

2분기 리뷰-매출 성장과 상업화 물량 수주 기대감

Analyst 임민용

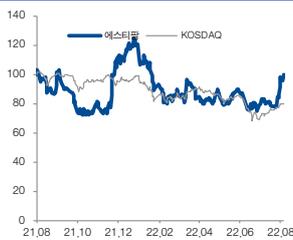
02-3787-2474 myeom@hmsec.com

현재주가 (8/9)	115,500원		
상승여력	21.2%		
시가총액	2,172십억원		
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%		
추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	21.5	24.1	13.6
상대주가(%p)	11.7	28.1	24.0

※ KIFRS XX 기준

(단위: 원)	EPS(17F)	EPS(18F)	T/P
Before	N/A	N/A	135,000
After	809	2,050	140,000
Consensus	715	1,752	143,333
Cons. 차이	13.1%	17.0%	-2.3%

최근 12개월 추가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

2분기 공장가동률은 cGMP 인증으로 감소했음에도 불구하고, 올리고핵산 API 매출이 증가

- 연결 기준 동사의 2분기 매출액 511억원 (YoY+26.7%, QoQ+38.3%), 영업이익 35억원 (YoY-27.5%, QoQ+558.7%, OPM 6.9%) 달성, 매출액 당사 및 시장 컨센서스 모두 상회
- 올리고뉴클레오타이드 API 매출액은 270억원 (YoY+30.4%)으로 큰 폭 증가, FDA로부터 상업화 물량 CMO위한 cGMP 실사영향으로 생산량이 기존보다 감소했음에도 증가한 것
- 2분기 영업이익이 낮았던 이유는 크게 두 가지로 1) 공장 증설 따른 인력 확충으로 급여성 비용이 59억원 발생하여 전년 동 분기 대비 12억원 증가, R&D비용 65억원으로 직전연도 대비 22억원 증가하여 판매관리비 166억원 (YoY+37.2%) 발생
- 2) 글로벌 제약사로부터 조기 공장 증설에 대한 마일스톤 800만 달러 중 일부가 인식이 될 예정이었으나 회계상으로 분할 인식여부 검토되어 반기보고서에 반영 예정

3분기 cGMP 인증과 3, 4층 공장 증설 완료되어 상업화 물량 수주 기대감 반영 중

- 특히 사항으로는 동사에서 최초로 mRNA 관련 매출을 2분기 35억원, 반기 합산 47억원으로 표기한 것인데 이는 하반기 mRNA 관련 매출이 추가될 것이라는 기대감 주는 부분
- 2분기 저분자화합물 API 실적이 0.8억원으로 직전분기 생산 물량 일부가 반품되어 반기 저분자화합물 API 합산 매출액이 약 7.2억원, 하반기 재출하 예정
- 5월부터 실시된 FDA의 cGMP 시설에 대한 실사가 최고 등급(무결점 NAI) 획득됨에 따라 신약 승인 전 제조소 실사(PAI)로 상업용 물량에 대한 수주계약 기대감이 있음
- 추가적으로 '23년 상반기 PAI 인증 예정인 임상 3상 파이프라인이 4개 대기 중인 상태여서 무결점 NAI받은 만큼 무난하게 통과될 것으로 기대, 수주 기대감이 현실화 되는 중
- 당사 추정키로는 임상 3상을 진행 중인 동사가 밝힌 파이프라인 수주들은 모두 글로벌 빅파마 또는 ASO 유전자치료제 개발사 중 TOP 기업으로 추정되는 바 '23년 공장증설에 대한 매출액 증가 본격화되고, 판관비 비중 감소에 따른 영업이익률 개선 또한 기대

주가전망 및 Valuation

- 3분기 cGMP 시설 아시아 최초 FDA 인증 및 내년 상반기 4개 품목의 PAI 예정, mRNA 관련 기술 수출 기대감 등 존재, '22년 연간 매출액 2,097억원 (YoY+26.6%)으로 상향, R&D 비용 및 마일스톤 분할인식으로 영업이익은 173억원 (YoY+210.5%, OPM 8.3%) 소폭 하향 조정
- 동사에 대한 투자 의견 BUY 유지 및 목표주가 140,000원 상향

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	124	-19	-12	-5	-651	적지	N/A	6.6	N/A	N/A	0.0
2021	166	6	3	20	177	흑전	784.2	8.1	130.7	1.1	0.4
2022F	210	17	8	43	408	129.6	271.9	6.7	49.7	2.4	0.5
2023F	316	45	24	73	1,284	215.1	86.3	6.4	29.4	7.6	0.5
2024F	388	62	36	90	1,920	49.5	57.7	5.9	24.2	10.6	0.5

* KIFRS 연결 기준

1. 에스티팜 DCF 밸류에이션

<표1> 에스티팜 목표주가 추정치

(단위: 십억원, 천주, 원)

① 영업가치	2,725	비고
Sum of FCF NPV	771	
NPV of Terminal Value	1,953	
② 순차입금	135	'22 년 예상 순차입금
③ 주주가치	2,590	
④ 보통주 주식 수	18,656	
⑤ 적정주가	138,812	
⑥ 목표주가	140,000	

자료 : 현대차증권

<표2> 에스티팜 DCF Valuation

(단위: 십억원)

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	209.7	315.5	388.4	468.1	554.8	623.9	692.7	758.7	818.9
올리고 매출	112.4	207.5	276.7	352.8	435.9	501.3	566.4	628.7	685.3
저분자 화합물 매출	6.0	8.7	9.8	10.9	12.0	13.0	14.1	15.2	16.3
제네릭 원료 매출	40.3	41.2	36.5	31.7	27.0	22.3	17.6	12.8	8.1
기타 매출	51.0	58.1	65.4	72.7	80.0	87.3	94.6	101.9	109.2
매출원가	116.0	139.8	151.8	181.5	213.5	228.5	251.5	273.0	292.1
매출총이익	93.7	175.8	236.6	286.6	341.4	395.4	441.2	485.6	526.8
판관비	76.4	130.7	174.2	203.6	238.9	260.6	280.7	298.2	312.2
영업이익	17.3	45.0	62.4	83.0	102.5	134.8	160.5	187.4	214.6
영업이익률	8.3%	14.3%	16.1%	17.7%	18.5%	21.6%	23.2%	24.7%	26.2%
법인세 비용	(3.8)	7.7	11.5	16.8	20.8	27.7	33.4	39.4	45.4
이자비용	(2.4)	(2.6)	(2.7)	(1.4)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.1)	(2.0)
기타영업외손익	(6.8)	(7.6)	(7.7)	(5.0)	(6.1)	(6.6)	(6.6)	(6.4)	(6.2)
당기순이익	11.9	27.2	40.6	59.7	73.6	98.2	118.3	139.6	161.0
EBIT	14.9	35.1	48.7	64.7	79.9	105.1	125.2	146.2	167.4
TAX	2.6	6.0	8.9	13.1	22.1	29.5	35.5	41.9	48.3
법인세율	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
NOPAT	12.3	29.2	39.8	51.6	57.8	75.7	89.7	104.3	119.1
(+)감가상각	24.5	27.0	26.5	50.4	37.8	28.4	21.3	16.0	12.0
(-)CAPEX	20.2	20.0	24.0	25.2	26.5	27.8	29.2	30.6	32.2
(-)운전자본증감	(16.8)	(36.7)	(47.7)	(45.2)	(55.7)	(68.5)	(84.4)	(103.8)	(127.8)
FCF	33.3	72.8	89.9	122.1	124.9	144.8	166.2	193.5	226.7
WACC 9.0%	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
PV	33.3	66.8	75.7	94.3	88.5	94.1	99.1	105.9	113.8
Terminal growth 3.0%									
Net present value	771								
Terminal value	1,953								
Total value	2,725								

자료 : 현대차증권

<표3> 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	51.1	60.3	61.3	165.6	209.7
yoy	35.2%	19.5%	106.8%	8.3%	35.7%	26.7%	30.2%	18.5%	33.5%	26.6%
qoq	-43.0%	48.1%	14.7%	11.7%	-28.5%	38.3%	17.9%	1.7%		
올리고 매출(십억원)	8.5	20.7	30.8	26.5	16.7	27.0	34.0	34.7	86.5	112.4
올리고 생산량(kg)	43.8	106.7	158.8	136.6	86.1	139.2	175.4	178.9	445.9	579.6
올리고 생산량(mole)	0.1	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	1.1	1.4
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	21.9%	53.4%	79.4%	68.3%	43.0%	69.6%	87.7%	89.5%	55.7%	72.5%
저분자 화합물 매출	2.9	4.6	0.6	9.8	1.9	0.1	2.0	2.0	17.9	6.0
제네릭 원료 매출	9.0	8.0	6.9	9.5	6.0	11.8	11.4	11.1	33.4	40.3
기타 매출	6.9	7.1	8.0	5.9	12.4	12.2	12.8	13.5	27.9	51.0
매출원가	22.9	23.3	24.6	37.1	20.4	31.0	31.4	33.2	107.9	116.0
매출총이익	4.3	17.0	21.7	14.7	16.6	20.1	28.9	28.1	57.7	93.7
매출총이익률(%)	15.9%	42.2%	46.9%	28.4%	44.8%	39.4%	48.0%	45.8%	34.9%	44.7%
판매관리비	10.8	12.2	13.9	15.2	16.0	16.6	21.1	22.6	52.2	76.4
판매관리율(%)	39.7%	30.1%	30.1%	29.4%	43.4%	32.5%	35.1%	36.8%	31.5%	36.4%
영업이익	(6.5)	4.9	7.8	(0.6)	0.5	3.5	7.8	5.5	5.6	17.3
영업이익률	-23.9%	12.1%	16.8%	-1.1%	-1.5%	6.9%	12.9%	8.9%	3.4%	8.3%
yoy	적지	흑전	흑전	적전	흑전	-27.5%	0.0%	흑전	흑전	210.5%
qoq	적전	흑전	59.5%	적전	흑전	558.8%	119.9%	-29.6%		
당기순이익	(5.1)	5.7	7.7	(5.0)	2.1	3.4	4.4	1.9	3.4	11.8
당기순이익률	-18.6%	14.0%	16.7%	-9.6%	5.8%	6.7%	7.3%	3.1%	2.0%	5.6%
yoy	적지	124.1%	흑전	적지	흑전	-39.9%	-43.0%	흑전	흑전	250.2%
qoq	적지	흑전	36.7%	적전	흑전	58.5%	29.8%	-57.6%		

자료 : 현대차증권

<표4> 에스티팜 연간 매출 추정치

(단위: 십억원)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	165.6	209.7	315.5	388.4	468.1	554.8	623.9	692.7	758.7	818.9
yoy	33.5%	26.6%	50.5%	23.1%	20.5%	18.5%	12.4%	11.0%	9.5%	7.9%
올리고 매출(십억원)	86.5	112.4	207.5	276.7	352.8	435.9	501.3	566.4	628.7	685.3
올리고 생산량(kg)	445.9	579.6	1,069.8	1,426.5	1,818.8	2,246.8	2,583.8	2,919.7	3,240.8	3,532.5
올리고 생산량(mole)	1.1	1.4	2.7	3.6	4.5	5.6	6.5	7.3	8.1	8.8
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%	72.5%	41.8%	55.7%	44.6%	40.1%	46.1%	52.1%	57.9%	63.1%
저분자 화합물 매출	17.9	6.0	8.7	9.8	10.9	12.0	13.0	14.1	15.2	16.3
제네릭 원료 매출	33.4	40.3	41.2	36.5	31.7	27.0	22.3	17.6	12.8	8.1
기타 매출	27.9	51.0	58.1	65.4	72.7	80.0	87.3	94.6	101.9	109.2
매출원가	107.9	116.0	139.8	151.8	181.5	213.5	228.5	251.5	273.0	292.1
매출총이익	57.7	93.7	175.8	236.6	286.6	341.4	395.4	441.2	485.6	526.8
매출총이익률(%)	34.9%	44.7%	55.7%	60.9%	61.2%	61.5%	63.4%	63.7%	64.0%	64.3%
판매관리비	52.2	76.4	130.7	174.2	203.6	238.9	260.6	280.7	298.2	312.2
판매관리율(%)	31.5%	36.4%	41.4%	44.8%	43.5%	43.1%	41.8%	40.5%	39.3%	38.1%
영업이익	5.6	17.3	45.0	62.4	83.0	102.5	134.8	160.5	187.4	214.6
영업이익률	3.4%	8.3%	14.3%	16.1%	17.7%	18.5%	21.6%	23.2%	24.7%	26.2%
yoy	흑전	210.5%	160.1%	38.6%	32.9%	23.5%	31.6%	19.1%	16.8%	14.5%
당기순이익	3.4	11.8	27.2	40.6	59.7	73.6	98.2	118.3	139.6	161.0
당기순이익률	2.0%	5.6%	8.6%	10.5%	12.8%	13.3%	15.7%	17.1%	18.4%	19.7%
yoy	흑전	250.2%	129.7%	49.5%	47.0%	23.2%	33.5%	20.5%	17.9%	15.4%

자료 : 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	124	166	210	316	388
증가율 (%)	33	33	27	50	23
매출원가	104	108	116	140	152
매출원가율 (%)	84	65	55	44	39
매출총이익	20	58	94	176	237
매출이익률 (%)	16	35	45	56	61
증가율 (%)	흑전	189	62	88	35
판매관리비	39	52	76	131	174
판매비율 (%)	31	31	36	41	45
EBITDA	-5	20	43	73	90
EBITDA 이익률 (%)	-4	12	21	23	23
증가율 (%)	적지	흑전	116	70	23
영업이익	-19	6	17	45	62
영업이익률 (%)	-15	3	8	14	16
증가율 (%)	적지	흑전	210	160	39
영업외손익	2	-4	-9	-10	-10
금융수익	6	6	6	6	6
금융비용	4	6	9	9	9
기타영업외손익	0	-4	-7	-8	-8
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-17	1	8	35	52
세전계속사업이익률	-14	1	4	11	13
증가율 (%)	적지	흑전	542	331	49
법인세비용	-4	-2	-1	8	11
계속사업이익	-13	3	9	27	41
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-13	3	9	27	41
당기순이익률 (%)	-11	2	4	9	10
증가율 (%)	적지	흑전	155	215	49
지배주주지분 순이익	-12	3	8	24	36
비지배주주지분 순이익	-1	0	1	3	5
기타포괄이익	1	2	-1	0	0
총포괄이익	-13	5	7	27	41

(단위: 십억원)

현금흐름표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	-21	7	17	19	21
당기순이익	-13	3	9	27	41
유형자산 상각비	14	14	25	27	26
무형자산 상각비	0	0	1	1	1
외환손익	0	-2	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-21	-21	-17	-37	-48
기타	-1	13	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-69	-8	-22	-38	-47
투자자산의 감소(증가)	-6	-6	0	-1	-1
유형자산의 감소	0	1	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-17	-52	-20	-20	-24
기타	-46	49	-3	-17	-22
재무활동으로인한현금흐름	116	0	117	94	45
차입금의 증가(감소)	9	-15	100	98	49
사채의 증가(감소)	102	-19	31	0	0
자본의 증가	6	21	0	0	0
배당금	0	0	-9	-9	-9
기타	-2	14	-4	6	5
기타현금흐름	0	1	1	0	0
현금의증가(감소)	26	1	112	75	18
기초현금	13	39	39	152	227
기말현금	39	39	152	227	245

* K/FRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	236	244	399	554	675
현금성자산	39	39	152	227	245
단기투자자산	84	44	52	69	92
매출채권	45	63	75	99	131
재고자산	45	81	106	141	186
기타유동자산	4	7	8	11	15
비유동자산	210	254	260	253	250
유형자산	174	209	211	204	202
무형자산	10	13	11	10	9
투자자산	10	15	15	15	16
기타비유동자산	16	18	23	23	23
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	446	499	659	806	925
유동부채	19	75	112	141	176
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	5	13	15	20	27
유동성장기부채	0	15	13	19	24
기타유동부채	14	48	83	102	126
비유동부채	130	97	232	332	384
사채	102	83	114	114	114
장기차입금	24	9	109	206	255
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5	6	10	13	15
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	149	173	344	473	560
지배주주지분	295	323	311	326	353
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	175	196	196	196	196
자본조정 등	0	2	3	3	3
기타포괄이익누계액	-1	0	-1	-1	-1
이익잉여금	112	116	104	119	146
비지배주주지분	1	3	4	7	11
자본총계	297	326	315	333	364

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS(당기순이익 기준)	-705	181	458	1,444	2,159
EPS(지배순이익 기준)	-651	177	408	1,284	1,920
BPS(자본총계 기준)	15,907	17,334	16,751	17,695	19,354
BPS(지배지분 기준)	15,830	17,171	16,550	17,334	18,754
DPS	0	500	500	500	500
P/E(당기순이익 기준)	N/A	769.1	241.7	76.7	51.3
P/E(지배순이익 기준)	N/A	784.2	271.9	86.3	57.7
P/B(자본총계 기준)	6.5	8.0	6.6	6.3	5.7
P/B(지배지분 기준)	6.6	8.1	6.7	6.4	5.9
EV/EBITDA(Reported)	N/A	130.7	49.7	29.4	24.2
배당수익률	0.0	0.4	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	흑전	153.2	215.1	49.5
EPS(지배순이익 기준)	적지	흑전	129.6	215.1	49.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-4.4	1.1	2.7	8.4	11.7
ROE(지배순이익 기준)	-4.1	1.1	2.4	7.6	10.6
ROA	-3.3	0.7	1.5	3.7	4.7
안정성 (%)					
부채비율	50.1	52.9	109.2	142.2	154.0
순차입금비율	순현금	4.2	18.0	20.4	22.5
이자보상배율	N/A	1.1	N/A	N/A	N/A

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.05.19	BUY	135,000	-29.14	-14.44
2022.08.10	BUY	140,000		

▶ 최근 2년간 에스티팜 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 엄민용의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2021.07.01~2022.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	155건	89.1%
보유	19건	10.9%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.