



동아에스티

| Bloomberg Code (170900 KS) | Reuters Code (170900.KS)

2023년 12월 22일

[제약/바이오]

정재원 선임연구원

☎ 02-3772-1542

✉ jaewonjeong@shinhan.com

에스티님 열심히 하시잖아



매수
(유지)



현재주가 (12월 21일)
64,500 원



목표주가
80,000 원 (상향)



상승여력
24.0%

- ◆ 실적 회복이 기대되는 2024년
- ◆ 애플티스 인수를 통해 얻은 ADC라는 새로운 무기
- ◆ 스텔라라 시밀러 점유율 상승 기대감을 고려해 목표주가 상향



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	555.7십억원
발행주식수	8.6백만주
유동주식수	4.6백만주(52.8%)
52주 최고가/최저가	71,300원/50,400원
일평균 거래량 (60일)	22,104주
일평균 거래액 (60일)	1,327백만원
외국인 지분율	20.29%

주요주주

강정석 외 31인	24.61%
Glaxo Group Limited	8.22%

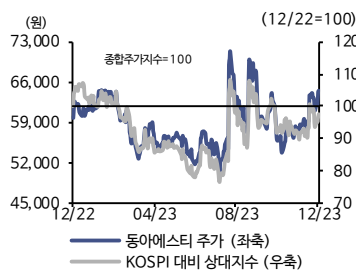
절대수익률

3개월	6.1%
6개월	23.6%
12개월	4.5%

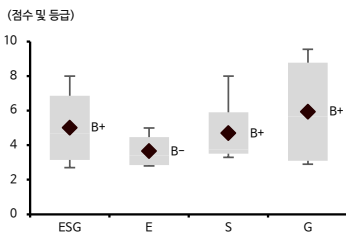
KOSPI 대비 상대수익률

3개월	2.6%
6개월	22.7%
12개월	-6.4%

주가



ESG 컨센서스



2024 Pre: 실적 회복을 증명할 2024년

별도 기준으로 동아에스티의 2024년 매출 6,436억원(YoY +7.0%, 이하 YoY 생략), 영업이익 427억원(+42.3%, OPM 6.6%)을 전망한다. 2023년부터 진단 사업부가 매출에서 제외된 영향으로 매출이 감소했으나 DMB-3115 마일스톤 및 그로트로핀, 슈가는 복합제 라인업 추가에 따른 성장을 통한 빠른 실적 회복이 가능할 것으로 기대된다.

시장 트렌드에 부합한 파이프라인 관련 이벤트 발생 기대

실적 회복 외에도 동사가 보유한 각각의 파이프라인에 대한 이벤트가 예정되어 있다. 비만 타겟의 파이프라인 DA-1726은 연내 FDA 임상 1상 IND를 신청할 전망이다. NASH 타겟 DA-1241은 임상 2상 진행 중이며 24년 중 데이터 발표가 가능할 것으로 기대된다.

품목허가 신청을 완료한 스텔라라 시밀러 파이프라인 DMB-3115는 허가 획득은 무리없이 받을 수 있을 것으로 예상된다. 허가 이후 빠르면 24년 4분기부터 본격적인 매출이 발생할 것으로 판단한다.

최근 ADC 전문 바이오텍 애포스 인수를 발표했다. 애포스가 보유한 링커를 활용해 동사의 면역항암제, PROTAC 등 다양한 후보물질과의 시너지를 낼 수 있다. 그리고 저분자 원료의약품 생산에 강점이 있는 에스티팜을 활용해 페이로드 역시 그룹 자체적으로 생산 가능하다. 계열사 간의 시너지를 활용한 ADC 개발도 이론적으로 가능하다.

DMB-3115의 점유율 상승 기대감 반영, 목표주가 상향

동사의 목표주가를 기존 8만원으로 상향한다. 스텔라라 바이오시밀러 경쟁사인 알보텍이 10월 경 보완요구를 받은 점을 고려했다. 이에 따라 기존 시밀러 내 Peak 점유율을 20%로 상향했다(기존 15%). 해당 과정으로 재산정한 DMB-3115 파이프라인가치는 기존 920억원 대비 36% 상승한 1,247억원이다. 또한 영업가치도 이전 4,712억원 대비 5,733억원으로 상향된 점이 목표주가 상승에 기여했다.

실적 회복에 따른 영업가치 상승 모멘텀과 비만, ADC 등 주목도가 높은 이벤트가 24년 중 발생할 것이 기대된다. 상대적으로 쉬었던 23년 대비 시장의 관심을 가져올 다양한 소식이 예상되는 24년이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	590.1	15.5	12.0	1,390	76,592	50.5	17.1	0.9	1.8	0.1
2022	635.8	30.5	9.0	1,047	78,002	58.1	11.4	0.8	1.4	10.2
2023F	601.3	30.0	22.6	2,628	78,405	24.5	11.2	0.8	3.3	8.2
2024F	643.6	42.7	36.4	4,146	80,289	15.5	8.7	0.8	5.2	4.8
2025F	692.8	57.1	44.7	4,987	82,961	12.9	6.8	0.8	6.0	0.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

동아에스티 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	22	23F	24F
매출액	153.5	160.2	158.3	163.8	135.1	154.1	150.2	161.8	635.8	601.3	643.6
YoY	9.0	8.7	4.2	9.3	(12.0)	(3.8)	(5.1)	(1.2)	7.7	(5.4)	7.0
ETC	94.3	97.7	98.0	90.2	101.0	102.5	108.6	107.4	380.2	419.5	441.7
해외사업부	64.2	62.8	64.0	60.9	36.9	65.4	44.6	60.0	251.9	206.9	231.0
메디컬	16.6	16.1	17.1	15.7	3.2	3.4	3.4	4.7	65.4	14.7	15.3
기타	5.2	6.2	5.8	16.9	7.5	7.4	7.1	7.6	34.1	29.6	32.6
매출총이익	74.7	79.5	81.1	88.2	73.2	78.6	77.5	85.3	323.4	314.6	345.4
YoY	6.7	8.7	4.1	23.1	(1.9)	(1.2)	(4.4)	(3.2)	10.5	(2.7)	9.8
GPM	48.6	49.6	51.2	53.8	54.2	51.0	51.6	52.7	50.9	52.3	53.7
영업이익	7.9	4.3	14.2	4.1	6.7	8.8	13.1	1.5	30.5	30.0	42.7
YoY	820.1	(45.1)	21.8	흑전	(15.3)	102.8	(7.7)	(64.0)	97.0	(1.7)	42.3
OPM	5.1	2.7	9.0	2.5	4.9	5.7	8.7	0.9	4.8	5.0	6.6
세전이익	7.2	4.5	22.2	(20.4)	11.7	6.2	14.8	(3.6)	13.5	29.1	46.7
YoY	196.5	(23.4)	77.2	적지	61.7	37.2	(33.5)	적지	19.5	114.5	60.7
(자배주주)순이익	1.9	3.3	21.4	(17.5)	9.1	4.8	11.5	(2.8)	9.0	22.6	36.4
YoY	153.7	(47.5)	77.1	적지	386.7	46.9	(46.3)	적지	(24.6)	151.0	60.9
NPM	1.2	2.0	13.5	(10.7)	6.8	3.1	7.7	(1.7)	1.4	3.8	5.7

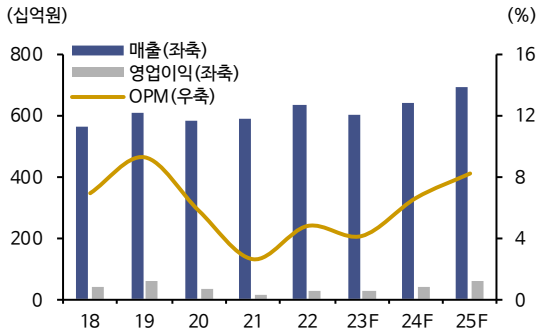
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

동아에스티 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	573.3	
A. 동아에스티 12MF EBITDA	57.2	
B. Target EV/EBITDA	10.0	국내 주요 제약사 평균 12MF EV/EBITDA
2. 비영업가치	124.7	
DMB-3115	124.7	
3. 순차입금	34.6	2024년 말 기준
4. 보통주주식수	8,441	
5. 적정주가 산출	80,000	
6. 현재 주가	64,500	2023년 12월 21일 종가
7. 상승여력	24.0%	

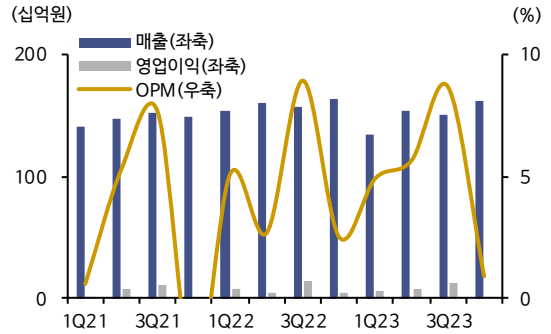
자료: Quantwise, 신한투자증권 추정

동아에스티 연간 실적 추이 및 전망



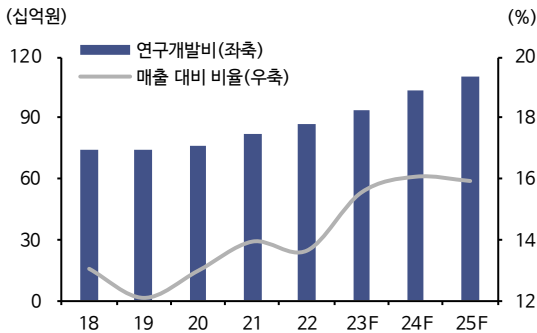
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

동아에스티 분기 실적 추이 및 전망



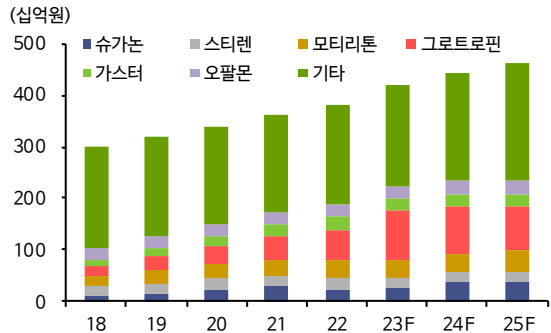
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

동아에스티 연구개발비 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

ETC 사업부 제품별 매출 추이 및 전망



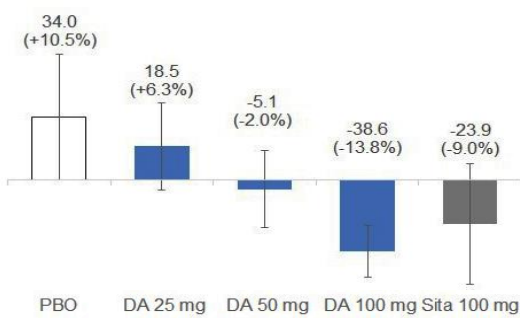
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

DMB-3115 파이프라인 가치 재산정

(백만달러)		21	22	23F	24F	25F	...	32F	33F
스텔라라 매출액 (A)	EvaluatePharma 기준	9,134	9,723	9,977	7,743	5,804	...	1,921	1,575
개발 Timeline 가정			3상 종료	BLA 제출	시판허가 출시				
시밀러 전체 시장점유율 (B)	시밀러 등장 후 6년까지 성장, 70% 점유 후 Saturation 가정				15%	27%	...	70%	70%
DMB-3115 시장점유율 (C)	시밀러 내 PeakM/S 20%				3%	7%	...	20%	20%
DMB-3115 예상 매출액 (D)	$D=A \times B \times C$				35	110	...	269	221
계약금 및 마일스톤 (E)	공시 기준	10			95				
로열티 (F)	매출액 25%, $F=D \times 0.25$				9	27	...	67	55
최종 매출액 (법인세 제외) (G)	$G=E+F$	10			104	27	...	67	55
최종 매출액 (법인세 적용) (H)	법인세율 20%, $H=G \times 0.8$	8			83	22	...	54	44
Sum of FCFF	WACC 8.7% 적용	321.1							
Terminal value	-5%	305.9							
PV of Terminal value		122.2							
DMB-3115 최종가치		399.0							
DMB-3115 최종가치(십억원) 1,250원/달러		498.8							
배분 후 최종가치	최종가치 25% 배분	124.7							

자료: 신한투자증권 추정

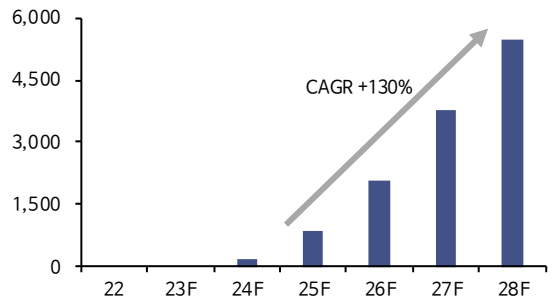
DA-1241 미국 임상 1b상 결과



자료: 회사 자료, 신한투자증권

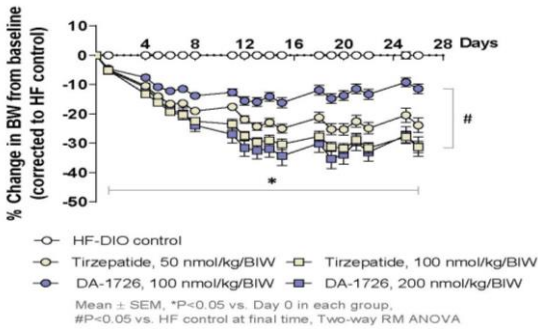
NASH 시장 규모 추이 및 전망

(백만달러)



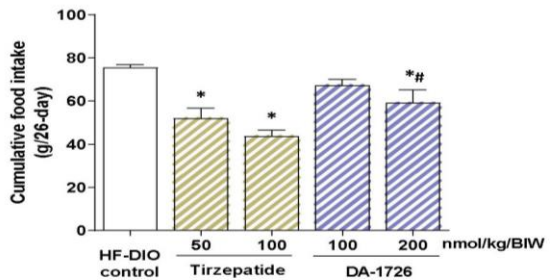
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

DA-1726 전임상 데이터 (1)



자료: ADA 2023, 신한투자증권

DA-1726 전임상 데이터 (2)



Mean ± SEM, *P<0.05 vs. HF control, #P<0.05 vs. Tirzepatide high-dose, One-way ANOVA

자료: ADA 2023, 신한투자증권

애플스 파이프라인 현황

Indication	Target	Discovery	Optimization	Preclinical	Clinical Trials	Partner	Current Status
Gastric, Pancreatic cancer	Claudin18.2				GLP Toxicity in 2023	AbTis	Preclinical study
Breast cancer	HER2					AbTis	Preclinical study
Breast cancer	HER2 (RIT)					SNU MEDICINE	in vivo efficacy
Acute myeloid leukemia	CD22					AbTis	in vitro efficacy
Gastric, Breast cancer	ISAC*					AbTis	Payload development
Solid cancer	PTK7					BIOLOGICS	Antibody development
Autoimmune diseases	Undisclosed					SNU MEDICINE	Antibody development

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,115.3	1,135.1	1,065.6	1,023.1	1,015.5
유동자산	523.1	452.3	375.3	328.1	320.4
현금및현금성자산	190.0	218.6	153.0	91.9	68.0
매출채권	86.8	86.4	81.7	87.4	94.1
재고자산	101.9	97.1	91.9	98.3	105.8
비유동자산	592.1	682.8	690.2	695.1	695.1
유형자산	410.0	433.0	444.1	447.8	446.4
무형자산	38.3	61.9	60.3	58.8	57.3
투자자산	54.0	67.3	65.2	67.8	70.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	455.5	463.2	376.9	304.0	257.9
유동부채	273.5	178.4	154.1	148.9	149.9
단기차입금	51.5	21.4	18.4	15.4	12.4
매입채무	35.1	34.2	32.3	34.6	37.2
유동성장기부채	90.0	40.0	25.0	15.0	10.0
비유동부채	182.0	284.7	222.8	155.2	108.0
사채	111.6	194.2	134.2	84.2	44.2
장기차입금(경기금융부채 포함)	44.5	54.5	54.5	34.5	24.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	659.8	672.0	688.7	719.1	757.6
자본금	42.2	42.2	43.1	43.9	44.8
자본잉여금	292.3	292.3	292.3	292.3	292.3
기타자본	(0.7)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)
기타포괄이익누계액	143.2	138.6	138.6	138.6	138.6
이익잉여금	182.8	201.7	217.6	247.1	284.8
지배주주지분	659.8	672.0	688.7	719.1	757.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*충차입금	300.7	312.2	234.1	151.3	93.4
*순차입금(순현금)	0.6	68.8	56.3	34.6	0.7

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	48.4	34.5	69.5	75.2	81.1
당기순이익	12.0	9.0	22.6	36.4	44.7
유형자산상각비	19.1	19.5	22.9	23.4	23.2
무형자산상각비	0.8	1.0	1.6	1.5	1.5
외화환산손실(이익)	(1.2)	0.7	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	6.7	17.7	17.7	17.7	17.7
운전자본변동	(5.5)	(9.6)	3.1	(4.0)	(4.6)
(법인세납부)	(1.5)	(5.1)	(6.4)	(10.3)	(13.3)
기타	17.9	2.1	8.8	11.3	12.7
투자활동으로인한현금흐름	(89.1)	1.9	(27.0)	(25.6)	(21.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(61.1)	(44.1)	(34.0)	(27.2)	(21.8)
유형자산의감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(19.3)	(22.4)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(10.0)	66.6	2.1	(2.6)	(3.0)
기타	1.2	1.8	4.9	4.2	3.8
FCF	(8.5)	(3.7)	19.4	24.3	39.1
재무활동으로인한현금흐름	81.8	(8.8)	(91.2)	(93.8)	(67.1)
차입금의 증가(감소)	98.0	10.2	(78.1)	(82.9)	(57.8)
자기주식의처분(취득)	0.0	2.1	0.0	0.0	0.0
배당금	(8.4)	(8.4)	(5.9)	(5.9)	(6.0)
기타	(7.8)	(12.7)	(7.2)	(5.0)	(3.3)
기타현금흐름	0.0	0.0	(16.9)	(16.9)	(16.9)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.8	1.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	41.9	28.7	(65.6)	(61.2)	(23.9)
기초현금	148.1	190.0	218.6	153.0	91.9
기말현금	190.0	218.6	153.0	91.9	68.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	590.1	635.8	601.3	643.6	692.8
증감률 (%)	0.6	7.7	(5.4)	7.0	7.6
매출원가	297.5	312.4	286.8	298.2	315.9
매출총이익	292.6	323.4	314.6	345.4	376.9
매출총이익률 (%)	49.6	50.9	52.3	53.7	54.4
판매관리비	277.1	292.9	284.6	302.7	319.8
영업이익	15.5	30.5	30.0	42.7	57.1
증감률 (%)	(54.5)	97.0	(1.7)	42.3	33.7
영업이익률 (%)	2.6	4.8	5.0	6.6	8.2
영업외손익	(4.2)	(17.0)	(1.0)	4.0	0.9
금융손익	(3.0)	1.1	2.6	1.1	0.5
기타영업외손익	(1.2)	(18.1)	(3.5)	2.9	0.4
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	11.3	13.5	29.1	46.7	58.0
법인세비용	(0.6)	4.5	6.4	10.3	13.3
계속사업이익	12.0	9.0	22.6	36.4	44.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	12.0	9.0	22.6	36.4	44.7
증감률 (%)	(56.7)	(24.6)	151.0	60.9	22.6
순이익률 (%)	2.0	1.4	3.8	5.7	6.4
(지배주주)당기순이익	12.0	9.0	22.6	36.4	44.7
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	15.9	22.7	22.6	36.4	44.7
(지배주주)총포괄이익	15.9	22.7	22.6	36.4	44.7
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	35.3	51.0	54.5	67.7	81.8
증감률 (%)	(34.6)	44.4	6.8	24.2	20.9
EBITDA 이익률 (%)	6.0	8.0	9.1	10.5	11.8

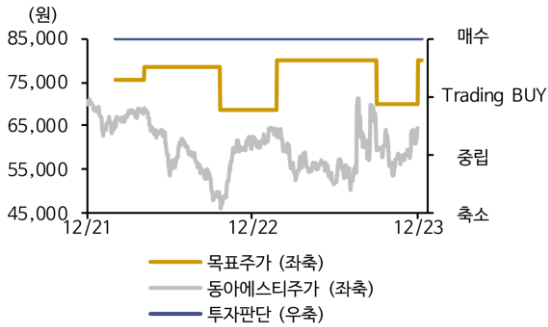
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	1,390	1,047	2,628	4,146	4,987
EPS (지배순이익, 원)	1,390	1,047	2,628	4,146	4,987
BPS (자본총계, 원)	76,592	78,002	78,405	80,289	82,961
BPS (지배지분, 원)	76,592	78,002	78,405	80,289	82,961
DPS (원)	980	686	686	686	686
PER (당기순이익, 배)	50.5	58.1	24.5	15.5	12.9
PER (지배순이익, 배)	50.5	58.1	24.5	15.5	12.9
PBR (자본총계, 배)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR (지배지분, 배)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (배)	17.1	11.4	11.2	8.7	6.8
배당성향 (%)	70.5	74.6	29.8	18.9	15.7
배당수익률 (%)	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	6.0	8.0	9.1	10.5	11.8
영업이익률 (%)	2.6	4.8	5.0	6.6	8.2
순이익률 (%)	2.0	1.4	3.8	5.7	6.4
ROA (%)	1.1	0.8	2.1	3.5	4.4
ROE (지배순이익, %)	1.8	1.4	3.3	5.2	6.0
ROIC (%)	3.0	3.9	3.8	5.7	7.4
안정성					
부채비율 (%)	69.0	68.9	54.7	42.3	34.0
순차입금비율 (%)	0.1	10.2	8.2	4.8	0.1
현금비율 (%)	69.5	122.5	99.3	61.7	45.3
이자보상배율 (배)	2.8	3.8	4.2	8.4	17.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	5.4	6.3	6.1	6.5	6.5
재고자산회수기간 (일)	63.8	57.1	57.4	53.9	53.8
매출채권회수기간 (일)	52.0	49.7	51.0	47.9	47.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

동아에스티(170900)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 02월 23일	매수	75,543	(10.6)	(8.7)
2022년 04월 28일	매수	78,486	(25.6)	(12.5)
2022년 10월 12일	매수	68,675	(13.7)	(5.9)
2023년 02월 14일	매수	80,000	(29.4)	(10.9)
2023년 08월 15일	6개월경과		(20.8)	(12.8)
2023년 09월 22일	매수	70,000	(15.4)	(7.9)
2023년 12월 22일	매수	80,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정재원)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 12월 21일 기준)

매수 (매수)	93.33%	Trading BUY (중립)	4.71%	중립 (중립)	1.96%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------