

Company Brief

2023-05-02

에스티팜(237690)

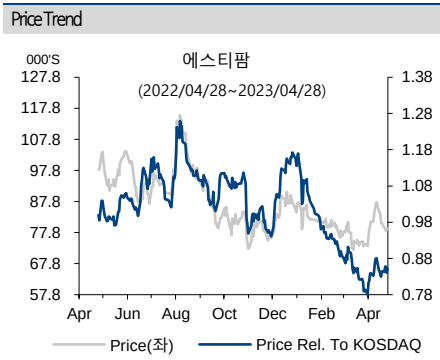
RNA 기반 중장기적 성장 기대

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	110,000 원(유지)
증가(2023/04/28)	79,000 원
상승여력	39.2 %

Stock Indicator	
자본금	9십억원
발행주식수	1,881 만주
시가총액	1,486 십억원
외국인지분율	3.1%
52 주 주가	72,200~115,500 원
60 일평균거래량	102,338 주
60 일평균거래대금	8.1 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.8	-2.8	-5.2	-19.5
상대수익률	7.3	-16.6	-26.4	-12.6



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	249	265	329	384
영업이익(십억원)	18	23	40	60
순이익(십억원)	18	17	35	53
EPS(원)	957	922	1,849	2,838
BPS(원)	17,951	18,476	19,928	22,370
PER(배)	91.5	85.7	42.7	27.8
PBR(배)	4.9	4.3	4.0	3.5
ROE(%)	5.4	5.1	9.6	13.4
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	46.3	33.0	23.6	16.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

마진율 높은 RNA(올리고핵산, mRNA) 매출비중 증가

동사는 23 년 1 분기 연결기준 매출액 506 억원(YoY +37.0%, QoQ -49.6%), 영업이익 37 억원(YoY +591.2%, QoQ -59.9%, OPM 7.3%)을 기록함에 따라 컨센서스 매출액 588 억원, 영업이익 72 억원을 하회하였다. 마진율이 높은 RNA 사업에서 올리고핵산 매출 264 억원(YoY +57.2%, QoQ -58.3%, 매출 비중 52%)과 mRNA 매출 70 억원(전년 동분기 부재, QoQ +5194.7%, 매출 비중 14%)이 발생하면서 매출원가율이 50.5%(전년 동분기 55.2%, 전분기 69.3%)로 개선되었으나, 자회사 아나팜(스위스 동물실험 CRO)와 버나젠·레바티오(미국 mRNA 신약개발 회사)의 손실로 인해 영업이익률은 7.3%(전년 동기 1.5%, 직전 분기 9.2%)를 기록하며 다소 부진하였다.

올리고핵산 주요 실적으로는 동맥경화증 치료제 임상 3 상 물량이 140 억원 매출 인식되었고, 고지혈증 치료제(렉비오 추정) 상업화 물량이 93 억원 매출을 기록하였다. 연결 자회사의 경우 스위스 동물실험 CRO 는 원송이 공급 차질 및 실험동물 가격 급등에 따라 24 억원의 손실이 발생하였고, 미국 mRNA 신약개발 자회사 또한 R&D 비용증가로 10 억원 적자를 기록하였다.

올리고핵산의 상업화 및 PPQ 물량 추가 수주 기대

동사는 23 년 전체 매출 2,647 억원(YoY +6.2%), 올리고핵산 매출 1,556 억원(YoY 6.3%), 영업이익 227 억원(YoY +27.3%, OPM 9%)을 기록할 전망이다. 1Q23 기준으로 올리고핵산 CMO 수주 금액은 1,183 억원이며, 이 중 750 억원 가량이 올해 반영될 예정이다. 그 외 대부분은 고지혈증 치료제(렉비오 추정) 상업화 물량의 24 년 확약 금액으로 파악되며, 해당 파이프라인의 미국/유럽 처방량 증가에 따라 추가 수주계약이 가능한 상황이다.

이와 더불어 글로벌 3 상 진입 신약(①심혈관질환 치료제: 24 년말 출시 목표, ②동맥경화증 치료제: 25 년 출시 목표, ③B 형간염 치료제: 25 년 출시 목표)의 임상 성공 시, PPQ(Process Performance Qualification, 상업화 규모의 시험 생산) 물량에 대한 추가 수주가 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 110,000 원 유지

동사는 중장기적 성장을 위해 RNA 관련 R&D 투자를 지속하고 있으며, mRNA 기술수출 시점에서 주가의 리레이팅이 가능할 전망이다. 동사의 SmartLNP(자체개발 LNP 기술)는 연내 국내특허 등록이 기대되며, 해당 기술을 적용한 STP2104(코로나 mRNA 백신)이 국내 1 상을 진행 중이다. 미국 자회사 버나젠도 해당 기술과 SmartCap(자체개발 5-capping 기술)을 적용한 HRTV(하트랜드바이러스) mRNA 백신을 CDC(미국 질병청)와 공동으로 개발 중이다. 이러한 임상사례 확보와 함께 동사의 mRNA 기술수출 가능성은 증가할 전망이며, 이에 따라 투자의견 Buy, 목표주가 110,000 원을 유지한다.

표1. 에스티팜 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	37.0	51.1	60.8	100.4	50.6	55.1	70.7	88.2	249.3	264.7	329.1
YoY	35.7%	26.7%	31.4%	94.1%	37.0%	7.8%	16.3%	-12.1%	50.5%	6.2%	24.3%
신약 API	18.7	30.6	46.7	72.0	36.7	34.4	56.5	59.5	168.0	187.2	250.8
저분자	1.9	0.1	6.0	8.5	3.3	0.1	5.4	7.7	16.5	16.5	16.7
올리고	16.8	27.0	39.3	63.3	26.4	30.4	48.3	50.5	146.4	155.6	203.9
mRNA	0.0	3.5	1.4	0.1	7.0	3.9	2.8	1.3	5.1	15.1	30.1
제네릭 API	6.0	11.8	6.0	16.2	6.9	11.9	6.1	16.4	40.0	41.3	41.7
기타	12.3	8.7	8.0	12.2	7.0	8.8	8.1	12.3	41.3	36.2	36.6
매출총이익	16.6	20.2	21.3	30.8	25.1	20.0	27.4	32.2	88.9	104.6	126.3
YoY	283.7%	18.7%	-1.9%	110.1%	51.2%	-0.8%	28.4%	4.3%	54.0%	17.7%	20.7%
GPM	45%	40%	35%	31%	50%	36%	39%	36%	36%	40%	38%
영업이익	0.5	3.5	4.5	9.2	3.7	1.7	8.9	8.4	17.9	22.7	40.4
YoY	흑자전환	-27.5%	-41.6%	흑자전환	589.5%	-52.0%	96.2%	-8.9%	220.1%	27.3%	77.7%
OPM	1%	7%	7%	9%	7%	3%	13%	10%	7%	9%	12%

자료: 하이투자증권

표2. 에스티팜 목표주가 산출

항목	단위	비고
① 영업가치	2,027 (십억원)	DCF 밸류에이션
미래현금흐름(~2030년) 현재가치	332 (십억원)	
영구현금흐름(2031년~) 현재가치	1,695 (십억원)	
② 순차입금	89 (십억원)	4Q.23 예상액
③ 기업가치 (=①-②)	1,938 (십억원)	
④ 주식수	18,809 (천주)	유통주식수
⑤ 목표주가 (=③÷④)	103,062 (원)	

자료: 하이투자증권

그림1. 에스티팜의 올리고핵산 수주 파이프라인

고객사	적응증	Stage			
		Phase1	Phase2	Phase3	Commercial
글로벌제약사 A	고지혈증				0
글로벌제약사 B	척수성근위축증				0
글로벌제약사 A	동맥경화증			0	
글로벌바이오텍 C	MDS / MF			0	
글로벌바이오텍 D	심혈관 질환			0	
글로벌제약사 E	B형 간염			0	
글로벌제약사 F	B형 간염		0		
글로벌제약사 G	혈전증		0		
글로벌바이오텍 D	유전성혈관부종		0		

자료: 에스티팜

그림2. 에스티팜의 올리고핵산 Capacity

- 올리고 생산설비 증설: 고성장 시장 (High-growth market)의 강력한 수요 (strong demand)에 선제 대응

Oligo 생산	'21년말	'22년말	'24년 3Q(E)	'26년 1Q(E)
	제 1동	제1동 1, 2차 증설 (Global 제약사 공용 포함)	제 2동 1단계	제 2동 2단계
총 CAPA	2.0 mole (약 330kg~1t)	6.4 mole (약 1t-3.2t)	10.2 mole (약 1.7t-5.1t)	14.0 mole (약 2.3t-7t)
설비 Line (대)	1	4	7	10
	1배	3.2 배	5.1 배	7.0 배



- 올리고 생산 효율성 개선

Oligo 생산	'21년말	'22년말	내용
생산량 증가	n배치 43kg	n배치 52kg (21% ▲)	합성 공정 및 순도 개선 등에 따른 수율 증가
생산기간 단축	n배치 합성 및 정제 27일	n배치 합성 및 정제 19일 (28% ▼)	숙련도 향상, 클린 작업 개선, 연속 생산 등에 따른 생산기간 단축

자료: 에스티팜

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	263	330	399	504
현금 및 현금성자산	50	93	107	158
단기금융자산	-	-	-	-
매출채권	97	103	128	150
재고자산	108	122	147	174
비유동자산	307	306	335	317
유형자산	254	258	284	268
무형자산	12	12	12	11
자산총계	571	636	733	821
유동부채	179	193	223	267
매입채무	18	20	24	29
단기차입금	20	20	20	20
유동성장기부채	8	12	10	11
비유동부채	50	93	134	133
사채	-	22	42	42
장기차입금	17	39	59	59
부채총계	230	285	356	400
자배주주지분	338	348	375	421
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	196	196	196	196
이익잉여금	127	135	160	204
기타자본항목	6	8	9	11
비자배주주지분	3	3	2	1
자본총계	341	351	377	421

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	249	265	329	384
증가율(%)	50.5	6.2	24.3	16.6
매출원가	160	160	203	235
매출총이익	89	105	126	148
판매비와관리비	71	82	86	88
연구개발비	26	32	33	34
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	18	23	40	60
증가율(%)	220.1	27.7	77.1	48.9
영업이익률(%)	7.2	8.6	12.3	15.7
이자수익	1	2	2	3
이자비용	3	6	6	7
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	19	19	37	57
법인세비용	2	2	3	5
세전계속이익률(%)	7.7	7.0	11.3	14.9
당기순이익	18	17	34	52
순이익률(%)	7.0	6.4	10.3	13.5
지배주주귀속 순이익	18	17	35	53
기타포괄이익	2	2	2	2
총포괄이익	19	19	36	54
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

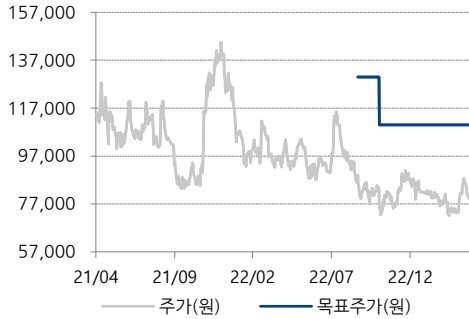
(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	7	31	42	73
당기순이익	18	17	34	52
유형자산감가상각비	17	22	23	26
무형자산상각비	1	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-6	-26	-50	-11
유형자산의 처분(취득)	-60	-25	-50	-10
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	1	-1	0	0
재무활동 현금흐름	11	37	28	-10
단기금융부채의증감	5	3	-2	1
장기금융부채의증감	17	44	40	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	11	43	14	50
기초현금및현금성자산	39	50	93	107
기말현금및현금성자산	50	93	107	158

주요투자지표

	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)				
EPS	957	922	1,849	2,838
BPS	17,951	18,476	19,928	22,370
CFPS	1,893	2,100	3,100	4,262
DPS	500	500	500	500
Valuation(배)				
PER	91.5	85.7	42.7	27.8
PBR	4.9	4.3	4.0	3.5
PCR	46.3	37.6	25.5	18.5
EV/EBITDA	46.3	33.0	23.6	16.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.4	5.1	9.6	13.4
EBITDA 이익률	14.2	17.0	19.4	22.7
부채비율	67.3	81.4	94.6	94.9
순부채비율	-1.5	-0.3	6.2	-6.2
매출채권회전율(x)	3.1	2.6	2.8	2.8
재고자산회전율(x)	2.6	2.3	2.5	2.4

자료: 에스티팜, 하이투자증권

에스티팜
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2022-09-20 (담당자변경)	Buy	130,000	1년	-37.8%	-30.1%
2022-11-01	Buy	110,000	1년	-26.7%	-17.4%

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 이호철)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2023-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	97.3%	2.7%	-