

2023. 1. 12

Tech팀

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

정동희
RA
donghee1009.jeong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	120,000원	47.8%
현재주가	81,200원	
시가총액	1.5조원	
Shares (float)	18,808,775주 (52.1%)	
52주 최저/최고	72,500원/131,600원	
60일-평균거래대금	90.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에스티팜 (%)	-3.0	-15.4	-34.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-1.7	-8.6	-10.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	120,000	120,000	0.0%
2022E EPS	1,300	1,313	-1.0%
2023E EPS	1,572	1,600	-1.8%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	15
Target price	121,867
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

에스티팜 (237690)

잡음에도 본질은 변하지 않는다

- 경쟁사 증설 소식 및 주요 생산 품목의 매출 부진으로 인한 주가 횡보 중.
- 투자 의견 BUY, 목표주가 12만원 유지: 대량 생산에서의 트랙 레코드 기반으로, 올리고 초기 파이프라인 수주 확보를 통한 중장기 성장성 여전한 만큼 투자 의견 유지.

WHAT'S THE STORY?

Agilent 공장 증설 발표: 지난 10일 올리고 의약품 CMO 업체인 Agilent는 7억 2,500만 달러 규모의 Capa 증설 결정. 2026년말 완공하여 2027년 가동 개시. siRNA, antisense 외에 CRISPR-Cas9에 사용되는 가이드 RNA 등 원료 물질 생산 예정. 올리고 치료제 개발 확대로 생산 수요 증가에 조기 대응 목적. 현재 15개 올리고 치료제 FDA 승인 획득. 246개의 임상 진행 중, 그중 3상 단계에 22개로 향후 2-3년 내 올리고 대량 생산 수요 증가 전망. Agilent의 증설 발표 이후 수요 분산에 대한 우려로 에스티팜 당일 주가 7.2% 하락 마감. 현재 올리고 의약품 임상 단계 고려 시에 수요 대비 공급 과잉 구간이지만, 임상용 파이프라인에 대한 수주를 선제적으로 확보해야 상업용 물량 생산 가능하기 때문에, 공격적인 Capa 증설 필요. CMO 시장에서 과점하기 위해서는 경쟁사 대비 생산 기술력(대량 생산 수율, 플랫폼 등) 확보 중요.

Leqvio 매출 부진: 에스티팜의 대량 생산 품목으로 추정되는 Leqvio의 미국 매출 부진으로 에스티팜의 올리고 CMO 가동에 대한 우려. 2023년 개선된 보험 환급으로 Leqvio 매출 성장 기대. 2022년 3분기 누적 매출액 7천만 달러로 기대 이하의 매출 기록, 이는 보험 환급 문제로 인한 병원 부담에 기인. 경쟁제품인 Repatha(Amgen), Praluent(Regeneron)은 Medicare Part D 프로그램에 속해 PBM(Pharmacy benefit manager)에서 의사에게 상환. 반면 Leqvio는 Medicare Part B 프로그램으로 처방. 전문의가 환자에게 약물을 투여한 후 CMS로부터 상환받기 전에 약물을 선구입해야 해서 재정적 부담이 큼. 코로나19 이후 병원 예산 부족으로 재정 부담이 큰 약물 처방 제한. Novartis는 3Q22 컨퍼런스 콜에서 전문의에게 채택 확대, 개선된 환급 프로세스를 통해 병원의 재정 부담을 줄여 Leqvio 처방을 유도할 것으로 밝힘.

투자 의견 BUY, 목표주가 12만원 유지: Leqvio의 2022년 1월 발매로 대량 생산을 경험한 올리고 CMO 업체는 Agilent, 에스티팜으로 대량 생산에서의 트랙 레코드 기반, 글로벌 수주 활동은 타 CMO 업체 대비 유리할 것으로 기대. 2023년 매출액 2,696억원(+15.7% y-y), 영업이익 303억원(+67.1% y-y) 전망. 전방 사업 수요 고려 시 신규 설립한 공장 가동률 지속 상승 기대, 실적 성장세 고려 시 투자 의견 BUY 유지.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	166	233	270	327
영업이익 (십억원)	6	18	30	60
순이익 (십억원)	3	24	30	53
EPS (adj) (원)	177	1,300	1,572	2,829
EPS (adj) growth (%)	흑전	632.6	20.9	80.0
EBITDA margin (%)	12.1	14.6	17.2	23.4
ROE (%)	1.1	7.4	8.4	13.9
P/E (adj) (배)	784.2	67.4	51.7	28.7
P/B (배)	8.1	4.8	4.2	3.8
EV/EBITDA (배)	131.3	50.9	34.8	20.9
Dividend yield (%)	0.4	0.6	0.6	0.6

자료: 에스티팜, 삼성증권 추정

에스티팜 목표주가

(십억원, 원)	2023E			분류	주요 가정 (올리고 산업 성장성 반영)
	Base	Bull	Bear		
에스티팜 (A=B+C-D)	2,283	2,848	1,411	Base	올리고: 풀가동 시화 2025E, 반월 2026E 공장 효율: 시화/반월 70% mRNA: 코로나19 백신 임상 2/3상 성공
현재가치 (B)	423	505	325		
영구현금흐름 현재가치 (C)	1,943	2,425	1,168		
순현금 (D)	82	82	82	Bull	올리고: 풀가동 시화 2024E, 반월 2025E 공장 효율: 시화/반월 70% mRNA: 코로나19 백신 임상 2/3상 성공
보통주 주식 수 (E, 천주)	18,809	18,809	18,809		
적정주가 (A/E)	121,404	151,397	75,014	Bear	올리고: 풀가동 시화/반월 2028E 공장 효율: 시화/반월 70% mRNA: 코로나19 백신 임상 실패
목표주가	120,000	150,000	80,000		
현재주가	85,000	85,000	85,000		
Upside	41.2	76.5	-5.9		

참고: 주요 가정은 올리고 CMO에 대한 가정. 풀가동 시점은 전방 산업 (올리고 치료제)의 수요 성장에 따라 달라질 것으로 기대. 향후 경쟁사의 Capa 증설과도 연동.

자료: 삼성증권 추정

에스티팜 DCF 밸류에이션

(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
신약 API	187	240	319	390	462	576
YoY	21.1	28.2	33.2	22.0	18.7	24.6
케미컬 API	18	20	22	26	30	36
YoY	30.4	9.9	11.9	14.2	17.1	20.5
올리고 API	169	220	297	364	432	540
YoY	20.2	30.1	35.1	22.6	18.8	24.9
제네릭 API	32	33	34	35	36	37
YoY	2.1	2.5	3.0	2.7	2.5	2.3
mRNA	13	16	16	16	16	16
매출액	232	289	369	440	514	629
YoY	14.4	24.2	27.9	19.3	16.8	22.3
EBIT	30	60	58	96	141	223
TAX	7	13	13	21	31	49
NOPAT	24	47	45	75	110	174
감가상각	16	17	20	19	18	17
CAPEX	27	27	70	0	0	0
운전자본증감	0	0	0	0	0	0
FCF	34	57	95	56	93	157
가중평균자본비용 (%)	8.5					
영구성장률 (%)	3.0					
영구현금흐름 가치						2,926
할인율	0.0	7.9	15.1	21.8	27.9	33.6
현재가치 (A)	34	53	81	44	67	104
영구현금흐름 현재가치 (B)						1,943
합산가치 (A+B)	2,326					

참고: COE=9.4%, 무위험수익률 (2.0%, 국고채 3년물)+시장위험수익률 6.0%*Beta 1.2, COD=6.4% 적용

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	124	166	233	270	327
매출원가	104	108	147	176	201
매출총이익	20	58	86	94	126
(매출총이익률, %)	16.1	34.9	36.8	34.9	38.6
판매 및 일반관리비	39	52	68	64	66
영업이익	-19	6	18	30	60
(영업이익률, %)	-15.2	3.4	7.8	11.2	18.3
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	27	37	67
법인세	-4	-2	3	7	13
(법인세율, %)	21.8	-168.0	11.2	20.0	20.0
계속사업이익	-13	3	24	30	53
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-13	3	24	30	53
(순이익률, %)	-10.6	2.0	10.5	11.0	16.2
지배주주순이익	-12	3	24	30	53
비지배주주순이익	-1	0	-0	0	0
EBITDA	-5	20	34	46	77
(EBITDA 이익률, %)	-3.8	12.1	14.6	17.2	23.4
EPS (지배주주)	-651	177	1,300	1,572	2,829
EPS (연결기준)	-705	181	1,297	1,572	2,829
수정 EPS (원)*	-651	177	1,300	1,572	2,829

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	-21	7	10	29	51
당기순이익	-13	3	24	30	53
현금유출입이없는 비용 및 수익	13	25	24	23	30
유형자산 감가상각비	14	14	15	15	16
무형자산 상각비	0	0	1	1	1
기타	-1	10	8	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	-17	-12	9
기초현금	13	39	39	22	9
기말현금	39	39	22	9	18
Gross cash flow	-0	28	48	53	83
Free cash flow	-38	-45	-31	2	24

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	266	284	328
현금 및 현금등가물	39	39	22	9	18
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	550	579	633
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	342	362	406
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	175	196	196	196	196
이익잉여금	112	116	131	151	195
기타	-1	2	6	6	6
비지배주주지분	1	3	3	3	3
자본총계	297	326	345	366	409
순부채	4	24	74	82	68

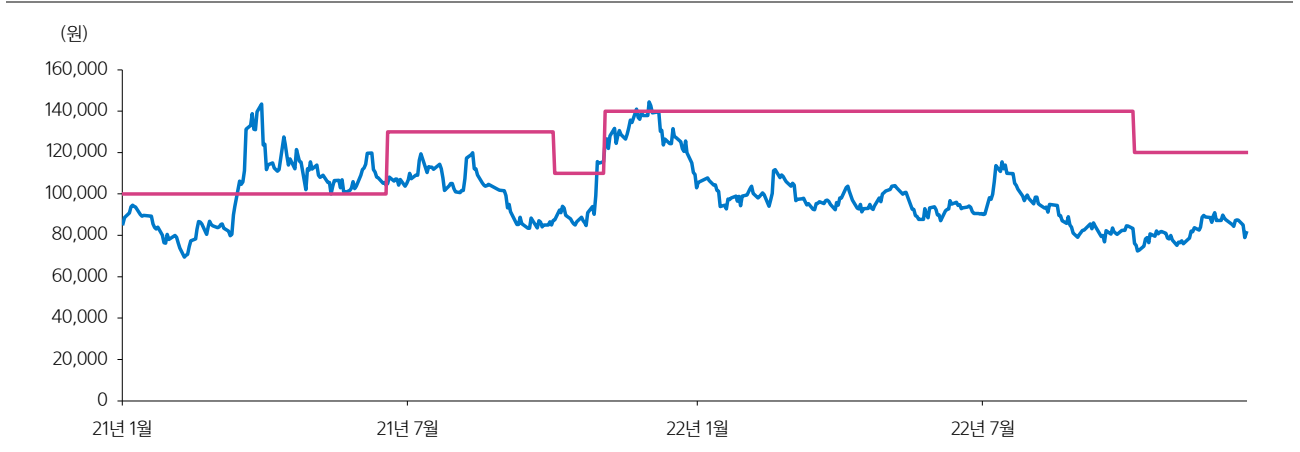
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	33.1	33.5	40.7	15.7	21.4
영업이익	적지	흑전	225.3	67.1	97.5
순이익	적지	흑전	622.6	21.1	80.0
수정 EPS**	적지	흑전	632.6	20.9	80.0
주당지표					
EPS (지배주주)	-651	177	1,300	1,572	2,829
EPS (연결기준)	-705	181	1,297	1,572	2,829
수정 EPS**	-651	177	1,300	1,572	2,829
BPS	15,830	17,171	18,182	19,254	21,582
DPS (보통주)	0	500	500	500	500
Valuations (배)					
P/E***	n/a	784.2	67.4	51.7	28.7
P/B***	6.6	8.1	4.8	4.2	3.8
EV/EBITDA	n/a	131.3	50.9	34.8	20.9
비율					
ROE (%)	-4.1	1.1	7.4	8.4	13.9
ROA (%)	-3.3	0.7	4.7	5.2	8.8
ROIC (%)	-5.8	5.2	4.6	6.0	11.0
배당성향 (%)	0.0	283.9	38.5	31.8	17.7
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.4	0.6	0.6	0.6
순부채비율 (%)	1.4	7.5	21.6	22.5	16.7
이자보상배율 (배)	-29.2	1.1	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 1월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 1월 11일 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	2020/9/17	2021/1/26	7/15	10/29	11/30	11/1
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	88000	100000	130000	110000	140000	120000
과리율 (평균)	-7.73	0.36	-21.70	-15.23		
과리율 (최대 or 최소)	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 2015년 3월 31일 기준

매수: 72.6% | 보유: 27.4% | 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