

2022. 12. 15

헬스케어팀

서근희, Ph.D.
Analyst
keunhee.seo@samsung.com

정동희
RA
donghee1009.jeong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	120,000원	35.1%
현재주가	88,800원	
시가총액	1.7조원	
Shares (float)	18,808,775주 (52.1%)	
52주 최저/최고	72,500원/144,500원	
60일-평균거래대금	72.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에스티팜 (%)	11.7	-4.0	-31.1
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	11.8	8.5	-5.2

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	120,000	120,000	0.0%
2022E EPS	1,313	1,246	5.4%
2023E EPS	1,600	1,553	3.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	15
Target price	121,867
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

에스티팜 (237690)

mRNA 플랫폼 가치가 높아지고 있다

- Moderna의 mRNA 기반 항암제 임상 2상 긍정적 결과 발표로 mRNA 플랫폼의 활용 영역이 넓어질 것으로 기대.
- BioNTech 역시 고�형암 환자 대상 임상 1상, 흑색종 환자 대상 임상 2상 결과 발표 예정인 만큼 mRNA 관련 모멘텀은 지속.
- 에스티팜은 국내에서 후발주자지만, mRNA 플랫폼 주요 특허 보유. 코로나19 mRNA 임상 1상에서 안전성 및 효능 입증 시 플랫폼 가치 높아질 것으로 기대.

WHAT'S THE STORY?

mRNA 플랫폼 가치는 높아지고 있다: 지난 14일 Moderna, 코로나19 백신에 사용된 mRNA 기술 기반의 항암제 임상 2b상 KEYNOTE-942에서 긍정적인 결과 발표로 이틀동안 26.5% 주가 상승. 흑색종 환자 157명 대상 맞춤형 mRNA 치료 백신 mRNA-4157+MSD의 면역항암제 Keytruda(pembrolizumab) 병용 시에 무재발 생존율(RFS, recurrence-free survival)에서 키트루다 단독 대비 44% 감소(p=0.0266). mRNA-4157은 흑색종에서 특이적으로 발생하는 34개의 신생항원(neoantigens)으로 구성. 지난 10월 MSD는 mRNA-4157에 대한 공동 개발 및 상업화 옵션 행사하면서 Moderna에 2.5억 달러 지급 결정. 이번 임상 결과로 mRNA 플랫폼이 감염 백신뿐만 아니라 항암 백신에도 효과적인 것을 확인. 항암 치료 백신으로 KRAS, Triplet(OX40L/IL-23/IL-36γ), 희귀 질환 치료제로 PA(프로피온산혈증), MMA(메틸말론산혈증), GSD1a(글리코겐저장질환) 임상 1상 진행 중으로 감염 백신에서 치료제로의 영역 확장. BioNTech도 4Q22 BNT312/GEN1042(CD40X4-1BB 이중항체) 고�형암 환자 대상 임상 1상 결과 발표 및 1H23 BNT122(mRNA 항암백신) 흑색종 환자 대상 임상 2상 결과 발표 예정인 만큼, mRNA 관련 모멘텀은 지속.

투자 의견 Buy, 목표주가 12만원 유지: 코로나19 엔데믹화로 Moderna, BioNTech 주가가 하락세였으나, 코로나19 백신 개발 성공을 시작으로 mRNA 플랫폼은 감염 백신뿐만 아니라 치료제로의 성공 가능성을 보여주면서 주가 반등. mRNA 플랫폼의 안전성 및 효능 입증에 본격화되면서 다국적 제약사는 mRNA 플랫폼을 보유한 업체와 협업 강화. 국내 에스티팜은 후발 주자이지만 다양한 종류의 자체 개발 5'-cap과 LNP 보유. 해당 기술을 적용한 코로나19 mRNA 백신 STP-2104 임상 1상 진행 중이며, 2023년 임상 완료 예정. 임상에서 안전성 및 면역원성 확인 시 에스티팜의 mRNA 플랫폼 가치가 높아질 것으로 기대.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	166	225	270	327
영업이익 (십억원)	6	18	31	61
순이익 (십억원)	3	25	30	54
EPS (adj) (원)	177	1,313	1,600	2,857
EPS (adj) growth (%)	흑전	639.5	21.9	78.6
EBITDA margin (%)	12.1	15.2	17.4	23.6
ROE (%)	1.1	7.4	8.5	14.0
P/E (adj) (배)	784.2	67.7	55.5	31.1
P/B (배)	8.1	4.9	4.6	4.1
EV/EBITDA (배)	131.3	51.1	37.4	22.5
Dividend yield (%)	0.4	0.6	0.6	0.6

자료: 에스티팜, 삼성증권 추정

글로벌 mRNA 치료제 파이프라인 (감염성 질환 외)

개발사	프로젝트	적응증	개발 단계	비고
Moderna	mRNA-4157	PCV(개인 맞춤형 암)	2상	12월 4일, 키트루다 병용 결과 키트루다 단독 대비 RFS 44% 개선, 2023년 3상 진입 목표
	mRNA-5671 (KRAS)	암	1상	22년 2월 MSD 공동개발 포기
	mRNA-4359	면역관문 타겟	1상	
	mRNA-2752 (OX40L/IL-23/IL-36 γ 삼중 발현)	고형암/혈액암	1상	
	MEDI1191	IL-12 고형암	1상	22년 11월 AstraZeneca 권리 반환 이후 파이프라인 재평가 중
	mRNA-3927 (PCCA/PCCB 이중 발현)	프로피온산증(PA)	2상	추가 코호트 모집 중
	mRNA-3705	메탄말론산혈증(MMA)	1상	
	mRNA-3745	글리코켄저장질환(GSD1a)	1상	
	BioNTech	BNT122	흑색종 1차	2상
BNT312 (CD40x4-BB)		고형암	1상	4Q22 데이터 발표

자료: 각 사 자료, 삼성증권 정리

Moderna, mRNA-4157 흑색종 임상 2상 결과

Recurrence-Free Survival (RFS)

Adjuvant treatment with mRNA-4157/V940 in combination with KEYTRUDA reduced the risk of recurrence or death by 44% (HR=0.56 [95% CI, 0.31-1.08]; one-sided p value=0.0266) compared with KEYTRUDA alone.



자료: Moderna, 삼성증권

에스티팜 및 글로벌 mRNA 기업 기술 비교

	에스티팜	Pfizer/BioNTech	Moderna
pDNA	자체 디자인	자체 디자인	자체 디자인
mRNA	5'-cap	SmartCap	Trilink의 CleanCap
	Pseudo-uridine	X	보유
LNP	LNP	보유	보유 (L/I)

자료: 각 사 자료, 삼성증권 정리

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	124	166	225	270	327
매출원가	104	108	139	176	201
매출총이익	20	58	86	94	126
(매출총이익률, %)	16.1	34.9	38.3	34.9	38.6
판매 및 일반관리비	39	52	68	63	66
영업이익	-19	6	18	31	61
(영업이익률, %)	-15.2	3.4	8.2	11.5	18.5
영업외손익	2	-4	9	7	7
금융수익	6	6	15	7	7
금융비용	4	6	5	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-0	0	-0
세전이익	-17	1	28	38	67
법인세	-4	-2	3	8	13
(법인세율, %)	21.8	-168.0	11.3	20.0	20.0
계속사업이익	-13	3	25	30	54
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-13	3	25	30	54
(순이익률, %)	-10.6	2.0	11.0	11.2	16.4
지배주주순이익	-12	3	25	30	54
비지배주주순이익	-1	0	-0	0	0
EBITDA	-5	20	34	47	77
(EBITDA 이익률, %)	-3.8	12.1	15.2	17.4	23.6
EPS (지배주주)	-651	177	1,313	1,600	2,857
EPS (연결기준)	-705	181	1,310	1,600	2,857
수정 EPS (원)*	-651	177	1,313	1,600	2,857

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	-21	7	10	29	51
당기순이익	-13	3	25	30	54
현금유출입이없는 비용 및 수익	13	25	24	24	30
유형자산 감가상각비	14	14	15	15	16
무형자산 상각비	0	0	1	1	1
기타	-1	10	8	8	13
영업활동 자산부채 변동	-21	-21	-34	-17	-19
투자활동에서의 현금흐름	-69	-8	-35	-34	-35
유형자산 증감	-17	-51	-40	-27	-27
장단기금융자산의 증감	-47	40	-10	-7	-8
기타	-5	3	15	-0	0
재무활동에서의 현금흐름	116	-0	6	-7	-7
차입금의 증가(감소)	111	-19	43	2	3
자본금의 증가(감소)	6	21	0	0	0
배당금	0	0	-9	-9	-9
기타	-1	-2	-27	0	0
현금증감	26	1	-17	-12	9
기초현금	13	39	39	22	10
기말현금	39	39	22	10	20
Gross cash flow	-0	28	49	54	84
Free cash flow	-38	-45	-31	2	24

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 에스티팜, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	236	244	266	285	329
현금 및 현금등가물	39	39	22	10	20
매출채권	45	63	0	0	0
재고자산	45	81	122	137	155
기타	106	61	122	137	154
비유동자산	210	254	284	295	306
투자자산	10	15	15	15	16
유형자산	174	209	235	247	258
무형자산	10	13	13	12	12
기타	16	18	21	21	21
자산총계	446	499	550	580	635
유동부채	19	75	87	96	105
매입채무	5	13	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	14	63	87	96	105
비유동부채	130	97	117	118	118
사채 및 장기차입금	126	91	106	106	106
기타 비유동부채	5	6	11	12	12
부채총계	149	173	204	214	224
지배주주지분	295	323	342	363	407
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	175	196	196	196	196
이익잉여금	112	116	131	151	196
기타	-1	2	6	6	6
비지배주주지분	1	3	3	3	3
자본총계	297	326	346	366	411
순부채	4	24	74	82	67

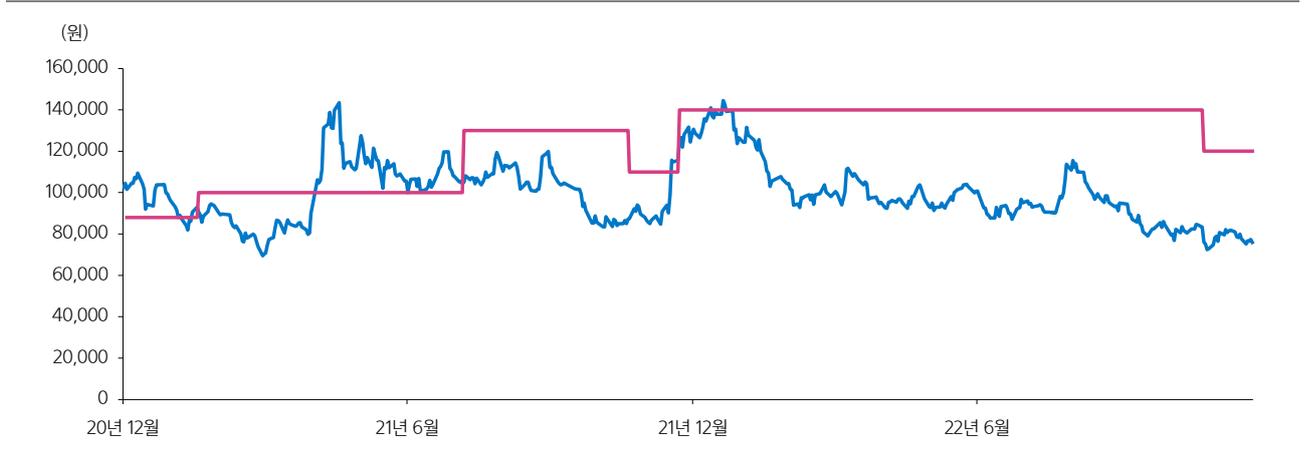
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	33.1	33.5	35.5	20.1	21.4
영업이익	적지	흑전	230.5	68.1	95.4
순이익	적지	흑전	629.4	22.2	78.6
수정 EPS**	적지	흑전	639.5	21.9	78.6
주당지표					
EPS (지배주주)	-651	177	1,313	1,600	2,857
EPS (연결기준)	-705	181	1,310	1,600	2,857
수정 EPS**	-651	177	1,313	1,600	2,857
BPS	15,830	17,171	18,195	19,294	21,652
DPS (보통주)	0	500	500	500	500
Valuations (배)					
P/E***	n/a	784.2	67.7	55.5	31.1
P/B***	6.6	8.1	4.9	4.6	4.1
EV/EBITDA	n/a	131.3	51.1	37.4	22.5
비율					
ROE (%)	-4.1	1.1	7.4	8.5	14.0
ROA (%)	-3.3	0.7	4.7	5.3	8.9
ROIC (%)	-5.8	5.2	4.6	6.1	11.1
배당성향 (%)	0.0	283.9	38.1	31.3	17.5
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.4	0.6	0.6	0.6
순부채비율 (%)	1.4	7.5	21.5	22.3	16.3
이자보상배율 (배)	-29.2	1.1	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2022년 12월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 12월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2020/9/17	2021/1/26	7/15	10/29	11/30	11/1
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	88000	100000	130000	110000	140000	120000
과리율 (평균)	-7.73	0.36	-21.70	-15.23		
과리율 (최대 or 최소)	26.70	43.50	-7.77	5.18		

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2015년 3월 31일 기준

매수: 72.6% | 보유: 27.4% | 매도: 0.0%

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA