

2022. 8. 9

헬스케어팀

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

정동희
RA
donghee1009.jeong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

| | | |
|----------------|---------------------|-------|
| 투자 의견 | BUY | |
| 목표주가 | 140,000원 | 26.4% |
| 현재주가 | 110,800원 | |
| 시가총액 | 2.1조원 | |
| Shares (float) | 18,808,775주 (52.1%) | |
| 52주 최저/최고 | 83,400원/144,500원 | |
| 60일-평균거래대금 | 87.0억원 | |

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

| | 1M | 6M | 12M |
|---------------------|------|------|------|
| 에스티팜 (%) | 16.5 | 6.1 | -5.7 |
| Kosdaq 지수 대비 (%pts) | 7.5 | 14.4 | 20.3 |

▶ KEY CHANGES

| (원) | New | Old | Diff |
|-----------|---------|---------|--------|
| 투자 의견 | BUY | BUY | |
| 목표주가 | 140,000 | 140,000 | 0.0% |
| 2022E EPS | 769 | 1,007 | -23.6% |
| 2023E EPS | 2,118 | 2,468 | -14.2% |

▶ SAMSUNG vs THE STREET

| | |
|-----------------|---------|
| No of estimates | 8 |
| Target price | 140,625 |
| Recommendation | 4.0 |

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

에스티팜 (237690)

하반기 미국향 물량 출하로 실적 개선 기대

- 2Q22 review: 올리고 CDMO 물량 확대에도 판관비 증가로 다소 아쉬운 이익 개선.
- 투자 의견 BUY, 목표주가 14만원 유지: cGMP 인증에 따른 상업화 물량 생산 예정되면서 하반기부터 실적 개선 기대.

WHAT'S THE STORY?

2Q22 review: 연결 기준 매출액 511억원(+26.7% y-y, +38.3% q-q), 영업이익 35억원(-27.5% y-y, +558.7% q-q), 당기순이익 34억원(-40.2% y-y, +57.8% q-q) 달성(컨센서스 매출액 456억원, 영업이익 34억원). 경상개발비 및 신규 투자 및 프로젝트 증가에 따른 인건비 증가 등으로 영업이익률 전년 동기 대비 감소(-5.2%p). 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출액 270억원(+30.5% y-y, +60.8% q-q) 기록. FDA 실사로 생산 일정 연기되면서 올리고 CMO 매출 3분기부터 본격 성장 전망. 지난 8월 1일 cGMP 인증 획득하며 고지혈증 치료제 물량 외에 2023년 척수성 근위축증 상업화 원료 공급 확정. 지질나노입자 관련 mRNA CDMO는 35억원 발생하면서, 새로운 성장 동력으로 기대. 파트너사로부터 공장 설립 관련 마일스톤 480만 달러 수취, 계약기간 동안 안분 인식하여 반영 예정.

투자 의견 BUY, 목표주가 14만원 유지: 최근 올리고뉴클레오타이드 제조 시설에 대해 FDA cGMP 인증 획득하며 하반기부터 대규모 상업화 물량 수출이 본격화될 것으로 전망. 안정적 공장 가동률 상승 예상되면서 DCF 밸류에이션 기반 목표주가 14만원 유지. 최근 Alnylam의 Onpatro 임상 3상(APOLLO-B) 심근병 ATTR 환자 대상 유효성 입증하면서, 올리고뉴클레오타이드 전방 사업 수요 증가 관련된 뉴스로 에스티팜 주가 동반 상승. 하반기 Alnylam은 ALN-HDS(NASH, P1), Zilebesiran(고혈압, P2), ALN-APP(알츠하이머, P1) 결과 발표 예정. Ionis 역시 1) Cimdelirsen(말단비대증, P2), 2) Donidalorsen(유전성 혈관부종, 수정된 오픈라벨 P2), 3) IONIS-AGT-LRx(고혈압, P2b) 결과 발표 및 4) Eplontersen(hATTR, FDA NDA 신청) 등의 모멘텀 유효.

에스티팜 2Q22 review

| (십억원) | 2Q22 | 1Q22 | 전분기 대비 (%) | 2Q21 | 전년 동기 대비 (%) | 컨센서스 | 차이 (%) | 삼성증권 추정 | 차이 (%) |
|----------------|------|-------|------------|------|--------------|------|--------|---------|--------|
| 매출액 | 51.1 | 37.0 | 38.3 | 40.4 | 26.7 | 45.6 | 12.2 | 46.2 | 10.7 |
| 영업이익 | 3.5 | 0.5 | 558.7 | 4.9 | (27.5) | 3.4 | 2.9 | 3.3 | 7.1 |
| 세전이익 | 4.6 | (0.2) | 흑전 | 5.1 | (9.1) | 3.4 | 36.5 | 4.4 | 5.5 |
| 지배주주순이익 | 3.4 | 2.1 | 57.8 | 5.7 | (40.2) | 2.7 | 25.4 | 3.5 | (3.3) |
| 이익률 (%) | | | | | | | | | |
| 영업이익 | 6.9 | 1.5 | | 12.1 | | 7.5 | | 7.1 | |
| 세전이익 | 9.1 | (0.6) | | 12.7 | | 7.5 | | 9.5 | |
| 지배주주순이익 | 6.6 | 5.8 | | 14.0 | | 5.9 | | 7.6 | |

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

Valuation 및 실적 추정 요약

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | EPS (원) | EPS 성장률 (%) | P/E (배) | 순부채 | EV/EBITDA (배) | P/B (배) | ROE (%) |
|-------|-----|------|------|-----|---------|-------------|---------|-----|---------------|---------|---------|
| 2020 | 124 | -19 | -17 | -13 | -651 | 적지 | n/a | 4 | n/a | 6.6 | -4.1 |
| 2021 | 166 | 6 | 1 | 3 | 177 | 흑전 | 784.2 | 24 | 131.3 | 8.1 | 1.1 |
| 2022E | 231 | 16 | 17 | 16 | 769 | 333.4 | 144.0 | 37 | 68.7 | 6.4 | 4.4 |
| 2023E | 314 | 47 | 56 | 45 | 2,118 | 175.3 | 52.3 | 26 | 33.9 | 5.8 | 11.6 |
| 2024E | 404 | 82 | 76 | 61 | 2,871 | 35.6 | 38.6 | -26 | 21.2 | 5.2 | 14.2 |

참고: 순이익과 BPS는 지배주주 순이익 기준

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 124 | 166 | 231 | 314 | 404 |
| 매출원가 | 104 | 108 | 147 | 200 | 250 |
| 매출총이익 | 20 | 58 | 84 | 114 | 154 |
| (매출총이익률, %) | 16.1 | 34.9 | 36.5 | 36.3 | 38.2 |
| 판매 및 일반관리비 | 39 | 52 | 68 | 67 | 73 |
| 영업이익 | -19 | 6 | 16 | 47 | 82 |
| (영업이익률, %) | -15.2 | 3.4 | 6.9 | 14.9 | 20.2 |
| 영업외손익 | 2 | -4 | 1 | 9 | -6 |
| 금융수익 | 6 | 6 | 8 | 15 | 0 |
| 금융비용 | 4 | 6 | 7 | 6 | 6 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 0 | -4 | -0 | 0 | 0 |
| 세전이익 | -17 | 1 | 17 | 56 | 76 |
| 법인세 | -4 | -2 | 1 | 11 | 15 |
| (법인세율, %) | 21.8 | -168.0 | 8.5 | 20.0 | 20.0 |
| 계속사업이익 | -13 | 3 | 16 | 45 | 61 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 순이익 | -13 | 3 | 16 | 45 | 61 |
| (순이익률, %) | -10.6 | 2.0 | 6.9 | 14.3 | 15.0 |
| 지배주주순이익 | -12 | 3 | 14 | 40 | 54 |
| 비지배주주순이익 | -1 | 0 | 1 | 5 | 7 |
| EBITDA | -5 | 20 | 31 | 62 | 98 |
| (EBITDA 이익률, %) | -3.8 | 12.1 | 13.4 | 19.9 | 24.1 |
| EPS (지배주주) | -651 | 177 | 769 | 2,118 | 2,871 |
| EPS (연결기준) | -705 | 181 | 842 | 2,382 | 3,230 |
| 수정 EPS (원)* | -651 | 177 | 769 | 2,118 | 2,871 |

현금흐름표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동에서의 현금흐름 | -21 | 7 | 25 | 53 | 67 |
| 당기순이익 | -13 | 3 | 16 | 45 | 61 |
| 현금유출입이없는 비용 및 수익 | 13 | 25 | 23 | 33 | 37 |
| 유형자산 감가상각비 | 14 | 14 | 14 | 15 | 15 |
| 무형자산 상각비 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 |
| 기타 | -1 | 10 | 8 | 17 | 21 |
| 영업활동 자산부채 변동 | -21 | -21 | -9 | -13 | -15 |
| 투자활동에서의 현금흐름 | -69 | -8 | -46 | -35 | -9 |
| 유형자산 증감 | -17 | -51 | -34 | -27 | 0 |
| 장단기금융자산의 증감 | -47 | 40 | -17 | -8 | -9 |
| 기타 | -5 | 3 | 6 | 0 | -0 |
| 재무활동에서의 현금흐름 | 116 | -0 | -14 | -15 | -15 |
| 차입금의 증가(감소) | 111 | -19 | 5 | 0 | 0 |
| 자본금의 증가(감소) | 6 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | 0 | 0 | -9 | -9 | -9 |
| 기타 | -1 | -2 | -9 | -6 | -6 |
| 현금증감 | 26 | 1 | -24 | 3 | 44 |
| 기초현금 | 13 | 39 | 39 | 15 | 18 |
| 기말현금 | 39 | 39 | 15 | 18 | 62 |
| Gross cash flow | -0 | 28 | 39 | 77 | 98 |
| Free cash flow | -38 | -45 | -10 | 26 | 67 |

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 | 239 | 270 | 344 |
| 현금 및 현금등가물 | 39 | 39 | 15 | 18 | 62 |
| 매출채권 | 45 | 63 | 0 | 0 | 0 |
| 재고자산 | 45 | 81 | 106 | 120 | 135 |
| 기타 | 106 | 61 | 118 | 132 | 148 |
| 비유동자산 | 210 | 254 | 286 | 298 | 282 |
| 투자자산 | 10 | 15 | 15 | 16 | 16 |
| 유형자산 | 174 | 209 | 236 | 248 | 232 |
| 무형자산 | 10 | 13 | 12 | 11 | 11 |
| 기타 | 16 | 18 | 23 | 23 | 23 |
| 자산총계 | 446 | 499 | 525 | 567 | 626 |
| 유동부채 | 19 | 75 | 93 | 99 | 106 |
| 매입채무 | 5 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 유동부채 | 14 | 63 | 93 | 99 | 106 |
| 비유동부채 | 130 | 97 | 101 | 101 | 102 |
| 사채 및 장기차입금 | 126 | 91 | 92 | 92 | 92 |
| 기타 비유동부채 | 5 | 6 | 9 | 9 | 10 |
| 부채총계 | 149 | 173 | 194 | 200 | 208 |
| 지배주주지분 | 295 | 323 | 327 | 358 | 403 |
| 자본금 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 자본잉여금 | 175 | 196 | 196 | 196 | 196 |
| 이익잉여금 | 112 | 116 | 121 | 151 | 196 |
| 기타 | -1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 비지배주주지분 | 1 | 3 | 4 | 9 | 16 |
| 자본총계 | 297 | 326 | 332 | 367 | 418 |
| 순부채 | 4 | 24 | 37 | 26 | -26 |

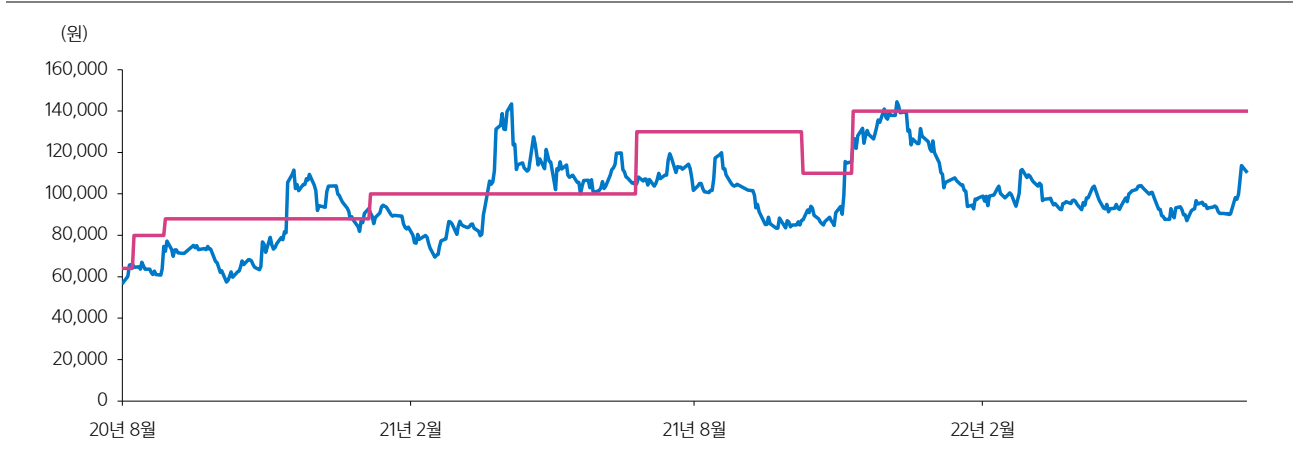
재무비율 및 주당지표

| 12월 31일 기준 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 증감률 (%) | | | | | |
| 매출액 | 33.1 | 33.5 | 39.5 | 35.9 | 28.8 |
| 영업이익 | 적지 | 흑전 | 186.8 | 192.3 | 74.6 |
| 순이익 | 적지 | 흑전 | 368.8 | 183.0 | 35.6 |
| 수정 EPS** | 적지 | 흑전 | 333.4 | 175.3 | 35.6 |
| 주당지표 | | | | | |
| EPS (지배주주) | -651 | 177 | 769 | 2,118 | 2,871 |
| EPS (연결기준) | -705 | 181 | 842 | 2,382 | 3,230 |
| 수정 EPS** | -651 | 177 | 769 | 2,118 | 2,871 |
| BPS | 15,830 | 17,171 | 17,412 | 19,030 | 21,401 |
| DPS (보통주) | 0 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| Valuations (배) | | | | | |
| P/E*** | n/a | 784.2 | 144.0 | 52.3 | 38.6 |
| P/B*** | 6.6 | 8.1 | 6.4 | 5.8 | 5.2 |
| EV/EBITDA | n/a | 131.3 | 68.7 | 33.9 | 21.2 |
| 비율 | | | | | |
| ROE (%) | -4.1 | 1.1 | 4.4 | 11.6 | 14.2 |
| ROA (%) | -3.3 | 0.7 | 3.1 | 8.2 | 10.2 |
| ROIC (%) | -5.8 | 5.2 | 4.3 | 10.0 | 16.9 |
| 배당성향 (%) | 0.0 | 283.9 | 65.0 | 23.6 | 17.4 |
| 배당수익률 (보통주, %) | 0.0 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 순부채비율 (%) | 1.4 | 7.5 | 11.1 | 7.2 | -6.1 |
| 이자보상배율 (배) | -29.2 | 1.1 | 3.7 | 8.2 | 14.3 |

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2022년 8월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 8월 8일 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 | 2020/7/17 | 8/28 | 9/17 | 2021/1/26 | 7/15 | 10/29 | 11/30 |
|-------------|-----------|--------|-------|-----------|--------|--------|--------|
| 투자의견 | BUY | BUY | BUY | BUY | BUY | BUY | BUY |
| TP (₩) | 64000 | 80000 | 88000 | 100000 | 130000 | 110000 | 140000 |
| 과리율 (평균) | -6.41 | -19.79 | -7.73 | 0.36 | -21.70 | -15.23 | |
| 과리율 (최대/최소) | 3.44 | -6.75 | 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 2022.06.30

매수(84.2%) 중립(15.8%) 매도(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