

## 2024.02.20.(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2024-02-20 오전 4:32

수정한 날짜: 2024-02-20 오전 4:38

2024.02.20.(화) 증권사리포트

에스에프에이

질적 성장을 기대하며

[\[출처\] 키움증권 김소원 애널리스트](#)

4Q23 영업이익 361억원, 시장 기대치 상회

에스에프에이의 4Q23 연결 실적은 매출액 7,054억원(+85% QoQ, +56%YoY), 영업이익 361억원(+1,511% QoQ, +62% YoY)으로, 시장 기대치를 상회했다. 에스에프에이의 별도 실적은 매출액 3,303억원(+51% QoQ, +30%YoY), 영업이익 85억원(-4% QoQ, -72% YoY), opm 2.6%(-1.5%p QoQ, -9.2%p YoY)로, 신규 장비 초기 안정화 비용 및 상대적으로 수익성이 낮은 이차전지 장비 매출액 확대 영향으로 부진했다.

호실적을 주도한 자회사 CIS의 실적은 매출액 2,214억원(+517% QoQ, +177% YoY), 영업이익 303억원(+364% QoQ, +5,578% YoY), opm 13.7%로, 장비 리드타임 축소 및 기 확보한 수주의 인식이 4Q에 집중된 영향으로 높은 성장률을 기록했다.

한편 에스에프에이 2023년 신규 수주는 1.5조원(+30% YoY)으로 사상 최대치를 기록했으며, 사업부별 비중은 이차전지 47%, 디스플레이 28%, 반도체 8%, 유통 및 기타 17%로, 이차전지가 수주 성장을 주도했다.

수주 모멘텀 둔화 예상되나 밸류에이션 매력 보유

2023년 확보된 안정적인 수주를 기반으로 동사는 2024년 연결 매출액 2.0조원(+7% YoY), 영업이익 1,387억원(+62% YoY)을 기록할 전망이다. 다만 전기차 수요 부진에 따른 이차전지 고객사들의 증설 둔화가 불가피할 것으로 판단되며, 동사의 올해 신규 수주액은 1.2조원(-18% YoY)으로 감소가 예상된다. 지난해는 신규 장비 공급 확대 등 양적 성장에 집중했다면 올해는 질적인 수주 확보에 중점을 둘 것으로 기대되며, 이는 2년 간 지속 하락한 동사의 수익성 개선으로도 이어질 전망이다.

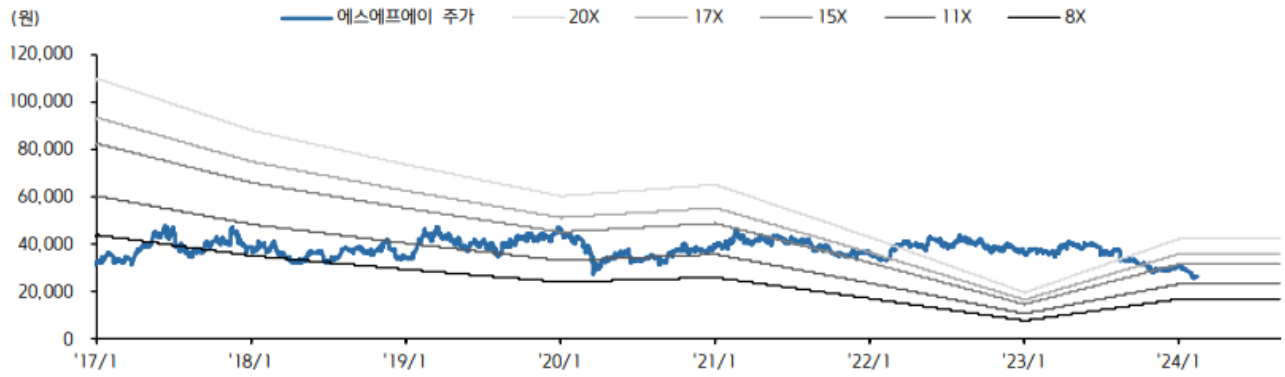
동사의 주가는 지난해 사상 최대 수주에도 불구하고, 수익성 악화 및 삼성디스플레이의 지분 축소 영향 등으로 인해 2024년 P/E 12.5배, P/B 0.9배까지 하락했다. 실적 전망치 및 신규 수주 모멘텀 둔화를 반영하여 목표주가를 40,000원으로 하향하나, 밸류에이션 매력, 점진적인 수익성 개선 및 2H24 BOE 8.6세대 OLED 신규 라인 수주 모멘텀 등을 기대하며 투자 의견 BUY를 유지한다

### 투자지표

(십억원)	2020	2021	2023F	2024F
매출액	1,564.9	1,684.4	1,881.2	2,019.4
영업이익	188.9	160.9	85.5	138.7
EBITDA	242.9	215.9	155.2	200.7
세전이익	179.8	152.2	59.0	130.8
순이익	148.3	106.0	48.2	104.6
지배주주지분순이익	116.9	77.2	35.1	76.2
EPS(원)	3,254	2,149	978	2,122
증감률(% YoY)	7.9	-34.0	-54.5	117.1
PER(배)	11.1	16.9	31.1	12.5
PBR(배)	1.2	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	5.8	7.2	6.5	5.9
영업이익률(%)	12.1	9.6	4.5	6.9
ROE(%)	10.9	7.0	3.3	7.1
순차입금비율(%)	-11.8	-5.2	3.0	3.2

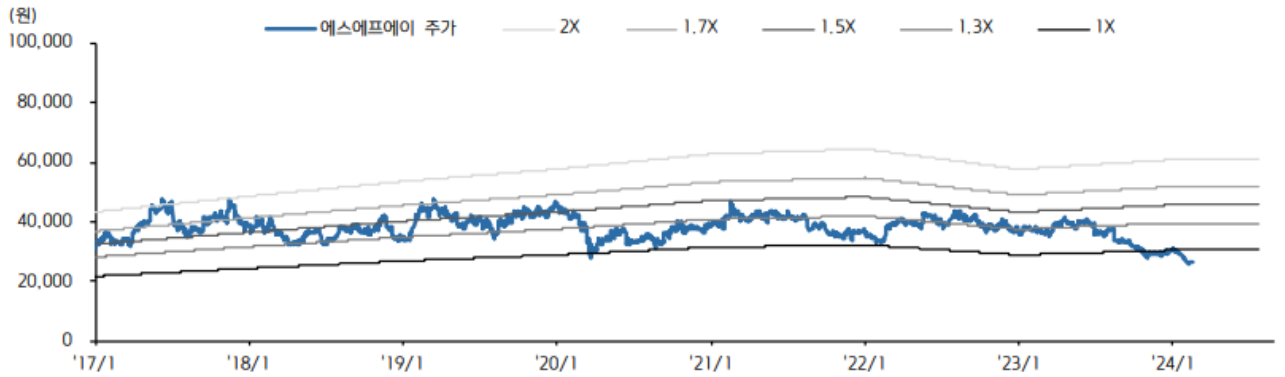
자료: 키움증권 리서치센터

### 에스에프에이 12개월 Forward P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

### 에스에프에이 12개월 Forward P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터



## 클라우드웍스

멀티모달 AI 시대, 실적으로 증명되는 고품질 데이터 수요

[\[출처\] 하나증권 조정현 애널리스트](#)

### 매년 2배씩 성장하는 생성형 AI 데이터 사업

클라우드웍스의 4분기 실적은 매출액 61억원, 영업적자 1.4억원을 기록했다. 2023년 연간 실적은 매출액 239억원(+101.6%, YoY), 영업적자 15억원(적지, YoY)으로 전년 대비 적자폭이 대폭 축소됐다. 외형 성장의 주요 요인은 LLM 모델 개발 수주 증가에 따른 AI 데이터 수요 증대 및 AI 교육 플랫폼 성장에 기인한다. 2024년에도 데이터 부문과 맞춤형 LLM 사업의 동반 성장이 예상된다. ① 오픈AI가 보여준 '달리-3'(text-to-image) 및 '소라'(text-to-video)와 같은 멀티모달 AI의 등장으로 파운데이션 모델 학습에 필요한 데이터 수요는 급증할 것으로 판단된다. 고품질 텍스트 데이터는 물론 이미지/음성/비디오 데이터에서도 수요가 본격화될 것으로 예상된다. 동사와 같은 생성형 AI 학습에 필수적인 데이터 가공 플랫폼과 기술력을 갖춘 업체들의 구조적 성장이 기대된다. 이에 데이터 부문 매출은 22년 58억원 □ 23년 132억원 □ 24년F 261억원으로 고성장이 지속될 전망이다. ② 올해 기업들의 생성형 AI 도입이 본격화되는 시점으로, 신규 사업인 맞춤형 LLM 서비스 또한 순항 중에 있다. 현재 금융권 고객사를 중심으로 약 60건의 생성형 AI 도입 PoC 및 프로젝트를 진행 중인 가운데, LLM 데이터셋 구축과 동시에 거대언어모델 개발프로젝트 레퍼런스를 보유한 동사의 선점 효과가 기대된다.

### 히든 밸류 닥터웍스, 의료 전문 LLM 솔루션 글로벌 출시 본격화

자회사 닥터웍스는 국내 유일 의료 전문 LLM 솔루션 업체다. 2020년 11월 국내 최초 의료 클라우드소싱 플랫폼을 출시하며, 약 1,200명의 전문의가 26개 분과의 고품질 의료데이터를 직접 수집 및 가공하고 있다. 동사는 텍스트/이미지/생체신호/음성 등 전 의료데이터 부문을 아우르는 멀티모달 데이터를 확보하였으며, 현재 약 260만건의 의료 데이터 가공 레퍼런스를 보유하고 있다. 이를 통해 동사는 LLM 기반 의료 AI 솔루션 '닥터웹'을 개발 완료하여, 올해 국내 제품 출시 및 북미 시장 진출을 본격화할 전망이다. 최근 구글, 오픈AI 등 글로벌 업체들의 멀티모달 AI가 의료 산업에 적용되고 있는 만큼, 자회사 닥터웍스의 행보에도 주목이 필요하다.

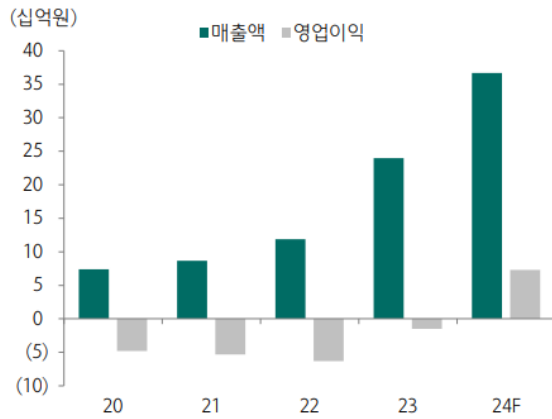
### 실적 턴어라운드의 원년

2024년 매출액 367억원(+53.0%, YoY), 영업이익 73억원(흑전, YoY)으로 실적 턴어라운드를 전망한다. 올해 실적 성장은 텍스트/이미지/영상/음성 등 멀티모달 AI 데이터 수요증대 및 신규 사업인 맞춤형 LLM 서비스 매출 가시화에 기인한다. 또한 동사는 네이버클라우드와 마이크로소프트 Azure 클라우드 파트너사(MSP)로 2025년부터는 클라우드서비스 진출을 통해 외형 성장세는 더욱 가파라질 것으로 예상된다.

## Financial Data (십억원, %, 배, 원)

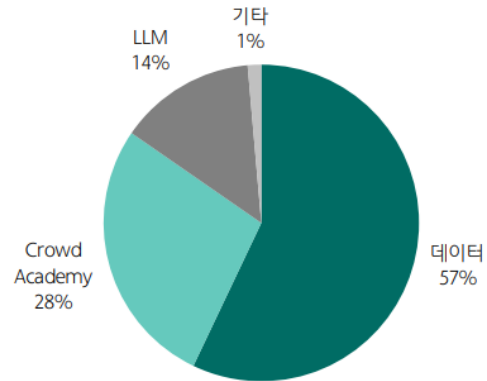
투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	3	7	9	12
영업이익	(1)	(5)	(5)	(6)
세전이익	(3)	(6)	(25)	(13)
순이익	(3)	(6)	(25)	(13)
EPS	(1,352)	(1,921)	(7,499)	(3,629)
증감율	N/A	적지	적지	적지
PER	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	99.6	66.3	76.3	(312.3)
BPS	(1,057)	(2,861)	(8,927)	1,087
DPS	0	0	0	0

도표 1. 크라우드웍스 실적 추이 및 전망



자료: 크라우드웍스, 하나증권

도표 2. 주요 제품별 매출 비중



자료: 크라우드웍스, 하나증권  
주: 2024년 예상치 기준

도표 3. DALL·E 3, text-to-image 생성형 AI 모델



자료: 오픈시, 하나증권

도표 4. Sora, text-to-video 생성형 AI 모델



자료: 오픈시, 하나증권



이녹스첨단소재

매력적 구간

[\[출처\] IBK투자증권 김운호 애널리스트](#)

23년 4분기, 계절성, 일회성 비용으로 부진

2023년 4분기 매출액은 2023년 3분기 대비 18.1% 감소한 835억원이다. 이전 전망 대비 소폭 감소한 규모이다. SMARTFLEX는 예상 보다 좋았으나 나머지 사업 매출액은 예상 대비 부진하였다. 2023년 4분기 영업이익은 20억원이다. 이전 전망 대비 감소한 규모이다. 예상보다 크게 차이가 난 이유는 일회성 비용에 따른 영향이고 이를 제외했을 경우 이전 전망 대비 높은 규모이다.

2024년 시작이 좋다

이녹스첨단소재 2024년 1분기 매출액은 2023년 4분기 대비 15% 증가한 960억원으로 예상된다. 연말 재고 조정 이후 물량 회복이 기대되기 때문이다. 전 사업부 매출액이 전 분기 대비 증가할 전망이다. 특히 Smartflex와 INNOLED 성장이 클 전망이다. 2024년 1분기 영업이익은 137억원으로 전 분기 대비, 전년 동기 대비 큰 폭으로 개선될 전망이다. 가동률 상승에 따른 영향과 제품믹스가 전 분기 대비 개선될 것으로 기대하기 때문이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 40,000원 유지

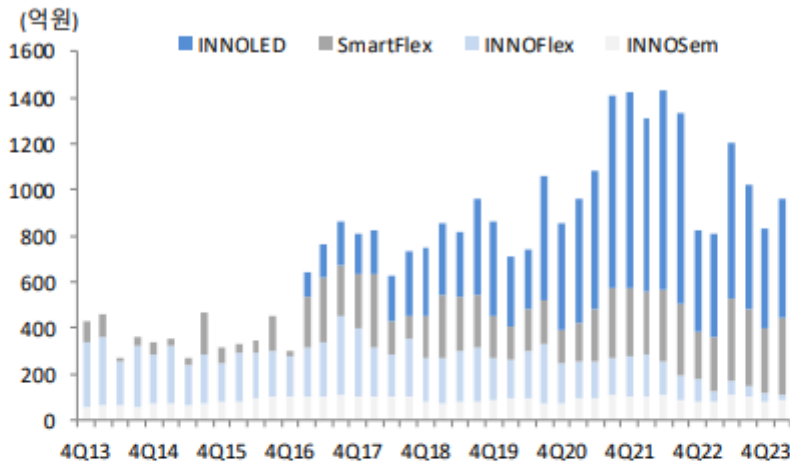
이녹스첨단소재에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 OLED TV 물량 회복에 따른 수혜가 기대되고, 2024년에는 신규 고객 물량이 큰 폭으로 증가할 것으로 예상되고, 현재 주가는 상승 여력이 높다고 판단하기 때문이다. 이녹스첨단소재의 목표주가는 40,000원을 유지한다. 12개월 예상 EPS 2,919원에 PER 13.7배를 적용하였다. 모바일 업황은 부진하지만 신규 고객 확보와 신제품을 통한 성장 동력을 확보하고 있고, 부진한 업황에도 대형 OLED 물량이 증가세를 보이고 있고, 신규 OLED 고객 물

량이 2024년 물량 증가에 기여할 것으로 예상되어 당분간 성장성에 대한 우려는 없을 것으로 판단한다. 하반기 실적 개선 모멘텀을 고려할 때 투자를 고려할 시점으로 판단한다.

(단위:억원,배)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,873	4,894	3,869	4,779	5,055
영업이익	967	971	421	697	787
세전이익	1,001	1,019	514	739	844
지배주주순이익	802	854	404	590	673
EPS(원)	4,091	4,263	2,002	2,919	3,333
증가율(%)	217.1	4.2	-53.0	45.8	14.2
영업이익률(%)	19.8	19.8	10.9	14.6	15.6
순이익률(%)	16.5	17.4	10.4	12.3	13.3
ROE(%)	31.4	24.8	10.2	13.4	13.6
PER	11.3	7.1	16.0	10.3	9.0
PBR	2.9	1.6	1.6	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.5	4.5	8.2	5.3	4.2

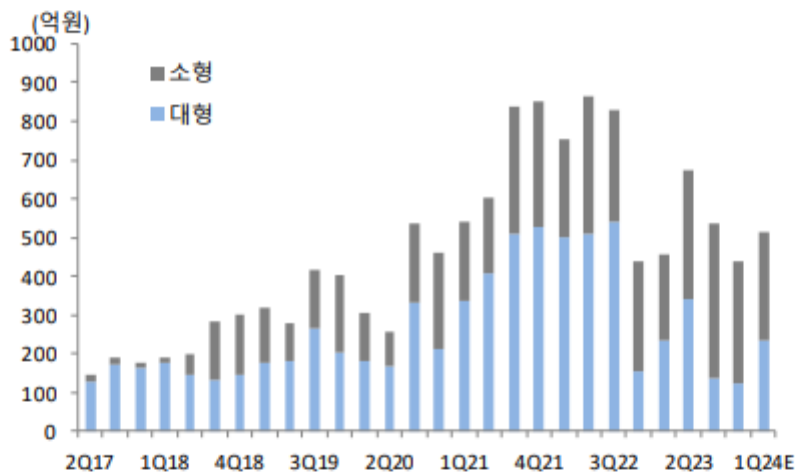
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 2. 이녹스첨단소재 제품별 분기별 매출액 추이 및 전망



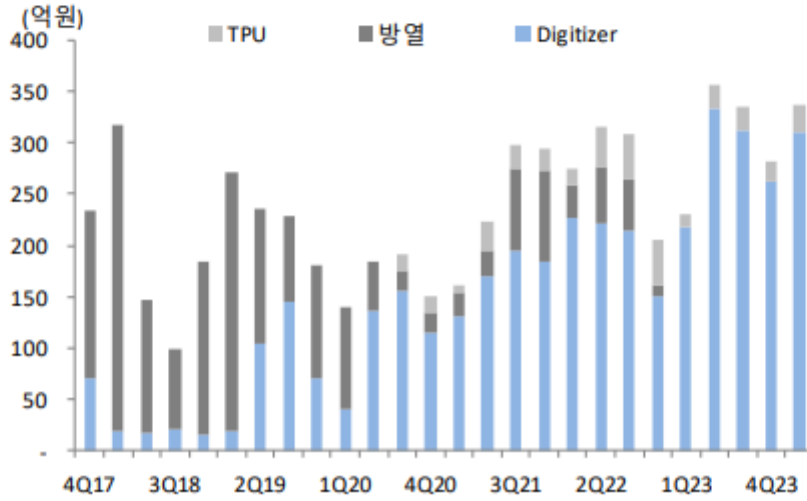
자료: 이녹스첨단소재, IBK투자증권

그림 3. INNOLED 사업부 제품별 비중 추이 및 전망



자료: 이녹스첨단소재, IBK투자증권

그림 4. SmartFlex 분기별 매출액 추이 및 전망







---

마이크로디지털

Level Up 성공

[\[출처\] IBK투자증권 이건재 애널리스트](#)

기술특례 기업에서 흑자 기업으로 성장

동사는 지난 14일 매출액 또는 손익구조 30%이상 변동 공시를 통해 23년도 연간 실적을 매출액 108억원(+22.02%, YoY), 영업 이익 2억원(흑자전환), 순이익 7억원(흑자전환)으로 공시. 지난 2019년 기술특례 기업으로 코스닥 시장에 상장할 당시 매출액 39억원, 영업이익 64억원의 적자를 기록했던 점을 고려하면 지난 4년간 시나브로 실적 성장세 유지했던 것으로 판단됨.

코로나 팬데믹 당시 동사가 보유한 일회용 바이오파이퍼의 시장 확대가 빠르게 나타날 것으로 기대했지만 실제 속도는 시장 기대치를 충족하지 못해 현재는 투자자들의 관심에서 멀어진 것이 사실. 하지만 시장 관심도 변화와 상관없이 동사는 매년 매출액 성장을 이어 나가고 원가 구조 개선을 지속해 2023년 드디어 영업이익 흑자 기업으로 한 단계 성장함.

시장 레퍼런스 확보가 무엇보다 중요한 시장

동사가 영위하는 바이오 소부장용 장비와 부품 개발을 대부분 북미, 유럽 지역에 뿌리를 내린 기업들이 독점하고 있어 신생 기업들의 진출이 상당히 어려움. 장비와 부품 개발에 EUV 장비처럼 최첨단 기술이 사용되는 것은 아니지만 인명을 담보로 하는 의약품 개발에 사용되기 때문에 레퍼런스가 없는 신규 업체의 시장 침투는 거의 불가능함.

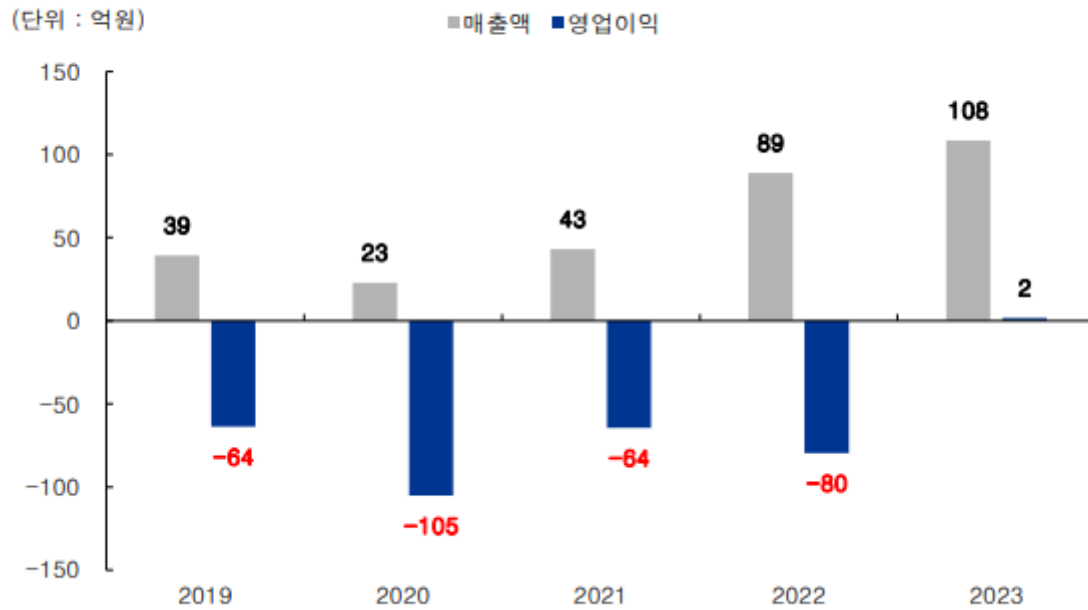
동사도 일회용 바이오파이퍼를 코로나 시기에 개발 완료해 유리한 환경 속에서 사업을 진행했음에도 불구하고 장비의 시장 침투율이 생각만큼 빠르게 나타나지 않았음. 하지만 우보와 같은 속도로 지난 4년간 국내 바이오 대표 기업향으로 일회용 소모성 자재의 보급 확대와 코스닥 상장사향으로 일회용 바이오파이퍼 장비 납품에 성공해 시장 레퍼런스를 착실히 확보함. 동사는 바이오 소부장 산업 내에서 가장 중요한 시장 레퍼런스를 착실히 쌓아 비교 경쟁력 확보해 나가고 있음.

(단위:억원,배)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	47	39	23	43	89
영업이익	-12	-64	-105	-64	-80
세전이익	-15	-61	-104	-85	-93
당기순이익	-17	-63	-105	-76	-94
EPS(원)	-169	-472	-721	-518	-609
증가율(%)	4,450.7	178.5	52.8	-28.1	17.5
영업이익률(%)	-25.5	-164.1	-456.5	-148.8	-89.9
순이익률(%)	-36.2	-161.5	-456.5	-176.7	-105.6
ROE(%)	-35.6	-47.2	-82.3	-76.0	-104.8
PER	0.0	-7.7	-12.8	-20.0	-5.7
PBR	0.0	3.0	17.6	12.7	9.8
EV/EBITDA	5.4	-8.1	-15.0	-30.4	-7.5

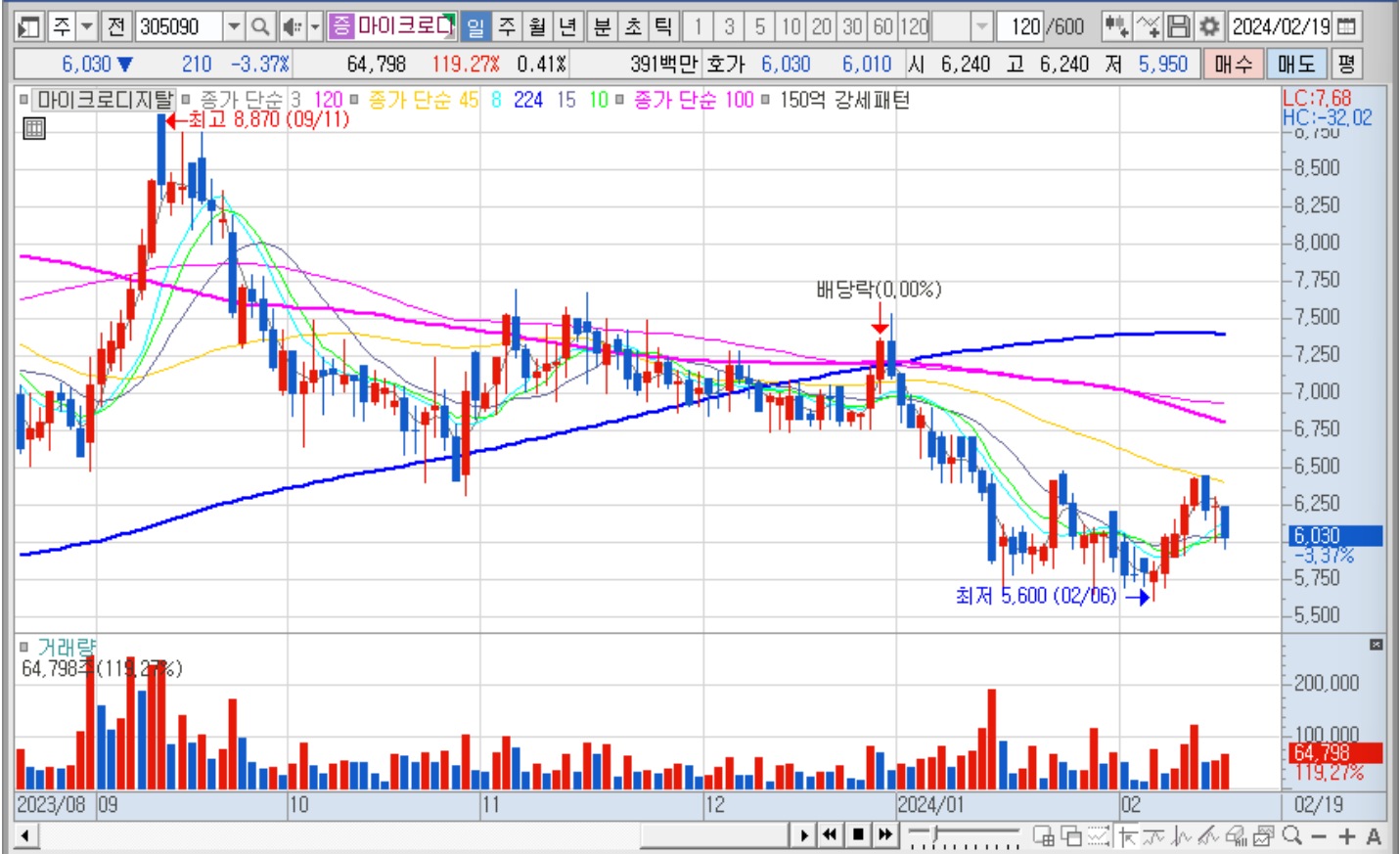
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 실적 추이 그래프

(단위 : 억원)



자료: 마이크로디지털, IBK투자증권



---

## 녹십자웰빙

라이넥 중국 진출 임박, 매출 쿼텀 점프 기대

[\[출처\] 하나증권 조정현 애널리스트](#)

### 태반주사제 m/s 1위 업체

녹십자웰빙은 의약품 및 건강기능식품 제조 및 판매 업체다. 주력 의약품은 태반주사제 라이넥이며, 국내 시장 점유율 80%를 차지하고 있다. 2023년 연결 매출액 1,205억원(+9.8%, YoY), 영업이익 104억원(+24.6%, YoY)을 기록하며 안정적 외형 성장을 시현하고 있으며, 사업부별 매출 비중은 의약품 85%, 건기식 15%이다. 현재 태반주사제는 원재료 특성상 안정성의 문제로 임상 절차가 까다로워 진입장벽이 높은 의약품이다. 태반주사제는 과거 많은 경쟁 제품이 있었으나, 자하거가수분해물 주사제의 경우 2011년부터 임상 재평가에서 라이넥주를 제외한 모든 제품이 퇴출되었기 때문에 동사는 여전히 공고한 국내 시장 점유율을 보유하고 있다. 동사의 투자 포인트는 1) 올해 태반주사제 라이넥 중국진출이 예상됨에 따라 내수 중심의 매출에서 해외로 판매가 확대될 것으로 예상되며, 2) 이미 중국 물량 대응을 위한 선제적 capa 증설 및 GMP 허가를 마쳐 중국 H성 식약처 허가에 따라 해외 매출 가시성이 높을 것으로 판단되며, 3) 적자 사업부였던 B2C 건기식 사업 물적분할을 통해 비용 절감 효과 및 수익성 개선이 전망되는 점이다.

### 올해 상반기 라이넥 중국 시장 진입 예정

라이넥 중국 진출이 임박한 것으로 파악된다. 녹십자웰빙은 2022년 하반기 중국 수출 계획 검토를 시작으로, 작년 상반기 라이넥 중국 현지 대리점 파트너를 확정하였다. 현재 H성 50개의 상급병원을 포함해 지역병원 판매망을 확보한 상황이다. 올해 1월 지역관리국허가 심의를 위한 서류를 제출한 상태로, 1분기 내 식약처 허가가 임박한 것으로 파악되며, 상반기 라이넥 수출이 개시될 것으로 판단된다[도표 4]. H성 식약처 허가 시, 라이넥은 중국에 정식으로 유통되는 첫 태반주사제라는 점에 주목해야 한다. H성만 하더라도 국내약 500억원의 태반주사제 시장 규모를 넘어서는 수준이다. 2025년까지 H성 판매를 통한 임상 데이터를 확보 후 2026년에는 중국 전역으로 판매를 확대할 계획이다. 2021년 6월 완공된 신규 공장의 현재 capa는 약 2,000억원 수준으로 최대 7,000억원 수준의 생산이 가능하다. 작년 4분기 신공장 라이넥 생산 허가를 이미 마친 상황으로 중국 진출 모멘텀에 주목할 필요가 있다.

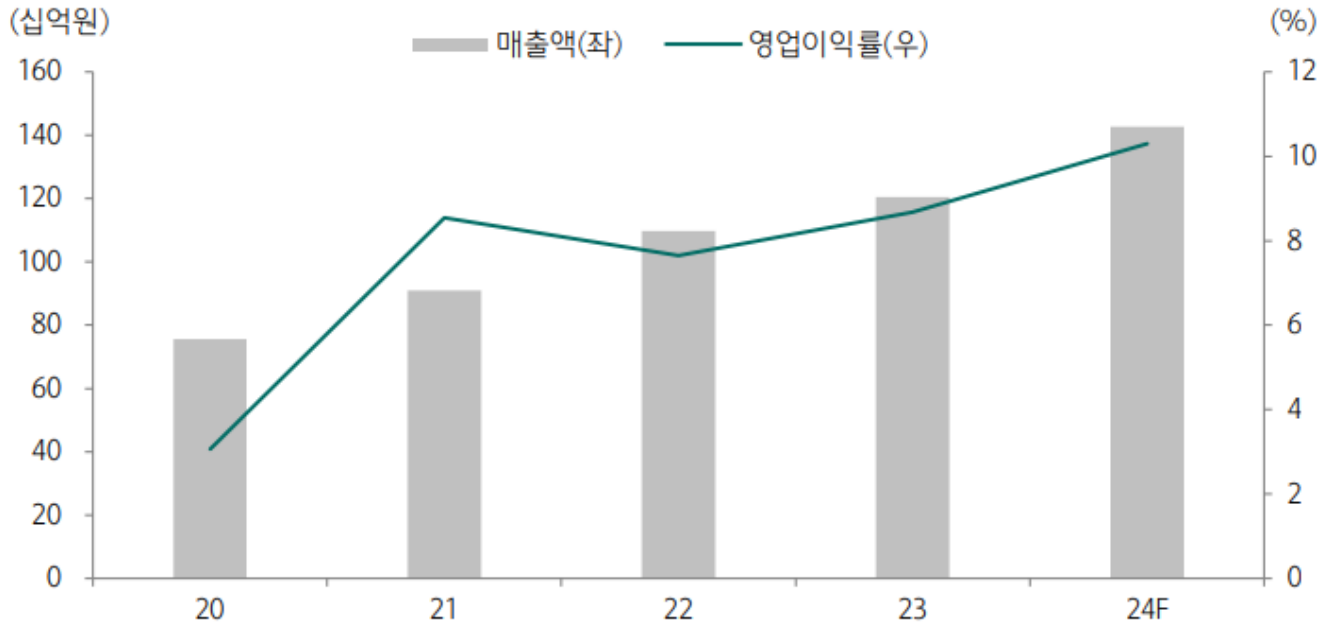
### 2024년 매출액 1,427억원, 영업이익 147억원 전망

2024년 실적은 매출액 1,427억원(+18.4%, YoY), 영업이익 147억원(+41.3%, YoY)으로 전망한다. 사업부별 매출액은 의약품 1,284억원(+25.3%, YoY), 건기식 143억원(-18.7%, YoY)으로 예상한다. 이는 태반주사제 라이넥 국내 성장률 및 건기식 사업 축소로 인한 비용 절감 효과만 고려한 추정치로, 중국 매출 가시화 시 실적 상향 여지가 크다고 판단한다.

**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	67	76	91	110
영업이익	8	2	8	8
세전이익	7	2	8	9
순이익	6	2	7	8
EPS	400	86	378	451
증감율	(7.2)	(78.5)	339.5	19.3
PER	26.4	162.8	26.9	18.2
PBR	2.3	3.0	2.0	1.5
EV/EBITDA	15.2	55.3	20.3	16.0
ROE	6.9	1.8	7.6	8.3
BPS	4,685	4,680	4,974	5,417
DPS	80	50	80	100

**도표 3. 실적 추이 및 전망**



자료: 녹십자웰빙, 하나증권



삼성증권

안정적인 선택지

[\[출처\] 키움증권 김재철 애널리스트](#)

2023년 연결순이익 5,480억원으로 추정치 하회

동사의 4Q23 분기 순이익은 -72억원(YoY, QoQ 적자전환), 2023년 연간기준 순이익은 5,480억원(YoY +29.3%)으로 동사 추정치 6,150억원에 10.9% 하회하는 실적을 기록했다. 주요 요인은 업계 공통 요인인 부동산관련 충당금 적립과 투자자산평가손실에 기인한다. 동사의 별도 기준 연간총당부채관련비용은 416억원, 금융자산손실이 2,563억원으로 총 2,980억원을 기록했다.

다만 지난 4분기에만 392억원의 충당부채전입이 있었으며, 1,402억원의 금융자산손실이 있었다는 점에서 연말을 기점으로 대규모의 PF 충당금 전입 및 평가손실이 발생하였음을 추정할 수 있다. 상대적으로 업종 내에서 관련 익스포저가 적은 기업임을 감안하면 올해 관련 손실이 손익에 미칠 영향은 더 제한적일 가능성이 높다. 올해 초 밸류업 프로그램 도입을 시작으로 금리 인하가 예상되는 올해, 증가하는 거래대금 및 업황 반등에 의한 사업부문별 실적 회복과 함께 23년 대비 축소될 일회성 비용으로 인해 실적은 무난한 성장을 기록할 수 있을 것으로 전망한다.

업종 평균을 상회하는 배당성향

동사의 배당금은 지난 1/26일에 공시되었으며 23년 DPS는 2,200원으로 전년 대비 +29.4% 증가, 배당성향은 22년과 동일한 35.9%를 기록했다. 23년을 포함한 지난 5개년 배당성향은 약 37%로 업계 평균을 상회, 22년 실적 급락 구간에서도 동일한 배당성향을 유지하며 실적과 DPS를 일정하게 유지, 배당신뢰도를 높여왔다. 향후 실적 성장에 따른 DPS 동반 성장이 예상된다는 점에서 안정적인 배당주의 성격이 강해질 것으로 전망한다.

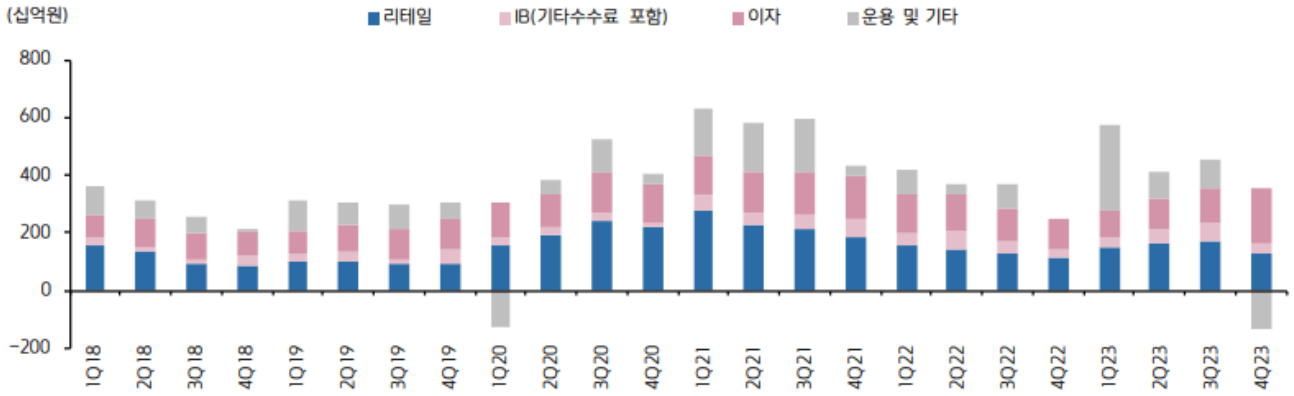
투자의견 BUY, 목표주가 49,000원 유지

동사는 지난 연말 배당락 시점 이후 하락세를 이어오다 밸류업 프로그램 언급 이후 급상승하는 모습을 보였으나 현재는 배당락 시점의 주가로 회귀한 상태이다. 다만 올해 1%pt 가량의 ROE 상승 전망과 안정적인 배당성향 유지에 따른 DPS 상승이 기대된다는 점, 그리고 현재 6.6%의 배당수익률을 보인다는 점에서 가격 매력도가 있다고 판단한다.

투자지표				
(십억원, IFRS 연결)	2022	2023F	2024F	2025F
순영업수익	1,401	1,662	1,757	1,893
판관비	822	922	925	954
영업이익	579	741	833	939
당기순이익	424	548	625	711
ROE(%)	6.9	8.3	9.1	10.0
BPS(원)	69,383	74,159	76,902	79,480
P/B(배)	0.45	0.51	0.50	0.48
P/E(배)	6.7	6.2	5.5	4.8
배당수익률(%)	4.6	5.8	6.6	7.5

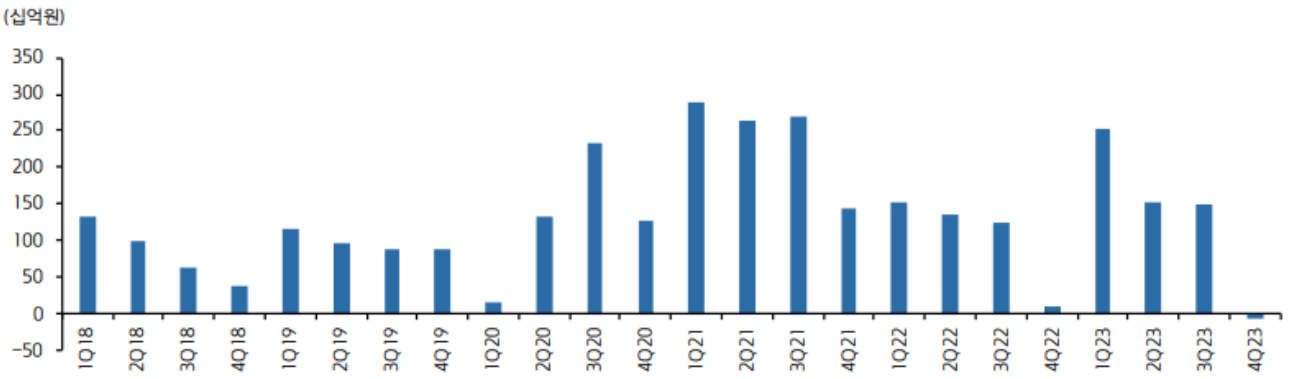


### 삼성증권 연결 기준 순영업이익 추이



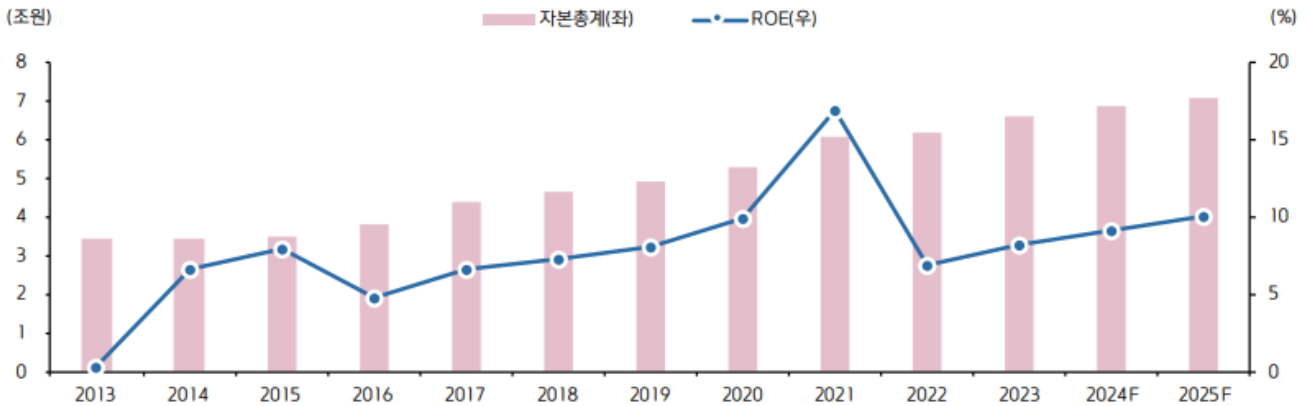
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

### 삼성증권 연결 기준 당기순이익 추이



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

### 삼성증권 연결 기준 자본총계 및 ROE 추이



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터



동아에스티

하반기 쏟아지는 모멘텀

[\[출처\] 키움증권 허혜민 애널리스트](#)

제품 믹스 개선과 비용 통제로 4분기 실적 상회

4분기 매출액은 1,657억원(YoY +1%, QoQ +10%), 영업이익 73억원(YoY +75%, QoQ -44%, OPM +4%)으로 컨센서스 매출액 1,680억원에 부합하였고, 영업이익 17억원을 상회하였다. 고마진의 자체 제품 인성장호르몬제 그로트로핀이 251억원(YoY +41%), 당뇨병 치료제 슈가는 71억원(YoY +120%)가 고성장을 이어가면서 전문의약품(ETC) 사업부가 1,110억원(YoY +23%) 증가한 영향이 있었다. 경상연구개발비는 286억원으로 전년동기 대비 +2% 소폭 성장하였는데, 해외사업부 물류비 감소 등을 포함한 효율적인 판관비 통제로 판관비와 일반관리비가 YoY -12% 감소하면서 수익성 개선을 이끌었다. 영업 외로는 뉴로보의 연결 편입으로 인한 손상차손이 발생한 영향이 있었다.

스텔라라BS 유럽과 미국 승인, MASH와 비만 데이터 발표

동사는 DMB-3115 스텔라라 바이오시밀러를 지난해 6월 유럽 품목허가 신청, 미국 10월 허가 신청하여 유럽은 올해 하반기 승인 및 발매가 예상되며 미국은 판매 파트너사 어코드와 안센의 합의가 '25.5월로 그 이후 출시가 전망된다. 유럽은 '24.7.19 일 특허만료로 알보텍(CHMP 허가권고), 셀트리온 ('23.5월 허가신청), 동아에스티('23.6월 허가신청), Formycon('23.9월 허가신청)으로 동사는 유럽에서 3번째로 출시가 예상된다. 다만, 올해는 에스젠바이오의 초도 물량반영으로 수익성보다는 매출에 영향이 있을 것으로 보여, 본격적인 스텔라라BS 수익성 개선 반영은 미국 판매 본격화인 '25년이 될 것으로 보인다 (미국 승인 전으로 추정치 미반영).

R&D 모멘텀으로는 MASH 치료제 DA-1241(GPR119 agonist)의 2a상 3분기 종료 및 4분기 결과 발표가 예상되며, DA-1241의 단독 요법 뿐만 아니라 시타글립틴(DPP-4 억제제)과 병용 발표도 가능 할 것으로 보인다. 비만 치료제 DA-1726(GLP-1/GCG)은 지난 1월 글로벌 1상 IND 신청하여 2분기 중으로 임상 개시하여, 하반기 1상 결과 확인할 수 있을 것으로 기대한다.

투자의견 Buy, 목표주가 8만원. Top picks 추천.

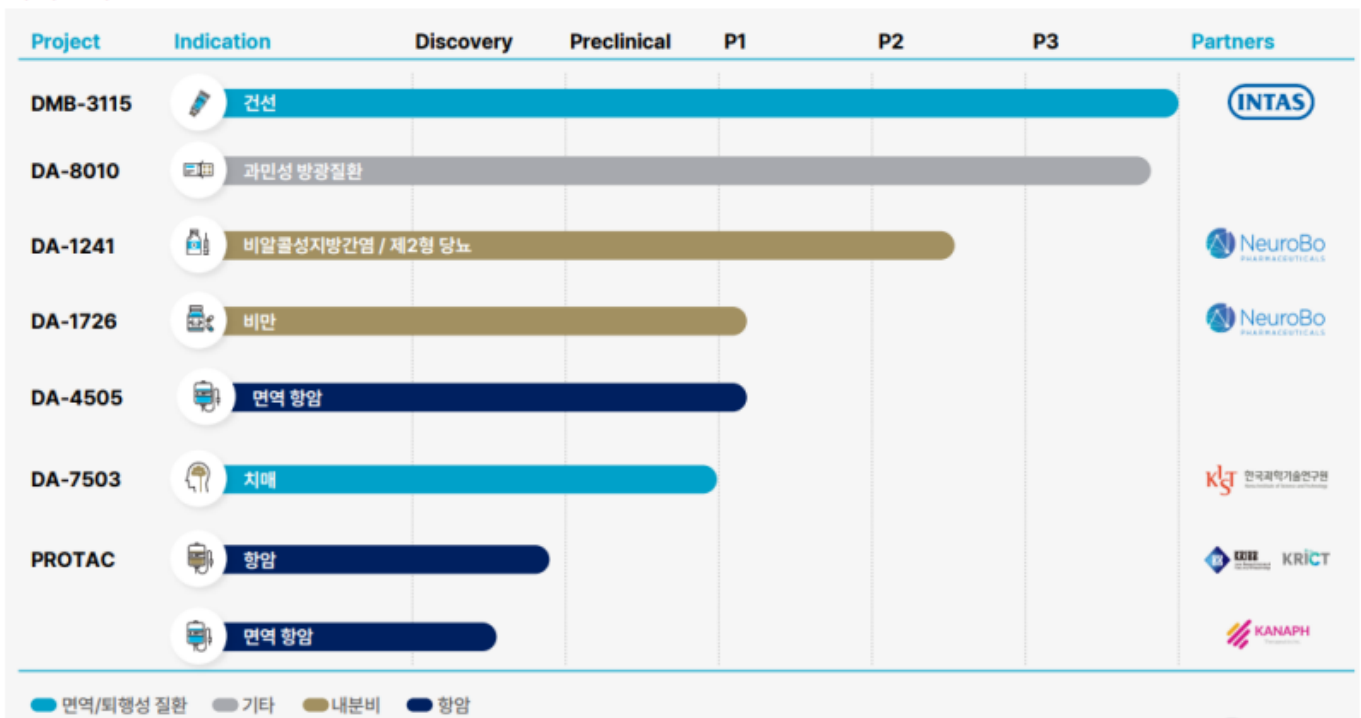
올해 매출액은 6,768억원(YoY +12%), 영업이익 412억원(YoY +15%, OPM+6%)으로 호실적 전망되고, 하반기 스텔라라BS 유럽 출시와 MASH 치료제 임상 2a상과 비만 1상 발표 등의 모멘텀을 보유하고 있다는 점이 긍정적이다. '25년 스텔라라 시밀러 미국 출시로 인한 로열티 유입(전체 어코드 판매의 5% 로열티 추정)이 된다면, 수익성은 더욱 개선될 것으로 기대한다

## 투자지표

(십억 원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	590.1	635.8	605.1	676.7
영업이익	15.5	30.5	35.8	41.2
EBITDA	35.3	51.0	55.7	58.9
세전이익	11.3	13.5	28.3	31.9
순이익	12.0	9.0	20.8	24.9
지배주주지분순이익	12.0	9.0	20.8	24.9
EPS(원)	1,363	1,027	2,372	2,829
증감률(% YoY)	-56.7	-24.7	131.0	19.3
PER(배)	50.6	58.1	29.1	23.4
PBR(배)	0.92	0.78	0.87	0.79
EV/EBITDA(배)	17.1	11.4	11.3	10.1
영업이익률(%)	2.6	4.8	5.9	6.1
ROE(%)	1.8	1.4	3.0	3.5
순차입금비율(%)	0.1	10.2	5.0	3.5

자료: 키움증권

## 파이프라인 현황



자료: 동아에스티, 키움증권 리서치센터

