



# 에스티팜

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

## [제약/바이오]

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

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

## 하반기 한 단계 레벨업



**매수**  
(유지)



현재주가 (5월 25일)  
**100,000 원**



목표주가  
**140,000 원 (유지)**



상승여력  
**40.0%**

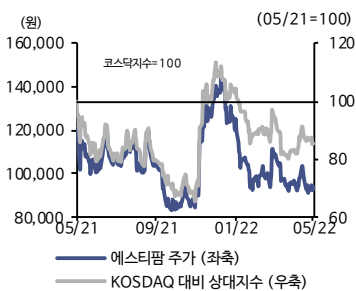
- ◆ 하반기 증설분 가동으로 올리고 CDMO 탑라인 성장 기대
- ◆ 2022년은 실적보다 사업 확장 모멘텀을 바라볼 때
- ◆ 목표주가 유지. 중장기적 성장 잠재력이 충분한 기업



투자판단	매수 (유지)
목표주가	140,000 원 (유지)
상승여력	40.0%

KOSPI	2,639.29p
KOSDAQ	879.88p
시가총액	1,771.8십억원
액면가	500 원
발행주식수	18.8백만주
유동주식수	9.8백만주(52.1%)
52 주 최고가/최저가	144,500 원/83,400 원
일평균 거래량 (60 일)	87,174주
일평균 거래액 (60 일)	8,664백만원
외국인 지분율	0.00%
<b>주요주주</b>	
동아쏘시오홀딩스 외 5 인	46.49%
국민연금공단	6.06%
<b>절대수익률</b>	
3 개월	-4.0%
6 개월	3.6%
12 개월	-18.7%
<b>KOSDAQ 대비 상대수익률</b>	
3 개월	-3.8%
6 개월	22.7%
12 개월	-10.2%

주가차트



하반기 증설분 가동으로 올리고 CDMO 탑라인 성장 기대

하반기는 올리고 생산 설비 증설 계획이 완료됨에 따라 올리고 CDMO 실적 상승이 기대된다. 4월에 이미 자체 증설분 라인 1개가 가동을 시작했으며, 나머지 1개는 6월 중 가동이 예상된다. 하반기 글로벌 제약사 합작 증설이 완료되면 총 4개의 생산 라인 확보가 가능할 전망이다. 이에 따라 생산 스케줄의 효율성을 극대화할 수 있어 추가적인 수주 확보도 기대된다. 최근 추가된 수주들의 계약 시작일도 하반기에 몰려 있는 만큼 3, 4분기 긍정적인 올리고 실적이 예상된다.

2022년은 실적보다 사업 확장 모멘텀을 바라볼 때

올해는 올리고 설비 증설분이 하나씩 가동되면서 전체적인 기업의 체력이 성장하는 해로 평가된다. 하반기 올리고 실적 성장이 예상되지만 mRNA 사업을 위한 연구개발비와 증설분 가동에 따른 감가상각비 및 인건비 증가로 수익성 개선의 폭은 제한적일 전망이다. 따라서 당장의 드라마틱한 실적 성장보다는 주력 사업인 올리고와 mRNA CDMO 사업의 확장 모멘텀을 주목할 필요가 있다.

올리고 CDMO는 2022년 글로벌 제약사와의 신규 프로젝트 6건(척수성근위축증, NASH, HBV, 혈전증, 황반변성, 유전성혈관부종)를 확보했다. 이 중에는 상업화 품목도 있는 것으로 추정되며, 황반변성과 HBV 2건 정도가 합작 증설한 글로벌 제약사의 프로젝트로 추정된다.

mRNA 백신의 LNP용 인지질 2종 수주는 임상 2상 단계의 신약이기 때문에 상업화를 염두한 수주로 판단된다는 점과 이전에 사업보고서에서 확인한 수주의 확장판이라는 점에서 긍정적이다. 5월 개최된 TIDES USA 2022 학회 이후 파트너십 확장을 주목할 필요가 있다.

목표주가 유지. 중장기적 성장 잠재력이 충분한 기업

목표주가와 투자의견을 유지한다. 에스티팜이 집중하는 RNA 산업의 성장성은 명확하며, CDMO 기업의 핵심이라고 할 수 있는 트랙레코드와 강력한 GMP 인증도 이미 확보된 상황이다. 공격적인 증설 계획을 통해 성장 기반을 마련한 상황이기 때문에 시장이 열리는 데까지 시간이 필요하겠지만 중장기적인 성장 잠재력은 충분하다 평가한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
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	123.8	53.6	5.3	4.3	4.3
2023F	288.1	40.9	40.9	30.7	1,631	114.3	19,563	57.8	29.7	4.8	8.7	(1.3)
2024F	334.4	53.7	53.2	39.9	2,121	30.1	21,684	44.4	23.9	4.3	10.3	(4.5)

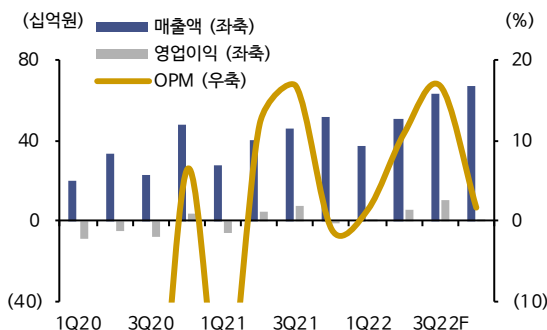
자료: 회사 자료, 신한금융투자

에스티팜 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	21	22F	23F
<b>매출액</b>	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
<b>매출총이익</b>	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
<b>영업이익</b>	(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
<b>세전이익</b>	(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
<b>(지배주주)순이익</b>	(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

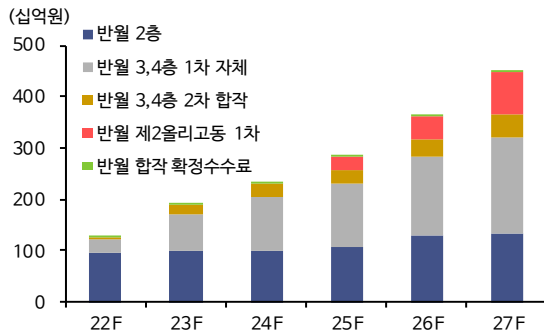
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

에스티팜 분기 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

에스티팜 공장별 매출 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2022년 이후 에스티팜 주요 신규 프로젝트 정리

내용	금액	계약 시작일	계약 종료일
글로벌제약사 신규 프로젝트 (적수성근위축증, NASH, 만성B형간염, 혈전증, 황반변성, 유전성혈관부종)	-	-	-
만성질환용 상업화 물량(INC)	약 807억원	22.03.17	23.01.03
만성질환용 올리고 핵산치료제(HBV)	약 225억원 (100억 증가)	22.06.01	23.07.28
mRNA 백신에 사용되는 LNP용 인지질 (이온화지질 및 PEG지질)	약 177억원	22.05.03	23.06.30
만성 B형간염 글로벌 임상 2상용	약 53억원	-	23.09.29
황반변성 신규 프로젝트	약 80억원	-	-

자료: DART, 회사 자료, 신한금융투자 정리 및 추정

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	<b>445.6</b>	<b>498.6</b>	<b>528.5</b>	<b>571.1</b>	<b>618.5</b>
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
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>148.8</b>	<b>172.5</b>	<b>187.9</b>	<b>199.2</b>	<b>205.9</b>
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
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>296.8</b>	<b>326.0</b>	<b>340.6</b>	<b>371.9</b>	<b>412.6</b>
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
<b>지배주주지분</b>	<b>295.4</b>	<b>322.9</b>	<b>337.3</b>	<b>368.0</b>	<b>407.9</b>
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)

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(20.9)</b>	<b>7.3</b>	<b>36.9</b>	<b>50.3</b>	<b>62.1</b>
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
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(69.1)</b>	<b>(8.0)</b>	<b>(26.5)</b>	<b>(28.5)</b>	<b>(45.1)</b>
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)
<b>FCF</b>	<b>(31.4)</b>	<b>(36.3)</b>	<b>(0.7)</b>	<b>19.2</b>	<b>13.9</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>115.9</b>	<b>(0.1)</b>	<b>(14.0)</b>	<b>(9.4)</b>	<b>(9.3)</b>
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
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>25.8</b>	<b>0.6</b>	<b>(7.2)</b>	<b>8.7</b>	<b>4.1</b>
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

**포괄손익계산서**

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>124.1</b>	<b>165.6</b>	<b>218.3</b>	<b>288.1</b>	<b>334.4</b>
증감률 (%)	33.1	33.5	31.8	32.0	16.1
<b>매출원가</b>	<b>104.1</b>	<b>107.9</b>	<b>128.0</b>	<b>166.1</b>	<b>189.7</b>
<b>매출총이익</b>	<b>20.0</b>	<b>57.7</b>	<b>90.3</b>	<b>122.0</b>	<b>144.7</b>
매출총이익률 (%)	16.1	34.9	41.4	42.3	43.3
<b>판매관리비</b>	<b>38.8</b>	<b>52.2</b>	<b>72.5</b>	<b>81.1</b>	<b>91.0</b>
<b>영업이익</b>	<b>(18.8)</b>	<b>5.6</b>	<b>17.8</b>	<b>40.9</b>	<b>53.7</b>
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
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(16.8)</b>	<b>1.3</b>	<b>18.2</b>	<b>40.9</b>	<b>53.2</b>
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
<b>당기순이익</b>	<b>(13.2)</b>	<b>3.4</b>	<b>14.6</b>	<b>31.3</b>	<b>40.7</b>
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
<b>EBITDA</b>	<b>(4.7)</b>	<b>20.0</b>	<b>33.4</b>	<b>59.5</b>	<b>73.4</b>
증감률 (%)	적지	흑전	67.0	78.3	23.3
EBITDA 이익률 (%)	(3.8)	12.1	15.3	20.7	22.0

**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	121.4	56.7	43.5
PER (지배순이익, 배)	(159.4)	784.2	123.8	57.8	44.4
PBR (자본총계, 배)	6.5	8.0	5.2	4.8	4.3
PBR (지배지분, 배)	6.6	8.1	5.3	4.8	4.3
EV/EBITDA (배)	(405.2)	130.8	53.6	29.7	23.9
배당성향 (%)	0.0	283.9	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 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
<b>안정성</b>					
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
<b>활동성</b>					
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