

2020. 10. 12

## 헬스케어팀

서근희, Ph.D.  
Analyst  
keunhee.seo@samsung.com  
02 2020 7788

### ▶ AT A GLANCE

투자 의견	<b>BUY</b>	
목표주가	88,000원	(19.6%)
현재주가	73,600원	
시가총액	1.4조원	
Shares (float)	18,656,000주 (49.7%)	
52주 최저/최고	17,000원/77,200원	
60일-평균거래대금	344.3억원	

### ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에스티팜 (%)	20.7	96.0	321.8
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	22.7	37.2	205.6

### ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	88,000	88,000	0.0%
2020E EPS	197	131	50.4%
2021E EPS	782	585	33.7%

### ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	88,000
Recommendation	4.0

BUY★★★★ / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1

## 에스티팜 (237690)

### 4분기부터 올리고 매출 증가로 실적 턴어라운드 기대

- **3Q20 preview:** 올리고 공급 4분기로 일부 이연되면서 적자 지속 전망.
- **투자 의견 Buy 및 목표주가 8.8만원으로 유지:** 4분기는 주요 올리고 공급 증가로 실적 턴어라운드 기대 (4Q20 영업이익 52억원 추정) 및 2021년 수주 증가에 따른 가파른 성장 이어질 것으로 전망.

### WHAT'S THE STORY

**3Q20 preview, 기대됐던 올리고 매출 일부 4분기로 이연되면서 실적 부진 전망:** 연결 기준 매출액 282억원 (+40.6% y-y), 영업손실 38억원 (적자 y-y) 추정. CDMO 신약 12억원 (+2% y-y), 올리고 API 118억원 (+117% y-y), 제네릭 API 132억원 (+13.6% y-y), 정밀화학 21억원 추정. 지난 6월 유럽 제약사와 320억원 규모의 공급 계약에 이어 지난 9월 유럽 제약사와 458억원의 공급 계약 체결. 4분기 Tominersen (P3, 헌팅턴 치료제, Ionis/Roche), Imetelstat (P3, 혈액암 치료제, Geron)에 대한 올리고 물량 공급 확대가 예상. 2020년 올리고 매출액 588억원 (+132.4% y-y) 추정되나, 2021년 Inclisiran (4Q20 FDA 허가 예정) 대량 생산으로 올리고 매출액 916억원 (+55.8% y-y) 전망.

**반월공장 3, 4층 100% 활용:** 지난 8월, 에스티팜은 올리고뉴클레오타이드 생산 설비 증설을 발표 (반월공장 올리고 생산동 3, 4층 60% 활용, 연간 Capa 800kg으로 추정)에 이어 지난 10월 생산 설비 증설 공시 추가 발표 (반월공장 올리고 생산동 3, 4층의 40% 활용). 글로벌 제약사의 올리고 핵산 치료제 신약 API 생산을 위한 공동 사용 설비로 활용 예정이라고 밝힘. 시설 투자 공시 관련 상세한 정보 미공개로 계약 구조에 대해 차후 추가 공시될 것으로 예상. 해당 고객사와의 공동 투자 형태로 진행된다고 공시에 언급된만큼 고객사의 CAPEX 지원, 공장 가동 고정비에 대한 공동 부담, 일정 수준 이상의 수주 등 예상. 국내 헬스케어 업종에서 해외 고객사로부터 시설 투자에 대한 지원 사례가 없었던 만큼 올리고 대량 시설 확보에 대한 글로벌 제약사의 올리고 시장 진출에 대한 확고한 의지 확인.

**투자 의견 buy, 목표주가 88,000원으로 유지:** 기존 에스티팜 목표주가 산정에 3/4층 추가 증설을 선반영하여 지난 10월 추가 증설과 관련해서 기업가치 변동 없음. 3Q20 실적 부진 예상되나, 4분기부터 본격적인 실적 턴어라운드 및 최근 올리고 수주 기반으로 2021년까지 성장장이 이어질 것으로 전망. 4Q20 Clover/GSK/Dynavax의 코로나19 백신 임상 1상 결과 발표 (올리고 성분인 Dynavax의 CpG1018 면역보강제 사용), Inclisiran FDA 허가와 같은 모멘텀 유효.

### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2019	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	93	143	176	217
영업이익 (십억원)	-27	-13	7	19
순이익 (십억원)	-19	2	13	17
EPS (adj) (원)	-993	197	782	909
EPS (adj) growth (%)	적지	흑전	297.0	16.1
EBITDA margin (%)	-16.6	0.6	11.8	14.4
ROE (%)	-5.9	1.2	4.7	5.2
P/E (adj) (배)	n/a	373.4	94.1	81.0
P/B (배)	4.6	4.5	4.3	4.1
EV/EBITDA (배)	n/a	1,511.5	63.6	41.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

에스티팜 3Q20 Preview

(억원, %)	3Q19	2Q20	3Q20E			직전추정 대비(%)	
			직전추정	추정치	YoY		QoQ
매출액	200	338	282	282	40.6	-16.6	0.0
CDMO 신약	11	45	12	12	2.0	-73.9	0.0
올리고	54	119	118	118	117.5	-1.4	0.0
제네릭	116	137	132	132	13.6	-3.9	0.0
정밀화학	19	37	21	21	9.8	-43.0	0.0
매출원가	184	286	223	225	22.5	-21.2	1.1
판매비	49	100	94	94	91.6	-6.1	0.0
영업이익	-33	-33	-35	-38	15.3	15.3	6.9
세전이익	-12	-12	-28	-25	111.9	111.9	-9.0
순이익	-6	-6	-22	-15	171.0	171.0	-28.7
영업이익률 (%)	-16.4	-16.4	11.7	19.2			
세전이익률 (%)	-5.9	-5.9	11.2	18.3			
순이익률 (%)	-2.8	-2.8	9	14.3			

자료: 동아에스티, 삼성증권 추정

에스티팜 목표주가

(십억원, 원)	2020E			분류	주요 가정 (올리고 산업 성장성 반영)
	Base	Bull	Bear		
에스티팜 (A=B+C-D)	1,641	2,074	1,366	Base	g당 가격: 시화, 4,000달러; 반월, 200달러 플가동 시점: 시화, 2027E; 반월 2026E 공장 효율: 시화/반월 70%
현재가치 (B)	346	380	274		
영구현금흐름 현재가치 (C)	1,258	1,658	1,054		
순현금 (D)	37	37	37		
보통주 주식수 (E, 천주)	18,656	18,656	18,656	Bull	g당 가격: 시화, 4,000달러; 반월, 300달러 플가동 시점: 시화 2027E; 반월 2025E 공장 효율: 시화/반월 70%
적정주가 (A/E)	87,968	111,172	73,201		
목표주가	88,000	111,000	73,000	Bear	g당 가격: 시화, 4,000달러; 반월, 200달러 플가동 시점: 시화/반월, 2030E 이후 공장 효율: 시화/반월 50-70%
현재주가	73,100	73,100	73,100		
Upside	20.4	51.8	-0.1		

참고: 주요 가정은 올리고 CMO에 대한 가정. 플가동 시점은 전방 산업 (올리고 치료제)의 수요 성장에 따라 달라질 것으로 기대. 향후 경쟁사의 Capa 증설과도 연동.

자료: 삼성증권 추정

에스티팜 DCF 밸류에이션

(십억원)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
신약 API	73	107	156	207	271	334	381	427	458
YoY		45.3	46.4	33.0	30.6	23.1	14.2	12.2	7.2
케미컬 API	14	15	16	17	18	21	24	28	34
YoY		3.0	4.5	6.8	10.1	12.2	14.6	17.5	21.0
올리고 API	59	92	140	191	253	313	357	400	425
YoY		55.8	53.2	35.9	32.4	23.9	14.1	11.9	6.3
제네릭 API	53	57	60	64	67	71	75	79	84
YoY		7.6	5.5	5.5	5.5	5.6	5.7	5.8	5.9
정밀화학 API	16	13	14	15	16	17	18	19	20
YoY		-20.0	7.9	7.6	7.2	6.9	6.5	6.2	5.9
매출액	142	176	230	285	354	421	473	525	562
YoY		24.0	30.4	24.3	23.9	19.1	12.4	11.0	7.0
EBIT	-13	7	19	22	93	130	158	187	206
TAX	-3	2	4	5	20	29	35	41	45
NOPAT	-10	6	15	17	73	101	124	146	161
감가상각	14	14	13	12	11	10	10	9	9
CAPEX	14	15	5	0	0	7	7	7	7
운전자본증감	-2	0	2	3	2	2	2	2	2
FCF	-7	7	5	3	60	96	119	142	157
가중평균자본비용 (%)	8.5								
영구성장률 (%)	1.9								
영구현금흐름 가치									2,419
할인율	0.0	7.8	15.1	21.7	27.9	33.5	38.8	43.6	48.0
현재가치 (A)	-7	6	4	2	43	64	73	80	82
영구현금흐름 현재가치 (B)									1,258
합산가치 (A+B)	1,604								

참고: COE=8.7%, 무위험수익률 (0.9%, 국고채 3년물)+시장위험수익률 9.1(%)\*Beta 0.9, COD=5.9%, OECD 2020년 한국 GDP 장기 경제성장률 전망 단순 평균 (1.9%) 적용  
자료: 삼성증권 추정

에스티팜 공장별 매출액 추정 주요 가정 및 근거

분류	주요 가정 및 근거
g 당 price	소량 생산 시에 g당 업계 평균 가격은 1,000~20,000달러 시화 공장은 소량 생산 위주로 g당 단가 4,000달러로 추정 (2018년 에스티팜 올리고 생산량 957g, 올리고 매출액 42억원이 추정 근거) 대량 생산 시에 g당 가격은 낮아질 것으로 전망 반월 공장은 대량 생산 위주로 g당 단가 200달러 추정 (경쟁사 Agilent 연간 생산량 500g 기준, 매출액 1억달러가 추정 근거)
Batch size	시화 공장 1~4kg 생산 가능한 Batch 반월 공장은 25~30kg 생산 가능한 Batch
Annual Capacity	시화 공장 Batch 수는 1Batch로 연간 30 Batch 최대 생산 가능 반월 공장 Batch 수는 1Batch로 연간 25-30 Batch 최대 생산 가능
효율	생산 품목별로 반응에 필요한 용매, 촉매 등의 필요 수량이 다르기 때문에 같은 반응기에서 생산을 할 경우에도 품목별로 생산량 차이

자료: 에스티팜, Agilent, 삼성증권 추정

에스티팜 공장별 매출액 추정

(천 달러)	분류	주요 가정	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
시화공장	매출액	A X C X D	29.4	38.6	48.0	57.6	67.3	77.2	87.4	97.7	98.7
	Price	A, g당 4,000달러*	4.0	4.0	4.1	4.1	4.2	4.2	4.2	4.3	4.3
	Batch	B, 30 (Annual production)	10	13	16	19	22	25	28	31	31
	kg	C, 1.5 (1 batch size)	11	14	17	20	23	26	29	33	33
	효율	D	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
	가동률		33%	43%	53%	63%	73%	83%	93%	103%	103%
반월공장	매출액	.	19.6	37.7	56.5	76.4	97.4	115.8	119.3	122.9	126.6
	2층 Price	g당 200달러^	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	Batch	15 (Annual production)	8	11	16	21	26	30	30	30	30
	kg	25 (1 batch size)	140	193	280	368	455	525	525	525	525
	효율		70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
	가동률		27%	37%	53%	70%	87%	100%	100%	100%	100%
반월공장	매출액			2.6	8.0	11.0	14.2	17.6	24.1	31.0	
	3층 Price	g당 200달러^		0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
	Batch	10 (Annual production)		1	3	4	5	6	8	10	
	kg	25 (1 batch size)		18	53	70	88	105	140	175	
	효율			70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
	가동률			10%	30%	40%	50%	60%	80%	100%	
반월공장	매출액			2.6	16.1	30.3	45.4	61.4	78.3	90.0	
	4층 Price	g당 200달러^		0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
	Batch	10 (Annual production)		1	6	11	16	21	26	29	
	kg	25 (1 batch size)		18	105	193	280	368	455	508	
	효율			70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
	가동률			3%	20%	37%	53%	70%	87%	97%	
합산 매출액			49.0	76.3	109.7	158.1	206.1	252.7	285.7	323.0	346.3
원달러 환율			1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
<b>합산 매출액 (십억원)</b>			<b>58.8</b>	<b>91.6</b>	<b>131.7</b>	<b>189.7</b>	<b>247.3</b>	<b>303.3</b>	<b>342.8</b>	<b>387.6</b>	<b>415.5</b>

참고: \*, 업계 평균 가격, 2018년 기준 에스티팜 올리고 생산량 및 매출액 기반으로 추정; \*, Agilent 공장 Capacity 및 Peak sales 기준으로 추정; \$, 연간 생산 가능한 규모 최대 250kg으로 확대 전망. Price는 매년 2~5%씩 증가 (시화공장 2%, 반월공장 5%)

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	98	93	143	176	217
매출원가	95	95	118	128	158
<b>매출총이익</b>	3	-2	25	48	59
(매출총이익률, %)	2.8	-1.7	17.8	27.1	27.1
판매 및 일반관리비	18	25	38	40	40
<b>영업이익</b>	-16	-27	-13	7	19
(영업이익률, %)	-16.0	-28.6	-8.8	4.1	8.6
<b>영업외손익</b>	2	2	14	9	3
금융수익	3	3	15	8	2
금융비용	0	1	1	-1	-1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-0	0	0	-0
<b>세전이익</b>	-13	-25	2	16	22
법인세	-4	-6	-0	4	5
(법인세율, %)	30.8	25.8	-24.4	22.0	22.0
계속사업이익	-9	-19	2	13	17
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>순이익</b>	-9	-19	2	13	17
(순이익률, %)	-9.5	-19.9	1.6	7.1	7.8
지배주주순이익	-9	-19	4	15	17
비지배주주순이익	0	0	-1	-2	0
EBITDA	-6	-16	1	21	31
(EBITDA 이익률, %)	-6.6	-16.6	0.6	11.8	14.4
EPS (지배주주)	-497	-993	197	782	909
EPS (연결기준)	-497	-993	122	673	909
수정 EPS (원)*	-497	-993	197	782	909

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	11	-31	8	24	25
당기순이익	-9	-19	2	13	17
현금유출입이없는 비용 및 수익	4	8	4	14	14
유형자산 감가상각비	9	11	13	13	13
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	-5	-3	-10	1	2
영업활동 자산부채 변동	24	-20	3	0	-2
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	-27	-10	15	-16	-4
유형자산 증감	-27	-6	-14	-15	-5
장단기금융자산의 증감	0	22	15	-3	-1
기타	-0	-26	14	2	2
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	-9	5	0	2	1
차입금의 증가(감소)	-0	16	8	1	0
자본금의 증가(감소)	0	-2	0	0	0
배당금	-9	-9	0	0	0
기타	0	1	-7	1	1
현금증감	-25	-35	24	9	21
기초현금	72	48	13	37	46
기말현금	48	13	37	46	67
<b>Gross cash flow</b>	-5	-11	6	27	31
<b>Free cash flow</b>	-16	-37	-6	9	20

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 에스티팜, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	167	144	143	165	189
현금 및 현금등가물	48	13	37	46	67
매출채권	15	35	21	23	24
재고자산	41	41	57	64	66
기타	64	55	28	32	33
<b>비유동자산</b>	178	197	212	213	206
투자자산	2	4	14	14	14
유형자산	169	172	174	176	168
무형자산	1	8	8	8	8
기타	6	14	15	15	15
<b>자산총계</b>	346	341	355	378	395
<b>유동부채</b>	10	16	25	35	36
매입채무	3	7	13	19	20
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	7	9	12	16	16
<b>비유동부채</b>	4	21	23	24	24
사채 및 장기차입금	0	15	15	15	15
기타 비유동부채	4	6	8	8	9
<b>부채총계</b>	14	37	48	59	60
<b>지배주주지분</b>	332	301	305	320	336
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	171	169	169	169	169
이익잉여금	152	124	127	142	159
기타	-1	-1	-0	-0	-1
<b>비지배주주지분</b>	0	3	1	-1	-1
<b>자본총계</b>	332	304	307	319	336
순부채	-108	-35	-37	-48	-70

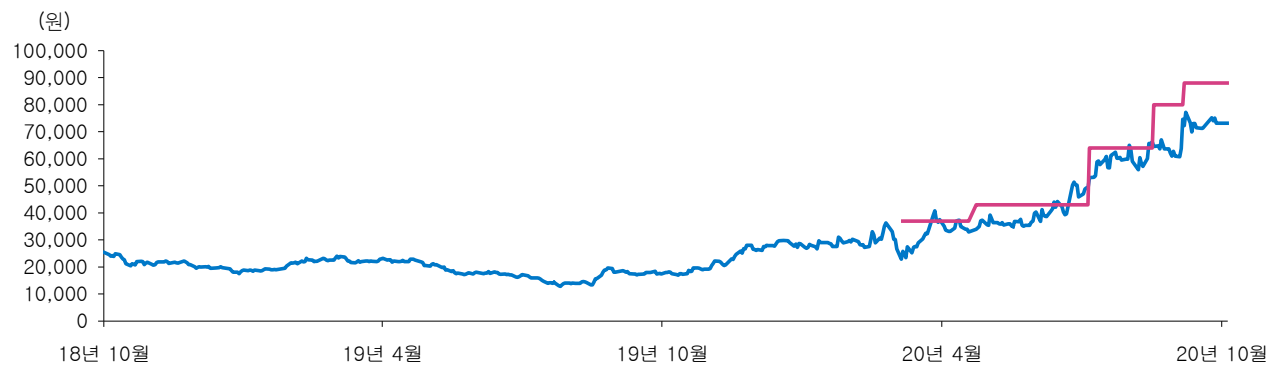
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	-51.8	-4.6	53.6	23.0	23.0
영업이익	적전	적지	적지	흑전	157.7
순이익	적전	적지	흑전	452.9	35.0
수정 EPS**	적전	적지	흑전	297.0	16.1
<b>주당지표</b>					
EPS (지배주주)	-497	-993	197	782	909
EPS (연결기준)	-497	-993	122	673	909
수정 EPS**	-497	-993	197	782	909
BPS	17,773	16,132	16,365	17,147	18,019
DPS (보통주)	500	0	0	0	0
<b>Valuations (배)</b>					
P/E***	n/a	n/a	373.4	94.1	81.0
P/B***	4.1	4.6	4.5	4.3	4.1
EV/EBITDA	n/a	n/a	1,511.5	63.6	41.6
<b>비율</b>					
ROE (%)	-2.7	-5.9	1.2	4.7	5.2
ROA (%)	-2.5	-5.4	0.7	3.4	4.4
ROIC (%)	-4.9	-8.5	-6.4	2.3	6.0
배당성향 (%)	-100.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	-32.4	-11.5	-12.0	-15.1	-20.7
이자보상배율 (배)	n/a	-338.6	23.0	-6.4	-16.3

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2020/3/17	5/4	7/17	8/28	9/17
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	37,000	43,000	64,000	80,000	88,000
과리율 (평균)	-11.60	-7.16	-6.41	-19.79	
과리율 (최대/최소)	10.27	19.53	3.44	-6.75	

**투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

**기업**

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

**산업**

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2020년 9월 30일 기준

매수 (76.5%) | 중립 (23.5%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
In Collaboration with RobecoSAM