

## 동아쏘시오홀딩스(000640/KS)

# 자회사 가치 상승과 지주사 성장 잠재력 제고

## 매수(유지)

T.P 280,000 원(상향)

### Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

### Company Data

자본금	233 억원
발행주식수	486 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	9,474 억원

### 주요주주

강정석(외31)	31.69%
국민연금공단	13.46%
외국인지분률	16.60%
배당수익률	0.50%

### Stock Data

주가(16/01/25)	208,500 원
KOSPI	1893.43 pt
52주 Beta	1.17
52주 최고가	235,000 원
52주 최저가	105,500 원
60일 평균 거래대금	50 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	23.8%	31.2%
6개월	-1.0%	8.8%
12개월	83.7%	87.7%

동아쏘시오홀딩스의 6개월 목표주가를 280,000 원으로 상향 조정한다. 최근 자회사 주가 상승으로 지분(상장)가치가 상승하고 있으며, 비상장 자회사 가치평가에서 2016년 실적 추정치로 대체하여 산정한 결과이다. 향후 상위 제약 지주사는 제약/바이오 벤처기업의 M&A 나 신약 Pipe line 제휴 등으로 기업가치를 상승시킬 수 있는 다양한 전략을 구사할 수 있다. 제약/바이오에서 대표적인 지주사인 동아쏘시오홀딩스의 전망이 매우 밝다.

### 자회사 가치를 재평가하여 목표주가 280,000 원으로 상향 조정

동아쏘시오홀딩스의 6개월 목표주가를 280,000 원으로 상향 조정한다. 목표주가를 상향 조정 이유는 자회사 지분가치를 재평가한 결과이다. 최근 사업자회사 동아에스티의 주가상승폭이 컸다. 그외 동아제약과 에스티팜, 용마로지스, 수석 등의 기업가치 평가에서 2015년에서 2016년 추정이익으로 대체함에 따라 목표주가 상승요인이 있었다. 이 중에서 동아제약은 박카스 매출이 호조를 보이고 있으며 KT&G와 유통채널 공유에 대한 MOU 체결로 인한 긍정적인 효과도 기대된다. 동아에스티도 비록 상장가치로 평가했지만 2016년에 진전될 신약Pipe line 가치와 시백스트로의 가치상승 등을 감안한다면 기업가치는 상장가치를 크게 상회할 것이다. 이렇게 보면 새롭게 제시한 동아쏘시오 목표주가는 아직도 보수적인 수준으로 평가할 수 있다.

### 상위 제약 지주사 가치 상승 잠재력 크다

상위 제약사들은 제약사업에 대한 성장전략을 기존의 내수시장 방어와 R&D 투자확대를 통한 신약 Pipe line 가치 제고, 해외시장 개척 등으로 집중하고 있다. 특히 금년 1월에 한미약품이 개최한 오픈이노베이션포럼에서 HM 벤처스를 설립하여 제약/바이오기업의 M&A 나 Pipe line 제휴 등의 다양한 전략을 발표한 바 있다. 동아쏘시오홀딩스를 비롯한 주요 제약 지주사들도 이와 같이 지주사를 활용하여 M&A와 신약개발 등에서 그룹의 가치를 제고하는 다양한 전략을 구사할 수 있을 것이다. 고성장하는 제약/바이오섹터에서 중심역할을 하는 상위 제약사와 자회사 지분가치상승, 그리고 지주사가 창출하는 신규가치를 감안할 경우 상위 제약 지주사에 대한 투자 매력은 시간이 지날수록 확대될 것이다. 동아쏘시오홀딩스는 그 중에서도 가장 매력적인 투자후보 기업 중의 하나라고 평가한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	3,114	735	722	692	750	790
yoy	%	-65.7	-76.4	-1.8	-4.2	8.4	5.3
영업이익	억원	165	-237	54	67	80	93
yoy	%	-83.1	적전	흑전	23.7	19.5	15.8
EBITDA	억원	445	-157	107	105	99	110
세전이익	억원	169	-221	97	420	76	83
순이익(지배주주)	억원	677	-112	64	410	61	67
영업이익률%	%	5.3	-32.2	7.5	9.7	10.7	11.8
EBITDA%	%	14.3	-21.3	14.8	15.2	13.2	13.9
순이익률	%	21.8	-15.2	8.8	59.2	8.1	8.5
EPS	원	1,061	-3,708	1,393	8,566	1,252	1,372
PER	배	115.2	N/A	87.2	19.8	166.5	152.0
PBR	배	2.0	2.0	1.6	2.0	2.4	2.4
EV/EBITDA	배	30.5	-44.1	62.8	88.2	115.6	104.1
ROE	%	9.2	-2.1	1.8	10.4	1.5	1.6
순차입금	억원	1,220	491	1,224	1,311	1,713	1,684
부채비율	%	91.1	68.9	64.6	56.5	56.6	57.0

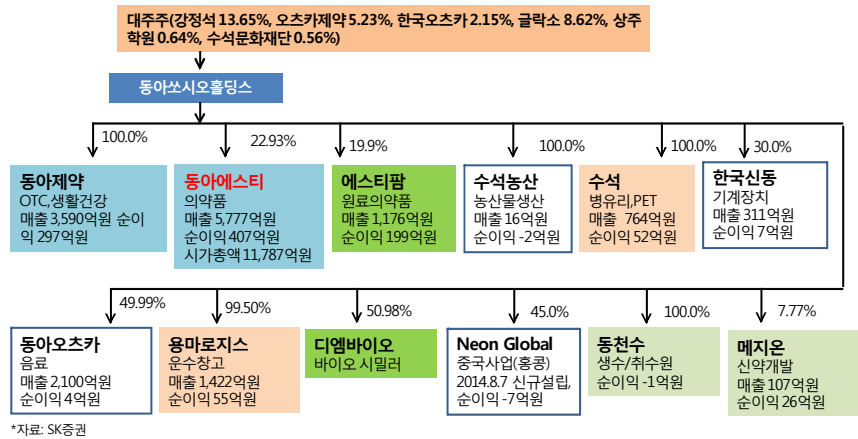
### 동아쏘시오홀딩스 주가 밸류에이션

(단위: 억원배)

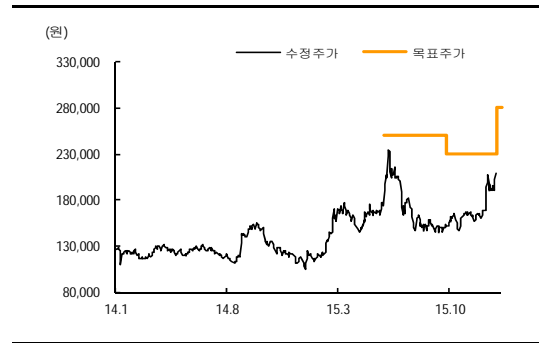
동아쏘시오 사업가치			
용역및 브랜드 사용료			341
기타			1
합계			342
순이익률			1%
순이익			3
PER			15
<b>동아쏘시오 자체 사업가치</b>			<b>51</b>
동아제약 사업가치			
2016년 매출액			3,877
순이익	Forward	100%	320
PER			20
사업가치			6,407
순현금			44
<b>동아제약 기업가치</b>			<b>6,451</b>
동아에스티 시가총액			13,932
지분율			22.93%
<b>동아에스티지분가치</b>			<b>3,195</b>
에스티팜			
매출			1,529
순이익			221
PER			20
기업가치			4,410
지분율			19.90%
<b>에스티팜 지분가치</b>			<b>878</b>
메지온 시가총액			2,350
지분율			7.77%
<b>메이지온 지분가치</b>			<b>183</b>
디엠비			
바이넥스시가총액			5,717
바이넥스의 30% 평가			1,715
<b>디엠비</b>			<b>875</b>
사업가치 및 자회사가치 중간 합계			11,632
<b>용마로지스</b>	<b>99.50%</b>		<b>1,004</b>
수석	100.00%		825
기타계열사지분가치(장부가치)			927
추가계열사 합계			2,756
<b>사업가치 및 자회사가치 합계</b>			<b>14,388</b>
순차입금			947
<b>기업가치합계</b>			<b>13,441</b>
주식수			4,732,617
<b>적정주가</b>			<b>283,999</b>

자료: SK 증권

### 동아쏘시오홀딩스 지배구조



투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.01.26	매수	280,000원
	2015.11.17	매수	230,000원
	2015.10.23	매수	230,000원
	2015.06.25	매수	250,000원



### Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 1월 26일 기준)

매수	94.7%	중립	5.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	1,666	1,114	1,465	1,482	1,530
현금및현금성자산	1,513	972	685	283	311
매출채권및기타채권	95	90	287	303	319
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	4,087	4,928	5,071	5,060	5,033
장기금융자산	954	78	263	263	263
유형자산	1,238	1,498	445	430	417
무형자산	43	36	31	27	24
<b>자산총계</b>	5,753	6,043	6,536	6,541	6,563
<b>유동부채</b>	1,921	2,317	2,316	2,332	2,348
단기금융부채	1,636	2,226	2,027	2,027	2,027
매입채무 및 기타채무	244	60	193	203	214
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	425	53	43	33	33
장기금융부채	406	3	2	2	2
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	2,346	2,370	2,359	2,365	2,382
<b>지배주주지분</b>	3,407	3,672	4,177	4,176	4,181
자본금	217	224	233	233	233
자본잉여금	1,274	1,464	1,609	1,609	1,609
기타자본구성요소	-1,933	-1,933	-1,933	-1,933	-1,933
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	4,055	3,844	4,204	4,218	4,238
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	3,407	3,672	4,177	4,176	4,181
<b>부채외자본총계</b>	5,753	6,043	6,536	6,541	6,563

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	-102	-330	-182	70	103
당기순이익(손실)	-112	64	410	61	67
비현금성항목등	150	-225	-492	38	43
유형자산감가상각비	72	47	33	15	13
무형자산상각비	8	6	5	4	4
기타	85	50	136	-23	-23
운전자본감소(증가)	27	-154	-95	-17	10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-35	46	-199	-15	-16
재고자산감소(증가)	-15	0	-4	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	236	-183	155	10	11
기타	-159	-16	-47	-12	15
법인세납부	-167	-15	-5	-12	-17
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,304	-289	93	-390	8
금융자산감소(증가)	-409	-367	304	0	0
유형자산감소(증가)	-936	-306	-110	0	0
무형자산감소(증가)	-1	2	0	0	0
기타	43	382	-100	-390	8
<b>재무활동현금흐름</b>	-658	77	-201	-82	-82
단기금융부채증가(감소)	1,070	200	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	395	0	0	0	0
자본의증가(감소)	55	0	148	0	0
배당금의 지급	-107	-43	-47	-47	-47
기타	-2,072	-79	-304	-36	-36
현금의 증가(감소)	-2,065	-542	-287	-402	-29
기초현금	3,578	1,513	972	685	283
기말현금	1,513	972	685	283	311
FCF	295	-359	-53	79	101

자료 : 동아쏘시오홀딩스, SK증권

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	735	722	692	750	790
<b>매출원가</b>	441	239	210	242	254
<b>매출총이익</b>	294	483	482	508	535
매출총이익률 (%)	40.0	66.9	69.6	67.8	67.8
<b>판매비와관리비</b>	531	428	414	428	442
영업이익	-237	54	67	80	93
영업이익률 (%)	-32.2	7.5	9.7	10.7	11.8
비영업손익	16	43	352	-4	-10
<b>순금융비용</b>	14	50	58	26	31
외환관련손익	30	10	-1	-1	-1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-5	7	561	0	0
세전계속사업이익	-221	97	420	76	83
세전계속사업이익률 (%)	-30.1	13.5	60.7	10.2	10.6
계속사업법인세	-5	33	10	15	17
<b>계속사업이익</b>	-216	64	410	61	67
중단사업이익	104	0	0	0	0
*법인세효과	16	0	0	0	0
당기순이익	-112	64	410	61	67
<b>순이익률 (%)</b>	-15.2	8.8	59.2	8.1	8.5
지배주주	-112	64	410	61	67
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-15.22	8.82	59.24	8.12	8.45
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	-362	111	395	46	52
지배주주	-362	111	395	46	52
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	-157	107	105	99	110

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-764	-1.8	-4.2	8.4	5.3
영업이익	적전	흑전	23.7	19.5	15.8
세전계속사업이익	적전	흑전	332.1	-81.9	9.6
EBITDA	적전	흑전	-2.0	-5.4	10.7
EPS(계속사업)	적전	흑전	515.0	-85.4	9.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-2.1	1.8	10.4	1.5	1.6
ROA	-1.1	1.1	6.5	0.9	1.0
EBITDA마진	-21.3	14.8	15.2	13.2	13.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	86.8	48.1	63.3	63.5	65.1
부채비율	68.9	64.6	56.5	56.6	57.0
순자임금/자기자본	144	33.3	31.4	41.0	40.3
EBITDA/이자비용(배)	-2.7	1.4	1.4	2.8	3.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-3,708	1,393	8,566	1,252	1,372
BPS	74,929	78,320	85,869	85,854	85,959
CFPS	-544	2,544	9,353	1,639	1,716
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	111.3	27.4	166.5	152.0
PER(최저)	N/A	79.3	12.3	135.0	123.2
PBR(최고)	2.2	2.0	2.7	2.4	2.4
PBR(최저)	1.4	1.4	1.2	2.0	2.0
PCR	-271.0	47.8	18.1	127.2	121.5
EV/EBITDA(최고)	-94.6	74.8	114.2	115.6	104.1
EV/EBITDA(최저)	-30.8	56.7	57.9	97.0	87.3