

에스티팜 (237690)

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	130,000 원(신규)
증가(2022/09/19)	85,800 원
상승여력	51.5 %

Stock Indicator	
자본금	9십억원
발행주식수	1,881 만주
시가총액	1,614십억원
외국인지분율	0.0%
52 주 주가	83,400~144,500 원
60 일평균거래량	98,847 주
60 일평균거래대금	9.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.1	-2.2	-23.2	-18.1
상대수익률	-8.5	3.7	-4.7	10.1



FY	2021	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	166	220	301	366
영업이익(십억원)	6	16	42	66
순이익(십억원)	3	11	30	47
EPS(원)	177	593	1,580	2,520
BPS(원)	17,171	17,358	18,532	20,646
PER(배)	784.2	144.8	54.3	34.1
PBR(배)	8.1	4.9	4.6	4.2
ROE(%)	1.1	3.4	8.8	12.9
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	130.6	54.4	27.9	20.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오] 이호철
(2122-9208) hcllee@hi-ib.com

RNA 최대 수혜주

투자이견 Buy, 목표주가 130,000 원으로 커버리지 개시

에스티팜에 대해 투자이견 Buy, 목표주가 130,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 로 산정한 영업가치에 순차입금을 합하여 산출하였다. 동사는 수요가 급증하고 있는 RNA 치료제의 원료의약품 분야에서 글로벌 1 위 Capacity 를 보유하고 있으며, 주요 신약의 수주를 확보함에 따라 수익성이 개선될 전망이다. 코로나 이후 연구가 활발한 RNA 백신(mRNA) 분야에서도 자체적으로 LNP 기술을 개발하여 4 건의 판매계약을 체결하였으며, Capping 기술에서도 추가적인 매출이 기대된다.

RNA 치료제 - 올리고핵산(원료의약품) 글로벌 1 위

RNA 치료제 렉비오는 희귀질환 대비 200 배 이상 환자수가 많은 고지혈증 신약이며, 연 2 회 투여하는 편의성을 기반으로 매출이 급증하고 있다. 동사는 올해 3 월 \$6,500 만의 렉비오 올리고핵산 CMO 계약을 수주하였다.

이러한 성과는 트랙레코드 및 Capacity 에 기인한다. 동사는 2018 년 올리고핵산 전용공장 준공을 기점으로 16 건의 올리고핵산 위탁생산 수주를 확보하였고, 글로벌 제약사의 \$6,900 만 설비투자 무상지원에 힘입어 올해 글로벌 1 위 Capacity 를 확보하였다. 올해 8 월 FDA 로부터 무결점 등급을 받으며 올리고핵산 제조소 cGMP 승인을 획득하였고, 2024 년과 2026 년 2 차례에 걸친 생산설비 증설을 통해 글로벌 1 위 Capacity 를 유지할 계획이다. 이에 따라, 올리고핵산 CMO 사업의 수익성이 증가할 전망이다.

RNA 백신 - 핵심기술 특허 등록 및 판매

코로나 RNA 백신의 성공 이후 mRNA 연구가 활발하게 진행되고 있으며, 관련 핵심기술들의 가치가 급부상하고 있다. 해당 분야에서 동사는 핵심기술을 자체적으로 개발해 특허를 출원하였다. mRNA 신약개발에 필수적인 LNP 기술(Smart LNP®)을 개발하여 2 개의 물질특허를 국내에 출원하였고, 해당 특허를 기반으로 4 건의 LNP 원료(인지질) 판매계약을 체결하였다. Capping 기술(SmartCap®) 또한 자체개발 이후 국내특허 등록 및 국제특허 출원을 완료하였으며, 기술계약 매출이 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 130,000 원으로 커버리지 개시

에스티팜에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 130,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF(Discounted Cash Flow, 현금흐름 할인법)로 산정한 영업가치에 순차입금(-순현금)을 합하여 산출하였다. DCF 에는 WACC 7.0%, 무위험이자율 2.8%(10 년 국고채 금리 1 년 평균), 52 주 베타 1.07, 시장위험 프리미엄 3.5%, COE(Cost Of Equity, 자기자본비용) 6.5%, COD(Cost Of Debt, 타인자본비용) 12.9%, 영구성장률 1.8%를 적용하였다.

표1. 에스티팜 목표주가 산출

항목	단위	비고
① 영업가치	2,511 (십억원)	DCF 밸류에이션
미래현금흐름(~2029년) 현재가치	522 (십억원)	
영구현금흐름(2030년~) 현재가치	1,989 (십억원)	
② 순차입금	63 (십억원)	2Q.23 예상액
③ 기업가치 (=①-②)	2,448 (십억원)	
④ 주식수	18,809 (천주)	유통주식수
⑤ 목표주가 (=③÷④)	130,131 (원)	

자료: 하이투자증권

표2. 에스티팜 영업가치 DCF 밸류에이션

(십억원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
매출액	220	301	366	458	527	622	721	799	866	939
YoY	33%	37%	22%	25%	15%	18%	16%	11%	8%	8%
신약 API	138	213	275	363	423	509	596	659	708	757
저분자	10	10	10	10	10	10	10	11	11	11
올리고	127	203	265	352	413	498	586	649	697	746
mRNA	12	15	16	19	25	33	43	55	72	93
제네릭 API	33	33	33	34	34	34	35	35	36	36
기타	37	40	41	43	44	46	47	49	51	53
영업이익	16	42	66	101	122	156	189	209	220	232
법인세	3	8	13	20	26	33	40	44	46	49
NOPAT(세후순영업이익)	13	34	53	81	97	123	149	165	174	183
감가상각비	14	19	19	23	22	23	24	26	28	29
운전자본증감	15	13	9	14	21	20	22	16	16	17
CAPEX	5	25	50	10	60	5	5	5	5	5
FCFF(기업잉여현금흐름)	8	15	13	80	38	121	147	170	180	191
현재가치로 환산 시 할인율 *WACC: 7.0%	0%	7%	13%	18%	24%	29%	33%	38%	42%	46%
미래현금흐름(~2030년) 현재가치 개별	8	14	11	65	29	86	98	106	105	104
미래현금흐름(~2030년) 현재가치 합산	522									
영구현금흐름(2031년~) 현재가치 *영구성장률: 1.8%	1,989									
현재가치 총합	2,511									

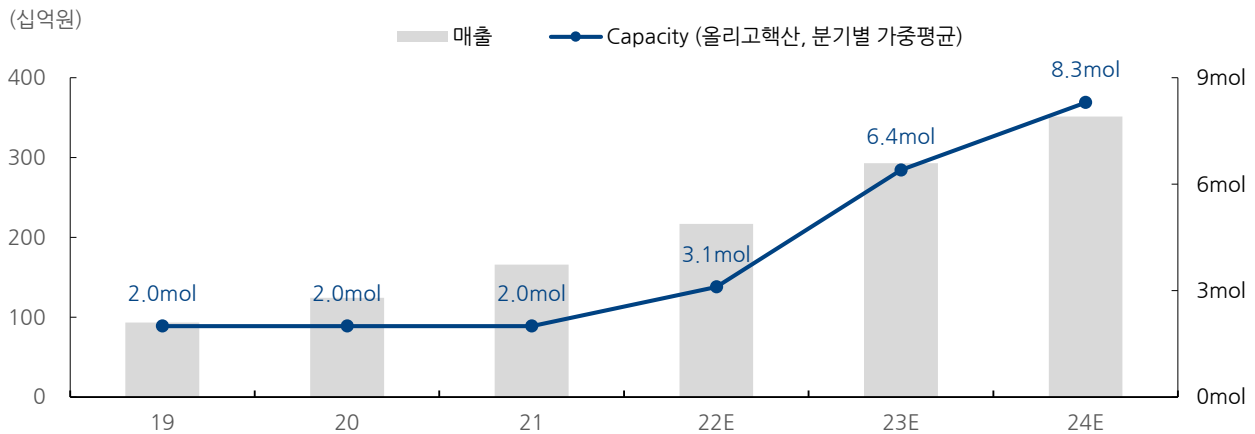
자료: 하이투자증권

표3. 올리고핵산(RNA 원료의약품) Capacity

회사명	국가	21년	22년 E	23년 E	24년 E	25년 E	26년 E
에스티팜	한국	1.8mol(0.8톤)	6.4mol(2.8톤)	6.4mol(2.8톤)	10.2mol(4.5톤)	10.2mol(4.5톤)	14.0mol(6.2톤)
아베시아 (니토덴코)	미국	3.0mol(1.4톤)	3.2mol(1.4톤)	6.4mol(2.8톤)	-	-	-
애질런트	미국	2.3mol(1.0톤)	4.6mol(2.0톤)	9.2mol(4.0톤)	-	-	-
바켄	스위스		1.8mol(0.8톤)	1.8mol(0.8톤)	-	-	-
우시 STA (우시애펙)	중국		1.0mol(0.4톤)	1.0mol(0.4톤)	-	-	-

자료: 해당기업 자료, 하이투자증권

그림1. 에스티팜 매출 · Capacity 추이 및 전망



자료: 하이투자증권 (에스티팜 기업분석 참조)

표4. 에스티팜 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	27.3	40.4	46.3	51.7	37.0	51.1	61.7	69.8	165.6	219.6	300.7
YoY	35%	19%	107%	8%	36%	27%	33%	35%	33%	33%	37%
신약 API	11.4	25.3	31.4	36.3	18.7	27.1	42.0	49.9	104.4	137.7	213.3
저분자	2.9	4.6	0.6	9.8	1.9	0.1	0.5	7.9	17.9	10.3	9.9
올리고	8.5	20.7	30.8	26.5	16.8	27.0	41.5	42.0	86.5	127.3	203.3
mRNA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.5	4.0	4.0	0.0	11.5	14.7
제네릭 API	9.0	8.0	6.9	9.5	6.0	11.8	6.6	9.0	33.4	33.4	33.1
기타	6.9	7.1	7.9	6.0	12.3	8.7	9.1	6.8	27.8	37.0	39.6
매출총이익	4.3	17.0	21.7	14.7	16.6	20.2	26.4	26.5	57.7	89.7	127.3
YoY	3263%	230%	2128%	7%	284%	19%	22%	81%	189%	55%	42%
GPM	16%	42%	47%	28%	45%	40%	43%	38%	35%	41%	42%
영업이익	-6.5	4.9	7.8	-0.6	0.5	3.5	6.8	5.0	5.6	15.9	42.2
YoY	적자	흑자전환	흑자전환	적자	흑자전환	-28%	-13%	흑자전환	흑자전환	185%	166%
OPM	-24%	12%	17%	-1%	1%	7%	11%	7%	3%	7%	14%
당기순이익	-5.1	5.7	7.7	-5.0	2.1	3.4	3.8	2.0	3.4	11.4	30.3
YoY	적자	124%	흑자전환	적자	흑자전환	-40%	-51%	흑자전환	흑자전환	237%	167%
NPM	-19%	14%	17%	-10%	6%	7%	6%	3%	2%	5%	10%

자료: 하이투자증권

RNA 치료제 - 올리고핵산(원료의약품) 글로벌 1 위

RNA 의약품은 치료제와 백신으로 나뉘며, 치료제의 경우 만성질환 신약을 계기로 시장규모가 확대되고 있다. 2019 년도까지 RNA 치료제는 치료영역이 희귀질환에 국한되어 있었다[표 5 참조]. 이러한 맥락에서 희귀질환 대비 200 배 이상 환자수가 많은 고지혈증 신약 레비오의 FDA 승인은, RNA 치료제 시장 확대의 트리거다.

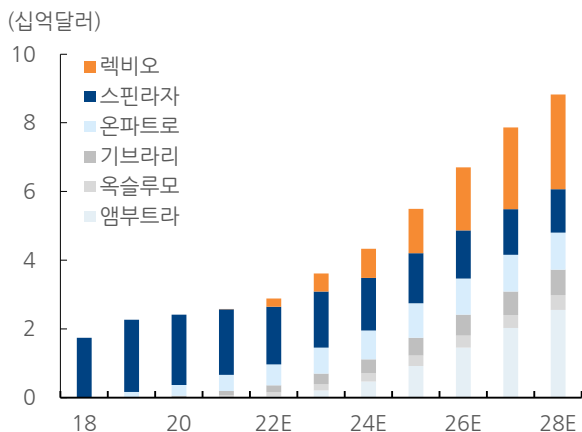
동사는 \$6,500 만의 레비오 올리고핵산 계약을 올해 3 월에 수주하였다[표 6 참조]. 이러한 성과는 트랙레코드 및 Capacity 에 기인한다. 동사는 2018 년 올리고핵산 전용공장 준공을 기점으로 16 건의 올리고핵산 위탁생산 수주를 확보하였고, 글로벌 제약사의 \$6,900 만 규모 설비투자 무상지원에 힘입어 2022 년 기준 글로벌 1 위 Capacity 를 확보하였다[표 3 참조]. 올해 8 월에는 FDA 로부터 무결점 등급을 받으며 올리고핵산 제조소 cGMP(current Good Manufacturing Practice, 강화된 의약품 품질관리기준) 승인을 획득하였다. 선제적 CAPEX 를 통해 2024 년과 2026 년에도 생산설비를 증설하며 글로벌 1 위 Capacity 를 유지할 계획이며, 트랙레코드와 Capacity 기반의 실적 성장이 기대된다.

표5. RNA 치료제 승인 현황 (미국 FDA · 유럽 EMA)

제품명(성분명)	치료영역	타겟	약물분류	회사명	승인년도
레비오(인클리시란)	고지혈증	ASCV(죽상동맥경화성 심혈관질환)	PCSK9 siRNA	노바티스, 메디신스, 엘나일람	2020 (EMA) / 2021 (FDA)
	고지혈증	heFH(이형접합 가족성 고콜레스테롤혈증)			
스핀라자(뉴시너센)	희귀질환	SMA(척수성 근위축증)	SMN2 ASO	바이오젠, 아이오니스	2016 (FDA) / 2017 (EMA)
온파트로(파티시란)	희귀질환	hATTR (유전성 트랜스티레틴 아밀로이드증)	TTR siRNA	엘나일람	2019 (FDA) / 2018 (EMA)
기브라리(기보시란)	희귀질환	AIP(급성 간혈성 포르피린증)	ALAS1 siRNA	엘나일람	2019 (FDA) / 2020 (EMA)
옥슬루모(루마시란)	희귀질환	PH1(제 1 형 원발성 옥살산뇨증)	HAO1 siRNA	엘나일람	2020 (FDA) / 2020 (EMA)
엠부트라(부트리시란)	희귀질환	hATTR (유전성 트랜스티레틴 아밀로이드증)	TTR siRNA	엘나일람	2022 (FDA)

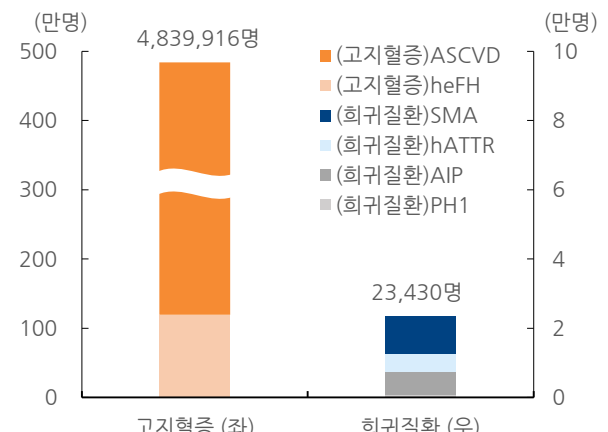
자료: Karishma et al. - Clinical Medicine (2020), 하이투자증권

그림2. RNA 치료제 매출 추이 및 전망 (FDA 승인 제품)



자료: GlobalData, 하이투자증권

그림3. RNA 치료제 치료영역별 미국 환자수



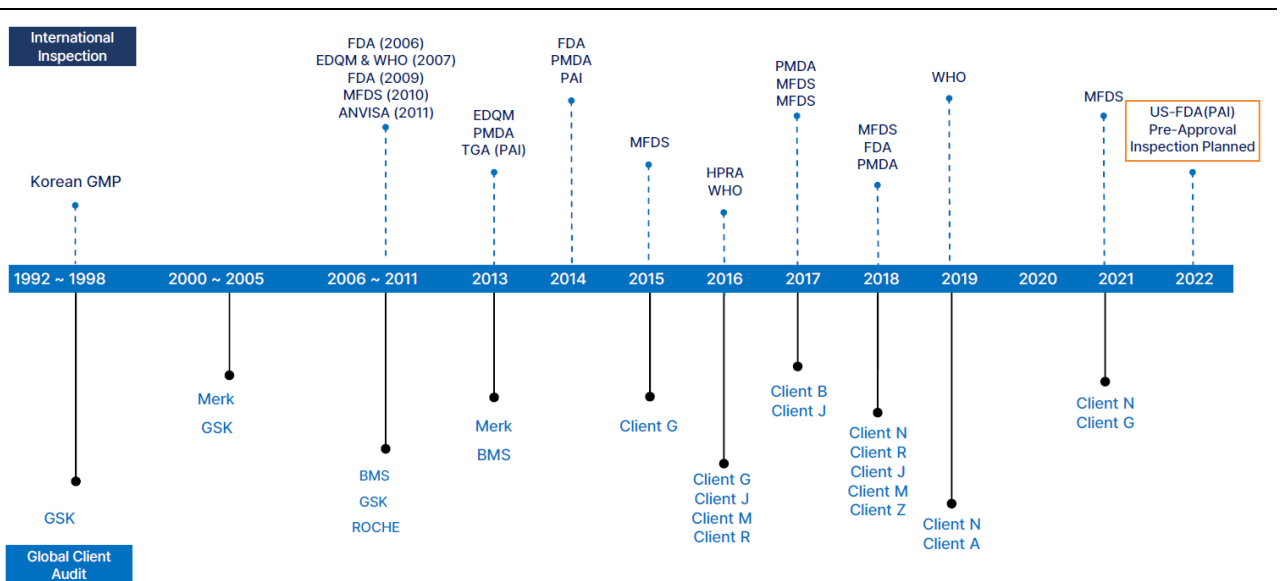
자료: GlobalData, 하이투자증권

표6. 에스티팜 수주 이력 - 올리고핵산 위탁생산

계약품목 / 계약내용	수주일자	납기	화폐단위	수주총액	기납품액	수주잔고
1 헌팅턴병 치료제	2017.11	2020.12	천달러	11,800	11,800	-
2 동맥경화증 치료제	2019.03	2020.03	천달러	7,838	7,838	-
3 혈액암 치료제	2021.09	2022.05	천달러	15,348	10,419	4,929
4 동맥경화증 치료제	2019.11	2020.05	천달러	3,370	3,370	-
5 심혈관질환 치료제	2019.11	2020.12	천달러	4,609	4,609	-
6 자폐 치료제	2020.04	2021.12	천달러	5,741	5,741	-
7 만성 B형간염 치료제	2020.05	2020.12	천프랑(스위스)	3,448	3,448	-
8 헌팅턴병 치료제	2021.05	2021.07	천달러	21,120	21,120	-
9 고지혈증 치료제	2020.09	2022.03	천프랑(스위스)	38,737	37,062	1,675
10 설비투자 무상지원, 설비사용 수수료 지급	2020.10	2030.12	천달러	69,140	8,772	60,368
11 자폐 치료제	2020.12	2023.08	천달러	7,009	7,009	-
12 만성 B형간염 치료제	2020.12	2023.07	천달러	18,474	4,309	14,165
13 동맥경화증 치료제	2021.01	2022.06	천달러	9,905	-	9,905
14 심혈관질환 치료제	2021.03	2023.06	천달러	9,555	210	9,345
15 동맥경화증 치료제	2021.12	2023.09	천프랑(스위스)	12,798	-	12,798
16 고지혈증 치료제 (상업화)	2022.03	2023.01	천달러	65,344	-	65,344
17 만성 B형간염 치료제	2022.05	2023.09	천프랑(스위스)	4,090	-	4,090

자료: 에스티팜, 하이투자증권

그림4. 에스티팜 실사 이력



자료: 에스티팜, 하이투자증권

RNA 백신 - 핵심기술 특허 등록 및 판매

RNA 백신(mRNA)은 코로나를 계기로 수억 명에게 투여되어 안전성과 유효성을 입증하였으며, 이후 mRNA 신약연구가 활발하게 진행되고 있다. 2021 년 1 분기 당시 180 개의 신약이 개발을 진행 중이었으며, 2022 년 2 분기에는 그 수가 278 개까지 늘어났다. 코로나 외에도 항암제를 포함한 다양한 질환에 대해 mRNA 연구가 진행됨에 따라[그림 8 참조], 2030 년도부터는 코로나 백신 이외 신약들이 본격적으로 mRNA 시장을 확대해 나갈 전망이다[그림 9 참조]. 이에 따라, mRNA 신약개발에 필요한 핵심기술들의 가치가 급부상하고 있다.

동사는 코로나 RNA 백신 STP2104의 국내 1상 IND 승인을 올해 3월에 받았으며, mRNA 핵심기술 세가지를 아래와 같이 개발하여 보유하고 있다.

- 1) LNP 운반체: 이화여대 연구진과 LNP 기술(Smart LNP[®])을 공동으로 개발하였으며, 이에 대한 물질특허 2 개를 국내 출원하였다.
- 2) 변형 핵산: 셀스크립트의 N1-메틸슈도유리딘 특허를 회피할 수 있는 변형 핵산을 개발하였으며, 관련 특허를 국내 출원하였다.
- 3) Capping: mRNA 안정성 개선 및 생산효율 향상에 필요한 Capping 기술을 개발하였으며(SmartCap[®]), 국내특허 등록 및 국제특허 출원을 완료하였다.

특히 LNP 운반체 기술 관련하여, Smart LNP[®]를 기반으로 LNP 용 인지질에 대한 판매계약 4 건을 체결하였다[표 7 참조]. Capping 기술 관련해서도, SmartCap[®] 특허 기반의 기술계약 매출이 발생할 것으로 기대된다.

그림5. 에스티팜 보유 mRNA 백신 기술

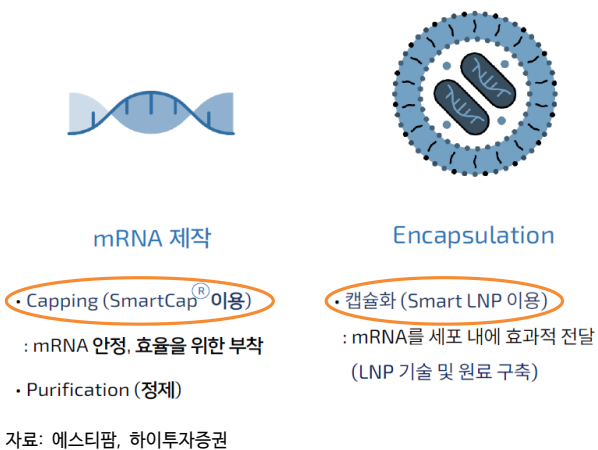


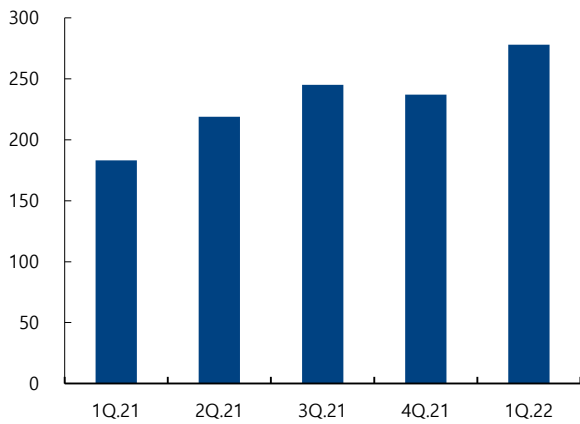
표7. 에스티팜 mRNA 수주 이력

(화폐단위: 천달러)

계약품목	수주일자	납기	수주총액	기납금액	수주잔고
LNP 용 인지질 (mRNA 원료)	2021.08	2022.01	982	982	-
	2021.11	2022.05	1,116	-	1,116
	2021.12	2022.05	4,015	-	4,015
	2022.05	2023.06	13,971	-	13,971

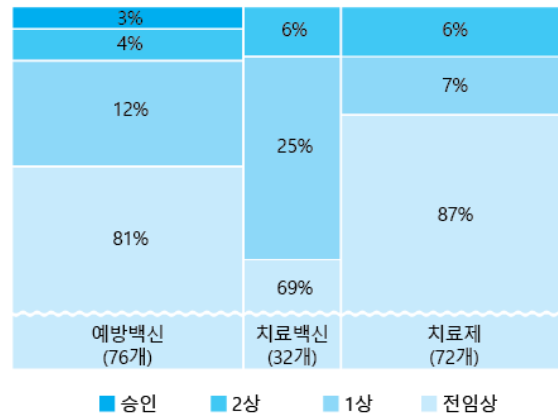
자료: 에스티팜, 하이투자증권

그림6. mRNA 신약개발 현황: 전체 개수



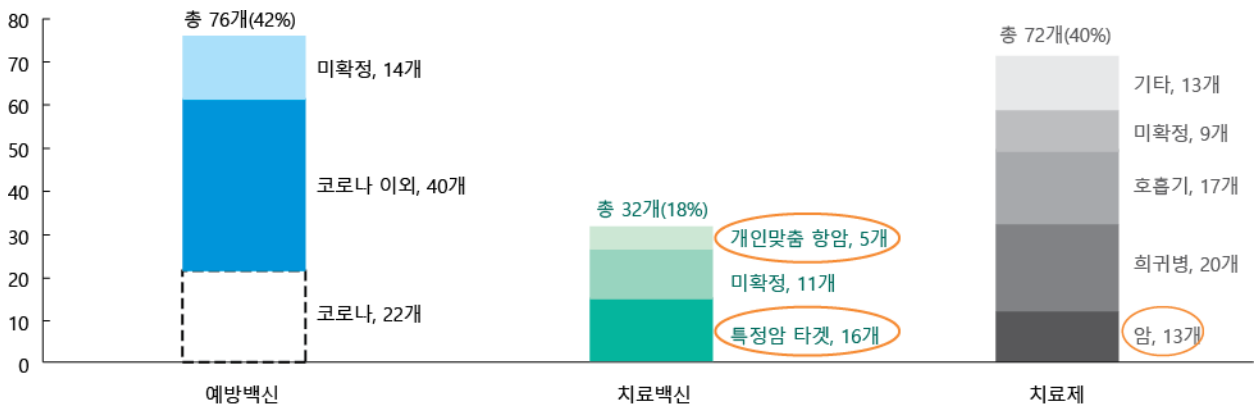
자료: 미국유전자세포치료학회(ASGCT), 하이투자증권

그림7. mRNA 신약개발 현황: 종류별 개수, 임상단계 비율



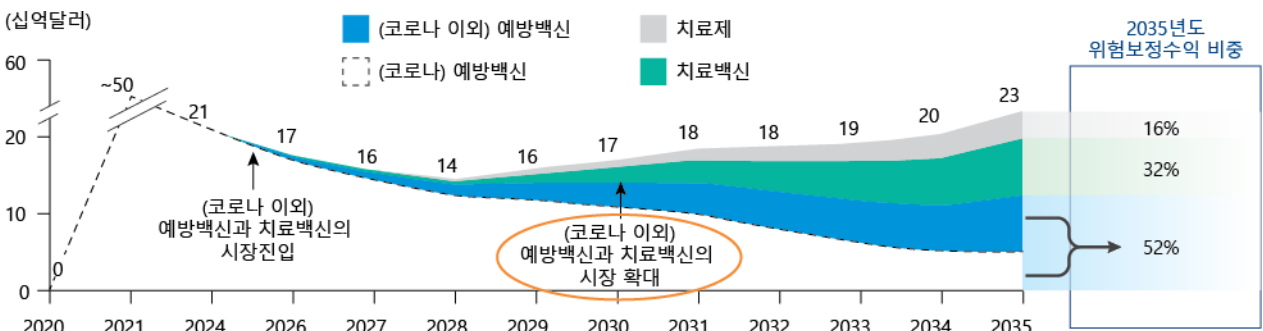
자료: Xie et al. - Nature Reviews Drug Discovery (2021), 하이투자증권

그림8. mRNA 신약개발 현황: 치료영역별 개수



자료: Xie et al. - Nature Reviews Drug Discovery (2021), 하이투자증권

그림9. mRNA 시장규모 추이 및 전망



* 코로나 백신의 매출 비중

100%	100%	100%	97%	91%	86%	74%	63%	55%	44%	32%	25%	22%
------	------	------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

자료: Xie et al. - Nature Reviews Drug Discovery (2021), 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	244	251	326	377
현금 및 현금성자산	39	13	12	13
단기금융자산	54	55	55	56
매출채권	64	84	116	141
재고자산	81	94	138	162
비유동자산	254	241	249	279
유형자산	209	200	207	237
무형자산	13	12	12	12
자산총계	499	492	575	656
유동부채	75	59	76	76
매입채무	13	17	23	28
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	15	8	11	9
비유동부채	97	103	147	187
사채	83	86	108	128
장기차입금	9	12	34	54
부채총계	173	162	223	263
자배주주지분	323	326	349	388
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	196	196	196	196
이익잉여금	116	117	138	176
기타자본항목	2	4	6	8
비자배주주지분	3	3	4	5
자본총계	326	330	352	393

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	166	220	301	366
증가율(%)	33.5	32.6	36.9	21.6
매출원가	108	130	173	207
매출총이익	58	90	127	159
판매비와관리비	52	74	85	93
연구개발비	18	28	32	35
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	6	16	42	66
증가율(%)	흑전	185.0	165.6	55.2
영업이익률(%)	3.4	7.2	14.0	17.9
이자수익	1	0	1	1
이자비용	5	3	6	6
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-4	0	0	0
세전계속사업이익	1	14	38	61
법인세비용	-2	3	8	13
세전계속이익률(%)	0.8	6.6	12.8	16.7
당기순이익	3	11	30	48
순이익률(%)	2.0	5.2	10.1	13.2
지배주주귀속 순이익	3	11	30	47
기타포괄이익	2	2	2	2
총포괄이익	5	13	32	50
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

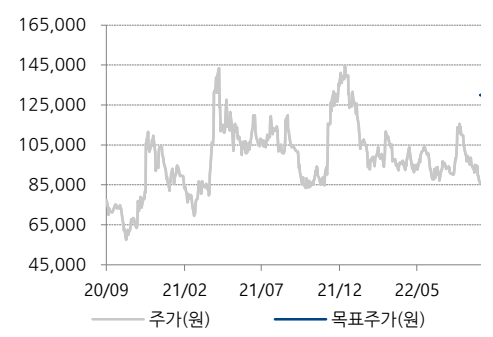
(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	7	-9	-7	28
당기순이익	3	11	30	48
유형자산감가상각비	14	14	18	19
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-8	-2	-26	-49
유형자산의 처분(취득)	-51	-5	-25	-50
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-6	3	-1	1
재무활동 현금흐름	0	-11	38	29
단기금융부채의증감	-	-8	4	-2
장기금융부채의증감	-	6	44	40
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	1	-27	-1	2
기초현금및현금성자산	39	39	13	12
기말현금및현금성자산	39	13	12	13

주요투자지표

	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)				
EPS	177	593	1,580	2,520
BPS	17,171	17,358	18,532	20,646
CFPS	950	1,360	2,580	3,556
DPS	500	500	500	500
Valuation(배)				
PER	784.2	144.8	54.3	34.1
PBR	8.1	4.9	4.6	4.2
PCR	146.5	63.1	33.3	24.1
EV/EBITDA	130.6	54.4	27.9	20.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.1	3.4	8.8	12.9
EBITDA 이익률	12.1	13.8	20.3	23.3
부채비율	52.9	49.2	63.3	66.9
순부채비율	4.1	11.4	24.4	31.0
매출채권회전율(x)	3.0	3.0	3.0	2.9
재고자산회전율(x)	2.6	2.5	2.6	2.4

자료 : 에스티팜, 하이투자증권 리서치본부

에스티팜
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2022-09-20(담당자변경)	Buy	130,000	1년		

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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 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) 종목투자의견은 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 2022-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	97.9%	2.1%	-