

동아에스티(170900)

Positive
Neutral
Negative

매수(유지)

목표주가: 235,000원(유지)

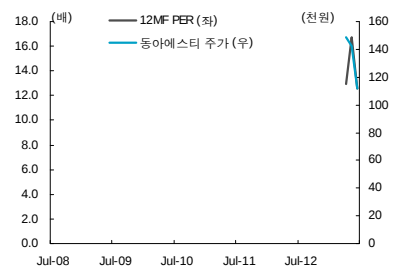
Stock Data

KOSPI(6/21)	1,823
주가(6/21)	111,500
시가총액(십억원)	820
발행주식수(백만)	7
52주 최고/최저가(원)	178,000/110,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,846
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.1/25.3
주요주주(%)	강정석 외 30인 17.5
	Glaxo Group Limited 9.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(28.8)	NM	NM
상대주가(%)	(20.8)	NM	NM

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

캄보디아 Camgold사 탐방

- 6월 25~27일 박카스의 주요 수출국인 캄보디아 탐방, 현지 박카스 유통/판매 담당하고 있는 Camgold사 방문 및 시장 탐방
- 동아쏘시오홀딩스/동아에스티 임직원 간담회 참석

Key Findings

- 현지내 박카스(250mg 캔음료) 높은 인지도 및 빠른 성장 확인
- 에너지음료시장(500~600억원) 35%~40% 점유율 차지, 2위 레드불보다 2배 이상 높아
- GDP 수준대비 에너지음료시장 상당히 발달(한국 800~1,000억원)
- 성공요소: 제품력 이외에 파트너사의 적극적인 마케팅 덕분에 에너지음료 대명사로 선점
- 2012년 캄보디아 박카스 매출 210억원(한국 핫식스 국내매출 540억원)
- 한국 박카스 인당 소비 10병 감안, peak 매출 현재 대비 2배 성장 가능(KIS 추정치)
- Capacity: 동아오츠카(캔 생산) 생산능력 현재 매출 대비 2배 이상 수용 가능
- 향후 과제: 박카스 인지도 활용한 기타 품목추가 및 인접 아세안 시장 확대 고려중

Analyst View

- 에너지음료 시장의 구조적 성장스토리 및 박카스의 시장지배력 감안할 때, 캄보디아 수출 성공스토리 일회성 아니며 지속적인 고성장 기대
- 박카스 수출 상품매출이나 마케팅비용 부담 낮아, 회사 평균보다 높은 두 자릿수 마진 가능, 따라서 향후 수출비중 확대 전체 마진개선에 긍정적
- 다만, 현재 박카스 수출 규모가(2012년 210억원, 전체매출 3.4%, 수출사업 22%) 제한적이라 현재 단계에서 동아에스티 주가 상승의 catalyst가 되기에는 아직은 일러
- 향후 현재 진행중인 아세안 지역 사업확대 추이에 주목할 필요

Implication & Valuation

- 지난 2주간 주가 최대 17.5% 하락, 실적부진(5월 UBIST 원외처방 실적부진 포함) 및 기관매도에 따른 급격한 주가 조정은 일단락
- 현재 세금추징 제외한 EPS 기준으로 2013년 PER 14배(역사적 평균대비 15% 할인)
- 다만 상반기 실적 부진 및 투자심리 약화 등으로 7월말까지는 주가회보 예상
- 그러나 9월 이후 1) 국내 실적부진 완화, 2) 신약 모멘텀(슈퍼박테리아 항생제 미국 허가 신청/유럽 라이선스 아웃) 부각과 3) 주식스왑 이전의 회사 주가 부양책 제시 가능성 기대감 등으로 주가 반등 확실, 따라서 투자자의견 '매수' 유지
- 목표주가 235,000원(DCF가치와 신약가치 합산, 세금추징 제외기준 2013년 PER 29배)

이정인 3276-6239
jilee@truefriend.com이상은 3276-6196
sangeun.lee@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A*	907	97	86	61	6,366	(5.7)	123	13.9	8.7	1.3	8.9
2012A*	931	88	89	68	8,077	26.9	117	13.5	11.1	1.5	10.3
2013F	668	77	72	(27)	(4,064)	NM	105	NM	15.3	1.0	(3.2)
2014F	771	98	83	67	9,305	NM	128	12.0	12.0	1.0	7.7
2015F	900	117	104	83	11,690	25.6	149	9.5	10.1	0.9	8.9

주: 1. 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준
2. *2011~2012A는 분할 이전 기준

주요 Q&A

1) 캄보디아 개요

- 인구: 인구 15백만명, 두터운 젊은 인구층(17-35세 인구비중 전체 60%)
- 소득: 1인당 GDP USD 931달러(2012년), 공장노동자 월 급여 약 USD 80달러
- 인접국가: 라오스, 태국, 베트남 (태국과 역사적 감정 안 좋음)
- 역사/정치: 19세기 프랑스 보호령, 민주주의이나 훈센(Hun Sen)총리가 28년 장기 집권
- 주요 한국기업(동아에스티 제외): 건설(부영그룹, 포스코 E&C 등), 삼성전자, 락앤락 등
- 소비시장 전망: 캄보디아 GDP 수준 낮으나, 다른 동남아시아 국가와 마찬가지로 1) 젊은 인구층 두텁고, 2) 프랑스 식민통치 경험으로 서구소비패턴에 대한 수용도 높아, 음료수 이외에도 다양한 한국소비재 수출이 가능할 것으로 판단

<표 1> 주요 동남아시아 국가 GDP 및 인구비교

(단위: USD 천달러, 백만명)

	GDP (USD 천달러)	인구(백만명)
태국	6,572	67
인도네시아	3,592	237
베트남	1,527	90
라오스	1,320	7
캄보디아	931	15
미얀마	854	60

자료: Wikipedia

2) 박카스 캄보디아 수출사업 개요

- 80년대 후반 미국, 2,000년대 필리핀 등 해외진출 모색했으나 실패
- 캄보디아: 2009년 진출, 현지 파트너사(Camgold)와의 적극적인 마케팅 협력끝에 2010년 4분기부터 결실 가시화, 2012년에 매출 폭발적으로 증가(매출 210억원, 140% YoY)
- 제품종류: 250mg 슬림캔음료(오리지널과 sugar-free 두 가지 종류), 레드볼과 같은 에너지음료로 마케팅지시
- Formulation: 에너지음료의 청량감 유지하기 위해 기존 한국 박카스 formulation을 약간 변형(타우린 2,000mg 함량, 인삼과 로열젤리 성분 추가)
- 가격(소매가): 박카스 오리지널/Sugar-free(USD 60센트, 냉장보관 70센트)
- 유통채널: 유통채널 단순(도매-> 소매 2단계), 소매는 전통채널(아이스박스 보관 판매, 80%)과 모던채널(편의점 등 20%)로 분리, 현재 250개 이상의 도매상과 거래
- Seasonality: 1분기(성수기) -> 3/4분기(mid-season) -> 2분기(비수기, 우기)
- 생산->판매 담당: 원료공급(동아제약) -> 캔생산(동아오츠카) -> 수출총괄(동아ST) -> 유통/마케팅(캄보디아 현지 파트너사, Camgold)

3) 에너지음료 시장 규모 및 박카스의 시장 점유율?

- 음료시장 및 시장점유율에 대한 공식적인 data는 없음. 외국브랜드중 밀수 등 불법유통을 통한 판매 많아 시장규모 파악 어려움
- 비공식 data로는 음료 시장 8,000억원, 에너지음료시장 500~600억원으로 추산
- 인구 및 GDP대비 에너지 음료시장 상당히 발달(2012년 한국 800~1,000억원)
- 시장점유율(비공식 data): 박카스 35~40%(1위), 레드볼 15%(2위)
- 주요 에너지음료 경쟁브랜드(가격 60~70센트): 레드볼(태국생산 60센트, 오스트리아 생산 2달러 90센트), Vigor(말레이시아, 55센트) 등

4) 박카스의 성공요인 및 향후 시장지배력 지속성? (Camgold사 대표 답변)

- 성공요인: 1) 제품 경쟁력 이외 2) 파트너사의 적극적인 마케팅(TV, 옥외광고, PPL, 스포츠게임 후원)과 3) 감각적인 디자인(캄보디아 최초의 슬림캔 음료) 도입으로 캄보디아의 에너지음료 대명사로 선점
- 태국제품(레드볼)에 대한 캄보디아 국민의 비호감도 박카스판매에 유리하게 작용, 그러나 주요 성공요인은 아님
- 에너지음료의 구조적 성장여력 때문에, 후발 경쟁자 지속적으로 진입하나, 박카스처럼 대규모의 선제적인 브랜드마케팅 전략을 취하고 대규모의 유통채널 확보한 브랜드 없음
- 이미 박카스가 에너지음료의 대명사로 선점한 상황에서, 2위인 레드볼이 박카스의 브랜드 파워 따라잡기에는 늦음
- 향후에도 시장지배력 유지하기 위해 적극적인 광고(2012년 광고비 70만달러, 매출대비 4%)전략 유지할 전망, 캄보디아 물가낮아서, 아직까지 선진국대비 매우 낮은 광고비용으로도 엄청나게 큰 시장선점 효과 누릴 수 있음

5) 파트너사 Camgold사 개요?

- 기존사업은 중장비(매출 200만달러)무역, 매출 규모크지 않으나, 최근 급속히 성장
- 60~80년대 한국재벌그룹들이 건설 -> 상사(무역) 등으로 사업확대한 사실 감안할 때, Camgold사도 비슷한 패턴으로 성장할 잠재력이 큰 회사
- Camgold사의 강점: 대표의 마케팅/시장 targeting 능력이 매우 뛰어나며, 파트너사에 불과하지만, 박카스 현지시장확대에 대한 의지가 매우 확고, 캄보디아도 화교가 경제권/방송채널 등을 장악. 화교출신 대표를 통한 화교상권/방송채널 접근도 주용한 강점

6) 파트너사와의 협력 강화?

- 파트너사의 마케팅/유통채널 역량 매우 만족스럽기 때문에, 지속적인 품목확대도 고려
- 파트너사에 대한 현금성 지원보다는 판촉활동에서 필요한 샘플지원 강화계획

7) 캄보디아 박카스 사업 전망

- 1) 에너지음료의 구조적 성장스토리, 2) 박카스의 브랜드파워 및 3) 파트너사의 사업확대 의지 감안하면 아직도 매출 성장 여력 커
- 우리나라 60~70년대 수준으로 캄보디아 건강식품 시장 발달 안된 상태. 따라서 현재 박카스는 에너지음료이자 건강식품 대체제 역할
- 캄보디아 산업역군인 공장직원들이 큰 명절 앞두고 가족 선물용으로 박카스 대량구매
- 현재 매출: 인구 80%가 1인당 5캔 소비, 향후 한국처럼 인구 80%가 1인당 10캔 소비한다고 가정하면, 현재 매출대비 peak 수준으로 매출 2배 이상 성장 가능(410억원)

8) 향후 품목/지역 확대 계획 및 현지생산 계획?

- 현재 Camgold사가 동아오츠카의 오라떼 판매/광고중(동아에스티 상품판매)
- 추가적인 품목확대(동아오츠카 음료, 동아에스티 의약품)도 고려중이나 검토 초기단계
- 인접 아세안지역 확대 적극적으로 검토: 2013년 3월에 미얀마 제품 런칭, 4월에 박카스 유통관심 많은 인접국가 도매상 초청/컨퍼런스 개최
- 아직까지는 해외수출 규모 크지 않아 당분간 한국현지생산 방식 유지 계획
- 동아오츠카의 캔생산 capacity: 현재 1억5천만개로, 가동률 40% 수준으로 여유 capacity 충분. 또한 현재 1교대이기 때문에, 해외매출 급격히 증가하는 경우에도 2교대를 통한 capacity 증가 가능

[그림 1] 캄보디아 지도



자료: CIA(Central Intelligence Agency)

[그림 2] 박카스와 경쟁 에너지 드링크



자료: 한국투자증권

[그림 3] 박카스 편의점 매대현황



자료: 한국투자증권

[그림 4] 경쟁품목 레드불(태국생산)



자료: 한국투자증권

[그림 5] 길거리 파라솔 광고



자료: 한국투자증권

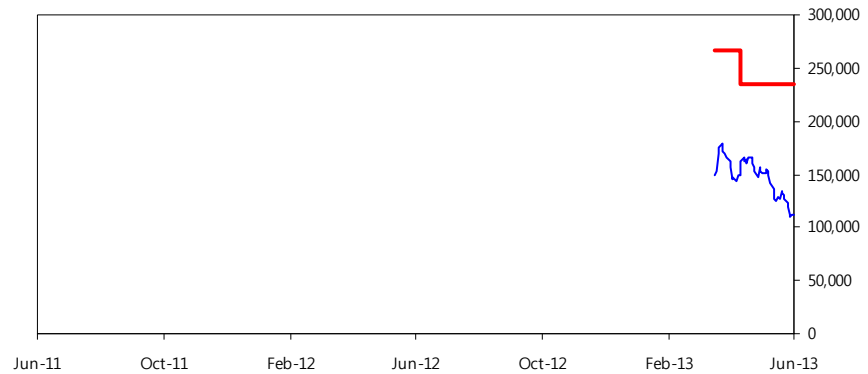
[그림 6] Japan bridge(푸놈펜 교통요충지) 옆 박카스 옥외광고



자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
동아에스티(170900)	2013.04.08	매수	266,000 원
	2013.05.03	매수	235,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 6월 23일 현재 동아에스티 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 2013년 06월 20일 17시 34분에 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 있습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2013년 6월 25일부터 6월 27일까지 동아에스티 캄보디아 유통(판매)사 방문 행사에 참가한 사실이 있습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.