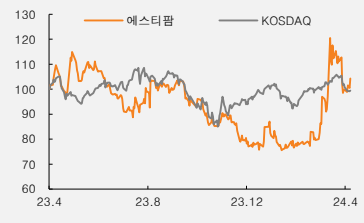


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	100,000원
현재주가(24/4/12)	83,300원
상승여력	20.0%

영업이익(24F, 억원)	446
Consensus 영업이익(24F, 억원)	440
EPS 성장률(24F, %)	19.5
MKT EPS 성장률(24F, %)	67.2
P/E(24F, x)	67.0
MKT P/E(24F, x)	11.4
KOSDAQ	860.47
시가총액(억원)	15,772
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	53.3
외국인 보유비중(%)	5.2
베타(12M) 일간수익률	1.07
52주 최저가(원)	60,400
52주 최고가(원)	96,300
(%)	1M 6M 12M
절대주가	9.9 9.6 -2.2
상대주가	13.6 6.4 1.2



[글로벌 바이오텍]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

237690 · 제약/바이오

에스티팜

1Q24 Preview: 시장 기대치 부합

1Q24: 매출액 552억원(+8.9% YoY), 영업이익 39억원(+4.1% YoY) 예상

동사에 대한 목표주가 10만원 및 매수 의견을 유지한다. 1분기 실적은 매출액 552억원(+8.9% YoY), 영업이익 39억원(+4.1% YoY) 으로 시장 기대치(컨센서스 매출액 555억원, 영업이익 38억원)에 부합할 것으로 전망된다.

23년 1분기 발생했던 mRNA 관련 매출 70억원은 1분기 1억원 수준으로 크게 낮아질 것으로 보인다. 하지만 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출이 전년동기 대비 12% 증가한 259억원을 달성할 것으로 예상된다.

최근 에스티팜이 생산하는 것으로 추정되는 골수형성이상증후군 치료제 승인 기대감이 높아졌다. 연간 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출은 2,002억원(+17.9% YoY)으로 추정하였다. 마진이 좋은 혈액암 치료제 CDMO의 비중이 높아지면 이익은 더 개선될 수 있을 것으로 보인다. 골수형성이상증후군 치료제 신약 승인 허가 결정일로 예상되는 PDUFA(처방의약품 신청자 수수료 법, Prescription Drug User Fee Act) date 6월 16일 이후 추가적인 수주도 기대해 볼 수 있다. 24년 매출액은 3,126억원(+9.7% YoY), 영업이익 446억원(+33.2% YoY, 영업이익률 14.3%)으로 기존 대비 3.3% 하향하였다. 23년 마진이 좋았던 mRNA CDMO 매출을 기존 19억원에서 8억원으로 보수적으로 가정하였기 때문이다.

실력있는 CDMO 기업에 유리해진 시장 환경

미국이 생물보안법까지 내세우며 지속적으로 중국의 CRO 및 CDMO에 대한 규제를 강화하고 있어 동사의 CDMO 및 유럽 자회사(AnaPath) CRO는 장기적인 수혜 가능성이 높아지고 있다. 특히 올리고뉴클레오타이드 CDMO는 신약 개발이 활발하게 이뤄지고 있어 신규 수주가 많을 것으로 예상되는 분야이다. 생물보안법 관련 기업에 포함된 우시애타크는 2023년 기준 올리고와 펩타이드가 포함된 TIDES CDMO 매출이 267 molecules(+41% YoY)라고 발표하였다. 우호적인 시장 상황 속, 신규 CDMO 수주가 같이 이뤄진다면 추가적인 기업가치 상승이 가능할 것으로 보인다.

에스티팜은 최근 레고캠바이오의 ADC 중 링커 생산에 대한 수주 계약을 진행하였다. ADC는 글로벌 기업이 큰 관심을 가지고 있는 모달리티 중 하나이다. ADC 의약품 시장은 2029년 261억 달러로 성장이 예상된다. 새로운 모달리티 치료제 CDMO(ex. ADC)로서의 가능성도 보여주고 있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (억원)	2,493	2,850	3,126	3,587	4,181
영업이익 (억원)	179	335	446	547	1,251
영업이익률 (%)	7.2	11.8	14.3	15.2	29.9
순이익 (억원)	180	196	235	330	918
EPS (원)	957	1,041	1,244	1,745	4,847
ROE (%)	5.4	5.4	6.0	8.1	19.9
P/E (배)	91.5	65.1	67.0	47.7	17.2
P/B (배)	4.9	3.3	4.0	3.7	3.1
배당수익률 (%)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 1Q24 Preview 실적 비교표 (억원)

	1Q23	4Q23	1Q24		성장률	
			미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	506	1,206	552	555	8.9	-54.3
영업이익	37	215	39	38	4.1	-82.1
영업이익률 (%)	7.3	17.8	7.0	6.9	-4.4	-60.8
세전이익	39	134	4	-3	-88.4	-96.7
순이익	38	105	4	48	-90.1	-96.4

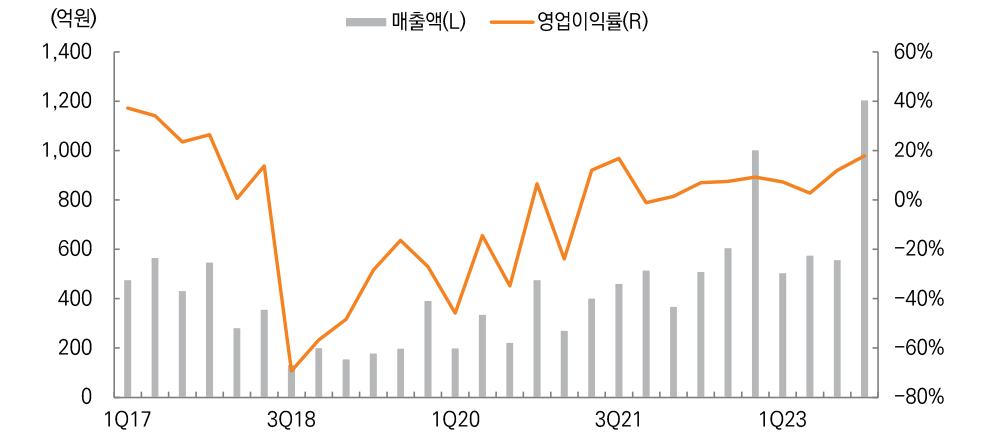
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 에스티팜 실적 추정 (억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액		506	578	559	1,206	552	589	749	1,237	2,490	2,841	3,126	3,587
YoY		37.0%	13.0%	-8.0%	20.2%	8.9%	2.0%	33.8%	2.5%	50.3%	14.1%	10.0%	14.7%
신약 원료의약품 CDMO	저분자화합물	33	86	9	105	47	51	53	53	153	233	204	245
	올리고	264	290	376	768	295	311	459	937	1,464	1,698	2,002	2,402
	mRNA	70	1	5	0	1	1	5	0	63	77	8	8
영업이익		37	16	67	215	39	53	120	235	179	335	446	547
YoY		591.2%	-54.5%	46.8%	133.0%	4.1%	229.8%	79.6%	9.2%	220.1%	87.7%	33.2%	22.5%
당기순이익		29	12	34	101	4	19	66	136	175	175	225	316
YoY		34.6%	-64.1%	-66.2%	387.9%	-87.6%	52.7%	97.0%	35.6%	418.6%	0.0%	28.2%	40.5%

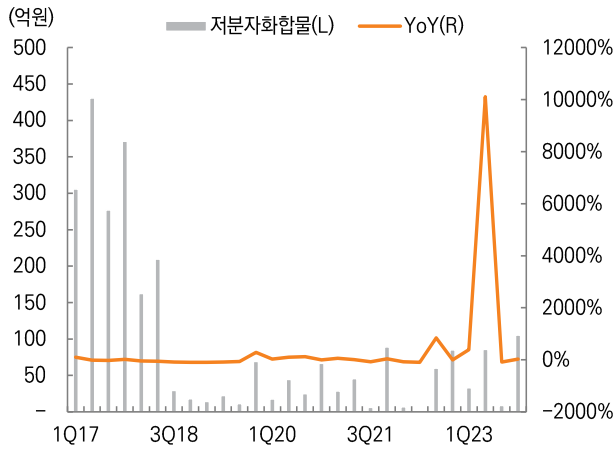
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 에스티팜 실적 추이



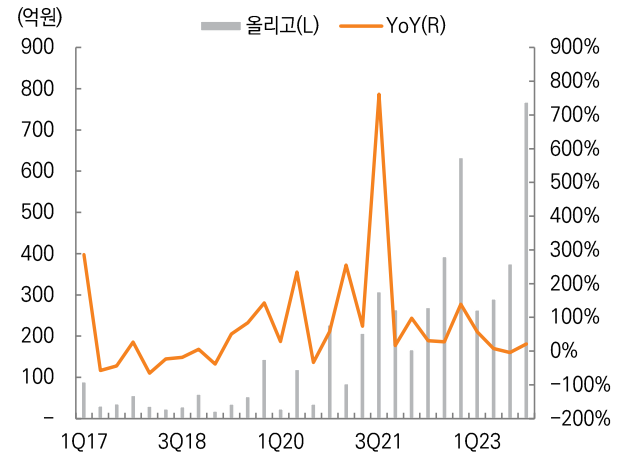
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 저분자화합물 CDMO 매출 추이



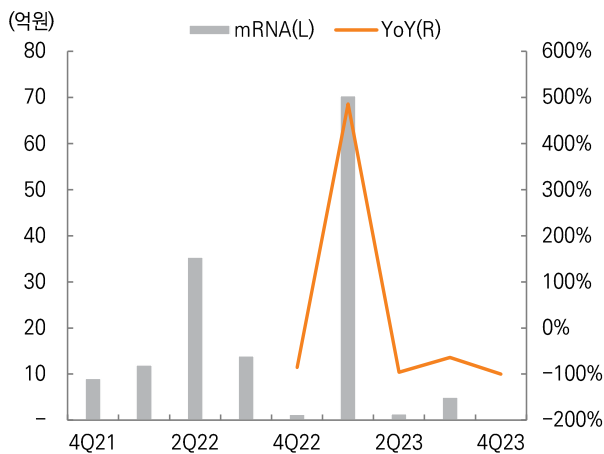
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출 추이



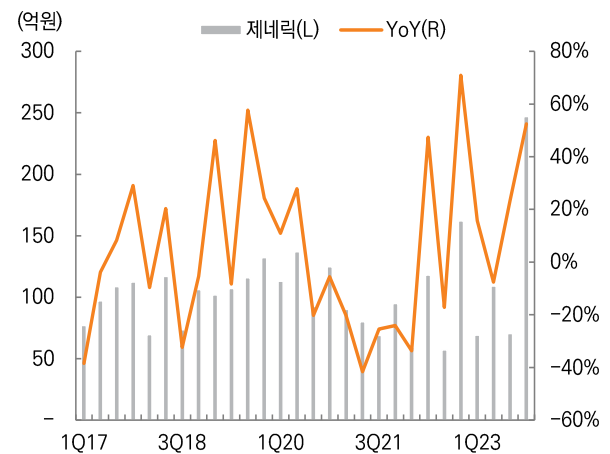
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. mRNA CDMO 매출 추이



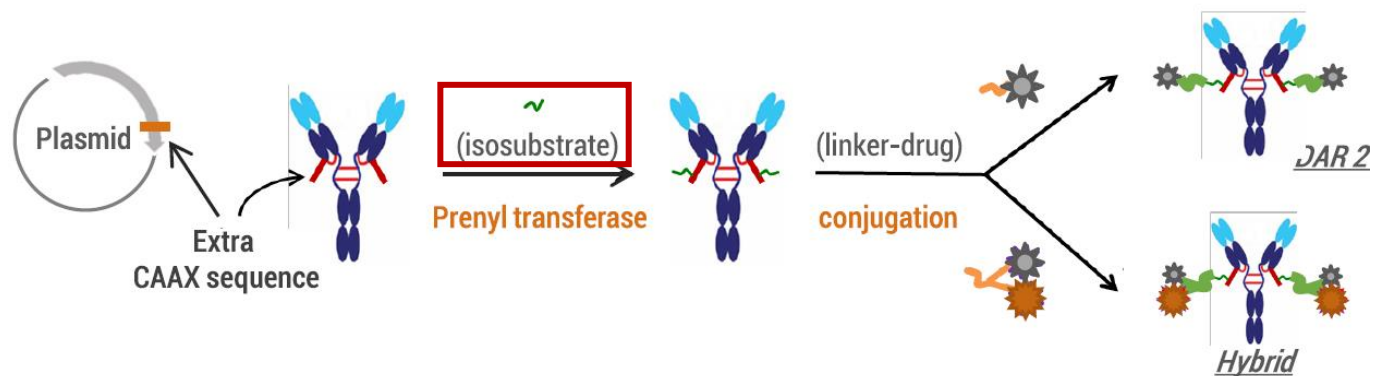
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 제네릭의약품 CDMO 매출 추이



자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. ADC 링커 생산



자료: 레고켐바이오, 미래에셋증권 리서치센터

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	헌팅턴병(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	헌팅턴병(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
글로벌 제약사의 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

에스티팜 (237690)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,850	3,126	3,587	4,181
매출원가	1,729	1,800	2,030	2,383
매출총이익	1,121	1,326	1,557	1,798
판매비와관리비	786	880	1,010	547
조정영업이익	335	446	547	1,251
영업이익	335	446	547	1,251
비영업손익	-101	-141	-130	-82
금융손익	-37	-141	-130	-81
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	234	305	417	1,169
계속사업법인세비용	58	81	102	292
계속사업이익	175	225	316	877
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	175	225	316	877
지배주주	196	235	330	918
비지배주주	-21	-10	-15	-41
총포괄이익	194	225	316	877
지배주주	212	239	336	934
비지배주주	-18	-14	-20	-57
EBITDA	565	688	789	1,493
FCF	-419	313	376	1,026
EBITDA 마진율 (%)	19.8	22.0	22.0	35.7
영업이익률 (%)	11.8	14.3	15.2	29.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.9	7.5	9.2	22.0

예상 재무상태표 (요약)

(억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,484	4,157	5,008	6,061
현금 및 현금성자산	501	1,508	1,961	2,727
매출채권 및 기타채권	1,213	1,244	1,432	1,559
재고자산	1,207	1,238	1,425	1,552
기타유동자산	563	167	190	223
비유동자산	3,271	2,928	2,686	2,444
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	2,770	2,535	2,301	2,066
무형자산	135	127	120	112
자산총계	6,754	7,085	7,694	8,505
유동부채	837	1,040	1,185	1,159
매입채무 및 기타채무	319	298	343	400
단기금융부채	303	742	842	759
기타유동부채	215	0	0	0
비유동부채	2,048	2,055	2,298	2,353
장기금융부채	1,767	1,767	1,967	1,967
기타비유동부채	281	288	331	386
부채총계	2,885	3,095	3,484	3,512
지배주주지분	3,845	3,976	4,212	5,035
자본금	94	94	94	94
자본잉여금	2,259	2,259	2,259	2,259
이익잉여금	1,357	1,498	1,734	2,557
비지배주주지분	24	13	-2	-42
자본총계	3,869	3,989	4,210	4,993

예상 현금흐름표 (요약)

(억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	13	313	376	1,026
당기순이익	175	225	316	877
비현금수익비용가감	507	464	473	616
유형자산감가상각비	223	235	235	235
무형자산상각비	7	7	7	7
기타	277	222	231	374
영업활동으로인한자산및부채의변동	-648	-295	-311	-175
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-257	-31	-186	-127
재고자산 감소(증가)	-132	-31	-187	-127
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	-25	23	29
법인세납부	-21	-81	-102	-292
투자활동으로 인한 현금흐름	-824	641	172	232
유형자산처분(취득)	-431	0	0	0
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-474	501	0	0
기타투자활동	83	140	172	232
재무활동으로 인한 현금흐름	814	63	-96	-492
장단기금융부채의 증가(감소)	721	440	300	-83
자본의 증가(감소)	302	0	0	0
배당금의 지급	-94	-94	-95	-95
기타재무활동	-115	-283	-301	-314
현금의 증가	-1	1,007	452	766
기초현금	502	501	1,508	1,961
기말현금	501	1,508	1,961	2,727

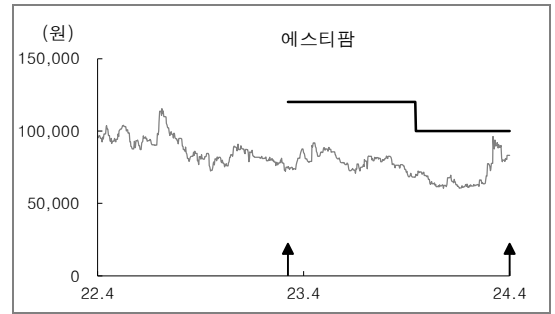
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	65.1	67.0	47.7	17.2
P/CF (x)	18.7	22.9	20.0	10.6
P/B (x)	3.3	4.0	3.7	3.1
EV/EBITDA (x)	24.7	24.4	21.1	10.5
EPS (원)	1,041	1,244	1,745	4,847
CFPS (원)	3,626	3,641	4,168	7,885
BPS (원)	20,445	21,001	22,246	26,593
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	53.7	42.1	30.0	10.8
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	14.3	9.7	14.7	16.6
EBITDA증가율 (%)	59.5	21.8	14.6	89.2
조정영업이익증가율 (%)	87.7	33.2	22.5	128.7
EPS증가율 (%)	8.8	19.5	40.3	177.8
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	11.0	12.4	12.6
ROA (%)	2.8	3.2	4.3	10.8
ROE (%)	5.4	6.0	8.1	19.9
ROIC (%)	5.4	6.5	8.0	18.0
부채비율 (%)	74.6	77.6	82.7	70.3
유동비율 (%)	416.0	399.5	422.5	523.0
순차입금/자기자본 (%)	30.2	25.1	20.2	0.0
조정영업이익/금융비용 (x)	5.5	1.6	1.8	4.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
에스티팜 (237690)				
2023.11.02	매수	100,000	-	-
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
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 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.