



# BUY(Maintain)

목표주가: 100,000원  
주가(1/10): 78,900원  
시가총액: 14,840억 원



제약바이오 Analyst 허혜민  
hyemin@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (1/10)		696.05pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	131,600 원	72,500원
등락률	-40.0%	8.8%
수익률	절대	상대
1M	-5.7%	-2.6%
6M	-17.0%	-8.6%
1Y	-36.5%	-10.6%

## Company Data

발행주식수	18,809 천주
일평균 거래량(3M)	109천주
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2022E)	0.6%
BPS(2022E)	18,012원
주요 주주	동아쏘시오홀딩스 외 5 인 46.5%

## 투자지표

(십억 원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	124.1	165.6	229.1	267.8
영업이익	-18.8	5.6	17.7	27.3
EBITDA	-4.7	20.0	32.5	50.7
세전이익	-16.8	1.3	27.6	31.7
순이익	-13.2	3.4	23.5	24.8
지배주주지분순이익	-12.1	3.3	23.5	24.8
EPS(원)	-651	177	1,247	1,319
증감률(% YoY)	적지	흑전	602.5	5.8
PER(배)	-159.4	784.2	70.3	59.8
PBR(배)	6.56	8.11	4.86	4.17
EV/EBITDA(배)	-405.2	130.8	52.8	30.5
영업이익률(%)	-15.1	3.4	7.7	10.2
ROE(%)	-4.1	1.1	7.1	7.1
순차입금비율(%)	-4.6	4.4	19.0	16.9

자료: 키움증권

## Price Trend



# 에스티팜 (237690)

## 올리고 증가로 호실적 전망



고지혈증 RNAi 치료제 렉비오의 매출이 지지부진한 가운데 경쟁사 에질런트의 CAPA 2배 증설 투자 소식으로 동사의 주가 -7% 하락하였습니다. 에질런트는 강한 수요에 대비하기 위함이라고 밝혔습니다. 동사 또한 '23년에는 고지혈증치료제 공급 비중이 낮아지고, 생산 품목 다양화로 생산 포트폴리오가 안정화 될 것으로 보입니다. 4분기 실적은 올리고 매출 증가로 양호한 실적이 기대됩니다.

### >>> 실적은 올리고 매출 증가로 기대치 상회 전망

4분기 매출액 801억원(YoY +55%, QoQ +32%), 영업이익 90억원(YoY 흑전, QoQ +99%, OPM 11%)으로 시장 컨센서스 매출액 744억원과 이익 70억원을 각각 8%, 29% 상회할 것으로 전망된다. 4분기 **올리고뉴클레오타이드 매출 592억원(YoY +123%, QoQ +50%)**이 전망되면서 실적을 견인할 것으로 보인다. 이는 대부분 RNA 고지혈증 치료제인 Lequio 물량일 것으로 추측된다. 상업화 물량 공급단가 하락에도 공급량 증가로 수익성 개선될 것으로 기대된다.

### >>> 렉비오 위주에서 품목 다양화로 성장 전망

노바티스의 렉비오 매출액은 \$34mn(YoY +580%, QoQ +55%)에 성장에 그쳤다. 전방위 산업에서 **렉비오가 부진한 모습을 보이자, RNA CMO에 대한 기대감 또한 최근 낮아졌다.** 노바티스의 CEO Vas Narasimhan은 렉비오가 점진적인 성장을 이어가고, 블록버스터(연 \$1bn 이상)로의 성장은 심혈관 질환 연구 (15,000명 대상)의 데이터가 나온 이후('26년)가 될 것으로 전망하였다.

동사의 '23년 매출액은 2,679억원(YoY +17%), 영업이익은 273억원(YoY +55%)가 예상되며, 이 중 **올리고뉴클레오타이드 매출은 1,646억원(YoY +16%)**이 전망된다. '22년 올리고 뉴클레오타이드 매출 중 약 60%가 고지혈증 치료제로 의존도가 높았던 반면, '23년에는 **고지혈증 치료제 비중은 24%로 낮아지고 생산 품목이 다양화**될 것으로 보인다. 척수성 근위축증 공급, 심혈관 질환 치료제와 동맥경화 치료제 PPQ(상업화 규모 시험 생산) 배치 생산 등이 예정되어 있다.

전일(1/10) 경쟁사 에질런트가 기존 제조시설 대비 2배 확장을 위해 \$725mn(약 9,000억원) 투자를 결정하였는데, 그 이유로 **고성장(High-growth) 시장의 강한 수요(Strong demand)에 대비**하기 위함이라고 밝혔다. 현재 치료용 올리고 시장은 \$1bn으로 추정되며, 향후 5년간 매년 두 자릿수 성장하여 '27년에는 \$2.4bn이 될 것으로 예상하였다. **에질런트의 올리고 CAPA는 '26년 4톤, 동사는 7톤(최대생산기준)이 될 것으로 추측**된다. 이는 심혈관 질환 치료제, B형간염 치료제, 고혈압치료제 등 향후 블록버스터 만성질환 치료제 시장 개화를 대비하기 위함으로 보인다. 최근 제론의 저위험 골수이형성증후군 치료제 이메텔스타트 3상이 긍정적으로 발표되었으며, 주목 받고 있는 엘라일람의 RNAi 고혈압치료제 질레베시란(Zilebeiran)의 2상 **탑라인 발표는 '23년 중순으로 예정**되어있다.

실적 세부 내역 1

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	컨센서스	차이	(단위, 십억원)		
							2022	컨센서스	차이
매출액	37.0	51.1	60.8	80.1	74.4	8%	229.1	225.1	2%
yoy	36%	27%	31%	55%	44%		38%	36%	
영업이익	0.5	3.5	4.5	9.0	7.0	29%	17.7	15.9	11%
yoy	흑전	-28%	-42%	흑전	-		217%	185%	
OPM	1%	7%	7%	11%	9%		8%	7%	
지배주주순이익	1.9	3.4	10.2	7.9	3.7	115%	23.5	11.9	97%

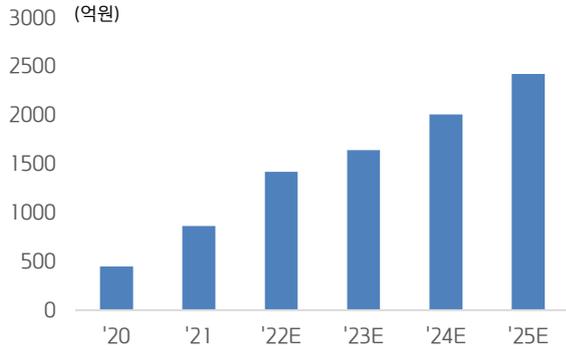
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

	(단위 억 원)									
	22.1Q	22.2Q	22.3Q	22.4QE	2022E	23.1QE	23.2QE	23.3QE	23.4QE	2023E
Small Molecule	19	1	60	20	100	20	24	35	51	130
Oligonucleotide	168	270	393	592	1,423	181	380	440	645	1,646
제네릭 API	60	118	60	82	321	100	129	85	119	433
신소재, CRO 등	123	87	80	81	372	108	89	118	56	372
<b>매출액</b>	<b>370</b>	<b>511</b>	<b>608</b>	<b>801</b>	<b>2,291</b>	<b>429</b>	<b>647</b>	<b>703</b>	<b>899</b>	<b>2,678</b>
YOY	36%	27%	31%	55%	38%	16%	27%	16%	12%	17%
매출원가	204	309	395	510	1,418	232	378	443	527	1,581
원가율	55%	60%	65%	64%	62%	54%	58%	63%	59%	59%
매출총이익	166	202	213	291	872	197	269	261	372	1,098
매출총이익율	45%	40%	35%	36%	38%	46%	42%	37%	41%	41%
판관비	160	167	168	201	696	186	204	204	231	825
판관비율	43%	33%	28%	25%	30%	43%	31%	29%	26%	31%
<b>영업이익</b>	<b>5</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>90</b>	<b>177</b>	<b>10</b>	<b>65</b>	<b>57</b>	<b>140</b>	<b>273</b>
OPM	1%	7%	7%	11%	8%	2%	10%	8%	16%	10%
YOY	흑전	-28%	-42%	흑전	217%	93%	85%	25%	55%	55%

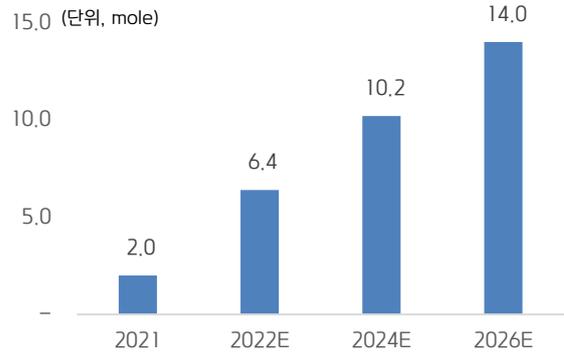
자료: 키움증권 리서치센터

올리고뉴클레오타이드 원료 매출 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

올리고뉴클레오타이드 CAPA 전망



자료: 에스티팜, 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

Pipeline	Partner	Stage		
		Discovery	Pre-clinical	Phase1
STP0404 (AIDS)	Emory Univ. Colorado State Univ.	Progressing	Completed	Completed
STP1002 (고형암)	Asan Hospital	Progressing	Completed	Completed
STP2104 (Covid 19 백신)	자체	Progressing	Completed	Completed
STP2150 (Covid 19 백신) (오미크론 Variant)	자체	Progressing	Completed	Completed

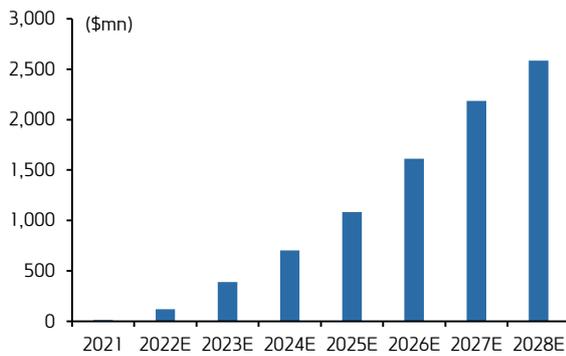
자료: 에스티팜, 키움증권 리서치센터

일부 Oligo 수주 파이프라인

고객사	적응증	Stage			
		Phase1	Phase2	Phase3	Commercial
글로벌제약사 A	고지혈증	Progressing	Completed	Completed	Completed
글로벌제약사 B	척수성근위축증	Progressing	Completed	Completed	Completed
글로벌제약사 A	동맥경화증	Progressing	Completed	Completed	Completed
글로벌바이오맥 C	MDS / MF	Progressing	Completed	Completed	Completed
글로벌바이오맥 D	심혈관 질환	Progressing	Completed	Completed	Completed
글로벌제약사 E	B형 간염	Progressing	Completed	Completed	Completed
글로벌제약사 F	B형 간염	Progressing	Completed	Completed	Completed
글로벌제약사 G	혈전증	Progressing	Completed	Completed	Completed
글로벌바이오맥 D	유전성혈관부종	Progressing	Completed	Completed	Completed
글로벌제약사 F	NASH	Progressing	Completed	Completed	Completed
글로벌제약사 H	B형 간염	Progressing	Completed	Completed	Completed

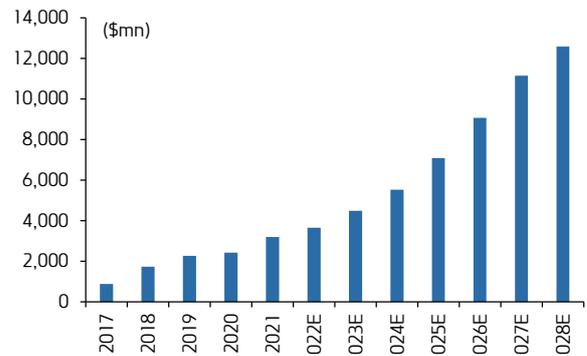
자료: 에스티팜, 키움증권 리서치센터

Inlcisiran 매출액 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 키움증권 리서치센터

주요 RNA 치료제 매출 추이 및 전망



주) Spinraza, Leqvio, Onpattro, Vutrisiran, Fitusiran, Tominersen, Golodirsén, NuThrax, Imetelstat, Pelacarsen, Casimersen, Givlaari, Oxlumo, Cemdisiran, Vesleteplirsén 합산  
 자료: Bloomberg, Evaluate Pharma, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	124.1	165.6	229.1	267.8	311.1
매출원가	104.1	107.9	141.8	158.1	173.9
<b>매출총이익</b>	20.0	57.7	87.2	109.8	137.3
판관비	38.8	52.2	69.6	82.5	93.4
<b>영업이익</b>	-18.8	5.6	17.7	27.3	43.8
<b>EBITDA</b>	-4.7	20.0	32.5	50.7	72.0
<b>영업외손익</b>	2.0	-4.3	9.9	4.4	4.3
이자수익	0.6	0.9	0.4	1.0	0.8
이자비용	0.6	5.2	6.3	6.3	6.3
외환관련이익	1.6	4.4	2.4	2.4	2.4
외환관련손실	3.5	1.1	0.9	0.9	0.9
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.9	-3.3	14.3	8.2	8.3
<b>법인세차감전이익</b>	-16.8	1.3	27.6	31.7	48.1
법인세비용	-3.7	-2.1	4.1	6.9	10.5
계속사업손익	-13.2	3.4	23.5	24.8	37.6
<b>당기순이익</b>	-13.2	3.4	23.5	24.8	37.6
<b>지배주주순이익</b>	-12.1	3.3	23.5	24.8	37.6
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	33.1	33.4	38.3	16.9	16.2
영업이익 증감율	흑전	-129.8	216.1	54.2	60.4
EBITDA 증감율	흑전	-525.5	62.5	56.0	42.0
지배주주순이익 증감율	흑전	-127.3	612.1	5.5	51.6
EPS 증감율	적지	흑전	602.5	5.8	51.7
매출총이익율(%)	16.1	34.8	38.1	41.0	44.1
영업이익율(%)	-15.1	3.4	7.7	10.2	14.1
EBITDA Margin(%)	-3.8	12.1	14.2	18.9	23.1
지배주주순이익율(%)	-9.8	2.0	10.3	9.3	12.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-20.9	7.3	-5.8	68.8	51.3
당기순이익	-13.2	3.4	23.5	24.8	37.6
비현금항목의 가감	13.0	24.5	30.7	41.4	49.9
유형자산감가상각비	14.0	14.2	14.7	23.3	28.1
무형자산감가상각비	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-1.1	10.1	15.9	18.0	21.7
영업활동자산부채증감	-20.8	-21.4	-50.7	14.0	-21.1
매출채권및기타채권의감소	-6.7	-6.5	-24.7	-15.1	-16.8
재고자산의감소	-8.2	-37.3	-30.9	26.0	-7.6
매입채무및기타채무의증가	-2.5	8.2	4.9	3.0	3.4
기타	-3.4	14.2	0.0	0.1	-0.1
기타현금흐름	0.1	0.8	-9.3	-11.4	-15.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	-69.1	-8.0	-29.8	-49.1	-49.1
유형자산의 취득	-17.0	-51.8	-30.7	-50.0	-50.0
유형자산의 처분	0.1	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.5	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-5.9	-5.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-49.8	48.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.0	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	115.9	-0.1	40.5	-9.5	-9.5
차입금의 증가(감소)	118.4	0.0	50.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	-9.4	-9.4	-9.4
기타	-2.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타현금흐름	-0.1	1.5	-5.6	-5.6	-5.6
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	25.8	0.6	-0.7	4.5	-13.0
기초현금 및 현금성자산	12.8	38.6	39.2	38.5	43.0
기말현금 및 현금성자산	38.6	39.2	38.5	43.0	30.0

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	235.6	244.1	299.0	292.6	304.1
현금 및 현금성자산	38.6	39.2	38.5	43.0	30.0
단기금융자산	102.0	54.0	54.0	54.0	54.0
매출채권 및 기타채권	46.7	64.4	89.1	104.2	121.1
재고자산	45.4	80.8	111.7	85.7	93.3
기타유동자산	2.9	5.7	5.7	5.7	5.7
<b>비유동자산</b>	210.0	254.4	270.3	296.9	318.7
투자자산	9.6	15.2	15.2	15.2	15.2
유형자산	174.3	209.1	225.1	251.8	273.7
무형자산	10.0	12.6	12.5	12.4	12.3
기타비유동자산	16.1	17.5	17.5	17.5	17.5
<b>자산총계</b>	445.6	498.6	569.3	589.5	622.8
<b>유동부채</b>	18.6	75.4	80.3	83.3	86.7
매입채무 및 기타채무	9.8	26.5	31.4	34.4	37.8
단기금융부채	0.9	15.6	15.6	15.6	15.6
기타유동부채	7.9	33.3	33.3	33.3	33.3
<b>비유동부채</b>	130.2	97.2	147.2	147.2	147.2
장기금융부채	126.0	91.9	141.9	141.9	141.9
기타비유동부채	4.2	5.3	5.3	5.3	5.3
<b>부채총계</b>	148.8	172.5	227.5	230.5	233.8
<b>지배자본</b>	295.3	323.0	338.8	356.0	385.9
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
기타포괄손익누계액	-0.6	0.3	2.1	3.8	5.6
이익잉여금	111.6	115.6	129.6	145.0	173.3
비지배자본	1.4	3.1	3.1	3.1	3.1
<b>자본총계</b>	296.8	326.0	341.8	359.0	389.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-65.1	177	1,247	1,319	2,000
BPS	15,830	17,171	18,012	18,925	20,519
CFPS	-8	1,495	2,880	3,521	4,655
DPS	0	500	500	500	500
<b>주기배수(배)</b>					
PER	-159.4	784.2	70.3	59.8	39.4
PER(최고)	-182.1	849.6	113.6		
PER(최저)	-32.2	371.8	57.6		
PBR	6.56	8.11	4.86	4.17	3.85
PBR(최고)	7.49	8.78	7.86		
PBR(최저)	1.32	3.84	3.99		
PSR	15.60	15.68	7.19	5.54	4.77
PCFR	-	93.1	30.4	22.4	16.9
EV/EBITDA	-405.2	130.8	52.8	30.5	21.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	278.5	40.1	37.9	25.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.4	0.6	0.6	0.6
ROA	-3.3	0.7	4.4	4.3	6.2
ROE	-4.1	1.1	7.1	7.1	10.1
ROIC	-6.6	1.6	4.3	5.5	8.3
매출채권회전율	3.0	3.0	3.0	2.8	2.8
재고자산회전율	2.9	2.6	2.4	2.7	3.5
부채비율	50.1	52.9	66.5	64.2	60.1
순차입금비율	-4.6	4.4	19.0	16.9	18.9
이자보상배율	-29.2	1.1	2.8	4.3	7.0
<b>총차입금</b>	126.9	107.5	157.5	157.5	157.5
<b>순차입금</b>	-13.7	14.3	65.0	60.6	73.5
<b>EBITDA</b>	-4.7	20.0	32.5	50.7	72.0
<b>FCF</b>	-40.8	-53.8	-51.5	8.7	-8.7

Compliance Notice

- 당사는 1월 10일 현재 '에스티팜(237690)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
에스티팜 (237690)	2021-03-09	BUY(Maintain)	93,000원	6개월	13.58	54.30
	2021-07-29	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-22.12	-7.77
	2021-10-29	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-16.29	11.15
	2022-02-28	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-23.34	-14.08
	2022-04-29	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-25.20	-14.08
	2022-07-18	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-24.61	-11.15
	2022-10-11	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-25.53	-23.09
	2022-11-01	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-17.85	-9.10
	2023-01-11	BUY(Maintain)	100,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

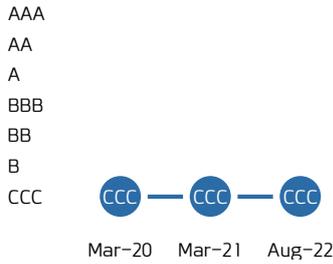
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/01/01~2022/12/31)

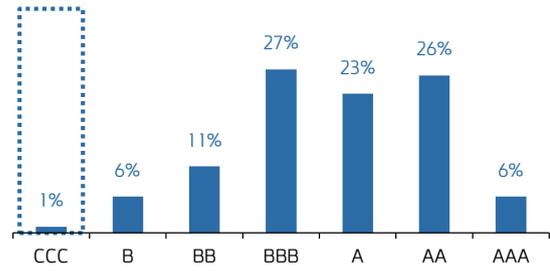
매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	2.6	5.8		
<b>환경</b>	6.9	9	5.0%	
탄소 배출	6.9	9	5.0%	
<b>사회</b>	3.9	5.5	40.0%	
인력 자원 개발	4.0	4.9	24.0%	
제품 안전과 품질	3.8	6.5	16.0%	
<b>지배구조</b>	1.2	5.8	55.0%	
기업 지배구조	1.3	6.7		
기업 활동	4.9	5.9		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
	There are no recent new controversies or updates to ongoing controversies for this company.

자료: 키움증권 리서치센터

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (헬스케어 장비 및 공급)	탄소 배출	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
DANAHER CORPORATION	●●	●●●●	●●●	●	●●●●	AA	▲
ABBOTT LABORATORIES	●●	●●●●	●	●●●●	●	A	▲▲
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC.	●●	●●	●●●	●●	●●●	BBB	◀▶
MEDTRONIC PUBLIC LIMITED COMPANY	●●	●●●	●	●●●	●●●	BBB	▲
STRYKER CORPORATION	●●	●●●	●	●●●●	●●●	BBB	▲▲
에스티팜	●	●●	●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ●●●● 최고 4분위 ●●●●●●  
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상황 ▲ 2등급 이상 상황 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터