

# 에스티팜

# BUY(유지)

237690 기업분석 | 제약

목표주가(유지)	140,000원	현재주가(08/10)	112,200원	Up/Downside	+24.8%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2022. 08. 11

## 하반기를 주목

### 2Q22 Review

**시장 예상치 대비 매출액 상회:** 에스티팜의 2Q22 연결 실적은 매출액 511억원(+26.7% YoY, +38.3% QoQ), 영업이익 35억원(-27.5% YoY, +558.8% QoQ)으로 컨센서스 매출액을 상회했다. FDA 제조시설 실시(cGMP)로 일부 CMO 매출이 3분기로 이연됐음에도 올리고 매출 성장과 mRNA LNP 매출 확대로 성장세를 지속했다. 영업이익은 mRNA 코로나 백신 STP2104 등의 자체 신약 개발비용 증가와 신규 투자 및 프로젝트 증가에 따른 인력 총원으로 컨센서스에 부합했다.

### Comment

**하반기 성장 기대감 유효:** 최근 올리고 제조시설 cGMP 인증을 획득하며 상업화 물량 생산이 가능해졌다. 3분기부터 고지혈증 치료제 상업화 물량 매출이 반영되며, 본격적인 올리고 성장이 가능할 전망이다. 더해서 23년 상반기 올리고 관련 임상 3상 프로젝트 4건의 FDA PAI 실사가 예정되어 있어, 상업화 물량에 대한 추가 수주 기대감이 유효하다. mRNA 부문은 LNP 용 인지질 매출 확대와 5' Capping 기술에 대한 사업화 추진으로 외형 성장이 기대된다. 이를 반영한 22년 예상 실적은 매출액 2,210억원(+33.4% YoY), 영업이익 157억원(+181.1% YoY)으로 소폭 상향 조정한다.

### Action

**TP 14만원 유지:** 올리고 매출 성장과 mRNA 사업 추진을 감안하여 22년 실적 전망치를 소폭 상향했으며, 목표주가 140,000원을 유지한다. cGMP 인증을 경쟁력으로 추가 수주 기대감이 높아졌고, RNAi 치료제 개발사들의 임상 진전도 긍정적이다. Aplylam사 Vutrisiran FDA 승인 및 EMA CHMP 허가 권고와 23년 Geron사 Imetelstat 3상 발표 등 모멘텀이 풍부하다. 투자 의견 BUY를 유지한다.

### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
FYE Dec					
매출액	124	166	221	266	320
(증가율)	33.1	33.5	33.5	20.5	20.3
영업이익	-19	6	16	32	65
(증가율)	적지	흑전	182.3	105.3	100.2
지배주주순이익	-12	3	13	25	49
EPS	-651	177	690	1,340	2,619
PER (H/L)	NA/NA	849.6/371.8	162.5	83.7	42.8
PBR (H/L)	7.5/1.3	8.8/3.8	6.2	5.7	5.3
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	135.7/65.7	90.6	54.0	30.1
영업이익률	-15.2	3.4	7.1	12.1	20.2
ROE	-4.1	1.1	3.9	7.1	12.9

### Stock Data

52주 최저/최고	83,400/144,500원
KOSDAQ /KOSPI	820/2,481pt
시가총액	21,103억원
60일-평균거래량	92,200
외국인지분율	0.0%
60일-외국인지분율변동추이	0.0%p
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 5 인 46.5%

주요상승률	1M	3M	12M
절대기준	18.0	21.0	-0.9
상대기준	10.2	26.3	27.1

도표 1. 에스티팜 2Q22 별도 실적 및 추정치 비교

(단위: 십억원 %)

	2Q22	2Q21	%YoY	1Q22	%QoQ	기존 DB추정	%차이
매출액	51	40	26.7	37	38.3	44	15.9
영업이익	4	5	-27.5	1	558.8	3	25.0
(영업이익률)	6.9	12.1		1.5		6.3	

자료: 에스티팜, FrGuide, DB금융투자

도표 2. 에스티팜 실적 추정

(단위: 십억원 %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>27</b>	<b>40</b>	<b>46</b>	<b>52</b>	<b>37</b>	<b>51</b>	<b>62</b>	<b>71</b>	<b>124</b>	<b>166</b>	<b>221</b>	<b>266</b>
YoY	35.2	19.5	106.8	8.3	35.7	26.7	32.9	38.1	33.1	33.5	33.4	20.5
신약 API	11	25	31	36	19	27	42	48	56	104	136	194
YoY	172.6	54.2	416.8	23.5	64.0	7.1	35.1	32.9	51.3	86.3	30.7	42.0
저분자	3	5	1	10	2	0	2	2	15	18	6	17
YoY	61.6	2.5	-74.6	47.5	-34.2	-98.2	148.7	-79.6	31.0	16.2	-69.0	204.1
<b>올리고</b>	<b>9</b>	<b>21</b>	<b>31</b>	<b>26</b>	<b>17</b>	<b>27</b>	<b>41</b>	<b>46</b>	<b>41</b>	<b>87</b>	<b>131</b>	<b>177</b>
YoY	254.8	73.6	761.6	16.5	97.2	30.4	32.7	74.6	60.7	112.9	51.3	35.1
제네릭 API	9	8	7	9	6	12	7	9	47	33	34	31
YoY	-20.3	-41.6	-25.4	-24.2	-33.7	47.4	2.3	-3.0	2.2	-28.6	1.9	-10.3
기타	7	7	8	6	12	12	12	14	21	28	51	42
YoY	46.4	92.8	12.8	-1.6	79.7	73.0	51.0	140.9	103.5	29.9	82.6	-16.9
매출총이익	4	17	22	15	17	20	25	29	20	58	90	113
YOY	3262.7	229.8	2128.1	6.9	286.0	18.2	15.7	94.3	흑전	188.9	56.6	25.5
GPM	15.9	42.2	46.9	28.4	44.9	39.3	40.8	40.0	16.1	34.9	40.9	42.6
영업이익	-7	5	8	-1	1	4	5	7	-19	6	16	32
YoY	적지	흑전	흑전	적전	흑전	-28.6	-41.4	흑전	적지	흑전	181.1	105.4
OPM	-23.9	12.1	16.8	-1.1	1.5	6.9	7.4	10.0	-15.2	3.4	7.1	12.1

자료: 에스티팜, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	236	244	241	256	274
현금및현금성자산	39	39	38	39	45
매출채권및기타채권	47	64	69	72	78
재고자산	45	81	55	67	73
비유동자산	210	254	264	275	290
유형자산	174	209	219	230	245
무형자산	10	13	12	12	12
투자자산	10	15	15	15	15
자산총계	446	499	505	531	563
유동부채	19	75	62	62	63
매입채무및기타채무	10	26	13	14	14
단기차입금및단기채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	15	15	15	15
비유동부채	130	97	97	97	97
사채및장기차입금	126	91	91	91	91
부채총계	149	173	160	160	160
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	175	196	196	196	196
이익잉여금	112	116	133	156	186
비지배주주지분	1	3	3	4	5
자본총계	297	326	346	371	403

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-21	7	24	19	43
당기순이익	-13	3	13	26	50
현금유출이없는비용및수익	13	25	10	13	20
유형및무형자산상각비	14	14	8	7	6
영업관련자산부채변동	-21	-21	4	-12	-10
매출채권및기타채권의감소	-7	-6	-5	-2	-6
재고자산의감소	-8	-37	26	-11	-6
매입채무및기타채무의증가	-2	8	-13	0	1
투자활동현금흐름	-69	-8	-17	-14	-15
CAPEX	-17	-52	-17	-18	-20
투자자산의순증	-6	-6	0	0	0
재무활동현금흐름	116	0	-12	-12	-12
사채및차입금의 증가	111	-19	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	6	21	0	0	0
배당금지급	0	0	-9	-9	-9
기타현금흐름	0	1	4	7	-10
현금의증가	26	1	-1	1	6
기초현금	13	39	39	39	39
기말현금	39	39	38	38	45

자료: 에스티팜, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	124	166	221	266	320
매출원가	104	108	131	153	179
매출총이익	20	58	90	113	141
판매비	39	52	75	81	77
영업이익	-19	6	16	32	65
EBITDA	-5	20	23	39	70
영업외손익	2	-5	1	2	2
금융손익	2	-1	1	2	2
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-4	0	0	0
세전이익	-17	1	17	34	67
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-13	3	13	26	50
자배주주지분순이익	-12	3	13	25	49
비지배주주지분순이익	-1	0	0	0	1
총포괄이익	-13	5	15	28	51
증감률(%YoY)					
매출액	33.1	33.5	33.5	20.5	20.3
영업이익	적지	흑전	182.3	105.3	100.2
EPS	적지	흑전	288.9	94.2	95.4

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당이익(원)					
EPS	-651	177	690	1,340	2,619
BPS	15,830	17,171	18,203	19,533	21,181
DPS	0	500	500	500	500
Multiple(배)					
P/E	NA	784.2	162.5	83.7	42.8
P/B	6.6	8.1	6.2	5.7	5.3
EV/EBITDA	NA	130.8	90.6	54.0	30.1
수익성(%)					
영업이익률	-15.2	3.4	7.1	12.1	20.2
EBITDA마진	-3.8	12.1	10.6	14.8	21.9
순이익률	-10.6	2.0	6.0	9.7	15.7
ROE	-4.1	1.1	3.9	7.1	12.9
ROA	-3.3	0.7	2.6	5.0	9.2
ROIC	-5.5	4.9	3.8	7.1	13.3
안정성및기타					
부채비율(%)	50.1	52.9	46.1	43.0	39.8
이자보상배율(배)	-29.2	1.1	7.3	15.0	30.1
배당성향(배)	0.0	278.5	71.0	36.6	18.7

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시, 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2022-07-01 기준) - 매수(93.18%) 중립(6.06%) 매도(0.76%)

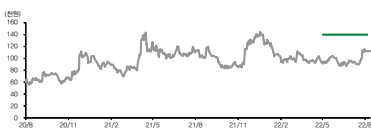
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

에스티팜 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저

22/05/12	Buy	140,000	-	-					
----------	-----	---------	---	---	--	--	--	--	--