

(Analyst) 서미화 mihwa.seo@miraeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

237690 · 제약/바이오

에스티팜

안정적일 4Q23에 대한 기대감

(유지)

매수

목표주가

100,000원 ▼

상승여력

46.6%

현재주가(23/11/1)

68,200원

KOSDAQ	739.23	시가총액(십억원)	1,283	발행주식수(백만주)	19	외국인 보유비중(%)	1.8
--------	--------	-----------	-------	------------	----	-------------	-----

Report summary

23년 3분기 연결기준 매출액 559억원(-8.0% YoY), 영업이익 67억원(+46.8% YoY) 기록

2023년 3분기 에스티팜의 매출액은 559억원으로, 신약 원료의약품 390억원, 제네릭 원료의약품 71억원, 기타 99억원이다. 저분자화합물 및 mRNA 원료의약품의 매출 감소로 전체 신약 원료의약품 매출이 전년 동기 대비 17.2% 감소하였다. 영업이익은 전년 동기 대비 46.8% 증가했다. 원인은 1) 고마진의 올리고 원료의약품 매출 비중이 67.3%로 전년 동기 64.7% 대비 증가하였다. 또한, 2) 올리고 생산효율성(생산수율, 생산기간 단축 등)이 증가하며 마진이 개선(원가율 전년 동기 65% 대비 3Q23 56.4%로 개선)되었다.

투자의견 매수 유지하나, 목표주가 10만원으로 20% 하향 조정

4Q23 수익성은 추가 개선될 전망으로, 중장기 성장 유효하다. 하지만, 2023년 대비 2024년 연간 올리고 원료의약품 매출 증가율을 기존 10%에서 3%로 조정하여, 목표주가는 10만원으로 하향 하였다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-10.7	-13.7	-10.4
상대주가	1.6	-1.6	-15.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	166	249	269	291	309
영업이익 (십억원)	6	18	30	41	62
영업이익률 (%)	3.6	7.2	11.2	14.1	20.1
순이익 (십억원)	3	18	24	38	57
EPS (원)	177	957	1,300	1,997	3,052
ROE (%)	1.1	5.4	7.1	10.2	14.1
P/E (배)	784.2	91.5	52.5	34.1	22.3
P/B (배)	8.1	4.9	3.6	3.3	3.0
배당수익률 (%)	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7

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

3Q23 매출액 559억원(-8.0% YoY), 영업이익 67억원(+46.8% YoY)

2023년 3분기 에스티팜의 매출액은 559억원으로 전년동기 대비 8% 감소하였다. 매출 구성은 신약 원료의약품 390억원(69.7%), 제네릭 원료의약품 71억원(12.6%), 기타 99억원(17.7%)이다. 신약 원료의약품 중 올리고 매출은 376억원(만성 B형간염 치료제 193억원, 혈액암 치료제 84억원, 모노머 70억원이 포함)을 기록하였다.

전체 신약 원료의약품 매출이 전년동기 대비 17.2% 감소하였고, 제네릭 원료의약품 매출은 전년동기 대비 23% 증가하였다. 저분자화합물 매출은 전년동기 대비 85.3%, mRNA 원료의약품 매출은 전년동기 대비 70.6% 감소하였다. 올리고 원료의약품 매출은 전년동기 대비 4.4% 감소하였다.

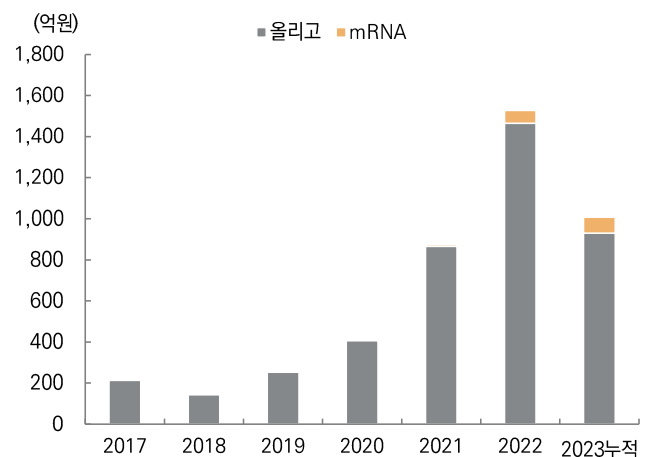
영업이익은 67억원으로, 전년동기 대비 46.8% 증가하면서 개선되었다. 원인은 1) 신약 원료의약품 중, 마진이 좋은 올리고 원료의약품의 매출 비중이 67.3%로 전년동기 64.7% 대비 증가하였다. 또한, 2) 올리고 생산효율성(생산수율, 생산기간 단축 등)이 증가하며 마진이 개선(원가율 전년동기 65% 대비 3Q23 56.4%로 개선)되었다.

신약 파이프라인 중 에이즈 치료제 STP0404는 미국 임상 2a상 중으로 24년 2분기(5월) 임상 2a상이 종료될 것으로 예상된다. 항암제 STP1002는 미국 임상 1상이 종료되었으며, 최종 보고서를 기다리고 있다. 코로나 mRNA 백신 STP2104도 임상 1상이 완료되었으며, 검체분석 결과를 11월 초 수령할 수 있을 것으로 예상된다. 최종 결과 확인은 24년 1분기가 될 것으로 보인다.

그림 1. 에스티팜 올리고 수주 파이프라인(일부)

파트너사	적응증	임상단계
글로벌제약사A	고지혈증	상업화
글로벌제약사B	척수성근위축증	상업화
글로벌제약사A	동맥경화증	임상 3상
글로벌바이오텍C	MDS/MF	임상 3상
글로벌바이오텍D	심혈관 질환	임상 3상
글로벌제약사E	B형 간염	임상 3상
글로벌제약사F	B형 간염	임상 2상
글로벌제약사G	혈전증	임상 2상
글로벌바이오텍D	유전성혈관부종	임상 2상

그림 2. 에스티팜 올리고 CDMO 매출 추이



자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 올리고뉴클레오타이드 및 mRNA 관련 수주 현황

(천 USD, 천 CHF)

품목	수주일자	납기	적응증	결제통화	수주총액	기납품액	수주잔고
올리고핵산치료제 신약 원료의약품	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	8,381	10,093
	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	57,697	7,647
	2022.05	2023.09	만성B형간염(2상)	CHF	4,090	1,282	2,808
	2022.07	2023.12	혈액암(상업화)	USD	5,710	-	5,710
	2023.01	2023.09	동맥경화증(PPQ)	USD	14,480	3,451	11,030
	2023.02	2023.08	만성B형간염(3상)	USD	7,770	-	7,770
	2023.02	2023.12	혈액암(상업화 초도)	USD	8,570	-	8,570
	2023.03	2023.1	척수성근위축증(상업화)	USD	9,000	2,630	6,370
	2023.03	2024.06	황반변성(임상2상)	CHF	3,470	-	3,470
	2023.03	2024.12	고지혈증(상업화)	USD	48,528	-	48,528
mRNA 백신 원료 등	2021.08	2022.01		USD	982	982	-
	2021.11	2022.05	LNP용 인지질	USD	1,116	1,116	-
	2021.12	2022.05		USD	4,015	4,015	-
	2022.05	2023.06		USD	10,554	10,554	-

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 에스티팜 실적 추정

(억원)

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
매출액		370	511	608	1,004	506	578	559	1,044	1,656	2,490	2,687	2,908
YoY		35.7%	26.7%	31.4%	94.1%	37.0%	13.0%	-8.0%	4.0%	33.5%	50.3%	7.9%	8.2%
신약 원료의약품 CDMO	저분자화합물	7	1	60	85	33	86	9	53	179	153	181	218
	올리고	168	270	393	633	264	290	376	760	865	1,464	1,690	1,741
	mRNA	12	35	14	1	70	1	5	32	9	63	109	219
영업이익		5	35	45	92	37	16	67	177	56	178	298	406
YoY		흑전	-27.5%	-41.6%	흑전	597.7%	-54.5%	46.8%	92.7%	흑전	219.5%	67.0%	36.5%
당기순이익		21	34	99	21	29	12	34	142	34	175	217	492
YoY		흑전	-40.2%	28.2%	흑전	34.6%	-64.1%	-65.3%	588.3%	흑전	418.6%	24.1%	126.4%

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

에스티팜 (237690)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	249	269	291	309
매출원가	160	154	167	186
매출총이익	89	115	124	123
판매비와관리비	71	85	83	62
조정영업이익	18	30	41	62
영업이익	18	30	41	62
비영업손익	1	-2	0	0
금융손익	-2	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	19	28	41	62
계속사업법인세비용	2	6	6	9
계속사업이익	18	22	34	52
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	18	22	34	52
지배주주	18	24	38	57
비지배주주	0	-3	-3	-5
총포괄이익	19	24	34	52
지배주주	20	24	33	50
비지배주주	0	0	2	3
EBITDA	35	52	63	85
FCF	-53	-31	49	70
EBITDA 마진율 (%)	14.1	19.3	21.6	27.5
영업이익률 (%)	7.2	11.2	14.1	20.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.2	8.9	13.1	18.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	263	275	326	387
현금 및 현금성자산	50	47	86	138
매출채권 및 기타채권	97	101	106	110
재고자산	108	112	118	122
기타유동자산	8	15	16	17
비유동자산	307	329	306	283
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	254	281	259	237
무형자산	12	13	12	12
자산총계	571	604	632	670
유동부채	179	177	198	192
매입채무 및 기타채무	33	21	22	23
단기금융부채	115	157	177	168
기타유동부채	31	-1	-1	1
비유동부채	50	71	52	54
장기금융부채	20	39	19	19
기타비유동부채	30	32	33	35
부채총계	230	248	251	246
지배주주지분	338	355	383	431
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	196	196	196	196
이익잉여금	127	142	170	218
비지배주주지분	3	1	-2	-7
자본총계	341	356	381	424

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	7	18	49	70
당기순이익	18	22	34	52
비현금수익비용가감	33	38	29	32
유형자산감가상각비	17	22	22	22
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	15	15	6	9
영업활동으로인한자산및부채의변동	-41	-35	-9	-5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-48	-2	-5	-4
재고자산 감소(증가)	-26	-6	-6	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	3	1	1
법인세납부	-3	-7	-6	-9
투자활동으로 인한 현금흐름	-6	-50	0	0
유형자산처분(취득)	-60	-49	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	43	3	0	0
기타투자활동	11	-4	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	11	30	-9	-18
장단기금융부채의 증가(감소)	27	60	0	-8
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-9	-9	-9	-9
기타재무활동	-7	-21	0	-1
현금의 증가	11	-3	39	52
기초현금	39	50	47	86
기말현금	50	47	86	138

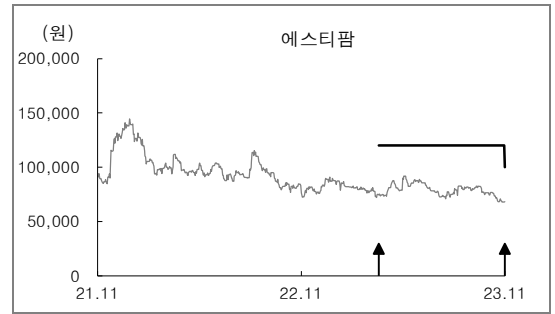
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	91.5	52.5	34.1	22.3
P/CF (x)	32.5	21.5	20.2	15.1
P/B (x)	4.9	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA (x)	49.0	27.3	21.8	15.5
EPS (원)	957	1,300	1,997	3,052
CFPS (원)	2,697	3,169	3,376	4,506
BPS (원)	17,951	18,873	20,371	22,923
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	53.7	43.3	27.4	18.0
배당수익률 (%)	0.6	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	50.5	7.8	8.2	6.4
EBITDA증가율 (%)	77.3	47.0	21.8	33.5
조정영업이익증가율 (%)	220.1	66.5	36.6	52.3
EPS증가율 (%)	439.2	35.8	53.6	52.8
매출채권 회전율 (회)	3.2	2.8	2.9	2.9
재고자산 회전율 (회)	2.6	2.4	2.5	2.6
매입채무 회전율 (회)	10.4	7.9	7.8	8.2
ROA (%)	3.3	3.7	5.5	8.0
ROE (%)	5.4	7.1	10.2	14.1
ROIC (%)	4.3	5.2	6.9	10.8
부채비율 (%)	67.3	69.6	65.8	58.0
유동비율 (%)	146.9	155.1	164.1	201.9
순차입금/자기자본 (%)	24.8	39.7	26.8	9.9
조정영업이익/금융비용 (x)	6.2	0.0	0.0	0.0

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	-34.07	-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(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 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.