에스티팜

Bloomberg Code (237690 KS) | Reuters Code (237690.KQ)

2022 년 4 월 29 일

차근차근 올라가는 중

[제약/바이오]

장세훈 책임연구원
☎ 02-3772-1546
✉ sehunjang@shinhan.com

이동건 수석연구원
☎ 02-3772-1547
✉ shawn1225@shinhan.com

매수	현재주가 (4 월 28 일)	목표주가	상승여력
(유지)	98,100 원	140,000 원 (유지)	42.7%

- 1Q22 Re: 일부 올리고 실적 이연으로 매출 컨센서스 하회
- 2022년은 크지 않지만 차근차근 올라가는 한 해
- 목표주가 유지. 신규 수주 확인 및 mRNA CDMO 확장성 주목

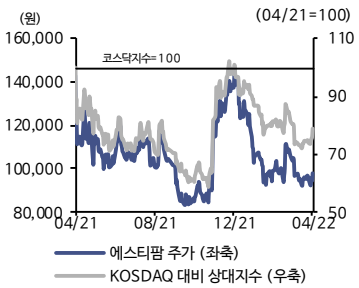
신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

신한금융투자 기업분석부

투자판단	매수 (유지)
목표주가	140,000 원 (유지)
상승여력	42.7%

KOSPI	2,667.49p
KOSDAQ	892.22p
시가총액	1,845.1 십억원
액면가	500 원
발행주식수	18.8 백만주
유동주식수	9.8 백만주(52.1%)
52 주 최고가/최저가	144,500 원/83,400 원
일평균 거래량 (60 일)	96,193 주
일평균 거래액 (60 일)	9,621 백만원
외국인 지분율	0.00%
주요주주	
동아쏘시오홀딩스 외 5 인	46.49%
국민연금공단	6.06%
절대수익률	
3 개월	-7.0%
6 개월	12.5%
12 개월	-21.0%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	-9.0%
6 개월	26.1%
12 개월	-11.6%

주가차트



1Q22 Re: 일부 올리고 실적 이연으로 매출 컨센서스 하회

연결 기준 1분기 매출액 및 영업이익은 각각 370억원(+35.7% YoY, 이하 YoY 생략), 5억원(흑자전환)을 시현했다. 일부 올리고 실적이 2분기로 이연되면서 매출액이 시장 컨센서스 대비 10% 하회했다. 하지만 비수기임에도 불구하고 2018년 이후 처음으로 1분기 흑자전환을 달성했다. 이는 인건비와 연구개발비 등 판관비 증가가 있었지만 원가율 개선과 해외 CRO 사업 실적 개선으로 이뤄냈다. 고마진인 올리고 CDMO 매출은 고성장을 지속하고 있고 상업화 물량 공급에 따라 수율이 개선되고 있어 긍정적이다. 또한 저마진인 제네릭 API와 같은 사업부의 비중을 줄이면서 원가 구조가 개선되고 있다.

2022년은 크지 않지만 차근차근 올라가는 한 해

당장 실적보다는 계획하고 있는 사업의 성장 방향성을 주목할 필요가 있다. 2022년은 올리고 생산 설비 증설 계획이 하반기로 갈수록 완료되는 시기다. 아직까지는 다수의 임상 프로젝트 수주를 진행하기 때문에 라인의 효율화가 무엇보다 중요하다. 1차 자체 증설분 라인 2개 중 1개는 4월부터 가동이 시작됐으며, 1개는 2분기 내 가동이 예상된다. 글로벌 제약사 투자 증설분은 2분기 내 완공 예정으로 하반기가 되면 라인이 총 4개까지 확보돼 생산 스케쥴 효율성 극대화가 기대된다.

또한 2022년 글로벌제약사와의 신규 프로젝트 6건(척수성근위축증, NASH, 만성B형간염, 혈전증, 황반변성, 유전성혈관부종)을 확보해 향후 실적 성장성이 기대된다. 다만 연구개발비와 인건비 증가, 증설분 가동에 따른 감가상각비 등 고정비 상승이 크게 일어남에 따라 수익성 개선의 폭은 상대적으로 낮을 전망이다. 이는 2023년 온년으로 반영될 증설효과와 큰 폭의 성장을 위한 디딤돌으로 작용할 전망이다.

목표주가 유지. 신규 수주 확인 및 mRNA CDMO 확장성 주목

목표주가와 투자의견을 유지한다. 2022년 실적보다는 중장기적인 잠재력에 주목해야한다. 이는 신규 프로젝트 수주 확인 및 mRNA CDMO 매출 지속성으로 확인이 가능할 전망이다. mRNA CDMO의 경우 작년 학회 이후 수주를 체결했던 것처럼 5월 개최되는 TIDES USA 2022 학회 이후 파트너십 확장을 주목할 필요가 있다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	124.1	(18.8)	(16.8)	(12.1)	(651)	적지	15,830	(159.4)	(405.2)	6.6	(4.1)	(4.6)
2021	165.6	5.6	1.3	3.3	177	흑전	17,171	784.2	130.8	8.1	1.1	4.4
2022F	218.3	17.8	18.2	14.3	761	328.7	17,932	128.9	55.8	5.5	4.3	4.3
2023F	288.1	40.9	40.9	30.7	1,631	114.3	19,563	60.2	31.0	5.0	8.7	(1.3)
2024F	334.4	53.7	53.2	39.9	2,121	30.1	21,684	46.2	24.9	4.5	10.3	(4.5)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

에스티팜 1Q22 실적 요약

(십억원, %)	1Q22P	1Q21	YoY	4Q21	QoQ	Consen	vs. Consen
매출액	37.0	27.3	35.7	51.7	(28.5)	41.3	(10.5)
영업이익	0.5	(6.5)	흑전	(0.6)	흑전	0.5	7.4
세전이익	(0.2)	(6.6)	적지	(6.7)	적지	-	-
(지배주주)순이익	1.9	(5.0)	흑전	(4.5)	흑전	0.6	217.8
영업이익률	1.5	(23.9)		(1.1)		1.2	
순이익률	5.2	(18.4)		(8.7)		1.5	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 연결 기준

에스티팜 목표주가 산출

(십억원, 천주, 원)		비고
1. 영업가치	**2,704.3**	
A. NPV of FCFF	470.7	
B. NPV of Terminal Value	2,233.6	
2. 순차입금	14.7	2022년 말 추정 기준
3. 기업가치(1-2)	**2,689.6**	
4. 보통주주식수	18,809	
5. 적정주가 산출	**140,000**	
6. 현재 주가	98,100	2022년 4월 28일 종가
7. 상승여력	**42.7%**	

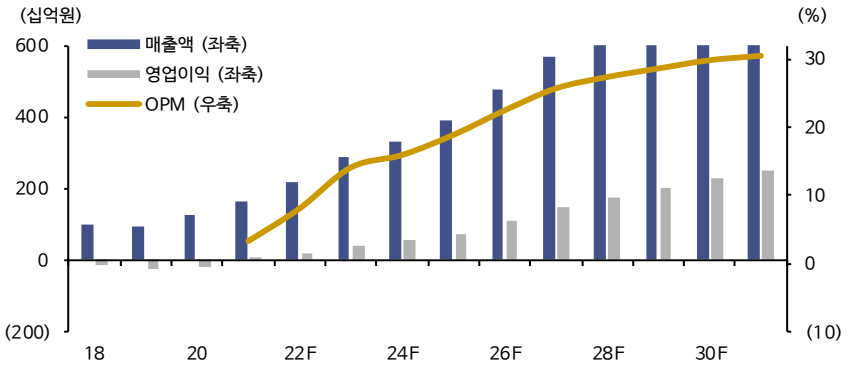
자료: 신한금융투자 추정

에스티팜 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22F	3Q22F	4Q22F	21	22F	23F
매출액	**27.3**	**40.4**	**46.3**	**51.7**	**37.0**	**51.1**	**63.3**	**67.0**	**165.6**	**218.3**	**288.1**
YoY	35.2	19.5	106.8	8.3	35.7	26.5	36.6	29.5	33.5	31.8	32.0
저분자 신약 API	2.9	4.6	0.6	9.8	1.9	4.8	0.8	11.0	17.9	18.5	19.3
올리고 신약 API	**8.5**	**20.7**	**30.8**	**26.5**	**16.8**	**28.0**	**46.2**	**37.1**	**86.5**	**128.0**	**192.7**
제네릭	9.0	8.0	6.9	9.5	6.0	8.2	7.1	10.6	33.4	31.8	32.2
정밀화학	0.2	0.6	0.0	0.1	0.2	0.5	0.0	0.3	0.9	1.0	1.1
기타 (CRO 포함)	6.7	6.4	8.0	5.9	12.2	9.6	9.1	7.9	27.0	38.8	42.7
매출총이익	**4.3**	**17.0**	**21.7**	**14.7**	**16.5**	**22.8**	**28.4**	**22.5**	**57.7**	**90.3**	**122.0**
YoY	3,262.7	229.8	2,128.1	6.9	282.5	34.1	31.0	53.5	188.9	56.4	35.1
GPM	15.9	42.2	46.9	28.4	44.7	44.7	45.0	33.6	34.9	41.4	42.3
영업이익	**(6.5)**	**4.9**	**7.8**	**(0.6)**	**0.5**	**5.6**	**10.6**	**1.1**	**5.6**	**17.8**	**40.9**
YoY	적지	흑전	흑전	(118.2)	흑전	0.1	0.4	흑전	흑전	219.6	129.6
OPM	(23.9)	12.1	16.8	(1.1)	1.4	10.9	16.8	1.7	3.4	8.2	14.2
세전이익	**(6.6)**	**5.1**	**9.5**	**(6.7)**	**(0.2)**	**6.2**	**11.1**	**1.2**	**1.3**	**18.2**	**40.9**
YoY	(13.4)	23.6	흑전	적지	흑전	20.8	0.2	흑전	흑전	1,345.0	124.5
(지배주주)순이익	**(5.0)**	**5.4**	**7.5**	**(4.5)**	**1.9**	**4.8**	**7.5**	**0.1**	**3.3**	**14.3**	**30.7**
YoY	적지	82.6	흑전	적지	흑전	(11.1)	(0.0)	흑전	흑전	331.3	114.7
NPM	(18.4)	13.3	16.2	(8.7)	5.2	9.3	11.9	0.2	2.0	6.5	10.6

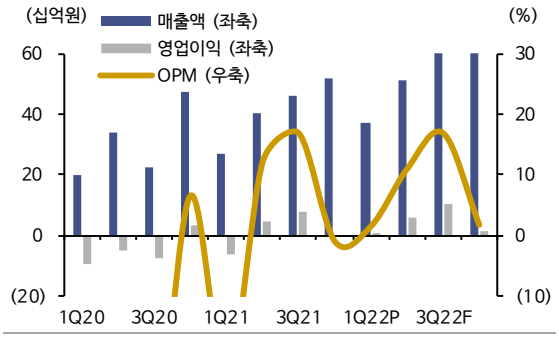
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

에스티팜 연간 실적 추이 및 전망



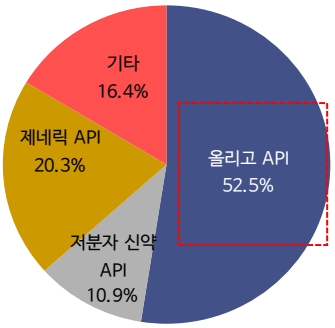
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

에스티팜 분기 실적 추이 및 전망



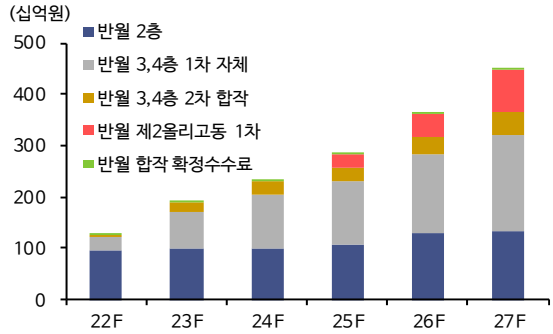
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

에스티팜 매출 구성



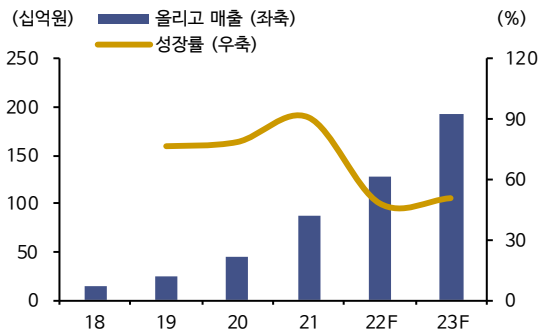
자료: 회사 자료, 신한금융투자 / 주: 2021년 누계 기준

에스티팜 공장별 매출액 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

올리고 API 사업 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	**445.6**	**498.6**	**528.5**	**571.1**	**618.5**
유동자산	235.6	244.1	269.2	307.1	332.7
현금및현금성자산	38.6	39.2	32.0	40.7	44.8
매출채권	45.4	62.9	73.0	81.8	88.3
재고자산	45.4	80.8	93.7	105.0	113.4
비유동자산	210.0	254.4	259.2	264.0	285.8
유형자산	174.3	209.1	212.8	216.4	237.3
무형자산	10.0	12.6	13.1	13.4	13.8
투자자산	9.6	15.2	15.8	16.6	17.2
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**148.8**	**172.5**	**187.9**	**199.2**	**205.9**
유동부채	18.6	75.4	89.0	98.1	103.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	4.7	12.9	17.0	22.4	26.0
유동성장기부채	0.0	15.0	15.0	10.0	5.0
비유동부채	130.2	97.2	98.8	101.0	102.5
사채	102.1	83.0	83.0	83.0	83.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	23.9	9.0	9.0	9.0	9.0
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**296.8**	**326.0**	**340.6**	**371.9**	**412.6**
자본금	9.3	9.4	9.4	9.4	9.4
자본잉여금	174.9	195.7	195.7	195.7	195.7
기타자본	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
기타포괄이익누계액	(0.6)	0.3	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	111.6	115.6	129.9	160.6	200.5
지배주주지분	**295.4**	**322.9**	**337.3**	**368.0**	**407.9**
비지배주주지분	1.4	3.1	3.3	3.9	4.7
*총차입금	126.9	107.5	107.7	103.0	98.1
*순차입금(순현금)	(13.7)	14.3	14.7	(4.9)	(18.4)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**124.1**	**165.6**	**218.3**	**288.1**	**334.4**
증감률 (%)	33.1	33.5	31.8	32.0	16.1
매출원가	**104.1**	**107.9**	**128.0**	**166.1**	**189.7**
매출총이익	**20.0**	**57.7**	**90.3**	**122.0**	**144.7**
매출총이익률 (%)	16.1	34.9	41.4	42.3	43.3
판매관리비	**38.8**	**52.2**	**72.5**	**81.1**	**91.0**
영업이익	**(18.8)**	**5.6**	**17.8**	**40.9**	**53.7**
증감률 (%)	적지	흑전	219.6	129.6	31.1
영업이익률 (%)	(15.2)	3.4	8.2	14.2	16.1
영업외손익	2.0	(4.3)	0.4	(0.0)	(0.5)
금융손익	1.6	(0.7)	1.4	1.0	0.8
기타영업외손익	0.4	(3.6)	(1.0)	(1.1)	(1.3)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**(16.8)**	**1.3**	**18.2**	**40.9**	**53.2**
법인세비용	(3.7)	(2.1)	3.6	9.6	12.5
계속사업이익	(13.2)	3.4	14.6	31.3	40.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(13.2)**	**3.4**	**14.6**	**31.3**	**40.7**
증감률 (%)	적지	흑전	332.1	114.3	30.1
순이익률 (%)	(10.6)	2.0	6.7	10.9	12.2
(지배주주)당기순이익	(12.1)	3.3	14.3	30.7	39.9
(비지배주주)당기순이익	(1.0)	0.1	0.3	0.6	0.8
총포괄이익	(12.7)	5.1	14.6	31.3	40.7
(지배주주)총포괄이익	(11.7)	4.8	13.6	29.2	38.0
(비지배주주)총포괄이익	(1.0)	0.3	1.0	2.1	2.7
EBITDA	**(4.7)**	**20.0**	**33.4**	**59.5**	**73.4**
증감률 (%)	적지	흑전	67.0	78.3	23.3
EBITDA 이익률 (%)	(3.8)	12.1	15.3	20.7	22.0

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**(20.9)**	**7.3**	**36.9**	**50.3**	**62.1**
당기순이익	(13.2)	3.4	14.6	31.3	40.7
유형자산상각비	14.0	14.2	15.0	18.0	19.1
무형자산상각비	0.1	0.2	0.6	0.6	0.7
외화환산손실(이익)	0.2	(1.8)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	2.5	3.7	3.7	3.7
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(20.8)	(21.4)	(0.7)	(7.0)	(5.4)
(법인세납부)	(0.0)	0.0	(3.6)	(9.6)	(12.5)
기타	(1.2)	10.2	7.3	13.3	15.8
투자활동으로인한현금흐름	**(69.1)**	**(8.0)**	**(26.5)**	**(28.5)**	**(45.1)**
유형자산의증가(CAPEX)	(17.0)	(51.8)	(18.8)	(21.5)	(40.0)
유형자산의감소	0.1	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.5)	(0.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
투자자산의감소(증가)	(5.5)	(10.5)	(0.6)	(0.8)	(0.5)
기타	(46.2)	53.8	(6.1)	(5.2)	(3.6)
FCF	(31.4)	(36.3)	(0.7)	19.2	13.9
재무활동으로인한현금흐름	**115.9**	**(0.1)**	**(14.0)**	**(9.4)**	**(9.3)**
차입금의 증가(감소)	118.4	0.0	0.2	(4.8)	(4.8)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	(9.4)	0.0	0.0
기타	(2.5)	(0.1)	(4.8)	(4.6)	(4.5)
기타현금흐름	0.0	0.0	(3.7)	(3.7)	(3.7)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.1)	1.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**25.8**	**0.6**	**(7.2)**	**8.7**	**4.1**
기초현금	12.8	38.6	39.2	32.0	40.7
기말현금	38.6	39.2	32.0	40.7	44.8

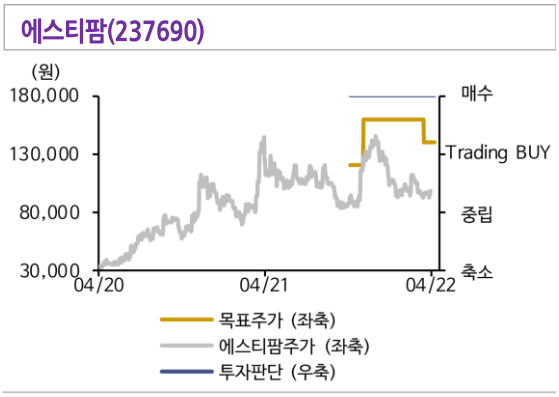
자료: 회사 자료, 신한금융투자

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	(705)	181	776	1,663	2,163
EPS (지배순이익, 원)	(651)	177	761	1,631	2,121
BPS (자본총계, 원)	15,907	17,334	18,110	19,773	21,936
BPS (지배지분, 원)	15,830	17,171	17,932	19,563	21,684
DPS (원)	0	500	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(147.2)	769.1	126.4	59.0	45.4
PER (지배순이익, 배)	(159.4)	784.2	128.9	60.2	46.2
PBR (자본총계, 배)	6.5	8.0	5.4	5.0	4.5
PBR (지배지분, 배)	6.6	8.1	5.5	5.0	4.5
EV/EBITDA (배)	(405.2)	130.8	55.8	31.0	24.9
배당성향 (%)	0.0	283.9	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	(3.8)	12.1	15.3	20.7	22.0
영업이익률 (%)	(15.2)	3.4	8.2	14.2	16.1
순이익률 (%)	(10.6)	2.0	6.7	10.9	12.2
ROA (%)	(3.3)	0.7	2.8	5.7	6.8
ROE (지배순이익, %)	(4.1)	1.1	4.3	8.7	10.3
ROIC (%)	(6.6)	4.8	4.4	9.3	11.5
안정성					
부채비율 (%)	50.1	52.9	55.1	53.6	49.9
순차입금비율 (%)	(4.6)	4.4	4.3	(1.3)	(4.5)
현금비율 (%)	207.5	52.0	35.9	41.5	43.3
이자보상배율 (배)	(29.2)	1.1	3.8	8.8	12.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	1.8	2.0	2.2	2.7	2.9
재고자산회수기간 (일)	126.9	139.1	145.9	125.9	119.2
매출채권회수기간 (일)	118.9	119.4	113.7	98.1	92.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2021년 11월 03일	매수	120,000	(19.5)	5.5
2021년 12월 02일	매수	160,000	(29.3)	(9.7)
2022년 04월 13일	매수	140,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 장세훈, 이동건)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2022년 04월 26일 기준)

매수 (매수)	99.10%	Trading BUY (중립)	0.00%	중립 (중립)	0.90%	축소 (매도)	0.00%