

동아에스티 (170900)

양호한 실적과 신약 효과

제약

Earnings Preview
2015.7.21

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	207,000
현재주가(15/07/20, 원)	162,000
상승여력	28%

영업이익(15F, 십억원)	56
Consensus 영업이익(15F, 십억원)	53
EPS 성장률(15F, %)	4.6
MKT EPS 성장률(15F, %)	34.0
P/E(15F, x)	34.8
MKT P/E(15F, x)	11.1
KOSPI	2,073.31
시가총액(십억원)	1,284
발행주식수(백만주)	8
유동주식비율(%)	48.8
외국인 보유비중(%)	24.2
베타(12M) 일간수익률	1.44
52주 최저가(원)	80,600
52주 최고가(원)	172,000
주가상승률(%)	1개월 8.7 6개월 95.2 12개월 60.4
절대주가	8.7 95.2 60.4
상대주가	7.3 80.6 56.2



[헬스케어]

김현태
02-768-3251
hyuntae.kim@dwsec.com

김승민
02-768-4157
sm.kim@dwsec.com

2분기 영업이익 34% 증가 추정

우리는 동아에스티의 2분기 매출액이 1,418억 원(-4.1% YoY)에 이를 것으로 예상한다. 수출만 전년 동기대비 소폭 성장했고, 기타 병원, 의료기기, 진단 사업부 등은 메르스 영향으로 전년 동기대비 감소한 것으로 보인다. 그런데 슈퍼 항생제 시백스트로의 유럽 허가 및 일부 국가 출시에 따른 마일스톤과 당료 신약 에보글립틴(evogliptin)의 남미 라이선싱 아웃 계약에 따른 계약금 유입이 있었다.

2분기 영업이익은 151억 원(+33.9% YoY)을 기록한 것으로 추정한다. 그로트로핀(성장호르몬)을 생산 중인 달성공장 공정 재배치 이슈가 4월로 마무리되면서, 매출원가율이 정상화 되었고, 시백스트로의 마일스톤과 에보글립틴의 계약금 유입이 있었기 때문이다.

신약 효과: 시백스트로 미국 처방 양호, 에보글립틴 기술수출 계약 추가

시백스트로는 미국의 머크가 판매 중에 있고, 동사는 러닝 로열티를 받는 구조이다. 미국의 처방금액은 7/10 마감 주에 전주 대비 4.7% 감소한 \$172,683를 기록했고, 6월은 전월 대비 5.1% 감소한 \$729,837에 이르렀으며, 2분기는 전분기 대비 18.9% 증가한 \$2.186M을 기록했다. 6월 처방금액은 사상 두번째로 많은 월간 금액이었고, 2분기 금액은 사상 최고 수준이다. 따라서 시백스트로의 처방금액은 꾸준히 증가하고 있는 것으로 보인다. 참고로 실제 매출액은 본 처방금액보다 큰 것으로 추정한다. 미국 내 병원 커버리지 확대 예상 되어, 처방금액 분기별로 증가 가능할 것으로 전망한다.

전일 동사는 러시아 제약사 게로팜과 당료 신약 에보글립틴의 기술수출 계약 체결을 발표 했다. 게로팜은 러시아, 우크라이나, 카자흐스탄 등 3개국에서 에보글립틴의 개발과 판매를 담당한다. 본 계약으로 계약금과 개발 진행 단계에 따른 마일스톤, 판매 금액에 대한 로열티를 받게 되고, 원료 수출에 따른 추가 수익원도 확보했다. 동사는 에보글립틴에 대한 해외 파트너로 루예(중국), 알켄(인도), 유로파마(브라질 및 남미 17개국), 게로팜(러시아와 2개국) 등을 확보했다. 에보글립틴의 글로벌 상업화는 동사의 중장기 이익 개선에 기여할 전망이다.

헬스케어 최선희주 추천

우리는 동사에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 207,000원을 유지하고, 헬스케어 최선희주로 추천한다. 목표주가는 영업가치, 에보글립틴의 가치, 빈혈 치료제 아라네스프 바이오시밀러의 가치를 반영한 것이다.

동사에 대한 투자포인트는 수출 호조에 따른 실적 개선, 시백스트로의 매출 증가에 따른 가치 부각, 동사 구축 파이프라인에 대한 재평가 및 가치 부각 등이다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	931	496	568	573	617	673
영업이익 (십억원)	88	39	48	56	67	77
영업이익률 (%)	9.5	7.9	8.5	9.8	10.9	11.4
순이익 (십억원)	68	-65	34	36	43	52
EPS (원)	0	-11,546	4,452	4,655	5,374	6,606
ROE (%)	9.2	-11.0	7.4	7.3	8.0	9.1
P/E (배)	-	-	20.6	34.8	30.1	24.5
P/B (배)	-	1.7	1.4	2.5	2.3	2.2

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 동아에스티, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 분기별 실적 전망

(십억원, %, 원)

구분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F
매출액	144.0	147.9	133.3	142.8	139.5	141.8	143.1	148.2	568.1	572.6	617.0
YoY	197.9	1.2	-11.9	-4.8	-3.2	-4.1	7.3	3.8	14.6	0.8	7.8
병원	93.8	95.3	80.6	83.0	83.7	84.3	85.6	89.6	352.7	343.2	373.4
해외	24.7	30.6	23.7	33.3	31.4	31.8	33.2	34.1	112.3	130.5	145.3
의료기기	10.5	9.1	7.9	9.8	9.6	8.0	9.4	9.4	37.3	36.4	36.7
진단	6.3	7.8	7.3	6.9	7.5	5.9	7.4	7.3	28.3	28.1	28.5
기타	8.7	5.1	13.8	9.8	7.3	11.8	7.5	7.9	37.5	34.4	33.1
영업이익	11.0	11.3	13.8	12.1	12.8	15.1	14.2	14.0	48.2	56.1	67.1
영업이익률(%)	7.7	7.6	10.3	8.5	9.2	10.7	9.9	9.4	8.5	9.8	10.9
YoY	187.0	22.8	-5.5	11.5	16.2	33.9	2.8	15.9	25.3	16.5	19.6
세전순익	10.2	8.1	13.8	12.1	11.6	12.1	11.1	12.2	44.2	47.0	54.8
YoY	-151.8	-3.8	32.8	-29.7	14.5	48.4	-19.4	0.6	169.7	6.4	16.8
당기순이익	7.5	6.2	10.5	10.1	8.7	9.4	8.6	9.8	34.3	36.5	42.6
YoY	-108.5	78.1	60.1	-17.7	16.0	51.1	-18.0	-2.9	흑자전환	6.4	16.8
EPS									4,452.0	4,655.2	5,374.0
YoY									흑자전환	4.6	15.4

자료: 동아에스티, KDB대우증권 리서치센터

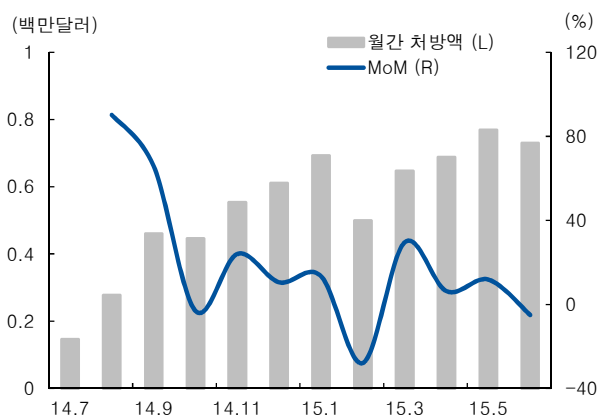
표 2. 수익 예상 변경

(십억원, 원, %)

	변경전			변경후			변경률			변경사유
	15F	16F	17F	15F	16F	17F	15F	16F	17F	
매출액	586.1	632.3	687.7	572.6	617.0	673.4	-2.3	-2.4	-2.1	메르스 영향에 따른 병원 사업부 및 의료기기 사업부 매출 업데이트 슈퍼항생제 시백스트로 및 당뇨 신약 evogliptin 관련 마일스톤 업데이트
영업이익	57.2	68.0	77.4	56.1	67.1	76.6	-1.9	-1.3	-1.0	
EBITDA	80.2	90.1	98.7	79.2	89.2	98.0	-1.2	-1.0	-0.7	
세전순익	48.0	56.0	65.5	47.0	54.8	67.4	-2.1	-2.1	2.9	
순이익	37.3	43.5	50.9	36.5	42.6	52.4	-2.1	-2.1	2.9	
EPS(원)	4,839	5,647	6,603	4,655	5,374	6,606	-3.8	-4.8	0.0	
영업이익률	9.8	10.8	11.3	9.8	10.9	11.4				
순이익률	6.4	6.9	7.4	6.4	6.9	7.8				

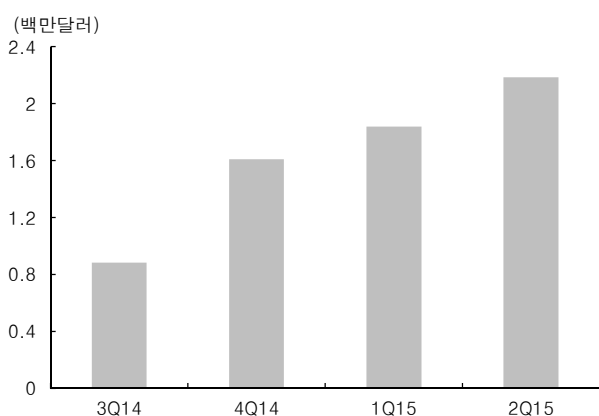
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 시백스트로의 월 미국 처방 금액 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 시백스트로의 분기 미국 처방 금액 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 목표주가 산출 내역 정리

구분	주당 가치(원)	비고
영업가치 (A)	172,159	- 12개월 선행 EBITDA X 18배 적용 - 순차입금 1,358억원 감안
에보글립틴 가치 (B)	17,409	- 18년 이머징 발매 후 10년간 이익의 합 - 이머징 내 피크 점유율 10% 가정(완제 기준) - 원료의약품으로 해외 파트너사에 납품
아라네스프 바이오시밀러 가치 (C)	16,285	- 18년 일본 발매 후 10년간 이익의 합 - 일본 내 피크 점유율 40% 가정 - 완제의약품으로 일본 파트너사에 납품
목표주가	205,853	- (A) + (B) + (C), 기존 목표주가와 차이가 별로 없어 207,000원 유지

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 4. 당노 신약 에보글립틴 가치 추정

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
DPP IV 저해제 시장(백만달러)	12,350	13,248	14,211	15,244	16,352	17,540	18,815	20,183	21,650	23,224	24,912
evogliptin 파트너 매출액(백만달러)	24	76	136	233	313	336	360	348	373	356	381
동아에스티 매출액(억원)	51	165	296	507	680	730	783	756	811	773	829
동아에스티 영업이익(억원)	26	83	148	254	340	365	391	378	405	387	415
동아에스티 순이익(억원)	20	63	112	193	259	277	298	287	308	294	315
현가(억원)	16.7	51.2	86.9	141.7	180.5	183.9	187.4	171.9	175.1	158.6	161.6
가중평균자본비용	5.3%										
성공확률	90%										
NPV(억원)	1,364										
주당가치(원)	17,409										

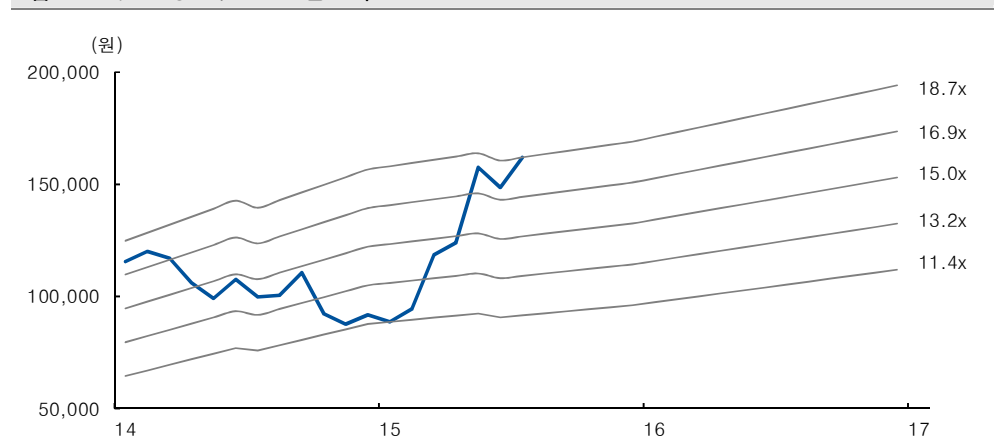
자료: Bloomberg, IMS, KDB대우증권 리서치센터

표 5. 아라네스프 바이오시밀러 가치 추정

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
일본 아라네스프 매출액(백만달러)	524	524	524	524	524	524	524	524	524	524	524
일본 아라네스프 바이오시밀러 파트너 매출액(백만달러)	16	52	131	209	209	209	199	199	189	189	178
동아에스티 매출액(억원)	85	285	712	1,138	1,138	1,138	1,082	1,082	1,025	1,025	968
동아에스티 영업이익(억원)	43	142	356	569	569	569	541	541	512	512	484
동아에스티 순이익(억원)	32	108	270	433	433	433	411	411	389	389	368
현가(억원)	25.1	79.5	188.7	286.9	272.5	258.9	233.6	221.9	199.7	189.7	170.2
가중평균자본비용	5.3%										
성공확률	60%										
NPV(억원)	1,276										
주당가치(원)	16,285										

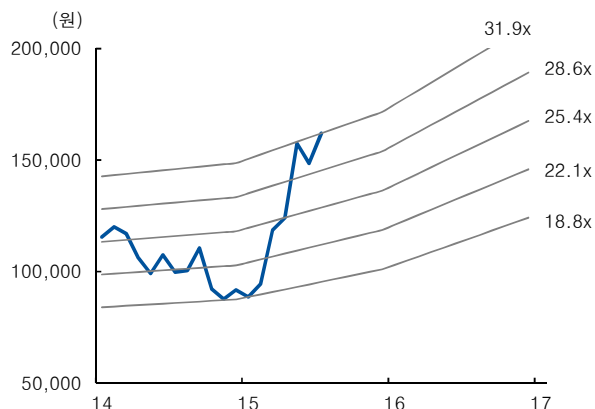
자료: Kyowa Hakko Kirin, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



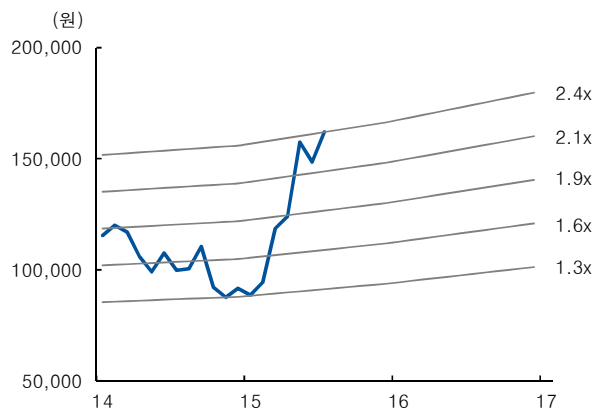
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 12개월 선행 PBR 밴드 차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 당뇨 신약 에보글립틴의 파트너 현황

회사	기술수출 시기 및 내용
	2012년, 중국 Luye Pharma Group에 중국 지역 판권 이전
	2012년, 인도 Alkem Laboratories에 인도 및 네팔 지역 판권 이전
	2014년, 브라질 Eurofarma에 브라질 지역 판권 이전 2015년, 라틴아메리카 17개국 판권 이전
	2015년, 러시아 GEROPHARM에 러시아, 우크라이나, 카자흐스탄 지역 판권 이전

자료: 동아에스티, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 슈퍼항생제 시백스트로의 파트너 현황



미국 : Merck, 2014년 6월 FDA 허가 후 Cubist(현 MSD) 판매 시작

유럽 : Merck, 2015년 3월 EMA 허가, 6월 영국 출시

한국 : 동아에스티, 2015년 4월 신약 허가

그 외 : Bayer, 한국, 미국, 유럽을 제외한 전세계 지역(중국 및 일본 임상 3상 중)

자료: 동아에스티, KDB대우증권 리서치센터

표 6. 동아에스티의 파이프라인 현황

	성분/코드	기전	적응증	Pre-clinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Approval	Launch	지역	파트너
합성약품	DA-8159 (Zydena)	PDE-5 저해제	발기부전증						▶ 발매	한국	
								▶ NDA 제출		미국	Mezzion
			전립선비대증			▶				미국	Mezzion
						▶				일본	Meiji Seika
			폐동맥고혈압			▶				한국	
	DA-7218 (Sivextro)	Oxazolidinone 계열 항생제	피부감염(ABSSSI)						▶ 발매	미국	Merck(MSD)
									▶ 일부발매	유럽	Merck(MSD)
									▶ 허가승인	한국	
			폐렴(HABP/VABP)				▶			Global	Merck & Bayer
	DA-1229	DPP-4 저해제	2형 당뇨병					▶ NDA 제출		한국	
					▶					중국	Luye
					▶ IND 승인					인도	Alkem
					▶ IND 준비					브라질	Eurofarma
천연물약품	DA-6034	Flavone 유도체	위염				▶			한국	
	DA-6886	5-HT4 효능제	과민성대장증후군 (변비형)		▶					한국	
	DA-9701 (Motilitone)	현호색/견우자	기능성소화불량증						▶ 발매	한국	
						▶				미국	
										한국	
바이오약품	DA-9801	부채마/산약	당뇨병성신경병증			▶				한국	
							▶			미국	
	DA-3801 (Gonadopin)	Recombinant FSH	보조생식술시 난포과자극 무배란환자 배란유도						▶ 발매	한국	
								▶ NDA 제출		한국	
	DA-3803	Recombinant hCG	난포성숙 및 황체화 유발					▶ NDA준비중		한국	
	DA-3030	G-CSF	당뇨병성신경병증		▶					한국	
	DA-3031	PEGylated-G-CSF	호중구감소증						▶ 발매	한국	
	DA-3051	Interferon-β	다발성경화증			▶				브라질	
	DMB-3111	Trastuzumab 바이오시밀러	유방암		▶					일본	Meiji Seika
	DA-3880	Darbepoetin α 바이오시밀러	빈혈		▶					유럽	
				▶	▶ IND 승인					일본	SKK

주: IND-Investigational New Drug Application, NDA-New Drug Application
자료: 동아에스티KDB대우증권 리서치센터

동아에스티 (170900)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	568	573	617	673
매출원가	264	267	286	309
매출총이익	304	306	331	364
판매비와관리비	256	249	264	287
조정영업이익	48	56	67	77
영업이익	48	56	67	77
비영업손익	-4	-9	-12	-10
금융손익	-11	-11	-10	-10
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	44	47	55	67
계속사업법인세비용	10	10	12	15
계속사업이익	34	36	43	52
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	34	36	43	52
지배주주	34	36	43	52
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	27	35	43	52
지배주주	27	35	43	52
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	73	79	89	98
FCF	54	26	31	35
EBITDA 마진율 (%)	12.9	13.8	14.4	14.6
영업이익률 (%)	8.5	9.8	10.9	11.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.0	6.3	7.0	7.7

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	83	61	66	70
당기순이익	34	36	43	52
비현금수익비용가감	47	42	46	45
유형자산감가상각비	24	22	21	21
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	22	19	24	23
영업활동으로인한자산및부채의변동	12	-7	-10	-13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	10	-6	-7	-9
재고자산 감소(증가)	6	-4	-7	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-5	1	2	3
법인세납부	-10	-10	-12	-15
투자활동으로 인한 현금흐름	-23	-31	-33	-30
유형자산처분(취득)	-29	-35	-35	-35
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	0	0	0
기타투자활동	3	4	2	5
재무활동으로 인한 현금흐름	101	-89	-21	-21
장단기금융부채의 증가(감소)	97	-69	0	0
자본의 증가(감소)	-49	0	0	0
배당금의 지급	-2	-6	-8	-8
기타재무활동	55	-14	-13	-13
현금의 증가	166	-59	12	18
기초현금	116	282	223	235
기말현금	282	223	235	253

자료: 동아에스티, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

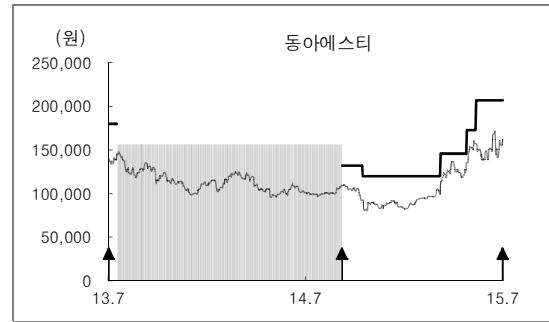
(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	475	427	453	489
현금 및 현금성자산	282	223	235	253
매출채권 및 기타채권	90	96	104	113
재고자산	85	89	96	104
기타유동자산	18	19	18	19
비유동자산	603	614	627	641
관계기업투자등	30	30	30	30
유형자산	457	469	483	497
무형자산	12	11	10	10
자산총계	1,078	1,041	1,080	1,130
유동부채	222	156	160	166
매입채무 및 기타채무	54	56	61	66
단기금융부채	128	59	59	59
기타유동부채	40	41	40	41
비유동부채	369	369	369	369
장기금융부채	321	321	321	321
기타비유동부채	48	48	48	48
부채총계	591	525	529	535
지배주주지분	487	516	551	595
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	227	227	227	227
이익잉여금	40	70	105	150
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	487	516	551	595

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	20.6	34.8	30.1	24.5
P/CF (x)	8.7	16.1	14.5	13.2
P/B (x)	1.4	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA (x)	11.8	18.0	15.8	14.2
EPS (원)	4,452	4,655	5,374	6,606
CFPS (원)	10,560	10,037	11,181	12,283
BPS (원)	63,288	65,210	69,584	75,191
DPS (원)	750	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	16.8	21.7	18.6	15.1
배당수익률 (%)	0.8	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	14.5	0.9	7.7	9.1
EBITDA증가율 (%)	21.7	8.2	12.7	10.1
조정영업이익증가율 (%)	23.1	16.7	19.6	14.9
EPS증가율 (%)	-	4.6	15.4	22.9
매출채권 회전을 (회)	6.2	6.4	6.5	6.5
재고자산 회전을 (회)	6.5	6.6	6.7	6.7
매입채무 회전을 (회)	9.1	9.4	9.5	9.4
ROA (%)	3.4	3.4	4.0	4.7
ROE (%)	7.4	7.3	8.0	9.1
ROIC (%)	6.7	7.7	8.9	9.7
부채비율 (%)	121.4	101.7	96.1	89.9
유동비율 (%)	214.0	273.6	282.4	294.8
순차입금/자기자본 (%)	31.0	27.3	23.4	18.6
조정영업이익/금융비용 (x)	3.4	3.9	5.0	5.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
동아에스티(170900)	2015.06.01	매수	207,000원
	2015.05.15	매수	173,000원
	2015.03.27	매수	146,000원
	2014.11.03	매수	120,000원
	2014.09.26	매수	132,000원
	2013.06.24	분석 대상 제외	180,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.36%	13.57%	14.07%	0.00%

* 2015년 6월 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.