2022. 09. 15

에스티팜 (237690.KQ)	단기 주가 상승	중장기 주가 상승	단기 주가 하락	목표주가 170,000원(유지)
Analyst 하태기	단기 주가 박스권		Attention	현재주가 89,700원(상승여력 89.5%)

올리고 API와 mRNA플랫폼의 성장비전은 여전하다

성장산업 올리고뉴클레오타이드 API에서 글로벌 CDMO역량 확보

첫째, 올리고뉴클레오타이드(Oligonucleotide) API 매출이 고성장 중이다. 올리고기반 API 매출이 2021년 865억원(YoY +91.4%), 2022년 상반기 438억원(YoY +50%)으로 성장했고, 고환율효과도 있어 **2022년 연간 1,360억원(YoY +57.3%)으로 성장할 전망이다(표2).** 기존 임상용 시료 매출이 꾸준하게 증가하고 있는 가운데 고지혈증제 인클리시란(노바티스) 추정향 대규모 공급이 발생한 결과이다. 2023년에도 신규 수주 등의 영향으로 1,649억원(YoY +21.2%)으로 증가할 전망이다. 특히 임상시료로 제공하고 있는 혈액암(Imetelstat, 2024년 상반기 상업화 가능성), 심혈관질환(2024년 상업화 가능성), 만성B형간염치료제(2025년 상업화 가능성) 등의 블록버스터 품목 상업화 **가능성으로 2024년부터 동사의 올리고뉴클레오타이드 API 매출은 큰 폭의 성장세를 보일 전망**이다. 2022년 6월말 기준, 올리고뉴클레오타이드 수주 잔고는 9,170만달러+2,240만CHF(스위스프랑)이다.

둘째, 올리고기반 API 생산공장 CAPA는 세계 1~2위 수준이다. 올리고뉴클레오타이드 생산CAPA는 2022년 7월까지 1.1톤~3.2톤까지 반월공장 제1동 증설을 완료했다. 2026년 1분기까지 2.3톤~7.0톤까지 설비를 증설할 계획이다. 글로벌 올리고 API 생산 CAPA 1~2위의 입지를 확실히 구축할 수 있을 것이다. 참고로 **2022년 7월에 아시아 최초로 미국 FDA로부터 반월 올리고핵산 제조공장에 대해 cGMP 인증**을 받은 바 있다. 이를 기반으로 글로벌 올리고 API 매출이 고성장 할 수 있을 전망이다.

mRNA부문에서 SmartCap 플랫폼기술 등으로 CDMO역량 갖추고 있다

mRNA 플렛폼기술 기반으로 수주증가 전망된다. mRNA 의약품개발은 아직 초기단계이고, 동사는 이 부문(CDMO)에서 비교적 선두그룹 수준의 기술을 갖추고 있어 미래 잠재력이 있어 보인다. 2021년 5월에 1차로 480만도즈 mRNA 생산공장을 완성했고, 현재 1천만도즈로 확대되었다. 100억원 이상(정부지원금 포함)을 투입하여 3,500만도즈(30마이크로그람 기준)~1억도즈의 설비증설을 검토 중이다.

또한 Capping과 LNP mRNA 플랫폼기술 기반으로 바이오기업들로부터 CDMO 수주가 2021년에 72억원이고, 2022년 6월말 기준 수주잔고는 1,530만달러이다. 참고로 **2022년 11월에 있는 EU Tides학회에서 동사의 SmartCap(mRNA 안정화 합성기술) 플랫폼기술을 발표하는데, 2021년 EU Tides학회 발표 이후 250억원규모의 지질공급계약 사례로 보아, 이번에도 의미 있는 수주를 기대해 볼 수 있는 상황**이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	124.1	-18.8	-16.8	-13.2	-651	적지	-4.7	-159.4	-408.7	6.6	-4.1
2021	165.6	5.6	1.3	3.4	176	흑전	20.0	790.5	131.1	8.1	1.1
2022E	222.0	15.4	16.8	15.4	812	361.2	31.9	116.2	57.4	5.4	4.7
2023E	262.1	25.7	27.2	21.8	1,164	43.4	43.9	81.1	41.6	5.2	6.5
2024E	327.9	42.6	44.2	35.4	1,891	62.4	61.7	49.9	29.9	4.8	10.0

자료 : 에스티팜, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

신약 Pipeline 중에서 에이즈치료제 임상에 주목한다.

동사는 연간 250억원내외의 R&D비용을 지출하며 신약을 개발하고 있다. 주요 신약 Pipeline는 다음과 같다. 첫째, 에이즈치료제 STP0404(ALLINI)가 있다. 인테그라제효소가 바이러스 RNA와 결합하는 것을 억제하는 기전이다. 임상 1상 완료로 안정성을 확인했고, 2022년 8월에 미국 임상 2a상(30명 환자) IND 신청했다. 2022년내에 임상 2a상에 진입할 예정이다. 임상 2a상을 완료하고 기술수출한다는 계획이다. 둘째, 대장암치료제 STP1002가 있다. 현재 임상 1상이 진행 중인데 2022말쯤 1상 데이터가 공개될 가능성이 있다.

주력 바이오제품 본격 성장, 매출과 이익이 빠르게 성장 중이다

에스티팜은 2022년 상반기에 연결 매출액이 881억원(YoY +30.3%), 영업이익 41억원(흑전)으로 성장했다. 주력 사업인 올리고뉴클레오타이드가 고성장하고 mRNA 매출도 신규로 가세한 결과이다. 하반기 영업실적은 더 성장하고, 올리고뉴클레오타이드와 mRNA부문에서 장기적인 글로벌 성장비전을 창출하고 있어 지속적으로 주목할 필요가 있다.

수익성 좋은 올리고기반 API 매출 성장으로 2021년에 영업흑자 전환하고, 2022년부터 본격 수익성이 개선되되는 구조이다. 다만 에이즈치료제와 대장암치료제 임상 비용 등이 변수가 될 수 있다. 그러나 마진 좋은 올리고 API 매출 급증으로 매출총이익률이 빠른 속도로 개선되고 있어, 실질적인 수익성은 크게 좋아지고 있다.

주가 변동성은 피할 수 없지만 9만원 내외에서는 매수가 적절하다

주가는 올리고API 매출증가와 mRNA 코로나백신 개발에 대한 기대감으로 2021년말과 2022년초에 15만원 내외까지 상승했다가, 이후 전체 바이오주의 조정과 함께 7월중순까지 10만원 이하로 하락했다. 8**월초에 아시아 최초로 미국 FDA로부터 반월 올리고핵산 제조공장에 대해 cGMP 인증**을 받으면서 주가는 11만원대까지 일시 상승했으나 다시 9만원대로 조정을 받고 있다.

주가추이를 보면, 미래 성장가치에 대한 기대치와 실제치간의 괴리에 따라 변동성이 발생하고 있는 것으로 판단된다. 장기관점에서 보면 올리고기반 API와 mRNA플랫품기술에서 창출되는 매출이 가시화되면서 기대와 실적치간의 갭이 축소, 주가가 상승하는 구도가 될 것이다.

단기적인 이벤트로는 11월의 EU Tides학회에서 mRNA플랫폼(SmartCap)기술과 관련된 수주가능성을 기대해 볼 수 있고, 장기적인 이벤트로는 2023년에는 새로운 올리고뉴틀레오타이드 API 수주, 기존 임상시료 제공하고 있는 빅파마가 상업화에 성공하면서 2024년부터는 수주와 매출이 급성장하는 시나리오를 생각해 볼 수 있다. 2024년쯤에는 에이즈치료제 STP0404의 기술수출 가능성도 예상해 볼 수 있다.

향후에도 동사 주가의 변동성은 피할 수 없겠지만, 계속해서 매수 후 보유 관점을 유지하는 것이 적정할 것이다. 특히 현재 주가수준 9만원 내외에서는 매수가 적절한 것으로 판단된다.

금리가 상승하는 최근의 증시여건상, 주가가 단기간에 상승할 것으로 보기는 어렵지만, 글로벌 금리 상승세가 피크아웃 할 시점에서 동사의 주가도 의미 있게 상승할 수 있을 것이다.

[표 1] 에스티팜 올리고 API 와 mRNA CAPA 기준 주가 밸류에이션 (단위: 억원)

구분	2020년	2022년	2026년	비고
올리고 API 생산 CAPA(kg)	800	1,600	4,650	최소 2.3톤~최대 7톤의 평균
가동률			65%	2t중 1t은 상업생산 가정
가동률 기준 매출액			3,023	
단가(억원/1kg)			1.2	현재 2억원/kg, 상업화시 보수적인 가정
매출액			3,627	
영업이익률			40%	
영업이익			1,451	
세금			22%	
순이익			**1,132**	
현재가로 할인된 가치(4년, 3%)			**1,005**	
mRNA공장 가치				
공장 CAPA(만도즈)			12,000	2024년말까지
단가(원/도즈)			15,000	
가동률			70%	
API비중			20%	
가동률 기준 매출액			2,520	
성공확률			40%	
성공확률 반영 매출액			1,008	
영업이익률			45%	DS기준
영업이익			454	
세율			22%	
순이익			354	
현재가로 할인된 가치(2년, 3%)			**333**	
합산 순이익			**1,339**	
PER(배)			35	
추정시가총액			46,863	
불확실성 할인율			30%	
추정시가총액			32,804	
발행주식수㈜			18,808,775	2020년 전환사채 1,100억원 발행
적정주가(원)			**174,407**	(조정후 전환가 96,329원, 현재 전환 가능주식수 986,203주), 이미 152,775주 보통주 전환(2022년 6월말 기준)
전환가정시 적정주가(원)			171,274.83	(+전환주식수,+전환사채 현금) 고려

자료: 상상인 증권

[표 2] 에스티팜 사업부문별 매출액 추이 (단위: 억원)

항목별	구분	2018	2019	2020	1Q	2Q	3Q	4Q	2021	1Q	2Q	3QE	4QE	2022E
매출액 합계		977	933	1,241	273	404	463	517	1,656	370	511	653	687	2,220
증감률(YoY)		-51.8%	-4.5%	33.0%					33.5%	35.7%	26.7%	41.0%	32.7%	34.0%
신약API	small Molecule	420	39	199	43	76	45	11	175	19	1	15	20	55
증감률(YoY)		-69.7%	-90.7%	410.3%					-12.1%	-55.8%	-98.7%	-66.7%	81.8%	-68.6%
신약API	**Oligo Nucleotide**	**143**	**253**	**452**	**85**	**207**	**308**	**265**	**865**	**168**	**270**	**485**	**437**	**1,360**
증감률(YoY)		-32.9%	76.9%	78.7%					91.4%	97.6%	65.0%	65.0%	65.0%	57.3%
mRNA										12	35	35	30	112
신약 API 합계		563	292	651	128	283	353	276	1,040	199	306	535	487	1,527
		-64.8%	-48.1%	122.9%					59.8%	55.5%	8.1%	51.6%	76.5%	46.9%
제네릭 API		367	395	369	107	76	67	139	389	60	118	72	90	340
증감률(YoY)		-7.1%	7.6%	-6.6%					5.4%	-43.9%	55.3%	7.0%	-35.3%	-12.7%
신소재, 상품+ CRO등		47	105	110	38	45	43	102	227	111	87	46	109	353
증감률(YoY)		38.2%	123.4%	4.8%					106.7%	194.9%	95.8%	7.0%	7.0%	55.4%

자료: 에스티팜, 상상인 증권

[표 3] 에스티팜의 올리고 Pipeline

자료: 에스티팜, 상상인 증권

[표 4] 에스티팜 분기별 요약 영업실적(연결기준)

12월결산	2021				2022E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	273	404	463	517	370	511	653	687
영업이익	-65	49	78	-6	5	35	65	48
세전이익	-66	51	95	-67	-2	46	71	53
순이익	-51	57	77	-50	21	34	56	43
YoY(%)								
매출액	35.2	19.5	106.8	8.3	35.7	26.7	41.0	32.7
영업이익	적지	흑전	흑전	적전	흑전	-27.5	-16.0	흑전
세전이익	적지	23.6	흑전	적지	적지	-9.1	-25.6	흑전
순이익	적지	124.1	흑전	적지	흑전	-40.2	-27.1	흑전

자료: 에스티팜, 상상인증권

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	**235.6**	**244.1**	**289.4**	**297.1**	**314.7**
현금 및 현금성자산	38.6	39.2	64.6	68.5	44.4
매출채권 및 기타채권	46.7	64.4	45.2	61.8	77.0
재고자산	45.4	80.8	112.9	97.2	120.9
기타유동자산	104.9	59.7	66.9	69.6	72.4
비유동자산	**210.0**	**254.4**	**281.5**	**291.2**	**306.6**
관계기업투자등	7.8	13.3	12.1	12.6	13.1
유형자산	174.3	209.1	234.3	242.5	256.5
무형자산	10.0	12.6	12.5	12.4	12.4
자산총계	**445.6**	**498.6**	**571.0**	**588.2**	**621.2**
유동부채	18.6	75.4	121.5	126.2	133.0
매입채무 및 기타재무	9.8	26.5	18.0	21.2	26.3
단기금융부채	0.9	15.6	65.5	65.5	65.5
기타유동부채	7.9	33.3	38.0	39.5	41.1
비유동부채	130.2	97.2	115.5	115.6	115.7
장기금융부채	126.0	91.9	111.8	111.8	111.8
기타비유동부채	4.2	5.2	3.8	3.9	3.9
부채총계	**148.8**	**172.5**	**237.1**	**241.8**	**248.7**
지배주주지분	295.3	323.0	330.7	343.2	369.3
자본금	9.3	9.4	9.4	9.4	9.4
자본잉여금	174.9	195.7	195.7	195.7	195.7
이익잉여금	111.6	115.6	121.4	133.9	160.1
비지배주주지분(연결)	1.4	3.1	3.2	3.2	3.2
자본총계	**296.8**	**326.0**	**333.9**	**346.4**	**372.6**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**124.1**	**165.6**	**222.0**	**262.1**	**327.9**
매출원가	104.1	107.9	131.7	157.8	186.9
매출총이익	**20.0**	**57.7**	**90.4**	**104.3**	**141.0**
판매비와 관리비	38.8	52.2	75.0	78.6	98.4
영업이익	**-18.8**	**5.6**	**15.4**	**25.7**	**42.6**
(EBITDA)	-4.7	20.0	31.9	43.9	61.7
금융손익	**-1.9**	**-0.9**	**0.5**	**0.9**	**1.0**
이자비용	0.6	5.2	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.9	-3.5	1.0	0.6	0.6
세전계속사업이익	**-16.8**	**1.3**	**16.8**	**27.2**	**44.2**
계속사업법인세비용	-3.7	-2.1	1.4	5.4	8.8
계속사업이익	-13.2	3.4	15.4	21.8	35.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**-13.2**	**3.4**	**15.4**	**21.8**	**35.4**
지배주주	-12.1	3.3	15.3	21.9	35.6
총포괄이익	**-12.9**	**4.2**	**15.4**	**21.8**	**35.4**
매출총이익률 (%)	16.1	34.9	40.7	39.8	43.0
영업이익률 (%)	-15.2	3.4	6.9	9.8	13.0
EBITDA마진률 (%)	-3.8	12.1	14.4	16.7	18.8
당기순이익률 (%)	-10.6	2.0	7.0	8.3	10.8
ROA (%)	-3.1	0.7	2.9	3.8	5.9
ROE (%)	-4.1	1.1	4.7	6.5	10.0
ROIC (%)	-4.9	1.3	4.0	5.4	8.4

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**-20.9**	**7.3**	**30.6**	**43.5**	**22.2**
당기순이익(손실)	-13.2	3.4	15.4	21.8	35.4
비현금수익비용가감	13.0	24.5	23.4	18.4	19.3
유형자산감가상각비	14.0	14.2	16.1	18.0	18.8
무형자산상각비	0.1	0.2	0.4	0.2	0.2
기타현금수익비용	-1.3	6.0	3.8	0.2	0.3
영업활동 자산부채변동	-20.8	-21.4	-6.4	3.4	-32.5
매출채권 감소(증가)	-6.7	-6.5	9.9	-16.7	-15.1
재고자산 감소(증가)	-8.2	-37.3	-31.9	15.7	-23.8
매입채무 증가(감소)	-2.5	8.2	5.0	3.1	5.2
기타자산, 부채변동	-3.5	14.2	10.6	1.2	1.3
투자활동 현금	**-69.1**	**-8.0**	**-42.6**	**-30.2**	**-36.9**
유형자산처분(취득)	-16.8	-51.2	-39.9	-26.2	-32.8
무형자산 감소(증가)	-0.5	-0.1	0.2	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	-51.4	42.5	-2.8	-2.9	-3.0
기타투자활동	-0.4	0.8	0.1	-0.9	-1.0
재무활동 현금	**115.9**	**-0.1**	**36.3**	**-9.4**	**-9.4**
차입금의 증가(감소)	117.4	-1.0	45.7	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	-9.4	-9.4	-9.4
배당금의 지급	0.0	0.0	9.4	9.4	9.4
기타재무활동	-1.5	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**25.8**	**0.6**	**25.3**	**3.9**	**-24.1**
기초현금	12.8	38.6	39.2	64.6	68.5
기말현금	38.6	39.2	64.6	68.5	44.4

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	-159.4	790.5	116.2	81.1	49.9
P/B	6.6	8.1	5.4	5.2	4.8
EV/EBITDA	-408.7	131.1	57.4	41.6	29.9
P/CF	n/a	63.7	45.7	44.2	32.5
배당수익률 (%)	!	0.4	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	33.1	33.5	34.0	18.1	25.1
영업이익	적지	흑전	176.2	66.7	66.0
세전이익	적지	흑전	1,234.5	62.0	62.4
당기순이익	적지	흑전	357.4	41.1	62.4
EPS	적지	흑전	361.2	43.4	62.4
안정성(%)					
부채비율	50.1	52.9	71.0	69.8	66.8
유동비율	1,266.0	323.9	238.2	235.4	236.6
순차입금/자기자본	1.4	7.5	16.2	13.8	18.6
영업이익/금융비용	-29.2	1.1	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	126.9	107.5	177.3	177.3	177.3
순차입금 (십억원)	4.3	24.3	54.1	47.7	69.4
주당지표(원)					
EPS	-651	176	812	1,164	1,891
BPS	15,830	17,171	17,581	18,245	19,636
CFPS		1,483	2,066	2,134	2,907
DPS		500	500	500	500

자료: 에스티팜, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Stock Data

KOSDAQ(9/14)	782.9pt
시가총액	16,871억원
발행주식수	18,809천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	144,500/83,400원
90일 일평균거래대금	95억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(22.12E)	0.5%
BPS(22.12E)	17,581원

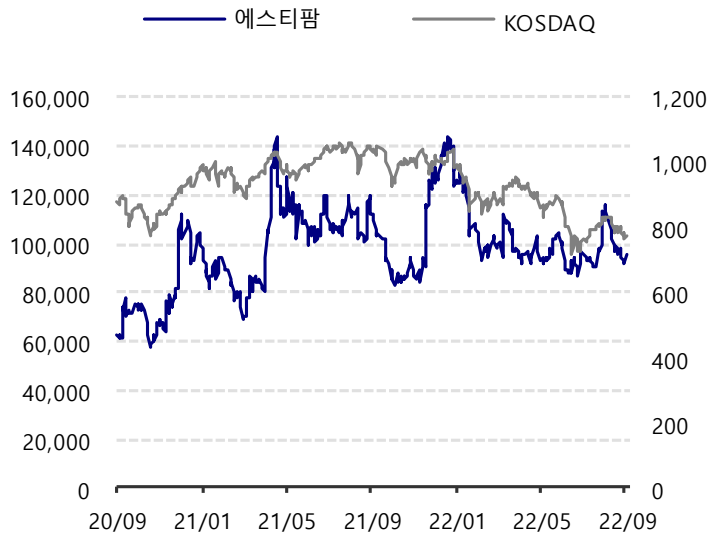
주가수익률

(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	-0.3	-14.2	-5.2	-10.4
상대수익률	-1.7	-10.0	5.4	12.0

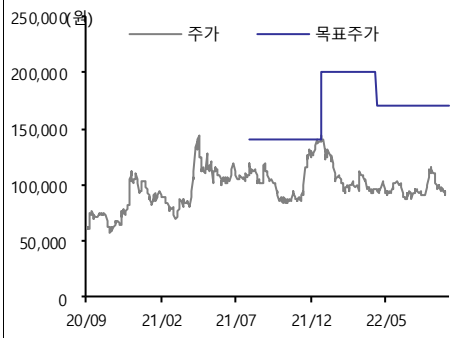
주주구성

동아쏘시오홀딩스 (외 6 인)	46.5%
국민연금공단 (외 1인)	8.2%
에스티팜우리사주 (외 1인)	1.4%

Stock Price



주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2021. 11. 03	중장기 주가상승	140,000원	1년	-19.1	3.2
2022. 01. 03	중장기 주가상승	200,000원(상향)	1년	-46.7	-30.2
2022. 04. 21	중장기 주가상승	170,000원(하향)	1년	-43.1	-32.1
2022. 08. 04	중장기 주가상승	170,000원	1년	-40.0	-32.1
2022. 09. 15	중장기 주가상승	170,000원	1년		

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 하태기)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	단기 주가 상승		3.0%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		중장기 주가 상승		51.1%	
		단기 주가 하락		0.3%	
		단기 주가 박스권		4.1%	
		Attention		41.6%	
		합계		100.0%	

- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.