

에스티팜 (237690)

제약/바이오



하현수

02 3770 2688

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	120,000원 (I)
현재주가 (2/20)	81,000원
상승여력	48%

시가총액	15,235억원
총발행주식수	18,808,775주
60일 평균 거래대금	92억원
60일 평균 거래량	109,174주
52주 고	115,500원
52주 저	72,500원
외인지분율	0.88%
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 5인 46.49%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.2)	(1.1)	(17.4)
상대	(10.1)	(8.2)	(7.7)
절대(달려환산)	(5.7)	2.4	(23.7)

RNA 치료제 고성장의 수혜 기대

4Q22 Review: 올리고 사업 성장 확인

22년 4분기 동사는 매출액 1,004억과 영업이익 102억원을 기록하며 분기 최대 매출액을 기록 했다. 제네릭 API와 CRO 매출 등의 고른 성장 영향도 있었지만 4분기 실적에서 올리고 CDMO 사업의 높은 기여도가 호실적을 기록하는 주요 원인으로 작용했다. 22년 올리고 CDMO 매출은 1,468억원으로 전년 대비 69% 성장하며 높은 성장속도를 확인할 수 있었다.

올리고 CDMO 성장성

전방 시장인 RNAi 치료제 시장에서 다수 파이프라인이 임상 3상을 진행 중으로 상업화 품목들이 빠르게 증가할 것으로 예상된다. RNAi 치료제의 높은 임상 성공률과 간 이외 장기로의 약물 전달 기술 확보가 가시화되고 있어 RNAi 치료제 파이프라인의 증가를 예상된다. RNAi 치료제 개발이 Alnylam, Ionis와 같은 바이오테크 중심으로 이루어지고 있어 항체, 펩타이드 CDMO에 비해 높은 CDMO 의존도를 보일 것으로 예상되며 올리고 CDMO도 전방 시장 성장에 동반해서 이루어질 것으로 예상된다.

상업화 품목이 가시화 되면서 연간 올리고 생산 배치에서 상업화 물량 비중이 증가할 것으로 보이며, 상업화 배치는 대량 생산 및 다수 배치 생산으로 수율 개선 및 이익을 향상을 기대한다.

동사는 선제적인 CAPA 증설로 현재 6.4mole의 생산 능력을 보유하고 있으며, 26년까지 14.0mole로 2배 이상 생산 능력을 확대할 예정이다. 경쟁사인 애질런트, 니토텐코 아베시아도 CAPA 투자를 늘리고 있다는 점은 빠른 수요 증가 전망을 확인해주고 있으며 렉비오 생산을 통한 상업화 배치 생산 경험 및 대규모 생산 CAPA 보유는 동사에 대한 수주 매력도를 높여줄 수 있을 것으로 판단한다.

투자 의견 Buy, 목표주가 12만원으로 커버리지 개시

투자 의견 매수와 목표주가 12만원으로 동사에 대한 커버리지를 개시한다. 목표 주가 12만원은 DCF(현금흐름 할인법)으로 산정한 영업가치 2.3조에 23년 예상 순차입금을 포함하여 산정하였다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	100	94.1	65.1	78	28.2
영업이익	10	흑전	124.6	9	12.9
세전계속사업이익	4	흑전	-66.9		
지배순이익	3	흑전	-71.2	7	-58.4
영업이익률 (%)	10.2	흑전	+2.7 %pt	11.5	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	2.9	흑전	-13.9 %pt	9.0	-6.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	124	166	249	274
영업이익	-19	6	19	26
지배순이익	-12	3	18	19
PER	-78.9	577.8	89.4	82.3
PBR	3.2	6.0	4.9	4.3
EV/EBITDA	-199.1	96.5	48.8	33.8
ROE	-4.1	1.1	5.6	5.4

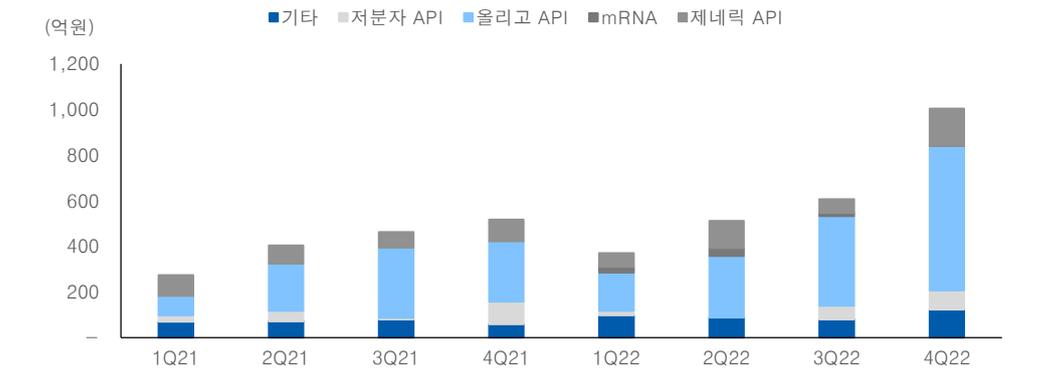
자료: 유안타증권

4Q22 Review 및 23년 전망

올리고가 이끈 호실적

22년 4분기 실적은 매출액 1,004억원, 영업이익 102억원의 분기 최대 매출을 기록하며, 시장 기대치를 상회했다. 고지혈증 siRNA 치료제인 렉비오(Leqvio, Inclisiran)의 상업화 물량 매출과 임상용 올리고 매출 증가 등으로 4분기 올리고 CMO 매출은 633억원, 연간으로 1,468억원을 기록했다. 이는 21년 올리고 매출액 대비 69% 증가한 금액으로 올리고 CDMO 사업의 고속 성장을 확인했다. 올리고 이외에도 제네릭 API(162억원)와 기타(CRO 포함, 122억원) 등이 고르게 성장했으며, mRNA 관련 LNP 공급 매출 77억원이 발생하면서 향후 mRNA 관련 매출이 올리고 CDMO와 함께 주요 성장 사업이 될 것으로 판단한다.

분기별 매출 추이



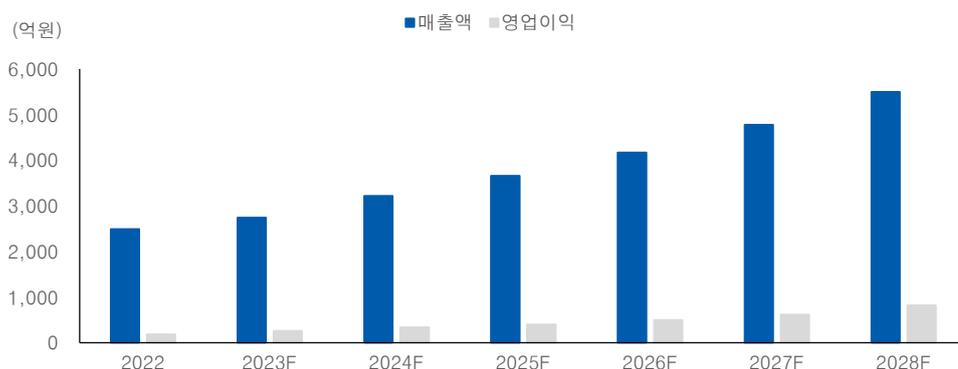
자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

올리고 CDMO 는 견조한 성장 전망

23 년 동사의 올리고 CMO 매출액은 1,679 억원(+14.4%)으로 추정하며, 전체 매출액은 2,745 억원(+10.1%)을 기록할 것으로 전망한다. 23년에는 올리고 CDMO 품목의 PPQ(상업화 규모 시험 생산) 배치 물량 비중이 높을 것으로 예상하며, 렉비오의 상업화 물량 감소 영향을 낮출 것으로 예상한다. 23년 하반기에는 골수이형성 증후군(MDS) 치료제의 상업화 초도 물량 공급이 발생할 것으로 예상되며, 약물 투여량이 많고, 배치 단가가 높아 매출 및 이익 기여도가 높을 것으로 기대한다.

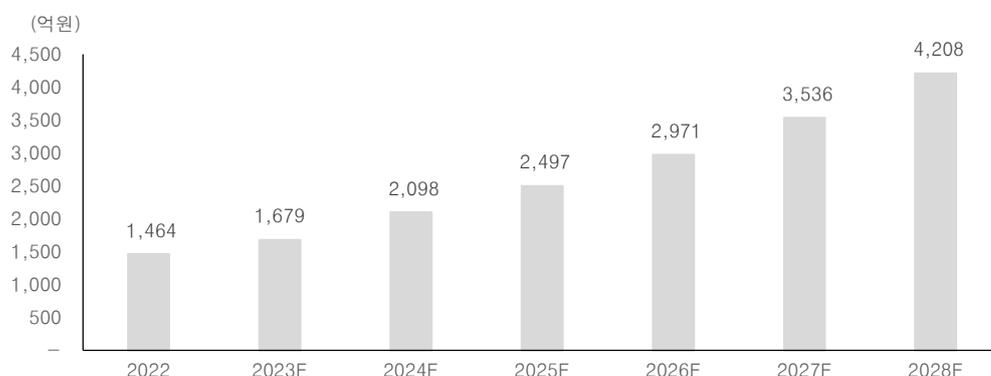
RNAi의 높은 임상 성공율과 undruggable target에 대한 약물 개발이 가능하다는 장점으로 RNAi 치료제 개발은 지속될 것으로 예상되며, Alnylam, Avidity가 각각 C16, AOC 플랫폼의 고무적인 성과를 발표하면서 뇌 또는 근육 세포 등 간 세포 이외로의 약물 전달이 가능해질 것으로 예상된다. RNAi 전달 가능 장기가 증가하면서 개발 적응증도 다양해질 것으로 예상되며, RNAi 치료제와 CDMO 시장이 견조한 성장을 지속할 것으로 예상된다.

에스티팜 매출 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

올리고 CDMO 매출 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

투자 포인트

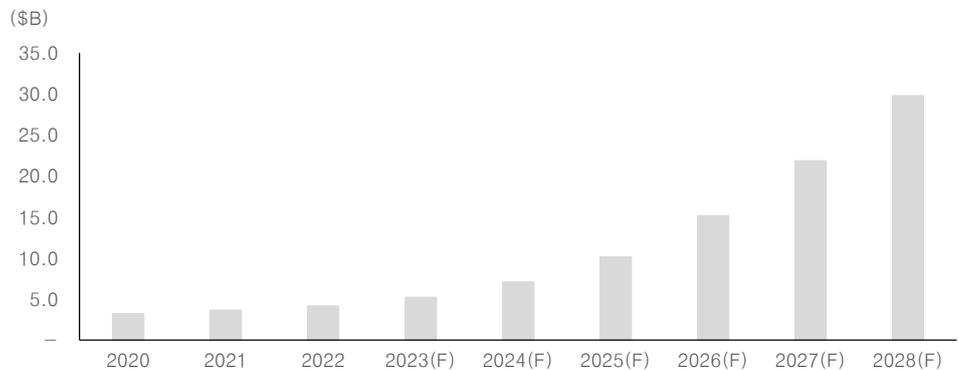
RNAi 치료제 시장의 고성장

Global data 에 따르면 RNAi 치료제 시장은 20 년 약 30 억 달러 규모에서 28 년 300 억 달러 규모로 성장할 것으로 전망된다. 또한 애질런트는 올리고 CDMO 시장 규모는 23 년 10 억 달러에서 27 년 24 억 달러 규모로 연평균 20% 이상의 성장을 전망했다. RNAi 치료제 및 CDMO 시장의 고속 성장은 다수의 RNAi 치료제가 임상 3 상을 진행하고 있고, RNAi 치료제의 임상 성공 가능성이 높아 다수의 품목이 상업화에 성공할 것으로 예상되기 때문이다.

또한 RNAi 치료제가 희귀질환에서 만성 질환 등으로 영역을 넓혀가고 있어 약물 사용 대상 환자와 사용량이 급격히 증가할 것으로 예상된다. 현재 만성질환으로 승인된 RNAi 치료제는 고지혈증 치료제인 렉비오가 있다. 렉비오는 가족성 고지혈증 및 LDL-C 의 추가 강하가 필요한 환자를 대상으로 승인 받았으며 현재 소아 등으로 적용 범위를 넓히기 위한 임상 시험을 진행중에 있어 사용량은 더욱 늘어날 전망이다. 렉비오는 LDL 수용체를 감소시키는 PCSK9 mRNA 를 분해해 LDL 수용체를 유지, LDL 대사를 정상화하는 약물로 PCSK9 항체 약물인 레파타(Repatha, Evolocumab), 프랄루엔트(Pralent, Alirocumab) 대비 투약 간격이 6 개월로 길고, 연간 투약 비용도 낮은 편이다. 올리고 치료제 개발 바이오테크들의 파이프라인에서 CVD, 만성 신장 질환 등 만성 질환 파이프라인들이 개발 중이며, 기존 치료제에 비해 투약 기간 등에서 장점이 예상된다.

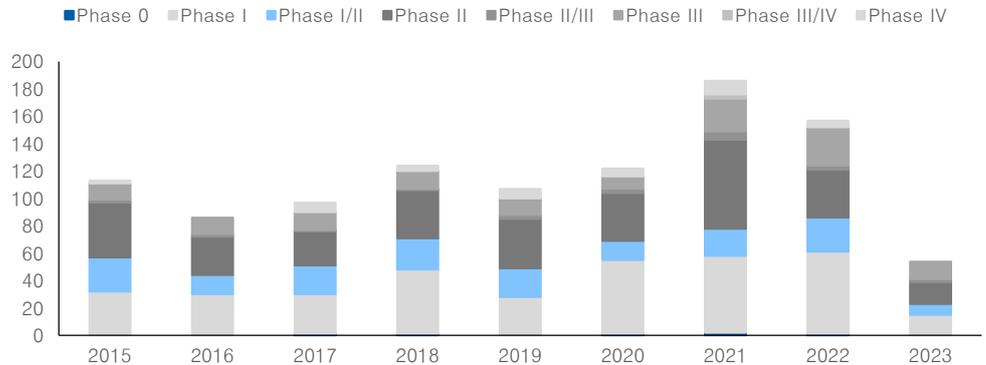
동사는 항바이러스제 원료 생산 경험으로부터 올리고 생산 경험을 보유하고 있고, 임상용 올리고 치료제 생산 및 상업화 올리고 치료제 생산도 보유하고 있다. 올리고 치료제가 바이오테크들을 중심으로 개발되고 있어 CDMO 를 통한 생산 의존도가 높아 시장 성장에 따른 동사의 수주도 증가할 것으로 전망한다.

RNAi(ASO 포함) 치료제 시장 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

RNAi 치료제 연도별 임상 추이



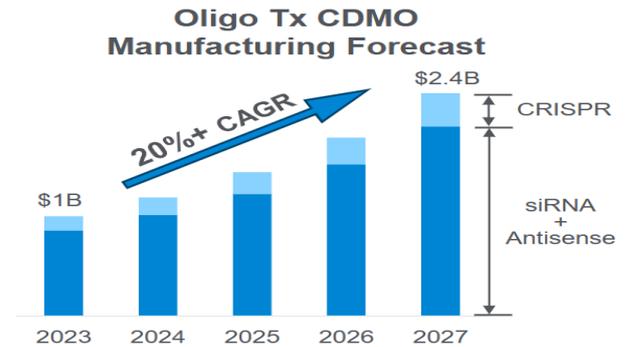
자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

에스티팜 트랙 레코드



자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

올리고 CDMO 시장 전망



자료: Agilent, 유안타증권 리서치센터

상업화 배치 비중 증가

현재 동사는 20 여개 이상의 올리고 프로젝트를 진행하고 있으며, 10 여개 이상이 임상 2 상 이상을 진행하고 있다. RNAi 치료제의 높은 개발 성공율을 볼 때 다수의 상업화 품목이 추가될 것으로 예상된다. 23년에는 PPQ 배치 위주의 올리고 CMO 생산이 이루어질 것으로 예상된다. PPQ 배치 생산은 생산 올리고 품목의 상업화가 가까워 졌다는 것을 의미하며 24년 이후부터 상업화 배치 비중 증가를 예상된다.

상업화 품목의 증가로 전체 생산 배치에서 상업화 물량 배치 비중이 높아질 것으로 판단한다. 상업화 배치 비중 증가로 대량 생산 및 품목당 다수 배치 생산이 기대되며, 생산 수율 개선과 현재 10% 대의 이익율도 점차적으로 높아질 것으로 판단한다.

에스티팜 주요 올리고 프로젝트



자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

선제적 CAPA 증설

22 년말 기준 동사는 올리고 공장 1 동의 1,2 차 증설을 완료하며 올리고 생산 능력을 6.4mole(1t~3.2t)까지 확대했다. 또한 제 2 동 건설 예정으로 빠르면 23 년 상반기 착공에 들어갈 예정으로, 총 2 단계(3Q24, 1Q26 완료 목표)의 제 2 동 건설이 완료되면 14mole(2.3t~7t)의 생산능력을 보유할 수 있을 예정이다.

현재 올리고 CDMO 시장은 니토텐코 아베시아, 애질런트와 동사가 과점하고 있다. 최근 애질런트는 약 7 억 달러를 투자해 올리고 CDMO 생산 능력을 2 배(2t→4t)로 늘리기로 발표했으며, 니토텐코 아베시아도 투자를 늘리며 CAPA 증설에 나서고 있다.

주요 CDMO 기업들의 공격적인 CAPA 증설은 올리고 시장의 향후 고성장으로 빠르게 수요가 증가할 것으로 전망되기 때문으로 대량 생산 경험 및 선제적 CAPA 투자는 동사의 수주 매력도를 높이는 요인이 될 것으로 판단한다.

에스티팜 올리고 CDMO CAPA(3Q22 기준)



자료: 에스티팜, 유인타증권 리서치센터

Valuation

에스티팜 목표 주가 산정

	부문		단위	비고
1. 에스티팜 영업가치		2,312	(십억원)	
NPV of FCF		249	(십억원)	
NPV of terminal value		2,063	(십억원)	
2. 순차입금		42	(십억원)	2023년 예상 순차입금
3. 총 가치		2,270	(십억원)	1-2
4. 총 주식수		18,809	(천주)	
5. 주당 가치		120,680	(원)	3/4
6. 목표 주가		120,000	(원)	

자료: 유안타증권 리서치센터

에스티팜 DCF Valuation

(단위: 십억원)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	275	322	366	417	478	550
YoY	10.1%	17.3%	13.6%	14.1%	14.5%	15.0%
케미컬 API	17	17	18	18	19	19
올리고 API	168	210	250	297	354	421
mRNA	11	14	15	16	17	18
제네릭 API	39	40	41	43	44	45
기타(CRO 포함)	40	41	42	44	45	46
EBIT	26	34	40	50	92	145
TAX	6	8	9	11	20	32
NOPLAT	20	26	31	39	72	113
감가상각비	20	21	30	33	35	36
CAPEX	33	28	65	0	0	0
운전자본증감	0	0	0	0	0	0
FCF	8	20	(4)	72	107	149
가중평균자본비용(%)	7.2%					
영구성장률(%)	2.0%					
현재 가치	249					
영구 성장 가치						2,921
영구성장 현재 가치	2,063					
합산가치	2,312					

자료: 유안타증권 리서치센터

에스티팜 (237690) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	124	166	249	274	322
매출원가	104	108	160	174	206
매출총이익	20	58	89	100	116
판매비	39	52	70	74	82
영업이익	-19	6	19	26	34
EBITDA	-5	20	35	46	55
영업외손익	2	-4	1	-2	-2
외환관련손익	-2	3	1	0	0
이자손익	0	-4	-1	-2	-2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	4	-3	2	0	0
법인세비용차감전순이익	-17	1	20	24	32
법인세비용	-4	-2	2	5	7
계속사업순이익	-13	3	19	19	25
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-13	3	19	19	25
지배지분순이익	-12	3	18	19	24
포괄순이익	-13	5	21	25	31
지배지분포괄이익	-12	5	21	25	31

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	-21	7	-28	82	61
당기순이익	-13	3	19	19	25
감가상각비	14	14	16	20	21
외환손익	0	-2	-5	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-21	-21	-68	34	7
기타현금흐름	-1	13	11	9	9
투자활동 현금흐름	-69	-8	-34	-33	-28
투자자산	-6	-11	6	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-17	-52	-41	-33	-28
유형자산 감소	0	1	1	0	0
기타현금흐름	-47	54	1	0	0
재무활동 현금흐름	116	0	5	-10	-10
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	118	0	17	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-9	-9	-9
기타현금흐름	-2	0	-2	-1	-1
연결범위변동 등 기타	0	1	37	-21	-21
현금의 증감	26	1	-20	18	2
기초 현금	13	39	39	20	37
기말 현금	39	39	20	37	39
NOPLAT	-19	15	19	26	34
FCF	-38	-45	-70	49	33

자료: 유안타증권

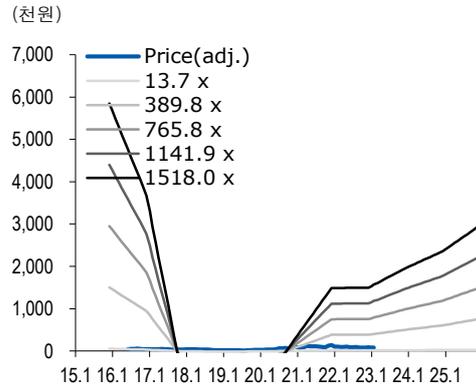
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	236	244	249	258	277
현금및현금성자산	39	39	20	37	39
매출채권 및 기타채권	47	64	67	67	69
재고자산	45	81	100	92	107
비유동자산	210	254	283	296	303
유형자산	174	209	235	248	256
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	10	15	15	15	15
자산총계	446	499	533	555	580
유동부채	19	75	75	81	85
매입채무 및 기타채무	10	26	16	23	27
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	15	19	19	19
비유동부채	130	97	117	117	117
장기차입금	24	9	21	21	21
사채	102	83	85	85	85
부채총계	149	173	192	198	202
지배지분	295	323	338	353	374
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	175	196	196	196	196
이익잉여금	112	116	125	134	149
비지배지분	1	3	3	4	4
자본총계	297	326	341	356	378
순차입금	-15	14	60	42	40
총차입금	126	107	132	132	132

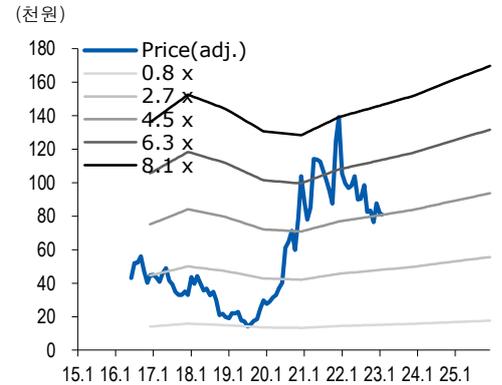
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-651	177	980	985	1,289
BPS	15,830	17,171	17,945	18,761	19,880
EBITDAPS	-255	1,071	1,863	2,468	2,931
SPS	6,652	8,877	13,256	14,592	17,123
DPS	0	500	500	500	500
PER	-78.9	577.8	89.4	82.3	62.9
PBR	3.2	6.0	4.9	4.3	4.1
EV/EBITDA	-199.1	96.5	48.8	33.8	28.4
PSR	7.7	11.6	6.6	5.6	4.7

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	33.1	33.5	50.5	10.1	17.3
영업이익 증가율 (%)	적지	흑전	237.3	38.8	29.3
지배순이익 증가율 (%)	적지	흑전	456.7	0.4	30.9
매출총이익률 (%)	16.1	34.9	35.7	36.5	36.0
영업이익률 (%)	-15.2	3.4	7.5	9.5	10.5
지배순이익률 (%)	-9.8	2.0	7.4	6.7	7.5
EBITDA 마진 (%)	-3.8	12.1	14.1	16.9	17.1
ROIC	-5.8	5.2	5.0	5.5	6.9
ROA	-3.1	0.7	3.6	3.4	4.3
ROE	-4.1	1.1	5.6	5.4	6.7
부채비율 (%)	50.1	52.9	56.3	55.6	53.5
순차입금/자기자본 (%)	-4.9	4.2	17.6	11.9	10.8
영업이익/금융비용 (배)	-29.2	1.1	13.4	12.9	15.3

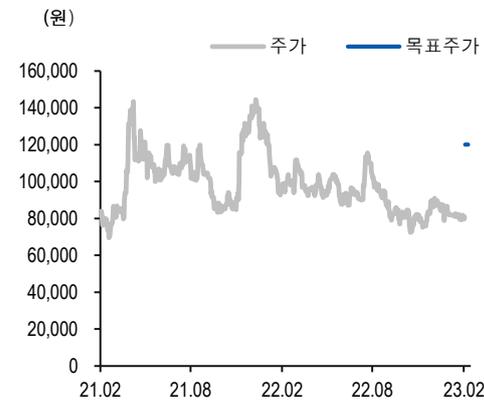
P/E band chart



P/B band chart



에스티팜 (237690) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-02-21	BUY	120,000	1년		
2021-12-02	담당자변경 1년 경과 이후		1년		-
2020-12-02	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.5
Hold(중립)	6.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-02-18

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.