

# 동아에스티 (170900)

## 강화되는 신약 파이프라인, 성과는 2025년부터 가시화

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**80,000** 원(유지)

현재주가

**65,000** 원(2/15)

시가총액

**560**(십억원)

제약/바이오 권해순\_02)368-6181\_hskwon@eugenefn.com

- 2023년 별도 기준 잠정 매출액 6,052억원(-4.8%yoy), 영업이익 358억원(+17.2%yoy), 연결기준 미확정
- 주력 제품 그로트로핀(성장호르몬) 매출액 949억원(+54.3%yoy) 달성하며 원가율 하락한 것이 이익 성장에 기여
- 강화되는 신약 파이프라인: DA-1241(NASH/당뇨 치료제, 글로벌 임상2상), DA-1726(비만 치료제, 글로벌 임상 1상 예정)에 DA-4505(면역항암제, 국내 임상1상) 파이프라인 추가, ADC 연구개발기업 '애플티스' 인수(2023년 12월)
- 투자포인트
  - ① 2025년 스텔라라(자가면역질환 치료제) 바이오시밀러 제품 수출액 및 판매 로열티(매출액의 두 자릿수 %) 유입 예상: 유럽(연내 승인 기대, 2024년 하반기 출시 예정) M/S 20%, 미국(2025년 하반기 출시 예정) M/S 5% 타겟, Intast사가 판매, 2025년 이후 연간 200억원의 판매수익(판매로열티) 추가될 것으로 기대
  - ② 2025년 DA-1241(MASH, 당뇨 치료제) 임상 2상 결과 확인

주가(원, 2/15)	65,000
시가총액(십억원)	560

발행주식수	8,784천주
52주 최고가	73,700원
최저가	48,700원
52주 일간 Beta	0.74
60일 일평균거래대금(십억원)	2.2
외국인 지분율	20.3%
배당수익률(2023E)	1.5%

주주구성	
강정석 (외 35인)	39.0%
국민연금공단 (외 1인)	7.7%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-4.8	-3.7	-1.5
절대기준	-1.4	-2.0	6.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	80,000	80,000	-
영업이익(23)	18	18	-
영업이익(24)	26	26	-

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	593	635	610	622
영업이익	16	17	18	26
세전손익	12	18	28	32
당기순이익	13	13	19	25
EPS(원)	1,488	1,573	2,307	2,699
증감률(%)	-52.7	5.7	46.6	17.0
PER(배)	47.2	38.6	28.2	24.1
ROE(%)	2.0	2.0	3.3	4.2
PBR(배)	0.9	0.8	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	20.0	15.0	19.3	15.7

자료: 유진투자증권



## 강화되는 신약 파이프라인, 성과는 2025 년부터 가시화

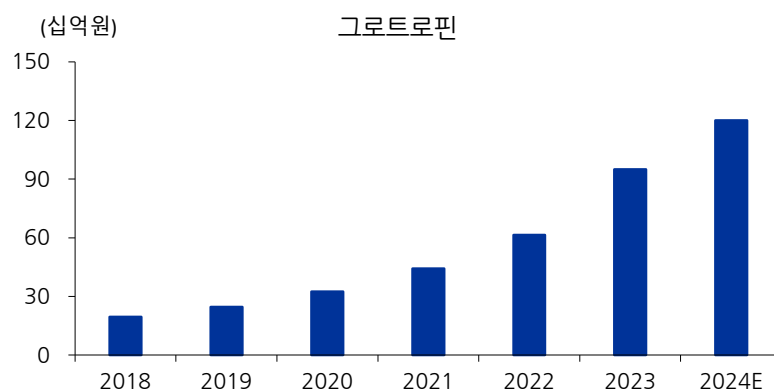
2023 년 별도 기준 실적 발표에서 주목할 만한 것은 다음 2 가지이다.

첫째, 성장 호르몬 그로트로핀의 고성장세(+54.3%yoy)이다. 진단사업부 양도로 2023 년 총 매출액이 4.8%yoy 감소했지만, 이를 제외한 매출액은 3.2%yoy 성장하였고, ETC 사업부가 11.3% 성장한 것이 눈에 띈다. ETC 사업부 성장폭의 약 60%가 그로트로핀의 매출 성장에 기인한다. 2024 년 그로트로핀 매출액은 1,200 억원을 상회하며 20%yoy를 상회하는 매출 성장을 보일 전망이다.

둘째, 신약 파이프라인이 강화되고 있다. 지난 해 뉴로보를 연결회사로 편입하면서 DA-1241, DA1726 의 글로벌 전임상/임상을 진행한 데 이어 2023 년은 ADC 연구개발 회사인 애플티스 인수와 면역항암제 DA-4505 파이프라인을 확보하며, 현재 가장 주목받고 있는 두 분야에서 에셋을 확보하였다. 아직은 초기 단계라 그 성과를 기대하기는 이르지만, 2025 년부터 임상 결과들이 하나씩 가시화 될 것으로 예상된다. 2025 년에는 자체 개발한 스텔라라 바이오시밀러 출시가 유럽부터 이루어지면서 관련된 제품 수출액 및 판매 로열티 수익 반영이 기대된다.

2024 년 예상 순이익에 Target P/E 15 배(유지), 스텔라라 가치 1,052 억원(유지), 신약 파이프라인 가치 2 천억원(유지)을 합산하여 종전 목표주가 8 만원을 유지한다. 전일 잠정실적 발표에서는 연결 기준 실적이 발표되지 않아 추후 연결 실적을 반영할 예정이다. 그러나 뉴로보(지분율 약 54%, 연결대상)의 매출액 및 판매관비 지출액을 추정해 보면 당사의 현재 추정 실적에서 크게 벗어나지 않을 것으로 예상된다.

도표 1. 그로트로핀(성장호르몬) 매출액 추이



자료: 동아에스티, 유진투자증권

## 동아에스티(170900.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>1,116</b>	<b>1,158</b>	<b>1,050</b>	<b>1,119</b>	<b>1,193</b>
유동자산	531	503	386	452	522
현금성자산	195	265	139	197	259
매출채권	111	101	101	104	108
재고자산	105	100	110	114	118
비유동자산	585	655	664	668	672
투자자산	132	155	157	159	160
유형자산	415	438	439	438	437
기타	38	62	68	71	74
<b>부채총계</b>	<b>460</b>	<b>468</b>	<b>490</b>	<b>545</b>	<b>600</b>
유동부채	276	183	207	211	214
매입채무	121	106	99	102	105
유동성이자부채	145	65	97	97	97
기타	10	12	12	12	12
비유동부채	184	285	283	334	386
비유동이자부채	158	249	248	298	348
기타	26	36	35	36	38
<b>자본총계</b>	<b>656</b>	<b>690</b>	<b>560</b>	<b>574</b>	<b>593</b>
지배지분	656	672	542	557	575
자본금	42	42	43	43	43
자본잉여금	292	292	292	292	292
이익잉여금	180	204	218	232	251
기타	141	133	(11)	(11)	(11)
비지배지분	0	19	18	18	18
<b>자본총계</b>	<b>656</b>	<b>690</b>	<b>560</b>	<b>574</b>	<b>593</b>
총차입금	302	314	345	395	445
순차입금	107	49	206	198	186

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	<b>49</b>	<b>33</b>	<b>(134)</b>	<b>42</b>	<b>46</b>
당기순이익	13	13	19	25	29
자산상각비	20	21	22	22	22
기타비현금성손익	14	5	(141)	(0)	(0)
운전자본증감	(5)	(11)	(36)	(4)	(4)
매출채권감소(증가)	(23)	11	1	(3)	(4)
재고자산감소(증가)	5	4	(12)	(4)	(4)
매입채무증가(감소)	14	(7)	3	3	4
기타	(1)	(18)	(28)	(0)	(0)
<b>투자현금</b>	<b>(86)</b>	<b>49</b>	<b>(52)</b>	<b>(27)</b>	<b>(27)</b>
단기투자자산감소	(56)	88	7	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	0	(1)	(1)	(2)
설비투자	61	44	22	20	20
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(19)	(22)	(7)	(4)	(4)
<b>재무현금</b>	<b>82</b>	<b>(9)</b>	<b>25</b>	<b>41</b>	<b>41</b>
차입금증가	95	7	28	50	50
자본증가	(8)	(11)	(9)	(9)	(9)
배당금지급	8	8	6	9	9
<b>현금 증감</b>	<b>46</b>	<b>70</b>	<b>(160)</b>	<b>57</b>	<b>61</b>
기초현금	148	195	265	105	162
기말현금	195	265	105	162	222
Gross Cash flow	56	49	(96)	46	51
Gross Investment	35	49	95	30	30
<b>Free Cash Flow</b>	<b>21</b>	<b>(0)</b>	<b>(191)</b>	<b>17</b>	<b>21</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>593</b>	<b>635</b>	<b>610</b>	<b>622</b>	<b>644</b>
증가율(%)	1.1	7.1	(4.1)	2.0	3.6
매출원가	299	320	288	292	303
<b>매출총이익</b>	<b>294</b>	<b>315</b>	<b>322</b>	<b>330</b>	<b>341</b>
판매 및 일반관리비	278	299	304	303	309
기타영업손익	11	7	2	(0)	2
<b>영업이익</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>26</b>	<b>32</b>
증가율(%)	(54.1)	6.7	8.2	46.1	21.7
<b>EBITDA</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>48</b>	<b>54</b>
증가율(%)	(34.1)	5.5	5.7	21.4	11.9
<b>영업외손익</b>	<b>(4)</b>	<b>1</b>	<b>10</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
이자수익	1	3	3	4	4
이자비용	6	8	0	0	0
지분법손익	(7)	(5)	(0)	(0)	(0)
기타영업손익	8	11	7	2	2
<b>세전순이익</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>38</b>
증가율(%)	(63.7)	44.9	58.2	17.3	18.3
법인세비용	(1)	5	8	8	9
<b>당기순이익</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>29</b>
증가율(%)	(52.7)	(0.3)	51.9	27.3	18.2
지배주주지분	13	14	20	23	27
증가율(%)	(52.7)	5.7	46.6	17.0	18.2
비지배지분	0	(1)	(0)	1	2
<b>EPS(원)</b>	<b>1,488</b>	<b>1,573</b>	<b>2,307</b>	<b>2,699</b>	<b>3,189</b>
증가율(%)	(52.7)	5.7	46.6	17.0	18.2
수정EPS(원)	1,488	1,573	2,307	2,699	3,189
증가율(%)	(52.7)	5.7	46.6	17.0	18.2

### 주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,488	1,573	2,307	2,699	3,189
BPS	77,712	79,509	62,915	64,614	66,804
DPS	980	784	1,000	1,000	1,000
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	47.2	38.6	28.2	24.1	20.4
PBR	0.9	0.8	1.0	1.0	1.0
EV/ EBITDA	20.0	15.0	19.3	15.7	13.8
배당수익률	1.4	1.3	1.5	1.5	1.5
PCR	10.8	10.7	n/a	12.1	11.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	2.6	2.6	3.0	4.2	5.0
EBITDA이익률	6.0	5.9	6.5	7.7	8.4
순이익률	2.2	2.0	3.2	4.0	4.5
ROE	2.0	2.0	3.3	4.2	4.9
ROIC	1.6	1.7	1.8	2.7	3.3
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	16.3	7.0	36.8	34.5	31.4
유동비율	192.7	275.2	186.3	214.4	243.4
이자보상배율	2.8	2.1	n/a	n/a	n/a
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.0	6.0	6.0	6.1	6.1
재고자산회전율	5.7	6.2	5.8	5.6	5.6
매입채무회전율	5.7	5.6	6.0	6.2	6.2

#### Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

#### 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

