

4Q 높은 매출 성장, 선제적 증설의 이유

Analyst 엄민용

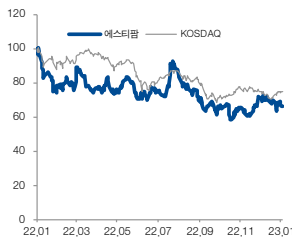
02-3787-2474 myeom@hmsec.com

현재주가 (1/19)	82,500원
상승여력	45.5%
시가총액	1,552십억원
발행주식수	18,809천주
자본금/액면가	9십억원/500원
52주 최고가/최저가	125,600원/72,500원
일평균 거래대금 (60일)	10십억원
외국인지분율	0.00%
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 5인 46.49%
추가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-6.9 0.9 -12.4
상대주가(%)p	-6.3 -2.3 -3.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(22F)	EPS(23F)	T/P
Before	960	1,413	120,000
After	1,406	2,026	120,000
Consensus	987	1,308	
Cons. 차이	42.5%	54.9%	N/A

최근 12개월 추가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

4분기 보여준 본업의 성장세, 비용은 아쉬운 부분이나 성장의 초석 마련 중, 연결 실적 확인 필요

- 동사 4분기 별도기준 잠정실적 발표, 별도기준 매출액 889억원(YoY +93.4%), 영업이익 108억원(YoY +743.4%, OPM 12.1%)로 본업에서 전년 동기 대비 큰 실적 성장세 보여주었으나, 기타 매출에서 연결기준 외국 법인 CRO기업 ANAPATH의 4분기 매출액, 연결기준 신약 개발 기업 레바티오, 버나젠의 판관비용 등이 합산되지 않아 4분기 실적은 추정 필요 상태
- 그러나 별도기준 연간 매출 '22년 4분기 누적 2,093억원을 달성, 연간 올리고 매출 또한 1,468억원으로 수출 통계 추정치 상회하며 올리고 매출액 '21년 대비 큰 폭의 증가
- 4분기 연결기준 매출액 1,019억원(YoY +96.9%, QoQ +67.5%), 영업이익 125억원 (YoY 흑전, QoQ +175.6%, OPM 12.3%)로 추정, '22년 누적 매출액 2,508억원(YoY +51.4%), 영업이익 221억원(YoY +278.8%, OPM 8.4%) 추정

'23년도 본업의 성장은 지속될 것, 올리고 API 공장의 선제적 증설의 증명까지 멀지 않았다

- '23년 본업의 성장을 증명해 줄 cGMP 인증 실사 대기 중인 제품이 현재 최소 3건 대기 중으로 임상 3상을 진행 중이거나 상업화된 글로벌 바이오텍 항암제, 척추성근위축증, 심혈관질환 치료제 등의 실사 및 생산 수주 또한 기대
- 노바티스의 척추성 근위축증(SMA) 치료제 졸겐스마가의 최근 간 독성 사망환자 2명이 발생되어 경쟁 약물들의 처방이 늘어날 수 있을 것으로 기대되며, 동사가 TIDES학회에서 검토되었던 적응증 중 척추성근위축증 치료제가 있어 수주 기대감 높아짐
- 제너릭의 매출은 저수익 부분을 줄이고 고수익 부분을 늘렸음에도 불구하고 연간 매출액 비중이 별도 기준 19.3%로 '23년에도 매출은 지속 증가될 것으로 추정되어 본업 외 성장도 긍정적
- '23년부터 제2올리고동 착공, '25년 10.5mole CAPA에서 '26년 14mole CAPA까지 최소 4-5개의 상업화 물량이 생산 예정, 시장 수요 증가에 따른 경쟁사 대비 선제적 공장 증설은 필수적 선택

주가전망 및 Valuation

- 최근 유럽소재 글로벌 제약사 고지혈증 치료제 (렉비오 추정) 생산의 계약기간이 연장되었으나 수주금액이 증액되지 못하였고, 경쟁사의 증설 계획 등의 발표로 약세이나, '22년 5건의 원료 공급 계약을 연장하며 3분기에 이어 4분기 큰 매출 성장하였고, 동맥경화증 치료제의 올리고 API의 PPQ 배치 생산 계약이 지난 19일 공시, 심혈관질환 치료제 추가 PPQ 생산 등도 기대
- '23년 상업화 물량 생산 준비를 위한 cGMP 인증 실사 등 본업의 신규 올리고 API 수주 기대감은 높아지고 있어 성장성을 주목, 동사에 대한 투자 의견 BUY 유지 및 목표주가 120,000원 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	124	-19	-12	-5	-651	적지	NA	6.6	NA	NA	0.0
2021	166	6	3	20	177	흑전	784.2	8.1	130.7	1.1	0.4
2022F	251	21	26	37	1,406	692.3	62.3	4.8	45.6	7.9	0.6
2023F	323	33	38	51	2,026	44.1	40.7	4.2	32.6	10.6	0.6
2024F	424	49	51	67	2,710	33.7	30.4	3.7	24.8	13.0	0.6

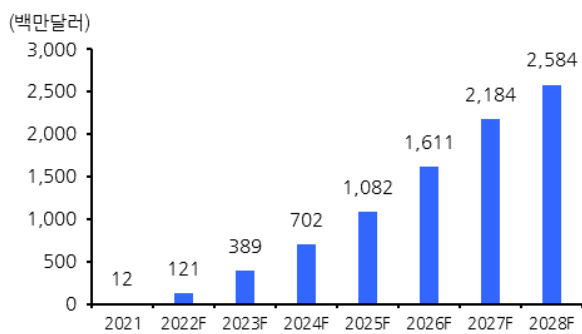
* K-IFRS 연결 기준

<표1> 에스티팜 분기별 매출 추정치(연결)

(단위: 십억원)

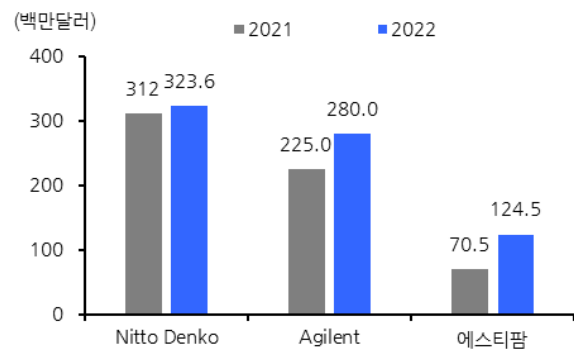
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E
매출액	37.0	51.1	60.8	101.9	70.6	73.1	84.9	94.5	250.8	323.1
yoy	35.7%	26.7%	31.4%	96.9%	90.9%	43.0%	39.6%	-7.3%	51.4%	28.8%
qoq	-28.5%	38.3%	19.0%	67.5%	-30.7%	3.6%	16.1%	11.3%		
올리고 매출(십억원)	16.8	27.0	39.3	63.3	31.7	32.7	45.7	54.9	146.4	164.9
올리고 생산량(kg)	86.6	139.2	202.6	326.4	163.4	168.3	235.6	282.8	754.7	850.1
올리고 생산량(mole)	0.2	0.3	0.5	0.8	0.4	0.4	0.6	0.7	1.9	2.1
올리고 CAPA(mole)	0.5	1.5	2.5	0.5	1.6	1.6	1.6	1.6	2.0	6.4
올리고 가동률 평균	43.3%	23.2%	20.3%	20.7%	25.5%	26.3%	36.8%	44.2%	26.9%	33.2%
저분자 화합물 매출	1.9	0.1	6.0	8.5	8.8	9.0	9.3	9.6	16.5	36.7
제네릭 원료 매출	6.0	6.0	6.8	16.2	15.7	15.2	14.8	14.3	35.0	60.1
mRNA 관련 매출	1.2	3.5	1.4	1.3	1.5	2.9	1.4	1.6	7.6	7.5
기타 매출	12.3	8.7	8.0	12.5	12.9	13.3	13.7	14.1	41.5	53.9
매출원가	20.4	30.9	39.5	51.2	41.4	38.8	44.7	40.9	142.0	165.8
매출총이익	16.6	20.2	21.3	50.7	29.2	34.3	40.2	53.6	108.8	157.3
매출총이익률(%)	44.8%	39.5%	35.0%	49.8%	41.4%	47.0%	47.3%	56.7%	43.4%	48.7%
판매관리비	16.0	16.7	16.8	38.2	26.9	26.8	32.1	38.3	87.7	124.0
판매관리율(%)	43.4%	32.6%	27.6%	37.5%	38.1%	36.7%	37.8%	40.5%	35.0%	38.4%
영업이익	0.5	3.5	4.5	12.5	2.3	7.5	8.1	15.3	21.1	33.3
영업이익률	-1.5%	-6.9%	-7.5%	12.3%	3.3%	10.3%	9.6%	16.2%	8.4%	10.3%
yoy	흑전	-27.5%	-41.6%	흑전	336%	113.0%	78.8%	22%	278.8%	57.6%
qoq	흑전	558.7%	28.5%	175.6%	-81%	222.0%	7.8%	88.5%		
당기순이익	2.1	3.4	9.9	10.7	4.1	8.9	9.7	14.3	26.1	37.1
당기순이익률	5.8%	6.6%	16.3%	10.5%	5.9%	12.2%	11.4%	15.2%	10.4%	11.5%
yoy	흑전	-40.2%	28.2%	흑전	92.7%	163.0%	-2.1%	34.6%	672.9%	42.1%
qoq	흑전	57.9%	193.0%	7.3%	-61.2%	115.5%	9.1%	47.6%		

<그림1> 노바티스 렉비오 매출 전망



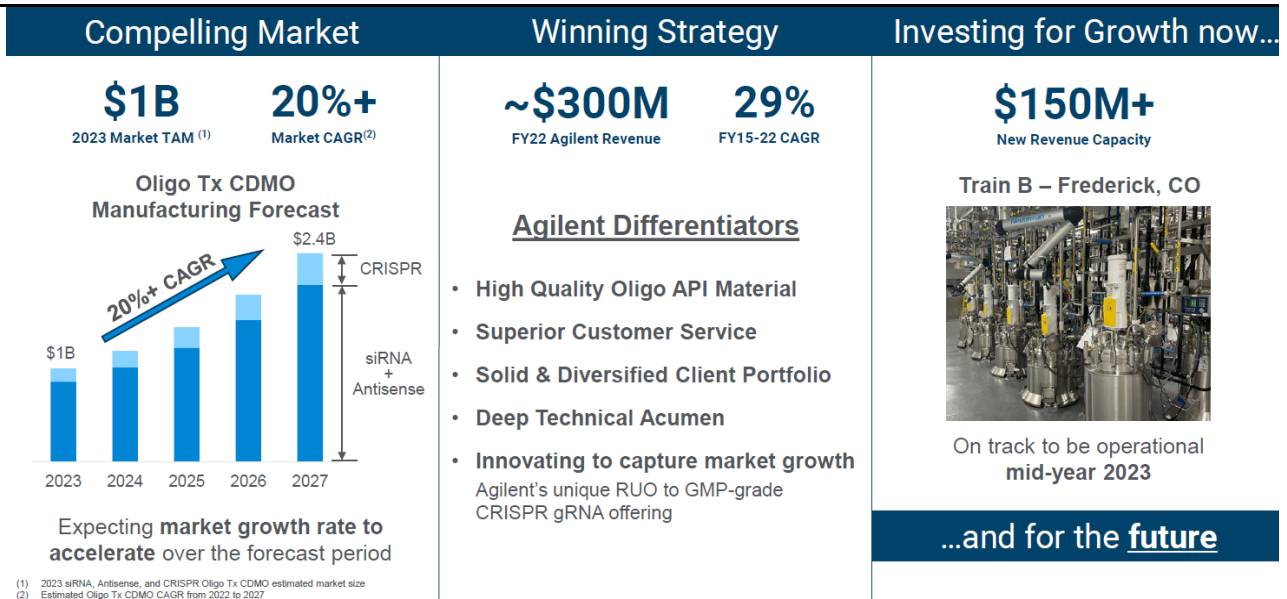
자료 : Evaluate Pharma, 현대차증권

<그림2> 올리고 경쟁사 '22년 매출액 비교 (추정치)



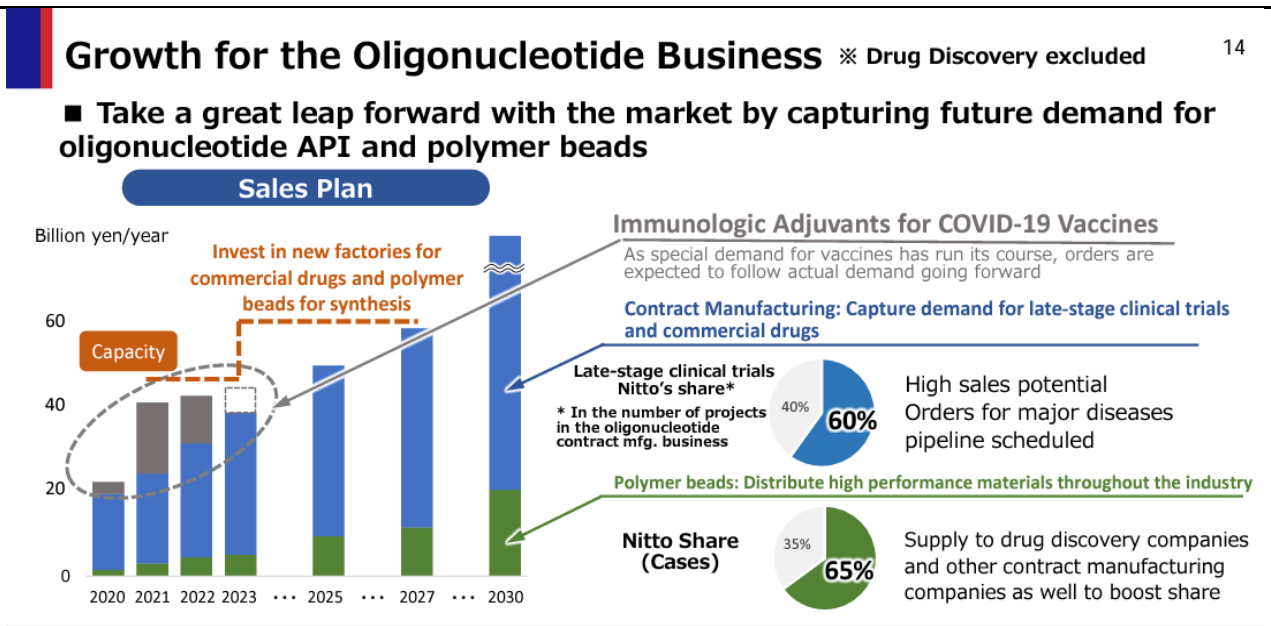
자료 : 각 사, 현대차증권

<그림3> Agilent JP모건헬스케어컨퍼런스 올리고뉴클레오타이드 매출 관련 발표 자료



자료 : Agilent, 현대차증권

<그림4> Avecia 올리고뉴클레오타이드 매출 관련 발표 자료 ('22년 9월 기준)



자료 : Nitto denko avecia, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	124	166	251	323	424
증가율 (%)	33	33	51	29	31.3
매출원가	104	108	142	166	192
매출원가율 (%)	84	65	57	51	45.3
매출총이익	20	58	109	157	232
매출이익률 (%)	16	35	43	49	54.7
증가율 (%)	흑전	189	88	45	47.8
판매관리비	39	52	88	124	183
판매비율 (%)	31	31	35	38	43.2
EBITDA	-5	20	37	51	67
EBITDA 이익률 (%)	-4	12	15	16	15.8
증가율 (%)	적지	흑전	86	37	31.4
영업이익	-19	6	21	33	49
영업이익률 (%)	-15	3	8	10	11.6
증가율 (%)	적지	흑전	279	58	48.5
영업외손익	2	-4	8	10	10
금융수익	6	6	17	19	19
금융비용	4	6	7	7	7
기타영업외손익	0	-4	-1	-2	-2
종속/관계기업관련손	0	0	1	4	4
세전계속사업이익	-17	1	30	48	64
세전계속사업이익률	-14	1	12	15	15.1
증가율 (%)	적지	흑전	2,278	59	33.3
법인세비용	-4	-2	4	10	14
계속사업이익	-13	3	26	37	50
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-13	3	26	37	50
당기순이익률 (%)	-11	2	10	11	11.8
증가율 (%)	적지	흑전	673	42	35.1
지배주주지분 순이익	-12	3	26	38	51
비지배주주지분 순이익	-1	0	0	-1	-1
기타포괄이익	1	2	1	0	0
총포괄이익	-13	5	27	37	50

(단위:십억원)

현금흐름표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐	-21	7	40	50	27
당기순이익	-13	3	26	37	50
유형자산 상각비	14	14	15	17	17
무형자산 상각비	0	0	1	1	1
외환손익	0	-2	-4	0	0
운전자본의감소(증가)	-21	-21	-6	-5	-41
기타	-1	13	8	0	0
투자활동으로인한현금흐	-69	-8	-73	-13	-47
투자자산의 감소(증가)	-6	-6	-1	0	-1
유형자산의 감소	0	1	1	0	0
유형자산의	-17	-52	-45	-20	-24
기타	-46	49	-28	6	-22
재무활동으로인한현금흐	116	0	57	126	61
차입금의 증가(감소)	9	-15	67	14	-1
사채의증가(감소)	102	-19	2	0	0
자본의 증가	6	21	0	0	0
배당금	0	0	-9	-9	-9
기타	-2	14	-2	121	71
기타현금흐름	0	1	1	0	0
현금의증가(감소)	26	1	25	163	41
기초현금	13	39	39	64	227
기말현금	39	39	64	227	268

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	236	244	385	537	673
현금성자산	39	39	64	227	268
단기투자자산	84	44	87	80	102
매출채권	45	63	91	95	122
재고자산	45	81	129	122	163
기타유동자산	4	7	14	13	17
비유동자산	210	254	289	291	298
유형자산	174	209	239	242	249
무형자산	10	13	13	12	12
투자자산	10	15	16	16	17
기타비유동자산	16	18	21	21	21
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	446	499	674	828	971
유동부채	19	75	156	269	370
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	5	13	25	23	30
유동성장기부채	0	15	37	159	230
기타유동부채	14	48	94	87	110
비유동부채	130	97	171	184	186
사채	102	83	85	85	85
장기차입금	24	9	71	85	84
장기금융부채	0	0	4	4	4
기타비유동부채	5	6	11	10	13
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	149	173	327	453	556
지배주주지분	295	323	344	373	414
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	175	196	196	196	196
자본조정 등	0	2	5	5	5
기타포괄이익누계액	-1	0	1	1	1
이익잉여금	112	116	133	161	203
비지배주주지분	1	3	3	2	1
자본총계	297	326	347	375	415

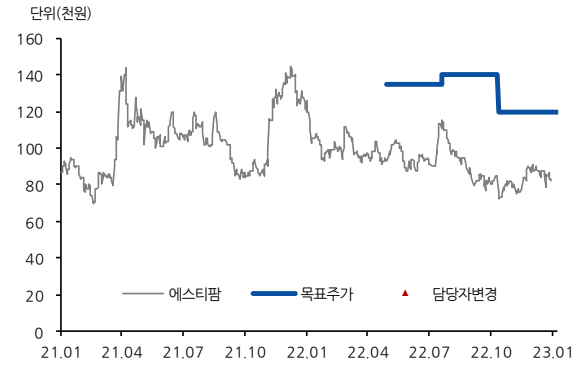
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS(당기순이익 기준)	-705	181	1,388	1,972	2,637
EPS(지배순이익 기준)	-651	177	1,406	2,026	2,710
BPS(자본총계 기준)	15,907	17,334	18,455	19,927	22,064
BPS(지배지분 기준)	15,830	17,171	18,288	19,815	22,025
DPS	0	500	500	500	500
P/E(당기순이익 기준)	N/A	769.1	63.1	44.0	32.9
P/E(지배순이익 기준)	N/A	784.2	62.3	42.8	32.0
P/B(자본총계 기준)	6.5	8.0	4.7	4.4	3.9
P/B(지배지분 기준)	6.6	8.1	4.8	4.4	3.9
EV/EBITDA(Reported)	-405.1	130.7	45.6	32.6	24.8
배당수익률	0.0	0.4	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	흑전	666.8	42.1	33.7
EPS(지배순이익 기준)	적지	흑전	692.3	44.1	33.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-4.4	1.1	7.8	10.3	12.6
ROE(지배순이익 기준)	-4.1	1.1	7.9	10.6	13.0
ROA	-3.3	0.7	4.5	4.9	5.5
안정성 (%)					
부채비율	50.1	52.9	94.2	120.9	134.0
순차입금비율	순현금	4.2	13.6	7.0	8.1
이자보상배율	NA	1.1	N/A	N/A	N/A

▶ 투자이건 및 목표주가 추이

일자	투자이건	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.05.19	BUY	135,000	-29.14	-14.44
2022.08.10	BUY	140,000	-36.01	-18.57
2022.11.01	BUY	120,000	-31.43	-24.25
2023.01.20	BUY	120,000		

▶ 최근 2년간 에스티팜 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 엄민용의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자이건 분류

- ▶ 업종 투자이건 분류 현대차증권의 업종투자이건은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ 현대차증권의 종목투자이건은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.01.01~2022.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175건	92.6%
보유	14건	7.4%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.