

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 120,000원
현재주가(24/5/10)	91,200원
상승여력	31.6%

영업이익(24F,십억원)	44		
Consensus 영업이익(24F,십억원)	46		
EPS 성장률(24F,%)	52.4		
MKT EPS 성장률(24F,%)	75.9		
P/E(24F,x)	57.5		
MKT P/E(24F,x)	11.1		
KOSDAQ	864.16		
시가총액(십억원)	1,727		
발행주식수(백만주)	19		
유동주식비율(%)	53.3		
외국인 보유비중(%)	4.4		
베타(12M) 일간수익률	0.99		
52주 최저가(원)	60,400		
52주 최고가(원)	99,800		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	12.5	27.2	6.2
상대주가	11.8	16.2	1.9



[글로벌 바이오텍]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

에스티팜

신규 고객의 수주 기대

투자 의견 매수, 목표주가 12만원으로 상향

동사에 대한 목표주가를 12만원으로 20% 상향하였다. 목표주가는 기존과 동일한 DCF 방식을 이용하였으며, WACC 8.7%, 영구성장률 3%를 적용하였다. 25~27년 올리고뉴클레오타이드 CDMO 성장률을 기존 20%에서 25%로 변경하였다. 미국 생물보안법 법안 통과 가능성이 높다고 판단하였기 때문이다. 생물보안법 초안에는 32년까지 중국 기업과 기존 계약을 종료하기를 희망하는 내용이 포함된 것으로 보인다. 우시애펙 및 우시바이오의 고객들이 새로운 CDMO 기업을 찾을 것으로 보인다. 2032년까지는 8년간의 시간이 남았으나, 생산 및 허가에 대한 불확실성을 줄이기 위해 CDMO의 변경은 빠르게 진행될 것으로 판단된다.

연간 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출은 2,176억원(+28.2% YoY)으로 추정하였다. 1) 고객사의 골수형성이상증후군 치료제 신약 승인 가능성(PDUFA date 6월 16일)이 높다. 상업화 이후 추가적인 수주를 받을 가능성이 있다. 2) 최근 노바티스는 고지혈증 치료제 렉비오의 매출이 전년동기 대비 136% 성장한 1.5억 달러로 발표했다. 연간 7억 달러 이상의 매출이 기대된다. 매출 증가로 인한 고지혈증 치료제의 추가 수주도 기대된다. 고객사의 매출 증가 및 상업화는 장기적으로도 에스티팜의 실적 개선 및 기업 가치 상승에 영향을 주는 지표가 될 것이다. 생물보안법 법안 통과 가능성도 높아 시장 상황은 에스티팜에 우호적이다.

1Q24 Review: 영업이익 19억원(-48.8% YoY)

에스티팜의 1Q24 매출액은 517억원으로 전년동기 대비 2.1% 증가했다. 올리고 CDMO 매출은 345억원(+31.1% YoY)으로 고지혈증 치료제 74억원, 동맥경화증 치료제 150억원, 혈액암 40억원, 척수성근위축증 38억원 등이다. 저분자화합물 CDMO 매출은 44억원(+159% YoY)이 발생하였는데, 이는 미토콘드리아결핍증 신약 원료의약품 매출 증가에 따른 것이다.

영업이익은 19억원으로 전년동기대비 48.8% 감소하였다. 컨센서스 39억원 대비도 51.3% 하회하였다. 1) 고객사의 임상 중단으로 마진이 좋은 mRNA 치료제용 LNP 지질 매출(1Q23 87억원)이 발생하지 않았기 때문이다. 별도 영업이익은 55억원을 기록하였으나, 2) 연결 적자 36억원(CRO -27억원, 미국 자회사 -9억원)이 발생한 원인도 있다. 환율 상승의 요인으로 당기순이익은 54억원을 기록하였다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	249	285	321	385	463
영업이익 (십억원)	18	34	44	59	81
영업이익률 (%)	7.2	11.9	13.7	15.3	17.5
순이익 (십억원)	18	20	30	36	55
EPS (원)	957	1,041	1,587	1,867	2,870
ROE (%)	5.4	5.4	7.7	8.6	12.1
P/E (배)	91.5	65.1	57.5	48.9	31.8
P/B (배)	4.9	3.3	4.3	4.1	3.7
배당수익률 (%)	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 매수, 목표주가 12만원으로 상향

동사에 대한 목표주가를 12만원으로 20% 상향하였다. 목표주가는 기존과 동일한 DCF 방식을 이용(24~31년 추정치)하였으며, WACC 8.7%(무위험 수익률 3.5%, 시장위험프리미엄 5.3%), 영구성장률 3%를 적용하였다. 에스티팜의 영업가치는 FCFF의 현재가치의 합 2,585억원과 영구가치의 현재가 2조 132억원을 합산하였다. 순차입금 1,169억원을 제외하였다. 최종 목표주가는 120,000원이다.

에스티팜의 현재주가는 PER 57.5배 거래되고 있다. 국내 CDMO 산업 평균 71.04배 대비 낮은 수준이다. 목표주가 12만원은 PER 75.7배 수준이다. 국내 CDMO 산업 평균 수준이며, 에스티팜의 2년간 평균 PER 78.3배(최근 3년 평균 PER 313.6배) 보다는 낮은 수준이다. 생물보안법 법안 확정 후 신규 고객 수주가 증가하고, 기존의 수주가 상업화되면 에스티팜의 실적은 충분히 개선 가능하여 멀티플은 더 낮아질 것으로 보인다.

2024년 매출액은 3,214억원(+13.1% YoY), 영업이익 445억원(+32.7% YoY)으로 추정하였다. 2024년 영업이익은 기존 446억원에서 1억원 증가한 수치로 기존 대비 큰 변동이 없다. 하지만 2025년 이후 올리고뉴클레오타이드 매출액 증가율은 상향하였다. 2025~2027년 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출성장률은 기존 20% 대비 25%로 변경하였다. 가장 큰 원인은 생물보안법의 법안 통과 가능성이 높아졌으며, 구체적인 내용이 나오고 있기 때문이다.

생물보안법 초안에는 2032년까지 중국 기업들과의 기존 계약을 종료하기를 희망하는 내용이 포함된 것으로 보인다. 우시애펙 및 우시바이오를 통해 위탁생산을 하고 있는 다수의 고객들이 새로운 CDMO 기업을 찾을 것으로 보인다. 2032년까지는 8년간의 시간이 남았으나, 생산 및 허가에 대한 불확실성을 줄이기 위해 CDMO의 변경은 빠르게 진행될 것으로 판단된다. 이러한 이유로 올리고뉴클레오타이드 생산능력이 있는 에스티팜의 신규 수주가 증가할 가능성은 높다.

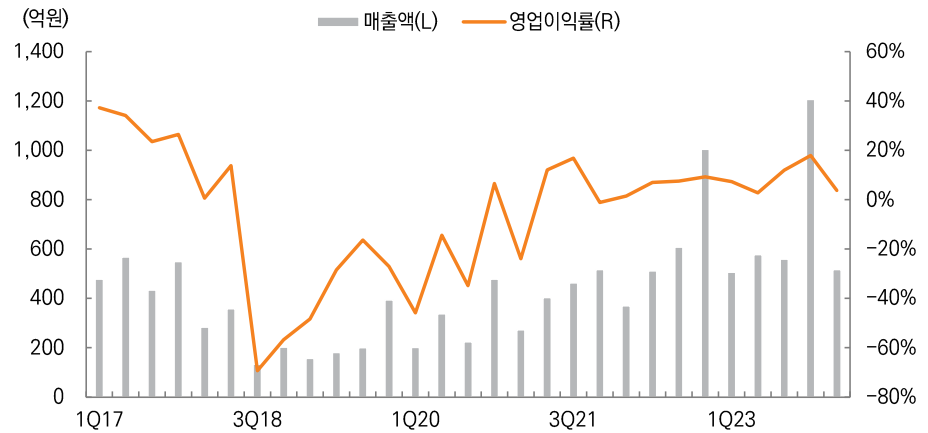
표 1. 에스티팜 실적 추정

(억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액		506	578	559	1,206	517	640	755	1,302	2,490	2,841	3,214	3,845
YoY		37.0%	13.0%	-8.0%	20.2%	2.1%	10.8%	34.9%	7.9%	50.3%	14.1%	13.1%	19.6%
신약 원료의약품 CDMO	저분자화합물	33	86	9	105	44	51	53	53	153	233	201	241
	올리고	264	290	376	768	345	363	470	998	1,464	1,698	2,176	2,720
	mRNA	70	1	5	0	0	20	25	35	63	77	80	83
영업이익		37	16	67	215	19	58	121	247	179	335	445	587
YoY		591.2%	-54.5%	46.8%	133.0%	-48.8%	258.3%	81.1%	14.9%	220.1%	87.7%	32.7%	32.0%
당기순이익		29	12	34	101	54	20	65	134	175	175	273	313
YoY		34.6%	-64.1%	-66.2%	387.9%	87.6%	61.6%	94.4%	33.5%	418.6%	0.0%	56.0%	14.5%

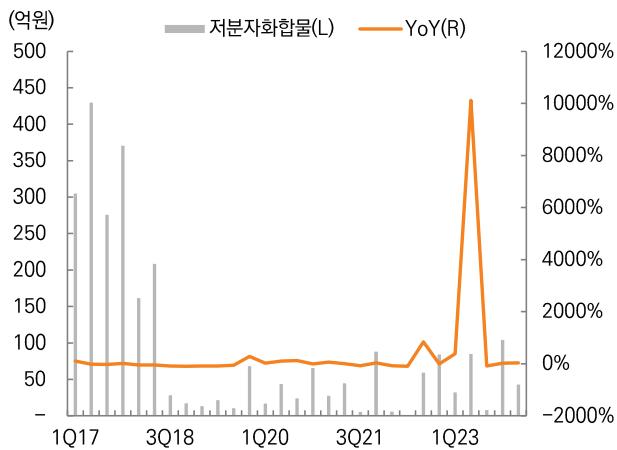
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 에스티팜 실적 추이



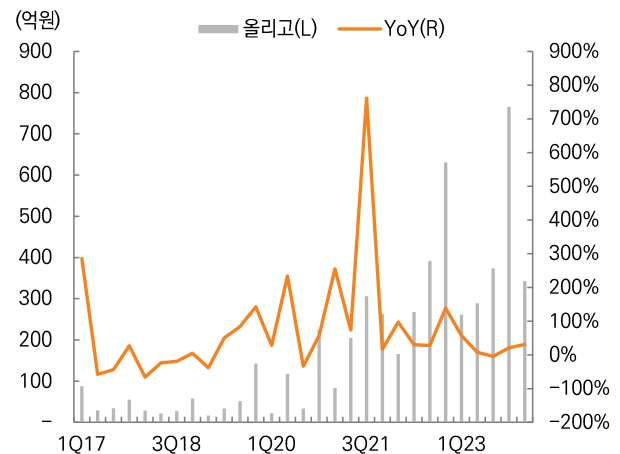
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 저분자화합물 CDMO 매출 추이



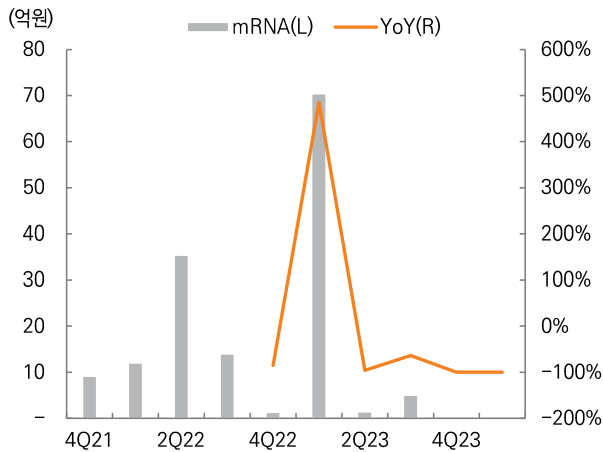
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출 추이



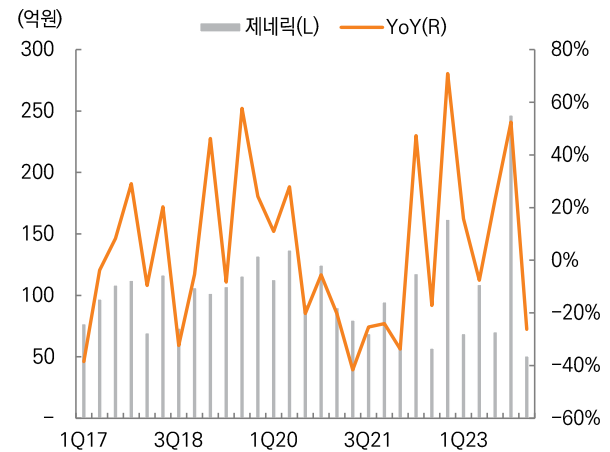
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. mRNA CDMO 매출 추이



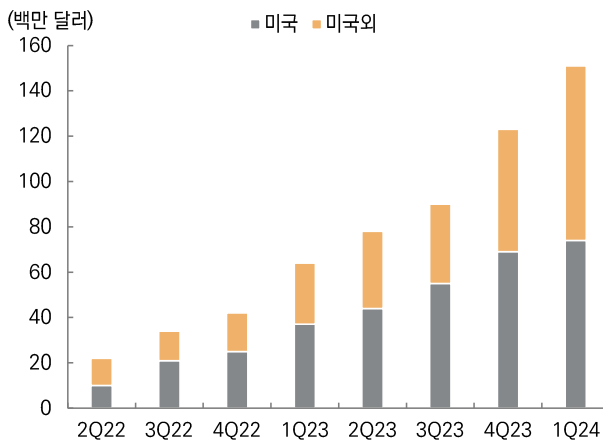
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 제네릭의약품 CDMO 매출 추이



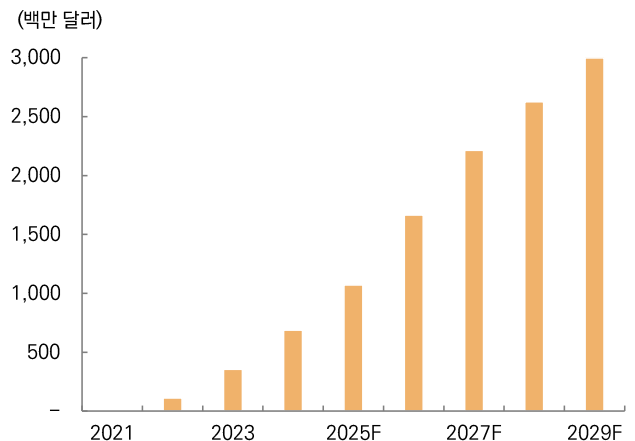
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 렉비오 매출액 추이



자료: 노바티스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 렉비오 연간 매출 전망



자료: 글로벌데이터, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 에스티팜의 목표주가 산정

가치	(십억원)
에스티팜의 영업가치(A=B+C)	2,272
FCFF의 현재가치의 합(B)	259
영구가치의 현재가치(C)	2,013
순차입금(D)	117
주주가치(E=A-D)	2,155
발행주식 수(F, 천주)	18,809
적정주가(G=E/F, 원)	114,563
현재주가	90,200
목표주가	120,000
상승률	31.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 3. CDMO 수주 현황 (천 USD, 천 CHF)

품목	수주일자	납기	적응증	결제통화	수주총액	기납품액	수주잔고
올리고핵산치료제 신약 원료의약품 (Oligonucleotide)	2017.11	2020.12	헌팅틴병(3상)	USD	11,800	11,800	-
	2019.03	2020.03	동맥경화증(3상)	USD	7,838	7,838	-
	2021.09	2022.06	혈액암(PPQ)	USD	15,348	15,348	-
	2019.11	2020.05	동맥경화증(3상)	USD	3,370	3,370	-
	2019.11	2020.12	심혈관질환(3상)	USD	4,609	4,609	-
	2020.04	2021.12	자폐(2상)	USD	5,741	5,741	-
	2020.05	2020.12	B형간염(2상)	USD	3,448	3,448	-
	2021.05	2021.07	헌팅틴병(PPQ)	CHF	21,120	21,120	-
	2020.09	2022.03	고지혈증(PPQ)	USD	38,737	38,737	-
	2020.12	2023.08	자폐(2상)	CHF	7,009	7,009	-
	2020.12	2023.08	B형간염(2상)	USD	18,474	18,474	-
	2021.01	2022.11	동맥경화증(3상)	USD	9,905	9,905	-
	2021.03	2023.06	심혈관질환(3상)	USD	9,555	9,555	-
	2021.1	2022.12	황반변성(2상)	CHF	5,516	5,516	-
	2021.12	2023.09	동맥경화증(3상)	USD	12,798	12,798	-
	2022.03	2023.12	고지혈증(상업화)	USD	65,344	52,152	13,192
	2022.05	2023.09	만성B형간염(2상)	CHF	4,090	4,090	-
	2022.07	2023.12	혈액암(상업화)	USD	5,710	5,710	-
	2023.01	2023.09	동맥경화증(PPQ)	USD	14,480	13,868	612
	2023.02	2023.08	만성B형간염(3상)	USD	7,770	-	7,770
	2023.02	2023.12	혈액암(상업화 초도)	USD	8,570	396	8,174
	2023.03	2023.1	척수성근위축증(상업화)	USD	9,000	2,653	6,347
	2023.03	2024.06	황반변성(임상2상)	CHF	3,470	-	3,470
	2023.03	2024.12	고지혈증(상업화)	USD	48,528	-	48,528
글로벌제약사의 설비 투자 무상지원 및 설비사용수수료 지급	2020.10	2030.12	-	CHF	69,140	31,128	38,012
mRNA 백신 원료 등	2021.08	2022.01	LNP용 인지질	USD	982	982	-
	2021.11	2022.05		USD	1,116	1,116	-
	2021.12	2022.05		USD	4,015	4,015	-
	2022.05	2023.06		USD	10,554	10,554	-
저분자 화학합성 신약 원료의약품	2021.03	2021.11	미토콘드리아 결핍증후군	USD	7,972	7,972	
제네릭 원료의약품	2019.08	2024.12	MRI 조영제	USD	13,872	6,348	7,524
	2023.01	2023.12	MRI 조영제	USD	9,200		9,200

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 에스티팜 1Q24 실적 비교표 (억원)

	1Q23	4Q23	1Q24P		성장률	
			잠정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	506	1,206	517	553	2.1	-57.1
영업이익	37	215	19	39	-48.8	-91.2
영업이익률 (%)	7.3	17.8	3.7	7.0	-49.8	-79.4
세전이익	39	134	68	20	75.1	-49.4
순이익	38	105	57	50	49.7	-46.2

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

에스티팜 (237690)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	285	321	385	463
매출원가	173	188	218	264
매출총이익	112	133	167	199
판매비와관리비	79	89	108	118
조정영업이익	34	44	59	81
영업이익	34	44	59	81
비영업손익	-11	-5	-14	-11
금융손익	-4	-14	-14	-11
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	23	39	45	70
계속사업법인세비용	6	10	11	17
계속사업이익	18	29	34	52
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	18	29	34	52
지배주주	20	30	36	55
비지배주주	-2	-1	-2	-2
총포괄이익	19	29	34	52
지배주주	21	31	36	56
비지배주주	-2	-2	-2	-3
EBITDA	57	69	83	105
FCF	-42	27	30	65
EBITDA 마진율 (%)	20.0	21.5	21.6	22.7
영업이익률 (%)	11.9	13.7	15.3	17.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.0	9.3	9.4	11.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	348	425	516	590
현금 및 현금성자산	50	146	184	220
매출채권 및 기타채권	121	131	156	173
재고자산	121	130	155	172
기타유동자산	56	18	21	25
비유동자산	327	293	269	244
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	277	254	230	207
무형자산	13	13	12	11
자산총계	675	718	784	834
유동부채	84	106	122	121
매입채무 및 기타채무	32	31	37	45
단기금융부채	30	74	84	76
기타유동부채	22	1	1	0
비유동부채	205	207	233	240
장기금융부채	177	177	197	197
기타비유동부채	28	30	36	43
부채총계	289	313	354	361
지배주주지분	385	404	431	476
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	226	226	226	226
이익잉여금	136	157	183	228
비지배주주지분	2	1	-1	-3
자본총계	387	405	430	473

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1	27	30	65
당기순이익	18	29	34	52
비현금수익비용가감	51	48	49	53
유형자산감가상각비	22	23	23	23
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	28	24	25	29
영업활동으로인한자산및부채의변동	-65	-40	-41	-23
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-26	-10	-25	-17
재고자산 감소(증가)	-13	-10	-25	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-2	3	4
법인세납부	-2	-10	-11	-17
투자활동으로 인한 현금흐름	-82	64	17	20
유형자산처분(취득)	-43	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-47	50	0	0
기타투자활동	8	14	17	20
재무활동으로 인한 현금흐름	81	6	-10	-49
장단기금융부채의 증가(감소)	72	44	30	-8
자본의 증가(감소)	30	0	0	0
배당금의 지급	-9	-9	-10	-10
기타재무활동	-12	-29	-30	-31
현금의 증가	0	96	37	36
기초현금	50	50	146	184
기말현금	50	146	184	220

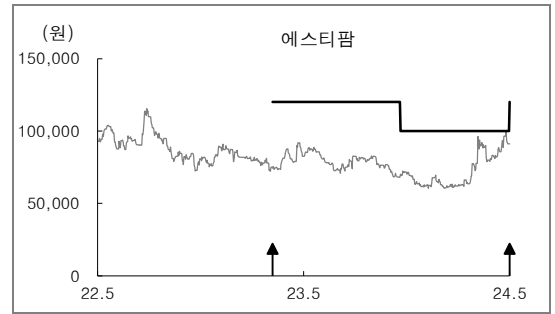
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	65.1	57.5	48.9	31.8
P/CF (x)	18.7	22.6	21.0	16.6
P/B (x)	3.3	4.3	4.1	3.7
EV/EBITDA (x)	24.7	26.7	22.0	16.9
EPS (원)	1,041	1,587	1,867	2,870
CFPS (원)	3,626	4,032	4,333	5,502
BPS (원)	20,445	21,129	22,496	24,865
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	53.7	33.1	28.0	18.2
배당수익률 (%)	0.7	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	14.3	12.8	19.6	20.5
EBITDA증가율 (%)	59.5	21.5	20.7	27.0
조정영업이익증가율 (%)	87.7	32.7	32.0	38.1
EPS증가율 (%)	8.8	52.4	17.7	53.7
매출채권 회전율 (회)	2.7	2.6	2.7	2.8
재고자산 회전율 (회)	2.5	2.6	2.7	2.8
매입채무 회전율 (회)	9.7	11.2	12.4	12.6
ROA (%)	2.8	4.1	4.5	6.5
ROE (%)	5.4	7.7	8.6	12.1
ROIC (%)	5.4	6.5	8.3	11.1
부채비율 (%)	74.6	77.1	82.4	76.4
유동비율 (%)	416.0	402.6	424.1	487.5
순차입금/자기자본 (%)	30.2	25.8	22.6	11.2
조정영업이익/금융비용 (x)	5.5	1.6	1.9	2.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
에스티팜 (237690)				
2024.05.13	매수	120,000	-	-
2023.11.02	매수	100,000	-28.25	-0.20
2023.03.20	매수	120,000	-34.13	-23.50



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.