

에스티팜 (237690.KQ)	단기 주가 상승	증장기 주가 상승	단기 주가 하락	목표주가 140,000원(신규)
	단기 주가 박스권	Attention		현재주가 116,300원(상승여력 20.4%)
Analyst 하태기				

올리고 API와 mRNA 백신에서 잠재력 크다, 멀리보고 매수하자

올리고 API와 mRNA 코로나 백신 개발 잠재력에 주목할 때이다

동사는 고성장섹터에 대규모 API 공장 건설로 장기 성장비전을 마련하고 있다. 우선 빅파마들의 올리고 기반 신약 임상도 순조롭게 진행 중이어서 관련된 올리고 API수요도 급성장할 전망이다. 또한 mRNA 기반 자체 코로나 백신 신약 Pipeline이 전임상 중이고, 하반기에 임상 진입할 예정이어서 잠재적 기업가치가 급성장 중이다. 지금은 동사의 기업가치 변화에 주목할 때이다.

첫째, 세계 1~2위의 올리고뉴클레오타이드 API기업으로 성장하고 있다. 성장성 높은 올리고뉴클레오타이드(Oligonucleotide) API 공장을 확장 중이고, 현재 매출도 증가하고 있다(표2). 생산CAPA(반월 공장 750kg, 시화공장 50kg)에서 1차로 2021년말까지 반월공장 3~4층에 800kg규모 증설을 진행하고 있다. 2차로 3~4층의 나머지 공간에 2022년 상반기까지 400kg 증설하여 2t까지 확대할 예정이다. 반월공장내 제 2 올리고 건물 건설도 하반기 시작할 예정이다. 올리고핵심 기반 고지혈증제 인클리시란(노바티스)에 대한 공급계약으로 현재 API매출이 발생하고 있으며, 상업화 시 매년 500억원 이상의 매출이 발생할 것으로 추정된다. 2022~2023년에도 신규 API 공급계약과 매출이 급증할 것으로 전망된다. **실제로 2021년 상반기 올리고 API 매출이 73.6%증가했고**, 연간으로는 전년대비 100% 증가한 900억원 내외로 추정된다(표2).

둘째, mRNA에서 잠재력을 키우고 있다. 현재 기존 반월공장을 전용, 2021년 5월에 1차로 480만도즈 mRNA 생산공장을 완성했고, 4분기에 연간 1천만도즈로 확대될 예정이다. 향후 mRNA백신 개발에 정부지원을 받을 경우 2차로 연간 1.2억도즈까지 확대하는 방안도 검토 중이다. **과거 CMO에 대한 기대에서 자체 mRNA 코로나백신 개발로 바뀌었다.** 2021년 6월말에 후보물질이 도출, 현재 전임상이 진행 중이다. 변이성 코로나 mRNA백신 후보물질도 하반기 확정될 전망이다. 국산 mRNA 코로나백신개발은 한미약품과 에스티팜, 녹십자 컨소시엄으로 진행되는데, 에스티팜이 원료(DS)부문을 맡고 있다. 코로나가 독감백신처럼 매년 맞아야 할 확률이 높아졌고, 화이자와 모더나가 가격인상을 발표했다. 소비자가 가장 호하는 mRNA백신에 대한 글로벌(한국포함)수요가 증가할 전망이어서 동사와 같은 후발업체에도 많은 기회가 있을 전망이다. 현재 성장비전은 코로나19백신 API에서 찾을 수 있고, 장기적으로는 **mRNA 기술에 기반해서 단백질의약품과 같은 다양한 신약 API 개발로 이어질 잠재력이 있다.**

Financial Data											
	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	93.3	-26.7	-25.0	-18.5	-993	적지	-15.5	-30.0	-32.7	1.8	-5.9
2020	124.1	-18.8	-16.8	-13.2	-651	적지	-4.7	-159.4	-404.9	6.6	-4.1
2021E	181.0	7.2	8.0	3.5	172	흑전	23.5	677.7	92.2	11.4	1.1
2022E	217.0	16.3	17.0	13.3	410	138.7	33.7	283.9	64.7	11.0	3.9
2023E	255.1	24.1	24.7	24.4	754	84.1	42.9	154.2	50.9	10.2	6.9

자료 : 에스티팜, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

미래 성장 잠재력 반영으로 주가 추가 상승 가능, 목표주가 14만원대 제시

주가는 올리고API 매출증가와 mRNA 기술에 대한 긍정적 평가로 10만원대로 상승한 후, 장기간조정을 보이고 있다. **동사의 기업가치는 성장성 높은 섹터에 선 공장투자로 미래의 글로벌 수출 비전을 마련하는 데서 창출되고 있다.** 올리고 API부문에서 미래 기업가치 창출은 확실해 보인다. 또한 국내에서 mRNA에서 기술적 우위를 점하고 있어 국산 mRNA 코로나백신 개발에서 우위를 점할 가능성이 있다. mRNA 기술은 다양한 신약 API로서 잠재력도 커, 성장에 대한 방향성도 좋다. **금년 4월 주가 14만원 고점에는 코로나백신 CMO에 대한 기대감이 일부 반영되었다.** 지금은 국산 백신개발로 가시화됨에 따라 미래 잠재력은 더 커진 것으로 볼 수 있다. 이와 같은 성장성을 반영, 추가적인 주가 레벨업이 가능할 전망이다.

동사의 올리고기반 API와 mRNA 공장 CAPA 기준, 에스티팜의 기업가치를 평가해 보았다. 우선 올리고 CAPA 2.0t 기준, 올리고 API단가 1.5억원/1kg, 가동률 65%, 영업이익률 45%, 세율 22%의 가정으로 추정된 순이익은 684억원이다. 그리고 자체개발 mRNA백신 CAPA 1.2억도즈 API 기준으로, DS부문의 비중은 15,000원/도즈의 20%, 가동률 70%, 영업이익률 45%, 세율 22%, 성공확률 30%의 가정으로 추정된 순이익은 265억원이다.

합산순이익 950억원에 PER 40배, 미래 불확실성 할인을 30%로 추정된 에스티팜의 기업가치는 26,595억원이다. 목표주가는 140,000원대 수준이다(표1 참고).

[표 1] 에스티팜 올리고 API 와 mRNA CAPA 기준 주가 밸류에이션 (단위: 억원)

	2020년	2022년	2022~2024년	비고
올리고 API 생산 CAPA(kg)	800	1,600	2,000	
가동률			65%	2t중 1t은 상업생산 가정
가동률 기준 매출액			1,300	
단가(억원/1kg)			1.5	현재 2억원/kg, 상업화시 보수적인 가정
매출액			1,950	
영업이익률			45%	
영업이익			878	
세금			22%	
순이익			684	
mRNA공장 가치				
공장 CAPA(만도즈)			12,000	설비 증설은 정부지원 여부가 관건
단가(원/도즈)			15,000	
가동률			70%	
API비중			20%	
가동률 기준 매출액			2,520	
성공확률			30%	
성공확률 반영 매출액			756	
영업이익률			45%	DS기준
영업이익			340	
세율			22%	
순이익			265	
합산 순이익			950	
PER(배)			40	
추정시가총액			37,992	
불확실성 할인을			30%	
추정시가총액			26,595	
발행주식수(주)		18,656,000	2020년 전환사채 1,100억원 발행	
적정주가(원)		142,552	(전환가 98,183원, 가능주식수 1,120,356주)	
전환가정시 적정주가		140,038.78	(+ 전환주식수,+ 전환사채 현금) 고려	

자료: 상상인 증권

주가밸류에이션에서 PER은 40배를 적용했다(표1). 글로벌 올리고생산 기업 중 정확한 상장 peer기업이 없다. 이 부문 글로벌 1위 니코덴코 아베시아(CAPA1.4t, 증설?)는 비상장기업이다. 2위 에질런트(현재 CAPA 1t, 2022년말 2t)는 상장기업이지만 전체 사업 중 올리고 사업비중이 너무 낮다. 따라서 생산제품은 다르지만 선공장투자 후, 수주를 받는 CMO 전략이 비슷한 삼성바이오로직스와 비교했다. 현재 삼성바이오로직스의 2021년 PER 컨센서스는 169배이다. 삼성바이오로직스와 달리 가정에 기반한 미래 추정실적에 적용했기 때문에 보수적인 관점에서 에스티팜에 PER 40배 적용했다. 그러나 주력사업이 가시화 될 수록 좀더 훨씬 높은 수치를 적용할 수 있을 것이다.

[표 2] 에스티팜 사업부문별 매출액 추이

(단위: 억원)

항목별	구분	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
매출액 합계		1,381	2,004	2,028	977	933	1,242	1,810
증감률(YoY)			45.1%	1.2%	-51.8%	-4.5%	33.1%	45.7%
신약API	small Molecule	899	1358	1386	420	118	110	90
증감률(YoY)			51.1%	2.1%	-69.7%	-71.9%	-6.8%	-18.2%
신약API	Oligo Nucleotic	104	205	213	143	253	452	900
증감률(YoY)			97.1%	3.9%	-32.9%	76.9%	78.7%	99.1%
신약 API 합계		1,003	1,563	1,599	563	371	562	990
증감률(YoY)			55.8%	2.3%	-64.8%	-34.1%	51.5%	76.2%
제네릭 API		204	414	395	367	457	680	700
증감률(YoY)			102.9%	-4.6%	-7.1%	24.5%	48.8%	2.9%
신소재, 상품 등		174	27	34	47	105	110	120
증감률(YoY)			-84.5%	25.9%	38.2%	123.4%	4.8%	9.1%
영업이익		345	776	618	156	267	195	15
세전이익		356	805	592	134	248	180	40
순이익		252	614	450	93	183	10	40

자료: 에스티팜, 상상인 증권

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	144.2	235.6	248.2	241.0	269.8
현금 및 현금성자산	12.8	38.6	46.5	48.1	79.4
매출채권 및 기타채권	35.6	46.6	49.6	50.5	55.9
재고자산	40.9	45.4	47.1	47.6	48.9
기타유동자산	54.9	105.0	105.0	94.8	85.6
비유동자산	196.5	210.0	232.4	254.7	281.3
관계기업투자등	1.2	1.2	1.7	2.1	2.4
유형자산	170.1	174.3	182.9	195.4	211.6
무형자산	9.1	10.0	12.1	14.4	17.0
자산총계	340.6	445.6	480.6	495.7	551.1
유동부채	16.2	18.6	24.3	27.0	50.0
매입채무 및 기타채무	10.8	8.2	13.9	16.6	19.5
단기금융부채	0.6	0.9	0.9	0.9	20.9
기타유동부채	4.8	9.5	9.5	9.5	9.5
비유동부채	21.2	130.2	150.2	150.3	160.3
장기금융부채	15.6	126.0	146.0	146.0	156.0
기타비유동부채	5.6	4.2	4.2	4.2	4.2
부채총계	37.4	148.8	174.5	177.3	210.2
지배주주지분	300.8	295.3	304.7	316.9	339.5
자본금	9.3	9.3	14.9	14.9	14.9
자본잉여금	168.7	174.9	174.9	174.9	174.9
이익잉여금	123.6	111.6	114.8	127.1	149.6
비지배주주지분(연결)	2.4	1.4	1.4	1.4	1.4
자본총계	303.2	296.8	306.1	318.4	340.9

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-29.6	-20.4	29.8	23.9	40.1
당기순이익(손실)	-18.5	-13.2	3.5	13.3	24.4
비현금수익비용가감	7.8	13.0	25.4	9.3	19.5
유형자산감가상각비	11.1	14.0	16.2	17.3	18.7
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
기타현금수익비용	0.4	-3.1	9.1	-8.1	0.6
영업활동 자산부채변동	-19.2	-20.2	1.0	1.4	-3.8
매출채권 감소(증가)	-18.6	-6.7	-3.0	-0.9	-5.4
재고자산 감소(증가)	0.0	-8.2	-1.7	-0.5	-1.4
매입채무 증가(감소)	3.8	-2.5	5.7	2.8	2.9
기타자산, 부채변동	-4.3	-2.9	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-9.8	-70.1	-27.6	-22.3	-28.8
유형자산처분(취득)	-6.0	-16.8	-24.8	-29.7	-34.9
무형자산 감소(증가)	0.1	-0.5	-2.2	-2.5	-2.7
투자자산 감소(증가)	5.4	-52.4	-0.5	9.9	8.8
기타투자활동	-9.2	-0.4	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	4.4	116.4	5.6	0.0	20.0
차입금의 증가(감소)	13.7	117.9	0.0	0.0	20.0
자본의 증가(감소)	-9.3	0.0	5.6	0.0	0.0
배당금의 지급	9.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	-1.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-34.9	25.8	7.9	1.6	31.3
기초현금	47.7	12.8	38.6	46.5	48.1
기말현금	12.8	38.6	46.5	48.1	79.4

자료: 에스티팜, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	93.3	124.1	181.0	217.0	255.1
매출원가	94.9	104.1	143.0	171.4	201.5
매출총이익	-1.6	20.0	38.0	45.6	53.6
판매비와 관리비	25.1	38.8	30.8	29.3	29.5
영업이익	-26.7	-18.8	7.2	16.3	24.1
(EBITDA)	-15.5	-4.7	23.5	33.7	42.9
금융손익	2.1	-1.9	0.1	0.0	0.0
이자비용	0.1	0.6	0.8	0.8	0.9
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.3	3.9	0.7	0.7	0.7
세전계속사업이익	-25.0	-16.8	8.0	17.0	24.7
계속사업법인세비용	-6.4	-3.7	4.5	3.7	0.3
계속사업이익	-18.5	-13.2	3.5	13.3	24.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-18.5	-13.2	3.5	13.3	24.4
지배주주	-18.5	-12.1	3.2	12.2	22.5
총포괄이익	-18.6	-12.9	3.5	13.3	24.4
매출총이익률 (%)	-1.7	16.1	21.0	21.0	21.0
영업이익률 (%)	-28.6	-15.2	4.0	7.5	9.4
EBITDA마진률 (%)	-16.6	-3.8	13.0	15.5	16.8
당기순이익률 (%)	-19.9	-10.6	1.9	6.1	9.6
ROA (%)	-5.4	-3.1	0.7	2.5	4.3
ROE (%)	-5.9	-4.1	1.1	3.9	6.9
ROIC (%)	-8.1	-5.1	1.1	4.1	7.0

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	-30.0	-159.4	636.3	266.6	144.8
P/B	1.8	6.6	10.7	10.3	9.6
EV/EBITDA	-32.7	-404.9	86.6	60.7	47.8
P/CF	n/a	n/a	70.6	144.6	74.3
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-4.6	33.1	45.8	19.9	17.6
영업이익	적지	적지	흑전	124.7	47.9
세전이익	적지	적지	흑전	112.8	45.7
당기순이익	적지	적지	흑전	282.3	84.1
EPS	적지	적지	흑전	138.7	84.1
안정성(%)					
부채비율	12.3	50.1	57.0	55.7	61.7
유동비율	888.3	1,266.0	1,022.1	891.3	540.1
순차입금/자기자본	-16.1	-4.6	-0.5	2.2	4.4
영업이익/금융비용	-338.6	-29.2	9.1	19.7	27.7
총차입금 (십억원)	16.2	126.9	146.9	146.9	176.9
순차입금 (십억원)	-48.9	-13.7	-1.6	7.0	14.9
주당지표(원)					
EPS	-993	-651	172	410	754
BPS	16,125	15,830	10,195	10,605	11,359
CFPS	n/a	n/a	1,546	755	1,469
DPS					

Stock Data

KOSDAQ(08/04)	1,047.9pt
시가총액	21,025억원
발행주식수	18,656천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	143,500/35,050원
90일 일평균거래대금	417억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(20.12E)	0.0%
BPS(20.12E)	10,195원

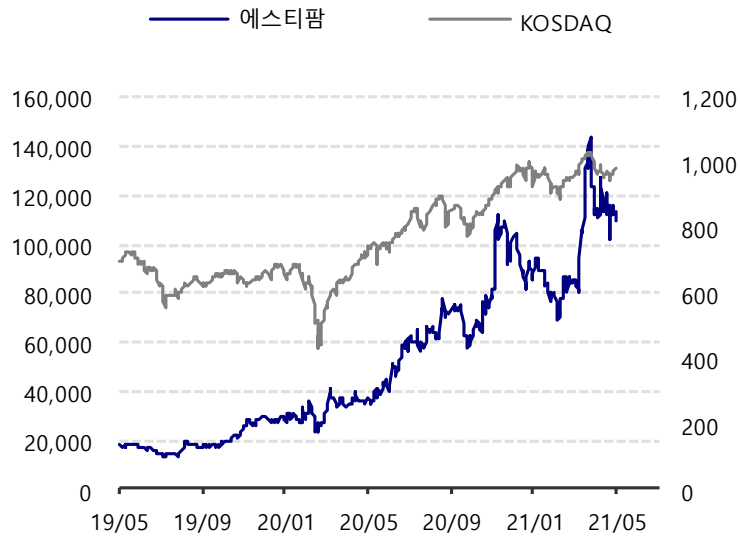
주가수익률

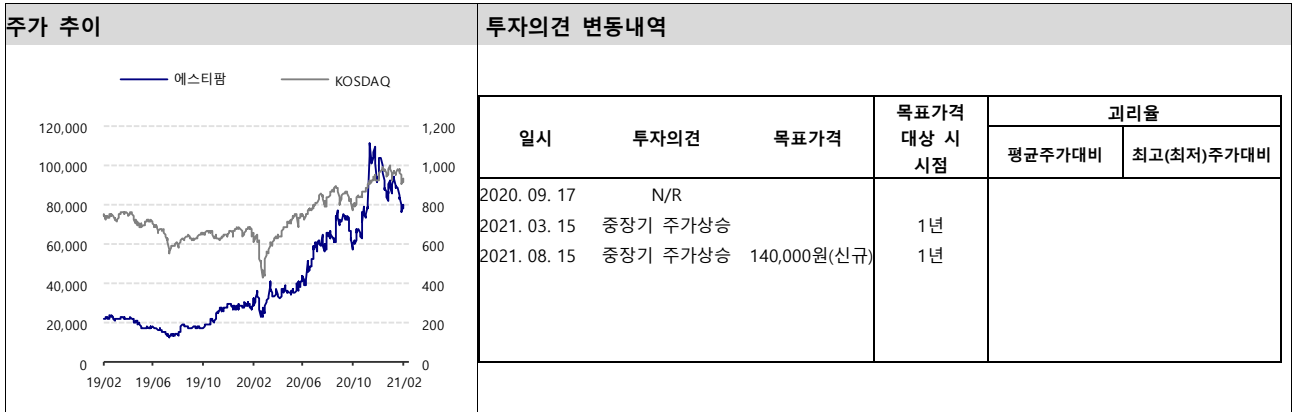
(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	-2.0	0.1	16.4	78.4
상대수익률	-9.5	-5.3	8.7	51.1

주주구성

동아쏘시오홀딩스 (외 5 인)	46.9%
에스티팜우리스주 (외 1인)	1.4%
에스티팜우리스주 (외 1인)	1.4%

Stock Price





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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	단기 증가 상승		0.0%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		중장기 증가 상승		85.7%	
		단기 증가 하락		0.0%	
		단기 증가 박스권		7.1%	
		Attention		7.1%	
합계			100.0%		

- 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.