



에스티팜

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

2022년 8월 9일

[제약/바이오]

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

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

계획대로 성장 중



매수
(유지)



현재주가 (8월 8일)
110,800 원



목표주가
140,000 원 (유지)



상승여력
26.4%

- ◆ 2Q22 Re: 시장 기대치에 부합하는 양호한 실적 달성
- ◆ 올리고 제조소 cGMP 인증 획득으로 추가 수주 원동력 확보
- ◆ 목표주가 유지. mRNA CDMO 사업 확장의 가시화 주목



신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

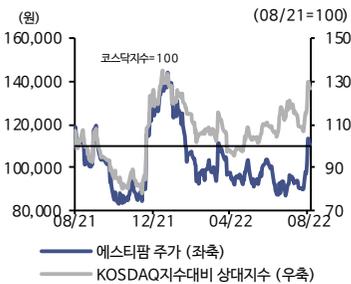


신한금융투자 기업분석부

투자판단	매수 (유지)
목표주가	140,000 원 (유지)
상승여력	26.4%

KOSPI	2,493.10p
KOSDAQ	830.86p
시가총액	2,084.0십억원
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)	89,302 주
일평균 거래액 (60 일)	8,704백만원
외국인 지분율	0.00%
주요주주	
동아쏘시오홀딩스 외 5 인	46.49%
국민연금공단	8.17%
절대수익률	
3 개월	14.2%
6 개월	6.1%
12 개월	-5.7%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	21.6%
6 개월	14.4%
12 개월	20.3%

주가차트



2Q22 Re: 시장 기대치에 부합하는 양호한 실적 달성

연결 기준 2분기 매출액은 511억원(+26.7%, 이하 YoY)으로 시장 컨센서스를 상회했다. 올리고 CDMO 매출 증가와 mRNA LNP 지질 관련 신규 매출로 큰 폭의 외형성장을 이뤘다.

영업이익은 35억원(-27.5%, OPM 6.9%)을 시현해 기대치에 부합했다. 전년 동분기 대비 감소한 원인은 판관비 증가에 있다. 1) mRNA 백신 STP2104를 비롯한 자체 신약 개발 관련 R&D 비용 증가와 2) 증설 및 신규 프로젝트에 따른 인원확충으로 증가된 인건비 때문이다.

올리고 제조소 cGMP 인증 획득으로 추가 수주 원동력 확보

7월 말 반월캠페스의 올리고 제조소에 대한 미국 FDA cGMP 인증을 획득했다. FDA로부터 PAI(Pre Approval Inspection)를 받은 결과 가장 높은 NAI(No Action Indicated)등급을 받았다. 이번 결과로 3분기부터 고지혈증 치료제 미국 상업화 물량 출하가 가능할 전망이다. 실사 일정으로 일부 생산이 연기된 올리고 매출도 3분기 반영이 예상됨에 따라 큰 폭의 실적 성장이 기대된다.

2023년부터 척수성근위축증 상업화원료에 대한 공급이 진행될 전망이다. 해당 매출 규모는 연간 150억원 수준으로 추정된다. 추가로 7월 4일 확인된 74억원 규모의 상업화원료 수주도 긍정적이다. 해당 신약은 혈액암 적응증으로 개발 중이며 내년 초 임상3상 결과 발표 예정이다.

CDMO 기업의 경쟁력은 1) 트랙레코드, 2) 해당 국가 GMP 인증 설비 유무, 3) 생산 역량에 따른 레퍼런스에서 나온다. 에스티팜은 이번 cGMP 인증 획득과 올해 완료된 증설 라인 가동에 따른 생산 효율화로 향후 중장기적인 추가 수주 원동력을 확보했다고 판단된다.

목표주가 유지. mRNA CDMO 사업 확장의 가시화 주목

주력 사업인 올리고는 지속적인 수주 확보를 통한 성장 궤도에 올랐다고 판단된다. 또한 mRNA CDMO도 자체 개발한 기술을 바탕으로 경쟁력을 확보 중이다. 아직 LNP 관련 일부 지질 매출이지만 매 분기 실적이 나온다는 점이 긍정적이다. 향후 캠핑과 같은 핵심 영역에 대한 수주가 가시화된다면 mRNA 사업 밸류 반영도 가능할 전망이다.

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	218.7	14.6	13.9	11.4	608	242.7	17,780	182.2	69.7	6.2	3.5	5.2
2023F	296.4	43.0	42.7	32.0	1,704	180.1	19,483	65.0	33.8	5.7	9.1	(1.0)
2024F	349.9	58.9	58.1	43.6	2,316	36.0	21,800	47.8	26.3	5.1	11.2	(5.2)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

에스티팜 2Q22 실적 요약

(십억원, %)	2Q22P	2Q21	YoY	1Q22	QoQ	Consen	vs. Consen
매출액	51.1	40.4	26.7	37.0	38.3	45.6	12.1
영업이익	3.5	4.9	(27.5)	0.5	558.8	3.4	4.0
세전이익	4.6	5.1	(9.1)	(0.2)	흑전	3.4	-
(지배주주)순이익	3.4	5.4	(36.5)	1.9	78.5	2.0	70.2
영업이익률	6.9	12.1		1.5		7.5	
순이익률	6.7	13.3		5.2		4.4	

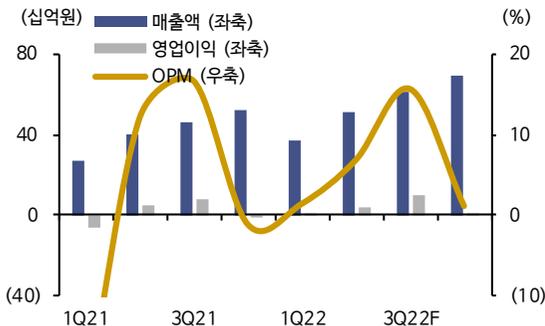
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 연결 기준

에스티팜 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22F	4Q22F	21	22F	23F
매출액	27.3	40.4	46.3	51.7	37.0	51.1	61.7	68.9	165.6	218.7	296.4
YoY	35.2	19.5	106.8	8.3	35.7	26.7	33.4	33.2	33.5	32.1	35.5
저분자 신약 API	2.9	4.6	0.6	9.8	1.9	0.1	1.3	7.2	17.9	10.5	10.9
올리고 신약 API	8.5	20.7	30.8	26.5	16.8	27.0	43.1	38.8	86.5	125.7	197.6
제네릭	9.0	8.0	6.9	9.5	6.0	11.8	6.2	9.6	33.4	33.6	33.9
기타 (mRNA, 정밀화학, CRO 등)	6.7	6.4	8.0	5.9	12.3	12.2	11.1	13.3	27.8	49.0	53.9
매출총이익	4.3	17.0	21.7	14.7	16.6	20.1	28.4	20.4	57.7	85.5	122.7
YoY	3,262.7	229.8	2,128.1	6.9	283.7	18.2	30.6	39.2	188.9	48.1	43.5
GPM	15.9	42.2	46.9	28.4	44.8	39.4	46.0	29.6	34.9	39.1	41.4
영업이익	(6.5)	4.9	7.8	(0.6)	0.5	3.5	9.7	0.8	5.6	14.6	43.0
YoY	적지	흑전	흑전	적전	흑전	(27.5)	25.3	흑전	흑전	162.2	194.2
OPM	(23.9)	12.1	16.8	(1.1)	1.5	6.9	15.8	1.2	3.4	6.7	14.5
세전이익	(6.6)	5.1	9.5	(6.7)	(0.2)	4.6	10.2	(0.7)	1.3	13.9	42.7
YoY	적지	23.6	흑전	적지	적지	(9.1)	7.6	적지	흑전	1,006.4	206.3
(지배주주)순이익	(5.0)	5.4	7.5	(4.5)	1.9	3.4	6.6	(0.5)	3.3	11.4	32.0
YoY	적지	82.6	흑전	적지	흑전	(36.5)	(11.5)	적지	흑전	245.5	180.1
NPM	(18.4)	13.3	16.2	(8.7)	5.2	6.7	10.7	(0.7)	2.0	5.2	10.8

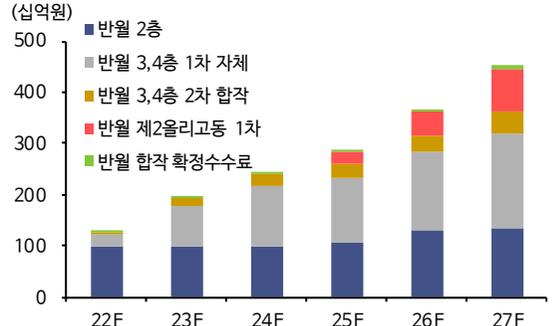
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

에스티팜 분기 실적 추이 및 전망



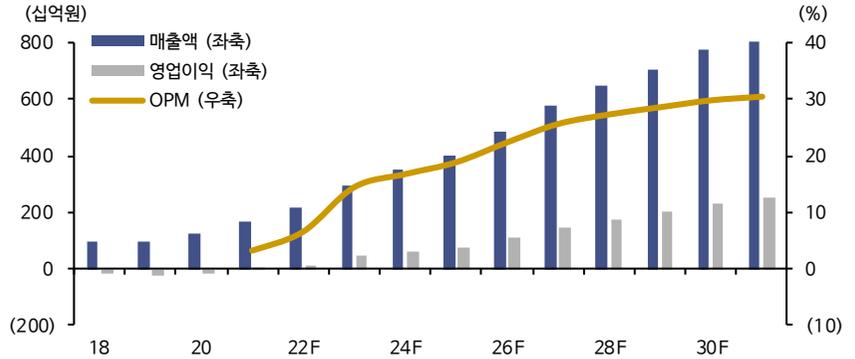
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

에스티팜 공장별 매출액 전망



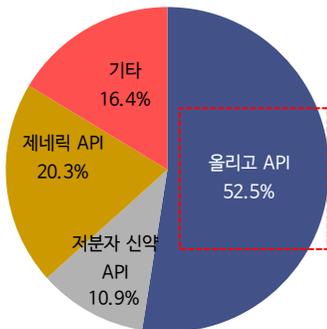
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

에스티팜 연간 실적 추이 및 전망



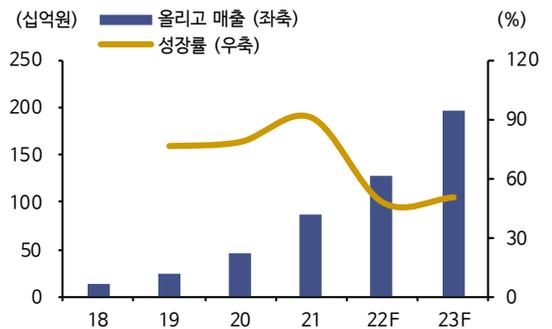
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

에스티팜 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한금융투자 / 주: 2021년 누계 기준

올리고 API 사업 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2022년 이후 에스티팜 주요 신규 프로젝트 정리

내용	금액	계약 시작일	계약 종료일
글로벌제약사 신규 프로젝트 (척수성근위축증, 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	-	-
미국 소재 글로벌 바이오텍 상업화 물량(2023년 3분기 생산 예정)	약 74억원	-	-

자료: DART, 회사 자료, 신한금융투자 정리 및 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	445.6	498.6	525.6	570.5	622.4
유동자산	235.6	244.1	266.4	306.4	336.5
현금및현금성자산	38.6	39.2	29.1	39.6	47.9
매출채권	45.4	62.9	73.0	81.8	88.3
재고자산	45.4	80.8	93.7	105.0	113.4
비유형자산	210.0	254.4	259.2	264.1	285.9
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	16.7	17.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	148.8	172.5	187.9	200.1	207.6
유동부채	18.6	75.4	89.1	98.8	104.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	4.7	12.9	17.0	23.0	27.2
유동성장기부채	0.0	15.0	15.0	10.0	5.0
비유동부채	130.2	97.2	98.8	101.3	103.0
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
자본총계	296.8	326.0	337.7	370.4	414.8
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	127.0	159.1	202.6
지배주주지분	295.4	322.9	334.4	366.5	410.1
비지배주주지분	1.4	3.1	3.3	3.9	4.7
*총차입금	126.9	107.5	107.7	103.0	98.2
*순차입금(순현금)	(13.7)	14.3	17.6	(3.8)	(21.4)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	(20.9)	7.3	34.0	52.2	66.3
당기순이익	(13.2)	3.4	11.7	32.7	44.4
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)	(6.4)	(4.9)
(법인세납부)	(0.0)	0.0	(2.3)	(10.0)	(13.6)
기타	(1.2)	10.2	6.0	13.6	16.9
투자활동으로인한현금흐름	(69.1)	(8.0)	(26.5)	(28.6)	(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)	(0.9)	(0.6)
기타	(46.2)	53.8	(6.1)	(5.2)	(3.5)
FCF	(31.4)	(36.3)	(2.8)	21.1	18.2
재무활동으로인한현금흐름	115.9	(0.1)	(14.0)	(9.4)	(9.2)
차입금의 증가(감소)	118.4	0.0	0.2	(4.7)	(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)	(4.7)	(4.4)
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	(10.1)	10.5	8.2
기초현금	12.8	38.6	39.2	29.1	39.6
기말현금	38.6	39.2	29.1	39.6	47.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

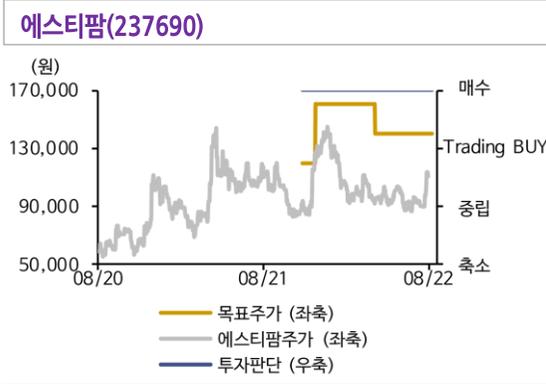
12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	124.1	165.6	218.7	296.4	349.9
증감률 (%)	33.1	33.5	32.1	35.5	18.1
매출원가	104.1	107.9	133.2	173.6	201.2
매출총이익	20.0	57.7	85.5	122.7	148.8
매출총이익률 (%)	16.1	34.9	39.1	41.4	42.5
판매관리비	38.8	52.2	70.9	79.7	89.9
영업이익	(18.8)	5.6	14.6	43.0	58.9
증감률 (%)	적지	흑전	162.2	194.2	36.9
영업이익률 (%)	(15.2)	3.4	6.7	14.5	16.8
영업외손익	2.0	(4.3)	(0.7)	(0.3)	(0.8)
금융손익	1.6	(0.7)	(0.5)	0.6	0.2
기타영업외손익	0.4	(3.6)	(0.2)	(0.9)	(1.1)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(16.8)	1.3	13.9	42.7	58.1
법인세비용	(3.7)	(2.1)	2.3	10.0	13.6
계속사업이익	(13.2)	3.4	11.7	32.7	44.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(13.2)	3.4	11.7	32.7	44.4
증감률 (%)	적지	흑전	245.2	180.2	36.0
순이익률 (%)	(10.6)	2.0	5.3	11.0	12.7
(지배주주)당기순이익	(12.1)	3.3	11.4	32.0	43.6
(비지배주주)당기순이익	(1.0)	0.1	0.2	0.6	0.8
총포괄이익	(12.7)	5.1	11.7	32.7	44.4
(지배주주)총포괄이익	(11.7)	4.8	10.9	30.5	41.4
(비지배주주)총포괄이익	(1.0)	0.3	0.8	2.2	3.0
EBITDA	(4.7)	20.0	30.2	61.6	78.6
증감률 (%)	적지	흑전	51.0	104.2	27.6
EBITDA 이익률 (%)	(3.8)	12.1	13.8	20.8	22.5

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	(705)	181	620	1,737	2,361
EPS (지배순이익, 원)	(651)	177	608	1,704	2,316
BPS (자본총계, 원)	15,907	17,334	17,954	19,691	22,052
BPS (지배지분, 원)	15,830	17,171	17,780	19,483	21,800
DPS (원)	0	500	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(147.2)	769.1	178.7	63.8	46.9
PER (지배순이익, 배)	(159.4)	784.2	182.2	65.0	47.8
PBR (자본총계, 배)	6.5	8.0	6.2	5.6	5.0
PBR (지배지분, 배)	6.6	8.1	6.2	5.7	5.1
EV/EBITDA (배)	(405.2)	130.8	69.7	33.8	26.3
배당성향 (%)	0.0	283.9	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	(3.8)	12.1	13.8	20.8	22.5
영업이익률 (%)	(15.2)	3.4	6.7	14.5	16.8
순이익률 (%)	(10.6)	2.0	5.3	11.0	12.7
ROA (%)	(3.3)	0.7	2.3	6.0	7.4
ROE (지배순이익, %)	(4.1)	1.1	3.5	9.1	11.2
ROIC (%)	(6.6)	4.8	3.8	9.8	12.7
안정성					
부채비율 (%)	50.1	52.9	55.6	54.0	50.1
순차입금비율 (%)	(4.6)	4.4	5.2	(1.0)	(5.2)
현금비율 (%)	207.5	52.0	32.7	40.1	45.7
이자보상배율 (배)	(29.2)	1.1	3.1	9.3	13.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	1.8	2.0	2.3	2.8	3.0
재고자산회수기간 (일)	126.9	139.1	145.6	122.4	113.9
매출채권회수기간 (일)	118.9	119.4	113.4	95.3	88.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	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 과리율 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 주권사로 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 투자자의 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	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2022년 08월 05일 기준)

매수 (매수)	96.97%	Trading BUY (중립)	0.87%	중립 (중립)	2.16%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------