

# 동아쏘시오홀딩스(000640/KS)

## 자회사 실적개선으로 보유 지분가치 상승

### 매수(유지)

T.P 280,000 원(유지)

#### Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

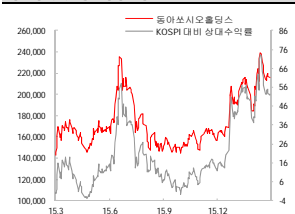
#### Company Data

자본금	233 억원
발행주식수	497 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	10,317 억원
주요주주	
강정석(외30)	29.93%
국민연금공단	13.15%
외국인지분률	16.70%
배당수익률	0.50%

#### Stock Data

주가(16/03/16)	216,000 원
KOSPI	1969.97 pt
52주 Beta	1.18
52주 최고가	239,500 원
52주 최저가	143,000 원
60일 평균 거래대금	74 억원

#### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.4%	11.0%
6개월	45.0%	42.6%
12개월	48.5%	49.6%

동아쏘시오홀딩스의 기업가치가 상승하고 있다. 동아제약과 수석, 용마로지스 등의 자회사 실적이 안정적으로 나타나고, 특히 19.9% 지분이 있는 에스티팜의 매출액이 항바이러스 API 수출호조로 2015 년에 43.1% 증가한 1,381 억원을 기록했다. 금년에도 20% 이상 성장할 전망이고 상장에 대한 뉴스도 발표되고 있다. 2016 년에 자회사의 실적개선을 바탕으로 지주사의 기업가치가 상승할 것으로 전망한다. 추가적 주가상승도 가능하다.

### 2016년에는 보유 자회사 지분가치 상승 전망

2015 년 개별기준 영업실적이 악화된 것은 동아제약의 투자수요증가로 지주사향 배당을 크게 줄인 결과이다. 동아쏘시오홀딩스의 매출액은 브랜드 및 수수료 수입과 배당으로 구성되어 있다. 브랜드 및 수수료 매출은 큰 차이가 없었다. 현재 동아쏘시오홀딩스의 기업가치는 자회사 지분가치가 대부분이다. **동아쏘시오홀딩스의 기업가치는 향후 에스티팜의 실적개선에 따라 크게 증가할 것으로 추정한다.** 이미 발표된 감사보고서에서 에스티팜의 매출액이 2014 년 965 억원에서 2015 년에는 43.1% 증가한 1,381 억원이고, 2016 년에도 20% 이상 성장할 전망이다. 항바이러스 API 수출이 대폭 증가하는 결과로 평가한다. 그외 동아제약과 용마로지스, 수석 등도 안정적인 영업실적을 기록한 것으로 추정한다. 이들 자회사의 2016 년 실적 전망도 긍정적이다. 동아에스티도 2016년에는 DA-9801 의 FDA 임상 진전여부, 기타 신약 Pipeline 가치와 시백스트로의 가치상승 등을 감안한다면 기업가치가 추가적으로 상승할 가능성이 높다.

### 자회사 에스티팜 상장 가능성 대두

계열사 에스티팜(지분 19.9%)은 금년 4 월에 상장 예비심사를 청구한다는 뉴스 보도도 있었다. 동사는 최근 영업실적이 개선되고 있으며 동아쏘시오그룹의 지주사 형태를 완성시키기 위해서는 상장(지주회사 요건을 충족시키려면 비상장사 40%, 상장사 20% 보유) 필요성이 있다. 에스티팜은 최근 매출이 급속도로 증가하고 있으며 대장암 치료제 후보물질 STP06-1002 에 대해 범부처 신약개발단과 연구개발 협약을 체결하기도 했다. 상장이 된다면 높은 기업가치로 평가 받을 것으로 추정한다.

### 목표주가 280,000 원 유지

수정된 2016 년 자회사 실적추정치를 바탕으로 동아쏘시오홀딩스의 목표주가를 재계산해 보면 290,000 만원 내외이다(뒷페이지 표 참조). 그러나 이 정도는 자회사 주가변동에 의해 커버될 수 있는 수준이므로 기존의 280,000 원을 유지한다.

#### 영업실적 및 투자지표(개별기준)

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	3,114	735	722	489	737	776
yoy	%	-65.7	-76.4	-1.8	-32.3	50.8	5.3
영업이익	억원	165	-237	54	-73	64	83
yoy	%	-83.1	적전	흑전	적전	흑전	29.0
EBITDA	억원	445	-157	107	-35	83	99
세전이익	억원	169	-221	97	314	91	104
순이익(지배주주)	억원	677	-112	64	264	73	84
영업이익률%	%	5.3	-32.2	7.5	-14.9	8.7	10.6
EBITDA%	%	14.3	-21.3	14.8	-7.2	11.2	12.8
순이익률	%	21.8	-15.2	8.8	54.0	9.8	10.8
EPS	원	1,061	-3,708	1,393	5,523	1,460	1,683
PER	배	115.2	N/A	87.2	30.7	148.0	128.4
PBR	배	2.0	2.0	1.6	2.1	2.7	2.6
EV/EBITDA	배	30.5	-44.1	62.8	-266.5	148.0	123.3
ROE	%	9.2	-2.1	1.8	6.9	1.8	2.1
순차입금	억원	1,220	491	1,224	1,430	1,913	1,902
부채비율	%	91.1	68.9	64.6	53.2	58.2	58.3

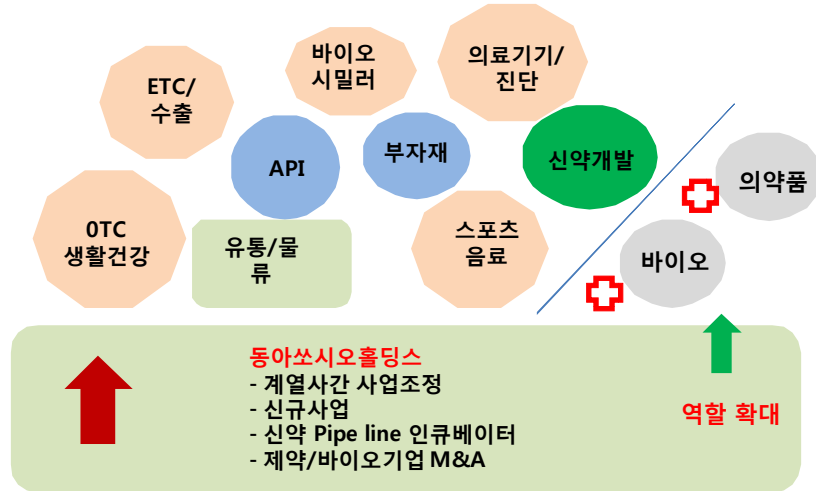
**동아쏘시오홀딩스 주가 밸류에이션**

(단위: 억원)

<b>동아쏘시오 사업가치</b>			
용역및 브랜드 사용료			328
기타			1
합계			329
순이익률			1%
순이익			3
PER(배)			15
동아쏘시오 자체 사업가치			49
<b>동아제약</b>			
2016년 매출액(E)			3,877
순이익(E)	Forward	100%	320
PER(배)			20
사업가치			6,407
순현금			44
동아제약 기업가치			6,451
<b>동아에스티 시가총액</b>			12,832
지분율			22.93%
동아에스티지분가치			2,942
<b>에스티팜</b>			
매출(2016년 E)			1,857
순이익(보수적으로 추정)			365
PER(배)			20
기업가치			7,310
지분율			19.90%
에스티팜 지분가치			1,455
<b>메지온 시가총액</b>			2,146
지분율			6.52%
메지온 지분가치			140
<b>디엠비</b>			
바이넥스시가총액			6,711
바이넥스의 30% 평가			2,013
디엠비			1,027
<b>계열사가치 중간 합계</b>			<b>12,064</b>
용마로시스	99.50%		1,004
수석	100.00%		825
기타계열사지분가치(장부가치)			927
추가계열사 합계			2,756
<b>기업가치 합계</b>			<b>14,820</b>
순차입금			1,057
<b>기업가치할계</b>			<b>13,763</b>
주식수취			4,732,617
<b>적정주가(원)</b>			<b>290,809</b>

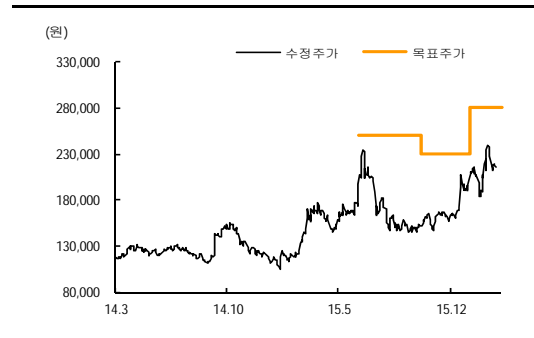
자료: SK 증권

동아쏘시오그룹의 주요 사업부문



\*자료: SK증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.03.18	매수	280,000원
	2016.02.01	매수	280,000원
	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 3월 18일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	1,666	1,114	1,086	1,265	1,295
현금및현금성자산	1,513	972	566	83	94
매출채권및기타채권	95	90	72	289	304
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	4,087	4,928	5,088	5,128	5,135
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	6,174	6,394	6,430
<b>유동부채</b>	1,921	2,317	2,100	2,318	2,334
단기금융부채	1,636	2,226	2,027	2,027	2,027
매입채무 및 기타채무	244	60	49	194	204
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	2,143	2,352	2,367
<b>지배주주지분</b>	3,407	3,672	4,031	4,042	4,063
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	4,058	4,084	4,120
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	3,407	3,672	4,031	4,042	4,063
<b>부채외자본총계</b>	5,753	6,043	6,174	6,394	6,430

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	-102	-330	-301	-7	89
당기순이익(손실)	-112	64	264	73	84
비현금성항목등	150	-225	-487	10	16
유형자산감가상각비	72	47	33	15	13
무형자산상각비	8	6	5	4	4
기타	85	50	101	-57	-57
운전자본감소(증가)	27	-154	-33	-75	11
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-35	46	16	-217	-15
재고자산감소(증가)	-15	0	-4	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	236	-183	11	146	10
기타	-159	-16	-56	-4	16
법인세납부	-167	-15	-45	-15	-21
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,304	-289	93	-394	5
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	-393	5
<b>재무활동현금흐름</b>	-658	77	-201	-82	-83
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	-48
기타	-2,072	-79	-304	-36	-36
현금의 증가(감소)	-2,065	-542	-406	-483	11
기초현금	3,578	1,513	972	566	83
기말현금	1,513	972	566	83	94
FCF	295	-359	-168	8	94

자료 : 동아쏘시오홀딩스, SK증권

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	735	722	489	737	776
<b>매출원가</b>	441	239	195	239	251
<b>매출총이익</b>	294	483	294	499	525
매출총이익률 (%)	40.0	66.9	60.1	67.6	67.6
<b>판매비와관리비</b>	531	428	367	435	442
영업이익	-237	54	-73	64	83
영업이익률 (%)	-32.2	7.5	-14.9	8.7	10.6
비영업손익	16	43	387	27	22
<b>순금융비용</b>	14	50	58	30	34
외환관련손익	30	10	-1	-1	-1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-5	7	561	0	0
세전계속사업이익	-221	97	314	91	104
세전계속사업이익률 (%)	-30.1	13.5	64.3	12.3	13.5
계속사업법인세	-5	33	50	18	21
<b>계속사업이익</b>	-216	64	264	73	84
중단사업이익	104	0	0	0	0
*법인세효과	16	0	0	0	0
당기순이익	-112	64	264	73	84
<b>순이익률 (%)</b>	-15.2	8.8	54.0	9.8	10.8
지배주주	-112	64	264	73	84
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-15.22	8.82	54.03	9.84	10.77
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	-362	111	249	58	69
지배주주	-362	111	249	58	69
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	-157	107	-35	83	99

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-764	-1.8	-32.3	50.8	5.3
영업이익	적전	흑전	적전	흑전	29.0
세전계속사업이익	적전	흑전	223.6	-71.2	15.3
EBITDA	적전	흑전	적전	흑전	19.9
EPS(계속사업)	적전	흑전	296.5	-73.6	15.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-2.1	1.8	6.9	1.8	2.1
ROA	-1.1	1.1	4.3	1.2	1.3
EBITDA마진	-21.3	14.8	-7.2	11.2	12.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	86.8	48.1	51.7	54.6	55.5
부채비율	68.9	64.6	53.2	58.2	58.3
순자임금/자기자본	144	33.3	35.5	47.3	46.8
EBITDA/이자비용(배)	-2.7	1.4	-0.5	2.3	2.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-3,708	1,393	5,523	1,460	1,683
BPS	74,929	78,320	82,877	81,271	81,690
CFPS	-544	2,544	6,310	1,839	2,020
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	111.3	42.6	164.0	142.3
PER(최저)	N/A	79.3	19.1	115.8	100.4
PBR(최고)	2.2	2.0	2.8	3.0	2.9
PBR(최저)	1.4	1.4	1.3	2.1	2.1
PCR	-271.0	47.8	26.9	117.5	106.9
EV/EBITDA(최고)	-94.6	74.8	-343.9	161.6	134.6
EV/EBITDA(최저)	-30.8	56.7	-176.1	118.7	98.9