

(Analyst) 김승민 sm.kim.a@miraeeasset.com
(Analyst) 이지현 jihyun_lee@miraeeasset.com



170900 · 제약/바이오

동아에스티

비만 신약 올해 내 미국 1상 IND 신청 예정

(유지)

매수

목표주가

76,000원

상승여력

36.9%

현재주가(23/10/31)

55,500원

KOSPI	2,277.99	시가총액(십억원)	478	발행주식수(백만주)	9	외국인 보유비중(%)	21.0
-------	----------	-----------	-----	------------	---	-------------	------

Report summary

투자의견 매수, 목표주가 76,000원 유지

목표주가는 영업가치 5,522억원 + 스텔라라 시밀러 가치 1,875억원 - 순차입금 936억원을 고려해 산정했다. 동아에스티는 혁신신약 파이프라인 부재로 피어 그룹 대비 밸류에이션 할인을 받고 있다. 다만, 지난 8월 노보 노디스크 위고비(비만)의 SELECT 임상 시험 발표로 노보노디스크, 일라이릴리의 기업 가치 급등과 동시에 국내 주식시장에 '비만' 테마가 형성, 해당일 동아에스티도 +27% 상승 마감한 바 있다. 비만 적응증으로 개발중인 GLP-1/GCG dual agonist 때문이었다. 마켓은 '새로운 것'을 요구하고 있다. 릴리와 노보의 견고한 비만 시장 싸움 속, 이제 임상시험에 진입하는 동아에스티의 GLP-1/GCG dual agonist의 포지셔닝, 임상 개발 진전이 중요하다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.5	1.5	3.8
상대주가	0.1	11.4	4.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	590	636	593	639	690
영업이익 (십억원)	15	31	33	38	41
영업이익률 (%)	2.5	4.9	5.6	5.9	5.9
순이익 (십억원)	12	9	19	30	31
EPS (원)	1,390	1,047	2,259	3,377	3,442
ROE (%)	1.8	1.4	2.9	4.3	4.3
P/E (배)	50.5	58.1	24.6	16.4	16.1
P/B (배)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
배당수익률 (%)	1.4	1.1	1.2	1.2	1.2

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 동아에스티, 미래에셋증권 리서치센터

SideComment_B
SideComment

3Q23 Review 및 2023년 실적 전망

별도 기준, 3Q23 매출액 1,583억원(-5% YoY), 영업이익 131억원(-8% YoY)으로 매출액 컨센서스에 부합, 영업이익 컨센서스를 +52% 상회했다. 1Q23부터 메디칼 부문의 진단 사업부를 자회사 동아 참메드에 영업양도 하며 별도기준 동아에스티 실적에서 제외되고 있다. 이를 제외할 경우, 매출액은 +3.5% YoY 성장했다.

부문별로, ETC 부문이 +11% 성장했으나 해외사업부가 -17% 역성장했다. ETC 주요 성장 동력은 그로트로핀(성장호르몬), 해외사업부의 역성장은 캄보디아 경기침체에 따른 박카스 수출 감소 때문이다. 영업이익은 감소는 2Q22 마케팅 비용 축소에 따른 높은 기저 때문이다. 3Q23 영업이익률은 8.7%로(-0.2%p YoY, +3% QoQ)로 판관비 통제 효과가 나타났다.

2023년 매출액 5,929억원(-7% YoY), 영업이익 326억원(+7% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 그로트로핀, 슈가논(당뇨) 복합제(DPP4+SGLT2+metformin) 기반으로 ETC +7% 견조한 성장 이어갈 것으로 예상된다, 캔박카스의 부진으로 해외사업 -9%, 진단 사업부 영업양도로 메디칼 -79%, 기타 -12% 역성장이 예상된다.

R&D 파이프라인 업데이트

스텔라라 시밀러 파트너 인타스는 지난 6월 유럽 EMA에 허가신청을 완료했고 미국 FDA에 23년 내 허가 신청 예정이다. 유럽 시장 허가/출시는 24년 하반기로 예상되고, 미국 시장 출시는 25년 1분기로 예상된다.

GPR119 Agonist는 비알콜성지방간염(NASH) 적응증으로 임상2상 중이다. 2H24 데이터 발표 예정이다. GPR119 First-in-class, 경구제형 장점을 보유하고 있다.

GLP-1/GCG dual agonist는 비만 적응증 목표로 올해 내 미국 1상 IND 신청 예정이다. 전임상에서 tirzepatide 대비 더 많은 음식 섭취에도 유사한 체중 감소를 확인한 바 있다. 임상 순항할 경우 2H24에 2a상 진입을 목표하고 있다.

밸류에이션 및 향후 전망

투자익견 매수, 목표주가 76,000원을 유지한다. 목표주가는 영업가치 5,522억원, 순차입금 936억원, 스텔라라 시밀러 가치 1,875억원을 고려해 산정했다.

동아에스티는 혁신신약 파이프라인 부재로 피어 그룹 대비 밸류에이션 할인을 받고 있다. 다만, 지난 8월 노보노디스크 위고비(비만)의 SELECT 임상 시험 발표로 노보노디스크, 일라이릴리의 기업 가치 급등과 동시에 국내 주식시장에 '비만' 테마가 형성, 해당일 동아에스티도 +27% 상승 마감한 바 있다. 비만 적응증으로 개발중인 GLP-1/GCG dual agonist 때문이었다. 마켓은 '새로운 것'을 요구하고 있다. 릴리와 노보의 견고한 비만 시장 싸움 속, 이제 임상시험에 진입하는 동아에스티의 GLP-1/GCG dual agonist의 포지셔닝, 임상 개발 진전이 중요하다.

표 1. 동아에스티 밸류에이션 (억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
12개월 선행 EBITDA	614	
EV/EBITDA	9.0	*상위 제약사 6개사 평균에서 -30% 디스카운트
영업가치	5,522	
총차입금	3,122	*23년 예상
현금	2,186	*23년 예상
순차입금	936	
파이프라인 가치	1,875	
스텔라라 시밀러	1,875	*2024년 출시. 출시 7년차 연간 최대 매출액 5.2억달러(스텔라라 오리지널 연간 최대 매출액의 5% 수준). 매출 성장 속도는 TNF-alpha 바이오템 시밀러 성장률. 로열티13%, 제조수익 8%, 할인율12%, 영구성장률 -10%, 파트너 배분율 50% 가정
적정 기업 가치	6,461	
주식 수 (천주)	8,483	
목표주가	76,158	*76,000원
현재주가	55,500	
상승여력	37%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 국내 상위 제약사 Peer Valuation (컨센서스) (십억원, %, 배)

사명	시가총액 (조원)	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
유한양행	4.1	1,906	2,142	93	170	4.9	7.9	96	171	4.8	8.1	43.4	24.0	2.1	2.0	29.9	19.2	2.3	2.1
한미약품	3.4	1,461	1,590	199	229	13.6	14.4	129	148	12.4	12.7	28.9	25.1	3.6	3.2	13.0	11.6	2.4	2.2
종근당	1.1	1,557	1,593	138	118	8.9	7.4	118	89	15.8	10.7	9.8	13.1	1.6	1.4	7.1	7.8	0.8	0.7
동아에스티	0.5	619	656	27	34	4.4	5.1	26	32	4.0	4.6	17.7	14.6	0.7	0.7	12.4	10.9	0.7	0.7
녹십자	1.1	1,691	1,794	39	71	2.3	4.0	18	55	1.2	4.0	69.6	21.0	0.9	0.8	15.2	11.6	0.7	0.6
대웅제약	1.2	1,319	1,404	127	143	9.6	10.2	96	109	13.5	13.4	12.2	10.8	1.7	1.5	9.1	7.9	0.9	0.8
HK이노엔	1.2	840	910	63	93	7.6	10.2	47	66	-	-	25.9	18.4	-	-	16.8	11.7	1.4	1.3
평균						7.3	8.5			8.6	8.9	29.6	18.1	1.7	1.6	14.8	11.5	1.3	1.2

자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 동아에스티 3Q23 Review

(억원, %, %p)

	3Q22	2Q23	3Q23P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,583	1,541	1,502	1,548	-3.0	-5.1	-2.5
매출총이익	811	786	775			-4.4	-1.3
매출총이익률	51.2	51.0	51.5			0.3	0.6
영업이익	142	88	131	86	52.3	-7.6	49.6
영업이익률	9.0	5.7	8.7	5.6	3.1	-0.3	3.0
순이익	214	48	115	70	64.9	-46.1	67.3

자료: 동아에스티, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 연간 실적 추정 변경

(억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	23F	24F	23F	24F	23F	24F
매출액	6,360	6,956	5,922	6,393	-6.9	-8.1
영업이익	340	426	327	382	-3.8	-10.3
EBITDA	547	629	552	614	0.9	-2.4
순이익	218	339	195	297	-10.7	-12.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

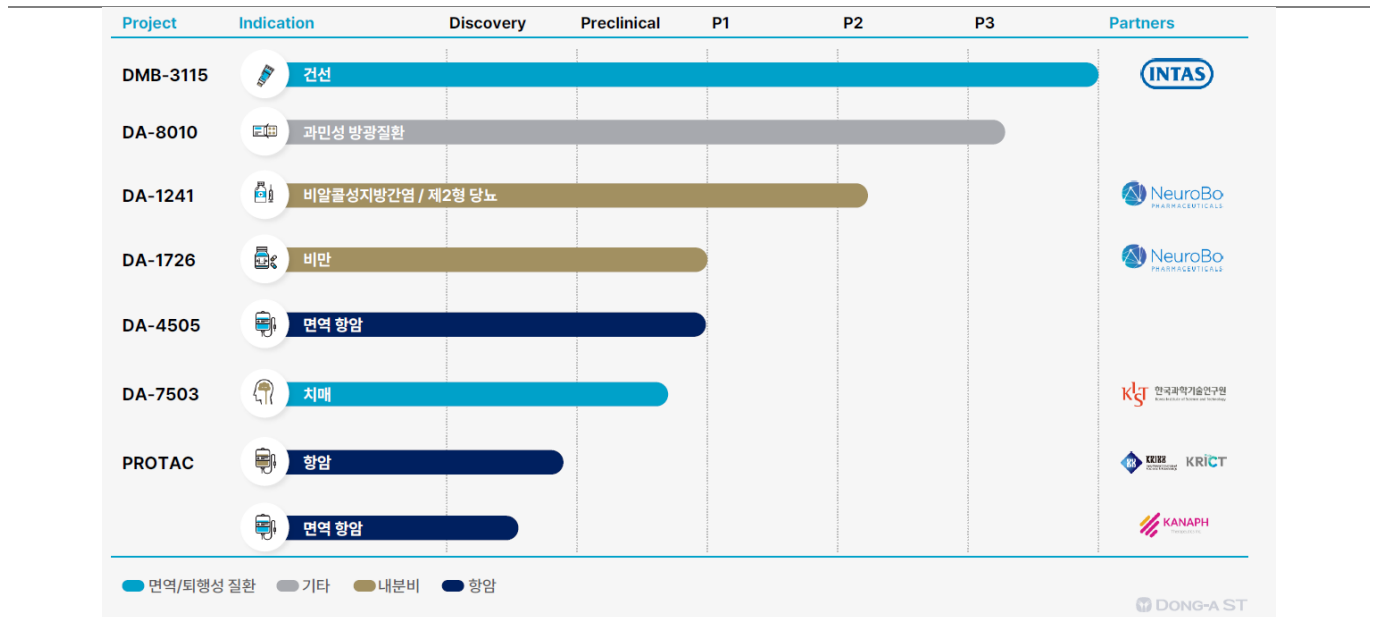
표 5. 동아에스티 분기 및 연간 실적 추정

(억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
매출	1,535	1,602	1,583	1,638	1,351	1,541	1,502	1,528	5,901	6,358	5,922	6,393
YoY 성장률	9.0	8.7	4.2	9.3	-12.0	-3.8	-5.1	-6.7	0.6	7.7	-6.9	7.9
ETC	943	977	980	902	1,010	1,025	1,086	946	3,640	3,802	4,067	4,288
YoY 성장률	10.4	6.5	-2.4	4.3	7.1	4.9	10.8	4.9	7.0	4.5	7.0	5.4
수출	374	403	374	411	240	409	311	461	1,420	1,562	1,421	1,578
YoY 성장률	2.5	15.1	24.3	1.7	-35.8	1.5	-16.8	12.2	-3.3	10.0	-9.0	11.1
의료기기/진단	166	161	171	156	32	34	29	45	626	654	140	210
YoY 성장률	15.3	7.3	7.5	-9.8	-80.7	-78.9	-83.0	-71.2	-13.9	4.5	-78.6	50.0
기타	52	62	58	169	75	74	76	76	210	341	301	316
YoY 성장률	13.0	19.2	7.4	191.4	44.2	19.4	31.0	-55.0	-22.5	62.4	-11.7	5.0
매출총이익	747	795	811	882	732	786	774	801	2,926	3,234	3,093	3,334
YoY 성장률	6.7	8.7	4.1	23.1	-1.9	-1.2	-4.5	-9.2	3.0	10.5	-4.4	7.8
매출총이익률	48.6	49.6	51.2	53.8	54.2	51.0	51.5	52.4	49.6	50.9	52.2	52.2
영업이익	79	43	142	41	67	88	131	42	155	305	327	382
YoY 성장률	820.1	-45.1	21.8	흑전	-15.3	102.8	-7.6	0.3	-54.5	97.0	7.1	16.9
영업이익률	5.1	2.7	9.0	2.5	4.9	5.7	8.7	2.7	2.6	4.8	5.5	6.0
EBITDA	129	95	193	93	117	152	187	96	353	510	552	614
YoY 성장률	120.6	-26.2	16.5	10,713.9	-9.2	60.4	-3.3	2.8	-34.6	44.4	8.2	11.2
EBITDA 마진율	8.4	5.9	12.2	5.7	8.7	9.9	12.4	6.3	6.0	8.0	9.3	9.6
순이익	19	33	214	-175	91	48	115	-60	120	90	195	297
YoY 성장률	153.7	-47.5	77.1	적지	386.7	46.9	-46.1	-65.7	-56.7	-24.6	115.8	52.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 동아에스티 파이프라인 현황



자료: 동아에스티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 스텔라라 시밀러(DMB-3115) 3상 1차 평가 변수 결과

글로벌 임상 3상 1차 평가변수 결과 : EMA(유럽의약품청)와 FDA(미국식품의약국)의 각 기준에 따른 Stelara® 치료적 동등성 입증

EMA 1차 평가변수

PASI Baseline 대비 8주 시점의 백분율 변화 : -0.35% [-3.60%, 2.90%]
95% 신뢰구간이 사전에 임상시험계획서에 정의된 동등성 한계인 ±15% 범위내에 포함

[EMA] Percent Change in Psoriasis Area and Severity Index (PASI) from Baseline to Week 8	
	(DMB-3115 - Stelara)
LS Mean Difference	-0.35
95% CI for LS Mean Difference	(-3.60, 2.90)

FDA 1차 평가변수

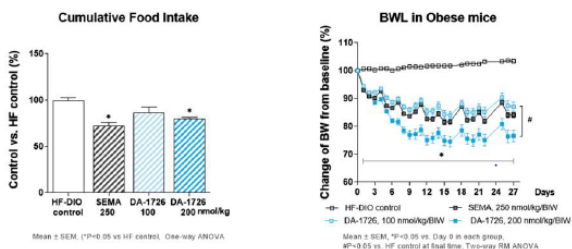
PASI의 Baseline 대비 12주 시점의 백분율 변화 : -0.04% [-2.16%, 2.07%]
90% 신뢰구간이 사전에 임상시험계획서에 정의된 동등성 한계인 ±10% 범위내에 포함

[FDA] Percent Change in Psoriasis Area and Severity Index (PASI) from Baseline to Week 12	
	(DMB-3115 - Stelara)
LS Mean Difference	-0.04
90% CI for LS Mean Difference	(-2.16, 2.07)

자료: 동아에스티, 미래에셋증권 리서치센터

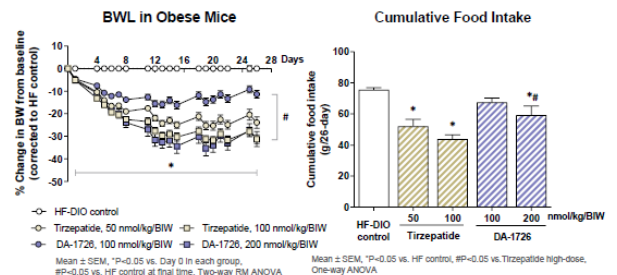
그림 3. DA-1726(GLP-1/GCG dual Agonist) 전임상 데이터

연구결과 - ADA 미국 당뇨병학회 (2022.06)



대조약물(세마글루타이드, 위고비) 대비 더 많은 음식 섭취량에도 우수한 체중 감소 확인

연구결과 - ADA 미국 당뇨병학회 (2023.06)



대조약물(티어제파타이드, 마운자로) 대비 더 많은 음식 섭취량에도 유사한 체중 감소 확인

자료: 동아에스티, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	636	593	639	690
매출원가	312	284	306	331
매출총이익	324	309	333	359
판매비와관리비	293	277	295	318
조정영업이익	31	33	38	41
영업이익	31	33	38	41
비영업손익	-17	-7	-2	0
금융손익	-5	-5	-5	-4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	14	26	36	41
계속사업법인세비용	5	6	6	10
계속사업이익	9	19	30	31
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	9	19	30	31
지배주주	9	19	30	31
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	23	19	30	31
지배주주	23	19	30	31
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	51	55	61	62
FCF	-10	43	49	48
EBITDA 마진율 (%)	8.0	9.3	9.5	9.0
영업이익률 (%)	4.9	5.6	5.9	5.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.4	3.2	4.7	4.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	452	416	464	512
현금 및 현금성자산	219	192	224	255
매출채권 및 기타채권	98	96	104	112
재고자산	97	91	98	105
기타유동자산	38	37	38	40
비유동자산	683	682	669	658
관계기업투자등	37	34	37	40
유형자산	433	413	393	374
무형자산	62	84	88	93
자산총계	1,135	1,098	1,133	1,170
유동부채	178	131	139	148
매입채무 및 기타채무	56	53	57	61
단기금융부채	64	23	24	24
기타유동부채	58	55	58	63
비유동부채	285	282	285	288
장기금융부채	249	249	249	249
기타비유동부채	36	33	36	39
부채총계	463	413	424	436
지배주주지분	672	686	709	734
자본금	42	43	44	45
자본잉여금	292	292	292	292
이익잉여금	202	214	237	261
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	672	686	709	734

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	35	44	50	49
당기순이익	9	19	30	31
비현금수익비용가감	40	32	31	34
유형자산감가상각비	20	21	21	20
무형자산상각비	1	2	2	2
기타	19	9	8	12
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-1	-5	-5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	12	6	-6	-7
재고자산 감소(증가)	4	7	-7	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	-2	2	3
법인세납부	-5	-6	-6	-10
투자활동으로 인한 현금흐름	2	-20	-2	-3
유형자산처분(취득)	-44	-1	-1	-1
무형자산감소(증가)	-22	-24	-6	-7
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	0	0	0
기타투자활동	70	5	5	5
재무활동으로 인한 현금흐름	-9	-54	-13	-13
장단기금융부채의 증가(감소)	12	-40	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-8	-6	-6	-6
기타재무활동	-13	-8	-7	-7
현금의 증가	29	-27	32	31
기초현금	190	219	192	224
기말현금	219	192	224	255

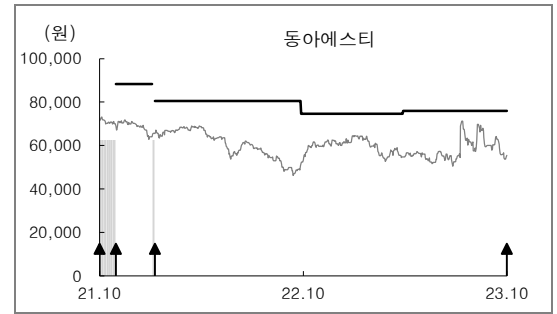
자료: 동아에스티, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	58.1	24.6	16.4	16.1
P/CF (x)	10.6	9.2	8.0	7.7
P/B (x)	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	11.9	9.7	8.2	7.6
EPS (원)	1,047	2,259	3,377	3,442
CFPS (원)	5,720	6,001	6,918	7,206
BPS (원)	78,337	79,911	79,519	80,706
DPS (원)	686	686	686	686
배당성향 (%)	65.2	30.3	20.3	19.9
배당수익률 (%)	1.1	1.2	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	7.7	-6.8	7.8	7.9
EBITDA증가율 (%)	44.4	8.2	11.2	1.7
조정영업이익증가율 (%)	97.0	6.8	17.2	6.9
EPS증가율 (%)	-24.7	115.8	49.5	1.9
매출채권 회전율 (회)	7.3	7.1	7.6	7.6
재고자산 회전율 (회)	6.4	6.3	6.8	6.8
매입채무 회전율 (회)	9.0	8.6	9.2	9.3
ROA (%)	0.8	1.7	2.7	2.7
ROE (%)	1.4	2.9	4.3	4.3
ROIC (%)	3.4	3.7	5.2	5.1
부채비율 (%)	68.9	60.2	59.8	59.4
유동비율 (%)	253.5	318.8	333.8	345.0
순차입금/자기자본 (%)	13.9	8.1	3.3	-1.0
조정영업이익/금융비용 (x)	3.8	4.2	5.3	5.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
동아에스티 (170900)				
2023.04.28	매수	76,000	-	-
2022.10.27	매수	74,561	-20.02	-13.36
2022.02.07	매수	80,448	-24.78	-14.15
2022.02.03	분석 대상 제외		-	-
2021.11.29	매수	88,296	-21.80	-18.67
2021.08.31	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.