

# 에스티팜

# BUY(유지)

237690 기업분석 | 제약

목표주가(하향)	110,000원	현재주가(01/19)	82,500원	Up/Downside	+33.3%
----------	----------	-------------	---------	-------------	--------

2023. 01. 20

## 중장기 성장성 유효

### 4Q22 Preview

**4분기도 올리고, 올리고:** 22년 4분기 별도 실적은 매출액 889억원(+93.4%YoY), 영업이익 108억원(+743.4%YoY, OPM 12.1%)으로 사상 최대 실적을 기록했다. 고지혈증 치료제 상업화 물량 및 아월 된 임상용 시료 공급으로 올리고 매출이 633억원으로 전년동기대비 139% 증가한 영향이다. 또한 해외 자회사가 반영된 4분기 연결 실적도 매출액 965억원(+86.7%YoY), 영업이익 114억원(흑전YoY, OPM 11.8%)으로 시장 기대치를 큰 폭 상회할 전망이다. 다만 이익률은 신약개발 자회사 R&D 비용과 CRO 자회사 증설 등 비용 증가로 별도 실적 대비 -0.3%p 감소할 것으로 예상된다.

### Comment

**23년 수익성 개선 기대:** 23년 연결 실적은 매출액 2,663억원(+15.7%YoY), 영업이익 323억원(+85.6%YoY, OPM 12.1%)으로 추정된다. 수익성 좋은 올리고 매출이 1,769억원으로 전년대비 20.8% 증가하며 실적개선에 기여할 전망이다. 올리고 공장증설에 따른 매출 확대와 척수성근위축증 치료제 상업화 물량 및 심혈관, 동맥경화증 치료제 임상 시료 공급에 기인한다. 다만, 고지혈증 치료제 물량은 감소할 것으로 예상되며, 이에 따라 중장기 성장세는 다소 둔화될 전망이다.

### Action

**TP 11만원 하향:** 올해부터 수주가 본격화될 것으로 예상되었던 고지혈증 치료제 성장 둔화와 경쟁사 설비 확장, 그리고 이에 따른 경쟁 심화를 고려해 중장기 실적 추정치를 하향 조정하였으며, 금리 인상에 따른 할인율 상승을 감안해 목표주가를 11만원으로 하향한다. 비록 목표주가는 하향하나, 올리고 시장에 대한 중장기 성장성은 여전히 양호하다고 판단된다. 투자의견 BUY를 유지한다.

### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
FYE Dec					
매출액	124	166	245	266	320
(증가율)	33.1	33.5	48.2	8.5	20.3
영업이익	-19	6	20	32	51
(증가율)	적지	흑전	257.7	62.0	57.8
지배주주순이익	-12	3	22	26	40
EPS	-651	177	1,182	1,406	2,142
PER (H/L)	NA/NA	849.6/371.8	74.1	58.7	38.5
PBR (H/L)	7.5/1.3	8.8/3.8	4.8	4.2	3.9
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	135.7/65.7	48.2	30.7	22.3
영업이익률	-15.2	3.4	8.1	12.1	15.9
ROE	-4.1	1.1	6.7	7.5	10.5

### Stock Data

52주 최저/최고	72,500/125,600원
KOSDAQ /KOSPI	713/2,380pt
시가총액	15,517억원
60일-평균거래량	119,094
외국인지분율	0.0%
60일-외국인지분율변동추이	0.0%p
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 5인 46.5%

주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-6.9	0.9	-31.5
상대기준	-6.3	-2.3	-10.3

도표 1. 에스티팜 4Q22 프리뷰

(단위: 십억원 %)

	4Q22E	4Q21	%YoY	3Q22	%QoQ	시장기대치	%차이	DB추정	%차이
매출액	97	52	86.7	61	58.7	77	26.0	71	35.2
영업이익	11	-1	흑전	5	153.3	8	44.3	7	58.9
영업이익률	11.8			7.5		10.3		10.0	

자료: DB 금융투자

도표 2. 에스티팜 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	27	40	46	52	37	51	61	97	166	245	266
YoY	35.2	19.5	106.8	8.3	35.7	26.7	31.4	86.5	33.5	48.2	8.5
신약 API	11	25	31	36	19	27	45	72	104	160	194
YoY	172.6	54.2	416.8	23.5	64.0	7.1	44.1	97.8	86.3	52.8	21.4
저분자	3	5	1	10	2	0	6	9	18	13	17
YoY	61.6	2.5	-74.6	47.5	-34.2	-98.2	841.9	-13.4	16.2	-26.3	28.0
올리고	9	21	31	26	17	27	39	63	87	146	177
YoY	254.8	73.6	761.6	16.5	97.2	30.4	27.7	139.0	112.9	69.2	20.8
제네릭 API	9	8	7	9	6	12	6	16	33	40	31
YoY	-20.3	-41.6	-25.4	-24.2	-33.7	47.4	-13.1	71.2	-28.6	19.7	-23.7
기타	7	7	8	6	12	12	9	8	28	42	42
YoY	46.4	92.8	12.8	-1.6	79.7	73.0	18.3	44.1	29.9	52.9	-0.7
매출총이익	4	17	22	15	17	20	21	37	58	95	113
YOY	3263.7	230.8	2128.1	7.9	286.0	18.2	-1.8	150.7	188.9	64.4	19.6
GPM	16.9	42.2	47.9	28.4	44.9	39.3	35.0	38.2	34.9	38.7	42.6
영업이익	-7	5	8	-1	1	4	5	11	6	20	32
YoY	적지	흑전	흑전	적전	흑전	-28.6	-41.8	흑전	흑전	256.2	62.0
OPM	-	12.1	16.8	-	1.5	6.8	7.5	11.8	3.4	8.1	12.1

자료: DB 금융투자

도표 3. 에스티팜 밸류에이션

(단위: 십억원)

전체 기업가치	산정가치	비고
영업가치		2,069
NPV of FCF		415
NPV of Terminal Value		1,654
유통주식수(천주)		18,809
적정주가(원)		110,023
목표주가(원)		110,000
현재주가(원)		82,500
상승여력(%)		33.3

자료: DB금융투자

주: DCF 밸류에이션으로 기업가치를 산정하였으며, 금리 상승에 따른 할인율 변동과 올리고 시장 경쟁 심화에 따른 영구성장률을 하향 조정함

도표 4. 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원 %)

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>매출액</b>	<b>245</b>	<b>266</b>	<b>320</b>	<b>349</b>	<b>394</b>	<b>440</b>	<b>478</b>	<b>540</b>	<b>583</b>
YoY	48.2	8.5	66.0	34.6	12.9	11.8	8.4	13.1	7.9
신약 API	160	194	245	272	314	358	393	453	493
YoY	52.8	21.4	26.5	10.9	15.7	14.0	9.7	15.2	8.9
저분자	13	17	18	18	19	19	20	21	21
YoY	-26.3	28.0	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.4	3.3
올리고	146	176	228	254	296	339	373	432	472
YoY	69.2	20.8	29.0	11.4	16.6	14.6	10.0	15.9	9.2
제네릭 API	40	31	31	31	32	32	33	33	33
YoY	19.7	-23.7	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2
기타	42	42	44	46	48	50	52	54	56
YoY	52.9	-0.7	4.5	4.5	4.3	4.3	4.1	4.1	3.9
<b>매출총이익</b>	<b>95</b>	<b>113</b>	<b>141</b>	<b>156</b>	<b>180</b>	<b>207</b>	<b>228</b>	<b>264</b>	<b>289</b>
YOY	64.4	19.6	24.7	10.2	15.4	14.9	10.3	16.0	9.3
GPM	38.7	42.6	44.2	44.7	45.6	46.9	47.7	48.9	49.6
<b>영업이익</b>	<b>20</b>	<b>32</b>	<b>51</b>	<b>76</b>	<b>93</b>	<b>111</b>	<b>125</b>	<b>149</b>	<b>166</b>
YoY	256.2	62.0	58.7	47.9	22.8	19.1	12.7	19.4	10.9
OPM	8.1	12.1	15.9	21.7	23.6	25.2	26.2	27.7	28.4

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	236	244	248	262	299
현금및현금성자산	39	39	8	4	0
매출채권및기타채권	47	64	76	80	96
재고자산	45	81	88	102	128
비유동자산	210	254	258	269	264
유형자산	174	209	213	224	220
무형자산	10	13	12	12	12
투자자산	10	15	15	15	15
자산총계	446	499	506	531	563
유동부채	19	75	63	62	63
매입채무및기타채무	10	26	14	14	14
단기차입금및단기채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	15	15	15	15
비유동부채	130	97	97	97	97
사채및장기차입금	126	91	91	91	91
부채총계	149	173	160	160	160
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	175	196	196	196	196
이익잉여금	112	116	133	156	186
비지배주주지분	1	3	3	4	5
자본총계	297	326	346	371	403

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-21	7	-5	26	19
당기순이익	-13	3	23	27	41
현금유출이없는비용및수익	13	25	12	25	31
유형및무형자산상각비	14	14	15	20	21
영업관련자산부채변동	-21	-21	-34	-17	-39
매출채권및기타채권의감소	-7	-6	-11	-4	-16
재고자산의감소	-8	-37	-7	-15	-26
매입채무및기타채무의증가	-2	8	-12	-1	1
투자활동현금흐름	-69	-8	-8	-24	-11
CAPEX	-17	-52	-19	-31	-16
투자자산의순증	-6	-6	0	0	0
재무활동현금흐름	116	0	-13	-12	-10
사채및차입금의 증가	111	-19	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	6	21	0	0	0
배당금지급	0	0	-9	-9	-9
기타현금흐름	0	1	-5	6	-1
현금의증가	26	1	-31	-4	-4
기초현금	13	39	39	8	4
기말현금	39	39	8	4	0

자료: 에스티팜, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	124	166	245	266	320
매출원가	104	108	151	153	179
매출총이익	20	58	95	113	141
판매비	39	52	75	81	90
영업이익	-19	6	20	32	51
EBITDA	-5	20	35	52	72
영업외손익	2	-5	9	4	4
금융손익	2	-1	9	4	4
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-4	0	0	0
세전이익	-17	1	28	36	55
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-13	3	23	27	41
자배주주지분순이익	-12	3	22	26	40
비지배주주지분순이익	-1	0	0	1	1
총포괄이익	-13	5	25	29	42
총감률(%YoY)					
매출액	33.1	33.5	48.2	8.5	20.3
영업이익	적지	흑전	257.7	62.0	57.8
EPS	적지	흑전	565.9	19.0	52.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당이익(원)					
EPS	-651	177	1,182	1,406	2,142
BPS	15,830	17,171	18,203	19,533	21,181
DPS	0	500	500	500	500
Multiple(배)					
P/E	NA	784.2	74.1	58.7	38.5
P/B	6.6	8.1	4.8	4.2	3.9
EV/EBITDA	NA	130.8	48.2	30.7	22.3
수익성(%)					
영업이익률	-15.2	3.4	8.1	12.1	15.9
EBITDA마진	-3.8	12.1	14.3	19.6	22.4
순이익률	-10.6	2.0	9.2	10.1	12.8
ROE	-4.1	1.1	6.7	7.5	10.5
ROA	-3.3	0.7	4.5	5.2	7.5
ROC	-5.5	4.9	4.6	6.4	9.4
안정성및기타					
부채비율(%)	50.1	52.9	46.3	43.0	39.7
이자보상배율(배)	-29.2	1.1	6.2	15.0	47.4
배당성향(배)	0.0	278.5	41.5	34.9	22.9

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행수익금 변동 시, 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2023-01-04 기준) - 매수(96.92%) 중립(2.31%) 매도(0.77%)

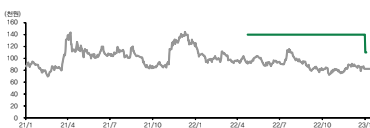
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

에스티팜 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저

22/05/12	Buy	140,000	-36.2	-17.5					
23/01/20	Buy	110,000	-	-					