

2022. 4. 28

헬스케어팀

서근희, Ph.D.
Analyst
keunhee.seo@samsung.com

정동희
Research Associate
donghee1009.jeong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	140,000원	42.7%
현재주가	98,100원	
시가총액	1.8조원	
Shares (float)	18,808,775주 (52.1%)	
52주 최저/최고	83,400원/144,500원	
60일-평균거래대금	96.2억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에스티팜 (%)	-5.5	12.5	-21.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	0.0	0.0	0.0

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	140,000	140,000	0.0%
2022E EPS	1,007	1,539	-34.6%
2023E EPS	2,468	2,762	-10.6%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	6
Target price	143,333
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

에스티팜 (237690)0

실적보다 변화의 방향성을 보자

- 1Q22 review: 일부 올리고뉴클레오타이드 매출 이연되면서 아쉬운 실적 기록. 3Q22에 주요 올리고뉴클레오타이드 CMO 생산 집중될 것으로 기대.
- 투자 의견 BUY, 목표주가 14만원 유지: 올리고뉴클레오타이드 꾸준한 수주 확보 및 mRNA CDMO 사업 확대를 통한 성장 기대.

WHAT'S THE STORY?

1Q22 review: 연결 기준 매출액 370억원(+35.7% y-y, -28.5% q-q), 영업이익 5억원(흑전 y-y, 흑전 q-q), 당기순이익 19억원(흑전 y-y, 흑전 q-q) 달성. 올리고뉴클레오타이드 CMO 매출액 고지혈증 치료제 106억원 포함 168억원(+97.2% y-y, -44% q-q) 기록. 저마진 제네릭 생산 품목 정리하여 60억원(-33.7% y-y, -36.4% q-q), CRO 포함 기타 매출액 123억원(+79.7% y-y, +45.2% q-q) 등 기록. 반면, 일부 올리고뉴클레오타이드 물량 2분기로 이연되면서 직전 추정치 대비 매출액과 영업이익 32.1%, 78.5% 하회. 2022년 신규 올리고뉴클레오타이드 프로젝트 6건 수주 확보(척수성 근위축증, 만성B형간염, NASH, 혈전증, 황반변성, 유전성혈관부종)하여 가동률 상승에 기여할 것.

투자 의견 Buy, 목표주가 14만원 유지: 신규 수주 확보를 기반으로 안정적 가동률 상승 예상됨에 따라 DCF 밸류에이션 기반 목표주가 14만원 유지. 항체약품 생산 시장은 in-house 70%, CMO 30%로 이루어진 반면, 올리고뉴클레오타이드 생산 시장은 CMO 100%로 구성. 향후 블록버스터급 매출이 기대되는 올리고뉴클레오타이드 기반 신약 개발이 늘어날수록 글로벌 제약사의 in-house 생산 비중 확대 가능. 다만 안정적 대량 생산이 이루어지기까지 시간 소요 예상되며, 대량 생산을 경험한 트랙레코드 기반의 CMO 업체에 대한 선호는 유지 전망. 2Q22부터 Alnylam은 ALN-HDS(NASH 치료제, P1), Zilebesiran(고혈압 치료제, P2), ALN-APP(알츠하이머 치료제, P1) 결과 발표 예정. 만성질환 파이프라인 임상 결과인 만큼 전방 사업 수요를 결정하는 중요한 모멘텀으로 판단.

에스티팜 1Q22 review

(십억원)	1Q22	4Q21	전분기 대비 (%)	1Q21	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
매출액	37.0	51.7	-28.5	27.3	35.7	39.9	-7.2	54.5	(32.1)
영업이익	0.5	-0.6	흑전	-6.5	흑전	-0.4	nm	2.5	(78.5)
세전이익	2.4	-6.7	흑전	-6.6	흑전	1.3	84.6	5.0	(52.0)
지배주주순이익	1.9	-4.5	흑전	-5.0	흑전	1.0	90.0	4.3	(50.4)
이익률 (%)									
영업이익	1.4	-1.2		-23.8		-1.0		4.6	
세전이익	6.5	-13.0		-24.2		3.3		9.2	
지배주주순이익	5.1	-8.7		-18.3		2.5		7.9	

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

Valuation 및 실적 추정 요약

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	EPS 성장률 (%)	P/E (배)	순부채	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2020	124	-19	-17	-13	-651	적지	n/a	4	n/a	6.6	-4.1
2021	166	6	1	3	177	흑전	784.2	24	131.3	8.1	1.1
2022E	232	19	26	21	1,007	467.1	97.5	26	55.6	5.5	5.8
2023E	341	49	64	51	2,468	145.2	39.7	-6	28.5	5.0	13.2
2024E	410	89	91	131	6,337	156.7	15.5	-123	16.9	3.9	28.1

참고: 순이익과 BPS는 지배주주 순이익 기준

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	124	166	232	341	410
매출원가	104	108	157	228	251
매출총이익	20	58	76	114	160
(매출총이익률, %)	16.1	34.9	32.5	33.3	38.9
판매 및 일반관리비	39	52	56	65	71
영업이익	-19	6	19	49	89
(영업이익률, %)	-15.2	3.4	8.3	14.3	21.7
영업외손익	2	-4	6	15	3
금융수익	6	6	14	19	7
금융비용	4	6	8	4	4
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-0	0	-0
세전이익	-17	1	26	64	91
법인세	-4	-2	5	13	-39
(법인세율, %)	21.8	-168.0	19.2	20.0	-42.9
계속사업이익	-13	3	21	51	131
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-13	3	21	51	131
(순이익률, %)	-10.6	2.0	8.9	14.9	31.8
지배주주순이익	-12	3	19	46	119
비지배주주순이익	-1	0	2	4	12
EBITDA	-5	20	34	65	103
(EBITDA 이익률, %)	-3.8	12.1	14.5	19.0	25.1
EPS (지배주주)	-651	177	1,007	2,468	6,337
EPS (연결기준)	-705	181	1,104	2,707	6,950
수정 EPS (원)*	-651	177	1,007	2,468	6,337

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	-21	7	39	69	125
당기순이익	-13	3	21	51	131
현금유출입이없는 비용 및 수익	13	25	24	29	-28
유형자산 감가상각비	14	14	14	15	14
무형자산 상각비	0	0	1	0	0
기타	-1	10	9	13	-42
영업활동 자산부채 변동	-21	-21	-1	2	-17
투자활동에서의 현금흐름	-69	-8	-29	-29	-5
유형자산 증감	-17	-51	-27	-27	0
장단기금융자산의 증감	-47	40	-6	-6	-12
기타	-5	3	3	4	7
재무활동에서의 현금흐름	116	-0	-17	-13	-28
차입금의 증가(감소)	111	-19	0	0	-15
자본금의 증가(감소)	6	21	0	0	0
배당금	0	0	-9	-9	-9
기타	-1	-2	-8	-4	-4
현금증감	26	1	-7	27	91
기초현금	13	39	39	32	59
기말현금	39	39	32	59	150
Gross cash flow	-0	28	44	80	103
Free cash flow	-38	-45	12	42	125

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

자료: 에스티팜, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	236	244	262	316	457
현금 및 현금등가물	39	39	32	59	150
매출채권	45	63	71	80	96
재고자산	45	81	91	102	123
기타	106	61	68	76	89
비유동자산	210	254	267	278	264
투자자산	10	15	15	16	16
유형자산	174	209	222	233	219
무형자산	10	13	12	12	11
기타	16	18	18	18	18
자산총계	446	499	529	594	722
유동부채	19	75	93	117	122
매입채무	5	13	14	16	20
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	14	63	79	101	103
비유동부채	130	97	98	99	100
사채 및 장기차입금	126	91	91	91	91
기타 비유동부채	5	6	6	7	8
부채총계	149	173	191	215	222
지배주주지분	295	323	333	370	478
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	175	196	196	196	196
이익잉여금	112	116	125	162	272
기타	-1	2	2	2	1
비지배주주지분	1	3	5	9	21
자본총계	297	326	337	379	499
순부채	4	24	26	-6	-123

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	33.1	33.5	40.2	46.9	20.2
영업이익	적지	흑전	245.3	154.2	81.5
순이익	적지	흑전	514.7	145.2	156.7
수정 EPS**	적지	흑전	467.1	145.2	156.7
주당지표					
EPS (지배주주)	-651	177	1,007	2,468	6,337
EPS (연결기준)	-705	181	1,104	2,707	6,950
수정 EPS**	-651	177	1,007	2,468	6,337
BPS	15,830	17,171	17,678	19,646	25,430
DPS (보통주)	0	500	500	500	500
Valuations (배)					
P/E***	n/a	784.2	97.5	39.7	15.5
P/B***	6.6	8.1	5.5	5.0	3.9
EV/EBITDA	n/a	131.3	55.6	28.5	16.9
비율					
ROE (%)	-4.1	1.1	5.8	13.2	28.1
ROA (%)	-3.3	0.7	4.0	9.1	19.9
ROIC (%)	-5.8	5.2	4.8	11.8	37.4
배당성향 (%)	0.0	283.9	49.7	20.3	7.9
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.4	0.5	0.5	0.5
순부채비율 (%)	1.4	7.5	7.8	-1.7	-24.7
이자보상배율 (배)	-29.2	1.1	2.6	11.3	22.1

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2022년 4월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 4월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 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 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2020/3/17	5/4	7/17	8/28	9/17	2021/1/26	7/15	10/29	11/30
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	37000	43000	64000	80000	88000	100000	130000	110000	140000
과리율 (평균)	-11.60	-7.16	-6.41	-19.79	-7.73	0.36	-21.70	-15.23	
과리율 (최대/최소)	10.27	19.53	3.44	-6.75	26.70	43.50	-7.77	5.18	

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 2022.03.31

매수(85.4%) 중립(14.6%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

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

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



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