

Company Brief

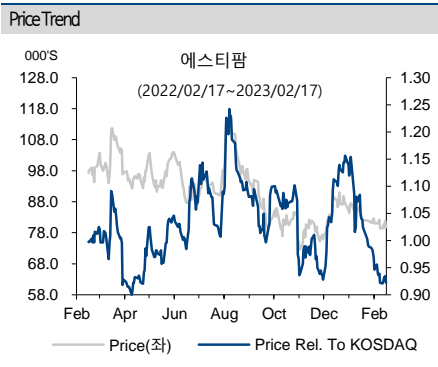
2023-02-20

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	110,000 원(유지)
증가(2023/02/17)	79,800 원
상승여력	37.8 %

Stock Indicator	
자본금	9십억원
발행주식수	1,881 만주
시가총액	1,501 십억원
외국인지분율	0.8%
52 주 주가	72,500~115,500원
60 일평균거래량	108,573 주
60 일평균거래대금	9.1 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.1	-2.1	-24.1	-18.0
상대수익률	-13.4	-7.2	-17.9	-6.7



FY	2021	2022P	2023E	2024E
매출액(십억원)	166	249	260	277
영업이익(십억원)	6	19	19	23
순이익(십억원)	3	18	14	18
EPS(원)	177	966	735	938
BPS(원)	17,171	17,732	18,061	18,592
PER(배)	784.2	82.6	108.6	85.1
PBR(배)	8.1	4.5	4.4	4.3
ROE(%)	1.1	5.5	4.1	5.1
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	130.6	46.7	41.3	37.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

에스티팜(237690)

올리고 호실적으로 컨센 상회

올리고핵산 호실적으로 컨센 상회

동사는 22 년 4 분기 연결기준 매출액 1,004 억원(YoY +94.1%), 영업이익 102 억원(YoY 흑전, OPM 10.2%)을 기록함에 따라 컨센서스 매출액 754 억원, 영업이익 74 억원을 상회하였다. 특히 주력사업인 올리고핵산 위탁생산이 매출 성장을 견인하였다.

올리고핵산 주요 실적으로는 ① 유럽 빅파마항 고지혈증 치료제(렉비오 추정)의 상업화 물량이 423 억원 매출을 기록하였고, ② 납기일이 이연되었던 동맥경화증 치료제의 임상 3 상(25 년 출시 기대) 물량도 22 년 11 월 124 억원 매출 인식되었다. 높은 원가율의 상업화 물량 비중이 높았지만 Q 증가로 고정비 감소 효과가 발생하였고, 올리고핵산 생산 수율도 21% 가량 개선됨에 따라 두 자릿수의 양호한 영업이익률을 달성하였다.

임상 및 PPQ 물량 증가 기대

동사는 올리고핵산 부문에서 22 년 1,470 억원 대비 10% 이상 높은 1,650 억원을 23 년 매출 가이드선으로 제시하였다. 고지혈증 치료제가 22 년 800 억원에서 23 년 400 억원대로 변경되면서 상업화 물량 매출이 550 억(척수성근위축증 치료제 150 억원 포함)으로 감소할 예정이지만, 임상 및 PPQ(Process Performance Qualification, 상업화 규모의 시험 생산) 물량 수주 증가를 근거로 공격적인 목표치를 제시하였다.

올리고 사업의 상업화 물량 감소로 성장세 둔화는 불가피하지만, 주요 RNA 치료제의 임상 및 PPQ 물량 증가로 매출 하락 방어에 성공할 전망이다. 제품별로는 ① MDL(MyeloDysplastic Syndrome, 골수 형성 이상 증후군, 혈액암) 치료제에서 200 억원(23 년 1 월에 3 상 성공, 24 년초 출시 일정에 맞춰 PPQ 예정), ② 심혈관질환 치료제에서 100 억원(24 년말 상업화 예상), ③ B 형간염 치료제에서 100 억원(25 년 상업화 예상)이 목표 매출액이다.

투자 의견 Buy, 목표주가 110,000 원 유지

동사는 RNA 치료제 시장 확대 및 올리고 수요 증가에 맞춰 선제적 CAPEX 를 진행중이며, 24 년 3Q 까지 CAPA 를 6.4mole 에서 10.2mole 로 늘릴 예정이다. R&D 부분에서도 자체개발한 LNP(mRNA 핵심기술)의 연내 국내특허 등록이 기대된다. 또한 미국 자회사 레바티오가 원형 RNA 및 암백신 개발을 위해 적극적으로 투자를 진행하고 있다.

올리고 사업의 글로벌 경쟁이 심화되면서 성장을 둔화 우려가 존재하지만, 동사의 선제적인 생산설비 및 R&D 투자가 가시적인 성과(올리고 대규모 수주, mRNA 기술 라이선스아웃)를 달성하는 시점에 주가 상승 모멘텀 발생이 기대된다. 이에 따라 투자 의견 Buy, 목표주가 110,000 원을 유지한다.

표1. 에스티팜 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P	2023E
매출액	27.3	40.4	46.3	51.7	37.0	51.1	60.8	100.4	165.6	249.3	260.1
YoY	35%	19%	107%	8%	36%	27%	31%	94%	33%	51%	4%
신약API	11.4	25.3	31.4	36.3	18.7	27.1	46.7	72.0	104.4	164.5	178.0
저분자	2.9	4.6	0.6	9.8	1.9	0.1	6.0	8.5	17.9	16.5	16.7
올리고	8.5	20.7	30.8	26.5	16.8	27.0	39.3	63.3	86.5	146.4	155.2
mRNA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.5	1.4	0.1	0.0	5.1	6.1
제네릭API	9.0	8.0	6.9	9.5	6.0	11.8	6.0	16.2	33.4	40.0	40.4
기타	6.9	7.1	7.9	6.0	12.3	8.7	8.0	12.2	27.8	41.3	41.7
매출총이익	4.3	17.0	21.7	14.7	16.6	20.2	21.3	30.8	57.7	88.9	90.0
YoY	3263%	230%	2128%	7%	284%	19%	-2%	110%	189%	54%	1%
GPM	16%	42%	47%	28%	45%	40%	35%	31%	35%	36%	35%
영업이익	-6.5	4.9	7.8	-0.6	0.5	3.5	4.5	10.2	5.6	18.8	19.1
YoY	적자	흑자전환	흑자전환	적자	흑자전환	-28%	-42%	흑자전환	흑자전환	237%	2%
OPM	-24%	12%	17%	-1%	1%	7%	7%	10%	3%	8%	7%

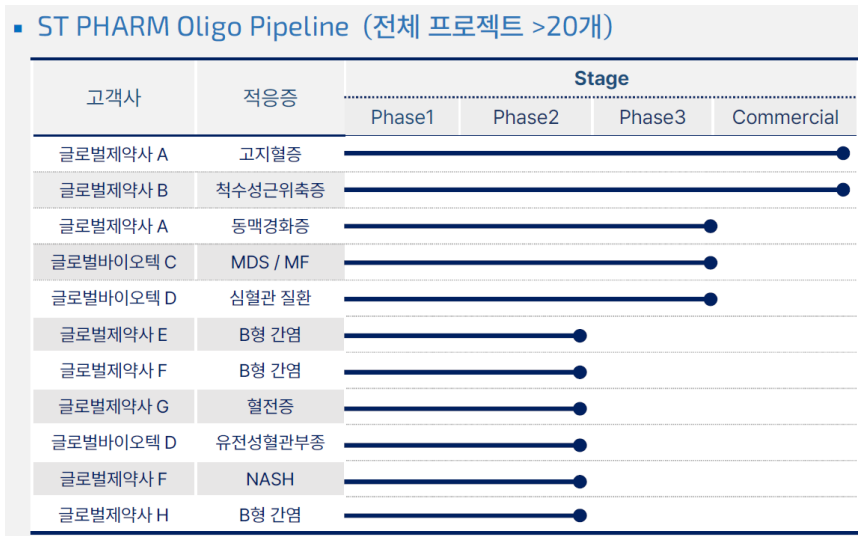
자료: 하이투자증권

표2. 에스티팜 목표주가 산출

항목	단위	비고
① 영업가치	2,228 (십억원)	DCF 밸류에이션
미래현금흐름(~2029년) 현재가치	229 (십억원)	
영구현금흐름(2030년~) 현재가치	1,999 (십억원)	
② 순차입금	65 (십억원)	4Q.23 예상액
③ 기업가치 (=①-②)	2,163 (십억원)	
④ 주식수	18,809 (천주)	유통주식수
⑤ 목표주가 (=③÷④)	114,983 (원)	

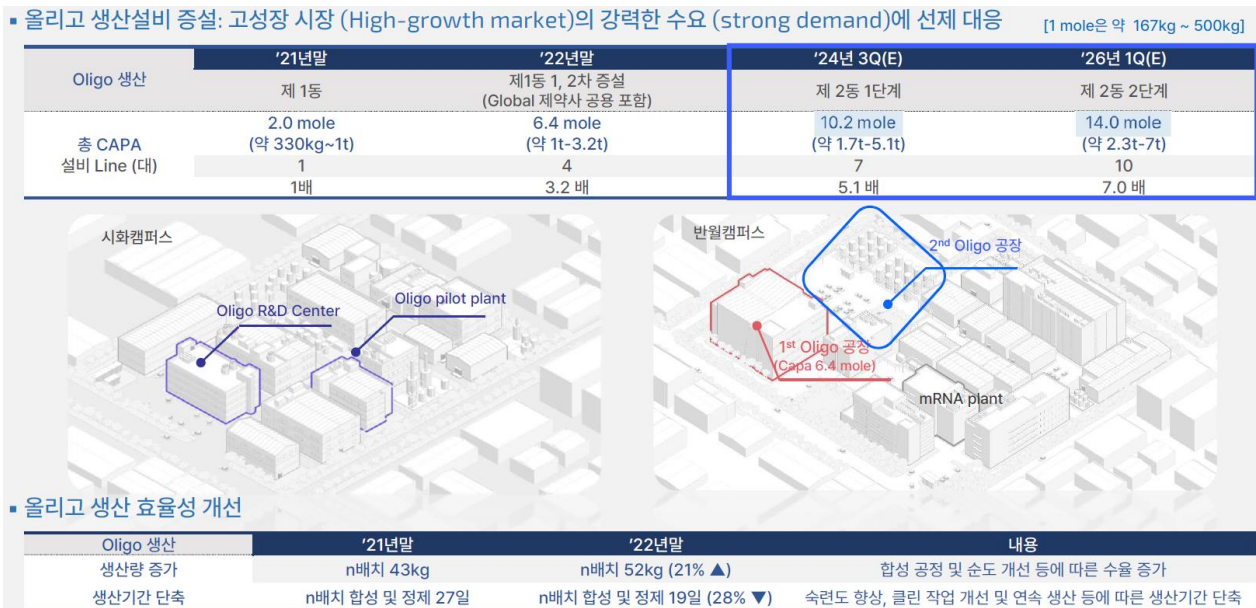
자료: 하이투자증권

그림1. 에스티팜의 올리고핵산 수주 제품



자료: 에스티팜

그림2. 에스티팜의 올리고핵산 Capacity



자료: 에스티팜

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2021	2022 P	2023E	2024E
유동자산	244	264	318	335
현금 및 현금성자산	39	2	38	45
단기금융자산	54	55	55	56
매출채권	64	95	100	106
재고자산	81	106	119	122
비유동자산	254	241	249	279
유형자산	209	200	207	237
무형자산	13	12	12	12
자산총계	499	506	567	614
유동부채	75	62	73	69
매입채무	13	19	20	21
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	15	8	11	9
비유동부채	97	107	151	191
사채	83	88	110	130
장기차입금	9	14	36	56
부채총계	173	169	224	260
자배주주지분	323	334	340	350
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	196	196	196	196
이익잉여금	116	124	129	137
기타자본항목	2	4	6	8
비자배주주지분	3	3	4	4
자본총계	326	337	343	354

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2021	2022 P	2023E	2024E
매출액	166	249	260	277
증가율(%)	33.5	50.5	4.3	6.4
매출원가	108	160	170	180
매출총이익	58	89	90	97
판매비와관리비	52	70	71	73
연구개발비	18	32	28	30
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	6	19	19	23
증가율(%)	흑전	237.1	1.7	21.4
영업이익률(%)	3.4	7.5	7.4	8.4
이자수익	1	0	1	1
이자비용	5	3	6	6
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-4	0	0	0
세전계속사업이익	1	19	15	19
법인세비용	-2	1	1	1
세전계속이익률(%)	0.8	7.7	5.6	6.7
당기순이익	3	19	14	18
순이익률(%)	2.0	7.4	5.4	6.5
지배주주귀속 순이익	3	18	14	18
기타포괄이익	2	2	2	2
총포괄이익	5	20	16	20
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

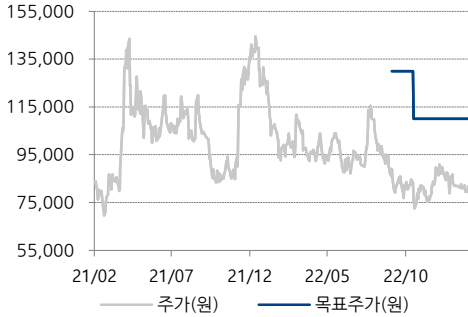
(단위:십억원)	2021	2022 P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	7	-23	29	33
당기순이익	3	19	14	18
유형자산감가상각비	14	14	18	19
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-8	-2	-26	-49
유형자산의 처분(취득)	-51	-5	-25	-50
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-6	3	-1	1
재무활동 현금흐름	0	-7	38	29
단기금융부채의증감	-	-8	4	-2
장기금융부채의증감	-	10	44	40
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	1	-37	36	7
기초현금및현금성자산	39	39	2	38
기말현금및현금성자산	39	2	38	45

주요투자지표

	2021	2022 P	2023E	2024E
주당지표(원)				
EPS	177	177	177	177
BPS	17,171	17,171	17,171	17,171
CFPS	950	950	950	950
DPS	500	500	500	500
Valuation(배)				
PER	784.2	784.2	784.2	784.2
PBR	8.1	8.1	8.1	8.1
PCR	146.5	146.5	146.5	146.5
EV/EBITDA	130.6	130.6	130.6	130.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.1	1.1	1.1	1.1
EBITDA 이익률	12.1	12.1	12.1	12.1
부채비율	52.9	52.9	52.9	52.9
순부채비율	4.1	4.1	4.1	4.1
매출채권회전율(x)	3.0	3.0	3.0	3.0
재고자산회전율(x)	6.6	6.6	6.6	6.6

자료: 에스티팜, 하이투자증권 리서치본부

에스티팜
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2022-09-20(담당자변경)	Buy	130,000	1년	-36.9%	-30.1%
2022-11-01	Buy	110,000	1년	-25.4%	-17.4%

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 이호철)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2022-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	97.8%	2.2%	-