

동아에스티 (170900)

체지방 감소 효과 큰 DA-1726DA-1726

체지방 위주 감량 예상되는 DA-1726

비만 치료제로 개발 중인 DA-1726은 GLP-1/GCG 이중 작용제로 현재 임상 1상을 진행 중에 있으며 25년 상반기에 임상 결과 확인이 가능할 것으로 예상. DA-1726은 GLP-1 뿐만 아니라 GCG 수용체 자극을 통해 식사량 감소 외에도 에너지 대사를 높여 체중 감량 효과 증가. 현재 시판 비만 치료제인 Semaglutide, Tirzepatide와 비교할 때 동물 실험에서 비슷하거나 더 우수한 체중 감소 효과를 확인했으며, 식사량 감소가 더 적었다는 점에서 에너지 소비 증가의 영향으로 판단.

동일 기전인 Survodutide와 비교할 때도 더 높은 체지방 감소율을 나타냈으며, 에너지 소비량을 높여주는 갈색 지방 세포의 수 증가도 더욱 컸다는 점에서 향후 임상에서 체지방 중심의 감량 효과가 클 것으로 기대.

그로트로핀의 견조한 성장, 시밀러까지 추가

최근 몇 년간 그로트로핀(성장 호르몬) 제제는 동사 매출 성장을 이끌고 있으며, 이는 국내 성장 호르몬 제제 시장의 빠른 성장과 동사 점유율 확대에 기인. 주 1회 성장 호르몬 제제인 엔젠라(화이자), 소그로아(노보 노디스크) 등이 허가되었으나 소아 위주로 사용되고 있는 점에서 장기간의 사용으로 안전성 등이 확인된 기존 제품 중심의 시장 점유율 유지는 상당 기간 지속될 것으로 판단. 동사의 Stelara 바이오시밀러인 Imuldosa는 10월초 FDA 승인을 받는데 이어 CHMP의 승인 권고로 연내 유럽 허가도 확실시. 파트너사인 Intas의 판매에 따라 향후 마일스톤 및 판매 로열티 수익 수취가 가능할 것으로 전망.

투자 의견 Buy, 목표 주가 9.2만원으로 커버리지 개시

매수 의견 및 목표주가 9.2만원으로 커버리지 개시. 목표 주가 9.2만원은 25년 예상 EBITDA 762억원에 대형 제약사 평균 EV/EBITDA 13x를 적용했으며 동사 파이프라인 가치 등은 포함하지 않았음. 향후 동사 R&D 성과에 따라 추가적인 기업 가치 향상 전망.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **92,000원 (I)**

현재주가 (10/30) **74,200원**

상승여력 **24%**

시가총액 6,802억원

총발행주식수 9,167,344주

60일 평균 거래대금 31억원

60일 평균 거래량 42,451주

52주 고/저 85,300원 / 53,758원

외인지분율 20.96%

배당수익률 0.99%

주요주주 강정석 외 28인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 4.2 3.1 38.0

상대 4.2 8.8 23.0

절대 (달러환산) (1.4) 3.3 34.9

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	174	16.0	10.5	172	1.1
영업이익	14	4.0	91.6	14	0.7
세전계속사업이익	16	9.8	66.9	16	-1.2
지배순이익	13	9.9	61.0	13	-1.1
영업이익률 (%)	7.8	-0.9 %pt	+3.3 %pt	7.8	0
지배순이익률 (%)	7.3	-0.4 %pt	+2.3 %pt	7.4	-0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	636	605	656	715
영업이익	31	33	34	52
지배순이익	9	17	34	49
PER	58.2	29.3	19.4	13.8
PBR	0.8	0.7	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.6	11.2	13.8	10.1
ROE	1.4	2.6	5.1	7.1

자료: 유안타증권

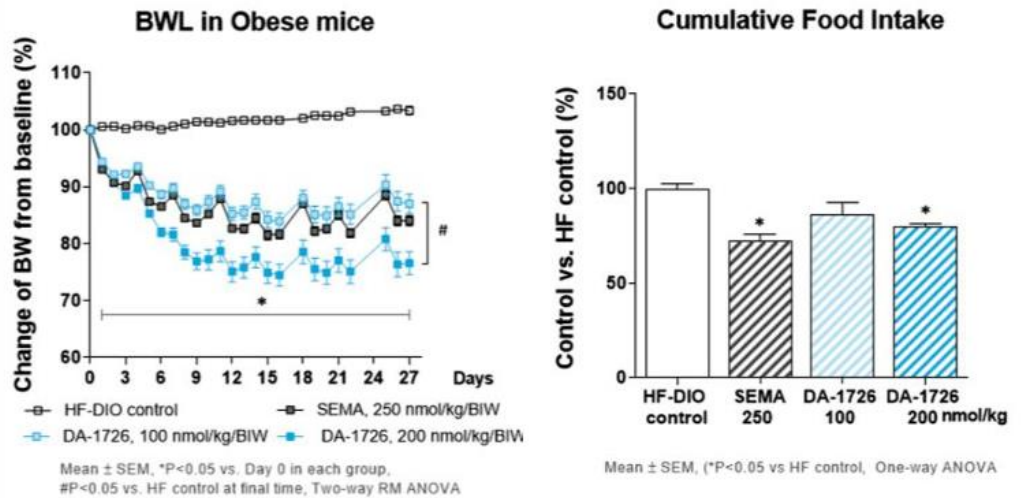
DA-1726, 체지방 감소 효과 클 것

GLP-1에 GCG 까지 자극

DA-1726은 동사가 비만 적응증으로 개발 중인 파이프라인으로 24년 1월 IND 승인을 받고 미국 임상 1상을 진행 중에 있다. 미국 임상 결과는 25년 상반기 확인 가능할 것으로 예상된다. DA-1726은 GLP-1 수용체를 자극함으로써 식욕 억제 등의 에너지 섭취를 줄여줄 뿐만 아니라 Glucagon 수용체 자극을 통해 에너지 대사도 증가시키게 된다.

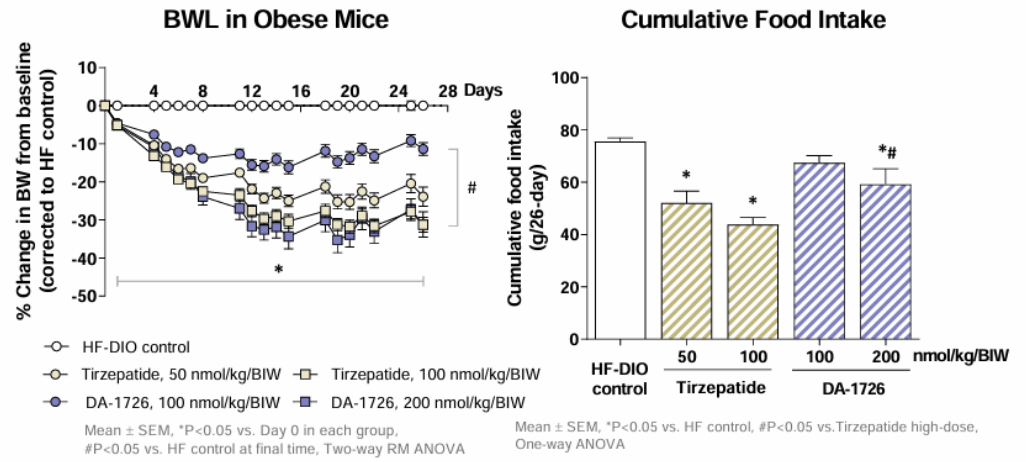
전임상 동물 모델에서 DA-1726은 GLP-1 작용제인 Semaglutide 보다 우수한 체중 감량을 보였으며 GLP-1/GIP 이중 작용제인 Tirzepatide와 비교할 때도 최고 용량에서 비슷한 수준의 체중 감소 효과를 확인했다. 흥미로운 점은 DA-1726을 투약 받은 그룹은 Semaglutide 또는 Tirzepatide를 투약 받은 그룹 대비 식사량의 감소는 더 적었다. 이는 체중 감소에서 식사량이 줄어들어 따른 감소 효과는 두 약물에 비해 크지 않았으나, 에너지 대사량이 증가로 인한 체중 감소 효과가 컸기 때문으로 판단한다. 따라서 DA-1726의 감량 성분에서 근육이 차지하는 비중 보다는 체지방 위주의 체중 감소가 일어날 것으로 예상된다.

체중 감소 추이 및 식사량 변화(vs Semaglutide, 동물 실험)



자료: ADA 2022, 유안타증권 리서치센터

체중 감소 추이 및 식사량 변화(vs Tirzepatide, 동물 실험)



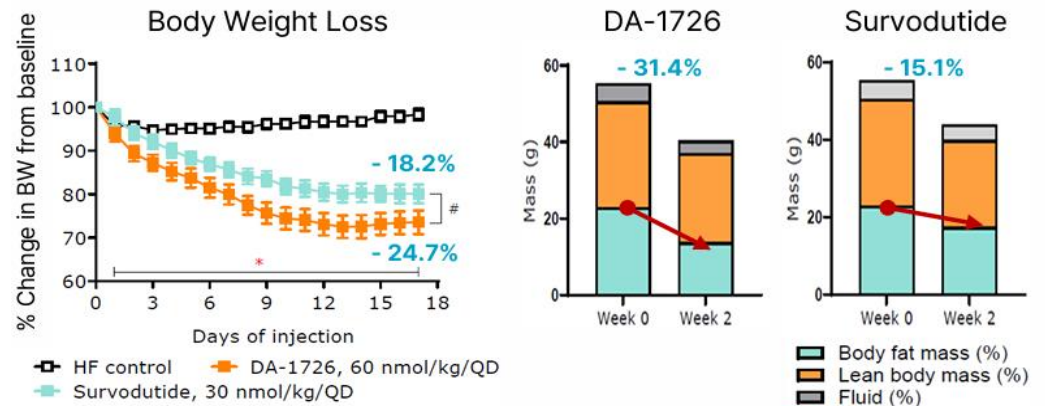
자료: ADA 2023, 유안타증권 리서치센터

동일 기전 내에서도 우수한 감량의 질

GLP-1/GCG 이중 작용제로 개발 중인 Survodutide와의 비교에서도 DA-1726은 더 높은 체중 감량을 보였으며, 감소한 체성분에서도 체지방의 감소 폭이 더욱 컸다. DA-1726을 투약한 그룹에서 체지방율은 투약 전 41.3%에서 투약 2주 후 33.6%로 7.6% 감소했으며, 전체 체중 감소로 인해 체지방율은 오히려 50.1%에서 58.2%로 8.1% 증가했다. 반면 Survodutide 투약 그룹에 체지방 감소율은 1.9%에 그쳤으며 체지방 증가도 1.5%에 불과했다.

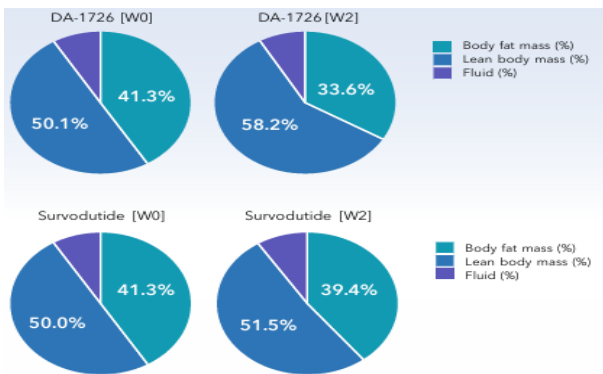
DA-1726와 Survodutide 투약 그룹에서 모두 에너지 소비를 늘려주는 갈색 지방 세포의 증가가 확인되었으나 DA-1726에서 더 많은 갈색 지방 세포의 증가 경향을 나타냈다. 에너지 소비량의 증가는 식사량을 비교한 결과에서도 DA-1726이 더 많은 체중 감량을 나타냈음에도 불구하고 섭취량의 감소는 Survodutide 투약 군과 비슷하거나 조금 더 적었다. DA-1726은 GLP-1/GCG 작용제에서도 에너지 소비 증가 효과가 큰 것으로 보이며 이는 비만 치료제 경쟁에서 점차 근육량 보존 효과의 중요성이 커지고 있다는 점에서 긍정적이다.

체중 감소 추이 및 체성분 변화(vs Survodutide, 동물 실험)



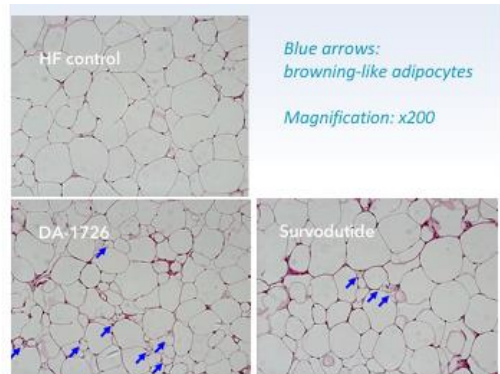
자료: ADA 2024, 유안타증권 리서치센터

체성분 변화(vs Survodutide)



자료: Neurobo pharmaceuticals, 유안타증권 리서치센터

갈색 지방 세포 변화



자료: Neurobo pharmaceuticals, 유안타증권 리서치센터

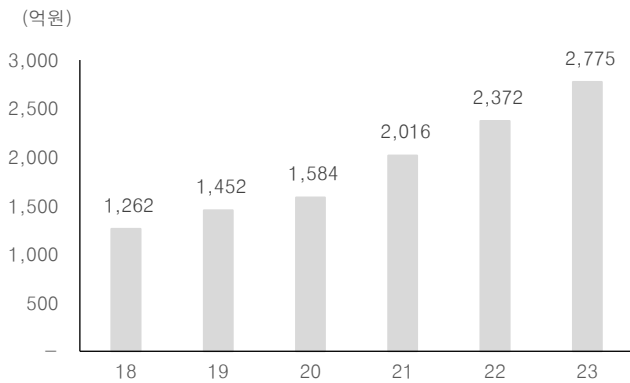
성장 호르몬은 건조, 시밀러는 추가

꾸준한 그로트로핀 성장

동사의 주요 품목인 그로트로핀은 성장 호르몬 주사제로 국내 성장 호르몬 시장의 가파른 성장과 시장 내 점유율 확대로 동사 매출 성장을 이끌고 있다. 국내 성장 호르몬 제제 시장 규모는 18년 1,262억원에 불과했으나 지난해 2,775억원으로 2배 이상 커졌다. 성장 호르몬 제제는 저신장증 소아(하위 3%) 및 성장 호르몬 결핍 등이 확인된 경우 급여 적용이 가능하나 자녀 수의 감소와 성장 클리닉 등이 확대되며 관련 치료제에 대한 접근성 확대 및 비급여 사용 등의 증가로 인해 시장 성장이 지속되고 있는 것으로 보인다.

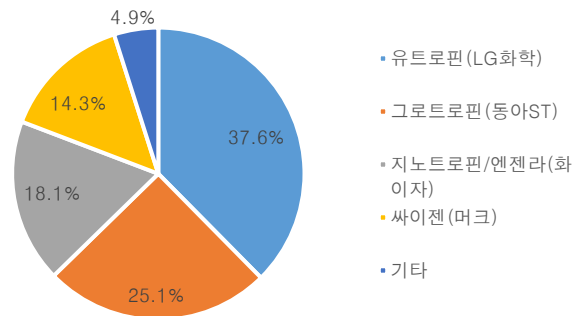
그로트로핀은 성장 호르몬 제제 시장에서 선호도가 높았던 노디트로핀(노보 노디스크)의 장기 품질 등으로 인한 대체 수요 대응을 시작으로 빠르게 시장 점유율을 확대하고 있다. 23년 기준 그로트로핀의 시장 점유율은 25.1%로 20년 20.2%에 비해 빠르게 시장 점유율을 넓혀 가고 있다. 최근 1주 제형인 엔젠라(화이자)와 소그로야(노보 노디스크) 등이 국내 허가를 받고 출시에 나서고 있으나 기존 1일 1회 제형의 성장 호르몬이 장기간 사용으로 소아 대상 안전성 등의 데이터를 확보하고 있어 주 1회 성장 호르몬 제제로의 시장 전환에는 상당 기간 시간이 소요될 것으로 판단한다.

국내 성장 호르몬 주사제 시장 규모



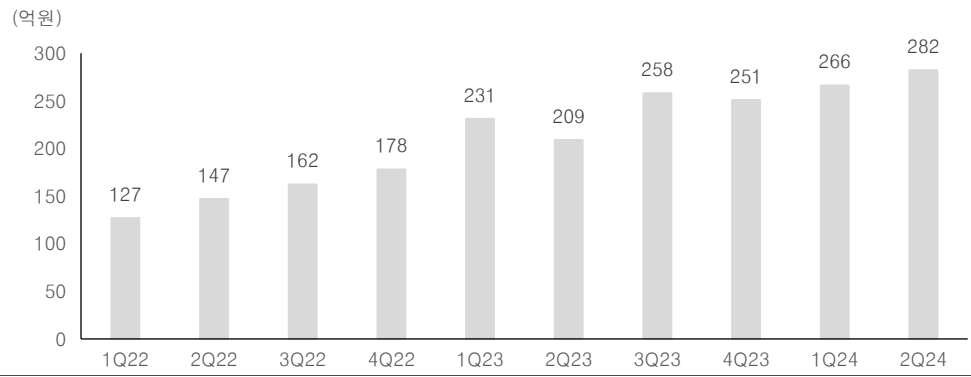
자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

국내 성장 호르몬 주사제 시장 점유율(23년 기준)



자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

그로트로핀 분기별 매출액 추이



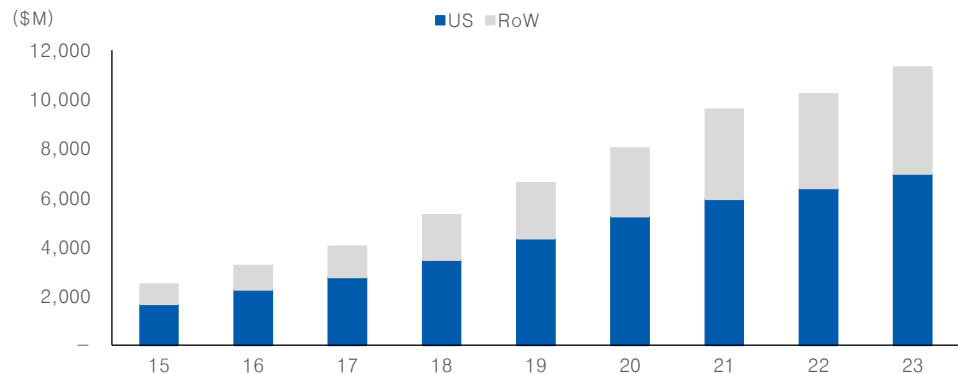
자료: 동아ST, 유안타증권 리서치센터

출시 앞둔 Stelara 바이오시밀러

DMB-3115는 Stelara(Ustekinumab) 바이오시밀러로 Intas(인도)와 글로벌 판매 계약을 체결, 향후 마일스톤 및 판매 이익에서 로열티 수령이 가능할 예정이다. DMB-3115는 10월 10일 FDA 승인을 받았으며 상품명은 Imuldosa로 미국에서 판매될 예정이다. Accord healthcare(Intas 자회사)는 Janssen과의 합의를 통해 25년 5월 이후 판매가 가능할 예정이며, 26년부터 본격적인 판매가 시작될 것으로 예상된다.

FDA 승인에 이어 최근 CHMP(EMA 산하 의약품위원회)는 DMB-3115에 대한 품목 승인을 권고했다. 통상 CHMP의 승인 권고 이후 1~2달 내에 EC(유럽 집행위)의 최종 승인이 이루어지는 것을 고려할 때 연내 허가가 예상되며, 출시 시기는 미국 보다 유럽에서 먼저 이루어 질 것으로 예상된다. Stelara는 23년 약 109억 달러의 글로벌 매출을 기록한 메가 블록버스터 약물로 유럽과 미국 등에서 판매 개시 이후 동사 성장을 견인할 것으로 예상된다.

지역별 Stelara 매출 추이



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

Valuation 및 실적 전망

매수 의견 및 목표주가 9.2만원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 25년 예상 EBITDA 762 억원에 대형 제약사 평균 멀티플 13x를 적용해 산출했으며, 동사의 R&D 파이프라인 가치 등은 포함하지 않았다. 동사는 비만, MASH 등의 내분비 질환 파이프라인 뿐 아니라 앵티스를 인수하며 ADC 개발 능력도 확보하며 ADC 등 항암제 파이프라인도 보유하고 있으며 향후 연구 성과에 따라 기업 가치 향상으로 이어질 것으로 예상된다.

동아ST 목표주가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

부문	가치	비고
1. 영업가치	991	EBITDA(25년 예상) 762억원 EV/EBITDA 13x 적용 (유한양행, 종근당 제외 평균)
2. 순차입금	147	24년말 예상
3. 총 주식수	9,167	
4. 주당 가치	91,982	(1-2)/3
5. 목표 주가	92,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

대형제약사 EV/EBITDA

(단위: 배)

	유한양행	한미약품	대웅제약	종근당	녹십자	HK 이노엔
EV/EBITDA	67.6	12.7	11.3	7.1	18.8	12.8

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

동아ST 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	135.0	154.2	150.2	165.6	140.0	157.8	174.3	183.8	605.0	655.9	714.6
YoY	-12.1%	-3.8%	-5.1%	1.0%	3.7%	2.3%	16.0%	11.0%	-4.9%	8.4%	8.9%
ETC	101.0	102.5	108.6	111.0	101.6	108.0	117.4	119.2	423.1	446.2	471.4
그로트로핀	23.1	20.9	25.8	25.1	26.6	28.2	32.8	32.6	94.9	120.2	138.5
모티리튼	8.3	7.8	6.9	8.9	8.5	9.0	8.7	9.8	31.9	36.0	36.7
스티렌	5.8	6.9	6.8	7.1	6.2	6.2	6.5	6.8	26.6	25.7	25.9
기타	59.0	62.0	64.1	64.8	56.2	60.4	65.1	65.4	249.9	247.0	253.2
해외	24.0	40.9	31.1	43.4	28.0	37.7	45.1	52.5	139.4	163.3	193.1
의료기기/기타	10.0	10.8	10.5	11.2	10.4	12.1	11.8	12.1	42.5	46.4	50.1
매출 총이익	73.2	78.6	77.5	85.1	74.7	83.5	92.0	100.7	314.4	351.0	388.5
판관비	66.5	69.8	64.4	77.9	73.9	76.4	78.4	87.9	278.6	316.6	336.5
영업이익	6.7	8.8	13.1	7.3	0.7	7.1	13.6	12.9	35.9	34.3	52.0
YoY	-15.2%	104.7%	-7.7%	78.0%	-89.6%	-19.3%	3.8%	76.3%	17.7%	-4.6%	51.7%
OPM	4.4%	5.7%	8.5%	4.8%	0.5%	4.6%	8.9%	8.4%	5.9%	5.2%	7.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

동아에스티 (170900) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	636	605	656	715	764
매출원가	312	292	305	326	344
매출총이익	323	313	351	388	420
판매비	293	281	317	336	352
영업이익	31	33	34	52	68
EBITDA	51	57	60	76	90
영업외손익	-17	-11	9	10	10
외환관련손익	2	2	0	0	0
이자손익	-5	-4	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-14	-9	9	10	10
법인세비용차감전순이익	14	21	44	62	78
법인세비용	5	4	9	13	17
계속사업순이익	9	17	34	49	62
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	17	34	49	62
지배지분순이익	9	17	34	49	62
포괄순이익	23	6	35	50	63
지배지분포괄이익	23	6	35	50	63

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	35	21	21	63	78
당기순이익	9	17	34	49	62
감가상각비	20	23	24	22	20
외환손익	1	2	-5	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-10	-42	-51	-30	-25
기타현금흐름	15	20	19	22	22
투자활동 현금흐름	2	-111	-88	-7	-4
투자자산	67	-35	58	-6	-3
유형자산 증가 (CAPEX)	-44	-24	-6	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-21	-53	-139	-2	-1
재무활동 현금흐름	-9	53	169	-6	-6
단기차입금	-31	-6	0	0	0
사채 및 장기차입금	43	90	187	0	0
자본	0	0	5	0	0
현금배당	-8	-6	-6	-6	-6
기타현금흐름	-12	-24	-18	0	0
연결범위변동 등 기타	1	-1	17	5	2
현금의 증감	29	-38	118	55	70
기초 현금	190	219	180	299	353
기말 현금	219	180	299	353	424
NOPLAT	31	33	34	52	68
FCF	-10	-3	14	63	78

자료: 유안타증권

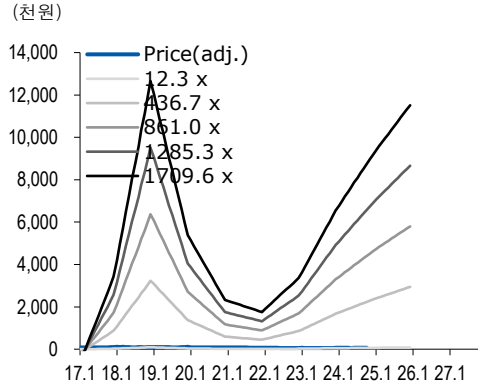
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	452	482	699	773	854
현금및현금성자산	219	180	299	353	424
매출채권 및 기타채권	100	108	120	127	132
재고자산	97	102	126	134	138
비유동자산	683	741	740	721	702
유형자산	433	436	425	403	383
관계기업 등 지분관련 자산	37	84	93	98	102
기타투자자산	31	35	37	37	38
자산총계	1,135	1,223	1,439	1,494	1,557
유동부채	178	374	405	414	420
매입채무 및 기타채무	103	128	142	150	155
단기차입금	21	15	15	15	15
유동성장기부채	40	219	235	235	235
비유동부채	285	185	360	362	363
장기차입금	52	75	210	210	210
사채	194	80	110	110	110
부채총계	463	560	765	776	783
지배지분	672	663	674	718	774
자본금	42	43	44	44	44
자본잉여금	292	292	296	296	296
이익잉여금	202	201	229	272	328
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	672	663	674	718	774
순차입금	69	139	147	90	17
총차입금	312	396	583	583	583

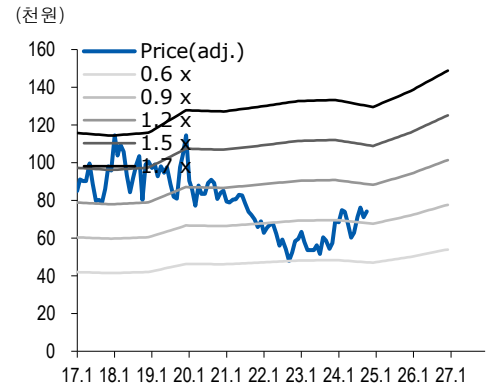
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,027	1,970	3,832	5,376	6,737
BPS	76,883	77,221	75,036	79,932	86,217
EBITDAPS	5,810	6,540	6,708	8,315	9,807
SPS	72,401	68,913	73,310	77,948	83,329
DPS	673	687	687	687	687
PER	58.2	29.3	19.4	13.8	11.0
PBR	0.8	0.7	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.6	11.2	13.8	10.1	7.8
PSR	0.8	0.8	1.0	1.0	0.9

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	7.7	-4.8	8.4	9.0	6.9
영업이익 증가율 (%)	97.0	7.2	4.8	51.6	30.5
지배순이익 증가율 (%)	-24.6	91.8	98.1	43.8	25.3
매출총이익률 (%)	50.9	51.8	53.5	54.4	55.0
영업이익률 (%)	4.8	5.4	5.2	7.3	8.9
지배순이익률 (%)	1.4	2.9	5.2	6.9	8.1
EBITDA 마진 (%)	8.0	9.5	9.1	10.7	11.8
ROIC	3.6	4.4	4.6	6.8	9.1
ROA	0.8	1.5	2.6	3.4	4.0
ROE	1.4	2.6	5.1	7.1	8.3
부채비율 (%)	68.9	84.4	113.6	108.1	101.1
순차입금/자기자본 (%)	10.2	20.9	21.9	12.5	2.3
영업이익/금융비용 (배)	3.8	2.6	0.0	0.0	0.0

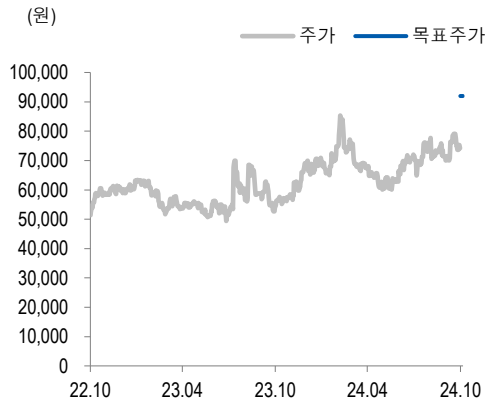
P/E band chart



P/B band chart



동아에스티 (170900) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-10-31	BUY	92,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-10-30

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.