



Portfolio에 약이되는 Analyst **김미현**입니다.

(02)3770-3547

miriam.kim@tongyang.co.kr

동양증권

동아제약 (000640)

기분좋은 분할 예상

투자의견: **BUY (M)**

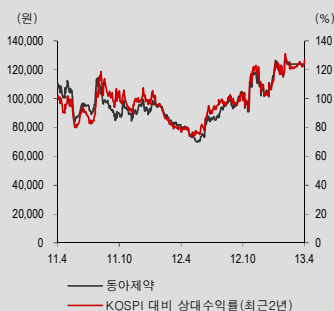
목표주가: **150,000원 (M)**

제약/바이오

주가	124,000원
자본금	585억원
시가총액	13,807억원
주당순자산	63,923원
부채비율	65.49%
총발행주식수	4,546,865주
60일 평균 거래대금	53억원
60일 평균 거래량	42,896주
52주 고	128,500원
52주 저	69,700원
외인지분율	25.63%
주요주주	강신호 외 21인 26.10%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	0.0	4.6	57.4
상대	(4.4)	(4.2)	(5.0)
절대(달러환산)	(4.0)	(1.7)	56.7



자료: Datastream



Why This Report

제약/바이오 섹터에 대한 관심이 아직도 많습디만, 주가가 크게 오른 종목이 속출하면서 새롭게 실만한 종목에 대한 고민이 깊어지고 있습니다. 이런 와중에 동아ST와 동아제약은 각각의 투자포인트를 가지고 있어, 분할 후 주가 흐름이 모두 양호할 것 같습니다. 특히 박카스라는 든실한 사업부를 가지고 있는 홀딩스에 대한 관심도 높은 상황입니다. 따라서 사업회사 Long, 홀딩스 Short이라는 일반적인 매매전략과는 다소 다른 접근이 필요하다고 판단됩니다^^

Investment Point

사업부의 분리로 경영권 강화 노력

▶ 동사는 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 낮다는 고질적인 문제를 가지고 있는데, 분할 이후 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 현재보다 상승하고, 향후 사업부가 여러 회사로 분할되면서 동사에 대해 중종 대두되는 M&A 가능성은 보다 낮아질 것으로 보인다.

지주사 및 사업회사 모두 양호한 주가흐름 가능

▶ 분할 전 시총(1.38조원) 대비 36% 상승여력 보유

- 총 적정시총 1.88조원 = 동아쏘시오홀딩스 0.50조원 + 동아 ST 1.38조원
- 동아쏘시오홀딩스 0.50조원 = 순자산가치(NAV) 0.72조원 x 지주사 할인 30%
- 동아 ST 1.38조원 = 2013년 순이익 598억원 x Target PE 23배

▶ 동아쏘시오홀딩스: 적정주가 110,000원, 적정시총 5천억원 추정

▶ 동아ST: 적정주가 180,000원, 적정시총 1.38조원 추정

동아쏘시오홀딩스 목표주가 11만원, 동아 ST 목표주가 18만원

- 일반의약품 및 박카스 사업부를 보유한 홀딩스도 양호한 주가흐름 예상
- 동아ST 최근 전문의약품 실적은 부진하나, 항생제 Tedizolid의 해외판권 매각 기대 유효

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	8,468	9,073	9,381	9,991	10,391
매출액증가율	5.7	7.1	3.4	6.5	4.0
영업이익	985	988	872	1,079	1,237
영업이익률	11.6	10.9	9.3	10.8	11.9
지배주주귀속 순이익	704	607	592	754	889
지배주주 귀속 EPS	6,430	5,447	5,313	6,770	7,985
증가율	6.3	-15.3	-2.5	27.4	17.9
PER	18.3	18.3	23.3	18.3	15.5
PBR	1.8	1.6	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	10.9	9.6	12.8	11.0	9.5
ROA	6.5	5.1	4.7	5.7	6.5
ROE	10.8	8.3	7.8	9.3	10.1

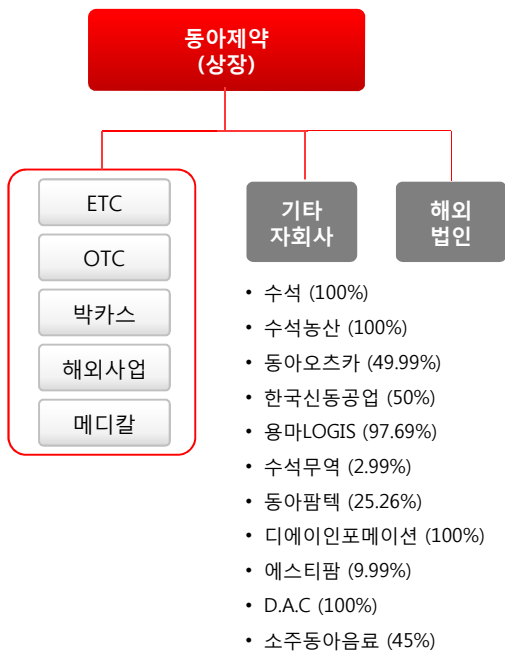
주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

■ 동아제약 지주사 전환 구조

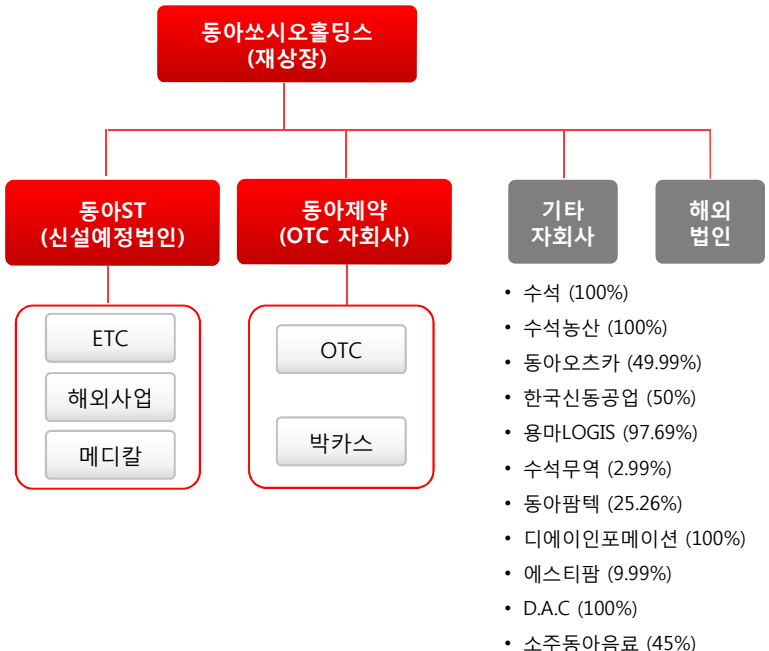
동사는 지난 3월 1일자 기준으로 인적분할과 물적분할을 동시에 추진하여, 기존의 동아제약을 동아 ST(신설법인: 전문의약품 사업부), 동아쏘시오홀딩스(존속법인: 기타 자회사 및 해외 법인) 및 동아제약(지주회사의 100% 자회사: 일반의약품 사업부)로 분할하여 4월 8일 재상장된다:

- 1) 인적분할을 통해 동아쏘시오홀딩스(지주회사) 및 동아ST(전문의약품 중심의 신설법인) 설립
- 2) 물적분할을 통해 동아제약(일반의약품 자회사) 설립

분할 전



분할 후



자료: 동양증권 리서치센터

자료: 동양증권 리서치센터

■ 사업부의 분리로 경영권 강화 노력

동사는 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 낮다는 고질적인 문제를 가지고 있는데, 분할 이후 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 현재보다 상승하고, 향후 사업부가 여러 회사로 분할되면서 동사에 대해 종종 대두되는 M&A 가능성은 보다 낮아질 것으로 보인다. 기존 동아제약 주식의 분할 비율은 약 0.37: 0.63 (동아쏘시오홀딩스:동아 ST)으로 기존 동아제약과 신설법인 (동아 ST)의 순자산 비율에 주로 근거하여 산정되었다. 한편 동아쏘시오홀딩스의 신주발행한도가 20%로 제한됨에 따라, 지주사 요건(상장사 지분율 20% 이상, 비상장사 지분율 40% 이상 유지)을 충족하기 위해 동아쏘시오홀딩스사 동아ST 지분을 추가적으로 매입할 가능성이 있다.

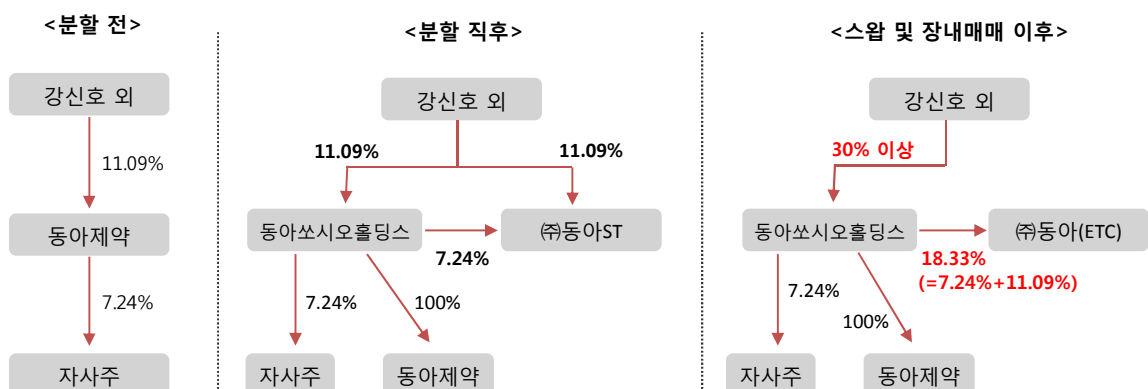
동아제약 주주 현황

주요 주주	주식의 종류	주식수	지분율
강신호 외	보통주	1,235,393	11.09%
GLAXO GROUP	보통주	1,103,674	9.91%
국민연금	보통주	1,058,709	9.51%
한미사이언스 외	보통주	969,647	8.71%
오츠카제약 외	보통주	881,714	7.92%
우리사주조합	보통주	759,135	6.82%
자기주식	보통주	806,641	7.24%
기타 주주	보통주	4,670,087	41.94%
보통주식 총수		11,135,000	100.00%
DM Bio (Meiji)	우선주	558,246	4.56%
Sanitas (국민연금 펀드)	우선주	555,555	4.54%
발행주식 총수		12,248,801	

주: 2012.12.31 기준. 자기주식은 2013.2.26 기준

자료: 동양증권 리서치센터

동아제약 분할 후 지분율 변화 추정



자료: 동양증권 리서치센터

■ 지주사 및 사업회사 모두 양호한 주가흐름 가능

1) 분할 전 시총(1.38조원) 대비 36% 상승여력 보유

- 총 적정시총 1.88조원 = 동아쏘시오홀딩스 0.50조원 + 동아 ST 1.38조원
- 동아쏘시오홀딩스 0.50조원 = 순자산가치(NAV) 0.72조원 x 지주사 할인 30%
- 동아 ST 1.38조원 = 2013년 순이익 598억원 x Target PE 23배

2) 동아쏘시오홀딩스: 적정주가 110,000원, 적정시총 5천억원 추정

지주회사인 동아쏘시오홀딩스는 동아제약(일반의약품 사업) 및 DM Bio(바이오신약/Biosimilar 사업) 등 의미있는 자회사를 보유하게 되므로 단순 지주회사보다 높은 Valuation 적용이 가능하다. 다만 올해는 분할 초년도로 동아쏘시오홀딩스 및 자회사, 사업회사 모두 10개월(3~12월)의 실적만 반영되기 때문에 실제 실적은 예상보다 낮게 보고될 가능성이 있다. 또한 존속법인인 동아쏘시오홀딩스가 KOSPI 200에 남아있게 되는데, 시가총액이 분할 전보다 크게 줄어들음에 따라(1.38조원에서 5천억원으로 감소) 인덱스 펀드에서 기계적인 매도가 발생할 것으로 보이는데, 이는 장기적으로 좋은 매수기회가 될 것으로 예상된다.

동아쏘시오홀딩스 Valuation

(단위: 억원)

주요 자회사	지분율	장부가	당기순손익 (2013F)	시가 (지분율 반영)	적정가	비고
동아제약 (일반의약품)	100.00%		360	4,316	4,316	PE 12x 적용
동아 ST (전문약품)	7.24%		598	996	996	PE 23x 적용
동아팜텍	25.26%	43		443	443	
수석	100.00%	472			472	
동아오츠카	49.99%	368			368	
용마 LOGIS	97.69%	222			222	
한국신동공업	50.00%	61			61	
수석농산	100.00%	43			43	
에스티팜	9.99%	13			13	
합계					6,934	
순차입금					-253	
기업가치 (Net Asset Value)					7,188	
적정 시가총액					5,031	지주사 할인 30% 적용
발행주식수 (우선주 포함)					4,546,865	
적정 주가					110,654	
기준가					139,000	
Upside					-20.4%	

자료: 동양증권 리서치센터

동아제약(일반의약품) 요약 재무제표						(단위: 억원)
	2009	2010	2011	2012F(분할 후)	2013F	YoY%
매출액	1,957	2,216	2,523	3,091	3,307	7.0%
영업이익	255	358	456	464	480	3.4%
OPM%	13.0%	16.1%	18.1%	15.0%	14.5%	
순이익					360	
NPM%					10.9%	
자산총액	756	628	749	997		

자료: 동양증권 리서치센터

3) 동아ST: 적정주가 180,000원, 적정시총 1.38조원 추정

동아 ST 는 올해 7~8%의 매출 성장을 목표로 하고 있는데, 사업부문별로는 전문의약품 매출 3% 성장, 수출 30% 이상 성장, 메디칼 매출 7% 성장이 예상된다. 동아 ST 는 최근 신제품의 부족과 리베이트 집중 조사로 인한 영업활동 위축으로 전문의약품 매출이 다소 부진한 상태이다. 한편 동아 ST 의 수퍼박테리아 항생제 DA-7218(Tedizolid)의 해외판권을 보유한 미국의 Trius Therapeutics 가 지난 3월 임상 3상을 완료하고 하반기 미국 FDA 에 신약 허가신청(NDA)을 할 예정이며, 내년 상반기 허가가 기대되고 있다. Tedizolid 의 신흥시장 판권은 Bayer 가 보유하고 있으며, 추가적으로 유럽판권 매각 등이 기대되고 있어 향후 주가에 Catalyst 가 될 것으로 보인다.

동아ST(전문의약품) 요약 재무제표						(단위: 억원)
	2009	2010	2011	2012F(분할 후)	2013F(동양)	YoY%
매출액	6,054	6,253	6,550	6,219	6,685	7.5%
영업이익	1,305	1,078	971	697	836	20.0%
OPM%	21.6%	17.2%	14.8%	11.2%	12.5%	
세전이익	851	961	865	585	782	33.8%
RPM%	10.6%	11.3%	9.5%	9.4%	11.7%	
순이익	633	660	607	447	598	33.8%
NPM%	7.9%	7.8%	6.7%	7.2%	9.0%	
Tax Rate%	25.6%	31.3%	29.8%	23.5%	23.5%	
자산총액	565	6,996	8,430	9,837		
Target PE (유한양행, 녹십자 PE 적용)					23	
Target Market Cap.					13,763	
보통주					7,001,588	
우선주					700,348	
총 주식수					7,701,936	
목표 주가					178,692	
기준가					115,500	
Upside					54.7%	

자료: 동양증권 리서치센터

합병 등 전후의 요약 재무정보					(단위: 백만원)
	분할전 동아제약(주)	동아쏘시오홀딩(주) (분할되는 회사)	분할후 동아에스티(주) (인적분할신설회사)	동아제약(주) (물적분할신설회사)	
자산	1,440,639	451,552	983,689	99,664	
유동자산	616,033	143,811	403,962	68,259	
현금및현금성자산	334,989	134,642	195,279	5,068	
금융기관예치금	-	-	-	-	
매출채권	130,597	-	102,892	27,705	
기타수취채권	11,265	8,157	3,106	2	
기타금융자산	135	135	-	-	
재고자산	132,953	45	97,526	35,381	
기타유동자산	6,093	831	5,158	103	
비유동자산	824,606	307,741	579,727	31,405	
금융기관예치금	15	15	-	-	
매출채권	-	-	-	-	
기타수취채권	6,027	2,825	2,957	245	
기타금융자산	40,736	62,060	33,098	-	
유형자산	600,876	70,692	499,684	30,500	
무형자산	15,056	4,578	9,819	659	
투자부동산	36,098	1,975	34,123	-	
관계기업주식	49,204	49,204	-	-	
종속기업주식	76,535	116,379	-	-	
기타비유동자산	58	13	45	0	
부채	726,431	151,005	515,607	59,820	
유동부채	433,151	145,441	247,654	40,055	
매입채무	46,002	-	25,948	20,054	
기타지급채무	73,676	14,220	42,908	16,549	
차입금	288,225	118,574	169,651	-	
기타금융부채	561	561	-	-	
충당부채	9,580	-	6,128	3,452	
기타유동부채	3,019	-	3,019	-	
당기법인세부채	12,087	12,087	-	-	
비유동부채	293,281	5,563	267,952	19,765	
기타지급채무	7,123	-	7,123	-	
차입금	231,602	-	216,602	15,000	
기타금융부채	-	-	-	-	
종업원급여부채	22,908	3,922	13,756	5,229	
기타비유동부채	5,632	-	5,632	-	
이연법인세부채	26,015	1,641	24,838	-464	
자본	714,207	300,547	468,083	39,844	
자본금	55,675	20,667	35,008	30,000	
주식발행초과금	73,906	27,435	245,470	5,267	
자기주식	-86,551	-32,128	-	-	
분할차손	-	-194,421	-	-	
기타자본구성요소	234,638	42,457	187,605	4,577	
이익잉여금	436,539	436,539	-	-	
부채와자본 합계	1,440,639	451,552	983,689	99,664	
분할비율	-	0.371209	0.628791	-	

자료: 동양증권 리서치센터

동아제약 (000640) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	8,468	9,073	9,381	9,991	10,391
매출원가	3,456	4,033	4,475	4,626	4,738
매출총이익	5,013	5,040	4,906	5,365	5,653
판매비	4,027	4,052	4,034	4,286	4,416
영업이익	985	988	872	1,079	1,237
EBITDA	1,277	1,245	1,143	1,330	1,489
영업외손익	-24	-123	-94	-87	-67
외환관련손익	-9	6	3	3	3
이자손익	-97	-90	-90	-83	-63
관계기업관련손익	132	0	0	0	0
기타	-49	-39	-7	-7	-7
법인세비용차감전순이익	961	865	778	992	1,170
법인세비용	257	258	187	238	281
계속사업순이익	704	607	592	754	889
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	704	607	592	754	889
지배지분순이익	704	607	592	754	889
포괄순이익	704	569	554	716	852
지배지분포괄이익	704	569	554	716	852

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	3,804	4,662	4,739	4,696	5,185
현금및현금성자산	1,326	1,546	1,533	1,313	1,686
매출채권 및 기타채권	1,220	1,465	1,508	1,605	1,668
재고자산	1,157	1,204	1,245	1,326	1,379
비유동자산	7,800	7,706	8,160	8,634	8,707
유형자산	5,225	5,447	5,912	6,397	6,478
관계기업등 지분관련자산	2,137	1,257	1,257	1,257	1,257
기타투자자산	173	405	405	405	405
자산총계	11,604	12,368	12,899	13,331	13,892
유동부채	2,221	3,652	3,713	3,535	3,352
매입채무 및 기타채무	1,066	1,478	1,542	1,565	1,581
단기차입금	450	778	778	578	378
유동성장기부채	500	1,140	1,140	1,140	1,140
비유동부채	2,094	1,391	1,391	1,391	1,391
장기차입금	363	243	243	243	243
사채	1,066	100	100	100	100
부채총계	4,316	5,044	5,105	4,927	4,743
지배지분	7,289	7,324	7,795	8,404	9,149
자본금	557	557	585	585	585
자본잉여금	1,998	2,141	2,141	2,141	2,141
이익잉여금	3,300	3,724	4,204	4,851	5,633
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	7,289	7,324	7,795	8,404	9,149
순차입금	1,056	834	846	867	294
총차입금	2,383	2,781	2,781	2,581	2,381

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	1,189	1,130	827	839	1,032
당기순이익	704	607	592	754	889
감가상각비	281	245	260	241	244
외환손익	0	-3	-3	-3	-3
총속, 관계기업 관련손익	-132	0	0	0	0
자산부채의 증감	-147	-212	-338	-468	-412
기타현금흐름	482	494	316	315	315
투자활동 현금흐름	-985	-1,125	-675	-675	-275
투자자산	113	-174	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,069	-675	-725	-725	-325
유형자산 감소	10	112	0	0	0
기타현금흐름	-38	-387	50	50	50
재무활동 현금흐름	674	211	-153	-377	-377
단기차입금	-332	280	0	-200	-200
사채 및 장기차입금	797	19	0	0	0
자본	24	0	28	0	0
현금배당	-78	-110	-111	-107	-107
기타현금흐름	263	22	-70	-70	-70
연결범위변동 등 기타	0	4	-11	-8	-8
현금의 증감	878	220	-12	-220	373
기초 현금	448	1,326	1,546	1,533	1,313
기말 현금	1,326	1,546	1,533	1,313	1,686
NOPLAT	985	988	872	1,079	1,237
FCF	-203	63	-129	-122	455

자료: 동양증권

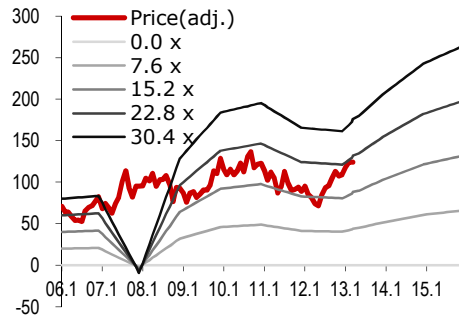
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
 4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	6,430	5,447	5,313	6,770	7,985
BPS	67,011	62,936	63,923	68,898	74,978
EBITDAPS	11,658	11,177	9,404	10,855	12,159
SPS	77,338	81,448	77,155	81,569	84,832
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	18.3	18.3	23.3	18.3	15.5
PBR	1.8	1.6	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	10.9	9.6	12.8	11.0	9.5
PSR	1.5	1.2	1.6	1.5	1.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	5.7	7.1	3.4	6.5	4.0
영업이익 증가율 (%)	7.2	0.3	-11.7	23.7	14.6
지배순이익 증가율 (%)	11.3	-13.9	-2.5	27.4	18.0
매출총이익률 (%)	59.2	55.6	52.3	53.7	54.4
영업이익률 (%)	11.6	10.9	9.3	10.8	11.9
지배순이익률 (%)	8.3	6.7	6.3	7.5	8.6
EBITDA 마진 (%)	15.1	13.7	12.2	13.3	14.3
ROIC	11.8	10.6	9.7	11.1	12.0
ROA	6.5	5.1	4.7	5.7	6.5
ROE	10.8	8.3	7.8	9.3	10.1
부채비율 (%)	59.2	68.9	65.5	58.6	51.8
순차입금/자기자본 (%)	14.5	11.4	10.9	10.3	3.2
영업이익/금융비용 (배)	6.9	7.3	6.4	8.7	11.1

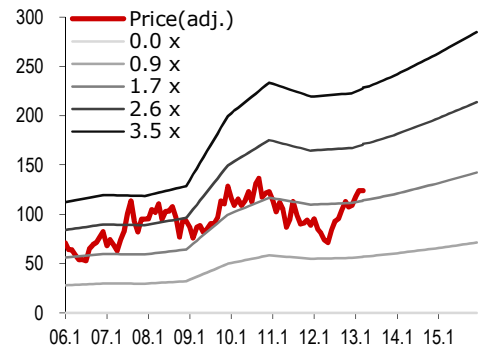
PER Band chart

(천 원)



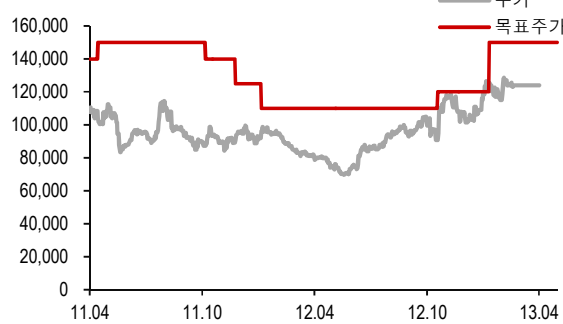
PBR Band chart

(천 원)



동아제약 (000640) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



날짜	투자의견	목표주가
2013-04-08	BUY	150,000
2013-03-19	BUY	150,000
2013-02-18	BUY	150,000
2013-01-22	BUY	150,000
2013-01-14	BUY	150,000
2012-12-18	BUY	120,000
2012-10-24	BUY	120,000
2012-10-22	BUY	120,000
2012-07-30	BUY	110,000
2012-06-04	BUY	110,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김미현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H-High, L-Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20~-20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.