

## Outperform(Downgrade)

목표주가: 65,000원  
 주가(1/10): 59,000원  
 시가총액: 5,412억 원



제약바이오 Analyst 허혜민  
 hyemin@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (1/10)		2,515.78pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	85,300 원	54,200원
등락률	-30.8%	8.9%
수익률	절대	상대
1M	4.2%	1.2%
6M	-11.7%	1.5%
1Y	-11.8%	-11.0%

## Company Data

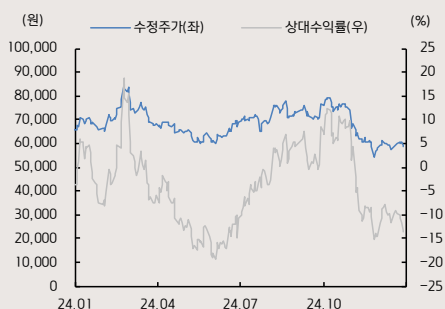
발행주식수	9,173 천주
일평균 거래량(3M)	26천주
외국인 지분율	20.8%
배당수익률(2024E)	1.2%
BPS(2024E)	72,212원
주요 주주	강정석 외 25 인
	27.2%

## 투자지표

(십억 원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	635.8	605.2	640.3	703.8
영업이익	30.5	32.7	33.7	35.1
EBITDA	51.0	57.4	72.0	67.7
세전이익	13.5	21.4	18.6	33.0
순이익	9.0	17.3	15.0	26.7
지배주주지분순이익	9.0	17.3	15.0	26.7
EPS(원)	1,027	1,970	1,640	2,907
증감률(% YoY)	-24.7	91.8	-16.8	77.3
PER(배)	58.1	35.1	35.9	20.3
PBR(배)	0.78	0.91	0.81	0.81
EV/EBITDA(배)	11.4	12.8	9.4	10.1
영업이익률(%)	4.8	5.4	5.3	5.0
ROE(%)	1.4	2.6	2.3	4.0
순차입금비용(%)	10.2	21.2	21.1	21.7

자료: 키움증권

## Price Trend



## 동아에스티 (170900)

## 기대치 하회 전망. 로열티는 하반기부터 유입



4분기 실적은 스텔라라 시밀러 이물도사의 보수적 회계 인식 적용 등으로 시장 기대치를 하회할 것으로 전망됩니다. 이물도사의 로열티 수익은 '25.3Q 유럽, '25.4Q 미국향부터 차례로 반영되기 시작할 것으로 보입니다. 비만 치료제는 오는 2월 1상 탑라인 발표가 예상됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 기대치 하회 전망

4분기 매출액은 1,632억 원(YoY -1.5%, QoQ -9%), 영업이익 62억 원(YoY +47%, QoQ -69%, OPM +4%)으로 컨센서스 매출액 1,907억 원과 영업이익 108억 원을 각각 -14%, -43% 상회하였다.

해외사업부에서 이물도사(DMB-3115)의 보수적인 회계 인식 적용이 예상되고, 박카스 역시 '24.4분기 성장 둔화가 전망된다. 4분기 R&D 비용 역시 283억 원(YoY -2%)으로 전년동기 대비 크게 줄지 않았다.

그나마 고마진의 주요 성장 제품인 그로트로핀(성장호르몬제)이 4분기 310억 원(YoY +23%)으로 성장을 지속하면서, 전문의약품(ETC) 사업부(4Q24 1,150억 원 YoY +4%) 성장과 수익성에 기여할 것으로 전망한다.

## &gt;&gt;&gt; 이물도사의 로열티 수익은 3분기부터 반영 시작

스텔라라 바이오시밀러 이물도사는 지난해 12/18일 EU 품목허가를 획득하여, '25.1Q내 출시가 예상된다. 수익 정산에 2개 분기 소요되어, 올해 3분기부터 로열티 수익이 유입될 것으로 보인다. 미국은 '25.5월 출시로 로열티 수익은 '25.4Q 인식될 예정이다.

이물도사의 '25년 매출은 약 200억 원(기존 500억 원 추정에서 하향), 제일약품과 공동판매하는 P-CAB 신약 자큐보는 약 300억 원(기존 500억 원 추정에서 하향)이 기대된다. 이에 따라 2025년 매출액은 7,038억 원(YoY +10%), 영업이익 351억 원(YoY +4%, OPM +5%)가 전망된다.

R&D 이벤트로는 DA-1726(GLP1R/GCGR)은 1상 파트2(MAD) 연구가 진행중으로 '25.2월경 결과를 발표할 수 있을 것으로 보인다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Outperform, 목표주가 6.5만원 하향.

이물도사에 대한 로열티 유입 시기가 올해 하반기로 다소 시간이 소요되고, 실적 추정치 또한 하향 적용하여, 목표주가 6.5만원 및 투자의견 Outperform으로 하향하였다. 다만, 목표주가에 신약가치가 미 반영되어 있어, R&D 성과가 확인된다면, 상승 여력은 여전히 높다고 판단된다.

## 실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구 분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	4Q24 컨센서스	차이	2025	2025 컨센서스	차이
매출액	140.1	157.7	179.5	163.2	190.7	-14.4%	703.8	752.5	-6.5%
yoy	3.7%	2.3%	19.5%	-1.5%	15.1%		9.9%	17.5%	
영업이익	0.7	7.1	19.8	6.2	10.8	-42.8%	35.1	50.5	-30.5%
yoy	-89.0%	-18.9%	51.4%	47.2%	157.3%		4.1%	49.7%	
OPM	0.5%	4.5%	11.0%	3.8%	5.7%		5.0%	6.7%	
순이익	1.7	7.9	1.2	4.3	7.9	-46.1%	26.7	44.8	-40.5%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구 분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E
I. ETC	101.6	108.0	120.5	115.0	445.1	110.0	114.0	123.5	120.7	468.1
II. 해외	28.0	37.7	46.0	35.8	147.5	34.1	47.6	45.9	49.2	176.8
III. 의료기기/진단	2.9	3.0	3.1	3.4	12.4	3.0	3.3	3.4	3.3	13.0
V. 기 타	7.5	9.0	9.9	8.9	35.3	9.4	10.3	10.7	15.5	45.9
매출액	140.1	157.7	179.5	163.2	640.3	156.5	175.2	183.5	188.7	703.8
YOY	3.7%	2.3%	19.5%	-1.5%	5.8%	11.7%	11.1%	2.2%	15.7%	9.9%
영업이익	0.7	7.1	19.8	6.2	33.7	0.6	7.7	18.0	8.8	35.1
YOY	-89.0%	-18.9%	51.4%	47.2%	3.2%	-15.5%	8.6%	-8.9%	41.8%	4.1%
OPM	0.5%	4.5%	11.0%	3.8%	5.3%	0.4%	4.4%	9.8%	4.6%	5.0%

자료: 키움증권 리서치센터

## 목표주가 산정내역

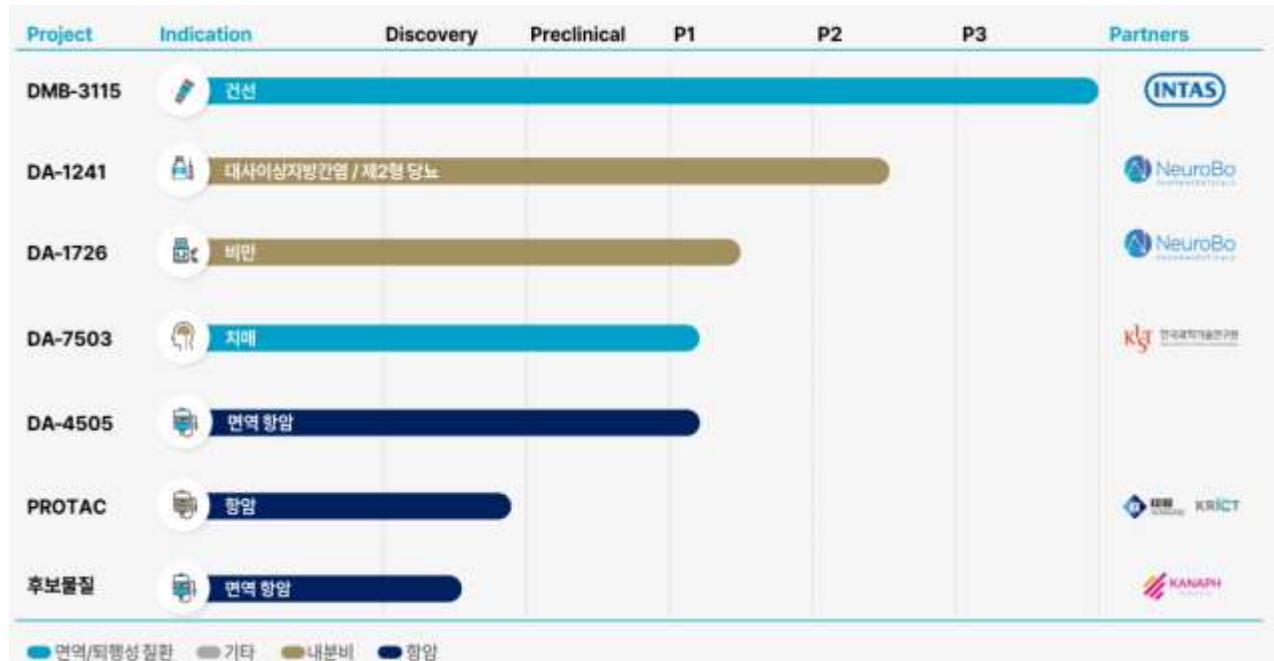
(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
fw12m EPS(원)	2,907	1Q25~4Q25 EPS
Target Multiple	22	상위 제약사 제약사 평균 fw12m PER
목표주가	65,000	

상위 제약사: 한미약품, 녹십자, 대웅제약, 종근당

자료: 키움증권 리서치센터

## 파이프라인 현황



자료: 동아에스티, 키움증권 리서치센터

## DA-1726 현황 (First in Human Study in Subjects With Obesity, But Otherwise Healthy)

### Study Overview

#### Brief Summary

This is a First in Human study to evaluate the safety and tolerability of DA-1726 following single and multiple doses in participants with obesity, but otherwise healthy subjects.

#### Detailed Description

This is a Phase 1, randomized, placebo-controlled, double-blind, sequential parallel group study to investigate the safety, tolerability, pharmacokinetics (PK), and pharmacodynamics (PD) of single and multiple ascending doses of DA-1726 in adult participants (aged 18 to 65 years) with obesity (BMI  $\geq 30$  - 45 kg/m<sup>2</sup>). DA-1726 will be administered via subcutaneous (SC) injection within the clinic setting.

#### Official Title

A Phase 1, Randomized, Placebo-Controlled, Double-Blind First in Human, Single and Multiple Ascending Dose Study to Evaluate the Safety, Tolerability, Pharmacokinetics and Pharmacodynamics of **DA-1726** in Participants With Obesity.

#### Conditions

Obesity

#### Intervention / Treatment

- Drug: DA-1726
- Drug: Placebo to DA-1726

#### Other Study ID Numbers

- DA-1726-1001

#### Study Start (Actual)

2024-03-25

#### Primary Completion (Estimated)

2024-12-14

#### Study Completion (Estimated)

2025-06

#### Enrollment (Estimated)

81

#### Study Type

Interventional

#### Phase

Phase 1

자료: ClinicalTrials.gov, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	635.8	605.2	640.3	703.8	745.1
매출원가	312.4	291.8	310.5	340.7	351.6
<b>매출총이익</b>	323.4	313.5	329.9	363.1	393.5
판관비	292.9	280.7	296.1	328.0	339.2
<b>영업이익</b>	30.5	32.7	33.7	35.1	54.3
<b>EBITDA</b>	51.0	57.4	72.0	67.7	82.1
<b>영업외손익</b>	-17.0	-11.3	-15.2	-2.2	-1.9
이자수익	2.7	8.6	8.6	8.4	8.7
이자비용	8.1	12.4	12.4	12.4	12.4
외환관련이익	9.5	7.4	8.0	6.0	6.0
외환관련손실	7.5	5.5	2.4	2.4	2.4
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-13.6	-9.4	-17.0	-1.8	-1.8
<b>법인세차감전이익</b>	13.5	21.4	18.6	33.0	52.4
법인세비용	4.5	4.1	3.6	6.3	10.0
<b>계속사업순손익</b>	9.0	17.3	15.0	26.7	42.4
<b>당기순이익</b>	9.0	17.3	15.0	26.7	42.4
<b>지배주주순이익</b>	9.0	17.3	15.0	26.7	42.4
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	7.7	-4.8	5.8	9.9	5.9
영업이익 증감율	96.9	7.2	3.1	4.2	54.7
EBITDA 증감율	44.3	12.5	25.4	-6.0	21.3
지배주주순이익 증감율	-24.8	92.2	-13.3	78.0	58.8
EPS 증감율	-24.7	91.8	-16.8	77.3	58.9
매출총이익율(%)	50.9	51.8	51.5	51.6	52.8
영업이익율(%)	4.8	5.4	5.3	5.0	7.3
EBITDA Margin(%)	8.0	9.5	11.2	9.6	11.0
지배주주순이익율(%)	1.4	2.9	2.3	3.8	5.7

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	34.5	21.0	35.4	31.4	44.9
당기순이익	9.0	17.3	15.0	26.7	42.4
비현금항목의 가감	40.3	51.5	34.3	31.6	30.3
유형자산감가상각비	19.5	23.4	36.6	31.0	26.2
무형자산감가상각비	1.0	1.3	1.7	1.6	1.6
지분법평가손익	-17.7	-11.2	0.0	0.0	0.0
기타	37.5	38.0	-4.0	-1.0	2.5
영업활동자산부채증감	-9.6	-41.7	-6.7	-16.6	-14.0
매출채권및기타채권의감소	11.7	-21.6	-6.3	-11.4	-7.4
재고자산의감소	4.0	-16.0	-5.9	-10.7	-6.9
매입채무및기타채무의증가	-7.1	8.1	13.9	17.2	17.6
기타	-18.2	-12.2	-8.4	-11.7	-17.3
기타현금흐름	-5.2	-6.1	-7.2	-10.3	-13.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	1.9	-111.3	-0.5	-0.5	-0.5
유형자산의 취득	-44.1	-23.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-22.4	-14.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-12.4	-52.7	-29.8	-29.8	-29.8
단기금융자산의감소(증가)	85.3	-49.5	0.0	0.0	0.0
기타	-4.5	29.3	29.3	29.3	29.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	-8.8	53.3	-14.2	-17.4	-17.4
차입금의 증가(감소)	10.2	78.7	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	2.8	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-2.1	-8.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-8.4	-5.9	-5.9	-6.3	-6.3
기타	-8.5	-11.1	-11.1	-11.1	-11.1
기타현금흐름	1.0	-1.2	-19.5	-19.5	-19.6
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	28.7	-38.2	1.2	-6.0	7.4
기초현금 및 현금성자산	190.0	218.6	180.5	181.6	175.7
기말현금 및 현금성자산	218.6	180.5	181.6	175.7	183.1

자료 : 키움증권

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	452.3	481.9	503.3	531.1	570.3
현금 및 현금성자산	218.6	180.5	181.6	175.6	183.2
단기금융자산	24.8	74.3	74.3	74.3	74.3
매출채권 및 기타채권	100.1	108.5	114.8	126.2	133.6
재고자산	97.1	101.6	107.5	118.2	125.1
기타유동자산	11.7	17.0	25.1	36.8	54.1
<b>비유동자산</b>	682.8	741.0	732.6	729.8	731.8
투자자산	66.4	119.1	148.9	178.7	208.5
유형자산	433.0	436.0	399.4	368.5	342.2
무형자산	61.9	76.6	75.0	73.4	71.8
기타비유동자산	121.5	109.3	109.3	109.2	109.3
<b>자산총계</b>	1,135.1	1,222.9	1,235.9	1,260.9	1,302.0
<b>유동부채</b>	178.4	374.2	388.1	405.3	422.9
매입채무 및 기타채무	103.3	127.7	141.6	158.8	176.4
단기금융부채	63.6	236.7	236.7	236.7	236.7
기타유동부채	11.5	9.8	9.8	9.8	9.8
<b>비유동부채</b>	284.7	185.4	185.4	185.4	185.4
장기금융부채	248.7	158.9	158.9	158.9	158.9
기타비유동부채	36.0	26.5	26.5	26.5	26.5
<b>부채총계</b>	463.2	559.6	573.5	590.7	608.3
<b>지배자본</b>	672.0	663.3	662.4	670.2	693.8
자본금	42.2	43.1	45.9	45.9	45.9
자본잉여금	292.3	292.4	292.4	292.4	292.4
기타자본	-2.9	-11.3	-11.2	-11.2	-11.2
기타포괄손익누계액	138.6	138.5	126.9	115.2	103.6
이익잉여금	201.7	200.7	208.5	228.0	263.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	672.0	663.3	662.4	670.2	693.8

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,027	1,970	1,640	2,907	4,621
BPS	76,513	75,530	72,212	73,065	75,631
CFPS	5,611	7,837	5,380	6,354	7,924
DPS	800	800	800	800	800
<b>주가배수(배)</b>					
PER	58.1	35.1	35.9	20.3	12.8
PER(최고)	67.5	36.7	53.7		
PER(최저)	44.1	24.3	33.1		
PBR	0.78	0.91	0.81	0.81	0.78
PBR(최고)	0.91	0.96	1.22		
PBR(최저)	0.59	0.63	0.75		
PSR	0.82	1.00	0.84	0.77	0.73
PCFR	10.6	8.8	10.9	9.3	7.4
EV/EBITDA	11.4	12.8	9.4	10.1	8.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	65.2	34.1	41.8	23.6	14.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.2	1.0	1.2	1.2	1.2
ROA	0.8	1.5	1.2	2.1	3.3
ROE	1.4	2.6	2.3	4.0	6.2
ROIC	3.8	3.5	4.5	4.8	7.7
매출채권회전율	6.0	5.8	5.7	5.8	5.7
재고자산회전율	6.4	6.1	6.1	6.2	6.1
부채비율	68.9	84.4	86.6	88.1	87.7
순차입금비용	10.2	21.2	21.1	21.7	19.9
이자보상배율	3.8	2.6	2.7	2.8	4.4
<b>총차입금</b>	312.2	395.5	395.5	395.5	395.5
<b>순차입금</b>	68.8	140.8	139.6	145.6	138.1
<b>EBITDA</b>	51.0	57.4	72.0	67.7	82.1
<b>FCF</b>	-33.3	-33.3	58.9	44.4	57.7

## Compliance Notice

- 당사는 1월 10일 현재 '동아에스티(170900)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

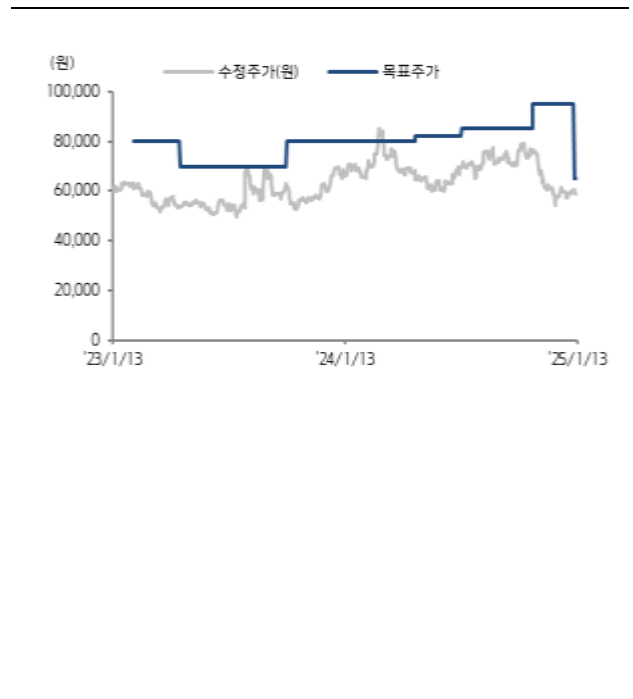
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
동아에스티 (170900)	2023-02-14	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-28.89	-21.15
	2023-04-28	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-21.59	-19.84
	2023-05-30	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-23.00	-19.56
	2023-07-28	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-18.65	-0.08
	2023-10-13	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-22.22	-11.38
	2024-02-16	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-17.72	6.63
	2024-05-03	Buy(Maintain)	82,000원	6개월	-21.98	-14.88
	2024-07-15	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-14.34	-6.94
	2024-11-04	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-34.13	-19.26
	2025-01-13	Outperform (Downgraden)	65,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이 (2개년)



## 투자의견 및 적용기준

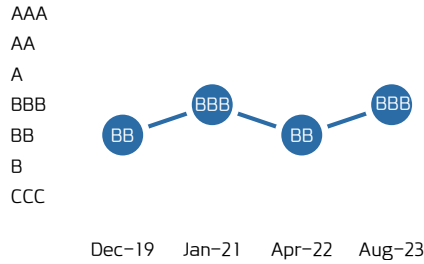
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

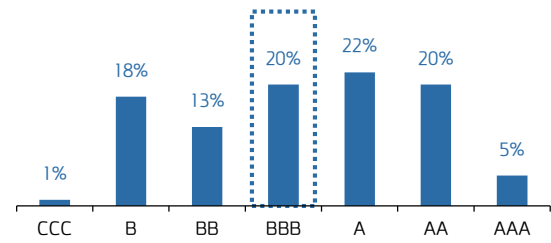
매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

## MSCI 동종 업체 등급 분포

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터  
Universe: MSCI ACWI Index 제약사 76개

## 세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	4.1	4.3		
<b>환경</b>	4.2	4.5	9.0%	▲1.3
유독 물질 배출과 폐기물	4.2	4.5	9.0%	▲1.3
<b>사회</b>	3.5	3.9	58.0%	▼1.2
제품 안전과 품질	3.4	3.8	27.0%	▼3.0
인력 자원 개발	3.8	4.1	18.0%	▲0.2
의료 서비스	3.1	4	13.0%	▲0.5
<b>지배구조</b>	5.1	4.9	33.0%	▲2.2
기업 지배구조	6.4	6.2		▲2.6
기업 활동	4.7	4.5		▲0.4

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

## ESG 최근 이슈

일자	내용
	There are no recent new controversies or updates to ongoing controversies for this company.

자료: 키움증권 리서치센터

## MSCI 피어그룹 벤치마크

	Toxic Emissions & Waste	Access to Health Care	Human Capital Development	Product Safety & Quality	Corporate Governance	Corporate Behaviour	Rating	Trend			
동아쏘시오홀딩스	● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ●	AA	▲			
동아에스티	● ●	●	● ●	● ●	● ● ●	● ●	BBB	▲			
보령	● ● ●	● ●	● ● ●	● ●	●	● ● ●	BB	◀▶			
동국제약	●	● ●	●	● ●	●	● ● ●	B	▲			
일동제약	● ● ●	● ●	● ● ●	●	● ●	●	B	◀▶			
휴온스	●	● ●	●	●	●	● ●	CCC	◀▶			

QUARTILE KEY : Bottom Quartile ● Top Quartile ● ● ● ●

RATING TREND KEY : Maintain ◀▶ Upgrade ▲ Upgrade by two or more notches ▲▲ Downgrade ▼ Downgrade by two or more notches ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터