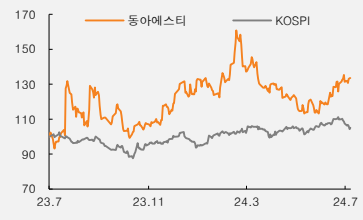


투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(상향)	<b>▲ 86,000원</b>
현재주가(24/7/26)	70,900원
상승여력	21.3%

영업이익(24F,십억원)	38
Consensus 영업이익(24F,십억원)	14
EPS 성장률(24F,%)	27.8
MKT EPS 성장률(24F,%)	86.2
P/E(24F,x)	28.2
MKT P/E(24F,x)	10.6
KOSPI	2,731.90
시가총액(십억원)	626
발행주식수(백만주)	9
유동주식비율(%)	52.4
외국인 보유비중(%)	20.3
베타(12M) 일간수익률	0.83
52주 최저가(원)	49,442
52주 최고가(원)	85,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	12.4	1.3	43.4
상대주가	14.8	-8.1	36.1



[제약/바이오]

김승민  
sm.kim.a@miraeasset.com

# 동아에스티

## 개선되는 하반기 실적, 다가오는 R&D 이벤트

### 2Q24P Review

별도 기준 2Q24P 매출액 1,577억원(+2% YoY), 영업이익 71억원(-19% YoY)으로 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 +42% 상회했다.

부문별로, ETC 1,080억원(+5% YoY)을 기록했다. 전공의 파업 영향으로 매출감소 품목들이 있었으나, 성장호르몬제 그로트로핀이 282억원(+35% YoY)을 기록하며 성장을 주도했다. 해외 부문 377억원(-8% YoY)을 기록했다. 캔박카스는 217억원으로 2Q23 높은 기저로 -11% YoY 역성장했으나, +10% QoQ 회복중에 있다. 자체 제품 그로트로핀 매출 증가로 매출총이익률이 52.9%(+2%p YoY)로 개선되었으나 판관비 및 R&D비용 증가로 영업이익률은 4.5%(-1.2%p YoY)로 감소했다.

### 2024년 실적 전망

별도 기준 2024년 매출액 6,516억원(+8% YoY), 영업이익 376억원(+15% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 부문 별로, ETC 4,433억원(+5% YoY), 해외 1,636억원(+17% YoY)을 예상한다. 하반기, 그로트로핀(성장호르몬), 모티리톤(소화불량) 등 자체 ETC 제품의 지속적인 성장이 예상되고, 캔박카스의 점진적 회복과 유럽 스텔라라 시밀러 출시로 해외 부문은 더욱 가파른 성장이 예상된다.

### 밸류에이션 및 향후 전망

투자 의견 매수, 목표주가를 86,000원으로 상향(기존 80,000원)한다. 영업가치 7,455억원, 순차입금 2,149억원, 스텔라라 시밀러 가치 1,875억원을 고려해 산정했다. 영업가치는 12개월 선행 EBITDA에 국내 상위 6개 제약사 평균 EV/EBITDA 대비 -20% 할인한 멀티플을 적용했다. 비만/MASH, 항암제, 중추신경계 등 다수의 R&D 파이프라인을 개발 중이다. 다만, 모두 초기단계로 PoC 도출 전이다.

향후 주요 R&D 이벤트는 1) 전임상에서 DPP4 inhibitor 병용시 염증 개선 시너지, 노보 GLP-1 semaglutide 병용시 섬유화 개선 시너지를 확인한 GPR119 agonist DA-1241의 임상2상 데이터(올해 말), 2) 전임상에서 배링거인겔하임의 GLP-1/GCG survodutide 대비 체중 및 체지방 감소 우수, 릴리의 GLP-1/GIP tirzepatide 대비 체중 감소 및 콜레스테롤 개선 효과를 확인한 GLP-1/GCG DA-1726의 임상1상 결과(내년 초) 발표다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	636	605	652	696	745
영업이익 (십억원)	31	33	38	42	46
영업이익률 (%)	4.9	5.5	5.8	6.0	6.2
순이익 (십억원)	9	17	22	27	34
EPS (원)	1,027	1,970	2,518	3,005	3,650
ROE (%)	1.4	2.6	3.3	3.9	4.7
P/E (배)	58.1	35.1	28.2	23.6	19.4
P/B (배)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
배당수익률 (%)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 동아에스티, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 동아에스티 2Q24P Review

(억원, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,541	1,401	1,577	1,565	0.8	2.3	12.6
매출총이익	786	747	775			-1.3	3.8
매출총이익률	51.0	53.3	52.9			2.0	-0.3
영업이익	88	7	71	50	42.0	-18.9	866.4
영업이익률	5.7	0.5	4.5	3.2	1.3	-1.2	4.0
순이익	48	17	79	61	29.9	64.7	62.2

자료: 동아에스티, FnFuide, 미래에셋증권 리서치센터

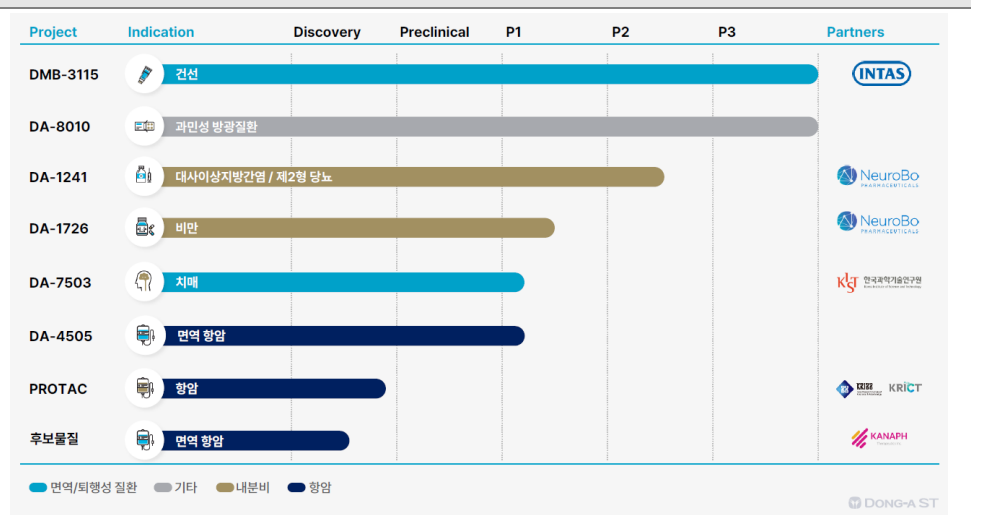
표 2. 동아에스티 분기 및 연간 실적 추정

(억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출	1,351	1,541	1,502	1,657	1,401	1,577	1,639	1,899	6,358	6,051	6,516	6,956
YoY 성장률	-12.0	-3.8	-5.1	1.2	3.7	2.3	9.1	14.6	7.7	-4.8	7.7	6.7
ETC	1,010	1,025	1,086	1,111	1,016	1,080	1,148	1,189	3,802	4,232	4,433	4,603
YoY 성장률	7.1	4.9	10.8	23.2	0.6	5.4	5.7	7.0	4.5	11.3	4.8	3.8
해외	240	409	311	434	280	377	380	598	1,562	1,394	1,635	1,910
YoY 성장률	-35.8	1.5	-16.8	5.6	16.7	-7.8	22.2	37.9	10.0	-10.8	17.3	16.8
의료기기/진단	32	34	29	32	29	30	27	29	654	127	114	100
YoY 성장률	-80.7	-78.9	-83.0	-79.5	-9.4	-11.8	-7.6	-10.3	4.5	-80.6	-9.9	-12.7
기타	68	74	76	81	75	91	84	83	341	299	333	343
YoY 성장률	30.8	19.4	31.0	-52.1	10.3	23.0	10.0	3.0	62.4	-12.3	11.4	3.0
매출총이익	732	786	775	842	747	835	842	964	3,234	3,135	3,388	3,631
YoY 성장률	-1.9	-1.2	-4.4	-4.5	2.0	6.3	8.7	14.5	10.5	-3.1	8.1	7.2
매출총이익률	54.2	51.0	51.6	50.8	53.3	52.9	51.4	50.8	50.9	51.8	52.0	52.2
영업이익	67	88	131	42	7	71	128	169	305	327	376	422
YoY 성장률	-15.3	102.8	-7.6	1.2	-89.0	-18.9	-2.5	303.7	97.0	7.2	14.7	12.3
영업이익률	4.9	5.7	8.7	2.5	0.5	4.5	7.8	8.9	4.8	5.4	5.8	6.1
EBITDA	117	152	196	110	71	138	195	228	510	574	632	708
YoY 성장률	-9.2	60.4	1.3	17.3	-39.5	-9.2	-0.2	108.4	44.4	12.6	10.1	12.0
EBITDA 마진율	8.7	9.9	13.0	6.6	5.1	8.7	11.9	12.0	8.0	9.5	9.7	10.2
순이익	91	48	115	-81	17	79	35	91	90	173	222	271
YoY 성장률	386.7	46.9	-46.3	-53.6	-81.3	64.7	-69.6	-211.6	-24.6	91.8	28.4	21.9

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® 치료 동등성 입증

**EMA 1차 평가변수**

PASI 2<sup>1</sup>의 Baseline 대비 8주 시점의 백분율 변화 : -0.35% [-3.60%, 2.90%]  
95% 신뢰구간이 사전에 임상시험계획서에 정의된 동등성 한계인 ±15% 범위내에 포함

[EMA] 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**

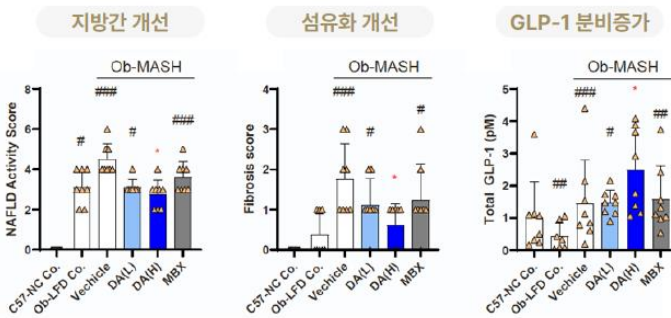
PASI의 Baseline 대비 12주 시점의 백분율 변화 : -0.04% [-2.16%, 2.07%]  
90% 신뢰구간이 사전에 임상시험계획서에 정의된 동등성 한계인 ±10% 범위내에 포함

[FDA] 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-1241(GPR119 Agonist) 전임상 데이터

**연구결과 (전임상) : Biomedicine & Pharmacotherapy ('23.10)**

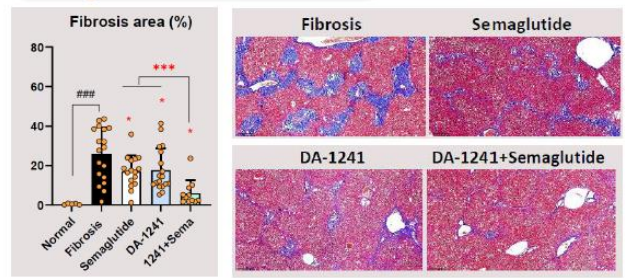


효과적인 지방간 및 섬유화 개선, GLP-1 분비 증가

자료: 동아에스티, 미래에셋증권 리서치센터

**연구결과 (전임상) : EASL 유럽간학회 ('24.06)**

**Semaglutide 병용 섬유화 개선 시너지**

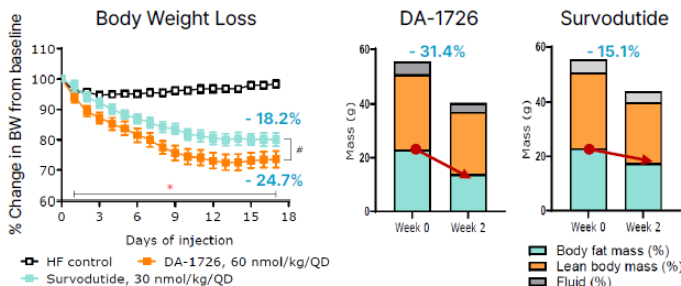


8주간 병용 투여시 섬유화 개선 시너지 확인 → 체중감소+ 대사개선/항염증

그림 4. DA-1726(GLP-1/GCG dual Agonist) 전임상 데이터

**연구결과 (전임상) : ADA 미국 당뇨병학회 ('24.06)**

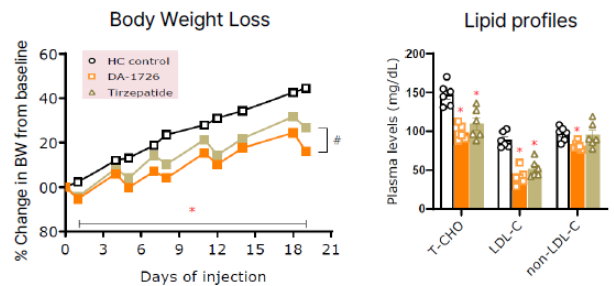
**Survodutide**



동일 기전(GLP1R/GCGR) 경쟁약물 대비 더 우수한 체중 감소 및 체지방 감소 확인

**연구결과 (전임상) : ADA 미국 당뇨병학회 ('24.06)**

**Tirzepatide**

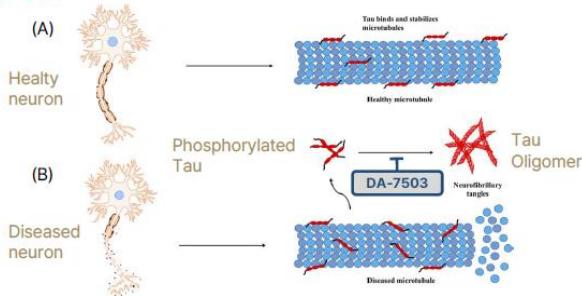


경쟁약물(젠티우드) 대비 더 우수한 체중 감소 및 콜레스테롤 개선 효과 확인

자료: 동아에스티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. DA-7503(tau inhibitor) 전임상 데이터

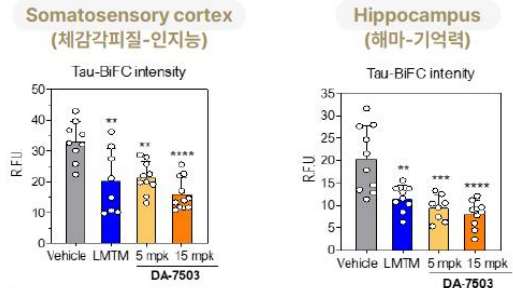
작용 기전



Tau는 세포형태 유지하는 microtubule 지탱 역할. 인산화 시 Tau 분리 및 응집. DA-7503은 분리된 Tau의 올리고머 형성을 inhibition하여 세포내 축적 억제.

자료: 동아에스티, 미래에셋증권 리서치센터

연구 결과(전임상) : AAIC 알츠하이머 국제학회 ('22.07)



Tau<sup>P301L</sup>-BiFC mouse model에서 Tau aggregation 억제 확인(immunoblots)  
→ 싱가포르 TauRX LMTM 대비 우수한 효과 확인

그림 6. 앵티스 인수 Overview

AbTis 특징점

우수한 3세대 ADC 링커 플랫폼

- AbClick® : AbTis의 ADC 링커 플랫폼 기술  
AbClick 링커를 이용하여 항체의 특정 위치(K248)에 결합 약물 수 조절 가능
- 글로벌 CDMO기업인 Lonza와 기술 협력 파트너십 체결

파이프라인 AT-211의 높은 시장성

- Astellas의 CLDN18.2 항체 3상 성공 → 글로벌 빅파마 관심 급증
- CLDN18.2 ADC 경쟁사 대비 높은 치료계수(TI) 확보
- 안정적인 Non-GLP Monkey 독성시험 결과 확인

기대효과

그룹사 시너지



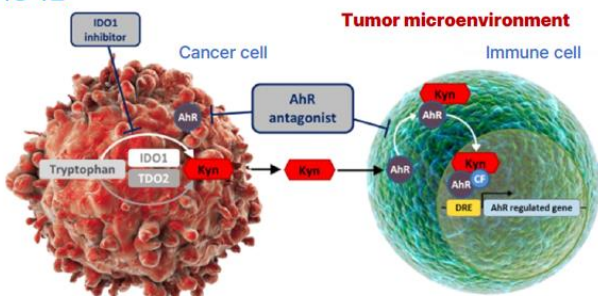
증장기 전략

- '24년 CLDN18.2 ADC 미국 및 국내 임상1상 진입
- '26년 대규모 L/O (+ 신규 파이프라인 매년 2~3개 발굴)
- ADC 외 ARC(Radioconjugates), APC(PROTAC) 후보도출

자료: 동아에스티, 미래에셋증권 리서치센터

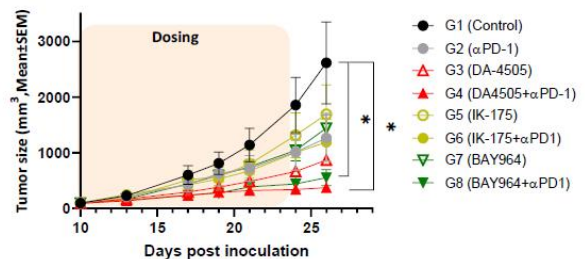
그림 7. DA-4505(AhR inhibitor) 기전 및 전임상 데이터

작용기전



종양미세환경에서 과도하게 생성된 키누레닌(Kyn)은 AhR에 결합하여 면역반응 억제. DA-4505는 Kyn과 AhR의 결합을 저해하여 면역체계 항상성 유지

연구결과 - AACR 미국 암연구학회 (2023.04)



경쟁약물(독일 바이엘 BAY964, 미국 BMS IK-175) 대비 우수한 항암 효과 확인

자료: 동아에스티, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 동아에스티 밸류에이션

(억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
12개월 선행 EBITDA	670	
EV/EBITDA	11.1	*상위 제약사 6개사 평균에서 -20% 디스카운트
영업가치	7,455	
순차입금	2,149	*24년 예상
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 바이오시밀러 성장률. 로열티13%, 제조수익 8%, 할인율12%, 영구성장률 -10%, 파트너 배분율 50% 가정
적정 기업 가치	7,180	
주식 수 (천주)	8,430	
목표주가	86,000	
현재주가	70,900	
상승여력	21.3%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 국내 상위 제약사 Valuation Table

(십억원, %, 배)

사명	시총 (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	7.2	2,091	2,237	133	176	6.4	7.9	158	197	7.6	8.8	45.9	36.9	3.5	3.3	38.5	30.6	3.7	3.5
한미약품	3.9	1,630	1,747	261	281	16.0	16.1	188	201	16.3	15.3	21.5	20.0	3.5	3.1	11.7	10.7	2.4	2.2
종근당	1.4	1,533	1,638	115	138	7.5	8.4	99	115	11.2	12.3	13.9	11.4	1.6	1.4	8.0	6.8	0.9	0.9
동아에스티	0.6	663	715	32	46	4.8	6.5	25	33	4.2	4.9	25.5	18.7	1.1	0.9	15.0	12.0	0.9	0.9
녹십자	1.4	1,765	1,886	62	89	3.5	4.7	17	46	1.3	3.3	93.2	35.3	1.2	1.2	15.9	13.5	0.8	0.8
대웅제약	1.5	1,344	1,442	141	165	10.5	11.4	87	113	10.0	11.7	17.3	13.3	1.7	1.5	10.2	8.8	1.1	1.0
HK이노엔	1.2	908	976	98	119	10.8	12.2	67	83	-	-	17.2	14.1	-	-	10.9	8.9	1.3	1.2
평균						8.5	9.6			8.4	9.4	33.5	21.4	2.1	1.9	15.7	13.0	1.6	1.5

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

동아에스티 (170900)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>605</b>	<b>652</b>	<b>696</b>	<b>745</b>
매출원가	292	313	332	356
매출총이익	313	339	364	389
판매비와관리비	281	301	321	343
조정영업이익	33	38	42	46
영업이익	33	38	42	46
비영업손익	-12	-12	-9	-5
금융손익	-4	-5	-4	-4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	21	26	33	41
계속사업법인세비용	4	4	6	7
계속사업이익	17	22	27	34
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>34</b>
지배주주	17	22	27	34
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>6</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>34</b>
지배주주	6	22	27	34
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	57	63	71	75
FCF	-3	32	39	57
EBITDA 마진율 (%)	9.4	9.7	10.2	10.1
영업이익률 (%)	5.5	5.8	6.0	6.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.8	3.4	3.9	4.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>482</b>	<b>333</b>	<b>357</b>	<b>412</b>
현금 및 현금성자산	180	11	16	48
매출채권 및 기타채권	105	113	120	129
재고자산	102	109	117	125
기타유동자산	95	100	104	110
<b>비유동자산</b>	<b>741</b>	<b>750</b>	<b>748</b>	<b>735</b>
관계기업투자등	84	90	96	103
유형자산	436	425	412	385
무형자산	77	90	95	101
<b>자산총계</b>	<b>1,223</b>	<b>1,083</b>	<b>1,106</b>	<b>1,147</b>
<b>유동부채</b>	<b>374</b>	<b>216</b>	<b>216</b>	<b>227</b>
매입채무 및 기타채무	67	72	77	83
단기금융부채	237	67	58	58
기타유동부채	70	77	81	86
<b>비유동부채</b>	<b>185</b>	<b>187</b>	<b>189</b>	<b>192</b>
장기금융부채	159	159	159	159
기타비유동부채	26	28	30	33
<b>부채총계</b>	<b>560</b>	<b>403</b>	<b>405</b>	<b>419</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>663</b>	<b>680</b>	<b>701</b>	<b>728</b>
자본금	43	44	45	46
자본잉여금	292	292	292	292
이익잉여금	201	216	236	263
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>663</b>	<b>680</b>	<b>701</b>	<b>728</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>21</b>	<b>45</b>	<b>52</b>	<b>57</b>
당기순이익	17	22	27	34
비현금수익비용가감	52	31	36	36
유형자산감가상각비	23	24	27	26
무형자산상각비	1	2	2	2
기타	28	5	7	8
영업활동으로인한자산및부채의변동	-42	-4	-4	-5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-22	-7	-7	-8
재고자산 감소(증가)	-16	-8	-7	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	8	3	3	3
법인세납부	-6	-4	-6	-7
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-111</b>	<b>-22</b>	<b>-18</b>	<b>-5</b>
유형자산처분(취득)	-24	-13	-14	0
무형자산감소(증가)	-15	-15	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	-46	-4	-4	-4
기타투자활동	-26	10	8	7
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>53</b>	<b>-186</b>	<b>-24</b>	<b>-14</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	83	-169	-10	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	-6	-6	-6
기타재무활동	-24	-11	-8	-8
<b>현금의 증가</b>	<b>-38</b>	<b>-169</b>	<b>5</b>	<b>32</b>
기초현금	219	180	11	16
기말현금	180	11	16	48

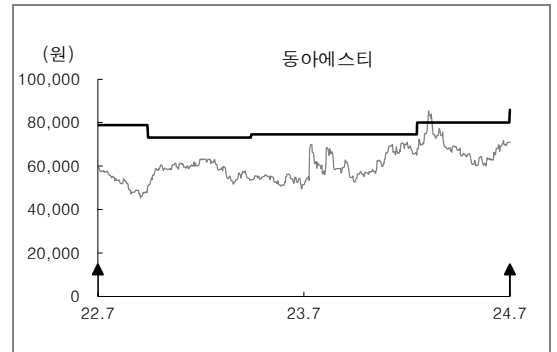
자료: 동아에스티, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	35.1	28.2	23.6	19.4
P/CF (x)	8.8	11.7	10.1	9.4
P/B (x)	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	13.3	12.0	10.5	9.4
EPS (원)	1,970	2,518	3,005	3,650
CFPS (원)	7,837	6,036	7,006	7,557
BPS (원)	76,814	78,202	77,510	78,939
DPS (원)	687	687	687	687
배당성향 (%)	34.1	27.3	22.8	18.8
배당수익률 (%)	1.0	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	-4.8	7.7	6.7	7.1
EBITDA증가율 (%)	12.6	10.1	12.0	5.9
조정영업이익증가율 (%)	7.2	14.8	12.3	9.9
EPS증가율 (%)	91.8	27.8	19.4	21.5
매출채권 회전율 (회)	6.8	6.8	6.8	6.8
재고자산 회전율 (회)	6.1	6.2	6.1	6.2
매입채무 회전율 (회)	8.2	8.1	8.0	8.1
ROA (%)	1.5	1.9	2.5	3.0
ROE (%)	2.6	3.3	3.9	4.7
ROIC (%)	4.2	5.1	5.5	6.1
부채비율 (%)	84.4	59.3	57.8	57.5
유동비율 (%)	128.8	154.6	165.7	181.2
순차입금/자기자본 (%)	25.2	19.9	16.7	11.2
조정영업이익/금융비용 (x)	2.6	3.5	5.5	6.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
동아에스티 (170900)				
2024.07.29	매수	86,000	-	-
2024.02.16	매수	80,000	-14.29	6.63
2023.04.28	매수	74,556	-20.75	-4.90
2022.10.27	매수	73,144	-20.02	-13.36
2022.02.07	매수	78,919	-24.78	-14.15



\* 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 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

\* 2024년 06월 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.