

COVERAGE INITIATION

글로벌 1위 핵산 원료 CDMO기업 전망

Analyst 염민용

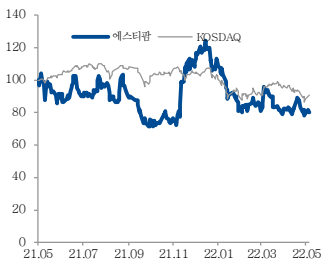
02-3787-2474 myeom@hmsec.com

현재주가 (5/18)	93,100원		
상승여력	45.0%		
시가총액	1,751십억원		
발행주식수	18,809천주		
자본금/액면가	9십억원/500원		
52주 최고가/최저가	144,500원/83,400원		
일평균 거래대금 (60일)	9십억원		
외국인지분율	0.00%		
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 5인		
	46.49%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-2.4	-5.1	9.9
상대주가(%p)	2.8	-4.0	30.2

\* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(22F)	EPS(23F)	T/P
Before	N/A	N/A	
After	809	2,050	135,000
Consensus	675	1,361	142,857
Cons. 차이	19.9%	50.6%	-5.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

3분기 본격적인 실적 개선 및 향후 글로벌 1위 올리고 CAPA로 올라설 기업

- 동사는 유전자 치료제의 올리고뉴클레오타이드 API(원료) CDMO사업으로 현재 아시아 1위, 세계 3위의 CAPA를 보유한 기업, 증설 및 신축을 통해 글로벌 1위 CDMO 기업 기대
- 올리고뉴클레오타이드 관련 매출은 2022년 내 제1올리고동의 3, 4층 생산시설이 총 두 번에 걸쳐 6.4mole까지 CAPA 확대되어 1,966억원(YoY +19.0%)에 달할 것으로 예상
- 특히 제1올리고동의 3, 4층 2차 증설분 40%는 글로벌계약사가 3,000만 달러 중 약 2,000만 달러 무상 지원 조건의 증설이어서 더욱 수주 증대가 빠르게 성장할 것을 기대하고 있음
- 노바티스의 블록버스터 의약품 기대되는 고지혈증 치료제 렉비오(Leqvio)는 2회/1년 투약만으로 증상을 개선하는데 이 원료 수주가 개발 시기 고려 시 동사에 위탁되었을 것으로 추정
- 2023년 1분기부터 CAPA 증설로 매출 본격 성장, 2024년 10.2mole, 2026년 14.0mole 확장되어 0.8ton의 생산량은 최대 7.0ton까지 증가, 매출액 환산 시 약 1.3조에 달하나 보수적 가정

mRNA 제조 원천기술 보유 관련 수주 성장 예상, 신약개발 임상 결과도 기대

- mRNA 백신 개발에 필요한 5'-capping 핵심 합성 기술과 및 LNP 원천 기술을 보유한 기업으로 '21년과 '22년 1분기에 LNP 수주 총 248억원을 받아 마진이 더욱 높아질 것으로 보임
- LNP(Lipid Nano Particle)은 mRNA의 세포 내 전달에 필수적인 역할을 하는 일종의 capsule이며 최근 제네반트가 미국 모더나를 상대로 6개의 특허 침해 소송 및 손해배상 소송 진행 중
- 동사는 자체 LNP 기술 보유 및 3세대 LNP 기술(상은 보관 가능) 3종을 개발 중, 자체 개발 중인 코로나19 백신 STP-2104 임상 1상은 순항 중으로 3분기 마무리 예정
- mRNA 생산설비도 구축 중으로 연간 1~2억도스를 생산할 수 있는 설비 증설도 예정하고 있음, DS(원료) 생산 공정에 대한 CDMO 수주 또한 가능, 높은 마진 보일 것으로 기대
- mRNA 에이즈 치료제 STP-0404 임상 1상 '22년 3월 종료, 상반기 중으로 학술논문 발표 예정

주가전망 및 Valuation

- 올해 글로벌계약사로부터 6건의 수주가 확보(척추성근위축증, NASH, 만성B형간염, 혈전증, 황반변성, 유전성혈관부종), 아이오니스, 애로우헤드, 다이스나, 엘나일람 등으로 추정
- TIDES USA학회 발 수주 기대(파트너링 미팅사: GSK, Janssen, 애로우헤드, 일라이릴리, 머크, 바이오젠, 다이스나 등)
- 동사에 대한 가치 산정은 DCF를 통한 SOTP 밸류에이션으로 추정하였으며 영업가치 2.7조원에 '22년 순차입금 예상 1,350억원을 더해 산정, BUY 의견, 목표주가 135,000원 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	124	-19	-12	-5	-651	적지	NA	6.6	NA	NA	0.0
2021	166	6	3	20	177	흑전	784.2	8.1	130.7	1.1	0.4
2022F	197	24	15	40	809	355.7	117.3	5.4	44.7	4.7	0.5
2023F	337	61	39	74	2,050	153.5	46.3	5.0	24.1	11.2	0.5
2024F	428	83	54	94	2,869	40.0	33.1	4.4	19.0	14.2	0.5

\* K-IFRS 연결 기준

## 1. 에스티팜 DCF 밸류에이션

### mRNA CMO 가치 제외해도 저평가, BUY 의견, 목표주가 135,000원 커버리지 개시

에스티팜에 대한 투자이견 BUY, 목표주가 135,000원을 제시하며 커버리지 개시한다. 목표주가는 영업가치 2.7조원에 '22년 예상 순차입금 1,350억원을 더한 SOTP(Sum Of The Parts)를 이용하여 산출, WACC은 금리 인상을 반영하여 9%, 영구성장률 3%를 적용했다.

동사의 공장가동률 및 생산량은 Avecia의 올리고뉴클레오타이드 1.4ton CAPA 대비 매출액 2,259백만 달러(한화 약 2,711억원)를 가정하고 1kg 당 매출액 1.94억원으로 추정하였다. 동사의 '21년 매출 1,656억원 중 올리고뉴클레오타이드 매출 865억원 일 때 생산량을 446kg으로 계산하였다. 현재 CAPA 2.0mole, 0.8ton 가정 시 현재 공장 가동률 55.7%로 볼 수 있다. 2026년 제2동 2단계 증설이 완료되면 올리고뉴클레오타이드의 동사 최대 연간 생산량은 14mole, 이를 근거로 계산하면 14mole CAPA에서 100% 공장 가동률일 때 연간 10ton 생산이 가능하다. 하지만 동사의 올리고뉴클레오타이드 생산량은 최대 7ton 생산임을 밝혔으므로 총 공장 가동률은 60%로 조정하여 보수적 평가 하였다.

〈표1〉 가동률 30% 가정 mole, kg, 매출액

2Q21 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
2.0	30.0%	0.6	240.0	466
1Q23 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
6.4	30.0%	1.9	1,378.0	2,673
1Q25 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
10.2	30.0%	3.1	2,196.1	4,260
2Q26 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
14.0	30.0%	4.2	3,014.3	5,848

자료 : 현대차증권

〈표2〉 가동률 56% 가정 mole, kg, 매출액

2Q21 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
2.0	55.7%	1.1	445.9	865.0
1Q23 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
6.4	55.7%	3.6	2,560.0	4,966
1Q25 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
10.2	55.7%	5.7	4,080.0	7,915
2Q26 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
14.0	55.7%	7.8	5,600.0	10,864

자료 : 현대차증권

〈표3〉 가동률 70% 가정 mole, kg, 매출액

2Q21 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
2.0	70.0%	1.4	560.0	1,086.4
1Q23 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
6.4	70.0%	4.5	3,215.2	6,238
1Q25 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
10.2	70.0%	7.1	5,124.3	9,941
2Q26 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
14.0	70.0%	9.8	7,033.3	13,645

자료 : 현대차증권

〈표4〉 가동률 100% 가정 mole, kg, 매출액

2Q21 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
2.0	100.0%	2.0	800.0	1,552.0
1Q23 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
6.4	100.0%	6.4	4,593.2	8,911
1Q25 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
10.2	100.0%	10.2	7,320.4	14,202
2Q26 CAPA (mole)	가동률 (%)	mole 생산	kg 생산	매출 (억원)
14.0	100.0%	14.0	10,047.6	19,492

자료 : 현대차증권

〈표5〉 에스티팜 목표주가 추정치

(단위: 십억원, 천주, 원)

① 영업가치	2,661	
Sum of FCF NPV	724	
NPV of 영구가치	1,936	
② 순차입금	135	'22년 예상 순차입금
③ 주주가치	2,526	
④ 보통주	18,656	
⑤ 적정주가	135,372	
⑥ 목표주가	135,000	

자료 : 현대차증권

〈표6〉 에스티팜 DCF Valuation

(단위: 십억원)

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	196.6	337.0	427.7	526.9	634.7	682.7	716.6	745.9	769.7
올리고 매출	119.6	257.7	343.6	438.1	541.2	584.5	613.7	638.2	657.4
저분자 화합물 매출	19.2	25.6	28.8	32.0	35.2	38.5	41.7	44.9	48.1
제네릭 원료 매출	24.2	21.9	19.3	16.8	14.3	11.8	9.3	6.8	4.3
기타 매출	33.6	31.9	35.9	39.9	43.9	47.9	51.9	55.9	59.9
매출원가	101.6	156.6	193.9	237.4	303.4	315.6	329.4	340.8	349.6
매출총이익	95.1	180.4	233.8	289.5	331.3	367.0	387.2	405.0	420.1
판관비	70.7	119.4	151.0	180.4	210.8	219.9	223.9	226.1	226.3
영업이익	24.4	61.0	82.9	109.1	120.5	147.1	163.3	178.9	193.8
영업이익률	12.4%	18.1%	19.4%	20.7%	19.0%	21.5%	22.8%	24.0%	25.2%
법인세 비용	1.7	11.9	16.7	23.0	25.3	31.1	34.6	38.1	41.4
이자비용	(2.5)	(2.7)	(2.7)	(1.4)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.1)	(2.0)
기타영업외손익	(3.5)	(4.1)	(4.3)	(3.0)	(3.7)	(3.7)	(3.8)	(3.7)	(3.6)
당기순이익	16.7	42.3	59.2	81.7	89.6	110.1	122.7	135.1	146.8
EBIT	21.9	47.6	64.6	85.1	94.0	114.7	127.4	139.6	151.1
TAX	3.7	9.3	13.0	18.0	26.9	33.0	36.8	40.5	44.0
법인세율	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
NOPAT	18.2	38.3	51.6	67.1	67.1	81.7	90.5	99.1	107.1
(+)감가상각	15.2	13.1	11.4	18.4	13.8	10.4	7.8	5.8	4.4
(-)CAPEX	10.7	13.4	16.8	17.6	18.5	19.4	20.4	21.4	22.5
(-)운전자본증감	13.8	(40.3)	(41.6)	(41.3)	(52.4)	(66.4)	(84.3)	(107.0)	(135.7)
FCF	8.8	78.3	87.8	109.2	114.8	139.1	162.2	190.5	224.7
WACC 9%	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
PV	8.8	71.8	73.9	84.3	81.3	90.4	96.7	104.2	112.8
Terminal growth 3%									
Net present value	724.3								
Terminal value	1,936.2								
Total value	2,660.5								

자료 : 현대차증권

<표7> 에스티팜 분기별 매출 추정치

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E
매출액	27.3	40.4	46.3	51.7	37.0	48.6	55.0	56.0	165.6	196.6
yoy	35%	19%	107%	8%	36%	21%	19%	8%	33%	19%
qoq	-43%	48%	15%	12%	-29%	32%	13%	2%		
올리고 매출(십억원)	8.5	20.7	30.8	26.5	16.7	30.1	36.1	36.8	86.5	119.6
올리고 생산량(kg)	43.8	106.7	158.8	136.6	86.1	154.9	185.9	189.7	445.9	616.6
올리고 생산량(mole)	0.1	0.3	0.4	0.3	0.2	0.4	0.5	0.5	1.1	1.5
올리고 CAPA(mole)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	2.0	2.0
올리고 가동률 평균	22%	53%	79%	68%	43%	77%	93%	95%	56%	77%
저분자 화합물 매출	2.9	4.6	0.6	9.8	1.9	5.6	5.8	5.9	17.9	19.2
제네릭 원료 매출	9.0	8.0	6.9	9.5	6.0	6.3	6.1	5.9	33.4	24.2
기타 매출	6.9	7.1	8.0	5.9	12.4	6.7	7.1	7.4	27.9	33.6
매출원가	22.9	23.3	24.6	37.1	20.4	26.3	27.1	27.7	107.9	101.6
매출총이익	4.3	17.0	21.7	14.7	16.6	22.3	27.9	28.3	57.7	95.1
매출총이익률(%)	16%	42%	47%	28%	45%	46%	51%	51%	35%	48%
판매관리비	10.8	12.2	13.9	15.2	16.1	16.2	18.7	19.7	52.2	70.7
판매관리율(%)	40%	30%	30%	29%	44%	33%	34%	35%	31%	36%
영업이익	(6.5)	4.9	7.8	(0.6)	0.5	6.1	9.1	8.6	5.6	24.4
영업이익률	-24%	12%	17%	-1%	-1%	13%	17%	15%	3%	12%
yoy	적지	흑전	흑전	적전	흑전	25%	17%	흑전	흑전	337%
qoq	적전	흑전	59%	적전	흑전	1035%	50%	-5%		
당기순이익	(5.1)	5.7	7.7	(5.0)	2.1	3.8	5.9	4.9	3.4	16.7
당기순이익률	-19%	14%	17%	-10%	6%	8%	11%	9%	2%	8%
yoy	적지	124%	흑전	적지	흑전	-33%	-24%	흑전	흑전	394%
qoq	적지	흑전	37%	적전	흑전	77%	55%	-17%		

자료 : 현대차증권

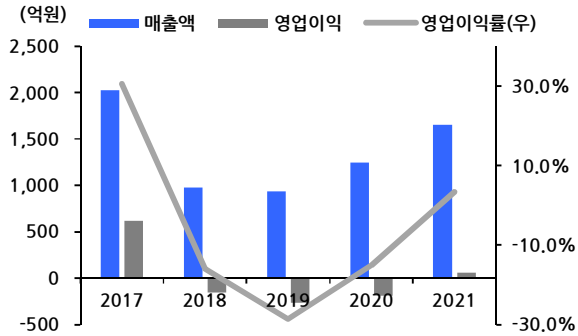
<표8> 에스티팜 연간 매출 추정치

(단위: 십억원)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	165.6	196.6	337.0	427.7	526.9	634.7	682.7	716.6	745.9	769.7
yoy	33.5%	18.7%	71.4%	26.9%	23.2%	20.5%	7.6%	5.0%	4.1%	3.2%
올리고 매출(십억원)	86.5	119.6	257.7	343.6	438.1	541.2	584.5	613.7	638.2	657.4
올리고 생산량(kg)	445.9	616.6	1,328.3	1,771.1	2,258.2	2,789.5	3,012.7	3,163.3	3,289.8	3,388.5
올리고 생산량(mole)	1.1	1.5	3.3	4.4	5.6	7.0	7.5	7.9	8.2	8.5
올리고 CAPA(mole)	2.0	2.0	6.4	6.4	10.2	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
올리고 가동률 평균	55.7%	77.1%	51.9%	69.2%	55.3%	49.8%	53.8%	56.5%	58.7%	60.5%
저분자 화합물 매출	17.9	19.2	25.6	28.8	32.0	35.2	38.5	41.7	44.9	48.1
제네릭 원료 매출	33.4	24.2	21.9	19.3	16.8	14.3	11.8	9.3	6.8	4.3
기타 매출	27.9	33.6	31.9	35.9	39.9	43.9	47.9	51.9	55.9	59.9
매출원가	107.9	101.6	156.6	193.9	237.4	303.4	315.6	329.4	340.8	349.6
매출총이익	57.7	95.1	180.4	233.8	289.5	331.3	367.0	387.2	405.0	420.1
매출총이익률(%)	34.9%	48.3%	53.5%	54.7%	54.9%	52.2%	53.8%	54.0%	54.3%	54.6%
판매관리비	52.2	70.7	119.4	151.0	180.4	210.8	219.9	223.9	226.1	226.3
판매관리율(%)	31.5%	36.0%	35.4%	35.3%	34.2%	33.2%	32.2%	31.2%	30.3%	29.4%
영업이익	5.6	24.4	61.0	82.9	109.1	120.5	147.1	163.3	178.9	193.8
영업이익률	3.4%	12.4%	18.1%	19.4%	20.7%	19.0%	21.5%	22.8%	24.0%	25.2%
yoy	흑전	337.5%	150.0%	35.8%	31.7%	10.5%	22.1%	11.0%	9.6%	8.3%
당기순이익	3.4	16.7	42.3	59.2	81.7	89.6	110.1	122.7	135.1	146.8
당기순이익률	2.0%	8.5%	12.5%	13.8%	15.5%	14.1%	16.1%	17.1%	18.1%	19.1%
yoy	흑전	394.0%	153.4%	40.0%	38.0%	9.7%	22.9%	11.4%	10.1%	8.7%

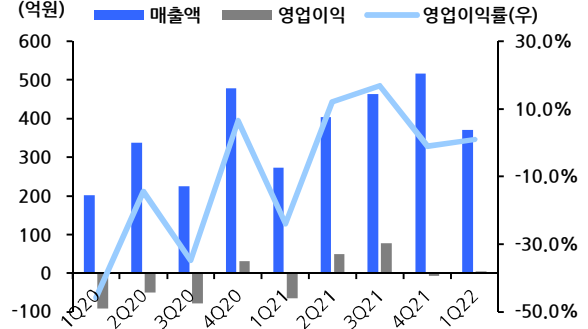
자료 : 현대차증권

〈그림1〉 에스티팜 연간 실적 추이



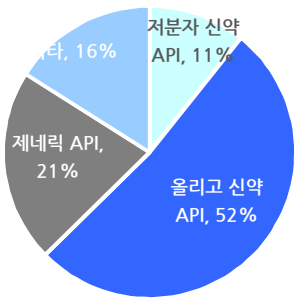
자료 : 현대차증권

〈그림2〉 에스티팜 사업분야별 매출액



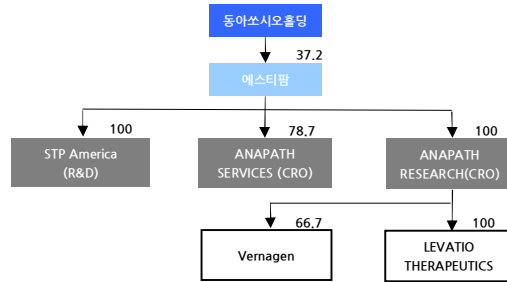
자료 : 현대차증권

〈그림3〉 에스티팜 사업분야별 매출비중(2021년)



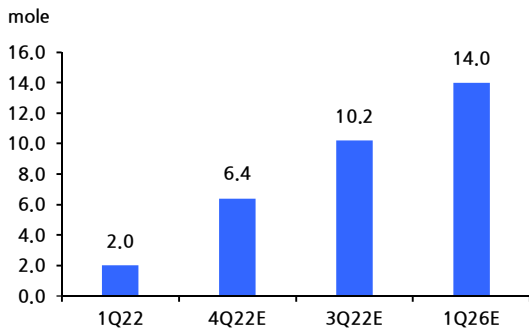
자료 : 현대차증권

〈그림4〉 에스티팜 지배구조



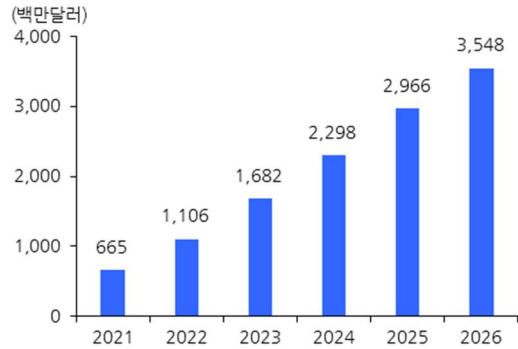
자료 : 현대차증권

〈그림5〉 에스티팜 올리고 CAPA 전망



자료 : 현대차증권

〈그림6〉 글로벌 RNA 백신/치료제 시장 전망



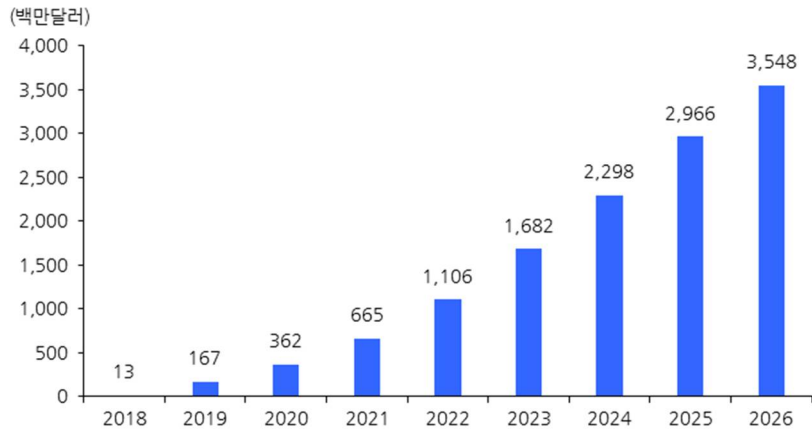
자료 : 에스티팜, 현대차증권

## II. 올해부터 글로벌 One Top 핵산원료 CDMO 기업

### 올리고뉴클레오타이드 API(주성분) 생산 수요 급격히 상승 중

에스티팜은 올리고뉴클레오타이드 API 원료 생산 CDMO를 동사에서 진행하고 2019년에 인수한 스페인과 스위스에 위치한 자회사 Anapath R&S 두 기업이 CRO(임상대행기관) 사업을 맡는다. 그리고 mRNA와 cirRNA 치료제를 개발할 수 있는 버나젠과 레바티오라는 기업을 2021년 미국에 설립하였다. One-Stop-Solution을 제공할 수 있는 회사로 현재 거듭나고 있다. 과거 위탁생산 계약 이력을 보면 동사의 역량을 알 수 있다. GSK에 싸이미딘(Thymidine) 에이츠 치료제의 원료를 공급, 노바티스, 로슈, BMS, 길리아드에도 원료 공급을 진행했었다. 2006년부터 현재까지 다양한 글로벌 기관 및 파트너사의 실사를 진행하여 Track Record를 쌓아 놓았다.

<그림7> 글로벌 RNA 백신/치료제 시장 전망



자료 : 에스티팜, 현대차증권

<표9> 에스티팜 글로벌 인증 실사 현황(EHS Audit)

\*EHS: Environmental, Health & Safety

연도	2006-2011	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
글로벌 기관 실사	FDA(미국) EDQM(유럽) WHO FDA(미국) MFDS(한국) ANVISA(브라질)	EDQM(유럽) PMDA(일본) TGA(호주)	FDA(미국) PMDA(일본)	MFDS(한국)	HPRA(아일랜드) WHO	MFDS(한국) MFDS(한국) PMDA(일본)	MFDS(한국) FDA(미국) PMDA(일본)	WHO	-	MFDS(한국)	FDA Pre- Approv. Inspec. Planned (PAI)
글로벌 고객사 실사	BMS GSK ROCHE	MERK BMS	-	Client G	Client G Client J Client M Client R	Client B Client J	Client N Client R Client J Client M Client Z	Client A Client N	-	Client N Client G	-

자료 : 에스티팜, 현대차증권

siRNA 치료제는 전달 기술력이 가장 한계점이었다. 특정 장기로 전달이 불가능한 기술이었는데 2018년부터 GalNAc이란 간(liver) 타겟 기술이 앨나일람(Alnylam)으로 부터 등장하며 희귀질환으로만 연구되던 siRNA 치료제 시장은 만성질환(고혈압, 고지혈증, 당뇨, 비알콜성지방간염)이라는 큰 시장을 타겟할 수 있게 되었다. 간에서는 다양한 효소들이 만들어지기 때문에 간을 타겟할 수 있다는 것은 다양한 질환에 적용이 가능해졌다는 것을 의미한다. 동시에 따르면 노바티스의 ASO기반 Lp(a) 표적 심혈관질환 치료제 펠라카르센의 경우 전세계 환자 수가 14억명인데 1,000만명만 타겟했을 경우 2025년 상업화 되었을 때 약 9.6ton의 수요가 필요하다고 보고 있다. 한 개의 제품으로 이미 동사의 2026년 CAPA 14mole(2~7ton)을 넘어선다. 공급이 수요에 비해 굉장히 부족할 것으로 예상된다. 그 외에도 암젠과 애로우헤드의 siRNA 치료제, 사일러스의 SLN360도 동일 적용증과 기전으로 개발 중이어서 수요는 지속될 것으로 기대된다.

〈표10〉 에스티팜 올리고 신약 API 계약 수주 현황

(단위: 십억원)

계약사	계약 규모	계약만료	계약내용	비고
미국바이오텍	18.1	2022.05.31	임상 3상용 올리고 신약 API	확대 계약
글로벌바이오텍(미국)	10.8	2022.06.30	임상 3상용 올리고 신약 API	
글로벌제약사(유럽)	6.2	2022.06.30	임상 3상용 만성질환 올리고 신약 API	
글로벌제약사(유럽)	80.7	2023.01.03	만성질환 상업화 제품의 올리고 신약 API	
글로벌제약사(유럽)	12.3	2023.03.31	만성질환용 올리고 신약 API	
글로벌제약사(유럽)	22.5	2023.07.28	만성질환용 올리고 신약 API	확대 계약
글로벌제약사(유럽)	8.6	2023.08.31	올리고 신약 API	
글로벌제약사(유럽)	15.1	2023.09.30	임상 3상용 올리고 신약 API	확대 계약
글로벌제약사(유럽)	65.7	2030.12.31	올리고 신약 API 생산설비 투자 지원 및 설비사용 수수료	

자료 : 에스티팜, 현대차증권

현재는 다양한 임상 단계 또는 상업화 단계에 있는 유전자 치료제의 원료 공급을 진행 중인 것으로 추정된다. 특히 상업화된 약물의 timeline으로 보았을 때 노바티스의 고지혈증 치료제 렉비오의 원료가 추정되고 있다. EvaluatePharma에 따르면 렉비오(성분명 안클리시란, Inclisiran)은 글로벌 매출액이 2026년 약 2조원을 넘어설 것으로 보인다.

<표11> 에스티팜 Oligo 수주 파이프라인

파트너사	적응증	개발현황			
		임상 1상	임상 2상	임상 3상	상업화
글로벌제약사A	고지혈증	[Progress bar]			
글로벌제약사A	동맥경화증	[Progress bar]			
글로벌바이오텍	MDS/MD	[Progress bar]			
글로벌제약사B	심혈관 질환	[Progress bar]			
글로벌제약사C	B형 간염	[Progress bar]			
글로벌제약사D	혈우병	[Progress bar]			
글로벌제약사E	심혈관 질환	[Progress bar]			
글로벌제약사F	혈전증	[Progress bar]			

자료 : 현대차증권

그 외에도 다양한 글로벌 제약사들이 현재 수주를 맡긴 상황이다. 올해 6건의 프로젝트(척추성 근위축증, NASH, 만성 B형 간염, 혈전증, 황반변성, 유전성혈관부종)가 확보되어 있다고 동사에서 밝혔다. siRNA 또는 ASO 기술을 가진 기업이 전세계적으로 몇 되지 않기 때문에 충분히 추측이 가능한 상황이다. 추측되기로는 아이오니스의 스피라자, 엘나일람의 피투시란과 같은 글로벌 블록 버스터 의약품들이 포함되었을 것으로 보인다. 이러한 글로벌 유전자 치료제 시장의 성장과 품목 허가들이 본격화되면서 CDMO 수요는 늘어나고 있다.

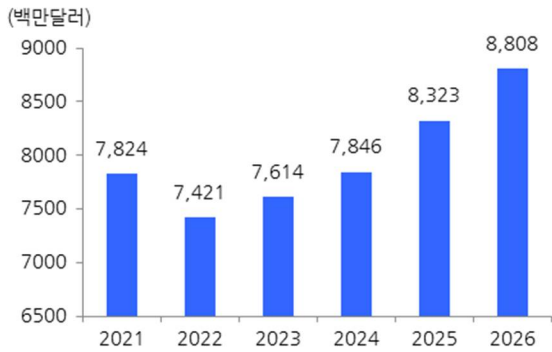


〈표12〉 글로벌 DNA & RNA 치료제 Top 20 제품 정리

순위	제품/파이프라인	개발사	적응증	적용기술	'21 Sales	'26 Sales	WW Phase
1	렉비오(Leqvio)	노바티스	PCSK type 9 RNAi	siRNA, GalNAc	12	2,063	Marketed
2	부트시란(Vutrisiran)	엘나일람	Transthyretin (TTR) RNAi	siRNA	N/A	1,828	Filed
3	스핀라자(Spinraza)	바이오젠	Survival motor neuron (SMN) 2 antisense	ASO	1,905	1,192	Marketed
4	온파트로(Onpattro)	엘나일람	Transthyretin (TTR) RNAi	siRNA	475	765	Marketed
5	AsiDNA	온세오(Onxeo)	DNA repair inhibitor	Decoy sdsDNA	N/A	585	Phase II
6	지브라리(Givlaari)	엘나일람	ALAS1 RNAi	siRNA	128	581	Marketed
7	피투시란(Fitusiran)	엘나일람	Anti-thrombin III RNAi therapeutic	siRNA, GalNAc	N/A	525	Phase III
8	엑손디스51 (Exondys 51)	샤렙타	Exon 51 skipping antisense	ASO	454	442	Marketed
9	빌텡소(Viltepsso)	닛폰신야쿠	Exon 53 skipping antisense	ASO	78	397	Marketed
10	옥슬루모(Oxlumo)	엘나일람	Glycolate oxidase (GO) RNAi	siRNA	60	355	Marketed
11	GTX-102 (UTPH)	울트라제닉스	UBE3A antisense	ASO	N/A	344	Phase II
12	이메텔스텟(Imetelstat)	제론(Geron)	Anti-telomerase oligonucleotide	ASO	N/A	338	Phase III
13	지무라(Zimura)	이베릭(Iveric)	Complement factor C5a & C5b-9 inhibitor	Aptamer, PEG-conjugate	N/A	309	Phase III
14	에플론터센 (Eplontersen)	아이오니스	Transthyretin (TTR) RNAi	ASO	N/A	260	Phase III
15	ARO-APOC3	에로우헤드	ApoC 3 antisense	siRNA	N/A	252	Phase III
16	ARO-AAT	에로우헤드	Alpha-1 antitrypsin (AAT) RNAi	siRNA	N/A	247	Phase II
17	비윤디스53 (Vyondys 53)	샤렙타	Exon 53 skipping antisense	ASO	94	243	Marketed
18	SLN124	사일런스	TMPRSS 6 siRNA	siRNA, GalNAc	N/A	243	Phase I
19	아몬드디스45 (Amondys 45)	샤렙타	Exon 45 skipping antisense	ASO	50	202	Marketed
20	CV8102	큐어백	TLR & retinoic acid inducible gene (RIG) I agonist	miRNA	N/A	190	Phase I
<b>Other</b>					<b>109</b>	<b>2,339</b>	
<b>Total</b>					<b>3,363</b>	<b>13,702</b>	

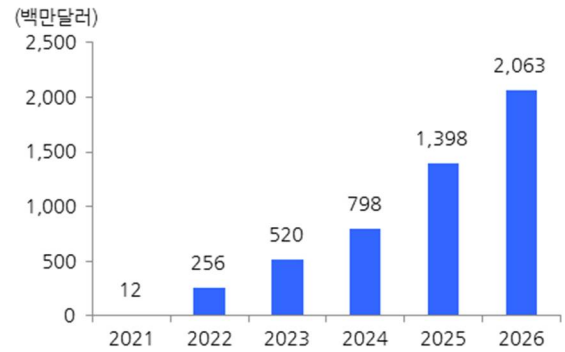
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권 정리

<그림8> 고지혈증 시장 전망



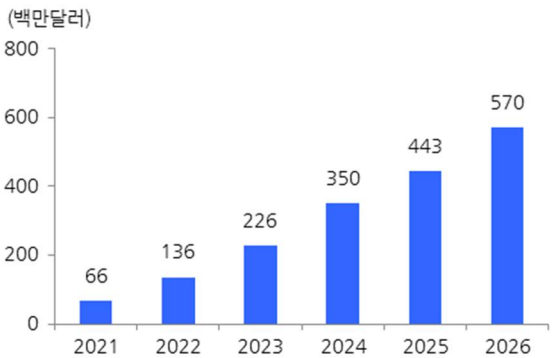
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림9> 렉비오 매출 전망



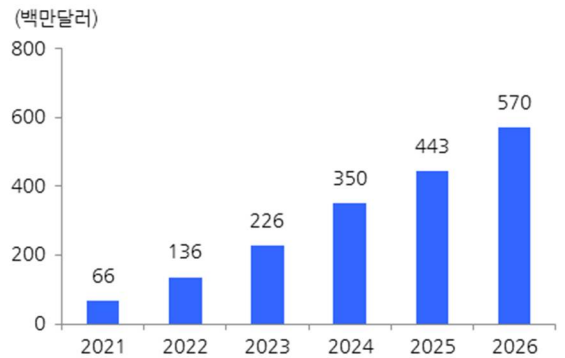
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림10> 아밀로이드증 시장 전망



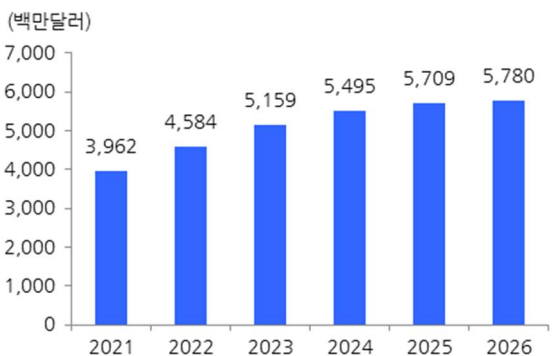
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림11> 부트리시란 매출 전망



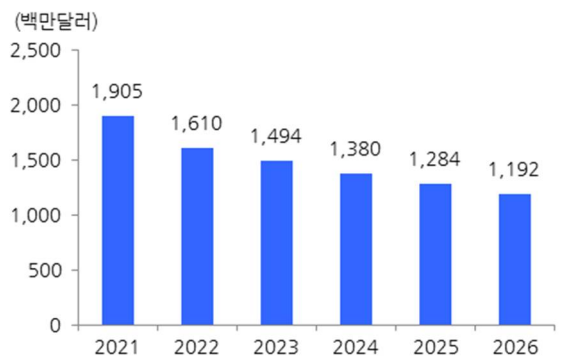
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림12> 척추성 근위축증(SMA) 시장 전망



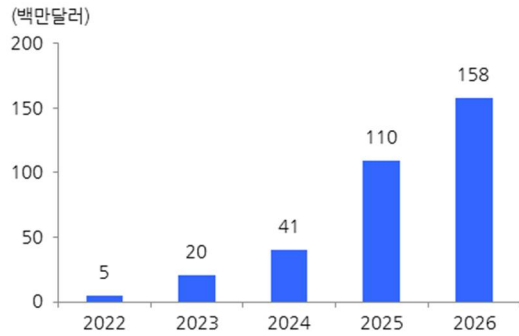
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림13> 스피라자 매출 전망



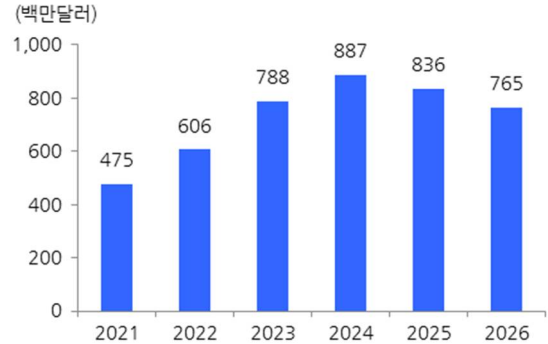
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림14> 신경병증(CIDP) 시장 전망



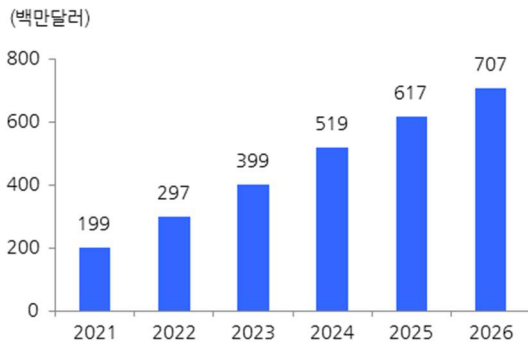
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림15> 온파트로 매출 전망



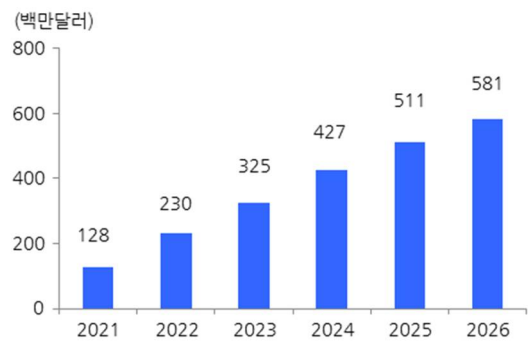
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림16> 포르피린증 시장 전망



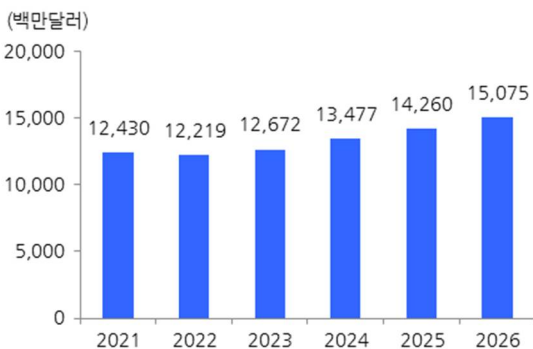
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림17> 자브라리 매출 전망



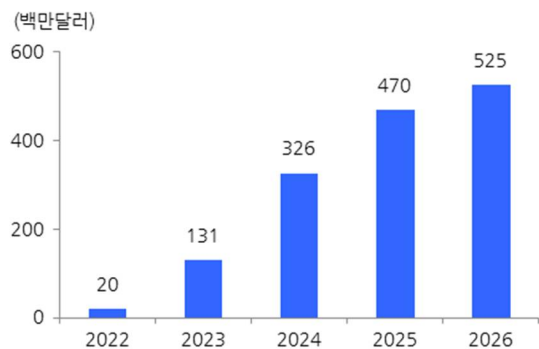
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림18> 혈우명 A/B 시장 전망



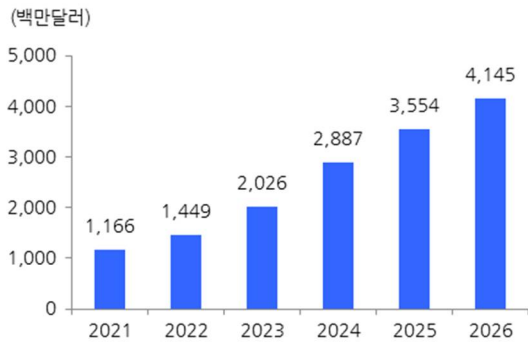
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림19> 피투시란 매출 전망



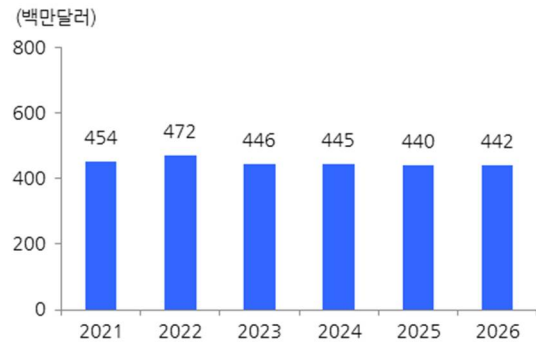
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림20> 뒤센 근이 영양증(DMD) 시장



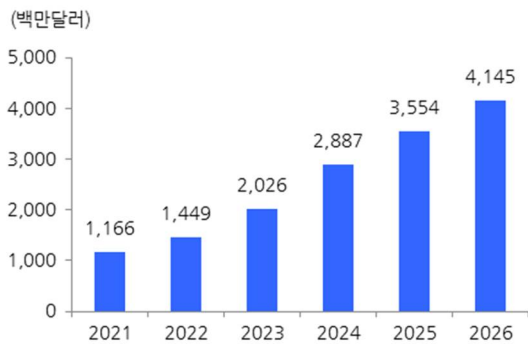
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림21> 엑손디스51 매출 전망



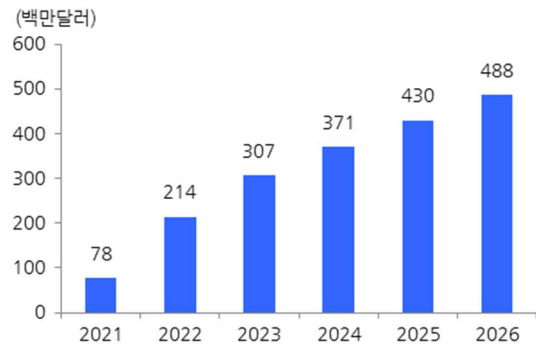
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림22> 뒤센 근이 영양증(DMD) 시장 전망



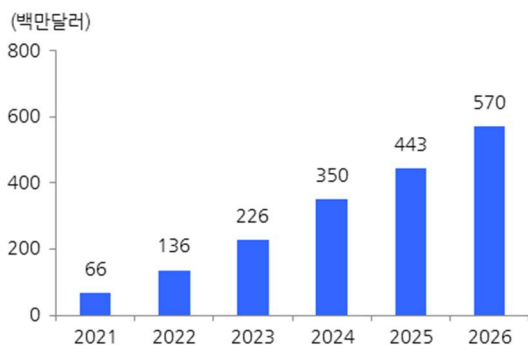
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림23> 빌렘소 매출 전망



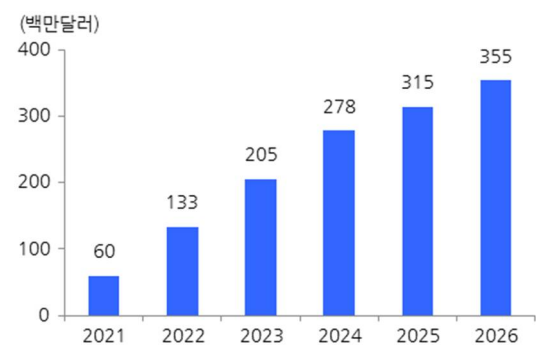
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림24> 신장결석 시장 전망



자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림25> 옥슬루모 매출 전망

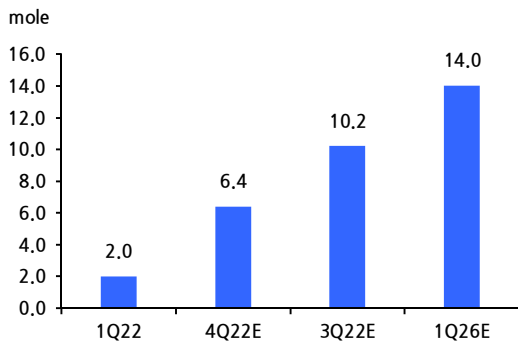


자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

에스티팜은 글로벌 올리고핵산 치료제의 원료 위탁 생산(CMO) 시장을 선점하기 위한 투자 계획이 공격적으로 이루어지고 있다. 기존 제1올리고핵산치료제 원료 공장(이하 제1올리고동)의 증설과 신규 제 2 올리고동의 신축 등을 토대로 현재 CAPA 2.0 mole 대비 2026년 1분기 CAPA는 최대 14.0mole까지 증대될 것으로 보고 있다.

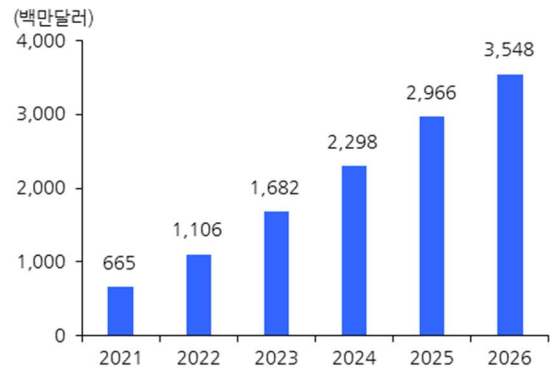
단기적 CAPA 전망은 제1올리고동의 글로벌 제약사 합작 1차 증설(3, 4층의 40%)이 마무리되어 현재 시험 생산을 진행 중이며 본 생산을 곧 예정하고 있다. 2차 증설(3, 4층의 60%)도 완료될 경우 글로벌 수주를 받을 수 있을 것으로 보아 3분기 실적 호조가 기대된다. 증설이 완료되면 현재 2.0mole의 3배가 넘는 6.4mole의 생산 시설을 올해 갖추게 된다.

<그림26> 에스티팜 올리고 CAPA 전망



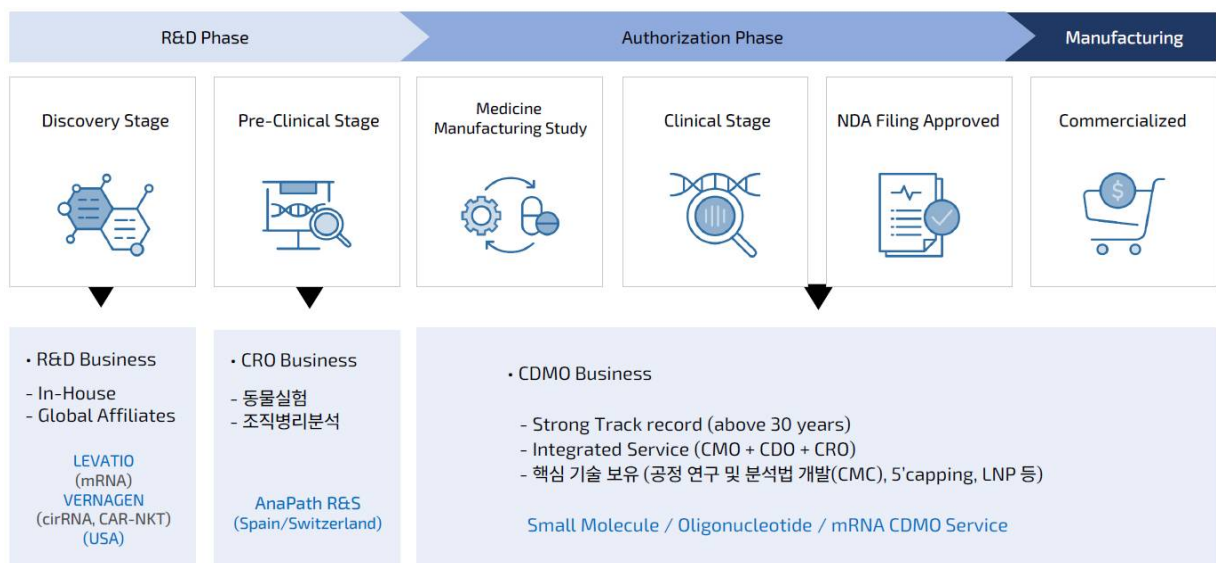
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림27> 글로벌 RNA 백신/치료제 시장 전망



자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림28> 에스티팜 사업영역



자료 : 에스티팜, 현대차증권

## II. 자체 신약/백신 파이프라인 역량 입증 필요

### 올해 신약 임상 1상 결과들 발표 대기 중, 백신은 mRNA 기술력 보여줄 기회

STP-0404 에이즈 치료제  
STP-1002 대장암 치료제  
임상 1상 종료  
결과 발표 예정

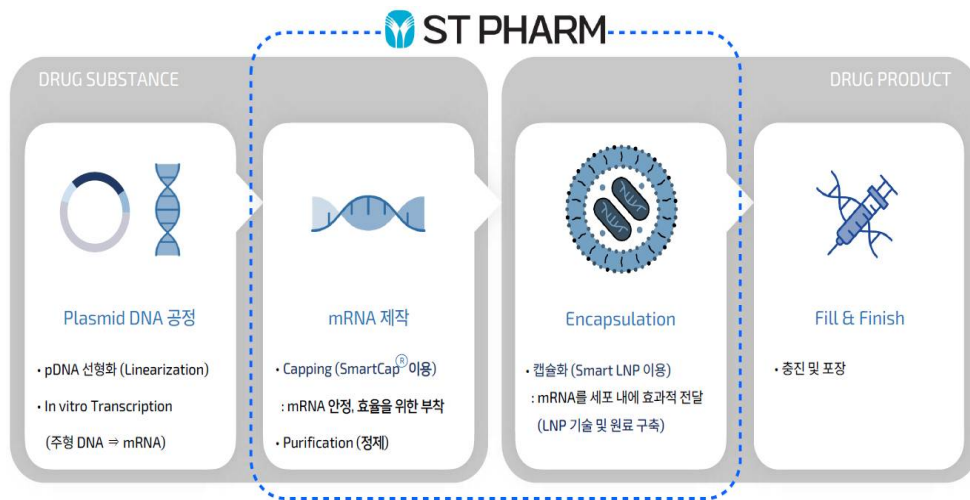
에스티팜은 CDMO 사업뿐만 아니라 신약 개발과 mRNA백신 개발에도 역량을 가지고 있다. 에이즈 치료제 STP-0404는 '20년 4월 임상 1상을 승인 받아 2년 째 임상을 진행 중인데 '22년 3월에 종료하고 상반기 중으로 학술논문 발표 예정에 있다.

STP-1002는 텐키라제(Tankyrase) 효소를 저해하는 최초의 대장암 경구용 치료제다. 미국 임상 1상이 상반기 중 종료되어 하반기 자료를 취합할 예정이다.

STP-2104 mRNA 백신  
3분기 내 마무리  
국산 1호 mRNA 백신 가능

COVID19 백신 STP-2104의 경우 국가 신약개발사업단의 신규과제로 선정되어 임상 비용의 절반을 지원받는다. '22년 3월 임상 1상을 승인 받아 국내와 남아프리카공화국 등에서 임상이 시작되며 3분기 내 마무리 될 수 있을 것으로 보고 있다. 국내 최초의 mRNA 백신이 될 수 있을지, STP-2130은 자체적으로 특허 및 개발한 원료 합성법 및 LNP의 기술력을 입증 받을 수 있는지에 대한 중요한 마일스톤이 될 것이다.

<그림29> mRNA 백신/치료제 제조 공정 프로세스



자료 : 에스티팜, 현대차증권

STP-2104/2130 백신  
코로나19 종식 국면이지만  
mRNA기술력 입증 필요  
다시 올 펜데믹에 대비

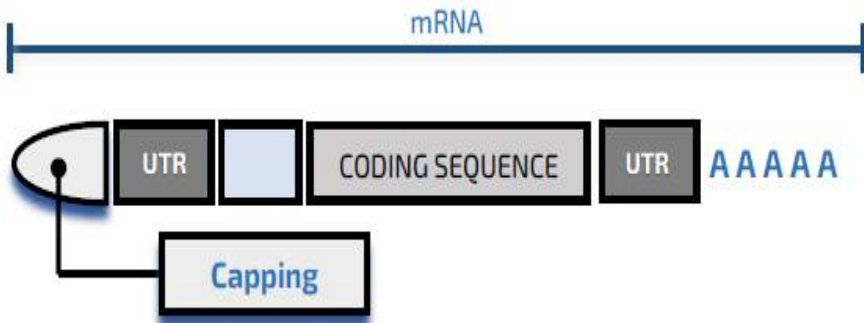
K-mRNA 컨소시엄에 속해 있어 에스티팜이 후보물질 개발과 생산(CDMO)을 맡고, 한미약품이 원료 생산, GC녹십자가 완제와 충진을 담당하고 있어 각 사의 역할이 모두 시너지를 낼 예정이다. 코로나19가 종식 국면에 있지만 STP-2104/2130은 굉장히 중요하다. 그 이유는 다시 반복될 감염병에 대응할 수 있는 자국과 동사의 mRNA 백신 개발 및 제조 기술력이 있음을 입증하는 중요한 프로젝트이기 때문이다.

〈표13〉 에스티팜 자체 파이프라인 현황

파이프라인	적응증	파트너사	파이프라인		
			초기연구	전임상	임상 1상
STP-0404	AIDS	Emory Univ. Colorado state Univ.	[Progress bar]		
STP-1002	대장암	Colorado state Univ. 한국원자력의학원	[Progress bar]		
STP-2104	Covid19 백신	-	[Progress bar]		
STP-2130	Covid19 백신(Delta)	-	[Progress bar]		
-	비알콜성지방간염 (NASH)	한국화학연구원	[Progress bar]		
-	항응고질환	B&L Deli Pharm	[Progress bar]		
-	인플루엔자	한국화학연구원	[Progress bar]		
기타(2개)	미공개	미공개	[Progress bar]		

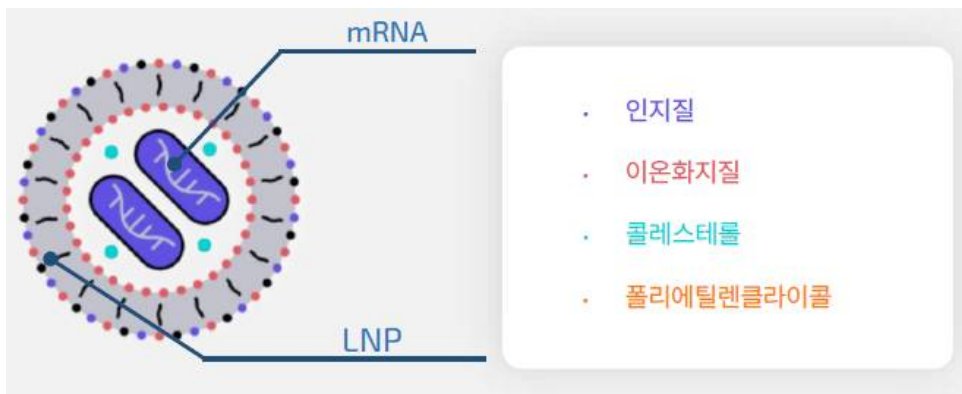
자료 : 현대차증권

〈그림30〉 mRNA 핵심기술 (1): Capping



자료 : 에스티팜, 현대차증권

〈그림31〉 mRNA 핵심기술 (2): LNP(Lipid Nano Particle)



자료 : 에스티팜, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	124	166	197	337	428
증가율 (%)	33	33	19	71	27
매출원가	104	108	102	157	194
매출원가율 (%)	84	65	52	46	45
매출총이익	20	58	95	180	234
매출이익률 (%)	16	35	48	54	55
증가율 (%)	흑전	189	65	90	30
판매관리비	39	52	71	119	151
판매비율 (%)	31	31	36	35	35
EBITDA	-5	20	40	74	94
EBITDA 이익률 (%)	-4	12	20	22	22
증가율 (%)	적지	흑전	99	87	27
영업이익	-19	6	24	61	83
영업이익률 (%)	-15	3	12	18	19
증가율 (%)	적지	흑전	336	151	36
영업외손익	2	-4	-6	-7	-7
금융수익	6	6	6	6	6
금융비용	4	6	9	9	9
기타영업외손익	0	-4	-3	-4	-4
종속/관계기업관련	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-17	1	18	54	76
세전계속사업이익률	-14	1	9	16	18
증가율 (%)	적지	흑전	1,361	194	40
법인세비용	-4	-2	2	12	17
계속사업이익	-13	3	17	42	59
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-13	3	17	42	59
당기순이익률 (%)	-11	2	8	13	14
증가율 (%)	적지	흑전	394	153	40
지배주주지분 순이익	-12	3	15	39	54
비지배주주지분 순이익	-1	0	1	4	5
기타포괄이익	1	2	0	0	0
총포괄이익	-13	5	17	42	59
	(단위:십억원)				
현금흐름표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금	-21	7	46	15	29
당기순이익	-13	3	17	42	59
유형자산 상각비	14	14	15	13	11
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-2	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-21	-21	14	-40	-42
기타	-1	13	0	0	0
투자활동으로인한현금	-69	-8	-15	-41	-46
투자자산의 감소(증가)	-6	-6	0	-1	-1
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
유형자산의	-17	-52	-11	-13	-17
기타	-46	49	-4	-27	-28
재무활동으로인한현금	116	0	-8	66	41
차입금의 증가(감소)	9	-15	50	25	-25
사채의증가(감소)	102	-19	-50	25	0
자본의 증가	6	21	1	0	0
배당금	0	0	-9	-9	-9
기타	-2	14	0	25	75
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가(감소)	26	1	23	40	25
기초현금	13	39	39	62	102
기말현금	39	39	62	102	127

\* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	236	244	263	409	544
현금성자산	39	39	62	102	127
단기투자자산	84	44	48	74	102
매출채권	45	63	62	97	133
채고자산	45	81	73	114	156
기타유동자산	4	7	8	12	17
비유동자산	210	254	250	251	258
유형자산	174	209	205	205	210
무형자산	10	13	12	12	12
투자자산	10	15	15	17	18
기타비유동자산	16	18	18	18	18
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	446	499	513	661	802
유동부채	19	75	80	142	255
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	5	13	14	22	30
유동성장기부채	0	15	15	40	115
기타유동부채	14	48	51	80	110
비유동부채	130	97	98	151	130
사채	102	83	33	58	58
장기차입금	24	9	59	84	59
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5	6	6	10	13
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	149	173	178	293	385
지배주주지분	295	323	330	359	404
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	175	196	197	197	197
자본조정 등	0	2	2	2	2
기타포괄이익누계액	-1	0	0	0	0
이익잉여금	112	116	121	151	195
비지배주주지분	1	3	5	8	13
자본총계	297	326	335	367	417
	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS(당기순이익 기준)	-705	181	887	2,248	3,147
EPS(지배순이익 기준)	-651	177	809	2,050	2,869
BPS(자본총계 기준)	15,907	17,334	17,784	19,532	22,179
BPS(지배지분 기준)	15,830	17,171	17,544	19,094	21,463
DPS	0	500	500	500	500
P/E(당기순이익 기준)	N/A	769.1	107.0	42.2	30.2
P/E(지배순이익 기준)	N/A	784.2	117.3	46.3	33.1
P/B(자본총계 기준)	6.5	8.0	5.3	4.9	4.3
P/B(지배지분 기준)	6.6	8.1	5.4	5.0	4.4
EV/EBITDA(Reported)	-405.1	130.7	44.7	24.1	19.0
배당수익률	0.0	0.4	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	흑전	390.0	153.5	40.0
EPS(지배순이익 기준)	적지	흑전	355.7	153.5	40.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-4.4	1.1	5.1	12.0	15.1
ROE(지배순이익 기준)	-4.1	1.1	4.7	11.2	14.2
ROA	-3.3	0.7	3.3	7.2	8.1
안정성 (%)					
부채비율	50.1	52.9	53.2	79.8	92.2
순차입금비율	순현금	4.2	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	NA	1.1	N/A	N/A	N/A