

Industry Indepth
2022. 8. 10

에스티팜 237690

실적 성장에 더해진 mRNA 의 가치

▲ 제약/바이오

Analyst **박송이**
02. 6454-4865
songyi.park@meritz.co.kr

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 15만원으로 커버리지 개시
- ✓ 2Q22 매출액 511억원 (yoy +26.7), 영업이익 35억원 (yoy -27.5%)
- ✓ xRNA 의약품 전방산업 성장에 따른 올리고뉴클레오타이드 수요량 증가 및 mRNA 자체 보유 플랫폼을 통한 수주 계약 기대
- ✓ 세 차례 공장 증설을 통해 2026년 글로벌 올리고뉴클레오타이드 CMO 생산규모 1위 등극 예정

Buy (신규)

적정주가 (12개월) **150,000 원**
현재주가 (8.9) **115,500 원**
상승여력 **29.9%**

KOSDAQ	833.65pt
시가총액	21,724억원
발행주식수	1,881만주
유동주식비율	52.13%
외국인비중	0.00%
52주 최고/최저가	144,500원/83,400원
평균거래대금	89.9억원

주요주주(%)	
동아쏘시오홀딩스 외 5 인	46.49
국민연금공단	8.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.5	13.6	4.7
상대주가	11.7	24.0	33.1

주가그래프



올리고뉴클레오타이드 글로벌 1위 Capacity 기대

동사는 아시아 1위, 글로벌 3위 규모의 올리고뉴클레오타이드 CMO Capacity를 보유하고 있다. 2026년까지 증설을 통해 연간 14.0 mole의 올리고뉴클레오타이드를 생산할 수 있는 시설을 갖추어 글로벌 생산규모 1위에 등극할 예정이다. 뉴클레오타이드 계열 API 공급부터 시작한 30년 이상의 트랙 레코드를 보유하고 있고, 아시아 올리고뉴클레오타이드 제조소 최초 미국 cGMP를 획득한 에스티팜의 추가 수주가 기대된다.

mRNA 자체 플랫폼을 활용한 CMO 기대

mRNA 자체 핵심기술인 1) 5'-Capping: SMARTCAP, 2) LNP: SMARTLNP, ST LNP, In-license LNP, 3) 자체 코돈을 최적화할 수 있는 기술을 갖추고 있다. 향후 COVID-19 백신 임상시험을 통해 자체 플랫폼 기술이 입증된다면 mRNA CMO로서 발돋움 할 수 있을 것이다. mRNA 관련 기술의 특허 소송이 활발한 가운데 국내는 다른 국가들에 비해 mRNA 기술 특허 진입률이 낮아 글로벌 mRNA 생산 Hub가 될 것으로 전망된다. 따라서 mRNA 자체 핵심 기술을 가진 동사의 집중 수혜가 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 15만원으로 커버리지 개시

에스티팜에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 15만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 DCF valuation 방식으로 산출한 에스티팜의 영업가치에 순차입금을 더한 SOTP 방식으로 산출하였다. xRNA 전방 산업의 성장과 더불어 5'-Capping, LNP 등 mRNA 자체 플랫폼을 보유해 매출의 성장이 기대되어 업종 내 차선호주로 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	124.1	-18.8	-12.2	-651	-29.0	15,830	-159.4	6.6	-405.1	-4.1	50.1
2021	165.6	5.6	3.3	178	-125.7	17,172	784.2	8.1	130.8	1.1	52.9
2022E	220.7	13.6	11.2	595	269.5	16,737	194.2	6.9	69.9	3.5	72.7
2023E	299.0	38.6	27.1	1,442	142.5	17,679	80.1	6.5	36.3	8.4	77.9
2024E	393.8	74.1	52.8	2,805	94.5	19,983	41.2	5.8	22.0	14.9	79.2

1. 투자 의견 및 Valuation

투자의견 Buy
적정주가 15만원 신규 제시

에스티팜에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 15만원을 신규 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 DCF valuation 방식으로 계산한 에스티팜의 영업가치 2.9조원에 순차입금을 더한 SOTP 방식으로 산출했다.

산출 시 주요 가정은 무위험 이자율 국고채 1년물 금리 2.0%, 시장 위험 프리미엄은 Equity risk premium 6.1%, Beta 1.1 등을 사용했다. WACC은 8.0%, 영구 성장률 4.0%를 적용했다.

Inclisiran을 시작으로 향후 만성 B형 간염, NASH 등으로 확장되어 전방산업 확대에 따른 올리고뉴클레오티드의 수요가 증가할 전망이다. 세 차례에 걸친 증설로 2024년 최소 10.2 mole, 2026년 최소 14.0 mole의 올리고뉴클레오티드를 생산할 수 있는 글로벌 1위 Capacity를 갖출 예정이다. 2025년 매출액은 약 5,000억 원에 이를 것으로 예상된다. 추후 mRNA 치료제 개발과 위탁생산을 통한 매출 성장이 예상된다.

표33 에스티팜의 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
에스티팜의 영업가치 (A = B+C)	2,921.0	DCF valuation으로 산출
NPV of FCFF (B)	358.2	
PV of Terminal value (C)	2,562.8	
순차입금 (D)	11.0	2022년 말 기준
주주가치 (E = A-D)	2,910.1	
주식수 (F)	18,809천주	
적정주가 (G = E/F)	150,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표34 에스티팜 영업가치 추정

(십억원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	220.7	299.0	393.8	497.8	636.2
% YoY	33.3%	35.4%	31.7%	26.4%	27.8%
EBIT	13.6	38.5	74.1	114.3	191.5
% YoY	143.8%	183.5%	92.2%	54.3%	67.5%
- EBIT에 대한 세금	0.6	8.5	16.3	25.2	42.1
- CAPEX	32.2	45.0	35.0	10.0	5.0
- 순운전자본 증가(감소)	-34.7	-9.3	-16.0	-16.3	-24.8
+ 감가상각비	17.2	21.1	22.6	55.8	58.6
+ 무형자산상각비	0.5	0.5	0.5	1.0	1.0
WACC	8.0%				
Terminal Growth	4.0%				
NPV of FCFF	358.2				
NPV of TV	2,562.8				
합산 가치	2,921.0				

자료: 메리츠증권 리서치센터

2. 2022년 2분기 및 향후 실적 전망

2022 매출액 컨센서스 상회

2022년 2분기 에스티팜의 매출액은 511억원(yoy +26.7%), 영업이익 35억원(yoy -27.5%)이다. 신약 파이프라인의 연구개발비 증가와 인건비 증가로 판관비가 상승이 원인이다. 향후 증설로 인한 인력 증가와 개발비용 증가로 판관비가 지속적으로 증가할 것으로 예상되지만, mRNA 관련 수주와 올리고뉴클레오티드 매출이 큰 폭으로 성장하여 이익 개선이 예상된다.

올리고뉴클레오티드 : 아시아 최초 무결점 승인

지난 5월 아시아 최초 올리고뉴클레오티드 제조 공장 실사에서 무결점 승인을 받아 향후 추가 수주가 기대된다. 2분기 FDA 실사로 인해 일부 연기된 생산 물량이 3분기에 반영되어 하반기로 갈수록 매출 성장이 예상된다. 3분기부터 고지혈증 치료제 인클리시란의 원료 생산 매출이 발생할 예정이고, 2023년부터는 척수성 근위축증 상업화 원료가 공급될 예정이다.

mRNA : 자체 핵심 기술 입증 예정

mRNA 기반 의약품은 COVID-19 임상시험을 통해 기술력 입증 후 본격적인 mRNA CMO로 도약할 수 있을 것이다. 자체 mRNA 핵심 기술을 바탕으로 글로벌 빅파마들과 수주 논의 중인 것으로 파악된다.

자체 개발 신약 임상시험 기대 -에이즈 치료 신약 (STP0404) -대장암 치료제 (STP1002)

올리고뉴클레오티드와 mRNA 위탁생산뿐만 아니라 자체 개발 신약 임상시험 결과에 따라 추가 업사이드가 기대된다. 에이즈 치료 신약(STP0404)의 프랑스 임상 1상에서 성공적인 결과를 도출했고, 연내 2상 진입 예정이다. 대장암 치료제(STP1002)의 미국 임상 1상 결과도 마무리 단계에 있다. 올리고뉴클레오티드 및 mRNA CDMO를 기반으로 CRO와 자체 신약 개발까지 밸류체인 구축이 기대된다.

표35 에스티팜 분기 실적 추정

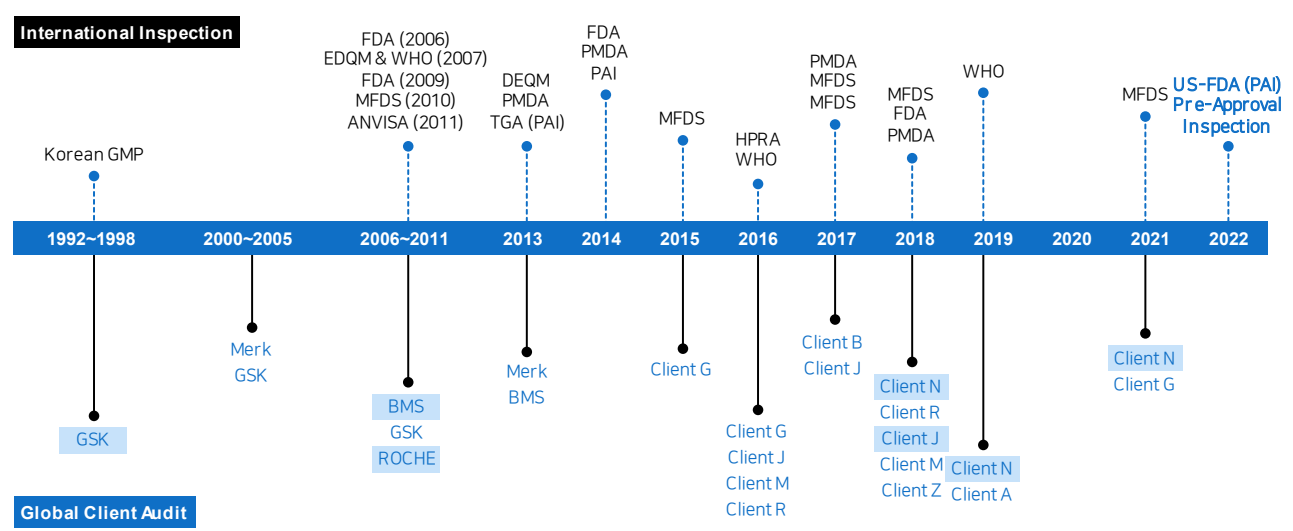
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	27.3	40.4	46.3	51.7	37.0	51.1	60.9	71.8	165.6	220.7	299.0
% YoY	35.2%	19.5%	106.8%	8.3%	35.7%	26.7%	31.5%	38.7%	33.5%	33.3%	35.4%
영업이익	-6.5	4.9	7.8	-0.6	0.5	3.5	3.6	6.0	5.6	13.6	38.5
% YoY	적지	흑전	흑전	적전	흑전	-27.5%	-53.9%	흑전	흑전	143.8%	183.5%
OPM (%)	-23.9%	12.1%	16.8%	-1.1%	1.5%	6.9%	5.9%	8.3%	3.4%	6.2%	12.9%
당기순이익	-5.1	5.7	7.7	-5.0	2.1	3.4	2.6	4.5	3.4	12.6	30.5
% YoY	적지	124.1%	흑전	적지	흑전	-39.5%	-67.0%	흑전	흑전	272.4%	142.5%
NPM (%)	-18.6%	14.0%	16.7%	-9.6%	5.8%	6.7%	4.2%	6.2%	2.0%	5.7%	10.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

품목	적응증	수주일자	납기	총 금액	잔고	단위
올리고핵산 치료제 신약 원료의약품 (Oligonucleotide)	혈액암	2021.09	2022.05	15,348	4,929	천 USD
	고지혈증	2020.09	2022.03	38,737	1,675	천 CHF
	만성 B형 간염	2020.12	2023.07	18,474	14,165	천 USD
	동맥경화증	2021.01	2022.06	9,905	9,905	천 USD
	심혈관질환	2021.06	2023.06	9,555	9,345	천 USD
	동맥경화증	2021.12	2023.09	12,798	12,798	천 CHF
	고지혈증 (상업화)	2022.03	2023.01	65,344	65,344	천 USD
	만성 B형 간염	2022.05	2023.09	4,090	4,090	천 CHF
글로벌 제약사 설비 투자 무상지원 및 설비 사용 수수료		2020.10	2030.12	69,140	60,368	천 USD
mRNA	LNP용 인지질	2021.11	2022.05	1,116	1,116	천 USD
		2021.12	2022.05	4,015	4,015	천 USD
		2022.05	2023.06	13,971	13,971	천 USD
제네릭 원료의약품	MRI 조영제	2019.08	2024.12	13,872	11,854	천 USD

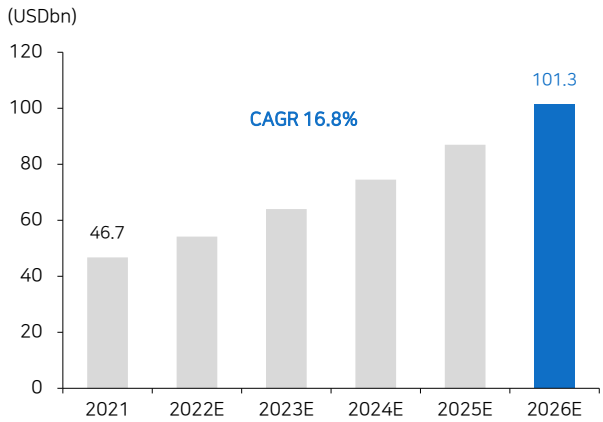
자료: 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

그림54 글로벌 인증 및 실사 History



자료: 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

그림55 mRNA 백신 및 치료제 시장 전망



자료: Research And Markets, 메리츠증권 리서치센터

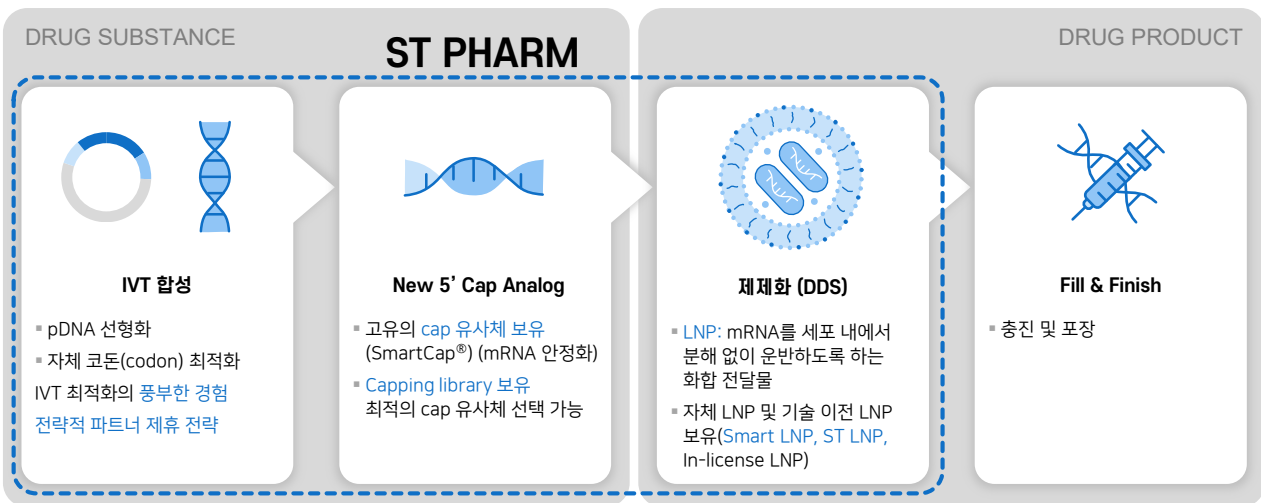
표37 mRNA 백신 개발 현황

2021년 7월 기준 31개 회사, 180개, pipelines 개발 진행

종류	비중	2035 예상 매출액
예방용 백신 (RSV, Influenza 등)	52%	USD12~15bn (COVID-19 USD5bn)
치료용 백신 (I-O, 개인맞춤형 암백신)	32%	USD7~10bn
치료제 (중양치료제, CF, 희귀질환)	16%	USD4~5bn

자료: Xie et al, Boston Consulting Group (2021), 메리츠증권 리서치센터

그림56 mRNA 백신/치료제 제조 공정



자료: 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

에스티팜 (237690)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	124.1	165.6	220.7	299.0	393.8
매출액증가율 (%)	33.1	33.5	33.3	35.4	31.7
매출원가	104.1	107.9	138.2	180.6	226.0
매출총이익	20.0	57.7	82.6	118.4	167.8
판매관리비	38.8	52.2	69.0	79.8	93.7
영업이익	-18.8	5.6	13.6	38.6	74.1
영업이익률	-15.2	3.4	6.2	12.9	18.8
금융손익	1.6	-0.7	-0.3	0.6	2.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.4	-3.6	-0.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	-16.8	1.3	13.2	39.1	76.1
법인세비용	-3.7	-2.1	0.6	8.6	16.7
당기순이익	-13.2	3.4	12.6	30.5	59.3
지배주주지분 손이익	-12.2	3.3	11.2	27.1	52.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-20.9	7.3	78.9	63.7	99.1
당기순이익(손실)	-13.2	3.4	12.6	30.5	59.3
유형자산상각비	14.0	14.2	17.2	21.1	22.6
무형자산상각비	0.1	0.2	0.5	0.5	0.5
운전자본의 증감	-20.8	-21.5	48.8	11.2	16.6
투자활동 현금흐름	-69.1	-8.0	-31.0	-55.8	-36.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-17.0	-51.8	-32.3	-45.0	-35.0
투자자산의 감소(증가)	-5.9	-5.6	0.1	-0.7	-1.2
재무활동 현금흐름	115.9	-0.1	-12.8	-2.2	-6.9
차입금의 증감	110.8	-19.4	34.2	10.2	5.4
자본의 증가	6.2	20.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	25.8	0.6	35.8	5.8	55.7
기초현금	12.8	38.6	39.2	75.0	80.8
기말현금	38.6	39.2	75.0	80.8	136.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	235.6	244.1	270.1	300.1	380.8
현금및현금성자산	38.6	39.2	75.0	80.7	136.5
매출채권	45.4	63.0	74.3	81.7	89.9
재고자산	45.4	80.8	52.5	53.6	57.9
비유동자산	210.0	254.4	280.8	304.9	318.0
유형자산	174.3	209.1	230.6	254.6	266.9
무형자산	10.0	12.6	11.9	11.4	10.9
투자자산	9.6	15.2	15.1	15.8	17.0
자산총계	445.6	498.6	550.9	605.0	698.9
유동부채	18.6	75.4	130.8	157.0	200.1
매입채무	4.7	12.9	17.8	22.4	30.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	15.0	20.0	25.0	30.0
비유동부채	130.2	97.2	101.1	108.0	108.7
사채	102.2	83.0	68.7	63.7	33.7
장기차입금	23.5	8.5	18.5	28.5	58.5
부채총계	148.8	172.5	231.9	264.9	308.8
자본금	9.3	9.4	9.4	9.4	9.4
자본잉여금	174.9	195.7	195.7	195.7	195.7
기타포괄이익누계액	-0.6	0.3	-0.9	-0.9	-0.9
이익잉여금	111.6	115.6	107.9	125.6	169.0
비지배주주지분	1.4	3.1	4.2	7.6	14.2
자본총계	296.8	326.0	319.0	340.1	390.0

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	6,653	8,877	11,736	15,896	20,938
EPS(지배주주)	-651	178	595	1,442	2,805
CFPS	-8	1,495	1,801	3,249	5,274
EBITDAPS	-255	1,071	1,664	3,196	5,168
BPS	15,830	17,172	16,737	17,679	19,983
DPS	0	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	-159.4	784.2	194.2	80.1	41.2
PCR	-13,657.9	93.1	64.1	35.5	21.9
PSR	15.6	15.7	9.8	7.3	5.5
PBR	6.6	8.1	6.9	6.5	5.8
EBITDA	-4.8	20.0	31.3	60.1	97.2
EV/EBITDA	-405.1	130.8	69.9	36.3	22.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.1	1.1	3.5	8.4	14.9
EBITDA 이익률	-3.8	12.1	14.2	20.1	24.7
부채비율	50.1	52.9	72.7	77.9	79.2
금융비용부담률	0.5	3.1	1.0	1.0	0.7
이자보상배율(x)	-29.2	1.1	6.1	13.0	26.1
매출채권회전율(x)	3.1	3.1	3.2	3.8	4.6
재고자산회전율(x)	2.9	2.6	3.3	5.6	7.1