.0	27.9	20.0	18.4	15.9
비유동부채	85.3	82.3	222.2	186.3	197.3
장기금융부채	39.9	29.3	171.5	150.7	161.7
기타비유동부채	45.4	53.0	50.7	35.6	35.6
부채총계	620.9	526.4	545.2	506.2	611.7
지배자본	521.6	875.9	912.8	734.2	745.1
자본금	23.3	30.3	30.7	30.7	30.7
자본잉여금	165.5	365.0	374.4	368.2	368.2
기타자본	-200.0	-197.9	-197.9	-197.9	-197.9
기타포괄손익누계액	53.2	57.3	57.6	55.2	59.6
이익잉여금	479.5	621.2	647.9	478.0	484.6
비지배자본	81.0	0.0	1.5	1.6	1.8
자본총계	602.6	875.9	914.2	735.8	746.9
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	10,011	28,395	5,310	-26,714	3,220
BPS	107,237	144,762	148,700	119,609	121,392
CFPS	22,422	21,537	14,218	14,065	17,765
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주기배수(배)					
PER	16.9	5.5	24.1	-4.1	33.4
PER(최고)	24.7	8.6	31.4		
PER(최저)	10.5	4.5	19.7		
PBR	1.58	1.08	0.86	0.91	0.89
PBR(최고)	2.31	1.69	1.12		
PBR(최저)	0.98	0.88	0.70		
PSR	1.15	1.13	1.14	0.95	0.86
PCFR	7.6	7.3	9.0	7.7	6.1
EV/EBITDA	13.0	11.7	13.1	12.4	10.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	7.0	3.4	18.9	-3.7	30.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9
ROA	5.8	13.4	2.3	-12.1	1.5
ROE	9.5	21.3	3.6	-19.9	2.7
ROIC	8.7	12.3	8.9	6.9	6.5
매출채권회전율	7.7	7.1	7.0	8.1	8.3
재고자산회전율	5.1	6.0	8.5	8.9	9.9
부채비율	103.0	60.1	59.6	68.8	81.9
순차입금비율	50.7	30.0	23.5	35.0	43.8
이자보상배율	4.7	8.0	4.4	4.2	3.9
총차입금	430.0	361.4	398.6	370.9	468.5
순차입금	305.7	263.0	214.8	257.5	326.9
NOPLAT	90.7	103.4	76.5	74.7	98.4
FCF	-49.9	-32.9	53.6	-1.7	24.8

Compliance Notice

- 당사는 9월 18일 현재 ‘동아쏘시오홀딩스 (000640)’ 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%