



에스티팜

| Bloomberg Code (237690 KS) | Reuters Code (237690.KQ)

2023년 1월 16일

[제약/바이오]

그림은 유효

장세훈 책임연구원
☎ 02-3772-1546
✉ sehunjang@shinhan.com

이동건 수석연구원
☎ 02-3772-1547
✉ shawn1225@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (1월 13일)
85,100 원



목표주가
100,000 원 (유지)



상승여력
17.5%

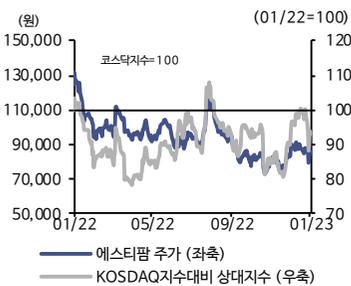
- ◆ 4Q22 Pre: 상업화 물량 집중 공급으로 컨센서스 상회 전망
- ◆ 상업화 물량 공급 감소에도 실적 성장성을 증명해야하는 2023
- ◆ 아직 경쟁에 대한 우려보다 성장성을 좀 더 지켜볼 필요



투자판단	매수 (유지)
목표주가	100,000 원 (유지)
상승여력	17.5%

KOSPI	2,386.09p
KOSDAQ	711.82p
시가총액	1,600.6십억원
액면가	500 원
발행주식수	18.8백만주
유동주식수	9.8백만주(52.1%)
52 주 최고가/최저가	127,800원/72,500 원
일평균 거래량 (60 일)	112,925 주
일평균 거래액 (60 일)	9,374백만원
외국인 지분율	0.00%
주요주주	
동아쏘시오홀딩스 외 5 인	46.49%
국민연금공단	7.13%
절대수익률	
3 개월	10.7%
6 개월	-10.2%
12 개월	-33.4%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	1.3%
6 개월	-3.8%
12 개월	-8.0%

주가차트



4Q22 Pre: 상업화 물량 집중 공급으로 컨센서스 상회 전망

연결 기준 4분기 매출액은 815억원(+57.6%, 이하 YoY), 영업이익은 96억원(흑전, OPM 11.7%)으로 추정한다. 4분기에 집중된 레비오 (Leqvio)로 추정되는 상업화 물량 공급이 호실적을 견인했다. 4분기 누적 스위스항 통관데이터를 기반으로 추정한 올리고 매출은 599억원 (+126.1%)이다. 이 중 약 450억원이 레비오 원료 매출로 추정된다.

2023년은 실적 성장성으로 증설의 효과를 증명해야할 한 해

2023년 실적도 2022년과 동일하게 상저하고의 흐름을 나타낼 전망이다. 주요 공급 스케줄이 하반기에 집중돼 있기 때문이다. 연간 매출액은 2,519억원(+9.3%), 영업이익은 237억원(+30.2%, OPM 9.4%)으로 전망한다. 올리고 매출은 1,591억원(+11.2%)으로 추정한다. 올리고 사업부 성장폭 둔화의 주요 요인은 환율 하락과 비중이 높았던 레비오 공급 매출의 감소다. 다만 증설라인 가동에 따른 단가가 높은 임상용 원료 공급 매출 비중이 증가함에 따라 수익성은 개선될 전망이다.

최근 공사에서 2023년 1월 3일까지 계약돼있던 800억원 규모의 상업화 물량 공급이 12월 31일까지로 정정됐다. 작년 4분기까지 공급된 금액과 환율 효과를 제거하면 2023년 예상되는 공급은 약 150억원으로 추정된다. 계약 종료 연장은 레비오의 매출성장 부진에 기인한다. 2022년 3분기 레비오 매출은 3천 4백만 달러에 그쳤다. 노바티스는 레비오의 본격적인 매출 성장이 2023년 중순부터 일어날 것으로 보고 있다. 따라서 연말 전에 확인될 레비오 추가 수주 공시의 금액이 중장기적 실적 성장성의 키 포인트로 작용할 전망이다.

목표주가 유지. 아직 경쟁에 대한 우려보다는 성장성을 지켜볼 때

최근 경쟁사 애질린트의 7억 2,500만달러 규모의 투자 계획 발표로 공급 경쟁에 대한 우려가 나타나고 있다. 하지만 중장기적인 RNA 치료제 시장 성장성은 여전히 유효하며, 이는 2025년부터 만성질환 영역의 치료제 상업화가 나타남에 따라 폭발적으로 늘어날 전망이다. 에스티팜은 경쟁력 있는 트랙레코드를 보유하고 있다. 이를 통해 추가 신규 프로젝트가 확인되고, 레비오 공급 감소에도 연간 실적 성장성을 보여준다면 중장기적인 관점을 계속 유지해나갈 수 있을 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	124.1	(18.8)	(16.8)	(12.1)	(651)	격지	15,830	(159.4)	(405.2)	6.6	(4.1)	(4.6)
2021	165.6	5.6	1.3	3.3	177	흑전	17,171	784.2	130.8	8.1	1.1	4.4
2022F	230.5	18.2	24.4	21.7	1,154	549.9	18,325	75.9	49.1	4.8	6.5	2.0
2023F	251.9	23.7	26.4	21.8	1,160	0.6	19,485	73.4	38.2	4.4	6.1	2.5
2024F	320.8	41.9	43.5	33.0	1,753	51.1	21,238	48.6	25.8	4.0	8.6	1.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

에스티팜 4Q22 preview

(십억원, %)	4Q22F	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	기존	변동률	컨센서스	vs 컨센
매출액	81.5	51.7	57.6	60.8	34.1	70.2	16.2	75.4	8.2
영업이익	9.6	(0.6)	흑전	4.5	110.6	4.9	95.2	7.4	29.3
세전이익	8.1	9.5	(15.0)	11.9	(32.1)	3.4	137.3	-	-
(지배주주)순이익	6.2	7.5	(17.5)	10.2	(39.3)	2.7	129.3	5.3	16.8
영업이익률	11.7	(1.1)		7.5		7.0		9.8	
순이익률	7.6	14.5		16.8		3.8		7.0	

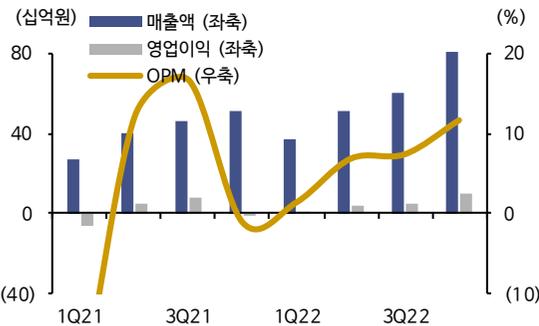
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

에스티팜 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	21	22F	23F
매출액	27.3	40.4	46.3	51.7	37.0	51.1	60.8	81.5	165.6	230.5	251.9
YoY	35.2	19.5	106.8	8.3	35.7	26.7	31.4	57.6	33.5	39.1	9.3
저분자 신약 API	2.9	4.6	0.6	9.8	1.9	0.1	6.0	4.2	17.9	12.2	12.8
올리고 신약 API	8.5	20.7	30.8	26.5	16.8	27.0	39.3	59.9	86.5	143.0	159.1
제네릭	9.0	8.0	6.9	9.5	6.0	11.8	6.0	6.6	33.4	30.4	30.7
기타 (CRO 등)	6.7	6.4	8.0	5.9	12.3	12.2	9.4	10.8	27.8	44.8	49.3
매출총이익	4.3	17.0	21.7	14.7	16.6	20.2	21.3	28.0	57.7	86.1	97.9
YoY	3,262.7	229.8	2,128.1	6.9	283.7	18.7	(1.9)	90.7	188.9	49.1	13.7
GPM	15.9	42.2	46.9	28.4	44.8	39.5	35.0	34.3	34.9	37.3	38.8
영업이익	(6.5)	4.9	7.8	(0.6)	0.5	3.5	4.5	9.6	5.6	18.2	23.7
YoY	적지	흑전	흑전	적전	흑전	(27.5)	(41.6)	흑전	흑전	225.9	30.2
OPM	(23.9)	12.1	16.8	(1.1)	1.5	6.9	7.5	11.7	3.4	7.9	9.4
세전이익	(6.6)	5.1	9.5	(6.7)	(0.2)	4.6	11.9	8.1	1.3	24.4	26.4
YoY	적지	23.6	흑전	적지	적지	(9.1)	25.3	흑전	흑전	1,834.3	8.3
(지배주주)순이익	(5.0)	5.4	7.5	(4.5)	1.9	3.4	10.2	6.2	3.3	21.7	21.8
YoY	적지	82.6	흑전	적지	흑전	(36.5)	35.9	흑전	흑전	555.1	0.6
NPM	(18.4)	13.3	16.2	(8.7)	5.2	6.7	16.8	7.6	2.0	9.4	8.7

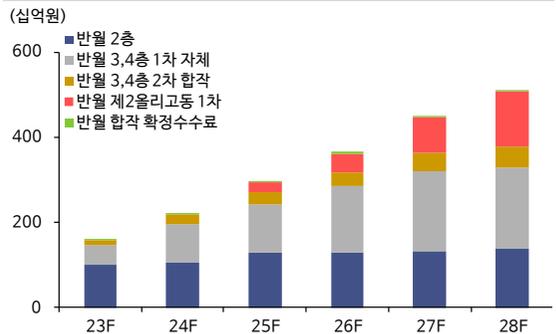
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

에스티팜 분기 실적 추이 및 전망



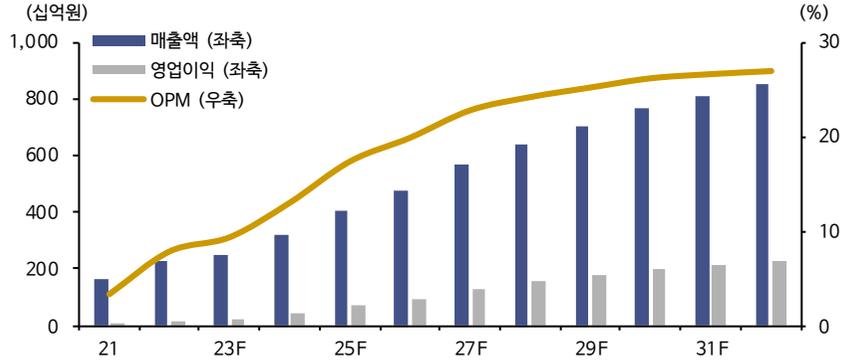
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

에스티팜 공장별 매출액 전망



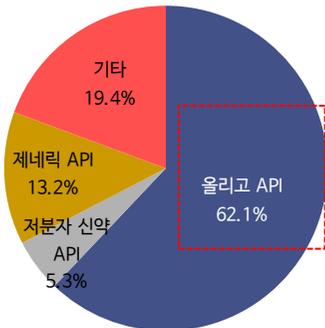
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

에스티팜 연간 실적 추이 및 전망



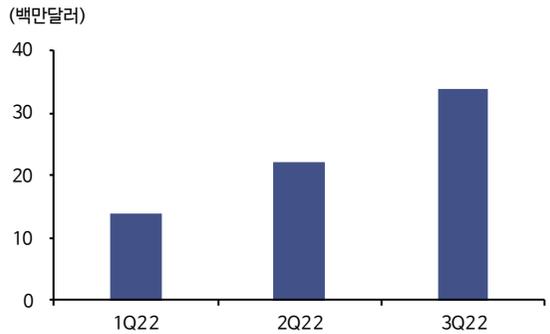
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

에스티팜 사업부별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 2022년 연간 추정 기준

렉비오 분기별 매출 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

2022년 이후 에스티팜 주요 신규 프로젝트 정리

내용	금액	계약 시작일	계약 종료일
신규 프로젝트 (SMA, NASH, 만성B형간염, 혈전증, 황반변성, 유전성혈관부종)	-	-	-
만성질화용 상업화 물량(INC)	약 807억원	2022.03.17	2023.01.03
만성질화용 올리고 핵산치료제(HBV)	약 225억원 (100억 증가)	2022.06.01	2023.07.28
mRNA 백신에 사용되는 LNP용 인지질 (이온화지질 및 PEG지질)	약 177억원	2022.05.03	2023.06.30
만성 B형간염 글로벌 임상 2상용	약 53억원	2022.05	2023.09.29
황반변성 신규 프로젝트	약 80억원	-	-
미국 소재 글로벌 바이오텍 상업화 물량(2023년 3분기 생산 예정)	약 74억원	2022.07	2023.12

자료: DART, 회사 자료, 신한투자증권 정리 및 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	445.6	498.6	537.0	565.0	607.5
유동자산	235.6	244.1	277.6	291.4	307.8
현금및현금성자산	38.6	39.2	39.9	26.6	20.4
매출채권	45.4	62.9	73.0	81.8	88.3
재고자산	45.4	80.8	93.7	105.0	113.4
비유형자산	210.0	254.4	259.4	273.5	299.7
유형자산	174.3	209.1	212.8	226.4	251.4
유형자산	10.0	12.6	13.1	13.4	13.8
투자자산	9.6	15.2	16.0	16.2	17.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	148.8	172.5	189.2	195.1	204.3
유동부채	18.6	75.4	90.0	95.2	102.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	4.7	12.9	17.9	19.6	24.9
유동성장기부채	0.0	15.0	15.0	10.0	5.0
비유동부채	130.2	97.2	99.2	99.9	102.1
사채	102.1	83.0	83.0	83.0	83.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	23.9	9.0	9.0	9.0	9.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	296.8	326.0	347.8	369.8	403.1
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
기타포괄이익누계액	(0.6)	0.3	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	111.6	115.6	137.3	159.1	192.1
지배주주지분	295.4	322.9	344.7	366.5	399.4
비지배주주지분	1.4	3.1	3.1	3.3	3.7
*총차입금	126.9	107.5	107.7	102.8	98.1
*순차입금(순현금)	(13.7)	14.3	6.8	9.1	5.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	(20.9)	7.3	44.9	37.9	57.2
당기순이익	(13.2)	3.4	21.8	22.0	33.3
유형자산상각비	14.0	14.2	15.0	18.0	20.0
무형자산상각비	0.1	0.2	0.6	0.6	0.7
외화환산손실(이익)	0.2	(1.8)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	2.5	3.7	3.7	3.7
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(20.8)	(21.4)	0.1	(10.2)	(3.9)
(법인세납부)	(0.0)	0.0	(2.6)	(4.4)	(10.2)
기타	(1.2)	10.2	6.3	8.2	13.6
투자활동으로인한현금흐름	(69.1)	(8.0)	(26.6)	(38.0)	(50.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(17.0)	(51.8)	(18.8)	(31.5)	(45.0)
유형자산의감소	0.1	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.5)	(0.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
투자자산의감소(증가)	(5.5)	(10.5)	(0.8)	(0.3)	(0.8)
기타	(46.2)	53.8	(6.0)	(5.2)	(3.7)
FCF	(31.4)	(36.3)	1.6	(4.0)	1.6
재무활동으로인한현금흐름	115.9	(0.1)	(13.9)	(9.6)	(9.2)
차입금의 증가(감소)	118.4	0.0	0.2	(4.9)	(4.8)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	(9.4)	0.0	0.0
기타	(2.5)	(0.1)	(4.7)	(4.7)	(4.4)
기타현금흐름	0.0	0.0	(3.7)	(3.7)	(3.7)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.1)	1.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	25.8	0.6	0.7	(13.3)	(6.1)
기초현금	12.8	38.6	39.2	39.9	26.5
기말현금	38.6	39.2	39.9	26.5	20.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

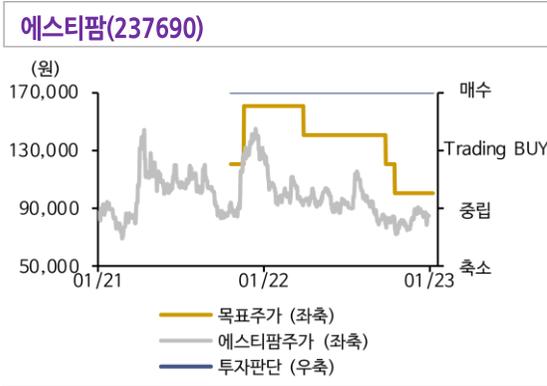
12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	124.1	165.6	230.5	251.9	320.8
증감률 (%)	33.1	33.5	39.1	9.3	27.3
매출원가	104.1	107.9	144.4	154.1	191.5
매출총이익	20.0	57.7	86.1	97.9	129.3
매출총이익률 (%)	16.1	34.9	37.3	38.8	40.3
판매관리비	38.8	52.2	67.9	74.2	87.4
영업이익	(18.8)	5.6	18.2	23.7	41.9
증감률 (%)	적지	흑전	225.9	30.2	77.0
영업이익률 (%)	(15.2)	3.4	7.9	9.4	13.1
영업외손익	2.0	(4.3)	6.2	2.7	1.6
금융손익	1.6	(0.7)	6.9	3.7	2.9
기타영업외손익	0.4	(3.6)	(0.7)	(1.0)	(1.2)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(16.8)	1.3	24.4	26.4	43.5
법인세비용	(3.7)	(2.1)	2.6	4.4	10.2
계속사업이익	(13.2)	3.4	21.8	22.0	33.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(13.2)	3.4	21.8	22.0	33.3
증감률 (%)	적지	흑전	544.4	1.3	51.1
순이익률 (%)	(10.6)	2.0	9.4	8.7	10.4
(지배주주)당기순이익	(12.1)	3.3	21.7	21.8	33.0
(비지배주주)당기순이익	(1.0)	0.1	0.1	0.2	0.3
총포괄이익	(12.7)	5.1	21.8	22.0	33.3
(지배주주)총포괄이익	(11.7)	4.8	20.3	20.6	31.1
(비지배주주)총포괄이익	(1.0)	0.3	1.5	1.5	2.2
EBITDA	(4.7)	20.0	33.7	42.3	62.5
증감률 (%)	적지	흑전	68.8	25.3	47.9
EBITDA 이익률 (%)	(3.8)	12.1	14.6	16.8	19.5

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	(705)	181	1,157	1,172	1,770
EPS (지배순이익, 원)	(651)	177	1,154	1,160	1,753
BPS (자본총계, 원)	15,907	17,334	18,491	19,663	21,433
BPS (지배지분, 원)	15,830	17,171	18,325	19,485	21,238
DPS (원)	0	500	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(147.2)	769.1	75.7	72.6	48.1
PER (지배순이익, 배)	(159.4)	784.2	75.9	73.4	48.6
PBR (자본총계, 배)	6.5	8.0	4.7	4.3	4.0
PBR (지배지분, 배)	6.6	8.1	4.8	4.4	4.0
EV/EBITDA (배)	(405.2)	130.8	49.1	38.2	25.8
배당성향 (%)	0.0	283.9	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	(3.8)	12.1	14.6	16.8	19.5
영업이익률 (%)	(15.2)	3.4	7.9	9.4	13.1
순이익률 (%)	(10.6)	2.0	9.4	8.7	10.4
ROA (%)	(3.3)	0.7	4.2	4.0	5.7
ROE (지배순이익, %)	(4.1)	1.1	6.5	6.1	8.6
ROIC (%)	(6.6)	4.8	5.1	5.8	8.7
안정성					
부채비율 (%)	50.1	52.9	54.4	52.8	50.7
순차입금비율 (%)	(4.6)	4.4	2.0	2.5	1.5
현금비율 (%)	207.5	52.0	44.3	27.9	20.0
이자보상배율 (배)	(29.2)	1.1	3.8	5.1	9.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	1.8	2.0	2.4	2.3	2.8
재고자산회수기간 (일)	126.9	139.1	138.2	144.0	124.2
매출채권회수기간 (일)	118.9	119.4	107.7	112.1	96.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 11월 03일	매수	120,000	(19.5)	5.5
2021년 12월 02일	매수	160,000	(29.3)	(9.7)
2022년 04월 13일	매수	140,000	(32.3)	(17.5)
2022년 10월 12일	매수	120,000	(31.6)	(29.5)
2022년 11월 01일	매수	100,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 장세훈, 이동건)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 01월 13일 기준)

매수 (매수)	95.80%	Trading BUY (중립)	2.45%	중립 (중립)	1.75%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------