

2023. 2. 16

Tech팀

서근희, Ph.D.

Analyst

keunhee.seo@samsung.com

정동희

RA

donghee1009.jeong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	120,000원	50.8%
현재주가	81,800원	
시가총액	1.5조원	
Shares (float)	18,808,775주 (52.1%)	
52주 최저/최고	72,500원/115,500원	
60일 평균거래대금	89.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에스티팜 (%)	-6.5	-27.6	-14.1
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-13.0	-21.4	-5.8

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	120,000	120,000	0.0%
2022E EPS	1,002	1,300	-22.9%
2023E EPS	1,582	1,572	-0.6%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	9
Target price	112,000
Recommendation	4.0

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

에스티팜 (237690)

올리고로 일어난 실적

- 4Q22 review: 올리고뉴클레오타이드 수출 확대로 컨센서스 대비 상회. 원가율 상승은 아쉬우나 향후 수율 개선 예정.
- 투자 의견 BUY, 목표주가 12만원 유지: 안정적인 성장세 이어지나, 높은 밸류에이션은 여전히 부담. 하지만 2024년 상업화 물량 확대에 리레이팅 기대.

WHAT'S THE STORY?

4Q22 review: 연결 기준 매출액 1,004억원(+94.1% y-y, +65.1% q-q), 영업이익 102억원(흑전 y-y, +125.0% q-q), 당기순이익 31억원(흑전 % y-y, -69.3% q-q) 달성, 매출액과 영업이익 각각 컨센서스 28.2% 13.1% 상회. 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출액 633억원(+111.2% y-y, +61.1% q-q) 중 고지혈증 치료제(렉비오 추정) 423억원, 동맥경화증 치료제 124억원, 심혈관질환 114억원 기록. 올리고뉴클레오타이드 매출 증가에도 대량 생산 제품의 낮은 단가로 인한 원가율 상승 확인. 향후 수율 향상을 통한 점진적 원가율 개선 기대.

투자 의견 BUY, 목표주가 12만원 유지: 2023년 매출액 2,696억원(+8.1% y-y), 영업이익 273억원(+45.1% y-y) 추정. 올리고뉴클레오타이드 1,688억원(+15.3% y-y), mRNA CDMO 129억원(+106% y-y), CRO 374억원(+5.1% y-y)으로 성장 견인 전망. Leqvio 처방 증가, 2024년 Geron의 Imetelstat 및 심혈관 질환 치료제 상업화, 2025년 B형 간염 치료제 상업화가 이어지면서 대량 생산 물량 확대에 의한 점진적 가동률 상승 전망. 임상용 수요 증가가 예상됨에 따라 1H23 제2올리고동 착공 개시. 2023년 중반 코로나19 mRNA 백신 STP2104 임상 1상 결과 발표 예정. 높은 밸류에이션 대비 성장세는 다소 아쉬우나, 2024년 상업화 단계의 물량 확대가 가시화되기 때문에 지속 성장을 통한 밸류에이션 리레이팅 개선 속도가 빨라질 것으로 기대하여 투자 의견 BUY 유지.

에스티팜 4Q22 review

(십억원)	4Q22	3Q22	전분기 대비 (%)	4Q21	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
매출액	100.4	60.8	65.1	51.7	94.1	78.3	28.2	84.1	19.4
영업이익	10.2	4.5	125.0	-0.6	흑전	9.0	13.1	9.5	7.6
세전이익	3.9	11.9	-67.2	-6.7	흑전	n/a	n/a	11.2	-65.0
지배주주순이익	3.1	9.9	-69.3	-5.0	흑전	7.1	-53.5	9.0	-66.1
이익률 (%)									
영업이익	10.2	7.4		-1.2		11.5		11.3	
세전이익	3.9	19.6		-13.0		0.0		13.3	
지배주주순이익	3.3	16.3		-9.6		9.1		10.7	

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
2022	249	19	28	19	1,002	464.6	81.6	80	46.9	4.6	5.7
2023E	270	27	34	27	1,582	57.8	51.7	91	37.6	4.3	8.6
2024E	327	57	64	51	2,959	87.1	27.6	79	21.9	3.8	14.7

참고: 순이익과 BPS는 지배주주 순이익 기준

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	124	166	249	270	327
매출원가	104	108	160	176	201
매출총이익	20	58	89	94	126
(매출총이익률, %)	16.1	34.9	35.7	34.9	38.6
판매 및 일반관리비	39	52	70	67	69
영업이익	-19	6	19	27	57
(영업이익률, %)	-15.2	3.4	7.6	10.1	17.4
영업외손익	2	-4	9	7	7
금융수익	6	6	15	7	7
금융비용	4	6	5	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-0	0	-0
세전이익	-17	1	28	34	64
법인세	-4	-2	2	7	13
(법인세율, %)	21.8	-168.0	6.1	20.0	20.0
계속사업이익	-13	3	19	27	51
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-13	3	19	27	51
(순이익률, %)	-10.6	2.0	7.4	10.1	15.5
지배주주순이익	-12	3	19	30	56
비지배주주순이익	-1	0	-0	-3	-5
EBITDA	-5	20	35	43	74
(EBITDA 이익률, %)	-3.8	12.1	13.9	16.1	22.5
EPS (지배주주)	-651	177	1,002	1,582	2,959
EPS (연결기준)	-705	181	984	1,444	2,701
수정 EPS (원)*	-651	177	1,002	1,582	2,959

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	-21	7	4	26	48
당기순이익	-13	3	19	27	51
현금유출입이없는 비용 및 수익	13	25	23	23	29
유형자산 감가상각비	14	14	15	15	16
무형자산 상각비	0	0	1	1	1
기타	-1	10	7	7	13
영업활동 자산부채 변동	-21	-21	-34	-17	-19
투자활동에서의 현금흐름	-69	-8	-35	-34	-35
유형자산 증감	-17	-51	-40	-27	-27
장단기금융자산의 증감	-47	40	-10	-7	-8
기타	-5	3	15	-0	0
재무활동에서의 현금흐름	116	-0	6	-7	-7
차입금의 증가(감소)	111	-19	43	2	3
자본금의 증가(감소)	6	21	0	0	0
배당금	0	0	-9	-9	-9
기타	-1	-2	-27	0	0
현금증감	26	1	-23	-15	7
기초현금	13	39	39	16	1
기말현금	39	39	16	1	8
Gross cash flow	-0	28	41	50	80
Free cash flow	-38	-45	-37	-1	21

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	2022	2023E	2024E
유동자산	236	244	260	276	317
현금 및 현금등가물	39	39	16	1	8
매출채권	45	63	0	0	0
재고자산	45	81	122	137	155
기타	106	61	122	137	154
비유동자산	210	254	284	295	306
투자자산	10	15	15	15	16
유형자산	174	209	235	247	258
무형자산	10	13	13	12	12
기타	16	18	21	21	21
자산총계	446	499	544	571	623
유동부채	19	75	87	96	105
매입채무	5	13	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	14	63	87	96	105
비유동부채	130	97	117	118	118
사채 및 장기차입금	126	91	106	106	106
기타 비유동부채	5	6	11	12	12
부채총계	149	173	204	214	224
지배주주지분	295	323	336	357	403
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	175	196	196	196	196
이익잉여금	112	116	125	145	192
기타	-1	2	6	6	6
비지배주주지분	1	3	3	1	-4
자본총계	297	326	340	357	399
순부채	4	24	80	91	79

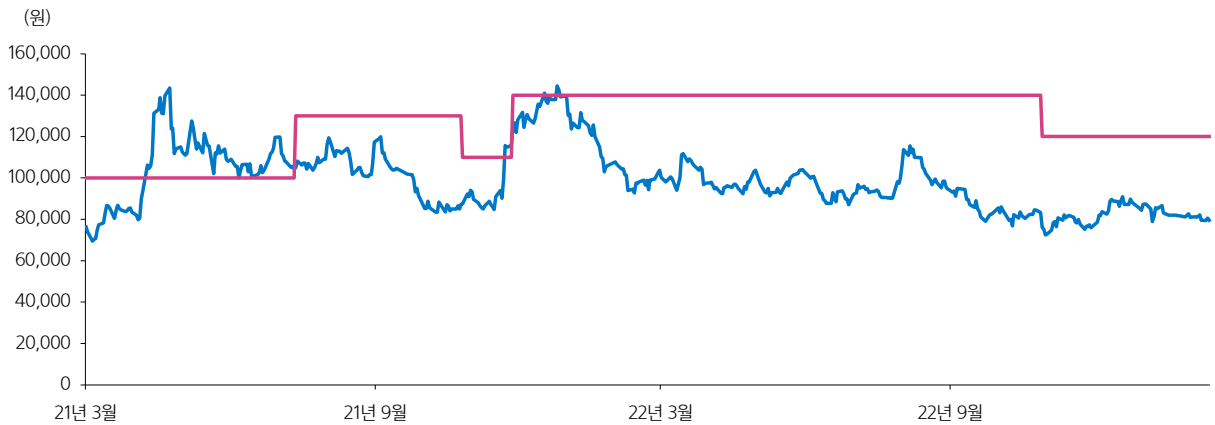
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	33.1	33.5	50.5	8.1	21.4
영업이익	적지	흑전	237.7	45.1	108.2
순이익	적지	흑전	447.9	46.8	87.1
수정 EPS**	적지	흑전	464.6	57.8	87.1
주당지표					
EPS (지배주주)	-651	177	1,002	1,582	2,959
EPS (연결기준)	-705	181	984	1,444	2,701
수정 EPS**	-651	177	1,002	1,582	2,959
BPS	15,830	17,171	17,884	18,966	21,424
DPS (보통주)	0	500	500	500	500
Valuations (배)					
P/E***	n/a	784.2	81.6	51.7	27.6
P/B***	6.6	8.1	4.6	4.3	3.8
EV/EBITDA	n/a	131.3	46.9	37.6	21.9
비율					
ROE (%)	-4.1	1.1	5.7	8.6	14.7
ROA (%)	-3.3	0.7	3.5	4.9	8.5
ROIC (%)	-5.8	5.2	5.0	5.4	10.4
배당성향 (%)	0.0	283.9	49.9	31.6	16.9
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.4	0.6	0.6	0.6
순부채비율 (%)	1.4	7.5	23.7	25.4	19.8
이자보상배율 (배)	-29.2	1.1	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 2월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 2월 15일 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	2021/1/26	7/15	10/29	11/30	2022/11/1	11/1
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	100,000	130,000	110,000	140,000	120,000	120,000
과리율 (평균)	0.36	-21.70	-15.23	-27.62		
과리율 (최대 or 최소)	43.50	-7.77	5.18	3.21		

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 2022년 12월 31일 기준

매수: 80.6% | 보유: 19.4% | 매도: 0.0%

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