동아쏘시오홀딩스 (000640)

SMIC 2022년 6월 2일

주가가 너무 박하스, 이제 쏘시오!

박카스라는 무한 동아줄을 타고, 바이오 제국은 나날이 확장 중!

SOTP Method를 통해 도출한 155,500원을 목표 주가로 제시한다. 현재 핵심 비상장 자회사들을 중심으로 예정된 성장이 그려지는 가운데, 동사는 지주회사의 고질적 문제로 언급되는 중복상장 문제에서 비교적 자유롭다. '국민 드링크'로 인정받는 박카스라는 막강한 Cash-cow를 원천으로 삼아, 동사는 지속적인 투자를 이어가며 '제약바이오 제국'으로 거듭나는 중이다. 자회사들 간의 상호 유기적인 협력에 기반한 그룹 차원의 건실한 성장이 이목을 끌며, 진정한 지주자로서의 투자 매력이 강화되고 있다. 강력한 펀다멘탈을 증명하며 저평가를 해소할 동사의 투자포인트는 다음과 같다.

Point 1. 동아제약, 동사에겐 박카스 같은 존재

동아제약의 실적 성장과 체질 개선의 흐름이 감지된다. 효자 제품, 박카스의 가격이 6년만에 인상됨에 따라 동아제약은 공급자 우위 시장에서 가격인상 효과를 온전히 누릴 것으로 기대된다. 이에 그치지 않고 동아제약은 성장잠재력이 높은 건강기능식품 제품군 출시를 적극 확대하며 제2의 박카스들을 지속 발굴할 것이다.

Point 2. 든든한 일꾼, 용마로지스 & 수석!

그룹 외부 확장에 성공해 의약품 물류 시장의 선두가 된 용마로지스와 그룹 내부의 포장재 원가를 방어하는 수석은 지속적으로 그룹 전체의 수직계열화에 기여함으로써 안정성을 책임질 것이다.

Point 3. 에스티젠바이오, 폰(Pawn)에서 퀸(Queen)으로!

주요 자회사인 에스티젠바이오는 착실히 내실을 쌓아온 결과, 외부 CMO 매출이 고성장세에 진입하였고, 주요 파이프라인의 상업화 시점이 다가와 그 어느때보다 증익 시점이 가까워졌다. 잰걸음으로 쉼없이 달려온 에스티젠바이오가, 비로소 Turn-around를 이뤄내며 눈부신 성장을 이뤄낼 것임을 제시한다.

추정 손익계산서 - 연결

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2022F	2023F
영업수익	**690,265**	**707,496**	**769,686**	**783,316**	**881,944**	**223,260**	**965,479**	**1,050,930**
홀딩스 별도	82,666	71,071	67,674	54,495	57,841	34,232	64,273	69,341
동아제약	391,776	381,248	400,355	414,800	437,370	114,837	486,079	530,222
에스티젠바이오 - *4Q21 연결 편입*	0	0	0	0	20,023	3,897	44,135	56,120
용마로지스	186,472	211,978	249,573	275,913	304,853	77,073	339,151	363,770
수석	94,502	111,289	131,822	114,510	112,794	22,466	121,283	126,920
기타 - *동천수, 아벤종합건설 등*	69,954	69,100	97,179	96,620	141,399	26,106	145,522	160,317
(연결조정)	-135,106	-137,191	-176,918	-173,023	-192,336	0	-234,964	-255,759
YoY(%)		*2.5%*	*8.8%*	*1.8%*	*12.6%*		*9.5%*	*8.9%*
영업비용	636,890	656,947	716,862	732,706	820,380	225,262	889,688	963,308
영업이익	**53,374**	**50,549**	**52,823**	**50,610**	**61,564**	**-2,001**	**75,791**	**87,622**
OPM (%)	*7.7%*	*7.1%*	*6.9%*	*6.5%*	*7.0%*	*-0.9%*	*7.9%*	*8.3%*
금융손익	-10,481	-12,868	-8,951	-10,092	-6,989	-3,651	-11,354	-12,494
기타손익	-2,554	-199,085	-897	137,747	6,505	-119	-173	-238
지분법손익	6,797	-11,717	-4,291	-8,085	5,024	1,594	13,681	18,605
법인세비용차감전순이익	47,136	-173,122	38,684	170,180	66,105	-4,176	77,946	93,494
법인세비용	14,592	-9,232	18,708	7,818	5,593	390	18,005	21,597
당기순이익	**32,543**	**-163,890**	**19,975**	**162,362**	**60,512**	**-4,567**	**59,940**	**71,897**

Rating

Buy

목표주가: 155,500 원
현재주가: 107,000 원
상승여력: 45%

12M 주가추이

시가총액 6,793 억원

B/S data (1Q22, 연결)

자산 총계	1 조 6,999 억원
부채 총계	7,264 억원
자본 총계	9,735 억원

Earning data (연결)

PER (2023F)	9.30x
EPS (2022F)	9,589 원
EPS (2023F)	11,502 원

주요 주주

강정석 외 13인	42.32%
국민연금공단	13.50%
우리사주	8.21%

SMIC 5 팀

팀장 44 기 이재원
팀원 44 기 김유진
45 기 김용혁
45 기 박준영
45 기 차환진

CONTENTS

1. 지주회사로 기회를! 03

2. 동아쏘시오홀딩스, 제약바이오 제국 - 기업분석 04

3. 동아제약, 동사에겐 박카스 같은 존재 - Point 1 07

4. 든든한 일꾼, 용마로지스 & 수석! - Point 2 17

5. 에스티젠바이오, 폰(Pawn)에서 퀸(Queen)으로! - Point 3 23

6. Valuation - SOTP Method (with EV/EBITDA) 31

Appendix 47

1. 지주회사로 기회를!

'20년과 '21년의 유동성 장세 이후, 긴축이 시작되면서 시장은 꿈보다는 확실한 실적에 눈을 돌리는 듯하다. 무서운 성장세로 꿈을 향해 달려나가던 기업들은 지난 2년의 주인공이었으나, 성장이 둔화되는 모습을 보이는 순간 그동안의 주가 상승분을 반납하고 있다.

불확실성이 매우 높은 지금과 같은 시기에, 어떤 기업에 투자할 것인가? 리스크를 줄이고 싶은 투자자에게, 우리는 **'지주회사'를 제안한다.** 자회사들을 지배하는 컨트롤 타워인 **지주회사는 역사적으로 소유한 자회사들의 가치를 충분히 인정받지 못해 저평가 받아왔으며**, 실제로 투자자의 입장에서 지주회사에 투자하는 것이 꺼려지는 이유가 많은 것도 사실이다. 그러나 **이는 오히려 지주회사 저평가를 야기하는 요소들이 해소될 가능성이 있다면, 실적 성장에 더하여 사업가치에 대한 할인율 축소를 통한 주가 상승**을 기대할 수 있음을 의미한다.

그렇다면 어떤 지주회사가 매력적인 지주회사인가? 본 질문에 대해, 투자자들이 지주회사 투자를 왜 꺼리는지, 지주회사는 왜 저평가를 받는지와 관련하여 구체적인 기준을 도출해보자.

① 비상장 자회사의 투자매력도는 필수 !

① 먼저, 핵심적인 자회사의 동시 상장은 지주회사 할인의 주된 원인이다. 이는 **매력적인 사업 자회사가 상장된 상태라면, 투자 수요가 해당 자회사로 집중되는 현상이 존재하기 때문이다.** 따라서 지주회사 할인율이 감소할 가능성이 있는, 투자 매력도가 높은 지주회사를 찾기 위해선 **비상장 자회사의 투자매력도가 부각될 수 있는 지주회사에 주목해야 한다.**

② 밸류체인 내 적절한 자본 배치로 시너지 창출, 미래 먹거리 투자해야 !

② 지주회사의 펀더멘탈인 **자회사 포트폴리오의 관리 능력도 매우 중요**한 요인이다. 지주회사는 **그룹 전체의 미래 비전을 제시**하는 '컨트롤 타워'로서, 속한 산업 내에서 **그룹 차원의 시너지를 발휘할 수 있도록, 여러 밸류체인 상에 자회사들을 적절히 배치해야** 한다. 또한, 기존 자회사에서 창출한 이익을 활용해 **지속적으로 미래 먹거리를 창출할 수 있어야** 한다.

③ 투명한 거버넌스는 기본으로 갖춰줘야 !

③ 지배구조의 투명성 또한 중요하다. 지주회사에 대한 저평가는 결국 불투명한 지배구조와 지주회사의 의사결정 구조에 대한 투자자들의 불신이 반영된 것이기 때문에, **할인의 해소를 위해서는 지주회사 차원에서 주주의 이익을 대변할 것임을 지속적으로 시장에 소구해야** 한다.

지주회사 Top-pick "동아쏘시오홀딩스"

그리고 여기 최고의 지주회사를 꿈꾸는 기업이 있다. 지주회사 **동아쏘시오홀딩스**는 강력한 제약바이오 제국 건설을 추진하고 있다. 동사는 현재 주목도가 높은 상장 자회사 에스티팜과 동아에스티 외에도, **향후 투자매력도가 부각될 비상장 자회사들을 소유**하고 있으며, **제약바이오 산업 내의 각 밸류체인에 배치된 자회사들로 그룹 전체의 시너지를 창출할 것**이다. 또한 성공적으로 정착한 자회사들을 기반으로, **미래의 성장 동력을 지속적으로 발굴해낼 것**이다.

지배구조도 모범생!

지배구조의 측면에서도 동사는 걱정이 없다. 규제 대상이 아님에도 자발적으로 감사위원회를 설치하거나, 의무화 이전에 선제적으로 기업지배구조 보고서를 공시할 정도로 **지배구조 개선에 진심**인 동사는, **1개사를 제외한 모든 비상장 자회사를 100% 소유하고 있어 대리인 문제를 야기하는 소유-지배 괴리의 문제도 적다.** '23년까지 **순이익의 30%를 주주에 환원**하겠다고 공언하는 행보도 주주환원 측면에서 긍정적이다.

이러한 동사의 방향성은 **비상장 자회사들의 성장이 가시화됨과 함께, 지주회사에 대한 만성적인 할인을 완화하기 시작할 것이며, 비로소 동사의 온전한 가치가 인정받도록 할 것**이다.

2. 동아쏘시오홀딩스, 제약바이오 제국 - 기업분석

2.1. 동아쏘시오그룹, 지주회사 체제 출범까지

동사는 동아쏘시오그룹 지배구조의 최상단에 해당하는 지주회사이다. 자회사들을 자세히 살펴보기 전에, 동사를 필두로 하는 현재의 체제가 확립되기까지의 과정을 간단히 살펴보자.

① '13년 3월

지주회사 전환이 시작됐다. 과거에는 일반의약품, 전문의약품을 취급하던 상장사 동아제약이 지배구조의 최상단에 위치했었다. 이후 신성장 동력 발굴과 사업 확장을 명분으로, 투자사업 부문을 담당하는 지주회사 동아쏘시오홀딩스, 전문의약품을 담당하는 동아에스티, 일반의약품을 담당하는 동아제약으로 기존 동아제약이 분할되었다. '13년 3월 지주회사 전환 선언 이후, '13년 4월 8일 동아쏘시오홀딩스는 변경 상장, 동아에스티는 재상장되었다.

② '16년 6월

간염치료제, 결핵치료제 등의 **원료의약품(API)을 생산하는 자회사 에스티팜이 코스닥 시장에 상장**했다. 상장 이전 동사의 에스티팜에 대한 지분율은 19.99%였는데, 공정거래법상 지주회사의 자회사에 대한 최소 지분율 요건이 비상장 40% 상장 20%였기 때문에, 자본 조달을 겸해 지주회사 요건을 용이하게 충족시키기 위해 에스티팜을 상장한 것으로 보인다.

③ '16년 10월

지주회사 체제 전환 작업을 시작한 이후, 유상증자 등을 거쳐 상장 자회사 및 비상장 자회사에 대한 **지분율 요건 등을 완전히 충족하면서 지주회사 체제로의 전환이 사실상 완료**되었다.

④ '21년 9월

DM바이오 지분율을 늘려 연결 실체에 편입시켰다. DM바이오(현 에스티젠바이오)는 일본의 Meiji Seika Pharma와 조인트 벤처로 설립한 CMO 기업으로, 동사가 Meiji Seika Pharma가 보유하던 지분을 취득함으로써 80.4%의 지분을 갖게 되어 **현재 체제가 확립**되었다.

2.2. 제약바이오 제국을 꿈꾸다

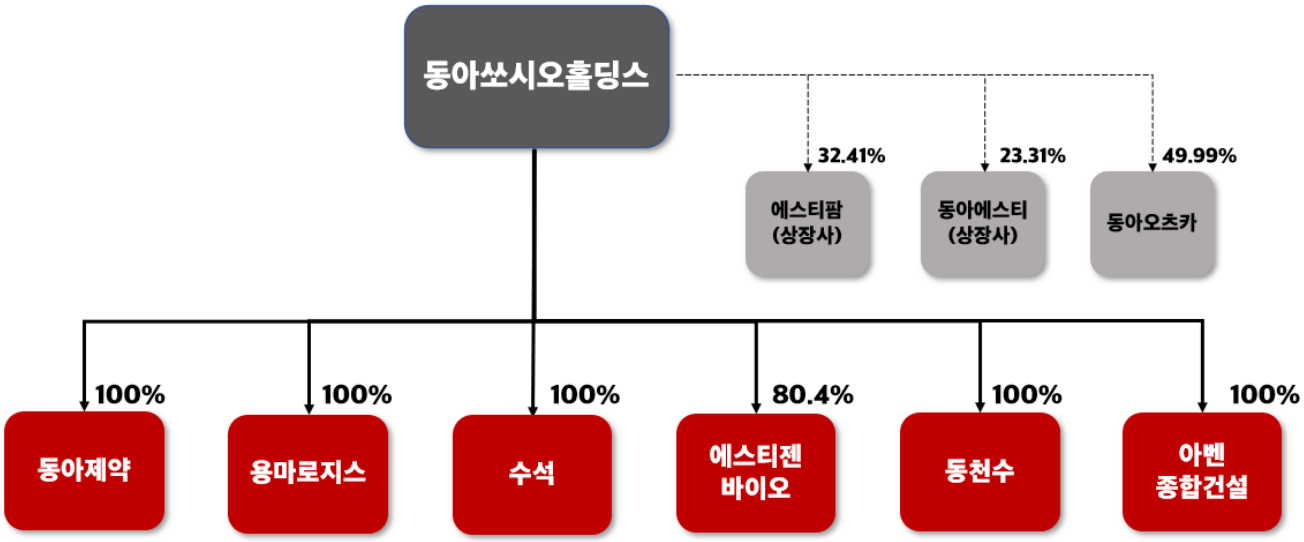
시너지를 만들어내는 제약바이오 산업 내의 적절한 자본 배치

이번에는 상술한 과정을 거쳐 확립된 자회사 포트폴리오를 살펴보자. 동사는 상장 자회사 에스티팜과 동아에스티와 25개의 비상장 자회사를 지배하고 있으며 연결 대상 종속기업은 9개이다. 자회사들이 속한 산업이 상이해 투자 난이도가 높은 대부분 지주회사와 달리, 지주회사로서 동사의 가장 큰 특징은 **제약바이오 산업내의 밸류체인과 관련된 자회사 포트폴리오를 가지고 있다**는 것이다. 의약품을 취급하는 동아제약과 동아에스티를 필두로, **다양한 자회사들이 다른 자회사들의 밸류체인에 속함으로써 그룹사 전체의 수직계열화에 기여**하고 있다.

시너지를 만들어내는 제약바이오 산업 내의 적절한 자본 배치

일례로, 동사의 자회사인 소형 건설사 아벤종합건설은 제약 공장 건설 전문 기업으로서, 그룹사 내의 의약품 기업들이 증설을 할 때마다 건설을 도맡아 하고 있다. **이러한 구조는 그룹사 전체의 안정성을 높이며, 신사업 확장 국면에서도 안정성을 높인다.** 본 보고서의 지주회사에 대한 투자논리에 따라, **상장 자회사들보다는 주요한 비상장 자회사들에 집중하도록 하겠다.**

그림 2-1. 동아쏘시오그룹 주요 계열사



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

① 동아제약

① 동아제약
근본 그 자체, 돈나무

일반 의약품을 판매하는 동아제약은 가장 핵심적인 자회사이다. 동아제약은 박카스를 필두로 하는 기존의 강력한 제품 라인업으로 견고한 이익을 창출하고 있으며, 성장성이 높은 건강기능식품으로 제품군을 확장하며 추가적인 성장을 노리고 있다. **동아제약이 창출하는 견고한 현금 흐름은 동사가 다양한 사업에 투자할 수 있게 만드는 핵심 동력**이며, 동아제약은 다른 자회사들의 매출 확보에도 기여함으로써 **그룹 전체의 안정성과 성장성에 크게 기여하고 있다.**

② 용마로지스

② 용마로지스
잘 키운 물류 기업

용마로지스는 의약품 위주의 3자 물류 사업을 영위하고 있다. 과거에는 그룹 차원에서 물류 비용을 절감하기 위하여 설립한 자회사지만, **현재는 그룹 내부 위주의 매출처 구성에서 벗어나 의약품 물류 시장의 1위 기업으로서 경쟁력을 갖추고 있는 상태**이다. 용마로지스는 동아제약과 동아에스티, 동아오츠카를 비롯한 다양한 **계열사들의 물류를 안정적으로 책임지는** 역할을 하고 있으며, **그룹사 내부 매출처를 통한 안정적인 수익을 바탕으로 자회사를 성장시키는 동사의 사업 전략의 장점을 보여주는 사례**이다.

③ 수석

③ 수석
안정적인 포장재 공급

포장 전문 기업인 수석은 플라스틱 포장 용기, 유리병, 종이 박스 등을 판매한다. 수석 역시 용마로지스와 같이 그룹사 내부의 안정적인 포장재 공급을 위해 설립되었으며, 막대한 양의 의약품을 판매하는 **그룹사들에게 포장재를 공급하며 원가 관리의 안정성에 기여**하고 있다.

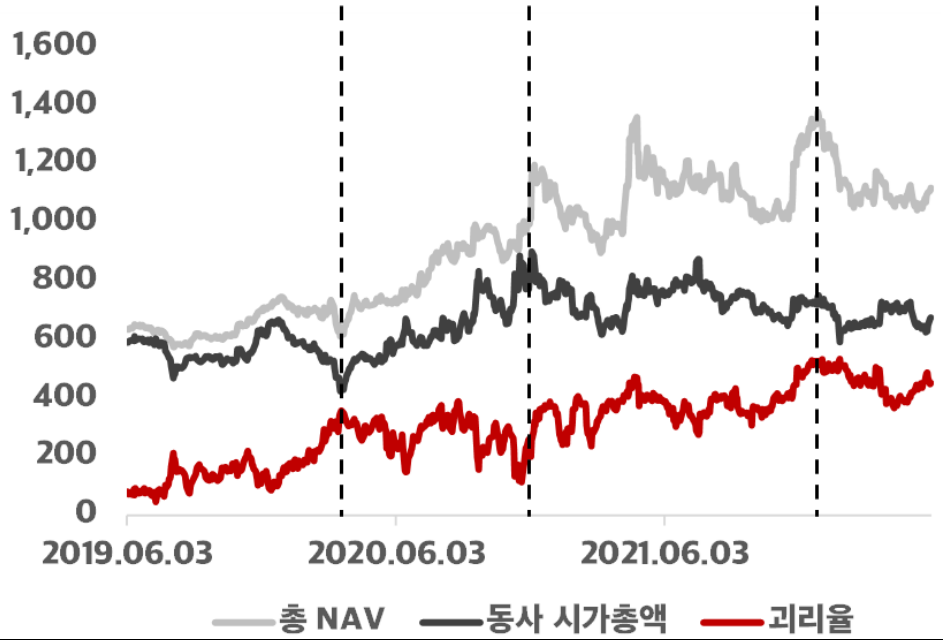
④ 에스티젠바이오

④ 에스티젠바이오
미래 먹거리 CMO

에스티젠바이오는 상술하였듯이 최근 연결 대상으로 편입된 CMO 기업이다. 동사는 현재 바이오 산업 내에서 주목도가 높은 CMO 기업을 편입시킴으로써, 그룹 내부의 전문 **의약품 생산을 맡기는 동시에 장기적으로는 미래 먹거리를 창출**하려 하고 있다.

2.3 주가 분석

그림 2-2. 그룹사 총 NAV, 동사 시가총액 및 NAV 대비 시가총액 괴리율(할인율) 추이 ('19년 6월-'22년 6월)



출처: KisValue, SMIC 5팀

① '19년 중반 - '20년 초반

동아에스티의 시가총액이 에스티팜 시가총액의 2배 이상이던 시기로, **당시 동사의 주가는 동아에스티의 주가와 동행하는 경향**이 컸다. 동아에스티는 '19년 2분기 다소 실망스러운 실적으로 주가가 하락했으나, '19년 3분기의 호실적과 주목받던 파이프라인 NESP 바이오시밀러 DA-3880의 첫 매출 발생으로 주가가 크게 상승하였고, 이후 조정을 받았다. 조정 국면에서 동사는 4분기에 적자가 발생해 낙폭이 더욱 컸다.

② '20년 초반 - '20년 후반

동아에스티의 주가가 부진했지만, 상장 자회사 에스티팜이 올리고뉴클레오타이드 치료제 성장 기대감, 대규모 증설 모멘텀으로 주가가 대폭 상승하며 NAV와 동사 주가의 상승을 이끌었다. '20년 말에는 비상장 자회사 용마로지스가 코로나 19 백신 운송 콜드체인과 관련해 주목을 받아 동사의 주가가 상승해, 괴리율이 축소되었다.

③ '20년 후반 - '21년 후반

총 NAV에서 에스티팜의 지분 가치가 차지하는 비중이 50%를 넘어서면서 에스티팜 주가와의 연동성은 더욱 심화되었다. 에스티팜의 주가는 '20년 12월의 전환사채 발행으로 하락했으나, 코로나 19 mRNA 백신이 개발되면서 수혜 기대감으로 주가가 상승하였다.

④ '22년 초반 - 현재

Macro 변수의 영향으로 실적 장세에 접어듦에 따라 동사의 상장 자회사들의 주가가 크게 출렁이는 양상이 펼쳐졌다. 같은 시기 동사는 핵심 비상장 자회사들의 실적에 대한 연동성이 강화되어, 상장 자회사와의 주가 디커플링이 심화되었다. 이에 **향후 주가의 main driver는 비상장 자회사들의 실적이 될 것임을 제시한다.**

3. 동아제약, 동사에겐 박카스 같은 존재 - Point 1

동사 매출 = 2 X 동아제약 매출 = 4 X 박카스 매출

동아제약은 **동사의 가장 핵심적인 자회사**이다. '21년 연결기준 동사의 매출액은 8,819억원이었는데 이중 동아제약의 매출이 4,374억원으로 전체의 50%가량을 차지할 정도로 동아제약의 매출 기여도는 상당하다. 그리고 동아제약 매출의 절반 이상은 **우리 모두에게 친숙한 음료, '박카스'로부터 나온다.** '풀려라 5천만! 풀려라 피로!'를 외치며 전국민의 피로회복제 역할을 톡톡히 해온 박카스. 핵심 자회사 동아제약은 동사에게 박카스 같은 존재인 것이다.

3.1. 박카스, 근본 of 근본

박카스는 대한민국 대표 국민 드링크

박카스는 명실상부 대한민국 대표 국민 드링크이다. 올해로 출시 61주년을 맞이하였고, 의심의 여지가 없는 피로회복제의 대명사로 자리 잡은 지 오래다. '21년 '소비자가 뽑은 참 좋은 브랜드' 드링크 부문 1위에 올랐지만, 20년 연속 한국산업의 브랜드 파워 1위 자리를 굳건히 지키고 있는 박카스에게 1위 타이틀은 전혀 새롭거나 놀랍지 않다.

타제품을 압도하는 박카스의 경쟁력

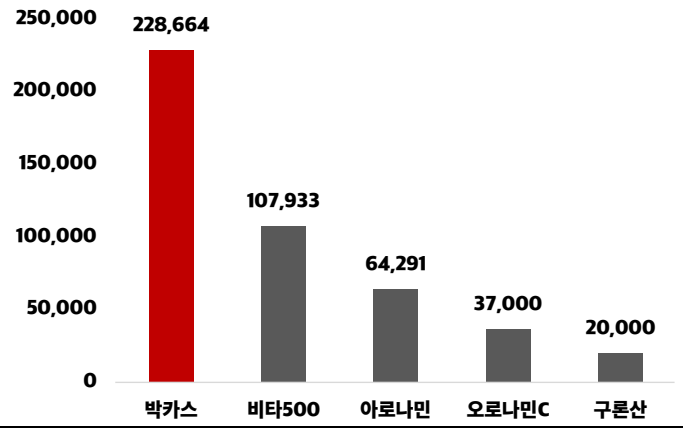
박카스의 드높은 위상은 다른 자양강장제 및 비타음료 제품과 비교할 때 더욱 분명해진다. 지난 한 해, **박카스 매출은 2,286억원으로, 경쟁제품으로 꼽히는 광동제약의 비타500 매출의 2배가 넘는다.** 아로나민과 오로나민C도 인지도가 매우 높은 것에 비하여, 매출은 이들을 박카스의 경쟁제품이라 부르기에도 민망할 정도로 낮은 수준이다. 특히, 박카스는 제약업계 단일제품이 **매출액 2,000억원을 돌파한 최초의 제품**이라는 점도 인상적이다.

약국에서의 박카스의 위상

약국에서의 위상은 더욱 남다르다. 약국으로의 판매 매출만을 비교했을 때, 박카스의 매출은 비타500 매출의 7배를 뛰어넘는다. 비타500과 박카스의 소비자 판매가가 동일한 상황에서 이러한 차이가 나타나는 이유는 **박카스에 대한 소비자들의 선호가 압도적**이기 때문이다.

이러한 박카스의 약국 내 브랜드 파워는 동아제약의 꾸준한 현금 창출력의 기반이 된다. 작년 동아제약은 약국에 박카스를 병당 410원에 팔았던 반면, 광동제약은 비타500을 팔며 병당 262원밖에 받지 못했다. 약국은 냉장비용과 부대비용을 감안하면 박카스를 이윤을 거의 남기지 않고 판매하는 셈이다. **그럼에도 불구하고 약국은 박카스를 지속적으로 매입하고 값싸게 판매**해야 하는데, 이는 대다수의 소비자들이 약과 함께 박카스를 구매하는 상황에서 본인 약국의 가격 수준을 단적으로 전달할 수 있는 좋은 지표가 되기 때문이다.

그림 3-1. 자양강장제 및 비타음료 연매출 규모 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 3-2. 박카스 제품군

출처: SMIC 5팀

박카스도 힘든 시기가 있었지

물론, 60년 역사 속 **박카스에게 우여곡절이 없었던 것은 아니다.** 1973년 자양강장제의 대중광고가 금지되면서 한 차례 위기를 겪었고, 2000년 초반 의약외품으로 분류된 비타500이라는 강력한 경쟁자의 등장으로 더 큰 위기를 직면했다. 하지만 **동아제약은 위기를 딛고 재도약의 기회로 삼았다.** 대표적으로, 규제 해제 이후 휴머니티와 세대공감에 기반을 둔 광고로 소비자들의 이목을 이끄는데 성공을 거두었다. 또한, 비타500에 맞서 박카스를 일반의약품에서 의약외품으로 전환해 2011년 '박카스F'를 만들고 편의점에 진출하며 매출을 확대할 수 있었다.

박카스F를 통한 매출 확대

특히, 편의점 및 마트 판매용 '박카스F'를 출시한 선택은 그야말로 신의 선택이었다. 박카스F 출시 당시 박카스D 매출액은 1,500억원 수준으로 성장세가 둔화된 상황이었다. 하지만 박카스F 출시로 판매채널이 확대됨에 따라 박카스 전체 매출액은 성장할 수 있었다. 실제로, 2011년부터 2016년까지 박카스D 매출액은 1,500억원 수준으로 일정하게 유지되었지만 **같은 기간 박카스F가 300% 가까이 성장하며 박카스 매출 성장을 견인했다.** 그 이후에도, 박카스F 판매량은 꾸준히 증가함에 따라 **'21년 기준 박카스 전체 누적 판매량은 212억 병을 기록했다. 그리고 이는 2.9만㎢ 면적에 달하는 여의도를 10개나 채울 수 있을 정도의 놀라운 규모이다.**

3.2. 박카스, 6년만에 가격 오른다!

박카스의 제한적인 가격인상 정책

동아제약은 박카스에 대해 **제한적인 가격인상 정책을 채택해왔다**. 처음 박카스가 시장에 나왔을 당시 가격은 자장면과 같은 40원이었다. 화폐개혁 이후 화폐가치 및 물가상승률을 감안한 박카스의 현재 적정가격은 1,600원 정도이다. 하지만 현재 약국 판매가는 600~700원 선이다. 동아제약은 줄곧 가격 인상에 무척 신중한 태도를 유지해온 것이다.

과거 박카스 가격 인상기에 매출증가 효과를 누리다

하지만, 동아제약은 작년 말 6년만에 박카스D와 F의 가격 인상을 예고했다. 그리고 **같은 해 11월 박카스D의 가격을 12.2%, 12월에는 박카스F의 가격을 10% 인상했다.** 앞서, 약국에서의 박카스 브랜드 파워를 설명한 바, **박카스 도매시장은 공급자 우위의 시장이다.** 약국은 손해를 입는 상황에서도 박카스를 지속적으로 매입해야 하는 유인이 있다. 다시 말해, 공급자인 동아제약이 가격 인상에 따른 수혜를 Q 저항을 비교적 적게 받으며 누릴 수 있다.

박카스 도매시장의 공급자 우위는 과거 박카스 가격 인상기를 통해 여실히 드러난다. 마지막으로 박카스 가격이 인상되었던 때는 2014년 8월 박카스F가 14.3%, 2015년 4월 박카스D가 10.8% 인상됐던 시기다. 가격인상 시기의 차이가 존재하여 2015년에 즉각적으로 가격인상 효과가 반영되고 있지 않지만, **두 모델의 가격인상 효과를 온기에 반영할 수 있는 2016년의 박카스 매출액을 본다면 가격 인상 이전인 2014년 대비 14% 성장한 것을 확인할 수 있다.**

그림 3-3. 박카스 매출액 추이

2014년 8월 박카스F 가격 14.3% 인상 & 2015년 4월 박카스D 가격 10.8% 인상

14%

(단위: 백만 원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
박카스 매출액	150,141	170,947	179,723	186,524	200,953	212,263	213,454	224,793	234,312
YoY(%)		*13.86%*	*5.13%*	*3.78%*	*7.74%*	*5.63%*	*0.56%*	*5.31%*	*4.23%*

출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

약국 내 취식이 허용되며 박카스 Q 성장이 기대된다

과거 박카스 가격 인상기를 통해 보았듯, 6년만에 찾아온 박카스D와 F의 가격인상 효과가 기대될 수밖에 없다. 특히, 박카스 매출은 동아제약의 매출액의 절반 이상을 차지하고 있기 때문에 **박카스 가격인상 효과는 '22년과 '23년의 동아제약 매출 전체에 가시적인 성장을 이끌어낼 것으로 판단된다**. 나아가, '20년과 '21년 코로나19로 인한 소비 둔화와 약국 내 취식 금지 정책으로 박카스 Q가 줄어든 기저도 고려해야 한다. 따라서, 올해에는 가격인상 효과와 더불어 거리두기 정책이 완화되고 사회활동이 정상화됨에 따라 **박카스 Q가 '19년 수준으로 회복하는 효과도 누릴 수 있을 것이다.**

3.3. 캄보디아에 부는 박카스 한류 열풍

박카스 수출은 관계기업인 동아에스티가 담당

놀랍게도, 박카스는 동남아로 수출되는 제품이며, 해외시장에서도 준수한 성과를 거두고 있다. 현재, 박카스는 동아제약과 동아에스티가 판매를 담당하는데 동아제약이 내수시장을, 동아에스티가 해외시장을 담당하고 있다. 좀 더 구체적으로 수출 과정을 설명하면, **동사가 23.31% 지분을 가지고 있는 관계기업인 동아에스티가 종속회사 동아제약이 제조한 박카스를 구매하여 동남아 국가로 수출한다.** 동아에스티가 동사의 종속기업이 아니라 관계기업이기 때문에 박카스 해외 매출이 동사의 영업이익에 기여하지는 않지만 지분법이익으로 순이익에 영향을 주는 만큼 박카스 해외 실적 역시 주목해야 한다.

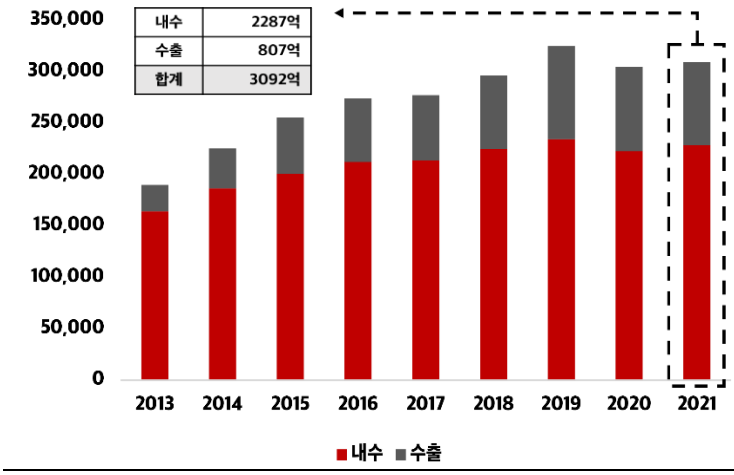
캄보디아향 수출실적이 전체 수출실적의 90%

동아에스티는 캄보디아, 필리핀, 미얀마, 대만, 과테말라로 박카스를 수출하고 있으며, **그 중에서도 수출 실적이 단연 돋보이는 국가는 '캄보디아'이다.** 캄보디아향 매출은 전체 수출 매출의 90%가량 차지하고 있으며, 캄보디아 진출 10년만에 박카스는 에너지드링크 시장에서 '레드불'을 밀어내고 부동의 1위를 차지했다. 그림 2-4를 보면, 캄보디아는 고온다습한 날씨로 음료시장이 발달해 음료 수입액이 높은 편이며 한국 음료에 대한 수요가 높은 국가이다.

올해부터 박카스 수출실적은 회복될 예정

캄보디아의 폭발적인 인기에 힘입어 '18년과 '19년 박카스의 수출액은 각각 12%, 19.7% 고속성장했다. 하지만 '20년 박카스 수출액은 834억원으로 전년보다 7.8% 감소했고, 지난해에는 807억원으로 축소됐다. 지난 2년 전세계적으로 코로나19 확산되면서 공급 차질과 소비 위축에 따른 수출 부진이 불가피했다. **하지만, '22년 1분기 다시 전년 동기 대비 22.2% 크게 성장하며 역대 최고 분기 실적을 기록한 만큼 올해는 수출 실적이 개선될 것으로 파악된다.**

그림 3-4. 연도별 박카스 내수 및 수출 매출 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 3-5. 캄보디아의 음료 수입액 (단위: 천 달러)

구분	2016	2017	2018	2019	2020
총계	115,680	217,115	281,823	299,357	306,028
1 태국	78,408	162,691	219,993	225,536	225,465
2 한국	4,893	30,157	33,251	41,144	64,029
3 싱가포르	14,375	9,519	12,130	17,362	8,107
4 말레이시아	15,290	13,280	12,572	8,865	6,924
5 중국	37	63	759	966	789

출처: ITC Trade Map, HS CODE 2202 기준, SMIC 5팀

1인당 박카스 소비량: 캄보디아 > 한국

캄보디아에서의 박카스 소비가 더욱 놀라운 것은 **캄보디아의 인구는 1,700만으로 한국의 3분의 1 수준이지만 연평균 2억캔을 소비하고 있다는 점이다.** 5,000만 한국인의 소비량이 4억-5억캔인 점을 감안했을 때, 인당 박카스 소비량은 캄보디아가 한국보다 더 높은 것이다.

매출 성장 잠재력이 큰 캄보디아

다만, 캄보디아 1인당 국민소득이 한국의 25분의 1 수준이기 때문에 박카스 소비자 판매가격이 절대적으로 낮아 지금 당장은 해외 매출이 내수 매출 대비 적을 수밖에 없다. **하지만, 캄보디아는 전체 인구 중 30대 미만이 70%로 생산가능인구 비중이 높은 '젊은 나라'인 동시에 연평균 7%의 경제성장률을 보이고 있는 만큼 캄보디아에서 박카스 가격의 인상 규모와 빈도는 한국을 앞설 것이라 판단된다.** 또한, 캄보디아에서의 성공신화를 발판 삼아 미얀마, 필리핀 등 다른 동남아 시장으로 보폭을 확대하고 있는 만큼, 박카스가 국민 드링크에서 글로벌 드링크로 자리매김하는 미래를 기대해 볼 법하다.

3.4. 건기식, 미래 성장은 내가 책임진다!

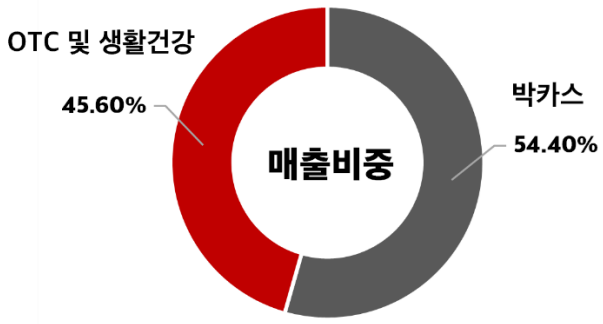
동아제약은 일반의약품과 생활건강제품을 판매

앞서, 박카스가 동아제약 매출의 절반 이상을 차지함을 확인한 바 있다. **나머지 매출은 일반의약품(OTC)과 생활건강 제품에서 발생한다.** 우리에게 너무나 익숙한 제품인 감기약 '판피린'과 구강청결제 '가그린'은 동아제약을 대표하는 일반의약품과 생활건강제품이다. 이외에도 연고 '노스카나', 숙취해소제 '모닝케어', 소화제 '베나치오' 모두 동아제약의 대표 제품으로 안정적이고 지속적인 현금흐름을 창출하는데 기여하고 있다.

동아제약은 일반의약품과 생활건강제품을 판매

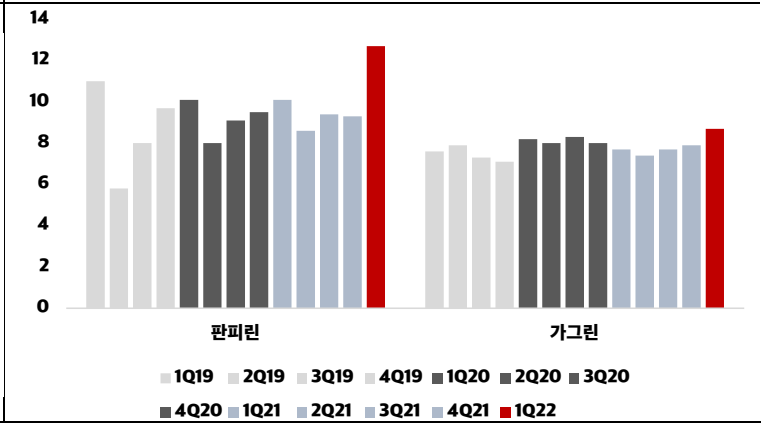
다만, 우려되는 부분이 있다. **기존의 일반의약품이나 생활건강 제품만으로는 미래를 책임질 성장 동력을 추구하기 힘들다는 것이다.** 실제로, 박카스를 제외한 동아제약의 매출 추이를 보면 '14년부터 '19년까지 1,600-1,700억 원 수준에 머물러 있는 것을 확인할 수 있다. 제품별로 면밀히 살펴보더라도, **매출의 성장을 찾아보기 힘들다.** 가령, 판피린은 분기별로 평균 90억원의 매출을, 가그린은 평균 80억원의 매출을 보이고 있다. '22년 1분기의 성장은 위드코로나 정책이 본격적으로 시행되면서 코로나 확진자 급증에 따른 일시적인 매출 증가일 뿐이다.

그림 3-6. '21년 동아제약 매출비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 3-7. 주요 제품 분기별 매출액 (단위: 십억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

비타민계의 에르메스, 오쏘몰의 공식수입처 동아제약

이러한 우려를 동아제약 역시 너무나 잘 알고 있다. '박카스'라는 히트 상품에 안주하지 않고, 동아제약은 현재 건강기능식품이라는 미래 먹거리 사업을 적극 강화하고 있다.

가장 기대되고 관심이 집중되는 제품은 **비타민계의 에르메스라고 불리는 오쏘몰(orthomol)의 비타민 '이뮨'이다.** 동아제약은 독일 프리미엄 건강기능식품회사인 오쏘몰의 공식수입처로서, 세계적으로 최고급 비타민 제품이라고 알려진 오쏘몰 이뮨을 '19년부터 국내 소비자들에게 판매하고 있다. 오쏘몰 이뮨은 1회 복용 가격이 약 3,000원으로 고가에 판매되고 있지만 세분화된 맞춤형 전략과 확실한 품질이라는 가치에 집중한 프리미엄 전략으로 국내에서 **오쏘몰의 인기는 고공행진을 이어가고 있다.**

오쏘몰 매출의 폭발적 성장

오쏘몰의 인기는 동아제약의 매출로 증명된다. **'19년 오쏘몰 매출은 44억원 수준이었지만 '21년에는 283억원 수준으로 2년만에 543%라는 폭발적인 성장을 보였다.** 그리고 지금도 이러한 증가 추세는 멈춤이 없다. 동아제약의 '22년 1분기 실적 발표를 보면, 전년 동기 대비 179% 성장하며 올해에도 큰 폭의 성장을 예고했기 때문이다.

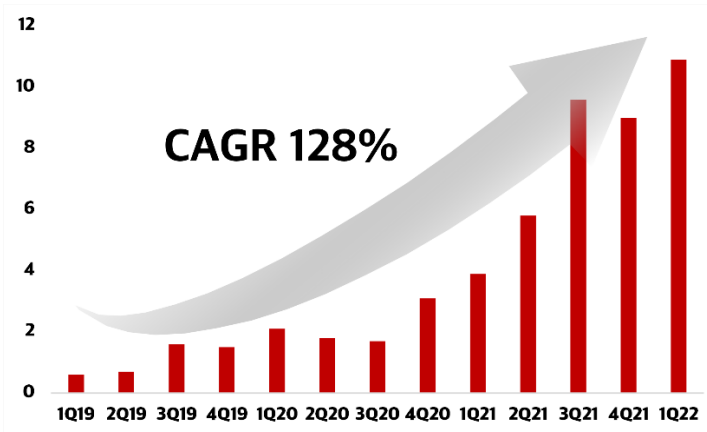
오쏘몰 성장배경 1: 건기식 시장의 성장

이러한 성장의 배경에는 여러가지 요인이 있다. 가장 먼저, **건기식 시장의 성장이다.** 고령화, 고소득자 비율 증가, 대중의 건강에 대한 관심 증대, 그리고 건기식 규제 완화까지 여러 우호적인 환경이 겹겹이 조성되며 국내 건기식 시장은 연평균 5%씩 꾸준히 성장해왔다. 성장하는 산업에서 프리미엄 제품인 오쏘몰이 큰 관심을 받은 것으로 파악된다. 특히, 건기식 시장은 선물용 수요가 함께 몰리며 저가 제품보다 고가 제품이 더욱 주목받았다.

오쏘몰 성장배경 2: 올리브영 입점

무엇보다도, 오쏘몰 성장의 주된 요인은 올리브영 입점이다. 동아제약의 오쏘몰 비타민은 '20년 하반기부터 올리브영에 입점하여 판매되기 시작했는데, **그림 2-8를 보면 오쏘몰의 폭발적인 성장이 시작된 것도 '20년 3분기이다.** 이전까지는 오프라인 채널 및 자사몰을 통해 판매하여 매출 성장이 더뎠다. 하지만 온오프라인에서 구매가 용이하고, 이미 충성고객들을 확보한 올리브영에 입점하게 되면서 오쏘몰의 폭발적 성장은 시작됐다.

그림 3-8. 오쏘몰 매출 추이 (단위: 십억 원)



출처: 동사 IR자료, SMIC 5팀

그림 3-9. 주요 제품 분기별 매출액 (단위: 십억 원)

구분	1Q21	1Q22	증감률
박카스	446	468	5%
일반약	273	326	19%
생활건강	233	354	52%
오쏘몰	39	109	179%
매출	952	1148	21%

출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

건기식 사업 적극 강화하는 동아제약

오쏘몰 이외에도 **동아제약은 직접 건기식 제품을 시장에 선보이며 신사업을 적극 강화하고 있다.** 오래 전 발매한 일반의약품인 혈액순환개선제 '써큐란'을 건기식으로 전환하여 새로워진 써큐란을 선보였다. 또한, 1984년 출시한 어린이 건기식인 미니막스를 '미니막스 정글'로 리뉴얼해서 재출시했다. 선택형 맞춤 건기식인 '셀파렉스'의 경우 무려 15종을 출시했다.

'22년은 건기식 매출 성장이 기대되는 한 해

앞서 언급된 건기식 모두 '20년에 출시된 것으로, **기존 일반의약품과 생활건강 제품의 성장성이 둔화됨에 따라 동아제약이 적극적으로 건기식 시장에 뛰어든 것에 기인한다.** 실제로, 동사 공개 IR 자료에는 이전에는 담기지 않은 건기식 제품에 관한 정보를 따로 분류하여 소개하고 있다. **나아가, '22년은 건기식 제품들의 외형성장이 가속화되는 해라고 판단된다.** 판단 근거는 그림 2-9에서 보시다시피, 건기식을 포함하는 생활건강 매출이 이전에는 성장세가 보이지 않았지만, **'22년 1분기부터 전년 동기 대비 52%나 성장하는 모습을 보였기 때문이다.**

3.5. 동아제약 매출추정

동아제약의 매출 추정은 **1) 박카스 매출과 2) 일반의약품(OTC) 및 생활건강 매출**로 나누어 진행했다. 박카스 매출은 다시 **a) 박카스D와 b) 박카스F**로 나눴으며, OTC 및 생활건강 매출은 다시 **a) 판피린 b) 가그린 c) 오쏘몰 d) 기타**로 나누어 추정하였다.

1) 박카스 매출

매출 추정							
(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
박카스	179,723	186,524	200,953	212,263	213,454	224,793	234,312
박카스D	158,400	150,000	150,600	152,600	133,200	133,500	134,900
박카스F	21,323	36,524	50,353	59,663	80,254	91,293	99,412

매출 추정							
(단위: 백만 원)	2020	2021	1Q21	4Q21	1Q22	2022F	2023F
박카스	222,539	228,664	44,588	55,340	46,876	**246,321**	**261,211**
박카스D	126,300	127,500	25,300	30,200	27,800	**140,099**	**149,931**
박카스F	96,239	101,164	19,288	25,140	19,076	**106,222**	**111,280**

a) 박카스 D

과거 매출 추이를 통해 '11년 박카스F 출시 이후 박카스 두 모델 간의 카니발라이제이션이 나타남을 확인할 수 있다. 특히, 편의점과 마트가 약국 대비 접근이 용이하기 때문에 박카스D의 매출은 지속적으로 하락했다. '15년 4월 박카스D의 가격이 10.8% 인상됐음에도 불구하고, Q의 하락이 더욱 강해 '17년에는 1,332억원 수준까지 하락했다.

하지만 박카스D 매출은 '18년, '19년에는 더 이상 하락하지 않고, 1,300억원 수준으로 유지되며 안정화되는 모습을 보였다. 이에 따라, '17-'19년의 매출액이 박카스D의 락바텀(Rock-Bottom)이라고 판단, 코로나19로 인한 내수시장 침체와 약국 내 취식 금지로 인해 줄어든 '20년과 '21년 매출이 '17년-'19년의 평균치로 회복한다고 판단하였다. 이와 더불어, **'21년 말 12% 가격인상 효과와 1분기에 나타난 Q 저항을 고려하여 '22년 매출은 '17년-'19년의 3년 평균치의 10%를 할증해 계산하였다. 같은 논리로, '23년 매출은 '20년과 '21년을 제외한 3개년치 이동평균의 가격인상 효과를 온기에 반영한 12%를 할증해 계산했다.**

b) 박카스 F

'11년 박카스F 출시 이후, 박카스F 매출은 코로나19로 인해 내수 수요가 침체됐던 '20년을 제외하고 꾸준히 성장하였다. 특히, '13년부터 '18년까지 Q의 증가에 '14년 10월 박카스F의 14.3% 가격인상 효과까지 더해져 같은 기간 328% 성장했다. **코로나19가 심각했던 '21년에도 매출이 빠르게 회복하며 '19년 수준을 뛰어넘은 것을 감안했을 때, 박카스D와는 다르게 박카스F의 성장성은 아직 남아있다고 판단했다.**

다만, '22년 1분기 박카스F 매출은 **'21년 말 가격을 10% 인상**했음에도 불구하고 전년 동기 대비 증가하지 못했다는 것을 확인할 수 있다. 이는 박카스D와는 다른 양상으로, **박카스F의 Q 저항성이 좀 더 거세고 유통업체들의 재고 축적이 있었다고 판단, 이에 따라 '22년 매출이 '21년 대비 가격인상효과를 온전히 반영하지 못하고, 2분기치의 재고수준을 고려하여 5%를 할증해 계산했다.** 반면, '23년 매출은 가격 인상에 따른 Q의 저항성이 약해지고, 유통업체들의 재고축적이 불가능하다고 판단하여 '21년 대비 10% 가격효과를 온전히 반영해 계산했다.

2) 일반의약품(OTC) 및 생활건강 매출

매출 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	1Q21	1Q22	2022F	2023F
OTC 및 건기식	156,455	166,043	192,261	208,706	50,612	67,924	**244,795**	**272,877**
판피린	35,508	34,500	36,700	37,400	10,100	12,700	**40,677**	**36,158**
가그린	31,472	33,486	32,500	32,869	7,700	8,700	**33,414**	**32,928**
오쏘몰	1,800	4,400	8,700	28,300	3,900	10,900	**43,600**	**65,400**
기타	87,675	93,657	114,361	110,137	28,912	35,624	**127,104**	**138,392**

* 마스크 매출이 2019년 25억, 2020년 101억, 2021년 6억 발생 (일회성 매출)

a) 판피린

판피린은 매출 성장이 안정화되어 연평균 약 3,600억원 매출을 안겨주는 효자제품이다. 다만, '22년 1분기는 위드코로나 정책과 함께 사회적 활동이 정상화됨에 따라 코로나 확진자가 급등했던 시기였다. 이에 따라, 해열제 및 감기약에 대한 수요가 증가하여 '22년 1분기 판피린 매출은 전년 동기 대비 25% 증가했다. 2분기에도 코로나 확진자 수가 1분기만큼 높았던 것을 감안하여 1분기 판피린 수요가 2분기까지 지속되었다고 판단했다. 다만, 현재 확진자 수 감소 추이를 반영해 '22년 3분기에 들어오며 판피린 수요가 이전 수준으로 회복했을 것으로 판단했다.

종합적으로, '22년 판피린 매출은 1분기에 보인 25% 성장을 상반기 평균 매출에 반영하고, 하반기 평균 매출은 할증 없이 가산해주었다. '23년은 코로나19와 같은 이례적인 사회적 변화가 나타나지 않는다고 가정하여 연평균 매출액으로 계산하여 '22년 대비 23'년 매출은 역성장하는 모습을 띨 것으로 판단했다.

b) 가그린

구강철경제인 가그린 역시 판피린과 마찬가지로 매출 성장이 안정화되어 연평균 약 3,300억 원 매출이 발생한다. '22년 1분기 실적에서도 특이점이 발견되지 않는 것을 보아 예년과 다름없이 3,300억 수준의 매출을 달성할 것으로 판단했다. **다만, 1분기 실적이 이미 발표된 만큼, 1분기 실적은 그대로 반영해주고, 연평균 매출의 4분의 3을 가산하여 매출을 추정했다.**

c) 오쏘몰

오쏘몰은 프리미엄 비타민 건강기능식품으로, 동아제약의 제품 중 가장 강력한 성장성을 보이는 제품이다. 오쏘몰은 출시 이후 줄곧 100%이상 성장했고, '22년 1분기 실적도 전년 동기 대비 100%이상 증가했다. 성장 추세가 꺾일 기세가 없는 만큼, '22년과 '23년의 오쏘몰의 성장세를 가늠하기 위해 적절한 벤치마크가 필요하다고 판단했다. **그리고 벤치마크로 홍삼 건강기능식품인 정관장의 '홍삼정 에브리타임'의 과거 성장 추세를 참고했다.**

벤치마크에 대한 근거로는, 1) 홍삼과 비타민이 모두 건기식 제품군에서 대중적인 인기 수준이 비슷하다는 점, 2) 두 제품 모두 동일 제품군 내 고가의 프리미엄 제품으로 1포당 3,000원 수준을 한다는 점, 3) 출시 이전부터 오쏘몰과 정관장이라는 이미 인지도가 높은 브랜드의 후광효과를 누렸다는 점, 4) 3-4년차에 올리브영에 입점하여 판매되었다는 점 5) 선물용으로 인기가 많고, 인기가 MZ세대까지 저변이 확대된 제품이라는 점을 고려했다.

오쏘몰 이문 성장률 추정

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
홍삼정 에브리타임 판매량(백만 개)	300	700	1,500	3,000	5,500	7,000	-
YoY(%)		**133%**	**114%**	**100%**	**83%**	**27%**	-
	2018	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	
오쏘몰 이문 매출액(백만 원)	1,800	4,400	8,700	28,300	**43,600**	**65,400**	
YoY(%)		**144%**	**98%**	**225%**	**54%**	**50%**	

홍삼정 에브리타임은 '12년 말에 첫 출시하였고, 언론에 공개된 연도별 홍삼정 에브리타임 판매량을 기준으로 연간 성장률을 구하여 오쏘몰의 성장 추이와 비교하였다. 두 제품의 첫 3개년 성장 추이만을 비교했을 때, **오쏘몰이 홍삼정보다 더욱 가파르게 성장하고 있음을 확인할 수 있다. 이는 '18년이 '13년보다 건기식시장 규모가 확대되었고, 건기식 선물 문화가 생기며 나타난 차이라고 판단했다.**

홍삼정 에브리타임이 4년 차에도 83% 큰 폭의 성장을 이루었고, 현재 건기식 시장이 매출 성장에 더욱 우호적인 것을 감안했을 때 **4년차에 들어서는 오쏘몰 역시 큰 폭의 매출 성장이 가능할 것으로 판단했다.** 이에 따라, 전년 동기 대비 179% 성장한 '22년 1분기 오쏘몰 실적은 참고하여 2,3,4분기에도 최소 1분기와 비슷한 수준의 매출이 발생할 수 있다고 추정하는 것은 충분히 합리적이라고 판단, 1분기 실적에 4를 곱하여 '22년 매출을 계산했다.

'23년 매출의 경우, 홍삼정 에브리타임 매출이 둔화된 것을 참고하여 오쏘몰 마찬가지로, 성장 둔화 우려가 있다고 판단했다. 다만, 앞서 말한 바가 있듯이, 현재 건기식 시장상황이 과거보다 우호적이라는 점과 오쏘몰의 성장성이 여전히 가파르다는 점에서 쉽게 성장세가 꺾이지 않을 것으로 판단, '22년과 비슷한 성장률을 보일 것으로 추정하여 '23년 매출을 '22년 매출의 50%를 할증해 계산했다.

d) 기타

매출 추정								
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	1Q21	1Q22	2022E	2023E
기타	87,675	97,243	114,361	112,306	28,912	35,624	123,537	135,890
마스크 외 기타	**87,675**	**94,743**	**104,261**	**112,306**	**28,912**	**35,624**	**127,104**	**138,392**

기타매출은 판피린, 가그린, 오쏘몰을 제외한 수많은 일반의약품(OTC)과 건강기능식품의 매출의 합이다. **보다 정확한 매출추정을 위해 '19년-'21년, 3년간 발생한 일회성 비용을 차감한 후 '마스크 외 기타'라는 계정을 만들어 기타매출을 추정했다. (이하 '기타매출'은 마스크 외 기타를 의미한다.)**

기타매출의 지난 3년치 성장률은 각각 8.1%, 10.1%, 7.7%로 대게 비슷한 성장세를 보여왔다. 특히, 같은 기간 의약품 소매 판매액이 연평균 6%로 성장했던 것과 비교했을 때 **시장평균을 상회하는 성장률이다. 이는 기타매출에는 일반의약품 외에도 성장률이 가파른 건강기능식품이 포함되어 있기 때문에 발생하는 것으로 판단했다.**

동아제약이 다양한 건강기능식품 출시하며 적극적으로 사업에 참여하고 있는 만큼 지금과 같은 성장률은 충분히 유지될 수 있다고 판단, 지난 3개년 치의 성장률의 평균을 구해 '21년 매출에 가산해주는 방식으로 추정했다. 다만, **'22년 1분기에 전년 동기 대비 23%나 성장하는 모습을 보임에 따라, '22년 1분기 실적은 그대로 반영해주고 나머지 3분기에 한해서만 앞의 논리대로 평균 성장률로 추정했다.** 같은 논리로, '23년 기타매출은 '22년 대비 평균 성장률을 곱해 추정했다.

3) 동아제약 총매출 Table

매출 추정							
(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
총 매출액	**289,714**	**348,477**	**363,575**	**384,893**	**391,776**	**381,248**	**400,355**
박카스	179,723	186,524	200,953	212,263	213,454	224,793	234,312
박카스D	158,400	150,000	150,600	152,600	133,200	133,500	134,900
박카스F	21,323	36,524	50,353	59,663	80,254	91,293	99,412
OTC 및 건기식	109,991	161,953	162,622	172,630	178,322	156,455	**166,043**

매출 추정							
(단위: 백만 원)	2020	2021	1Q21	4Q21	1Q22	2022E	2023E
총 매출액	**414,800**	**437,370**	**95,200**	-	**114,800**	**491,267**	**534,088**
박카스	222,539	228,664	44,588	55,340	46,876	**246,472**	**261,211**
박카스D	126,300	127,500	25,300	30,200	27,800	**140,250**	**149,931**
박카스F	96,239	101,164	19,288	25,140	19,076	**106,222**	**111,280**
OTC 및 건기식	192,261	208,706	50,612	-	67,924	**244,795**	**272,877**

앞의 모든 매출 추정 논리를 종합하여, '22년 동아제약의 총 매출액은 4,912억원으로, '21년 대비 약 12% 성장한다고 추정했다. 이는 박카스의 가격인상, '22년 상반기의 코로나 확진자 수 급증에 따른 일반의약품 수요 증가, 그리고 건강기능식품의 매출 가시화 등에 기인한다.

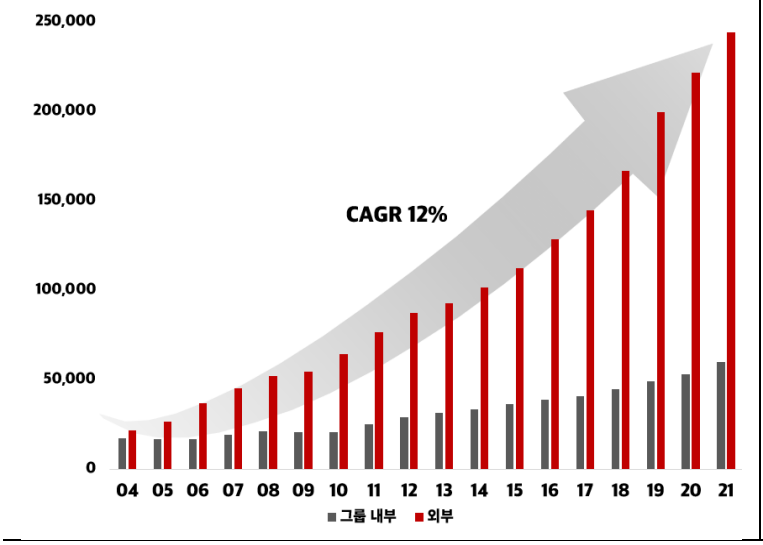
'23년 동아제약의 총 매출액은 5,340억원으로 '22년 대비 9% 성장한다고 추정했다. 대략적인 추정논리는 '22년과 비슷하나, 성장률은 전년 대비 감소하게 되는데 이는 '22년 상반기에만 코로나로 인해 특수하게 나타난 일반의약품 수요 증가현상이 사라지는 것에 기인한다.

4. 든든한 일꾼, 용마로지스 & 수석! - Point 2

동아제약이 동아쏘시오그룹의 최전방에 존재하는 핵심 자회사이자 그룹의 심장이라면, 이번 단락에서 설명할 **용마로지스와 수석은 최전방의 의약품 기업들의 후방 밸류체인에서 의약품 기업들을 서포트하는 든든한 일꾼들**에 비유할 수 있다. 그룹 내부의 전방 기업들은 이들의 안정적인 매출처 역할을 하고 있는데, 특히 용마로지스는 안정적인 그룹 내부 시장을 바탕으로 성공적인 외부 확장을 해낸 대표 사례이다.

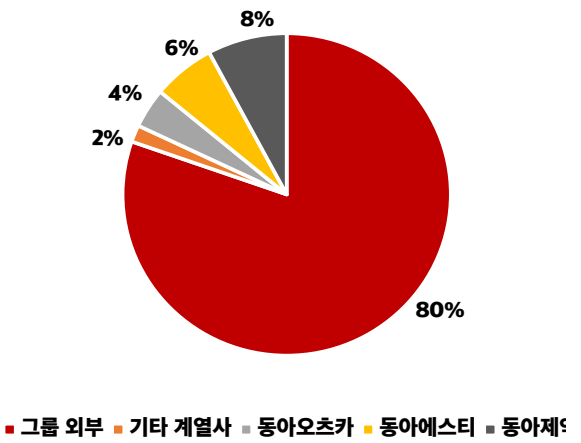
4.1. 용마로지스, 의약품 물류 시장의 강자

그림 4-1. 용마로지스 그룹 내/외부 매출액 추이 (단위: 백 만원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 4-2. '21년 용마로지스 매출처 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

용마로지스 : 3자 물류 맞춤형 서비스

현재 동아쏘시오그룹 자회사들의 전체적인 물류를 책임지고 있는 **용마로지스는 설립 당시엔 그룹 내부 자회사들을 위한 자체 물류 기업이었지만, 독자적인 성장을 이루면서 그룹 내부 전용 기업을 넘어서 외부 확장에 성공**한 사례이다. 용마로지스는 그룹사 내부의 자체 물류와 외부 고객들의 3자 물류 사업을 영위하고 있는데, 단순한 물류 서비스를 제공하는 것을 넘어서, **고객사의 니즈에 따라 재고관리, 유통가공, 인수증 등 서류관리와 물류컨설팅까지 물류와 관련된 가능한 모든 서비스를 맞춤형으로 제공**하고 있다. 이는 3자 물류 수요의 증가 흐름과 맞물려 용마로지스가 많은 화주를 모집할 수 있게 하였다.

그룹 내부에서 시작해, 외부 매출 80% 수준

위의 [그림4-1]은 용마로지스의 성공적인 외부 확장 과정을 단적으로 보여준다. 용마로지스는 최근 20년 연평균 12%의 성장률을 기록했는데, **특히 그룹 외부 매출이 14% 이상의 성장률을 보이며 성장을 이끌었다.** 그 결과 '04년도에는 전체 매출액의 58% 수준이었던 외부 매출 비율이 **'21년도 기준 80%까지 증가했으며 매출액의 규모도 12배 이상으로 증가했다. 고객사는 물론 국내기업에 국한되지도 않으며,** 한미약품, SK 케미칼, Johnson & Johnson, L'Oréal 등 다양한 국내외 고객사를 확보하고 있다.

진입장벽이 높은 의약품 물류 시장내 1위!

용마로지스의 이러한 경쟁력은 핵심 전방인 의약품 물류 시장에서 1위 기업으로서 70%의 점유율을 차지하고 있다는 점에서 입증된다. 특히 의약품 물류 시장은 일반적인 제품의 물류에 비하여 진입장벽이 매우 높은 시장이다. 이는 의약품이 일반적인 제품과 달리, 유리병이나 앰플 용기가 대부분이라 약한 물리적 충격에도 깨지기 쉽고 온도에 민감하게 반응하기 때문에 일정한 온도를 유지하는 '정온 배송'이 매우 중요하기 때문이다. 전체 물류 시장 내의 비중에 비해 이처럼 까다로운 난이도는 의약품 물류 시장의 높은 진입장벽으로 작용해왔다.

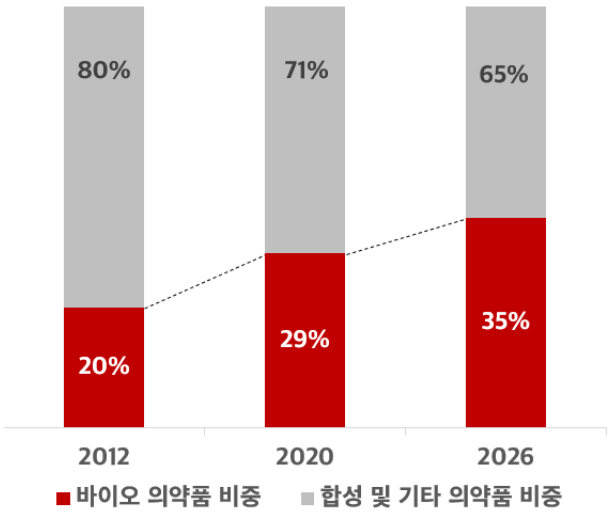
어떻게 이런 성장을? 그룹 내부를 기반으로!

이처럼 진입장벽이 높은 시장에서 용마로지스가 1위 플레이어로 자리 잡을 수 있었던 것에도 **용마로지스가 그룹 내부의 물류를 처리하면서 쌓은 업력과 레퍼런스가 주효**했다고 판단된다. 이처럼 까다로운 의약품 물류 시장에서, 그룹 내부의 탄탄한 캡티브 매출을 통해 다른 경쟁자들 대비 안정적으로 성장하면서 업력을 쌓을 수 있었던 것이다. 이는 후술할 자회사 수석과 에스티젠바이오에도 공통적으로 적용되는 것으로, **그룹 내부의 다른 자회사들을 통해 새로운 자회사를 육성하는 전략의 유효성을 보여준다.**

용마로지스는 상술한 경쟁력을 바탕으로 향후 그룹 내부 자회사들의 성장과 함께 의약품 시장의 성장 바람을 타고 더욱 성장할 것이며, 향후에는 의약품 물류 시장 이외에도 화장품 물류 시장과 물류 시장 전반으로의 침투를 가속화해 더욱 든든한 자회사로 거듭날 것이다.

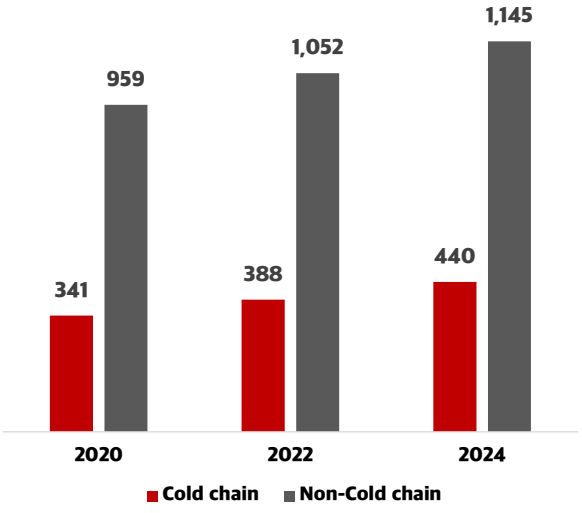
4.2. 더욱 든든한 천군만마가 될 용마로지스

그림 4-3. 글로벌 의약품 시장 내 바이오 의약품 비중



출처: Evaluate Pharma, 한국바이오의약품협회, SMIC 5팀

그림 4-4. 콜드체인 및 이외 시장규모 전망치(단위: 10억 $)



출처: Pharmaceutical Commerce, SMIC 5팀

의약품 물류는 더욱 중요해질 것!

그룹 내부 자체 물류 기업을 벗어나, 의약품 시장 외로도 성공적으로 확장 중인 용마로지스는 향후에도 안정적인 성장이 예상되는 든든한 자회사이다. 그러나 조금 더 장기적인 관점에서 보면, 용마로지스가 단순히 꾸준한 이익 성장을 자회사라는 것을 넘어서, 향후 **동사가 건설할 제약바이오 제국에서 더욱 중요한 역할을 하게 될 것**임을 알 수 있다. 의약품 시장은 더욱 커질 것이며, 그중에서도 의약품 '물류'의 중요성은 향후 더욱 강조될 것이기 때문이다. 이는 용마로지스의 향후 매출 성장에 유의미한 요소일 뿐더러, 동사가 그룹 내부에 용마로지스라는 뛰어난 물류사를 소유하고 있다는 특장점을 더욱 부각시킬 것이다.

바이오 의약품 성장!
콜드체인 + 규제준수 요구

위의 [그림4-3]을 보면 일반적인 화학 의약품 시장에 비하여 생물학적 제제가 사용되는 바이오 의약품의 비중이 더욱 상승하는 등 더욱 가파르게 성장할 것으로 예상됨을 알 수 있다. 최근 화두가 되었던 **백신과 같은 바이오 의약품은 물류 과정에서 콜드 체인이 요구**될 뿐더러, 식약처 가이드라인에 따라 생물학적 제제 출하증명서 제출, 운송 차량의 사전 검증, 온도의 기록 등 **까다로운 규제가 존재**한다. 이는 콜드 체인이 요구되는 여러 품목들 중에서도, 바이오 의약품은 조금의 변질로도 심각한 안전 문제로 직결될 수 있는 품목이기 때문이다.

의약품 물류 잘하는
맛집을 찾는 제약사들

바이오 의약품의 단가는 일반의약품의 6-7배 수준으로 형성되어 있어 보다 전문적인 취급이 필요하다. 그러나 국내 콜드체인은 대부분 식품 물류 위주로 형성된 상태라 바이오 의약품을 위한 콜드체인 인프라가 미비한 실정이다. 이에 **제약바이오 산업 내 의약품에 대한 전문성을 갖춘 3자 물류업체의 필요성은 점점 부각**되고 있다. 실제로 한국항만경제학회지에 게재된 선일석 외(2018)에 따르면, 실증분석 결과 제약기업들이 **콜드체인 3자 물류업체 선정 시에 최우선으로 여기는 요소는 의약품 취급에 대한 전문성**이다.

We have 용마로지스.
어떤 걱정도 없다!

이처럼 바이오 의약품 성장에 따라 **콜드체인 수요가 증가할수록, 뛰어난 의약품 물류 기업에 대한 수요는 크게 증가할 것**이며, 의약품 물류 시장의 1위 기업 용마로지스를 가지고 있는 **동사의 안정적인 밸류체인 관리 능력과 원가 경쟁력은 더욱 빛날 것**이다. 후술할 에스티젠바이오와 관련해 그룹 내 바이오 의약품의 생산 확대는 예정된 미래이므로, **용마로지스의 그룹 내 기여는 더욱 두드러질 것**이고 이는 동아제약에 이어 **투자매력도가 높은 비상장 자회사 용마로지스를 시장에 알리며 지주회사로서 동사의 매력을 부각시킬 것**이다.

4.3. 용마로지스 매출 추정

용마로지스의 매출은 20%의 그룹 내부 매출과 80%의 그룹 외부 매출로 분류해 추정한다. 그룹 내부에선 동아제약과 동아에스티, 동아오츠카가 주요 고객에 해당한다.

용마로지스 동아에스티향 매출 추정

(단위: 백 만원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
동아에스티향 매출	10,910	12,060	12,079	12,966	13,146	15,490	18,796	19,988	21,353
YoY(%)		*10.5%*	*0.2%*	*7.3%*	*1.4%*	*17.8%*	*21.3%*	***6.3%***	***6.8%***
동아에스티 매출 YoY(%)		*-1.3%*	*-1.0%*	*2.2%*	*7.9%*	*-4.2%*	*1.1%*		
처방의약품 약국 진료비	10,704,639	11,778,736	12,650,735	13,700,665	14,848,710	15,368,814	16,453,404	17,496,388	18,771,493
YoY(%)		*10.0%*	*7.4%*	*8.3%*	*8.4%*	*3.5%*	*7.1%*	*6.3%*	*6.8%*

동아에스티향 매출은 동아에스티의 매출과 행태가 매우 다르다. 따라서 동아에스티의 매출이 아닌 전문 의약품 시장의 성장을 통해 추정하는 것이 더욱 합리적이다. 전문 의약품 시장의 성장률을 추정하기 위하여 대용치로 처방의약품의 약국 진료비를 사용하였으며, '22년의 경우 1분기까지의 진료비와 '21년도의 진료비에 과거 연평균 성장률을 곱하고 9개월 분으로 변환한 값을 합산해 추정했다. '23년도는 추정된 '22년도 값에 연평균 성장률을 곱하여 추정했다. 동아에스티향 매출의 성장률은 '20년도와 '21년도 모두 전문 의약품 성장률보다 14%p 이상 높았다는 것을 감안하면 추정된 성장률은 매우 보수적인 수치이다.

용마로지스 동아제약향 매출 추정

(단위 : 백 만원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
a. 동아제약향 매출	13,740	14,587	15,385	16,518	19,683	21,844	23,883	25,616	28,380
YoY(%)		*6.2%*	*5.5%*	*7.4%*	*19.2%*	*11.0%*	*9.3%*	***7.3%***	***10.8%***
b. 동아제약 매출	363,575	384,893	391,776	381,248	400,355	414,800	437,370	491,267	534,088
비율(a/b)	3.8%	3.8%	3.9%	4.3%	4.9%	5.3%	5.5%	5.2%	5.3%

동아제약향 매출은 동아제약의 매출과 연동하여 추정했다. '19년도 동아제약향 매출이 동아제약의 매출 성장을 크게 상회한 이후 동아제약의 매출 대비 용마로지스의 동아제약향 매출의 비율의 변동폭이 매우 작다. 따라서 앞서 추정한 동아제약 매출에 '19-'21년의 평균 비율을 곱하여 추정했다. '23년 역시 해당 비율을 이동평균으로 추정한 뒤 같은 방식으로 추정했다.

용마로지스 그룹 외부 매출액 추정

(단위: 백 만원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
그룹 외부	112,574	128,823	145,301	167,086	200,048	222,340	244,864	277,674	297,732
a. YoY(%)		*14.4%*	*12.8%*	*15.0%*	*19.7%*	*11.1%*	*10.1%*	***13.4%***	***7.2%***
의약품 소매 판매액	18,654,084	19,502,900	19,762,105	20,443,679	21,670,887	22,972,049	24,373,889	26,928,814	28,387,583
b. YoY(%)		*4.6%*	*1.3%*	*3.4%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.1%*	*10.5%*	*5.4%*
a-b. 초과성장률		*9.9%*	*11.5%*	*11.5%*	*13.7%*	*5.1%*	*4.0%*	*2.9%*	*1.8%*

용마로지스는 의약품 외에도 화장품 등 다양한 전방으로 확장하고 있지만, 가장 많은 매출액이 발생하며 연관성이 가장 높은 산업은 역시 의약품 산업이다. 따라서, 의약품 물류의 최종 전방이라고 할 수 있는 의약품 소매 판매액을 활용해 추정하였다. '22년의 의약품 소매 판매액은 1월에서 4월까지 집계된 금액 1조원과 '21년도의 판매액에 '16년부터의 연평균 성장률을 곱한 금액을 8개월로 환산해 합산했다. 4월까지의 판매액이 이미 '21년도 금액의 40% 이상으로 1조원에 근접하므로, 남은 8개월 동안 추정된 1.7조원 가량의 판매액은 보수적인 수치다. '23년도 의약품 소매 판매액은 '22년도 금액에 과거 평균 성장률을 곱해 추정하였고, 용마로지스의 성장률은 항상 전방 성장률을 상회했으므로, 보수적 추정을 위해 초과성장률이 선형적으로 감소할 것으로 가정해 초과성장률과 전방 성장률을 합산해 매출 성장률을 추정했다.

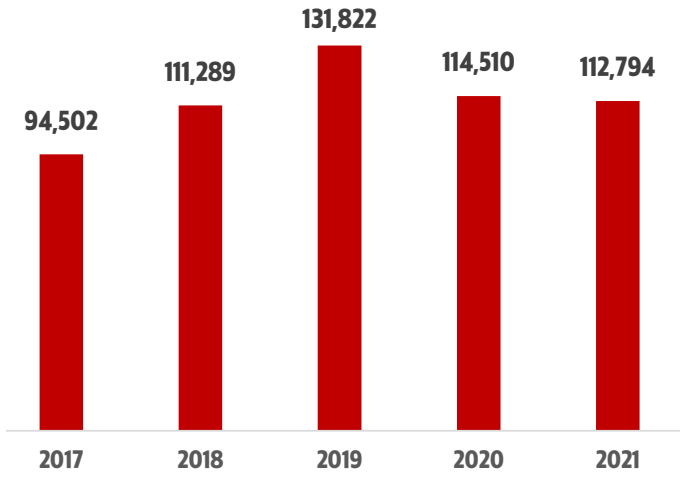
용마로지스 매출액 추정

(단위: 백 만원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
총 매출액	**186,472**	**211,978**	**249,573**	**275,913**	**304,853**	**339,151**	**363,770**
YoY(%)		*13.7%*	*17.7%*	*10.6%*	*10.5%*	***11.3%***	***7.3%***
그룹 내부	41,171	44,892	49,525	53,573	59,989	61,476	66,038
YoY(%)	*10.9%*	*13.7%*	*17.7%*	*10.6%*	*10.5%*	*12.1%*	*9.6%*
동아제약	15,385	16,518	19,683	21,844	23,883	25,616	28,380
동아에스티	12,079	12,966	13,146	15,490	18,796	19,988	21,353
동아오츠카	10,795	12,297	12,294	12,303	12,139	11,966	12,200
기타	2,912	3,111	4,403	3,937	5,170	3,906	4,105
그룹 외부	145,301	167,086	200,048	222,340	244,864	277,674	297,732
YoY(%)	*12.8%*	*15.0%*	*19.7%*	*11.1%*	*10.1%*	*14.0%*	*10.0%*

그룹 내부 매출액 중 금액이 작고 뚜렷한 성장세가 관찰되지 않는 동아오츠카와 기타 계열사는 이동평균으로 추정하였다. 최종적으로 추정된 용마로지스 매출액은 위와 같다.

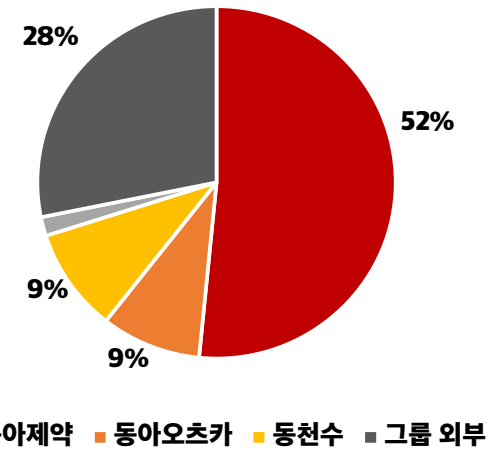
4.4. 원가관리의 '수석' 합격자

그림 4-5. 수석 연도별 매출액 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 4-6. '21년 수석 매출처 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

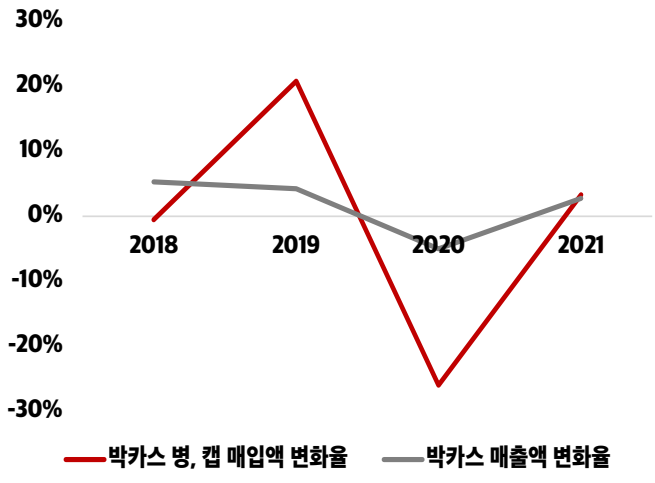
자회사들 포장재는 수석이 책임진다!

수석은 음료, 제약, 주류 기업들을 대상으로 유리병, 플라스틱 포장 용기, 종이 박스 등을 공급하는 포장재 기업이다. 수석은 다른 자회사들의 물류를 책임지는 용마로지스처럼, 다른 자회사들에게 포장재를 공급하기 위한 목적으로 설립된 자회사이다. 동아제약과 동아에스티, 동아오츠카와 같은 자회사들이 생산하는 의약품과 음료의 양이 막대하고 이에 따라 막대한 포장재가 소요되는 만큼 **수석의 포장재는 안정적인 그룹 차원의 수직계열화에 기여**하고 있다.

그룹 내부 위주, 최근 역성장

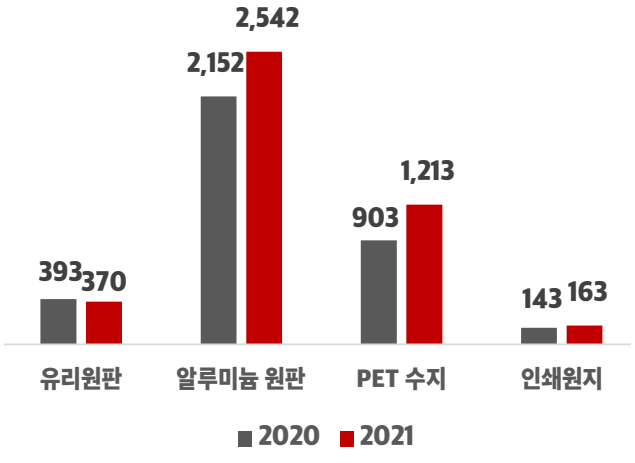
수석은 그룹 외부 확장에 성공해 그룹 내부 의존도를 상당히 낮춘 용마로지스와 달리 **그룹 내부의 비중이 72%로 의존도가 매우 높은 상황**이다. 위의 그림들에서 알 수 있듯이, 수석의 매출은 대부분이 내부에서 발생할 뿐더러, 전방에 해당하는 동아제약 등의 자회사와의 협상을 통해 포장재 공급가액을 인하한 전적도 있어 성장성이 높지 않으며, 최근 2개년도에는 역성장이 발생했다.

그림 4-7. 동아제약 박카스 매출액 및 원재료 매입액 변화율



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 4-8. '20-'21 수석의 주요 원재료 단위가격



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

하지만 다 뜻이 있다

그러나 언뜻 굉장히 부정적인 현재의 상황을 '수석'의 그룹사 내의 포지션과 연관지어 달리 생각해볼 필요가 있다. 동아제약과의 협상에서 알 수 있듯이, 수석의 역성장은 **다른 자회사들에게 안정적인 가격으로 수요량이 많은 포장재를 공급하기 위한 전략적 선택**의 결과였다.

수석의 희생으로 편안하게 유지된 박카스 원료 매입액

실제로 위의 [그림4-7]을 보면, **박카스 매출액 변화가 크지 않음에도, 동아제약의 박카스 병, 캡 매입액은 변동성은 매우 크다.** 그러나 동아제약과 수석의 협상의 영향이 반영된 '20년도에 박카스 병, 캡 매입액이 크게 감소한 이후 **'21년도에는 매입액 증가율은 박카스 매출액 증가율 2.7%와 유사한 3.3%에 불과하다.** [그림4-8]에서, '20년-'21년에 가격이 5.8% 하락한 유리원판을 제외하면 **수석의 주요 원재료들의 가격은 모두 상승**했다. 알루미늄 원판은 18.1%, PET 수지는 34.3%, 인쇄원지는 14%의 가격상승이 있었는데, 가격이 하락한 유리원판의 매입액 비율이 4%에 불과함을 감안하면 **원가 상승압력이 훨씬 강했음**을 알 수 있다.

포장재 가격은 수석이 처리하는, 그룹차원 사업 분배

즉, 원가 상승압력이 거셌음에도 수석 덕분에 동아제약 단에서는 성공적인 원가 방어가 가능했던 것이다. 연결 실체의 차원에서 제거되는 내부 거래이므로 무의미하다고 생각될 수 있겠으나, 동사의 주가와 관련하여 **가장 주목받는 자회사가 동아제약인 만큼 수석의 성장성을 다소 포기하는 대신 다른 자회사의 원가를 안정적으로 관리하는 것은 매우 유효한 전략이다.** 이처럼, 앞서 설명한 **용마로지스와 수석은 모두 최전방에서 의약품을 판매하는 기업인 동아제약과 동아에스티 등의 밸류체인을 안정적으로 지지하는 역할**을 하고 있다. 이는 그룹 전체의 수직계열화로 안정성을 더하며, 신사업의 집중 육성 국면에서도 유리한 구조이다.

4.5. 수석 매출 추정

수석 매출액 추정

(단위: 백 만원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
총 매출액	94,502	111,289	131,822	114,510	112,794	121,283	126,920
YoY(%)		*18%*	*18%*	*-13%*	*-1%*	***8%***	***5%***
그룹 내부	62,029	76,049	98,380	82,932	81,020	88,275	94,469
YoY(%)		*23%*	*29%*	*-16%*	*-2%*	*9%*	*7%*
동아제약	48,564	59,244	76,086	62,326	58,156	65,323	71,016
동아오츠카	8,477	9,965	11,309	8,936	10,191	9,776	10,035
동천수	4,989	5,882	8,971	9,928	10,715	11,272	11,550
기타	0	958	2,014	1,742	1,957	1,905	1,868
그룹 외부	32,473	35,240	33,442	31,578	31,774	33,008	32,450
YoY(%)		*9%*	*-5%*	*-6%*	*1%*	*4%*	*-2%*

수석은 그룹 내부 매출의 비중이 매우 높은 자회사이므로 각 자회사별로 매출을 추정하였다. 먼저 동아제약의 경우, 동사에 따르면 동아제약과 수석의 협상으로 '19년 이후 동아제약향 판가가 감소하였다. 판가 감소의 효과가 반영된 이후에는 다시 동아제약의 매출 성장률에 따라 성장하도록, 앞서 추정한 동아제약 매출을 반영해 추정하였다.

동천수의 성장에도 불구하고 동천수향 매출의 성장률은 감소하는 추세이다. 이를 반영해 동천수향 매출 성장률이 '20년의 10.7%, '21년의 7.9%에 이어 5.2%, 2.5%로 선형적으로 감소하는 것으로 가정하여 추정하였다. 이외에 동아오츠카, 기타 자회사, 그룹 외부 매출 등 특정한 패턴이 관찰되지 않는 항목들은 과거 수치의 이동평균으로 추정하였다.

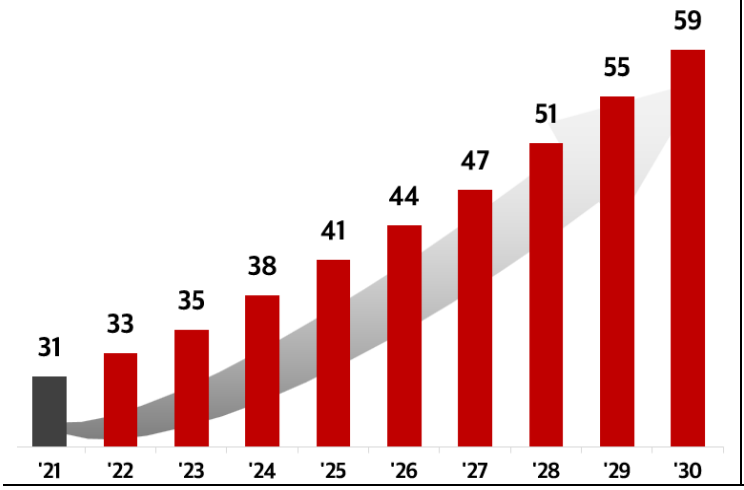
5. 에스티젠바이오, 폰(Pawn)에서 퀸(Queen)으로! - Point 3

동사라는 바이오제국을, **말(자회사)을 유기적으로 운용해야 하는 체스판**으로 비유해보면 어떨까? 자회사들이 창출하는 현금흐름을 고려할 때, 수 년째 적자를 기록 중인 **에스티젠바이오가 폰(pawn)**임에 이견은 없을 것이다. 폰은 통상 운신의 폭이 가장 작아 **전략적으로 운용하기 대단히 어렵고**, 쉽게 탈락되는 일이 다반사이다. 그러나 그 **잠재력은 게임 후반부 (End Game)에 다다를 때 발휘**되는데, 한발한발 전진하여 진영 끝에 도달했을 때 **퀸(Queen)으로 승격**할 수 있기 때문이다.

그리고 지금, **에스티젠바이오라는 폰(pawn)은 진영 끝으로 바삐 달려가고** 있다. 착실히 다져놓은 내실을 바탕으로 **분기 영업이익** turn-around를 달성하며 꾸준히 전진해왔고, 마지막 한걸음인 스텔라라(DMB-3115) 상업화를 통해 비로소 **퀸으로 탈바꿈(Queening)할 것이다.**

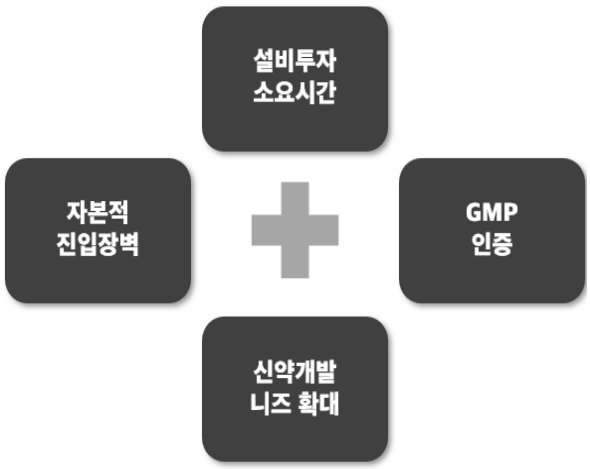
5.1. 제약 산업의 큰 파도, CMO

그림 5-1. 글로벌 바이오 CMO 시장규모 (단위: 십억 달러)



출처: Precedence Research, SMIC 5팀

그림 5-2. CMO 산업 성장 요인



출처: 한국바이오경제연구센터, SMIC 5팀

진입장벽이 높은 바이오 의약품 생산시설 확충

현재 제약 산업에서의 화두는 단연 **CMO(전문위탁생산)**이다. 의약품 산업의 중심축이 합성 의약품에서 바이오 의약품으로 옮겨감에 따라 **바이오 CMO 수요가 폭증**하고 있기 때문이다. 바이오 의약품 생산은 통상 1,000억 원 이상의 **대규모 생산시설을 요구**하여 **자본적 진입장벽**이 존재하기 때문에, 제약사가 **자체적으로 생산 시설을 확충하는 데 어려움**이 따른다. 또한 개발 의약품의 **상용화 승인 여부 자체가 불투명**한 한편 **수요의 불확실성이 높아**, 제약사 입장에서는 영업 레버리지를 극대화하기 보다는 안정적으로 **CMO에 아웃소싱할 유인이 대단히 강력**한 실정이다.

시간마저 오래걸려 꺼려지는 진입

나아가 상기된 경제적 유인에 더해, 제약사 입장에서 **생산시설 확보에 소요되는 시간** 또한 CMO 아웃소싱을 맡길 유인으로서 작용한다. 바이오 의약품은 공정 설계·구축·유효성 검증 등 **기초적인 생산라인 준비에만 3년 이상이 소요**된다. 또한 시험생산 및 규제기관으로부터의 GMP(Good-Manufacturing-Practice) 승인 등 생산라인 전과정에서 **품질관리 규격을 인증받**

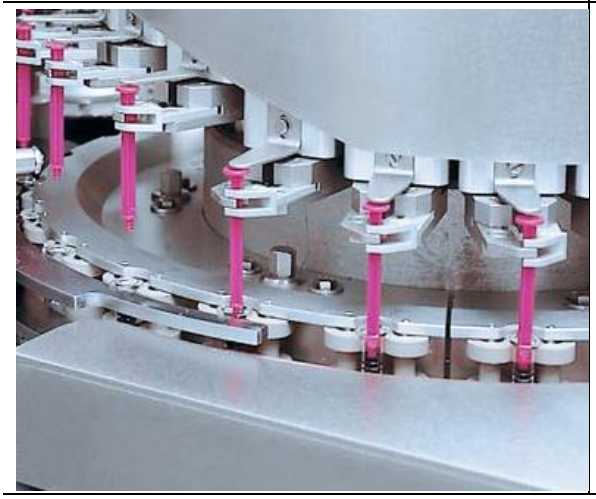
는 데 추가적으로 2년이 소요되어, 라인 구축 기간은 통상 5년 정도로 알려져있다. 따라서 **증설이 비탄력적**이고, **신규진입에 오랜 시간**이 걸리기 때문에 CMO를 통한 외주생산이 대단히 매력적인 대안으로 자리잡게 되었다.

CMO는 거스를 수 없는 파도!

실제로 '20년 전세계 전임상·임상 단계에 있는 3,500여개의 파이프라인 중 **56%가 CMO에 아웃소싱**되고 있을 정도로, **CMO는 거스를 수 없는 파도**이다. 이러한 점들을 바탕으로 CMO 산업은 '30년까지 약 90% 확장될 것으로 예상된다.

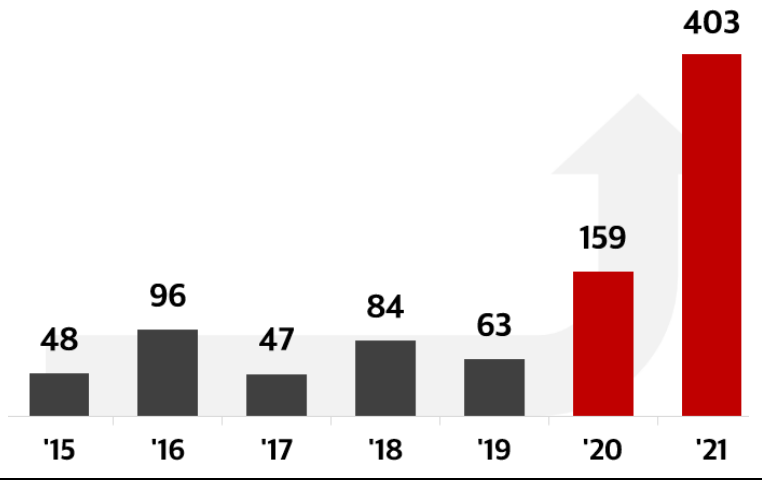
5.2. 동사의 CMO 자회사, 에스티젠바이오

그림 5-3. 에스티젠바이오 CMO 생산라인



출처: 에스티젠바이오 홈페이지, SMIC 5팀

그림 5-4. 에스티젠바이오 매출액 추이 (단위: 억 원)



출처: 에스티젠바이오 감사보고서, SMIC 5팀

에스티젠바이오= 외부 CMO + 동사 Captive 생산자

이러한 **CMO 산업의 구조적 성장세**에 힘입어, **에스티젠바이오**의 중요도가 더욱 부각되고 있다. 에스티젠바이오는 **동사의 CMO 자회사**로, **그 자체로 증익의 청사진을 그려주는 한편,** 그룹 내 제약사 **동아에스티를 든든히 뒷받침**해주는 **Captive 생산자**로서 자회사간 유기적 상호작용을 완성시키는 key의 역할을 할 것이다.

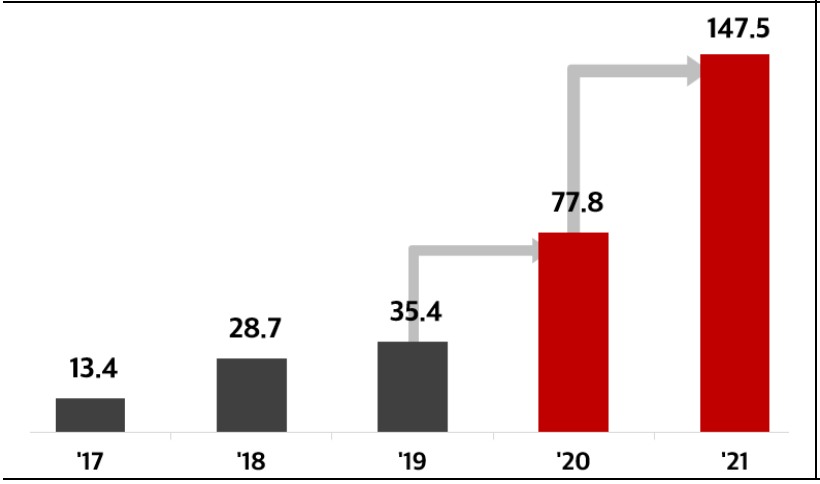
전술한 대로 제약사가 직접 바이오의약품 **생산시설을 구축**하는 것은 **대단히 부담스러운 일**이다. 초기투자 비용이 막대하기도 하고, 기술규격을 획득하여 업계 reference를 획득하는 데까지 **다년간 매출공백이 지속될 수 있기 때문**이다. 그러나 동사의 경우 하나의 **유기적인 바이오제국을 구축하려는 전략적 방향성**과 더불어, **동아제약으로부터 창출되는 안정적인 현금흐름**을 바탕으로 매출공백을 감내할 여력이 되어, 총 1,700억 원을 투자하여 8,000L Capa의 의약품 생산업체로서 에스티젠바이오를 출범시켰다.

어쩔 수 없이 지속되어 온 적자

물론 **자체 의약품 생산**과, **외부 CMO** 수주 두 축 모두 단기에 가시적인 성과를 기대하기는 어려웠다. 주력 자체개발 바이오시밀러 의약품인 DA-3880과 DMB-3115의 상업화 생산이 각 '20년, '24년에 예정되어 있어 **시점이 멀었고**, 외부 수주는 통상 **reference가 쌓이면서 점진적으로 증가**하는 양상을 보이기 때문이다. 이에 에스티젠바이오는 '20년까지 Capa의 50%도 가동하지 못하며 다소 약한 모습을 보여 기대감을 충분히 자아내지 못하였다.

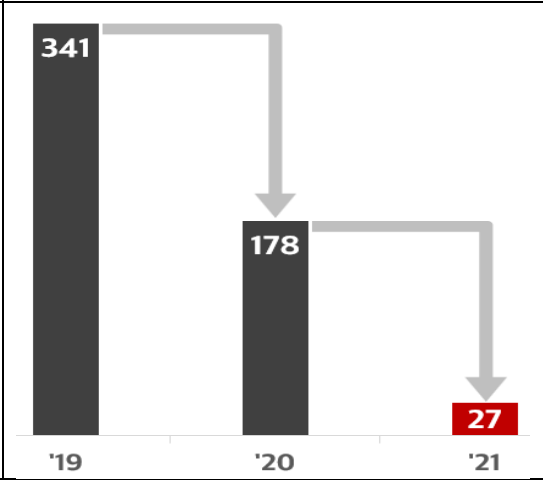
5.3. 수확의 시기가 다가왔다

그림 5-5. 에스티젠바이오 외부 CMO 매출 추이 (단위: 억 원)



출처: 에스티젠바이오 감사보고서, SMIC 5팀

그림 5-6. 영업적자 추이 (단위: 억 원)



출처: 에스티젠바이오 감사보고서, SMIC 5팀

다져온 내실 1: 생산라인 품질 증대

이렇듯 에스티젠바이오는 신생 CMO 업체의 한계로 인해 출범 이후 **가시적인 성과를 보이지 못하였으나**, 이면에서는 추진력을 얻기 위해 **수많은 노력을 기울여왔다**. 내부 파이프라인의 안정적인 상업화를 위해 일본 **PMDA(후생노동성)로부터 GMP 적합성 승인**을 선제적으로 받아냈고, 美 라크만社로부터 컨설팅을 받아 **FDA(美 식품의약국)의 기준에 부합하는 라인**을 설계하는 등 **미국·유럽·일본 向 임상·상업화 물량을 소화할 내실**을 다지고 있었다.

다져온 내실 2: 소형 수주로 lock-in 물량 및 reference 확보

생산라인의 품질 증대에 더해 '17년부터 평균 1~3억 원 규모의 **소형 전임상·임상 수주를 착실히 쌓아온 것** 또한 **긴호흡으로 우상향하는 매출을 그려주는 밑거름**으로 작용한다. 제약사가 임상단계에서 CMO 계약을 파기할 경우 다시 개발허가를 획득해야 하기 때문에, 통상 CMO 계약은 전임상·임상·상업화를 아우르는 **장기계약의 형태**로 맺어진다. 이에 작은 수주건들 또한 **계약상의 lock-in**과 **정성적 reference**를 함께 잡을 수 있다는 특징을 지녀 에스티젠바이오의 입장에서는 플러스 요인이다.

따라서 출범 이후 최근까지 **매출 성장이 더뎠던 것** 또한, 보다 **입체적인 시각으로 바라볼 필요**가 있다. **공정의 품질**을 끌어올리는 데 집중하고 작은 **수주건을 누적**해온 것은, 동사의 미래 CMO 매출을 담보하는 디딤돌이기 때문이다.

쌓아온 내실로 이제는 턴어라운드!

이러한 **작은 발자취들이,** 최근 **실적으로서 결실**을 맺고 있다. 외부 CMO 매출은 알테오젠과 같은 제약사들의 진입으로 **'19년부터 매년 2배**가량 폭발적으로 증가해오고 있으며, 매출 증대에 따른 **고정비 부담 감소**로 **적자폭이 대단히 빠르게 감소**하고 있다. 실제로 '21년 3분기에 첫 영업이익 흑자(79억 원)를 기록하며, 어엿한 CMO사로서 자립할 수 있음을 증명해냈다.

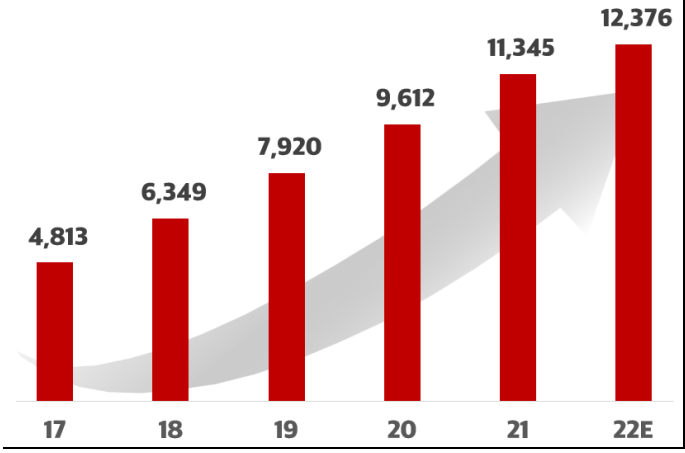
이익 고성장의 시점이 다가왔다. 누적된 reference로 **'22년은 이익 turn-around의 원년**으로 작용하고, **'23년은 주요 고객사(알테오젠 등)의 임상3상 개시**가 실적 성장을 견인할 것이며, **'24년은 동아에스티의 대규모 파이프라인인 스텔라라(DMB-3115)의 상업화**가 예정되어 있어, 증익에 대한 기대감이 그 어느때보다 큰 시점이다.

5.4. 에스티젠바이오, 스텔라라로 날아올라라

폭발적인 성장을 견인할 스텔라라 상업화

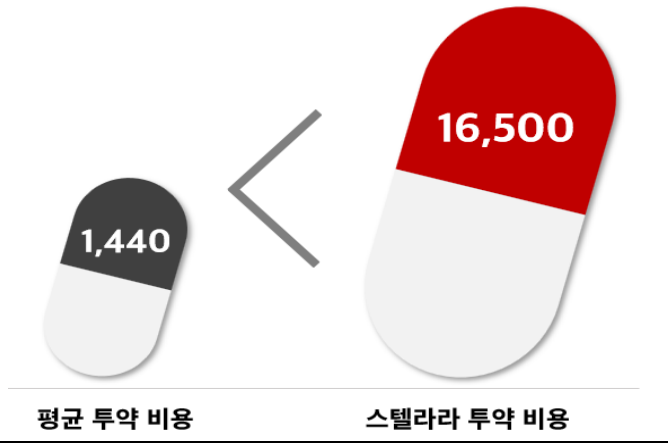
전술하였듯, '22년 에스티젠바이오는 **매출 확대**와 함께 **안정적인 턴어라운드**를 앞두고 있다. 그러나 더욱이 중요하게 봐야하는 것은, 멀지 않은 미래에 전세계가 주목하고 있는 자가면역질환 치료제 **스텔라라의 바이오시밀러의 생산**을 앞두고 있다는 사실이다. 이는 에스티젠바이오의 **폭발적인 성장을 견인하는 강력한 파이프라인**이 될 것이다.

그림 5-7. 전세계 스텔라라 매출액 추이 (단위: 십억 원)



출처 Evaluate Pharma, SMIC 5팀

그림 5-8 연간 투약 비용 비교 (단위: 천 원)



출처: Bloomberg, Stelara Info, SMIC 5팀

스텔라라(Stelara)는 판상 건선, 크론병, 궤양성 대장염과 같은 자가면역질환 환자들의 치료, 관리 목적으로 사용되는 주사제이다. 이전 세대의 치료제에 비해 **우월한 효과를 보이며 부작용을 크게 줄여** 지속적으로 좋은 평가를 받아왔다. 시간의 경과에 따른 증상 악화가 대단히 심한 자가면역질환은, **치료 초기의 치료제 투약이 필수적**이기 때문에 그 수요가 나날이 증가하고 있는 상황이다.

빠른 바이오시밀러로의 전환 기대

스텔라라는 **연간 1,400-1,700만 원의 높은 투약비용**을 지니는데, 미국의 연평균 처방약 투약비용이 약 140만 원 수준임을 감안하면 상당히 **고가의 치료제**임을 알 수 있다. 그러나 스텔라라는 자가면역질환 치료에 있어 **대체재가 한정적**이다. 때문에 대단히 비탄력적인 수요를 자랑하는데, '17-'20년 **2배가량의 매출 성장**을 보여왔다는 것이 이를 방증한다.

이와 같이 견고한 target 시장을 지닌 스텔라라의 특허가 **미국에서 '23년 9월**, **유럽에서 '24년 7월**에 만료되어 바이오시밀러의 침투가 가능해질 예정이다. 다소 부담스러운 가격의 의약품인 만큼, 20-50%의 비용우위를 지니는 바이오시밀러에 대한 효용은 굉장히 클 것으로 합리적으로 추측해볼 수 있다. 따라서, **특허 만료 시 바이오시밀러의 침투는 타 의약품보다 월등히 빠르게 일어날 것으로 예상해볼 수 있다.**

Intas와의 협업을 통해 경쟁력을 갖춘 에스티젠바이오

거대한 시장이 열리는 만큼, 에스티젠바이오와 동아에스티는 스텔라라의 바이오시밀러인 DMB-3115의 개발·생산에 몰두하고 있다. 이러한 노력의 일환으로, 동아에스티는 선제적인 글로벌 침투를 위해 **Intas와 글로벌 License-Out 계약을 체결**하였다. Intas는 85개국 이상의 글로벌 판매망을 보유하고 있는 **다국적 제약사이다.** 현재 임상3상을 진행중인 여러 회사 중 단 3 개사만이 파트너 계약을 마친 상태인 만큼, 대단히 유리한 고지에 서있는 것이다.

그림 5-9. 스텔라라 임상 진행 단계

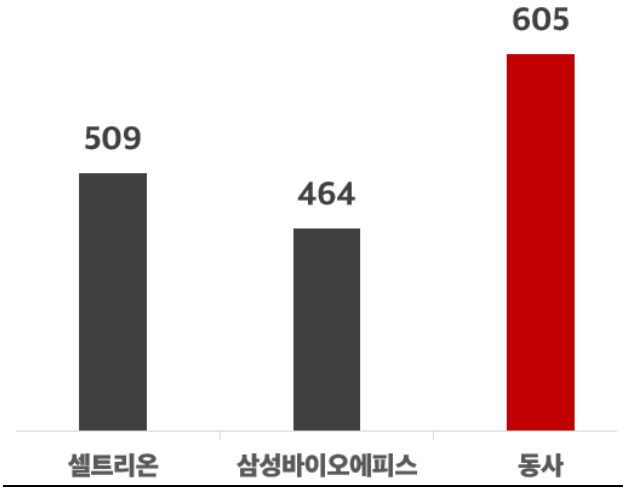
개발사	의약품명	진행단계
		전임상 / 임상1상 / 임상3상 (22.3 / 22.5 / 22.11 / 22.12 / 23.3 / 23.5)
에스티젠바이오	DMB-3115	
Formycon	BAT2206	
셀트리온	FYB202	
삼성바이오에피스	CT-P43	
암젠	AVT04	
Alvotech	ABP654	
Bio-thera	SB17	
Neudone	Ustekinumab	

출처: 각 사 자료, SMIC 5팀

빠른 공동개발로 선제적인 진입 가능한 에스티젠바이오

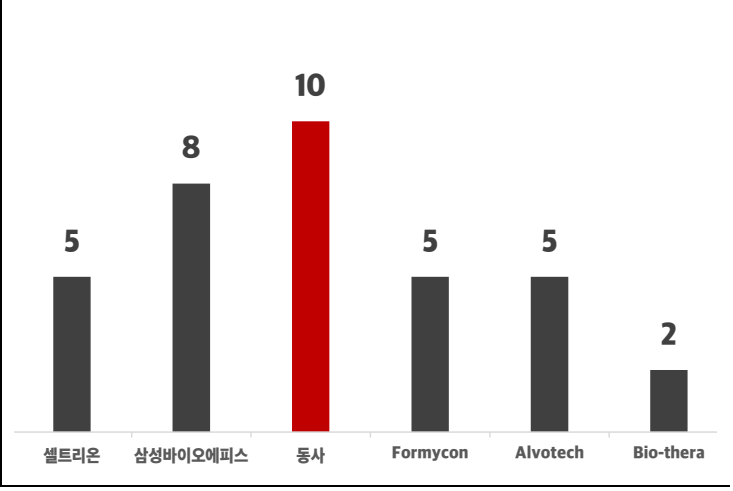
이뿐만이 아니다. 본건을 위해 동아에스티는 **'13년부터** 일본의 Meiji Seika Pharma와 함께 **DMB-3115의 공동개발을 추진**해왔다. 일본의 대표적인 제네릭 의약품 제조회사와의 **발 빠른 협업을 통해 '22년 11월, 임상3상 완료**를 앞두고 있다. 이는 경쟁 업체들 사이에서 시기상 3위에 해당하는 순위로, 특허 만료 이후 **선제적인 진입을 위한 초석으로 작용할 것이다.**

그림 5-10. 국내사 임상3상 등록 환자 수 (단위: 명)



출처 각 사 자료, SMIC 5팀

그림 5-11. 업체별 임상3상 진행 국가 수



출처: 각 사 자료, SMIC 5팀

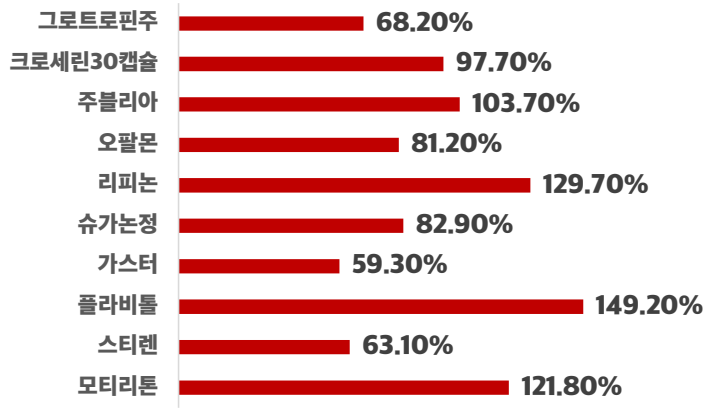
임상3상의 Input 측면에서도 에스티젠바이오는 타사 대비 앞서있음을 확인할 수 있다. 에스티젠바이오는 국내의 경쟁사 중 **가장 많은 환자**를 상대로 임상을 진행하고 있으며, 글로벌 경쟁사들과 견주었을 때도 **가장 많은 국가**에서 임상을 진행 중이다. 이러한 노력은, **의약품의 품질과 침투시기**라는 두 마리 토끼를 모두 잡게 해주는 경쟁력으로 작용할 것이다.

유럽 특허 만료 -> 또 한 번의 성장

스텔라라가 미국과 더불어 **'24년 7월 유럽에서의 특허 만료**도 앞두고 있는 만큼 이후 유럽에서 상업화 생산 또한 가능해지면, 이러한 시장 침투 노력을 바탕으로 또 한 번의 **증익의 기회**를 잡을 수 있을 것이다.

5.5. DMB-3115, 에스티젠바이오가 다 책임진다

그림 5-12. 동아에스티 주요 제품 가동률



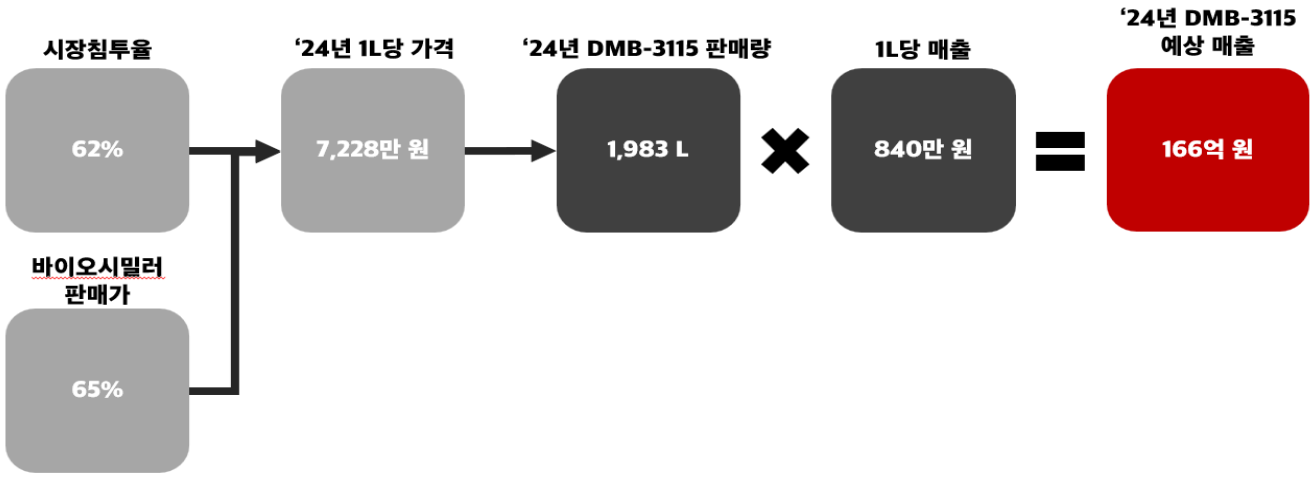
출처: 동아에스티 사업보고서, SMIC 5팀

DMB-3115 전량 생산 가능한 capa를 갖춘 에스티젠바이오

에스티젠바이오의 입장에서 DMB-3115가 더욱이 기대되는 이유는, 동아에스티가 판매할 물량 **전량을 위탁생산할 예정**이기 때문이다. 그림 5-11에서 볼 수 있듯이 동아에스티는 이미 **주요 제품들을 생산하는 데 있어 full-capa 상태**이다. DMB-3115라는 강력한 파이프라인을 갖추고 있다고 한들, 생산하지 못한다면 아무 소용이 없을 것이다. 이를 해결하기 위해 에스티젠바이오에게 생산 일체를 위임한 것이다.

에스티젠바이오는 **DMB-3115를 충분히 공급할 수 있는 여력**을 갖추고 있다. 이미 8,000L의 Capa를 갖추고 있으며 '22년 1,000L의 증설을 앞두고 있다. 후술할 DMB-3115의 매출 추정 논리대로 **'24년 DMB-3115의 생산량은 1,983 L로 추정**되는데, 에스티젠바이오는 **이미 갖춰진 시설과 추가적인 증설**로 **모든 물량을 충분히 소화 가능**한 상태이다. 이 또한 DMB-3115라는 독보적인 파이프라인을 바탕으로 성장할 에스티젠바이오의 미래를 기대해볼 수 있는 이유이다. 이 기대효과를 더욱 잘 보여주기 위해, '24년 미국에서 DMB-3115의 생산으로 발생할 기대매출을 정량화해보았다.

그림 5-13. '24년 DMB-3115 기대매출 유도 과정



출처: SMIC 5팀

ㄱ. 우선 '**24년 DMB-1335의 시장침투율**을 휴미라의 바이오시밀러 의약품인 **임랄디의 시장침투율 62%**로 가정하였다. 휴미라는 건선성 관절염, 궤양성 대장염 등의 치료제로 스텔라라의 선배격 의약품이다. 임랄디의 상업화는 CMO 시장규모가 현재 수준의 70%에 불과했던 '20년에 진행되었다. 보수적인 추정을 위해 '24년보다 바이오시밀러의 침투가 더딜 '20년의 임랄디의 시장침투율 62%를 그대로 사용하였다.

ㄴ. '**24년 스텔라라 1L의 가격을 7,228만원**으로 추정하였다. 현재 스텔라라 1L의 가격은 9,230만 원이다. 바이오시밀러 의약품은 통상 상업생산될 때 65%의 가격으로 판매되는데, 62%로의 비율로 침투된 바이오시밀러의 가격이 35%로 할인될 것을 가정하여 '24년 스텔라라의 가격을 추정할 수 있었다.

ㄷ. EvalutaePharma에 의하면 '24년 스텔라라의 미국 연매출은 11조 5560억원 정도이다. 스텔라라의 연매출을 1L당 가격으로 나누어 미국에서 판매될 총 판매량을 추정하였다. 이 추정 판매량에 바이오시밀러의 침투율과 에스티젠바이오의 시장점유율(2%)을 곱하여 에스티젠바이오가 '**24년에 판매할 DMB-3115의 판매량을 1,983L로 추정**하였다.

ㄹ. '21년 에스티젠바이오는 4,800L의 의약품을 판매하여 403억의 매출을 창출했다. 에스티젠바이오에 의하면 DMB-3115는 타 제품에 비해 고가로 공급될 예정이다. 보수적인 추정을 위해 '21년의 매출액을 에스티젠바이오의 의약품 판매량으로 나누어 **1L당 매출액 840만원**을 구하여 계산에 사용하였다.

ㅁ. 앞서 구했듯이 에스티젠바이오의 24년 DMB-3115의 예상 판매량은 1,983L이다. 이 판매량에 1L당 매출을 곱하여 '**24년 DMB-3115 생산의 기대매출이 약 166억 원** 수준임을 추정해 볼 수 있다.

5.6. 에스티젠바이오 매출추정

에스티젠바이오 매출추정

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
총 매출액	4,744	8,411	6,398	15,941	40,329	44,135	56,120	82,227
국내 특수관계자거래	2,448	4,362	2,128	6,372	21,675	22,412	19,872	37,637
동아쏘시오홀딩스	107	1,145	781	1,712	171	248	248	248
동아에스티	2,341	3,217	1,397	4,660	21,504	22,164	19,624	37,389
해외 특수관계자거래	954	1,172	731	1,787	3,906	3,581	0	0
Meiji Seika Pharma	954	1,172	731	1,787	3,906	3,581	0	0
외부 CMO 매출	1,342	2,877	3,539	7,782	14,748	18,142	36,248	44,590

1) 동아쏘시오홀딩스 向 매출

'21년 주요 연구시설인 바이오텍 연구소를 동아쏘시오홀딩스에서 동아에스티로 이전함에 따라 유의미한 매출이 발생할 것으로 기대하기 어려워, 연구실적이 낮았을 때의 값('16, '17, '21년)들을 평균하여 반영해주었다.

2) 동아에스티 向 매출

IR문의 결과, 동아에스티 向 매출은 DMB-3115와 DA-3880(네스프 바이오시밀러)로만 구성되었음을 확인하였다.

DA-3880의 경우, 네스프 수출액의 1분기 매출을 연율화하여 작년대비 증가율 5.6%를 일괄적으로 적용해주었다. 일본 침투 원년이 '20년인 만큼, 바이오시밀러 제품의 침투 주기상 이는 보수적인 추정치이다.

DMB-3115의 경우, 임상시료 매출은 Meiji Seika Pharma와 기존 지분율(51:49)대로 발생함을 확인하였다. 임상3상이 올해 내로 마무리될 것으로 예정되기 때문에 '23년부터 동 매출은 소멸할 것으로 예상된다. 도출된 값을 차감하여 '23년에는 역성장하나, '24년에는 본 보고서의 계산에 따라 166억 원의 상업화 생산 매출이 발생하여 이를 가산해주었다.

3) Meiji Seika Pharma 向 매출

IR문의 결과, 동 매출은 전액 DMB-3115의 임상시료 매출임을 확인하였다. DMB-3115의 임상3상이 올 11월 종료될 것으로 파악되어 작년 매출의 11/12를 곱해 '22년 매출을 산출했고, '23년부터는 소멸할 것으로 가정하였다. 이는 향후 동사와 Meiji社의 추가적인 공동개발 파이프라인에 대한 논의가 부재함에 기인한다.

4) 외부 CMO 매출

다수의 고객사들로 구성되어 있어 합리적 추정이 어려워, 가장 보수적으로 '18-'19년의 증가율(23%)을 일괄적으로 적용해주었다. 이는 본 보고서의 투자 논리상 동사가 업계 최고 수준의 품질인증 수준에 부합하며 누적되어 온 reference를 바탕으로 지속적으로 성장할 것으로 예상되기 때문이다.

단, IR문의 결과 '21년 외부 CMO 매출 증액의 큰 부분을 알테오젠이 차지함을 확인하여, '23년의 경우 임상 스케줄에 발맞춰 '20-'21년 증분액의 2배를 더해주었다. 이는 통상 임상3상 매출이 임상1상의 2배임을 감안한 수치이다.

Valuation - SOTP Method (with EV/EBITDA)

6.1. 총 매출 Table

동아쏘시오홀딩스 총 매출 Table - 부문별								
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2022F	2023F
영업수익	**690,265**	**707,496**	**769,686**	**783,316**	**881,944**	**223,260**	**965,479**	**1,050,930**
홀딩스 별도	82,666	71,071	67,674	54,495	57,841	34,232	64,273	69,341
동아제약	391,776	381,248	400,355	414,800	437,370	114,837	486,079	530,222
에스티젠바이오 *- 4Q21 연결 편입*	0	0	0	0	20,023	3,897	44,135	56,120
용마로지스	186,472	211,978	249,573	275,913	304,853	77,073	339,151	363,770
수석	94,502	111,289	131,822	114,510	112,794	22,466	121,283	126,920
기타 *- 동천수, 아벤종합건설 등*	69,954	69,100	97,179	96,620	141,399	26,106	145,522	160,317
(연결조정)	-135,106	-137,191	-176,918	-173,023	-192,336	0	-234,964	-255,759
YoY(%)		*2.5%*	*8.8%*	*1.8%*	*12.6%*		*9.5%*	*8.9%*

본 보고서의 앞선 논의에 담긴 주요 자회사별 매출 추정을 기반으로 종합한 총 매출을 정리하면 위 Table과 같다. 언급된 주요 자회사를 제외, **매출 및 장부가액의 규모가 미미한 종속기업의 경우 모두 '기타'**로 분류하였으며, 이에 대한 추정은 통합적으로 시행했고 자세한 사항은 후술할 것이다. 한편, 에스티젠바이오의 경우 동사가 기존부터 51% 지분율의 공동기업으로 분류하다가 3Q21 총 80.4%의 지분율을 획득한 이후, 4Q21부터 연결 대상인 종속기업으로 편입되었음을 고려해야 한다.

연결실체 차원에서 최종 매출액을 도출하기 위해선 자회사 간 내부거래를 고려한 연결조정을 차감해주어야 한다. 하지만 각각의 별도 재무제표 및 감사보고서를 참고한 매출 추정 이후 내부거래의 정확한 규모를 합리적으로 추정하는 것은 불가능하다. 이에 따라 '17년 이래 공시된 연결조정의 총 매출 대비 비중을 평균하여 이후에도 적용해주었다.

6.2. Valuation Method 선정 논리 - SOTP Method

동사의 Valuation을 위해 **SOTP Method**를 채택하였다. 지주회사인 동사의 지배 아래 있는 다양한 자회사들이 서로 대비적인 성격의 사업을 영위하고 있고, Valuation상 부여할 수 있는 Multiple이 상이한 만큼, 일괄적인 평가는 비합리적이라 판단되기 때문이다.

한편, 영업가치를 구성하는 자회사들의 Valuation을 위해서는, 각각의 EV를 산출하기 위해 모두 **Peer EV/EBITDA Method**를 사용했다. **주요 종속기업이 모두 비상장**인 만큼 Historical Method는 원천적으로 불가한 동시에, 사업상황이 대응되는 Peer를 채택함에 있어 PER Multiple을 활용 시 Valuation의 왜곡이 심화될 수 있기 때문이다. 즉. 당기순이익과 달리 **자본구조 및 부채비율의 상이함**, **감가상각** 방법, **법인세**, **금융손익**, **기타손익** 등의 영향에서 상대적으로 자유로운 EBITDA가 Valuation의 지표로서 더욱 적합하다고 판단했다.

순서는 다음과 같다. / **(1)** 동사의 영업가치를 구성하는 주요 자회사들의 평가. **(2)** 연결실체의 추정 손익계산서 도출을 위한 홀딩스 별도와 기타부문 추정. **(3)** 연결실체 차원의 영업외손익, 지분법손익, 법인세비용 추정. **(4)** 최종 SOTP Valuation. / 참고로 비상장 자회사들이 모두 분기보고서를 별도로 공시하지 않아, 연 단위로 추정을 진행하였다.

6.3. 동아제약 영업가치 Valuation

추정 손익계산서 - 동아제약

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	**391,776**	**381,248**	**400,355**	**414,800**	**437,370**	**486,079**	**530,222**
YoY(%)		*-2.7%*	*5.0%*	*3.6%*	*5.4%*	*11.1%*	*9.1%*
매출원가	**188,680**	**183,702**	**197,348**	**211,344**	**216,694**	**235,889**	**254,399**
재고자산의 변동	3,266	-2,732	-18,970	-1,668	9,891	165,267	177,624
원재료와 상품 매입액	141,196	133,036	157,454	151,957	142,842		
인건비	13,312	18,550	21,546	22,915	25,818	28,693	31,299
용역비	1,922	2,571	2,945	2,973	2,867	3,186	3,476
감가상각비 *('19년부터 사용권자산 포함)*	4,952	4,820	6,920	9,897	10,567	11,282	12,046
지급수수료	13,396	17,303	21,371	23,878	23,263	25,854	28,202
기타비용	10,636	10,153	6,083	1,391	1,445	1,606	1,752
매출총이익	203,096	197,547	203,008	203,457	220,676	**250,190**	**275,823**
판매비와관리비	**153,663**	**144,646**	**149,950**	**154,292**	**167,675**	**185,132**	**201,877**
인건비	43,157	48,348	53,551	52,403	56,869	65,017	72,640
용역비	25,453	22,408	21,365	23,814	28,542	31,721	34,602
광고선전비	37,756	35,909	35,179	35,614	38,904	43,747	47,720
지급수수료	12,695	8,841	8,782	11,453	12,970	12,442	13,572
포장비	3,041	3,341	3,965	4,319	4,622	5,004	5,459
운반비	9,402	3,889	4,195	3,892	3,908	3,971	3,971
경상연구개발비	3,762	4,631	4,866	5,460	5,686	6,319	6,893
감가상각비 *('19년부터 사용권자산 포함)*	951	1,009	4,838	4,971	5,068	5,187	5,309
무형자산상각비	1,485	1,184	1,179	1,233	1,296	1,358	1,424
여비교통비	2,902	2,924	3,036	2,836	2,568	2,853	2,843
판매촉진비	2,406	1,835	1,606	1,337	1,425	1,722	1,585
차량비	1,188	1,339	1,305	1,094	1,402	1,266	1,266
학술비	3,244	3,022	2,567	2,099	835	835	835
세금과공과	976	651	851	1,197	955	926	916
수출비	0	679	508	688	638	709	773
임차료	2,845	3,063	528	533	461	507	501
소모품비	140	261	246	300	336	286	286
통신비	233	259	279	282	279	266	273
보험료	135	86	128	149	145	129	127
접대비	115	99	120	94	107	107	105
교육훈련비	1,204	64	101	51	124	85	85
업무추진비	0	130	260	171	175	194	212
도서문구비	212	209	246	120	111	180	180
잡비	277	162	413	171	173	239	239
대손상각비(환입)	29	265	-271	-24	49	10	10
수선유지비	52	35	102	32	25	49	49
수도광열비	4	4	4	3	3	3	3
영업이익	**49,433**	**52,901**	**53,058**	**49,165**	**53,002**	**65,058**	**73,946**
EBITDA	56,821	59,914	65,994	65,266	69,932	82,885	92,725

EBITDA 추정을 위해 영업이익단까지 추정을 진행한 이후, 유무형자산의 상각비 및 사용권자산의 감가상각비 추정치를 별도로 더해주었다.

매출원가단에서 금액적 중요성을 보이는 계정은 **원재료 매입액**, **인건비**와 **지급수수료**이다. / 대표적인 변동비인 **원재료 매입액**은 '재고자산의 변동'과 합산하여 추정하였는데, 두 계정 합산액의 매출 대비 비중은 34.9% 수준에서 유지되어왔다. 본 보고서의 투자포인트에 따라 대표제품인 박카스가 6년 만에 P 인상을 이루고, 건기식을 중심으로 오쏘몰 등 고가의 신제품이 성장을 주도하며 해당 비중은 안정적으로 감소될 것으로 전망된다. '20년 대비 '21년의 비중 감소 추이를 반영한 후 매출에 연동시켜 추정했다. / 한편, 매출원가에 포함되는 **인건비**와 **지급수수료**의 특성상 변동비의 성격이 강하게 나타날 것을 고려해 이 또한 매출에 연동했다.

한편, 제약사인 만큼 동아제약은 타 자회사에 비해 **판관비**의 비중이 높은 편에 속한다. 그 중에서도 **인건비, 용역비, 광고선전비** 등이 큰 비중을 차지한다. / 종업원급여 등 **인건비**는 기존의 증가 추이를 고려해 보수적으로 가장 높았던 시기의 매출 대비 비중을 적용했으며, **용역비** 또한 본사 차원에서 유사한 고용 기조가 나타날 것으로 전망해 같은 논리로 추정했다. / **광고선전비**는 기존부터 동아제약이 대표 제품인 박카스와 함께 신제품을 지속적으로 출시하며 일상에서 쉽게 접할 수 있는 광고를 꾸준히 제작해 온 것에 비해, 비용 자체는 일정히 유지되어왔다. 다만 이후 이어질 호실적 속에서 더욱 적극적으로 광고를 개진할 것을 감안해 매출 대비 비중의 평균 성장률을 적용해 매출에 연동시켰다.

이외 **운반비**는 자회사인 용마로지스로 그간 효과적으로 통제한 것으로 판단, 이러한 점을 반영해 average 부여했으며, 지속적으로 신제품을 출시해 온 특징을 고려해 **연구개발비** 또한 변동비로 추정했다. / 금액적 중요성이 미미한 계정은 매출과의 상관계수 및 계정의 성격을 고려해 변동비와 고정비로 분류했다. 변동비는 매출액에 연동, 고정비는 5개년 이동평균을 적용하거나 '21년에 이르러 큰 변화를 겪은 경우 flat 부여했다.

EV/EBITDA Valuation - 동아제약	(단위: 백만 원)
2023F EBITDA	92,725
Target EV/EBITDA (12M Fwd)	7.3x
Target EV	**676,889**

동아제약의 Valuation을 위해, **2014년 광동제약**이 받은 **12M Fwd EV/EBITDA Multiple 7.3x** (증권사 Forecast 평균)을 2023F EBITDA에 적용했다.

동사가 과거 지배구조를 개편하며 분할시킨 동아제약에 일반의약품(OTC)과 소비재 사업을 집중시킨 만큼, 동아제약의 Valuation에 적합한 **Peer의 조건**은 비교적 명확하다.

(1) 상장된 제약사로서, 전문의약품(ETC) 대비 **OTC 및 일반소비재의 비중**이 높아야 한다.
(2) **박카스와 같은 Cash-cow**를 확보한 채로 **안정적인 사업** 운영을 하는 가운데, 이를 기반으로 신제품을 꾸준히 출시하며 **지속적인 사업 확장**에 대한 기대감이 주어져야 한다.

'14년의 광동제약은 이러한 요소를 효과적으로 만족하며 '22년의 동아제약과 대응된다. 현재의 다각화된 포트폴리오을 갖추기 이전, 광동제약은 **비타500, 삼다수, 쌍화탕** 등 제품을 필두로 **OTC와 식품에 극히 집중된 사업**을 영위하고 있었다. 이듬해인 '15년 MRO(기업 소모성

자재 구매대행) 사업의 첫 출범 이후 '18년에 이르러 MRO가 총 매출의 41%를 차지하게 된 이후의 시기와는 극적으로 대비되며, 이는 '15년 이후 광동제약이 Peer로 부적합한 이유와도 같다. 한편, '14년의 광동제약은 매 분기 삼다수, 비타500, 청심원, 쌍화탕 등 주요 제품이 yoy +10% 전후의 **꾸준한 성장세**를 보이며 Cash-cow의 역할을 수행했고, 10%대의 OPM을 안정적으로 유지하는 **동아제약과 유사하게 9.x%대의 High-single OPM**을 기록해갔다.

이처럼 **수익성이 보장된 대표 제품**을 중심으로 OTC와 소비재 사업에 집중하는 가운데, 광동제약은 이에 기반해 헛개차류, 센소다인, 스피드퀸정 등의 **신제품을 '14년 연내 출시**하며 지속적인 성장성에 대한 기대감을 받을 수 있었고, '15년의 이익 전망치 또한 꾸준히 상향 조정되었다. 이와 같은 지점들이 효과적으로 대응된다고 판단하여 Peer로 선정하게 되었다.

6.4. 에스티젠바이오 영업가치 Valuation

추정 손익계산서 - 에스티젠바이오								
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**4,744**	**8,411**	**6,398**	**15,941**	**40,329**	**44,135**	**56,120**	**82,227**
YoY(%)		*77.3%*	*-23.9%*	*149.1%*	*153.0%*	*9.4%*	*27.2%*	*46.5%*
매출원가	**18,808**	**22,802**	**36,568**	**27,629**	**38,591**	**38,079**	**41,374**	**48,368**
재고자산의 변동	-234	-1,862	202	-6,008	-3,366	4,767	6,061	8,881
원재료 등 매입액	3,162	1,978	2,581	4,418	7,993			
인건비	5,279	6,952	9,767	12,770	13,337	13,928	14,546	15,191
용역비	1,078	2,216	6,136	2,479	2,960	2,443	3,106	4,551
상각비 (유무형, 리스 포함)	6,324	6,690	6,979	7,750	7,729	8,487	8,487	8,487
수도광열비	1,371	1,420	1,632	1,582	1,637	1,528	1,560	1,588
소모품비	(기타비용에 포함됨)		1,545	2,714	3,406	3,531	4,209	6,167
수선비	(기타비용에 포함됨)		1,659	1,399	2,002	1,687	1,696	1,795
기타비용	1,828	5,407	6,065	526	2,893	1,709	1,709	1,709
매출총이익	**-14,064**	**-14,391**	**-30,169**	**-11,689**	**1,739**	**6,055**	**14,746**	**33,859**
판매비와관리비	**5,336**	**3,929**	**3,916**	**6,075**	**4,406**	**5,179**	**5,382**	**6,051**
인건비	1,712	1,790	1,682	2,197	2,274	2,355	2,438	2,524
용역비	773	650	592	615	738	807	842	1,233
감가상각비	128	131	121	124	124	137	137	137
사용권자산상각비	0	0	123	143	433	433	433	433
경상개발비	99	0	366	2,249	0	543	543	543
지급수수료	115	561	322	178	294	321	409	599
수도광열비	241	249	234	215	220	232	230	226
여비교통비	91	102	82	29	23	26	26	26
통신비	11	7	11	13	11	11	10	11
세금과공과	31	17	17	18	21	21	19	19
지급임차료	178	182	32	31	15	26	24	22
보험료	29	25	20	15	17	21	20	19
접대비	11	19	13	24	19	17	19	19
차량비	25	21	23	25	16	22	21	21
홍보비	73	130	144	58	44	90	93	86
교육훈련비	77	3	17	15	20	26	16	19
업무추진비	1,719	22	27	11	5	16	16	15
도서문구비	15	20	37	54	51	35	39	43
소모품비	3	1	51	62	80	39	47	56
영업이익	**-19,399**	**-18,320**	**-34,086**	**-17,764**	**-2,667**	**876**	**9,365**	**27,808**
EBITDA	-12,947	-11,499	-26,332	-9,747	5,619	9,933	18,421	36,865

'22년 비로소 턴어라운드에 이를 것으로 전망되는 CMO 자회사인 에스티젠바이오의 비용 추정 논리는 다음과 같다. 위에 첨부된 Table에서 단적으로 드러나듯, 에스티젠바이오는 높은 고정비 비중을 가진 채로 매출 성장의 효과를 Bottom-line에서 효과적으로 누릴 수 있는, **고-영업레버리지의 사업구조**를 지닌다.

그 중에서도 **매출원가**단에서 높은 중요성을 보이는 계정은 **인건비**와 **상각비**이다. / 급여를 비롯한 인건비는 CMO사업의 특성상 Q의 성장과 단순 비례하지 않아, 매출에 연동되지 않는다. 즉, 고정비성의 성격이 강하게 나타날 것으로 판단하지만 3Q21에 이르러 턴어라운드에 성공한 만큼 안정적으로 추정할 History가 부재한다. 따라서 **인건비**의 기존 증가 추이를 반영하되, 증분이 안정화된 '20년 이후의 추이를 적용하는 것이 합리적이라 판단했다.

상각비는 별도 추정 뒤 매출원가와 판관비의 기존 비중대로 분배했다. **감가상각비**의 절대적 대부분이 기계장치에서 비롯되며, 모두 정액법 상각인 만큼 내용연수가 이전의 기계장치와 동일할 것으로 가정한 채, Capa 증분에 비례해 추정했다. **사용권자산상각비**는 모두 토지 리스에 의해 발생한다. CMO사의 특성상, 토지의 확장은 제한적일 것이라 판단해 flat 처리했다.

판매비와관리비에선 인건비와 용역비가 중요하다. / 본사 직원의 급여인 만큼, **인건비**는 기존의 증가 추이 반영해 추정했고, **용역비**는 매출에 연동시켰다. / 동사의 연구개발비는 그간 간헐적으로 발생했으며, '21년 이후에는 인식되지 않았다. 이후 지속적으로 사업을 영위하며 개발비가 계상될 확률을 배제하기 어렵기에, 5개년 평균을 향후 일괄적으로 부여했다. / 이외 고정비는 5개년 이동평균, 변동비는 매출에 연동시켜 추정했다.

EV/EBITDA Valuation - 에스티젠바이오	(단위: 백만 원)
2023F EBITDA	18,421
Target EV/EBITDA (12M Fwd)	12.7x
Target EV	**233,952**

에스티젠바이오의 Valuation을 위해, **바이넥스**가 **2019년** 받은 **12MF EV/EBITDA Multiple**인 **12.7x**을 **2023F EBITDA**에 적용했다. Valuation의 이론적 실현 시점이 '23년 초인 가운데, 이는 본 보고서의 논리에 따르면 에스티젠바이오가 턴어라운드 이후 본격적인 증익을 바라보는 시기가 될 것이다.

다만 이러한 CMO사의 Valuation에 있어 **우선적으로** 고려해야 할 것은 **COVID-19 특수로 인해 Multiple이 과대히 증대**되었던 시기를 배제해야 한다는 점이다. 팬데믹 당시는 의약품 시장에서 200여 개 이상의 신제품이 동시 개발되는 한편, CMO의 수요가 극대화되며 Multiple이 매우 빠르게 확장되었던 시기이기 때문이다. 바이넥스 또한 팬데믹을 거치며 스푸트니크 백신 수주에 대한 기대감으로 주가가 '21년 연내 +400% 이상의 상승 랠리를 기록하는 등 Multiple이 증폭되던 시기를 거쳤다.

하지만 그 이전 '19년의 바이넥스는 '22년의 에스티젠바이오와 **효과적으로 대응**되는 지점이 다수 발견된다. **첫째**, 상술한 COVID-19 특수에 의한 효과의 시장 전망치에 대한 영향력이

전무한 시기였다. **둘째**, '22년은 에스티젠바이오가 턴어라운드 이후 네스프(DA-3880)을 중심으로 견조한 성장세를 보이는 한편, '23년 말부터 본격화될 스텔라라(DA-3115) 수주에 대한 기대감이 적용될 시기이다. '19년의 바이넥스 또한 **3Q18의 흑자전환** 이후 '19년 온기 OPM 9% 달성에 성공하며 안정적인 수익성을 기록한 한편, 일본 니치이코제약과의 레미케이트(GS-071) 매출이 증대하고 전반적인 CMO산업의 성장으로 가동률 회복에 성공할 수 있었다. 즉, '22년 에스티젠바이오에게 네스프가 있다면, '19년 바이넥스에겐 레미케이드가 존재했다.

셋째, '22년 에스티젠바이오의 Capa가 9,000L 규모이며 '19년 바이넥스는 12,000L라는 점에서 생산능력의 차이는 나타나지만, 기대감의 주축이 될 스텔라라가 기존부터 FDA로부터 수령한 **cGMP certificate**때문임을 간과할 수 없다. '19년 바이넥스가 받던 기대감의 주를 이루던 미국향 레미케이드 수주에 대해서는, 당시 FDA로부터 cGMP 수령 및 품목허가 신청이 이뤄지기 전의 시기였기에, 에스티젠바이오에 비해 불확실성이 비교적 큰 편이었다.

에스티젠바이오는 동아에스티라는 captive market의 견조한 수요가 보장된 만큼, 안정적 수주가 중요시되는 CMO사업자의 특성을 고려하면 '19년의 바이넥스에 비해 사업 안정성의 측면에서 더욱 높은 배수를 받을 수 있다. 즉, 생산능력의 차이를 감안하여도 당시의 12MF Multiple을 **인위적으로 할인이나 할증하지 않은 채 활용**해도 무리가 없다고 판단된다. 무엇보다 CMO기업들의 History를 관찰하건대 수주 및 증익과 함께 기대감이 증폭되며 주가가 극적으로 상승하는 경향이 있음을 고려하면, 12.7x은 보수적인 multiple이라 판단된다.

바이넥스를 Peer로 선정한 추가적인 근거는, 삼성바이오로직스로 대표되는 대형 CMO사를 Peer로 선정 시 컨택하는 고객사 및 매출의 Scale 측면에서 비교하기 어려운 정도의 차이가 나타나므로 부적합하다고 판단했기 때문이다. 즉, 중소형 CDMO 전문 기업이자 시기상으로도 COVID-19에 의한 왜곡이 적었던 '19년의 바이넥스가 에스티젠바이오의 Peer로서 가장 적합하다고 생각된다.

지난 바이넥스의 실제 실적 추이와 동사의 추정치를 아래의 Table에 함께 배치하여 양사간 비교의 이해를 돕고자 한다.

바이넥스					
(단위: 억 원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출	780	1,040	1,253	1,330	1,344
영업이익	-75	69	113	161	131
OPM	*적자*	*6.6%*	*9.0%*	*12.1%*	*9.7%*
에스티젠바이오					
(단위: 억 원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출	64	159	403	441	561
영업이익	-341	-178	-27	8.7	93.6
OPM	*적자*	*적자*	*적자*	*2.0%*	*16.7%*

6.5. 용마로지스 영업가치 Valuation

추정 손익계산서 - 용마로지스						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	**211,978**	**249,573**	**275,913**	**304,853**	**339,151**	**363,770**
YoY(%)		*17.7%*	*10.6%*	*10.5%*	*11.3%*	*7.3%*
영업비용	**204,666**	**238,029**	**262,843**	**292,019**	**324,808**	**348,182**
매출원가	**197,439**	**230,151**	**254,518**	**282,253**	**313,943**	**336,528**
지급운송료	116,465	131,349	145,192	161,236	179,376	191,425
지급수수료	27,754	33,773	35,231	39,274	43,692	46,864
급여	20,818	23,899	26,132	27,056	30,100	32,285
퇴직급여	1,765	2,006	2,321	2,420	2,611	2,801
복리후생비	4,564	4,931	5,230	5,590	6,151	6,597
용역비	241	250	365	318	382	410
재고자산의 변동	-10	5	-9	2	909	1,208
상품매입액	35	333	835	1,903		
감가상각비	2,658	2,932	3,326	3,529	3,879	4,263
사용권자산상각비	0	11,791	16,832	20,595	25,487	28,013
무형자산상각비	50	68	131	171	259	391
소모품비	3,847	5,463	6,090	7,155	7,424	7,963
임차료	11,238	5,261	3,695	2,812	2,812	2,812
세금과공과	1,139	1,229	1,356	1,447	1,692	1,815
여비교통비	1,373	1,190	1,193	1,214	1,199	1,199
기타비용	5,504	5,671	6,598	7,530	7,970	8,483
판매비와관리비	**7,227**	**7,879**	**8,325**	**9,766**	**10,865**	**11,654**
인건비	2,948	3,116	2,951	3,597	4,001	4,292
용역비	987	1,211	1,315	1,453	1,617	1,734
지급수수료	847	843	1,048	1,155	1,284	1,378
그 외	2,446	2,708	3,011	3,562	3,963	4,250
영업이익	**7,312**	**11,544**	**13,070**	**12,834**	**14,343**	**15,588**
EBITDA	10,019	26,335	33,358	37,130	43,967	48,255

그룹 내 의약품 등 콜드체인 전문 물류사인 용마로지스는 **비용의 97%가 매출원가**로 구성되어 있다. 추정에서 금액적으로 가장 중요한 계정은 **지급운송료**와 **지급수수료**, **급여**이다.

지급운송료는 운임에 해당하는 계정으로 판단되며, 기존부터 매출 대비 52.6% 정도를 꾸준히 유지했으나, 전반적인 물류비가 상승하며 '21년은 52.9%로 비중이 소폭 상승했다. 유가 및 인건비에 영향을 받는 물류비의 상승 기조를 반영하는 한편, 보수적인 추정을 위해 '22년과 '23년 모두에 해당 비중을 적용했다. **지급수수료** 또한 매출에 연동시켰다. / 매출원가에 투입되는 **급여** 역시 변동비성 성격을 띈다. 용역비와 함께 매출에 연동한 뒤, **퇴직급여**와 **복리후생비**는 급여에 연동시켰다.

이외 유무형자산에서 비롯되는 **상각비**는 지속적인 매출 확대 기조에 맞추어 유형자산 및 사용권자산의 추가 취득을 고려, 기존의 증가 추이를 그대로 반영했다. 다만 **사용권자산**과 같은 경우, 첫 리스가 비교적 최근인 '19년에 이뤄졌음을 고려해야 한다. 따라서 감가상각비의 증가폭이 초반에 비해 둔화될 것을 감안하여, 소유한 유형자산의 감가상각비 증가 추이와 비슷한 양상으로 증가할 것이라 가정해 추정해주었다.

최종적으로 도출되는 OPM이 '21년의 4.21% 대비 4.29%까지 상승한 것으로 결과가 도출되는 한편, 과거 4.6x%의 안정적 추세 대비 높지 않은 수치라 무리가 없다고 판단된다.

EV/EBITDA Valuation - 용마로지스	(단위: 백만 원)
2022F EBITDA	43,967
Target EV/EBITDA (TTM)	6.63x
Target EV	**291,502**

용마로지스의 Valuation을 위해 **'20년 연간 실적발표 전후** 3달 간 **태웅로직스**가 받은 **EV/EBITDA Multiple(TTM)**인 **6.63x**을 Target Multiple로 선정했다. 이를 '22F EBITDA에 적용해 Valuation의 기계적 실현시점은 '23년 초로 기대한다. 선정 근거는 다음과 같다.

태웅로직스는 현재 상장된 물류사 중 **유일한 3자물류회사**로서, 용마로지스가 현재 계열사의 위탁을 받는 2자물류가 20%, 외부 고객사를 대상으로 콜드체인에 전문화된 **3자물류의 매출 비중이 80%**에 이른다는 점에서 사업구조가 대응되는 유일한 상장사이다. 태웅로직스는 석유화학제품, 용마로지스는 의약품 및 화장품에 특화되었지만, 물류사업에 전적으로 집중하는 만큼 전방의 차이가 크게 작용하지 않는다고 판단된다. 취급 품목의 차이에도 불구하고 양사가 꾸준히 Mid-single의 OPM을 기록하며 **수익성에서 매우 유사**하고 상술했듯 **BM이 대응되는 유일한 상장사**인 만큼, 무리가 없다고 생각한다.

이에 본 보고서의 Valuation 시점과 대응되는 태웅로직스의 과거를 탐색한 결과, **'20년**이 효과적으로 상응한다고 판단된다. 물동량의 꾸준한 성장세와 맞물려 '18년 이래 연평균 18%의 성장률을 기록한 태웅로직스는 당시 석유화학제품의 꾸준한 물량 증가에 따른 기대감을 받았으나, '20년 9월 이후 SCFI가 +55% 급등하며, 원가율의 단기적 상승과 함께 **비교적 미흡했던 가격 전가력**이 발목을 잡았고, **기대감과 상응하는 우려 속에서 주가는 연내 횡보**했다. 다만 지난 차트가 보여주듯, 당사는 이러한 비용 상승의 일시적 타격을 딛고 **'21년부터 과거 대비 원활한 운임 전가력을 기록**하며 yoy +175%에 이르는 성장을 이룰 수 있었다.

용마로지스의 현 상황을 검토하면, 그룹 내 종합 물류사로서 Captive market을 확고히 지키는 한편으로 의약품과 화장품 등 콜드체인에 전문화된 역량을 통해 외부 매출을 연평균 +14%씩 성장시키며 꾸준한 성장세를 그리는 중이다. 다만 '21년 말~'22년 초의 최근, 전반적인 물류비가 급증하며 비용의 타격을 받아 수익성이 일시적으로 둔화되는 모습이 나타나고 있다. 즉, 동사의 그룹 내 계열사들의 상호 유기적인 교류 아래 기존과 같은 **안정적인 성장세를 누리리라는 기대감**을 줄 수 있는 가운데, **비용 측면에서 우려가 상존함**을 간과해서는 안 된다.

이러한 측면에서, '20년의 태웅로직스와 '22년의 용마로지스가 효과적으로 대응된다고 판단한다. 특히 '20년 태웅로직스의 OPM이 4.29%에 이르며, '21년 용마로지스의 OPM(4.21%)와 본 보고서의 '22년 추정 OPM이 4.22%에 해당한다는 점에서 대응되는 지점이 농후하다고 할 수 있다. 당시 태웅로직스의 주가가 이러한 정보를 담은 2020A 실적이 발표된 이후 반응했던 것을 고려해 TTM Multiple을 2022F EBITDA에 적용했다.

6.6. 수석 영업가치 Valuation

추정 손익계산서 - 수석							
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	**94,502**	**111,289**	**131,822**	**114,510**	**112,794**	**121,283**	**126,920**
YoY(%)		*17.8%*	*18.5%*	*-13.1%*	*-1.5%*	*7.5%*	*4.6%*
매출원가	**82,937**	**97,860**	**111,146**	**97,631**	**99,329**	**106,805**	**109,690**
매출원가율(%)	*87.8%*	*87.9%*	*84.3%*	*85.3%*	*88.1%*	*88.1%*	*86.4%*
매출총이익	11,566	13,429	20,676	16,879	13,465	14,479	17,230
판매비와관리비	**7,867**	**8,701**	**11,825**	**10,679**	**11,152**	**11,689**	**12,019**
급여	2,698	2,876	4,082	4,340	4,471	4,679	4,896
퇴직급여	493	463	931	223	535	560	586
복리후생비	437	485	627	777	922	965	1,004
용역비	78	74	99	56	85	78	78
감가상각비	96	89	247	89	91	91	91
무형자산상각비	0	361	722	722	722	722	722
운반비	2,154	2,278	2,721	2,218	2,234	2,426	2,458
지급수수료	307	620	291	311	931	416	436
세금과공과	306	294	538	703	448	458	488
임차료	229	280	363	402	406	409	413
대손상각비	250	185	385	140	-249	142	121
판촉비	94	91	140	125	127	132	138
여비교통비	152	128	129	134	116	132	128
접대비	276	269	293	276	89	240	233
차량비	69	69	78	77	73	79	83
수도광열비	8	13	7	6	8	8	8
통신비	16	16	15	16	22	17	17
보험료	8	5	8	12	8	8	8
교육훈련비	33	76	88	4	18	44	46
소모품비	12	9	37	26	20	22	23
도서문구비	19	14	12	11	9	13	12
잡비	132	8	13	11	67	46	29
영업이익	**3,699**	**4,728**	**8,851**	**6,201**	**2,313**	**2,790**	**5,211**
EBITDA	11,796	13,816	18,715	15,546	11,378	11,855	14,276

수석은 **매출원가가 영업비용의 대부분**을 차지함에도 불구하고, '**비용의 성격별 분류**'를 연간 감사보고서에 **별도 공시하지 않아** 매출원가의 세부계정에 대한 정보를 확인할 수 없다. 따라서 사업상황을 고려, 향후의 **원가율을 추정**해 매출원가를 도출하는 방법이 가장 합리적이다.

위 Table에서 단적으로 드러나듯, 수석의 **원가율은 '21년에 이르러 +2.8%p만큼 급증**한 경향을 보이나. 모기업인 동아쏘시오홀딩스의 분기보고서에서 이러한 기조가 최근까지 이어지고 있음을 확인할 수 있다. 이는 **유리병, CAP 등 그룹 전반의 포장용기 제조사**인 수석의 주요 원재료인 소다회(유리병), PET수지(PET병), 인쇄원판(CAP), 인쇄원지(포장지) 등의 가격이 '21년 들어 일제히 상승했기 때문이다. **'21년의 원가율은 역사적인 최고치**에 해당한다.

수석의 전방 중 72% 정도가 계열사로 구성된 captive market인 만큼, 판가가 곧 계열사의 원가로 작용하게 되며, **판가의 안정화 압력이 곧 그룹 차원의 효익**으로 작용함을 고려해야 한다. 따라서 상술한 원재료 가격으로부터 자유롭지 않은 편에 속한다. 한편, 원재료 매입액

중 51%를 차지하는 PET수지의 가격이 유가와 밀접한 관련이 있으며, 유가가 현재 역사적인 고점을 지나고 있고, 소다회 또한 '21년 연말 고점에 도달 이후 안정화된 추이를 기록함을 유념해 **'22년은 '21년과 동일한 수준의 원가율을 부여**했다. 다만 과거 수석의 원가율 추이를 비추어보건대, Peak가 2년을 지나지 않음을 고려해 **'23년은 지난 4개년의 평균 수준으로 다시 도달할 수 있다고 가정**했다.

판관비의 경우, **급여**와 **용역비**는 기존의 증가 추이를 반영했으며, 퇴직급여와 복리후생비는 급여에 연동시켰다. / 또한 금액적 중요성을 보이는 운반비는 변동비로 판단되는 만큼, 매출에 연동시켜 추정했다. / 감가상각비와 무형자산상각비는 기존부터 큰 변화를 보이지 않은 만큼 flat 처리했다.

EV/EBITDA Valuation - 수석	(단위: 백만 원)
2023F EBITDA	14,276
Target EV/EBITDA (12M Fwd)	5.1x
Target EV	**72,807**

수석의 Valuation을 위해, **2023F EBITDA**에 **금비**가 **2019년**에 받은 **평균 12MF EV/EBITDA** Multiple인 5.1x을 적용했다. 다만 금비와 같은 경우 consensus 자료가 전무하여, 실제 과거 실적을 기반으로 EBITDA와 EV를 별도 계산한 뒤, multiple을 역산하는 방식으로 대체했다.

수석과 대응되는 Peer를 찾기 위해서는 다음의 조건들을 만족해야 한다.

(1) **같은 사업을 영위**해야 한다. 즉, **유리병 등의 포장용기 사업**에 영위하되, 제조하는 포장용기의 **포트폴리오가 일치할수록 바람직**하다.

(2) **본 사업에 대한 Exposure**가 높아야 한다.

- 포장용기 관련 상장기업들은 타 사업을 겸비하는 경우가 잦다. 대표적으로 동원시스템즈와 삼양패키징은 아셉틱 필링 사업을 영위하고, 해당 신사업의 성장성, 고수익성에 대한 기대감에 주가가 반응하는 경향성이 짙어 **수석과는 대응되는 지점이 적다고 판단**된다.

(3) **수익성이 유사**해야 한다.

- 수석과 모든 측면에서 대응되는 상장사를 찾는 것은 불가하나, Multiple이란 기대감을 상징하는 만큼, 수석과 같은 Mid-single의 OPM을 기록하는 기업이 Peer로서 적합하다고 판단된다. 수석은 그룹 차원의 효용을 위해 판가를 제한시키기에 유가 등 macro-factor에 연동되는 원가의 타격에 비교적 노출도가 짙다. 이러한 점을 고려했을 때, **OPM이 유사한 경우가 최적**이다. 가령, SGC에너지(구. 삼광글라스)는 친환경 신사업을 영위하며 OPM이 High-single 수준에서 유지되기에 부적합하다.

이러한 조건들을 고려하면, **'19년의 금비가 가장 효과적으로 대응**된다. '19년은 전년 대비 유가가 꾸준히 상승하며 금비에게 원가 압박으로 작용했고, 매출은 소폭 성장했으나 기존 6.17%에 이르던 OPM이 3.03%까지 하락하며 수익성에서 타격을 입은 시기였다. 다만 이후 실제로 '20년의 유가 급락 기조와 맞물리며 OPM을 다시 회복시킨 만큼, **비용과 수익성의 측면에서 본 보고서의 추정 논리와 대응**되는 지점이 많다고 판단했다.

나아가 금비는 앞서 언급된 상장사 중 본사업인 **포장용기 사업에 대한** Exposure가 가장 높다. '19년은 포장용기(유리, CAP, PET병)의 비중이 매출 기준 96%에 이른다. 수석과 이처럼 제품 측면의 사업 포트폴리오까지 유사해진 것은, 금비가 신우를 인수하며 플라스틱 용기 사업으로의 다각화에 '19년 처음 나섰기 때문이다. 이로 인해 **주요 원재료가 소다회, PET수지 등 동사의 주요 원재료와 동일하다**는 점에서도 사업구조가 매우 유사하다. / 금비 또한 무학, 하이트진로와 같은 captive market을 갖추고 있었으며, 이는 큰 폭의 변화 없이 매출액이 기존의 scale에서 유지되던 역사에서 단적으로 드러난다.

6.7. 동아쏘시오홀딩스 별도, 기타 부문 추정

추정 손익계산서 - 별도								
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2022F	2023F
영업수익	**82,666**	**71,071**	**67,674**	**54,495**	**57,841**	**34,232**	**64,273**	**69,341**
배당금수익	37,776	37,574	45,075	41,476	43,409	29,974	50,279	55,357
용역 매출	26,908	15,124	7,138	5,230	6,555	-	6,308	5,893
브랜드수수료	6,212	6,096	3,119	4,059	3,950	-	3,709	4,004
임대수익	1,094	1,183	1,351	1,343	1,438	-	1,540	1,649
기타 매출	10,677	11,094	10,991	2,386	2,489	-	2,437	2,437
영업비용	**53,369**	**47,064**	**43,719**	**37,090**	**26,448**	**5,953**	**24,183**	**30,921**
급여	20,589	13,078	11,877	9,578	7,982	2,577	10,309	13,316
퇴직급여	1,871	1,824	1,669	995	987	155	991	1,279
복리후생비	2,531	2,545	2,098	1,986	2,102	472	1,889	2,440
감가상각비	1,878	1,023	993	955	1,079	267	1,067	1,067
무형자산상각비		1,316	1,562	1,830	2,083	543	2,171	2,171
사용권자산상각비	0	0	687	643	568	137	548	548
여비교통비	813	511	346	199	206	26	103	363
광고선전비	841	869	928	571	691	121	484	731
교육훈련비	1,568	813	1,157	569	1,028	65	260	899
지급수수료	2,091	1,772	1,923	3,316	6,090	788	3,152	3,057
용역비	3,361	2,889	2,293	2,122	1,290	367	1,468	2,237
경상개발비	13,839	16,543	15,579	12,289	162	22	89	89
기타	3,986	3,881	2,606	2,039	2,179	413	1,654	2,724
영업이익	**29,297**	**24,007**	**23,955**	**17,405**	**31,393**	**28,279**	**40,090**	**38,420**

아래에서는 **연결실체의 추정 손익계산서 작성을 위한 과정**이 이어진다.

홀딩스 별도의 경우, **배당금수익**의 추정이 중요하다. 동아제약으로부터의 배당금수익이 대부분이다. 다만 자회사로부터 수여하는 배당금의 구체적인 수치와 추이를 합리적으로 추정하는 것은 불가하다. 따라서 기존 배당금수익의 1Q 대비 온기의 평균 비중을 곱해 추정했으며, 동아제약의 실적 호조가 이어질 것으로 전망하는 만큼, '23년은 '20년부터의 증가 추이를 반영했다. / **임대수익**은 기존의 증가 추이 반영, 이외 부문은 합리적 추정 어려워 안정화된 시기의 average를 부여했다.

'22년의 영업비용은 공시된 1Q22의 수치를 모두 연 기준으로 환산했으며, 고정비는 '17년부터 '22F까지의 6개년 average를 부여했다. 급여와 같은 인건비성 계정은 모두 기존의 증가 추이 반영했으며, 변동비는 매출에 연동했다.

별도의 경우, 따로 **영업가치를 산출하기 위한 Valuation을 진행하지 않았다**. 주요 수익원이 배당금, 브랜드수수료인 만큼 그룹 내 자회사들로부터 비롯되는 요소로 국한되어 영업가치를 지닌다고 판단하기 어렵기 때문이다. 다만 동사와 같은 경우, **임대수익이 꾸준히 발생 중**이다. 이는 동사가 보유한 투자부동산에서 비롯되기에, SOTP Valuation의 비영업가치 부문에서 그 가치를 반영했다.

추정 손익계산서 - 기타

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	**69,954**	**69,100**	**97,179**	**96,620**	**141,399**	**145,522**	**160,317**
동천수	12,973	14,371	24,788	26,703	32,193	40,406	50,714
아벤종합건설	33,952	31,323	23,493	47,855	81,309	78,777	77,917
DA인포메이션	9,889	11,964	12,583	12,712	14,711	16,246	17,942
인더스파크	12,074	0	25,107	0	3,650	0	3,650
참메드	0	10,280	11,209	9,349	9,536	10,093	10,093
수석농산 - *'19년 동천수 합병*	1,065	1,162	0	0	0	0	0
영업이익	**3,163**	**-292**	**326**	**2,817**	**6,668**	**7,598**	**8,636**
동천수	1,137	1,519	277	1,708	2,202	3,290	4,130
아벤종합건설	443	-39	-859	1,225	4,538	4,396	4,348
DA인포메이션	111	-815	55	202	*(미공시)*	170	188
인더스파크	1,529	-860	14	-497	-481	-678	-481
참메드	0	301	838	179	409	419	450
수석농산 - *'19년 동천수 합병*	-57	-400	0	0	0	0	0

이외 비교적 미미한 가치를 지니는 **기타 종속기업**들의 영업이익 추정이다.

생수 OEM사업을 영위하는 **동천수**는 그간 꾸준한 성장세를 보인 만큼, 연평균 성장률을 부여한 이후 기존의 OPM을 평균하여 향후 영업이익을 추정했다. 생수 OEM에서 나아가 탄산수 등 음료 OEM에 진출할 예정이라는 점에서 보수적이다. / 그룹 내 바이오 플랜트 전문 건설사인 **아벤종합건설**은, 감사보고서에 공시된 '21년의 기말 잔액에 '22 당기 계약액 추정치를 더한 뒤, 기존 계약액 대비 매출액의 평균 비중을 적용해 추정했다. 계약액이 지속적으로 성장함을 고려해, 보수적으로 기존의 계약을 평균하여 부여했다.

이외 **DA인포메이션**은 연평균 성장률 부여했으며, 산업단지 개발사업을 영위하는 인더스파크가 격년으로 매출이 인식됨을 고려해, '21년을 그대로 '23년에 적용했다. '22년의 영업비용은 기존에 매출액이 '0'일 때의 평균 비용을 적용했다. 상술한 기업들은 모두 후술할 SOTP Valuation에서 1Q22 기준 장부가액으로 반영되는 만큼, 본 추정은 Valuation에 미치는 영향은 전무하다.

6.8. 영업외손익, 지분법손익 추정 - 연결실체 차원

영업외손익 & 지분법손익 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
금융손익	**-12,868**	**-8,951**	**-10,092**	**-6,989**	**-11,354**	**-12,494**
이자수익	2,183	1,978	1,901	1,190	1,701	1,687
이자비용	11,955	13,419	11,976	11,503	13,302	14,429
배당수익	47	48	53	53	53	53
외환차손익	317	-159	273	326	189	189
외환환산손익	931	352	-227	-550	0	0
당기손익-공정가치측정금융자산 평가손익	-4,399	2,265	-499	3,490	0	0
당기손익-공정가치측정금융자산 처분손익	0	-27	953	-1	0	0
금융보증손익	8	10	10	8	9	9
사채상환손실	0	0	568	0	0	0
기타	0	0	-11	-1	-3	-3
기타손익	**-199,085**	**-897**	**137,747**	**6,505**	**-173**	**-238**
유형자산처분손익	-66	-819	538	2,567	0	0
무형자산처분손익	0	0	66	99	0	0
잡손익	1,008	433	654	1,238	833	790
리스해지손익	0	-23	-10	31	0	0
관계기업투자주식처분손익	-9	0	0	31,947	0	0
수입수수료	70	132	0	0	0	0
임대료수익	215	225	213	176	207	205
종속기업투자주식처분이익	0	0	0	207	0	0
연구보조수익	158	150	127	92	132	125
정부보조금	77	38	4	17	34	23
재고자산폐기손실	2	28	0	0	0	0
매출채권처분손실	3	1	0	0	0	0
기부금	1,370	1,053	1,045	2,046	1,379	1,381
관계기업투자주식손상차손(환입)	195,334	0	-137,201	27,823	0	0
기타 (운휴자산감가상각비 등)	3,878	0	0	0	0	0
지분법손익	**-11,717**	**-4,291**	**-8,085**	**5,024**	**13,681**	**18,605**
공동기업	**-5,205**	**-15,598**	**-10,012**	**1,083**	**2,322**	**2,322**
동아오츠카	4,510	2,126	-722	3,373	2,322	2,322
에스티젠바이오 *(4Q21부터 연결 편입)*	-189	-17,723	-9,290	-2,290	0	0
관계기업	**-6,513**	**11,307**	**1,928**	**3,941**	**11,359**	**16,283**
동아에스티	1,664	16,115	5,816	2,575	4,825	7,156
에스티팜	-8,936	-5,967	-4,035	1,277	5,996	8,589
기타 - 한국신동공업, Neon Global 등	759	1,158	146	89	538	538

공동기업 & 관계기업 지분						
(단위: %)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
공동기업						
동아오츠카	49.99%	49.99%	49.99%	49.99%	49.99%	49.99%
에스티젠바이오 *(4Q21부터 연결 편입)*	51%	51%	51%	80.40%	-	-
관계기업						
동아에스티	22.81%	22.81%	23.32%	23.31%	23.31%	23.31%
에스티팜	32.68%	32.68%	32.68%	32.41%	32.41%	32.41%
한국신동공업	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Neon Global Co., Ltd.	45%	45%	45%	45%	45%	45%

금융손익, 기타손익 내에서 손익의 개념으로 대응되는 계정들은 서로 netting하여 순액을 기준으로 기재한 이후 추정을 진행했다. 합리적인 추정이 어려운 경우 '0' 부여했으며, 기존부

터 지속적인 발생 경향이 있으며 향후에도 인식될 합리적인 이유가 있는 계정들은 모두 4개년 moving average 부여했다.

이자수익과 **이자비용**은 별도 추정했으며, 세부적인 추정 Table은 Appendix [7.3.]에 담았다. 이자발생금융자산의 향후 BV를 추정할 방법이 부재하므로, 3개년 이동평균을 부여했으며 유효이자율 또한 평균하여 적용했다. / 다만 이자발생부채의 경우 추정의 논리가 요구된다. 기존부터 CFO가 1,310억 원에 이르는 등 매우 뛰어난 현금창출력을 보였으나, 관련 자회사들의 활발한 신사업 등에 의한 투자의 기조를 반영하고자 **기존 BV의 상승 추이를 그대로 반영해 기말 BV**를 추정했다. 유효이자율은 금리의 상승 기조를 반영하여, 기존부터 지속 감소했음에도 평균하여 향후 상승하는 것으로 추정했다.

공동기업인 **동아오츠카**에 의한 지분법손익은 지분율이 지속적으로 유지되어 온 한편, 금액적 중요성이 미미하고 추이가 비일관적이기에 평균했다. / 관계기업인 동아에스티와 에스티팜은 모두 상장기업이다. 최근 한 달 이내 공시된 시장의 당기순이익 Forecast 중 가장 낮은 값을 보수적으로 부여한 뒤, 기존의 지분율을 적용해 지분법손익을 추정했다.

6.9. 법인세비용 추정 및 최종 추정 손익계산서 - 연결실체 차원

법인세비용 추정 - 연결

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
법인세비용차감전순이익	47,136	-173,122	38,684	170,180	66,105	77,946	93,494
법인세비용	**14,592**	**-9,232**	**18,708**	**7,818**	**5,593**	**18,005**	**21,597**
유효법인세율(%)	*31.0%*	*5.3%*	*48.4%*	*4.6%*	*8.5%*	*23.1%*	*23.1%*

사업보고서에 기재된 **연간 가중평균 유효법인세율 예측치인 23.1%를 일괄적으로 부여**했다.

추정 손익계산서 - 연결

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2022F	2023F
영업수익	**690,265**	**707,496**	**769,686**	**783,316**	**881,944**	**223,260**	**965,479**	**1,050,930**
홀딩스 별도	82,666	71,071	67,674	54,495	57,841	34,232	64,273	69,341
동아제약	391,776	381,248	400,355	414,800	437,370	114,837	486,079	530,222
에스티젠바이오 - *4Q21 연결 편입*	0	0	0	0	20,023	3,897	44,135	56,120
용마로지스	186,472	211,978	249,573	275,913	304,853	77,073	339,151	363,770
수석	94,502	111,289	131,822	114,510	112,794	22,466	121,283	126,920
기타 - *동천수, 아벤종합건설 등*	69,954	69,100	97,179	96,620	141,399	26,106	145,522	160,317
(연결조정)	-135,106	-137,191	-176,918	-173,023	-192,336	0	-234,964	-255,759
YoY(%)		*2.5%*	*8.8%*	*1.8%*	*12.6%*		*9.5%*	*8.9%*
영업비용	636,890	656,947	716,862	732,706	820,380	225,262	889,688	963,308
영업이익	**53,374**	**50,549**	**52,823**	**50,610**	**61,564**	**-2,001**	**75,791**	**87,622**
OPM (%)	*7.7%*	*7.1%*	*6.9%*	*6.5%*	*7.0%*	*-0.9%*	*7.9%*	*8.3%*
금융손익	-10,481	-12,868	-8,951	-10,092	-6,989	-3,651	-11,354	-12,494
기타손익	-2,554	-199,085	-897	137,747	6,505	-119	-173	-238
지분법손익	6,797	-11,717	-4,291	-8,085	5,024	1,594	13,681	18,605
법인세비용차감전순이익	47,136	-173,122	38,684	170,180	66,105	-4,176	77,946	93,494
법인세비용	14,592	-9,232	18,708	7,818	5,593	390	18,005	21,597
당기순이익	**32,543**	**-163,890**	**19,975**	**162,362**	**60,512**	**-4,567**	**59,940**	**71,897**

6.10. 최종 SOTP Valuation

Valuation - SOTP Method (2022F)					
영업가치					
(단위: 백만 원)	EBITDA	EV/EBITDA	가치	지분율	비고
동아제약	92,725	7.3x	676,889	100%	23F EBITDA 적용 (12MF)
에스티젠바이오	18,421	11.1x	204,478	80.4%	23F EBITDA 적용 (12MF)
용마로지스	43,967	6.63x	291,502	100%	22F EBITDA 적용 (TTM)
수석	14,276	5.1x	72,807	100%	23F EBITDA 적용 (12MF)
동천수			43,678	100%	1Q22 장부가
아벤종합건설			10,390	100%	1Q22 장부가
그 외 - DA인포메이션, 디에스프론티어 등	-	-	13,955	100%	1Q22 장부가
합계					**1,273,620**
비영업가치					
(단위: 백만 원)		지분율	할인율	가치(할인 전)	비고
관계기업 - 상장					
동아에스티		23.31%	80%	537,198	'22년 연중 최저 시가총액
에스티팜		32.41%	80%	1,717,241	'22년 연중 최저 시가총액
공동기업 - 비상장					
동아오츠카		49.99%	30%	78,743	1Q22 장부가
기타					
투자부동산			50%	21,155	1Q22 장부가
당기손익공정가치측정금융자산			20%	85,402	1Q22 장부가
기타포괄손익공정가치측정금융자산			30%	12,017	1Q22 장부가
기타금융자산			30%	23,899	1Q22 장부가
합계					**202,343**
순부채					(단위: 백만 원)
이자발생부채					
단기차입금					274,004
장기차입금					209,582
리스부채					55,067
기타금융부채					81,209
(-) 비지배지분 *- 에스티젠바이오 19.6%*					7,586
(-) 현금 및 현금성자산					105,344
합계					**506,932**
Target Price 산출					
목표 시가총액 (단위: 백만 원)					**969,031**
유통가능주식수 (단위: 주)					6,250,723
목표 주가 (단위: 원)					**155,500**
현재 주가 (단위: 원)					107,000
상승여력					**45%**

최종 SOTP Valuation이다. 동사는 **영업가치**를 구성하는 주요 자회사들이 모두 상장되어 있지 않다. 각각에 대한 Valuation은 전부 상술했고, 지분율을 고려해 최종적으로 영업가치의 총합을 도출했다. 주요 자회사 이외 기타 종속기업들은 모두 1Q22 기준 장부가로 적용했다.

비영업가치는 **관계기업, 공동기업** 및 **기타**로 이뤄져 있다. 동사의 관계기업인 동아에스티와

에스티팜 모두 상장되어 있으며, 보수적으로 '22년 연중 최저의 시가총액을 가치로 부여했다. 다만 중요한 것은 본 보고서가 이러한 상장 계열사들의 가치에 집중하는 것이 아닌, 영업가치를 구성하는 동아제약, 에스티젠바이오 등의 종속기업의 내재가치에 주목해야 함을 피력했음을 고려해야 한다. 이에 따라 시장의 평균적인 할인율에 비해 매우 높은 **80%의 수치를 할인율로 부여**했다.

한편, 이외 비영업자산은 모두 '현금화의 용이함'을 기준으로 할인율을 산정했다. 투자부동산은 50%, 금융자산은 기본적으로 30%를 부여했다. FVOCI-금융자산에 비해 FVPL-금융자산은 취득의 목적상 현금화에 비교적 유리할 것이라 판단하여 할인율을 20%로 조정해주었다.

이후 차감할 **순부채**를 도출하고자 연결실체 차원의 이자발생부채를 종합했으며, 그 구성은 위 표의 내용과 같다. 다만, 주요 종속기업인 에스티젠바이오의 지분율이 유일하게 100%가 아닌 80.4%에 이른다는 점을 반영하고자 에스티젠바이오의 이자발생부채에 19.6%를 곱해 **비지배지분의 개념으로 차감**했다.

본 보고서의 앞선 모든 논의를 종합한 **목표 시가총액은 9,690억 원**, **목표 주가는 155,500원**이며 **상승여력 45%**의 **투자의견 Buy**를 제시한다.

Appendix

7.1. 동아쏘시오홀딩스 연결 재무상태표 (2018 ~ 1Q22)

B/S- Consolidated					(단위: 백만 원)
자산	2018	2019	2020	2021	1Q22
유동자산	**291,703**	**315,287**	**329,423**	**358,552**	**359,996**
현금및현금성자산	107,494	86,822	88,771	99,635	105,344
매출채권	90,392	91,635	93,427	102,193	119,864
당기손익공정가치측정금융자산	0	42,086	34,333	46,848	21,840
기타금융자산	7,363	14,436	24,018	23,034	12,948
재고자산	81,362	74,669	79,648	76,059	86,782
기타자산	5,092	5,639	9,226	10,784	13,216
비유동자산	**950,230**	**1,043,290**	**1,181,683**	**1,332,836**	**1,339,981**
기타금융자산	8,729	8,728	9,960	8,934	10,952
당기손익공정가치측정금융자산	16,393	45,574	30,274	63,749	63,561
기타포괄손익공정가치측정금융자산	13,320	13,288	13,768	12,134	12,017
기타자산	238	1	468	441	406
지분법적용투자주식	483,948	472,228	608,679	544,096	539,138
유형자산	347,030	370,981	387,273	517,108	526,072
무형자산	48,120	45,653	45,141	113,222	113,696
투자부동산	21,872	17,897	21,252	21,174	21,155
사용권자산	0	62,080	64,868	51,977	52,984
이연법인세자산	10,580	6,859	0	0	0
자산 총계	**1,241,933**	**1,358,577**	**1,511,106**	**1,691,388**	**1,699,977**
부채					
유동부채	**319,899**	**414,399**	**348,420**	**467,282**	**457,368**
매입채무	25,240	32,505	33,693	25,864	38,273
기타금융부채	48,065	52,163	51,360	75,100	80,856
차입금	220,200	285,978	214,358	297,602	274,004
충당부채	6,058	5,834	6,225	6,859	6,628
리스부채	0	20,803	26,108	26,570	26,962
기타부채	17,213	9,552	11,287	19,525	16,594
당기법인세부채	3,123	7,564	5,389	15,761	14,050
비유동부채	**186,271**	**197,275**	**273,962**	**239,066**	**269,051**
기타금융부채	276	65	533	358	353
차입금	150,673	119,617	206,687	185,825	209,582
종업원급여부채	15,219	13,095	11,656	2,666	7,271
이연법인세부채	20,103	22,326	14,353	14,291	15,400
리스부채	0	42,112	40,733	27,586	28,105
기타부채	0	60	0	8,340	8,340
부채 총계	**506,170**	**611,673**	**622,383**	**706,348**	**726,419**
자본					
지배기업의 소유주지분	**734,194**	**745,141**	**888,711**	**965,159**	**954,390**
자본금	30,691	30,691	30,777	31,744	31,745
주식발행초과금	285,853	285,853	287,803	309,973	309,984
자본조정	-197,914	-197,914	-206,307	-206,307	-206,307
기타자본구성요소	137,565	141,908	137,018	135,896	135,485
이익잉여금	477,999	484,603	639,421	693,854	683,483
비지배지분	**1,569**	**1,762**	**12**	**19,881**	**19,169**
자본 총계	**735,763**	**746,904**	**888,724**	**985,041**	**973,558**

7.2. 동아쏘시오홀딩스 별도 재무상태표 (2018 ~ 1Q22)

B/S- Separate					(단위: 백만 원)
자산	2018	2019	2020	2021	1Q22
유동자산	**51,159**	**66,019**	**85,741**	**74,937**	**91,494**
현금및현금성자산	45,650	23,853	30,083	26,110	37,431
매출채권	4,740	1,699	986	3,922	32,042
기타금융자산	341	5,091	16,554	24,430	21,047
당기손익공정가치측정금융자산	0	35,076	34,333	19,886	0
기타자산	233	300	346	589	974
그 외	196	0	3,439	0	0
비유동자산	**744,927**	**770,354**	**827,955**	**910,772**	**909,716**
기타금융자산	870	234	75	49	44
당기손익공정가치측정금융자산	14,777	40,780	27,171	57,291	57,084
기타포괄손익공정가치측정금융자산	7,735	8,536	7,867	5,531	5,414
관계 및 공동기업투자	465,910	465,910	540,023	458,705	458,705
종속기업투자	181,583	181,583	183,783	301,305	301,305
유형자산	41,172	41,548	37,524	36,636	36,417
사용권자산	0	3,013	2,188	1,044	956
무형자산	6,735	6,641	6,789	25,702	26,997
투자부동산	21,940	22,100	22,153	21,963	21,915
기타자산	0	7	383	298	277
이연법인세자산	4,203	0	0	2,249	601
자산 총계	**796,085**	**836,373**	**913,696**	**985,709**	**1,001,210**
부채					
유동부채	**123,600**	**184,357**	**130,736**	**193,351**	**171,823**
기타금융부채	4,722	4,740	4,004	24,760	19,131
리스부채	0	928	852	526	552
차입금	110,004	178,166	120,000	152,604	130,000
기타부채	8,873	420	453	456	6,745
당기법인세부채	0	103	5,284	15,003	15,396
매각예정부채	0	0	143	0	0
비유동부채	**122,293**	**93,327**	**164,713**	**141,836**	**162,054**
기타금융부채	14	26	397	312	291
리스부채	0	2,113	1,408	561	446
차입금	120,024	90,000	161,968	131,934	152,113
종업원급여부채	2,254	929	618	689	863
기타부채	0	0	0	8,340	8,340
이연법인세부채	0	259	322	0	0
부채 총계	**245,892**	**277,684**	**295,448**	**335,187**	**333,877**
자본					
자본금	30,691	30,691	30,777	31,744	31,745
주식발행초과금	285,853	285,853	287,803	309,973	309,984
자본조정	-193,337	-193,337	-201,730	-201,730	-201,730
기타자본구성요소	88,509	89,120	88,542	86,027	85,937
이익잉여금	338,476	346,361	412,857	424,509	441,398
자본 총계	**550,193**	**558,689**	**618,248**	**650,523**	**667,333**

7.3. 이자발생 금융부채/자산 및 이자비용/수익 추정 세부내역

이자비용 및 이자발생 금융부채 BV 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
이자비용	**11,955**	**13,419**	**11,976**	**11,503**	**13,302**	**14,429**
기말 BV	421,275	468,576	487,947	537,645	583,183	632,579
기중 평균 BV		444,926	478,262	512,796	560,414	607,881
유효이자율		*3.02%*	*2.50%*	*2.24%*	*2.37%*	*2.37%*
이자발생 금융부채 세부 구성내역						
2018~2021	AC-금융부채 (장/단기차입금, 임대보증금), 리스부채					

이자수익 및 이자발생 금융자산 BV 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
이자수익	**2,183**	**1,978**	**1,901**	**1,190**	**1,701**	**1,687**
기말 BV	13,531	62,941	31,190	22,341		
기중 평균 BV		38,236	47,065	26,766	37,356	37,062
유효이자율		*5.17%*	*4.04%*	*4.45%*	*4.55%*	*4.55%*
이자발생 금융자산 세부 구성내역						
2018	AC-금융자산 (금융상품, 채무증권, 대여금, 보증금)					
2019	FVPL-금융자산 (MMW), AC-금융자산 (금융상품, 채무증권, 대여금, 보증금)					
2020~2021	AC-금융자산 (금융상품, 채무증권, 대여금, 보증금)					

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.