

# 에스티팜 (237690)

임윤진 yoonjin.lim@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**120,000**

유지

현재주가

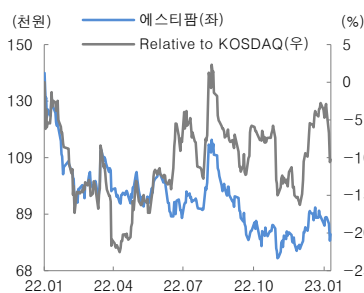
**81,200**

(23.01.11)

제약업종

KOSDAQ	709.77
시가총액	1,527십억원
시가총액비중	0.46%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	131,600원 / 72,500원
120일 평균거래대금	94억원
외국인지분율	0.00%
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 5 인 46.49% 국민연금공단 7.13%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.0	2.3	-15.4	-34.7
상대수익률	-1.7	-3.5	-8.6	-10.7



## 올리고가 견인할 성장

### 투자의견 매수, 목표주가 120,000원 유지

- 4분기 연결 매출액 839억원(+62.1% yoy), 영업이익 94억원(흑전 yoy, OPM 11.2%) 추정. 컨센서스 매출액 751억원 및 영업이익 73억원 각각 12%, 28% 상회 전망
- 올리고핵산 CMO 매출액 605억원(+128.3% yoy, +53.7% qoq) 예상. 4분기 동맥경화증 신약 원료의약품 이월분 인식 및 고지혈증 치료제 상업화용 물량 증가하며 22년 연간 올리고핵산 매출액 1,436억원(+66.0% yoy) 전망
- 4분기 인센티브 관련 총당금 및 연구비 증가에도 불구하고 반월공장 3, 4층에 신규 생산라인 가동에 따라 생산량 증가하며 수익성 개선 예상. 22년 연간 영업이익 180억원(+222.7%, OPM 7.7%) 전망

### RNA치료제 시장 확대에 따라 올리고 실적 성장 기대

- 23년 매출액 2,722억원(+16.3% yoy), 영업이익 324억원(+79.8% yoy, OPM 11.9%) 예상. 올리고핵산 매출액 1,827억원(+27.2% yoy) 전망
- 지난 12/23 공시에 따라 고지혈증 치료제(상업화용) 22년 선적 계획분 일부 23년으로 조정되었으나 공급단가가 높은 임상용 물량 비중 증가로 인해 양호한 성장 기대
- 23년 B형간염, 동맥경화증, 심혈관질환, 만성B형간염 치료제 임상용 원료 및 혈액암치료제 (이메텔스타트 추정) 상업화용 원료 생산 증가 예상
- 최근 제론의 긍정적 골수이형성증후군 임상3상 결과에 이어 올해 다수의 RNA치료제 연구성과 발표 예정. 1Q23 엘나일람의 아밀로이드 전구체 단백질(APP) 타겟 알츠하이머 치료제 'ALN-APP' 1상 결과발표 예상되어 최초의 중추신경계 RNAi 치료제로 기대감 증대 예상. RNA치료제의 치료 범위 확대는 지속적인 CMO 수요 증가로 이어질 전망

(단위: 십억원, %)

구분	4Q21	3Q22	직전추정	당사추정	4Q22(F)			1Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	52	61	81	84	62.1	37.9	74	45	20.7	-46.8
영업이익	-1	5	8	9	흑전	106.6	7	2	294.4	-77.4
순이익	-5	10	5	6	흑전	-39.6	4	3	52.3	-52.8

자료: 에스티팜, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	124	166	233	272	336
영업이익	-19	6	18	32	51
세전순이익	-17	1	28	39	54
총당기순이익	-13	3	22	30	42
지배지분순이익	-12	3	22	30	42
EPS	-651	177	1,152	1,590	2,216
PER	NA	784.2	76.1	55.1	39.5
BPS	15,830	17,308	17,823	19,413	21,629
PBR	6.6	8.0	4.6	4.2	3.8
ROE	-4.1	1.1	6.6	8.5	10.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	230	283	233	272	1.4	-3.7
판매비와 관리비	72	81	73	78	1.3	-3.9
영업이익	16	37	18	32	11.5	-13.0
영업이익률	7.0	13.2	7.7	11.9	0.7	-1.3
영업외손익	10	7	10	7	0.0	0.0
세전순이익	26	44	28	39	7.0	-11.0
지배지분순이익	20	34	22	30	7.0	-11.0
순이익률	8.8	11.9	9.3	11.0	0.5	-0.9
EPS(지배지분순이익)	1,076	1,786	1,152	1,590	7.0	-11.0

자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

표 1. 에스티팜 분기 실적 전망 (연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>27.3</b>	<b>40.4</b>	<b>46.3</b>	<b>51.7</b>	<b>38.2</b>	<b>51.1</b>	<b>60.9</b>	<b>83.9</b>	<b>165.6</b>	<b>234.0</b>	<b>272.2</b>
YoY	35.2%	19.5%	106.8%	8.3%	40.1%	26.7%	31.4%	62.1%	33.5%	41.3%	16.3%
신약 API	11.4	25.3	31.4	36.3	19.9	30.6	46.7	70.0	104.4	167.2	209.6
Small Molecule	2.9	4.6	0.6	9.8	1.9	0.1	6.0	7.2	17.9	15.2	15.7
Oligonucleotide	8.5	20.7	30.8	26.5	16.8	27.0	39.3	60.5	86.5	143.6	182.7
mRNA	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	3.5	1.4	2.3	0.0	8.5	11.2
제네릭 API	9.0	8.0	6.9	9.5	6.0	11.8	6.1	8.0	33.4	31.8	27.5
기타	6.9	7.1	8.0	5.9	12.3	8.7	8.0	5.9	27.7	35.0	35.1
<b>매출총이익</b>	<b>4.3</b>	<b>17.0</b>	<b>21.7</b>	<b>14.7</b>	<b>16.6</b>	<b>20.2</b>	<b>21.3</b>	<b>33.0</b>	<b>57.7</b>	<b>91.1</b>	<b>110.5</b>
yoy	3262.7%	229.8%	2128.1%	6.9%	283.7%	18.7%	-1.9%	124.9%	188.9%	57.8%	21.3%
GPM	15.9%	42.2%	46.9%	28.4%	43.4%	39.5%	35.0%	39.3%	34.9%	38.9%	40.6%
<b>영업이익</b>	<b>(6.5)</b>	<b>4.9</b>	<b>7.8</b>	<b>(0.6)</b>	<b>0.5</b>	<b>3.5</b>	<b>4.5</b>	<b>9.4</b>	<b>5.6</b>	<b>18.0</b>	<b>32.4</b>
yoy	적지	흑전	흑전	적전	흑전	-27.5%	-41.6%	흑전	-129.6%	222.7%	79.8%
OPM	-23.9%	12.1%	16.8%	-1.1%	1.4%	6.9%	7.5%	11.2%	3.4%	7.7%	11.9%
<b>당기순이익</b>	<b>(5.1)</b>	<b>5.7</b>	<b>7.7</b>	<b>(5.0)</b>	<b>2.1</b>	<b>3.4</b>	<b>9.9</b>	<b>6.2</b>	<b>3.4</b>	<b>21.7</b>	<b>29.9</b>
yoy	적지	124.1%	흑전	적지	흑전	-40.2%	28.2%	흑전	-125.7%	541.3%	38.0%
NPM	-18.6%	14.0%	16.7%	-9.6%	5.6%	6.6%	16.3%	7.4%	2.0%	9.3%	11.0%

자료: 대신증권 리서치센터

표 2. 에스티팜 올리고 수주 파이프라인

파트너사	적응증	단계			
		임상 1 상	임상 2 상	임상 3 상	상업화
글로벌제약사 A	고지혈증				
글로벌제약사 B	적수성근위축증				
글로벌제약사 A	동맥경화증				
글로벌바이오텍 C	MDS / MF				
글로벌바이오텍 D	심혈관 질환				
글로벌제약사 E	B 형 간염				
글로벌제약사 F	B 형 간염				
글로벌제약사 G	혈전증				
글로벌바이오텍 D	유전성혈관부종				
글로벌제약사 F	NASH				
글로벌제약사 H	B 형 간염				

주: MDS(골수형성이상증후군), MF(골수섬유증)  
 자료: 에스티팜, 대신증권 리서치센터

표 3. 올리고핵산 생산 capacity 증설 현황

(단위: mol, kg, 배)

	현재	22년 4분기	24년 3분기	26년 1분기
올리고 공장	제 1 등	제 1 등 1,2 차 증설 (Global 제약사 공용 포함)	제 2 등 1 단계	제 2 등 2 단계
총 Capacity	2.0 mole	6.4 mole	10.2 mole	14.0 mole
생산량(추정)	약 330kg~1 톤	약 1 톤~3.2 톤	약 1.7 톤~5.1 톤	약 2.3 톤~7 톤
현재 Capa 대비		3.2 배	5.1 배	7.0 배

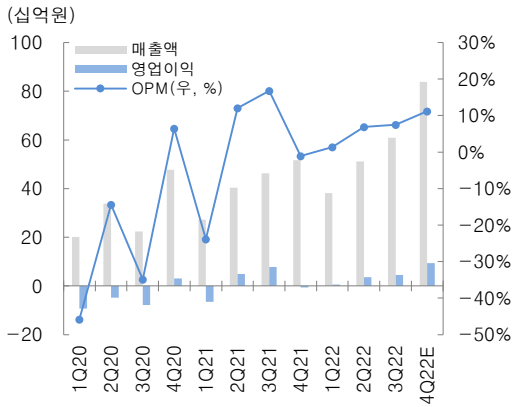
자료: 에스티팜, 대신증권 리서치센터

표 4. 에스티팜 자체 개발 신약 파이프라인

파이프라인	적응증	파트너사	단계			
			Discovery	Pre-C	임상 1 상	임상 2 상
STP0404	AIDS	에모리 대학, 콜로라도 주립대				
STP1002	대장암	콜로라도 주립대, 한국원자력연구원				
STP2104	COVID19	자체 개발				
STP2130	COVID19 (델타변이)	자체 개발				
미공개 1	NASH	한국화학연구원				
미공개 2	경구용헤파린	B&L Deli Pharm				
미공개 3	인플루엔자	한국화학연구원				
기타 2 개		미공개				

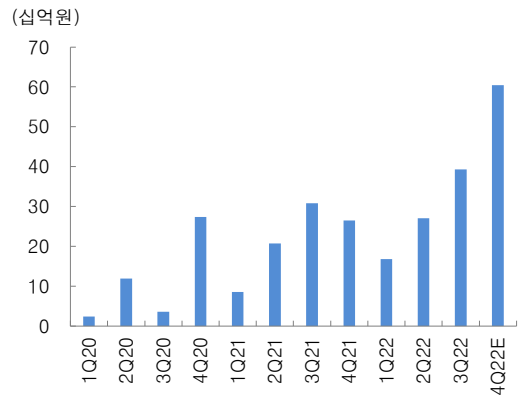
자료: 에스티팜, 대신증권 리서치센터

그림 1. 분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



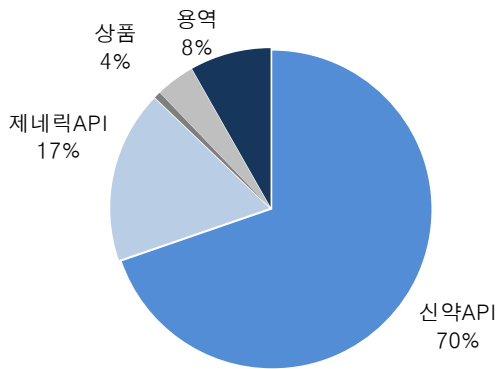
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

그림 2. 올리고핵산 분기별 매출액 추이 및 전망



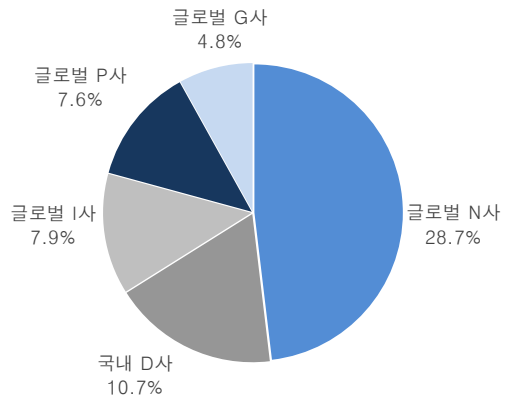
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

그림 3. 주요 품목별 매출 비중



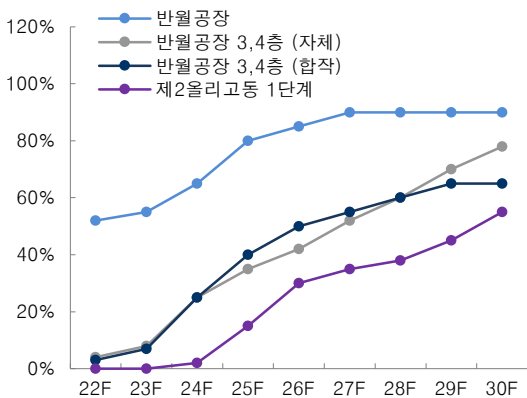
주: 3Q22 연결 기준  
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

그림 4. 주요 매출처



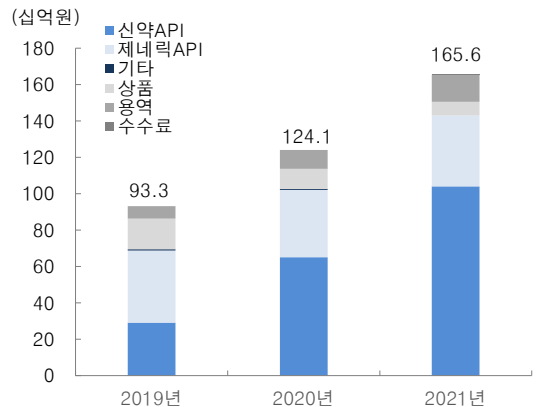
주: 3Q22 연결 기준  
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

그림 5. 공장별 가동률 전망



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

그림 6. 품목별 매출 추이 및 전망



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

## 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

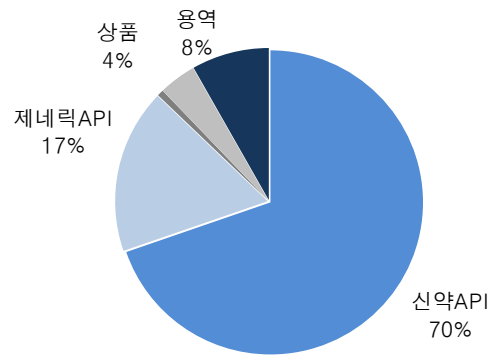
- 1983년 삼천리제약으로 시작 2010년 동아쏘시오그룹에 편입. 저분자화합물 및 올리고핵산 원료의약품 위탁 생산업체. 의약품 위탁생산(CMO) 사업을 중심으로 위탁개발 서비스(CDO) 제공
- 자회사 아나패스 리서치 통한 위탁분석 서비스(CRO) 사업 및 레비티오 통해 mRNA 및 CAR-NKT 신약개발 사업 영위
- 대표이사: 김경진, 주요 주주는 동아쏘시오홀딩스 및 지주회사 임원
- 자산 5,4천억, 부채 2.0천억, 자본 3.4천억(3Q22 기준)  
(발행주식 수: 18,808,775)

### 주가 변동요인

- (+) 올리고핵산 및 mRNA 위탁생산 및 위탁개발 수주 계약 체결, 신약 개발 임상 진전 및 결과 발표
- (-) 수주 부진, 올리고핵산 치료제 시장 축소, 신약 임상 실패

자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

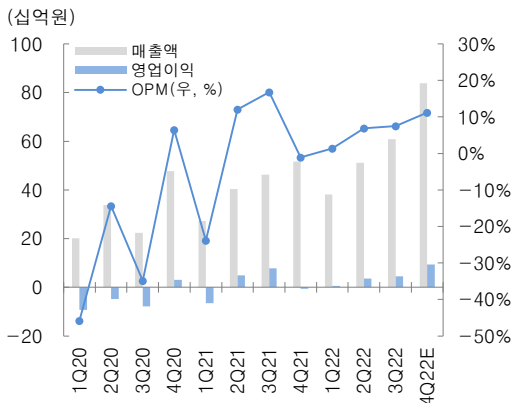
### 주요 품목별 매출 비중



주: 3Q22 기준  
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

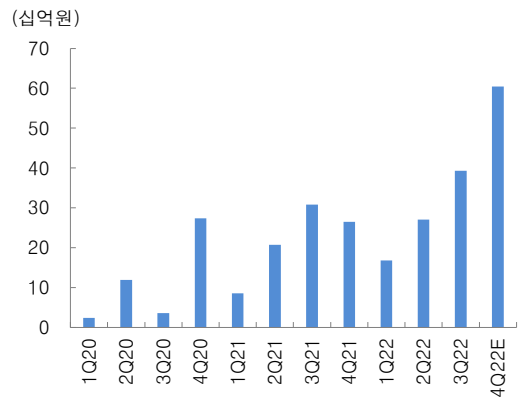
## Earnings Driver

### 분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



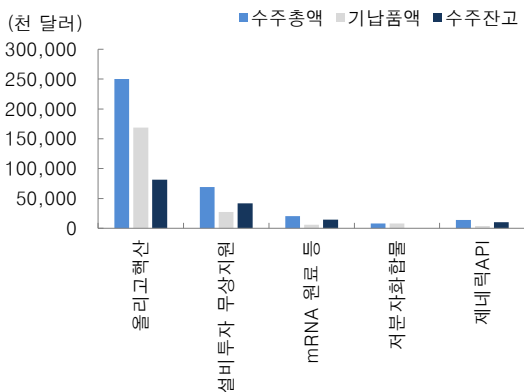
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

### 올리고핵산 분기별 매출 전망



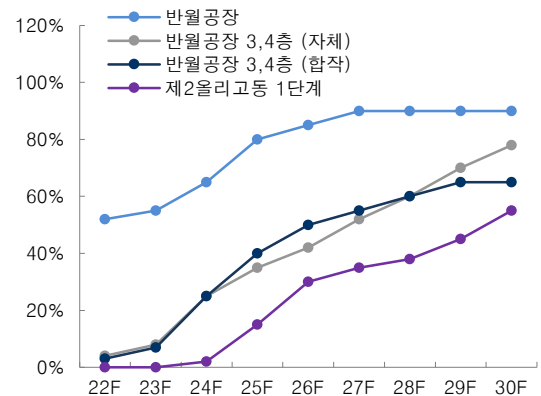
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

### 제품별 수주잔고 추이



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

### 공장별 가동률 전망



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

재무제표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	124	166	233	272	336
매출원가	104	108	142	162	195
매출총이익	20	58	91	111	141
판매비와관리비	39	52	73	78	90
영업이익	-19	6	18	32	51
영업이익률	-15.2	3.4	7.7	11.9	15.1
EBITDA	-5	20	33	50	74
영업외손익	2	-4	10	7	4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	6	6	9	5	2
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-4	-6	-1	-1	-1
외환관련손실	4	1	1	1	1
기타	0	-4	2	2	2
법인세비용차감전순손익	-17	1	28	39	54
법인세비용	4	2	-7	-9	-13
계속사업순손익	-13	3	22	30	42
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-13	3	22	30	42
당기순이익률	-10.6	2.0	9.3	11.0	12.4
비배분순이익	-1	0	0	0	0
지배분순이익	-12	3	22	30	42
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	-13	5	23	32	43
비배분포괄이익	-1	0	0	0	0
지배분포괄이익	-12	5	23	32	43

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-651	177	1,152	1,500	2,216
PER	NA	784.2	76.1	55.1	39.5
BPS	15,830	17,308	17,823	19,413	21,629
PBR	6.6	8.0	4.6	4.2	3.8
EBITDAPS	-255	1,071	1,744	2,681	3,908
EV/EBITDA	NA	130.8	47.7	30.3	20.2
SPS	6,652	8,877	12,378	14,474	17,875
PSR	15.6	15.7	6.6	5.6	4.5
CFPS	-8	1,495	2,269	3,205	4,432
DPS	0	500	0	0	0

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	33.1	33.5	40.5	16.9	23.5
영업이익 증가율	적지	흑전	222.7	79.8	56.9
순이익 증가율	적지	흑전	541.3	38.0	39.4
수익성					
ROC	-5.7	5.1	4.0	7.0	11.1
ROA	-4.8	1.2	3.3	5.4	7.8
ROE	-4.1	1.1	6.6	8.5	10.8
안정성					
부채비율	50.1	52.9	71.0	67.0	68.6
순차입금비율	-4.6	4.4	10.6	-1.3	-10.7
이자보상배율	-29.2	1.1	0.0	0.0	0.0

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	236	244	319	338	402
현금및현금성자산	39	39	57	97	164
매출채권 및 기타채권	47	64	83	83	86
재고자산	45	81	116	95	87
기타유동자산	105	60	62	63	65
비유동자산	210	254	260	277	289
유형자산	174	209	214	231	244
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	36	45	45	46	46
자산총계	446	499	578	615	691
유동부채	19	75	116	122	127
매입채무 및 기타채무	10	26	25	32	36
차입금	0	0	30	30	30
유동성채무	0	15	0	0	0
기타유동부채	9	34	61	61	61
비유동부채	130	97	124	125	155
차입금	24	9	24	24	54
전환증권	102	83	95	95	95
기타비유동부채	5	6	6	6	6
부채총계	149	173	240	247	281
자배지분	295	323	335	365	407
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	175	196	196	196	196
이익잉여금	112	116	128	158	199
기타지분변동	-1	2	2	2	2
비지배지분	1	3	3	3	3
자본총계	297	326	338	368	410
순차입금	-14	14	36	-5	-44

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	-21	7	-4	79	110
당기순이익	-13	3	22	30	42
비현금항목의 가감	13	25	21	30	42
감가상각비	14	14	15	18	23
외환손익	0	-2	-7	-4	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-1	12	13	16	20
자산부채의 증감	-21	-21	-41	27	40
기타현금흐름	0	1	-6	-9	-13
투자활동 현금흐름	-69	-8	-21	-36	-36
투자자산	-5	-11	0	0	0
유형자산	-17	-51	-20	-35	-35
기타	-47	54	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	116	0	20	0	30
단기차입금	0	0	30	0	0
사채	110	0	0	0	0
장기차입금	8	0	15	0	30
유상증자	6	21	0	0	0
현금배당	0	0	-9	0	0
기타	-9	-21	-15	0	0
현금의 증감	26	1	18	39	68
기초 현금	13	39	39	58	97
기말 현금	39	39	58	97	164
NOPLAT	-15	15	14	25	39
FCF	-18	-23	9	8	27

자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:임윤진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 에스티팜(237690) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	23.01.12	22.11.05	22.11.01	22.10.13	22.08.23	22.08.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	120,000	120,000	120,000	120,000	145,000	145,000
과리율(평균%)		(31.64)	(33.02)	(31.69)	(36.44)	(26.94)
과리율(최대/최소%)		(24.25)	(29.50)	(29.50)	(21.38)	(21.38)

제시일자	22.07.08	22.06.02	22.05.24
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	135,000	135,000	135,000
과리율(평균%)	(29.44)	(28.74)	(24.73)
과리율(최대/최소%)	(15.78)	(22.96)	(23.11)

제시일자	22.07.08	22.06.02	22.05.24
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	135,000	135,000	135,000
과리율(평균%)	(29.44)	(28.74)	(24.73)
과리율(최대/최소%)	(15.78)	(22.96)	(23.11)

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230108)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	91.9%	8.1%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상