

# 동아에스티 (170900)

## 스텔라라 바이오시밀러 2025년 출시

투자의견  
**BUY**(유지)

---

목표주가  
**90,000** 원(상향)

---

현재주가  
**74,900** 원(8/29)

---

시가총액  
**662**(십억원)

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

- 투자의견 BUY 유지, 목표주가 9만원으로 종전(8만원)에서 약 13% 상향, 스텔라라 바이오시밀러 가치 소폭 상향
- 연초 대비 주가 8.4% 상승, 스텔라라 바이오시밀러 출시(2025년), 비만 치료제 파이프라인 임상 진행이 중요
- 목표주가는 영업부문 2025년 순이익(별도 기준)X Target P/E 15배에 스텔라라 바이오시밀러 가치(1,720억원) 및 R&D 파이프라인 가치(2,500억원)를 합산함
  - 그로트로핀(성장 호르몬)의 고성장 지속: 2024년 예상 매출액 1,200억원 상회(>+20%yoy)
  - 2025년 스텔라라(Stelara®) 바이오시밀러 제품 수출액(200억원 추정) 및 판매 로열티(약 70억원 추정) 반영
  - R&D 파이프라인: DA-1241(MASH/당뇨 치료제, 글로벌 임상2상), DA-1726(비만 치료제, 글로벌 임상 1상), DA-4505(면역항암제, 국내 임상1상), ADC 파이프라인(항암제, 국내 임상1상 예정)
- Risk Factors: 그로트로핀, 스텔라라 제외 시 저성장 국면, 공격적인 R&D 파이프라인 확대에 따라 수익성 하락 중, 추가적인 성장 동력이 확보되어야 할 것

주가(원, 8/29)	74,900
시가총액(십억원)	662
발행주식수	8,835천주
52주 최고가	88,000원
최저가	53,000원
52주 일간 Beta	0.71
60일 일평균거래대금(십억원)	25억원
외국인 지분율	21.1%
배당수익률(2024E)	1.3%

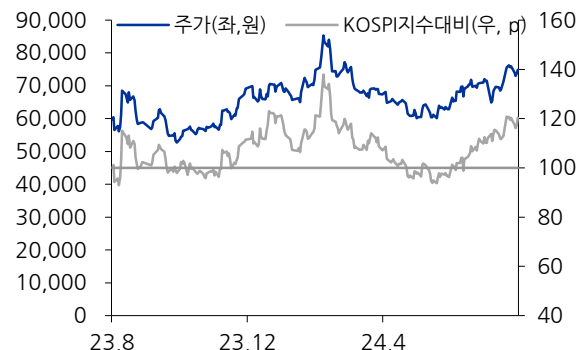
주주구성	
강정석 (외 35인)	38.8%
국민연금공단 (외 1인)	7.6%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	9.2	-0.8	22.9
절대기준	5.5	0.0	27.3

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	90,000	80,000	▲
영업이익(24)	-18	26	▼
영업이익(25)	-11	32	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	635	664	691	718
영업이익	17	11	-18	-11
세전손익	18	6	-13	-11
당기순이익	13	2	-15	-9
EPS(원)	1,543	1,266	-1,028	-658
증감률(%)	5.7	-17.9	적전	na
PER(배)	38.7	54.6	na	na
ROE(%)	2.0	1.7	-1.6	-1.2
PBR(배)	0.8	0.9	1.3	1.4
EV/EBITDA(배)	15.0	19.8	102.3	64.8

자료: 유진투자증권



## 2025 년 스텔라라 출시 기대

동아에스티에 대해 목표주가를 9 만원으로 종전 대비 약 13% 상향한다. 투자의 견 BUY 를 유지한다. 목표주가는 영업부문의 가치와 스텔라라 바이오시밀러 가치 및 R&D 파이프라인 가치를 합산하였다. 영업부문의 가치는 별도기준 예상 순이익(231 억원)에 Target P/E 15 배를 적용하였고, R&D 파이프라인 가치는 연결자회사 뉴로보의 MASH 및 비만 치료제 파이프라인의 가치(2,500 억원)를 반영하였다. 목표주가 상향은 스텔라라 바이오시밀러 가치를 종전 1,720 억원으로 종전 1,052 억원 대비 상향 조정한 것에 기인한다.

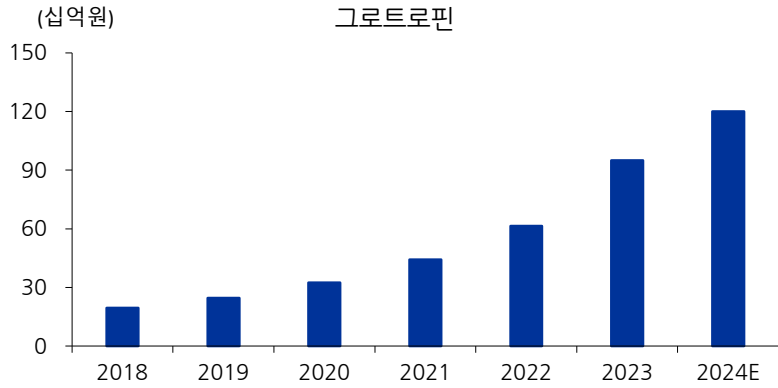
동아에스티는 2025 년에 유럽 및 미국에서 스텔라라 바이오시밀러를 출시할 예정(판매사 인타스)이다. 이에 따라 2024 년 말 유럽으로 먼저 약 200 억원 수출 물량이 선적될 예정이며, 2025 년부터 판매 로열티가 유입될 것으로 예상된다. 2025 년 판매로열티는 약 70 억원으로 추정되나 출시 3 년차에는 200 억원을 상회할 것으로 예상된다. 2024 년 말 유럽 승인 후 출시, 미국은 2025 년 하반기 FDA 승인 후 출시 예정이다. Peak 점유율은 7%를 예상한다.

별도 기준 2025 년 매출액 및 영업이익은 각각 6,279 억원(+4%yoy), 389 억원(+20%yoy)으로 예상된다. 높은 이익 성장은 스텔라라 판매로열티가 반영되고, 성장 호르몬 그로트로핀의 고성장세가 지속되고 있는 것에 기인한다. 2024 년 그로트로핀 매출액은 1,200 억원을 상회하며 20%yoy 를 상회하는 매출 성장을 보일 전망이다. 소아를 중심으로 한 성장호르몬 치료가 확산되고 있다는 점에서 2025 년에도 고성장세가 지속되어 1,500 억원에 달하는 매출액이 예상된다.

동아에스티의 연결 영업이익은 2024 년 적자 전환할 것으로 예상된다. 연결 자회사 뉴로보 파마슈티컬의 신약 파이프라인들이 글로벌 임상 1 상과 2 상이 진행되면서 2 개의 파이프라인에 대해 각각 300 억원 내외의 임상 비용이 지출될 것으로 예상되기 때문이다. 글로벌 임상은 2025 년에도 지속되기 때문에 별도 이익 증가가 예상되지만 연결 영업이익은 적자가 지속될 예정이다. 적자 폭은 축소될 것이다.

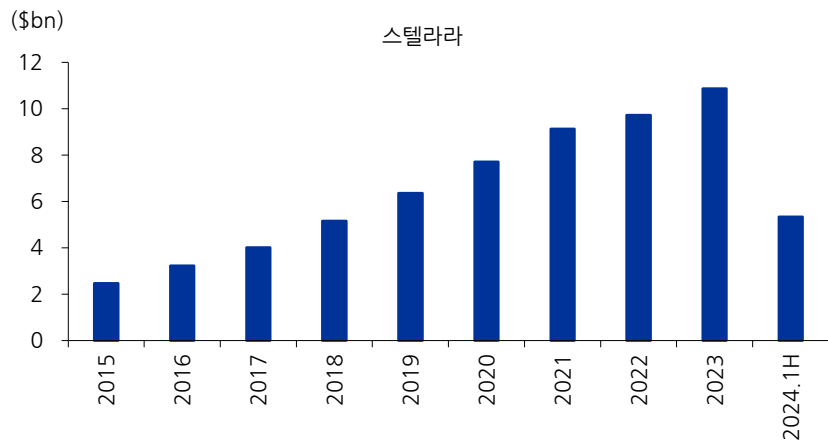
동아에스티는 그로트로핀의 고성장, 비용 통제를 통한 수익성 개선을 목표로 하고 있다. 또한 전세계적으로 주목받고 있는 비만치료 적응증의 R&D 파이프라인을 확보하면서 연초대비 8.4% 상승하였다. 그러나 타 국내사들 대비 낮은 성장성을 보이고 있고 R&D 파이프라인의 임상 진행이 초기단계라는 점에서 단기적인 성과를 기대하기보다는 좀 더 중장기적인 관점에서 접근할 것을 권유한다.

도표 1. 그로트로핀(성장호르몬) 매출액 추이



자료: 동아에스티, 유진투자증권

도표 2. 스텔라라 연간 매출액 추이



자료: J&J, 유진투자증권

도표 3. 동아에스티 시가총액 및 이벤트 차트



자료: Quantwise, 유진투자증권

## 동아에스티(170900.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	1,158	1,264	1,283	1,274	1,318
유동자산	503	544	525	514	557
현금성자산	265	260	216	195	227
매출채권	101	123	129	134	139
재고자산	100	116	134	139	144
비유동자산	655	720	758	760	762
투자자산	155	145	155	157	159
유형자산	438	454	458	452	447
기타	62	121	145	150	156
<b>부채총계</b>	468	581	758	763	819
유동부채	183	388	389	394	398
매입채무	106	136	118	122	127
유동성이자부채	65	241	260	260	260
기타	12	11	11	11	11
비유동부채	285	193	368	370	421
비유동이자부채	249	167	333	333	383
기타	36	27	35	37	38
<b>자본총계</b>	690	683	525	510	499
지배지분	672	657	490	476	465
자본금	42	43	44	44	44
자본잉여금	292	292	296	296	296
이익잉여금	204	197	181	167	156
기타	133	125	(31)	(31)	(31)
비지배지분	19	26	35	35	35
<b>자본총계</b>	690	683	525	510	499
총차입금	314	408	593	593	643
순차입금	49	148	377	398	416

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업현금</b>	33	3	(118)	17	20
당기순이익	13	2	(23)	(9)	(3)
자산상각비	21	26	28	27	27
기타비현금성손익	5	16	(168)	4	2
운전자본증감	(11)	(41)	22	(6)	(6)
매출채권감소(증가)	11	(13)	(13)	(5)	(5)
재고자산감소(증가)	4	(19)	(17)	(5)	(5)
매입채무증가(감소)	(7)	(1)	13	4	5
기타	(18)	(8)	39	(0)	(0)
<b>투자현금</b>	49	(109)	(119)	(31)	(32)
단기투자자산감소	88	(69)	(66)	(2)	(2)
장기투자증권감소	0	(0)	(15)	(2)	(2)
설비투자	44	27	16	20	20
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(22)	(15)	(12)	(7)	(7)
<b>재무현금</b>	(9)	55	178	(9)	41
차입금증가	7	77	180	0	50
자본증가	(11)	(14)	(6)	(9)	(9)
배당금지급	8	6	6	9	9
<b>현금 증감</b>	70	(52)	(53)	(23)	30
기초현금	195	265	213	160	136
기말현금	265	213	160	136	166
Gross Cash flow	49	51	(136)	23	26
Gross Investment	49	81	31	35	35
<b>Free Cash Flow</b>	(0)	(31)	(167)	(12)	(9)

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	635	664	691	718	746
증가율(%)	7.1	4.5	4.0	4.0	3.8
매출원가	320	336	345	352	358
<b>매출총이익</b>	315	328	346	366	388
판매 및 일반관리비	299	317	364	377	392
기타영업손익	7	6	15	4	4
<b>영업이익</b>	17	11	(18)	(11)	(4)
증가율(%)	6.7	(33.0)	적전	적지	적지
<b>EBITDA</b>	38	38	10	16	23
증가율(%)	5.5	(0.1)	(72.9)	61.2	42.8
<b>영업외손익</b>	1	(5)	4	0	(0)
이자수익	3	9	2	4	4
이자비용	8	13	12	12	12
지분법손익	(5)	(5)	(7)	0	0
기타영업외손익	11	3	21	8	8
<b>세전순이익</b>	18	6	(13)	(11)	(4)
증가율(%)	44.9	(65.7)	적전	적지	적지
법인세비용	5	4	2	(2)	(1)
<b>당기순이익</b>	13	2	(15)	(9)	(3)
증가율(%)	(0.3)	(84.2)	적전	적지	적지
지배주주지분	14	11	(9)	(6)	(2)
증가율(%)	5.7	(17.9)	적전	적지	적지
비지배지분	(1)	(9)	(14)	(3)	(1)
<b>EPS(원)</b>	1,543	1,266	(1,028)	(658)	(253)
증가율(%)	5.7	(17.9)	적전	적지	적지
수정EPS(원)	1,543	1,266	(1,028)	(658)	(253)
증가율(%)	5.7	(17.9)	적전	적지	적지

### 주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,543	1,266	(1,028)	(658)	(253)
BPS	79,509	76,305	55,498	53,841	52,587
DPS	769	785	1,000	1,000	1,000
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	38.7	54.6	n/a	n/a	n/a
PBR	0.8	0.9	1.3	1.4	1.4
EV/ EBITDA	15.0	19.8	102.3	64.8	46.1
배당수익률	1.3	1.1	1.3	1.3	1.3
PCR	10.7	12.0	n/a	29.0	25.3
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	2.6	1.7	(2.6)	(1.5)	(0.5)
EBITDA이익률	5.9	5.7	1.5	2.3	3.1
순이익률	2.0	0.3	(2.2)	(1.2)	(0.4)
ROE	2.0	1.7	(1.6)	(1.2)	(0.5)
ROIC	1.7	0.5	(1.6)	(0.9)	(0.3)
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	7.1	21.6	71.9	78.0	83.3
유동비율	275.2	140.4	134.8	130.5	139.8
이자보상배율	2.1	0.9	(1.5)	(0.9)	(0.3)
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
매출채권회전율	6.0	5.9	5.5	5.5	5.5
재고자산회전율	6.2	6.1	5.5	5.3	5.3
매입채무회전율	5.6	5.5	5.4	6.0	6.0

**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 당사에 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/투자조건 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자조건 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2024.06.30 기준)

