

에스티팜

(237690)

Analyst

하태기(제약/바이오)

02-3779-3513

teagi.ha@sangsanginib.com

BUY(유지)

목표주가(유지) **130,000원**

증가(23.02.16) 81,800원

상승여력 58.9%

Stock Data

KOSDAQ(02/16)	784.7pt
시가총액	15,386억원
액면가	500원
52주 최고가	117,400원
52주 최저가	71,800원
외국인지분율	0.6%
최대주주지분율	46.5%
유동주식비율	52.1%

Stock Price



장기 성장비전은 여전하다

2022년 4분기 실적 기대 이상

2022년 4분기 매출액이 1,003억원(YoY +94.1%), 영업이익 104억원(YoY 흑전)으로 예상치를 웃돌았다. 올리고 매출액이 추정치를 초과했고, 매출액대비 판관비가 크게 줄어들었기 때문이다. 연간으로는 전사 매출액이 2,493억원(YoY +50.5%), 영업이익이 188억원(YoY +237.0%)으로 성장했다.

올리고 API 중심으로 고성장 지속, mRNA사업 잠재력도 크다

첫째, 2022년 4분기에 핵심 제품인 올리고뉴클레오타이드(Oligonucleotide) API 매출이 633억원(YoY +138.9%)으로 추정치 511억원보다 크게 증가했다. 동맥경화치료제(빅파마 임상 3상, 2025년 상업화 예상) 공급물량(약 120억원내외)이 11월로 이연된 효과가 있었고, 고지혈증치료제가 423억원 매출되었기 때문이다. 이로서 **2022년 올리고 API 연간 매출액은 1,468억원(YoY +69.7%)으로 대폭 증가했다(표2)**. 2023년에는 고지혈치료제 상업화물량이 2022년 808억원에서 400억원대로 감소하지만 임상시료 매출이 증가하여, 연간 올리고 API매출액은 1,666억원(YoY +13.5%)으로 증가할 전망이다.

둘째, mRNA 매출액도 아직 규모는 적지만 의미 있게 증가하고 있다. 2022년 연간 매출액이 76억원으로 증가했고, 2023년에는 100억원대로 성장할 전망이다. 동사의 mRNA플랫폼(SmartCap) 기술을 기반으로 mRNA 매출액 성장잠재력이 크다.

셋째, 수익성이 빠르게 개선될 전망이다. 2022년 기준 영업이익률이 7.5%에 불과하고 EBITDA마진율이 14.2%로 아직 낮은 편이다. 이는 2022년 올리고 API 1,468억원 중에서 상업화된 API매출비중은 37%에 불과, 임상용시료 매출비중이 높기 때문이다. 또한 API 중심 기업이지만 신약개발, mRNA플랫폼 기술개발 등으로 R&D비용 지출금액(2022년 263억원)도 많다. 향후 규모의 경제가 달성되면 수익성은 급격히 개선될 전망이다. 올리고API 공장 가동 경험이 축적되면서 공장 효율성개선으로 생산성이 높아(21%)지고, 숙련도가 올라가면서 생산기간이 단축(28%)되고 있다. 이러한 점은 원가율 하락요인으로 작용한다.

제2 올리고API 공장 증설, 영업실적 고성장 지속 전망

동사는 올리고API사업의 고성장성을 대비하여 설비투자를 지속적으로 늘리고 있다. 2023년 상반기에는 제2 올리고동 공장을 증설할 예정이다. 현재 올리고기반 신약개발이 활발하고, 에스티팜이 임상용시료를 생산하고 있는 혈액암치료제, 심혈관치료제 등이 2024년쯤에 상업화 가능성이 높아져 매출성장 전망이 밝은 상황이다. 2023년 전사 매출액은 2,799억원(YoY +12.3%), 영업이익이 287억원(YoY +52.6%)으로 전망된다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	124.1	-18.8	-12.1	-651	-159.4	-408.7	6.6	-4.1	0.0
2021	165.6	5.6	3.3	176	790.5	131.1	8.1	1.1	0.4
2022E	249.3	18.8	18.7	994	95.6	53.9	5.3	5.7	0.5
2023E	279.9	28.7	25.5	1,357	70.0	39.7	5.1	7.5	0.5
2024E	345.3	44.6	39.2	2,086	45.6	29.6	4.7	10.7	0.5

자료 :K-IFRS연결기준,상상인증권

투자매력 여전, 매수후 보유 의견 유지

주가는 전체 바이오주의 조정과 함께 하락 조정권에 머물고 있다. 2022년 8월초에 아시아 최초로 미국 FDA로부터 반월 올리고핵산 제조공장에 대해 cGMP 인증을 받으면서 주가는 11만원 대까지 일시 상승하기도 했다. 그 이후 바이오시황 악화 등으로 장기 하향 조정권에 머물고 있다.

그러나 올리고 API에 대한 장기비전에는 변함이 없고, mRNA플랫폼(SmartCap)기술과 관련된 수주가가능성도 높아지고 있다. 장기적 관점에서 접근할 필요가 있다.

지금은 글로벌 금리가 급등상황이다. 아직은 미래 성장잠재력만으로는 주목을 받지 못하고 있다. 이러한 상황에서 주가가 단기간에 상승할 것으로 보기는 어렵지만, 글로벌 금리 상승세가 피크아웃 되고, 동사의 실적성장이 가시화될 하반기쯤에는 주가 상승모멘텀을 기대할 수 있다. 투자매력은 여전한 것으로 평가되고, 매수 후 보유라는 긍정적인 투자의견을 계속 유지한다.

표 1. 에스티팜 매출 현황 및 전망

(단위 : 억원)

항목별	2020	2021	1Q	2Q	3Q	4Qp	2022p	1QE	2QE	3QE	4QE	2023E
매출액 합계	1,241	1,656	370	511	608	1,004	2,493	475	597	696	1,031	2,799
증감률(YoY)	33.0%	33.5%	35.7%	26.7%	31.3%	94.1%	50.5%	28.5%	16.9%	14.4%	2.7%	12.3%
신약API(small Molecule)	199	175	19	1	27	85	132	20	1	29	91	141
증감률(YoY)	410.3%	-12.1%	-55.8%	-98.7%	-40.0%	672.7%	-24.6%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Oligo Nucleotide	452	865	168	270	397	633	1,468	252	324	457	633	1,666
증감률(YoY)	78.7%	91.4%	97.6%	30.4%	28.9%	138.9%	69.7%	50.0%	20.0%	15.0%	0.0%	13.5%
mRNA			12	35	28	1	76	18	53	42	2	114
								50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
신약 API 합계	651	1,040	199	306	452	719	1,676	290	378	527	725	1,921
	122.9%	59.8%	55.5%	8.1%	28.0%	160.5%	61.2%	45.9%	23.4%	16.7%	0.9%	14.6%
제네릭 API	369	389	60	118	64	162	404	63	124	67	170	424
증감률(YoY)	-6.6%	5.4%	-43.9%	55.3%	7.0%	16.5%	3.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
신소재, 상품+ CRO등	110	227	111	87	92	123	413	122	96	101	135	454
증감률(YoY)	4.8%	106.7%	194.9%	95.8%	114.2%	7.0%	81.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

자료: 에스티팜, 상상인증권

표 2. 분기별 요약 실적 추이

(단위 : 억원)

월결산 (억원)	2022p				2023E			
	1Q	2Q	3Q	4Qp	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	370	511	608	1,004	475	597	696	1,031
영업이익	5	35	45	102	29	72	84	103
세전이익	-	2	46	119	31	74	87	106
순이익	21	34	99	31	26	62	73	89
YoY(%)								
매출액	35.7	26.7	31.3	94.1	28.5	16.9	14.4	2.7
영업이익	흑전	-27.5	-42.1	흑전	431.3	102.8	85.6	0.8
세전이익	적지	-9.1	25.4	흑전	흑전	59.5	-27.0	185.3
순이익	흑전	-40.2	28.4	흑전	20.0	82.6	-27.0	185.3

자료: 에스티팜, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	235.6	244.1	298.5	305.8	326.2
현금 및 현금성자산	38.6	39.2	0.6	32.9	7.6
매출채권	46.7	64.4	66.0	79.1	95.8
재고자산	45.4	80.8	165.0	124.3	150.5
비유동자산	210.0	254.4	284.2	295.4	312.2
관계기업투자등	7.8	13.3	12.1	12.6	13.1
유형자산	174.3	209.1	237.0	246.8	262.1
무형자산	10.0	12.6	12.5	12.4	12.4
자산총계	445.6	498.6	582.7	601.2	638.4
유동부채	18.6	75.4	129.9	132.1	139.4
매입채무	9.8	26.5	26.4	27.1	32.8
단기금융부채	0.9	15.6	65.5	65.5	65.5
비유동부채	130.2	97.2	115.5	115.6	115.7
장기금융부채	126.0	91.9	111.8	111.8	111.8
부채총계	148.8	172.5	245.4	247.7	255.1
지배주주지분	295.3	323.0	334.1	350.2	380.0
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	124.8	140.9	170.8
비지배주주지분	1.4	3.1	3.2	3.2	3.2
자본총계	296.8	326.0	337.3	353.4	383.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	124.1	165.6	249.3	279.9	345.3
매출원가	104.1	107.9	160.4	161.8	193.3
매출총이익	20.0	57.7	88.9	118.1	152.0
판매비와 관리비	38.8	52.2	70.1	89.4	107.3
영업이익	-18.8	5.6	18.8	28.7	44.6
EBITDA	-4.7	20.0	35.3	47.1	64.0
금융손익	-1.9	-0.9	7.5	0.9	1.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.9	-3.5	-6.2	0.2	0.2
세전계속사업이익	-16.8	1.3	20.1	29.8	45.8
계속사업법인세비용	-3.7	-2.1	1.5	4.9	7.6
당기순이익	-13.2	3.4	18.6	24.9	38.3
지배주주순이익	-12.1	3.3	18.7	25.5	39.2
매출총이익률 (%)	16.1	34.9	35.7	42.2	44.0
영업이익률 (%)	-15.2	3.4	7.5	10.2	12.9
EBITDA 마진률 (%)	-3.8	12.1	14.2	16.8	18.5
세전이익률 (%)	-13.6	0.8	8.0	10.7	13.3
지배주주순이익률 (%)	-10.6	2.0	7.5	8.9	11.1
ROA (%)	-3.1	0.7	3.5	4.3	6.3
ROE (%)	-4.1	1.1	5.7	7.5	10.7
ROIC (%)	-4.9	1.3	4.5	5.5	8.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-20.9	7.3	-30.6	73.6	22.8
당기순이익(손실)	-13.2	3.4	18.6	24.9	38.3
현금수익비용가감	13.0	24.5	23.7	19.1	20.4
유형자산감가상각비	14.0	14.2	16.1	18.2	19.2
무형자산상각비	0.1	0.2	0.4	0.2	0.2
기타현금수익비용	-1.3	6.0	4.0	0.7	1.0
운전자본 증감	-20.8	-21.4	-71.1	29.6	-35.9
매출채권의 감소(증가)	-6.7	-6.5	-11.0	-13.1	-16.7
재고자산의 감소(증가)	-8.2	-37.3	-84.1	40.8	-26.2
매입채무의 증가(감소)	-2.5	8.2	13.4	0.7	5.7
기타영업현금흐름	0.0	0.8	-1.8	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-69.1	-8.0	-45.3	-32.0	-38.7
유형자산 처분(취득)	-16.8	-51.2	-42.7	-28.0	-34.5
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 현금흐름	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
배당금 지급	0.0	0.0	9.4	9.4	9.4
기타재무활동	-1.5	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	25.8	0.6	-38.6	32.3	-25.3
기초현금	12.8	38.6	39.2	0.6	32.9
기말현금	38.6	39.2	0.6	32.9	7.6

주요투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (배)					
P/E	-159.4	790.5	82.3	60.3	39.2
P/B	6.6	8.1	4.6	4.4	4.0
EV/EBITDA	-408.7	131.1	46.9	34.5	25.7
P/S	12.3	9.3	6.2	5.5	4.5
배당수익률 (%)	#VALUE!	0.4	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
매출액 증가율	33.1	33.5	50.5	12.3	23.4
영업이익 증가율	적지	흑전	237.0	52.6	55.7
세전이익 증가율	적지	흑전	1,491.3	48.7	53.7
지배주주순이익 증가율	적지	흑전	450.2	34.0	53.7
EPS 증가율	적지	흑전	464.2	36.6	53.7
안정성 (%)					
부채비율	50.1	52.9	72.7	70.1	66.6
유동비율	1,266.0	323.9	229.9	231.5	234.0
순차입금/자기자본	1.4	7.5	35.0	23.6	27.7
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	118.0	83.4	106.2
주당지표 (원)					
EPS	-651	176	994	1,357	2,086
BPS	15,830	17,171	17,762	18,619	20,205
SPS	6,652	8,807	13,255	14,883	18,361
DPS	n/a	500	500	500	500



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.
- 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.

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)	75.0%	시가총액 대비 비중확대
	향후 12 개월 시장대비	Neutral (중립)	25.0%	시가총액 수준 유지
	상대수익률	Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소
기업 (Company)	투자등급 3 단계	BUY	93.7%	절대수익률 15% 초과
	향후 12 개월	HOLD	6.3%	절대수익률+15%~ -15%
	절대수익률	SELL	0.0%	절대수익률-15% 초과
	합계		100%	