



동아에스티

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

2023년 9월 22일

[제약/바이오]

정재원 선임연구원
☎ 02-3772-1542
✉ jaewonjeong@shinhan.com

잠시 쉬어가는 시기



매수
(유지)



현재주가 (9월 21일)
60,800 원



목표주가
70,000 원 (하향)



상승여력
15.1%

- ◆ 3분기 컨센서스를 하회하는 실적 전망
- ◆ 비만, NASH 파이프라인 임상은 순항 중
- ◆ 실적 추정치 조정에 따른 목표주가 하향

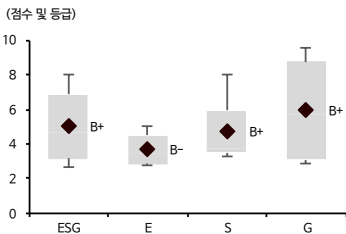


시가총액	523.8십억원
발행주식수	8.6백만주
유동주식수	4.6백만주(53.0%)
52 주 최고가/최저가	71,300 원/46,208 원
일평균 거래량 (60 일)	65,820 주
일평균 거래액 (60 일)	4,215 백만원
외국인 지분율	20.87%
주요주주	
강성석 외 31 인	24.59%
Glaxo Group Limited	8.22%
절대수익률	
3 개월	16.5%
6 개월	7.4%
12 개월	15.2%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	19.6%
6 개월	2.0%
12 개월	7.5%

주가



ESG 컨센서스



3Q23 Pre: 매출은 줄고, 비용은 늘고

별도 기준으로 동아에스티의 3분기 매출 1,553억원(YoY -1.9%, 이하 YoY 생략), 영업이익 88억원(-38.0%, OPM 5.7%)를 전망한다. 시장 컨센서스 대비 매출과 영업이익 모두 하회하는 실적이 예상된다. ETC 사업부는 그로트로핀을 필두로 성장하는 그림이 예상되나, 해외사업부 실적이 소폭 감소하고, 진단 사업부 매출이 제외됨에 따른 영향이다. 연구개발비도 중장기적 R&D 역량 강화를 추진하는 회사의 방향에 맞춰 점차 증가하는 추세를 보일 것으로 예상된다.

실적은 아쉽지만 새로운 무기들이 생기는 중

최근 비만에 대한 관심이 높아지면서 동사의 파이프라인 2종에 대한 주목도가 올라간 상황이다. 비만과 NASH 대상으로 동사가 개발 중인 에셋들은 미국 자회사인 뉴로보 파마슈티컬스에 L/O를 진행한 이후 임상이 진행 중이다. NASH를 타겟으로 하는 DA-1241은 연내 임상 2상 진입이 예정되어 있다. 비만 타겟 치료제 DA-1726은 전임상에서 우수한 효과를 보였다. 연내 임상 1상에 진입할 것이 예상된다.

상기 파이프라인 외에도 스텔라라 바이오시밀러 파이프라인도 하반기 BLA 제출이 기대된다. 통상적으로 BLA 제출 이후 허가까지 약 1년 정도 걸리는 이전 케이스 고려 시 스텔라라 특허 만료 시점 이전에 제품 출시는 무리없이 가능할 것으로 판단한다.

투자의견 유지, 목표주가 7만원으로 하향

동사의 목표주가를 기존 8만원에서 7만원으로 하향한다. 실적 추정치 하향 조정이 주가 조정의 주요 요인이다. 이전 레포트에서 동사의 영업가치를 5,394억원으로 산정했던 것 대비 조정된 영업가치는 현재 4,712억원이다. 비영업가치는 현재 스텔라라 시밀러 파이프라인에 대해서만 rNPV 방식으로 가치를 산출해 목표주가에 반영하고 있다.

향후 비만과 NASH 관련 파이프라인 2종이 사람을 대상으로 진행한 임상에서도 긍정적인 데이터가 도출된다면 비영업가치 추가 반영을 통한 목표주가 상승도 기대해볼 수 있다. 하지만 해당 에셋이 가치에 반영되려면 기다림이 필요하다. 제약사라는 점에서 외형성장의 모습도 보여줄 필요가 있다.

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	603.1	25.0	17.5	2,037	77,824	31.3	12.8	0.8	2.6	4.7
2024F	632.6	31.0	27.1	3,083	78,675	20.7	11.1	0.8	3.9	(0.4)
2025F	683.9	44.6	34.7	3,877	80,289	16.4	8.4	0.8	4.8	(5.4)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

동아에스티 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	22	23F	24F
매출액 (좌측)	1535	1602	158.3	163.8	135.1	154.1	155.3	158.5	635.8	603.1	632.6
YoY	9.0	8.7	4.2	9.3	(12.0)	(3.8)	(1.9)	(3.2)	7.7	(5.1)	4.9
ETC	94.3	97.7	98.0	90.2	101.0	102.5	107.9	104.1	380.2	415.6	425.6
해외사업부	64.2	62.8	64.0	60.9	36.9	65.4	55.8	60.0	251.9	218.1	240.9
메디컬	16.6	16.1	17.1	15.7	3.2	3.4	5.8	4.7	65.4	17.1	17.7
기타	5.2	6.2	5.8	16.9	7.5	7.4	8.4	7.6	34.1	30.9	34.0
매출총이익	74.7	79.5	81.1	88.2	73.2	78.6	79.8	82.7	323.4	314.3	334.5
YoY	6.7	8.7	4.1	23.1	(1.9)	(1.2)	(1.5)	(6.2)	10.5	(2.8)	6.4
GPM	48.6	49.6	51.2	53.8	54.2	51.0	51.4	52.1	50.9	52.1	52.9
영업이익	7.9	4.3	14.2	4.1	6.7	8.8	8.8	0.8	30.5	25.0	31.0
YoY	820.1	(45.1)	21.8	흑전	(15.3)	102.8	(38.0)	(81.9)	97.0	(18.2)	24.2
OPM	5.1	2.7	9.0	2.5	4.9	5.7	5.7	0.5	4.8	4.1	4.9
세전이익	7.2	4.5	22.2	(20.4)	11.7	6.2	6.5	(1.9)	13.5	22.5	34.7
YoY	196.5	(23.4)	77.2	적지	61.7	37.2	(70.6)	적지	19.5	66.0	54.4
(지배주주)순이익	1.9	3.3	21.4	(17.5)	9.1	4.8	5.1	(1.5)	9.0	17.5	27.1
YoY	153.7	(47.5)	77.1	적지	386.7	46.9	(76.2)	적지	(24.6)	94.5	54.4
NPM	1.2	2.0	13.5	(10.7)	6.8	3.1	3.3	(0.9)	1.4	2.9	4.3

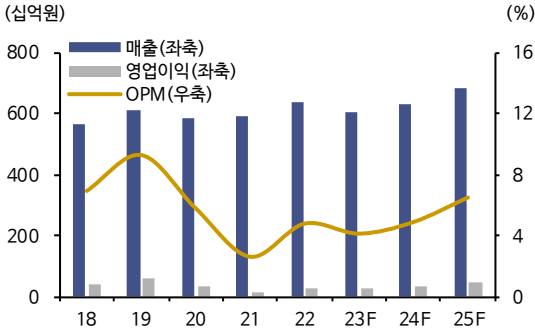
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

동아에스티 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)	비고
1. 영업가치 (A*B)	471.2
A. 동아에스티 12MF EBITDA	47.8
B. Target EV/EBITDA	9.9
국내 주요 제약사 평균 12MF EV/EBITDA	
2. 비영업가치	92.0
DMB-3115	92.0
3. 순차입금	(31.9)
2023년 말 기준	
4. 보통주주식수	8,441
5. 적정주가 산출	70,000
6. 현재 주가	60,800
2023년 9월 21일 종가	
7. 상승여력	15.1%

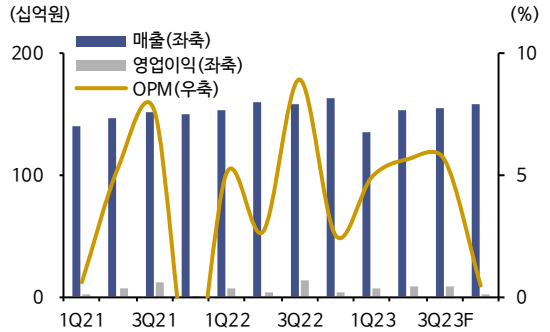
자료: Quantwise, 신한투자증권 추정

동아에스티 연간 실적 추이 및 전망



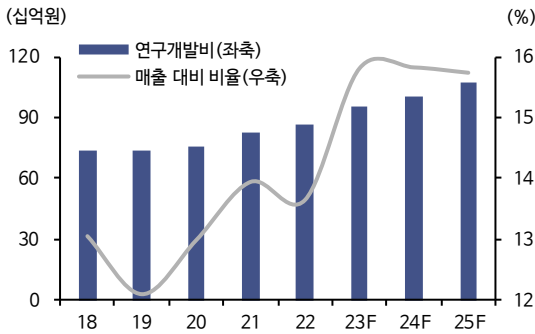
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

동아에스티 분기 실적 추이 및 전망



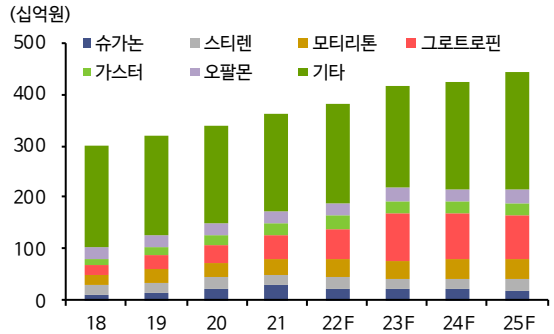
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

동아에스티 연구개발비 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

ETC 사업부 제품별 매출 추이 및 전망



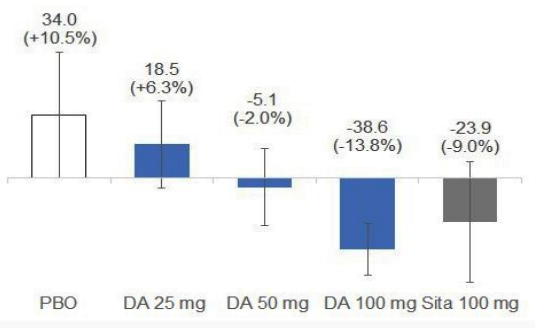
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

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 Peak M/S 15%				2%	4%	...	15%	15%
DMB-3115 예상 매출액 (D)	$D=A*B*C$				23	63	...	202	165
계약금 및 마일스톤 (E)	공시 기준	10			95				
로열티 (F)	매출액 25%, $F=D*0.25$				6	16	...	50	41
최종 매출액 (법인세 제외) (G)	$G=E+F$	10			101	16	...	50	41
최종 매출액 (법인세 적용) (H)	법인세율 20%, $H=G*0.8$	8			81	13	...	40	33
Sum of FCF	WACC 8.7% 적용	248.9							
Terminal value	-5%								
PV of Terminal value									
DMB-3115 최종가치									
DMB-3115 최종가치(십억원)	1,200원/달러								
배분 후 최종가치	최종가치 25% 배분								
		92.0							

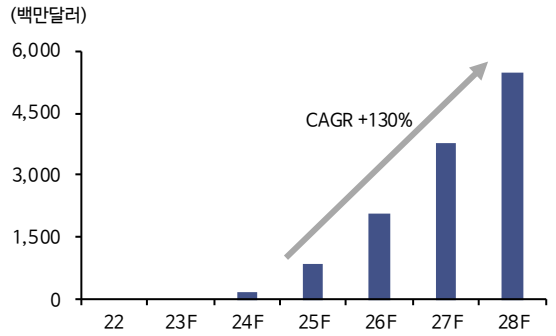
자료: 신한투자증권 추정

DA-1241 미국 임상 1b상 결과



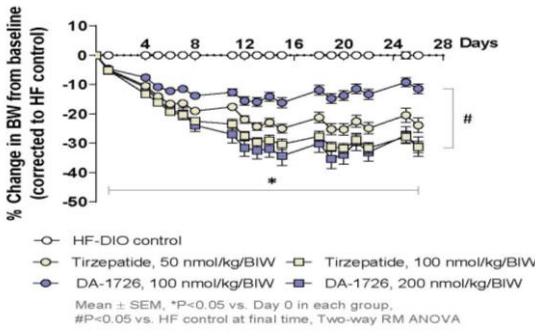
자료: 회사 자료, 신한투자증권

NASH 시장 규모 추이 및 전망



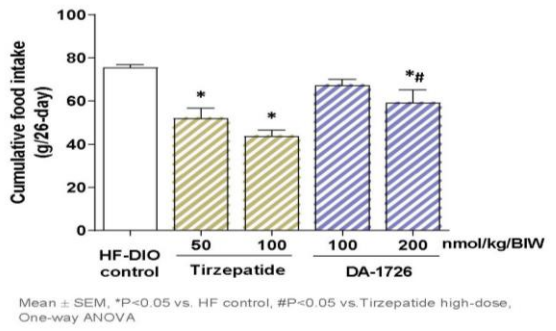
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

DA-1726 전임상 데이터 (1)



자료: ADA 2023, 신한투자증권

DA-1726 전임상 데이터 (2)



자료: ADA 2023, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,115.3	1,135.1	1,098.9	1,127.0	1,167.9
유동자산	523.1	452.3	438.4	482.7	536.4
현금및현금성자산	190.0	218.6	215.5	250.1	286.9
매출채권	86.8	86.4	81.9	85.9	92.9
재고자산	101.9	97.1	92.1	96.7	104.5
비유동자산	592.1	682.8	660.5	644.3	631.6
유형자산	410.0	433.0	414.2	397.8	383.4
무형자산	38.3	61.9	60.3	58.8	57.3
투자자산	54.0	67.3	65.3	67.1	70.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	455.5	463.2	415.3	422.4	434.7
유동부채	273.5	178.4	132.4	137.8	147.3
단기차입금	51.5	21.4	21.4	21.4	21.4
매입채무	35.1	34.2	32.4	34.0	36.7
유동성장기부채	90.0	40.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	182.0	284.7	282.9	284.6	287.5
사채	111.6	194.2	194.2	194.2	194.2
장기차입금(장기금융부채 포함)	44.5	54.5	54.5	54.5	54.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	659.8	672.0	683.6	704.6	733.2
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	212.5	232.7	260.4
지배주주지분	659.8	672.0	683.6	704.6	733.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*충차입금	300.7	312.2	272.1	272.2	272.4
*순차입금(순현금)	0.6	68.8	31.9	(2.6)	(39.3)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	48.4	34.5	60.2	61.0	64.2
당기순이익	12.0	9.0	17.5	27.1	34.7
유형자산상각비	19.1	19.5	18.7	16.4	14.4
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)	2.9	(2.8)	(4.8)
법인세납부	(1.5)	(5.1)	(4.9)	(7.6)	(10.4)
기타	17.9	2.1	7.5	9.5	11.9
투자활동으로인한현금흐름	(89.1)	1.9	7.2	3.5	2.5
유형자산의증가(CAPEX)	(61.1)	(44.1)	0.0	0.0	0.0
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	2.0	(1.8)	(3.2)
기타	1.2	1.8	5.2	5.3	5.7
FCF	(8.5)	(3.7)	45.0	37.5	42.1
재무활동으로인한현금흐름	81.8	(8.8)	(53.7)	(13.0)	(13.0)
차입금의 증가(감소)	98.0	10.2	(40.1)	0.1	0.2
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)	(7.7)	(7.2)	(7.2)
기타현금흐름	0.0	0.0	(16.9)	(16.9)	(16.9)
연결법위변동으로인한현금의증가	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	(3.2)	34.6	36.8
기초현금	148.1	190.0	218.6	215.5	250.1
기말현금	190.0	218.6	215.5	250.1	286.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

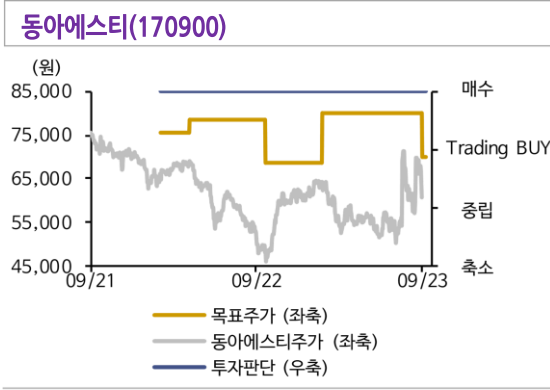
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	590.1	635.8	603.1	632.6	683.9
증감률 (%)	0.6	7.7	(5.1)	4.9	8.1
매출원가	297.5	312.4	288.9	298.2	315.9
매출총이익	292.6	323.4	314.3	334.5	368.0
매출총이익률 (%)	49.6	50.9	52.1	52.9	53.8
판매관리비	277.1	292.9	289.3	303.4	323.4
영업이익	15.5	30.5	25.0	31.0	44.6
증감률 (%)	(54.5)	97.0	(18.2)	24.2	43.6
영업이익률 (%)	2.6	4.8	4.1	4.9	6.5
영업외손익	(4.2)	(17.0)	(2.5)	3.7	0.5
금융손익	(3.0)	1.1	2.6	1.1	0.5
기타영업외손익	(1.2)	(18.1)	(5.1)	2.6	0.0
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	11.3	13.5	22.5	34.7	45.1
법인세비용	(0.6)	4.5	4.9	7.6	10.4
계속사업이익	12.0	9.0	17.5	27.1	34.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	12.0	9.0	17.5	27.1	34.7
증감률 (%)	(56.7)	(24.6)	94.5	54.4	28.2
순이익률 (%)	2.0	1.4	2.9	4.3	5.1
(지배주주)당기순이익	12.0	9.0	17.5	27.1	34.7
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	15.9	22.7	17.5	27.1	34.7
(지배주주)총포괄이익	15.9	22.7	17.5	27.1	34.7
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	35.3	51.0	45.3	49.0	60.5
증감률 (%)	(34.6)	44.4	(11.2)	8.2	23.4
EBITDA 이익률 (%)	6.0	8.0	7.5	7.7	8.8

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	1,390	1,047	2,037	3,083	3,877
EPS (지배순이익, 원)	1,390	1,047	2,037	3,083	3,877
BPS (자본총계, 원)	76,592	78,002	77,824	78,675	80,289
BPS (자본지분, 원)	76,592	78,002	77,824	78,675	80,289
DPS (원)	980	686	686	686	686
PER (당기순이익, 배)	50.5	58.1	31.3	20.7	16.4
PER (지배순이익, 배)	50.5	58.1	31.3	20.7	16.4
PBR (자본총계, 배)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR (자본지분, 배)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (배)	17.1	11.4	12.8	11.1	8.4
배당성향 (%)	70.5	74.6	38.5	25.5	20.3
배당수익률 (%)	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	6.0	8.0	7.5	7.7	8.8
영업이익률 (%)	2.6	4.8	4.1	4.9	6.5
순이익률 (%)	2.0	1.4	2.9	4.3	5.1
ROA (%)	1.1	0.8	1.6	2.4	3.0
ROE (지배순이익, %)	1.8	1.4	2.6	3.9	4.8
ROIC (%)	3.0	3.9	3.2	4.4	6.4
안정성					
부채비율 (%)	69.0	68.9	60.8	59.9	59.3
순차입금비율 (%)	0.1	10.2	4.7	(0.4)	(5.4)
현금비율 (%)	69.5	122.5	162.7	181.4	194.8
이자보상배율 (배)	2.8	3.8	3.3	4.3	6.2
활성성					
순운전자본회전율 (회)	5.4	6.3	6.1	6.4	6.5
재고자산회수기간 (일)	63.8	57.1	57.3	54.5	53.7
매출채권회수기간 (일)	52.0	49.7	50.9	48.4	47.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



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	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정재원)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 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 투자 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	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 09월 21일 기준)

매수 (매수)	93.09%	Trading BUY (중립)	4.47%	중립 (중립)	2.44%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------