

(Analyst) 서미화 mihwa.seo@miraeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

237690 · 제약/바이오

에스티팜

24년도 상고하저의 흐름은 지속

(유지)

매수

목표주가

100,000원

상승여력

57.7%

현재주가(24/2/1)

63,400원

KOSDAQ	798.73	시가총액(십억원)	1,192	발행주식수(백만주)	19	외국인 보유비중(%)	2.4
--------	--------	-----------	-------	------------	----	-------------	-----

Report summary

23년 4분기 연결기준 1,197억원(+19% YoY), 영업이익 214억원(+132% YoY)

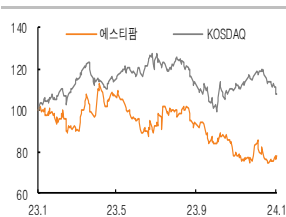
2023년 4분기 에스티팜의 매출액은 1,197억원으로 전년동기 대비 19% 증가하였다. 영업이익은 214억원으로, 전년동기 대비 132% 증가한 수치다. 1) 고마진의 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출 비중이 64.1%로 전년동기 63.1% 대비 증가하였다. 또한, 2) 올리고 생산효율성(생산수율, 생산기간 단축, 숙련도 향상으로 인한 투입인원 감소)이 증가하며, 원가율이 개선(원가율 22년 64.3%, 23년 60.6%)되었다. 3) 판관비도 전년동기 대비 12.9% 감소하였다.

투자의견 매수, 목표주가 10만원 유지

동사에 대한 목표주가 10만원 및 매수 의견을 유지한다. 목표주가는 에스티팜의 영업가치에 순차입금을 제외한 SOTP 방식으로 산출하였다. 낮은 수주잔고에 대한 우려가 있으나, 2020년 이후 매출액 및 이익 개선이 나타나고 있다. 의미있는 신규 CDMO 수주가 기업가치를 한번 더 높일 수 있을 것으로 보인다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.5	-17.4	-22.8
상대주가	1.5	-2.9	-27.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	166	249	284	328	369
영업이익 (십억원)	6	18	33	46	101
영업이익률 (%)	3.6	7.2	11.6	14.0	27.4
순이익 (십억원)	3	18	19	40	86
EPS (원)	177	957	1,035	2,150	4,588
ROE (%)	1.1	5.4	5.4	10.1	19.0
P/E (배)	784.2	91.5	65.5	29.5	13.8
P/B (배)	8.1	4.9	3.3	2.9	2.4
배당수익률 (%)	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8

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

4Q23 매출 1,197억원(+19% YoY), 영업이익 214억원(+132% YoY)

2023년 4분기 에스티팜의 매출액은 1,197억원으로 전년동기 대비 19.3% 증가하였다. 매출 구성은 신약 CDMO 873억원(72.9%), 제네릭 CDMO 247억원(20.6%), 기타 99억원(6.4%)이다. 신약 CDMO 중 올리고 매출은 768억원(고지혈증 치료제 404억원, 만성 B형간염 치료제 106억원, 혈액암 치료제 87억원, 모노머 61억원이 포함)으로 21.3% 증가하였다.

전체 신약 CDMO 매출이 전년동기 대비 21.3% 증가하였고, 제네릭 CDMO 및 저분자화합물 CDMO 매출도 전년동기 대비 각각 52.5%, 23.5% 증가하였다. CRO 등 기타 매출액은 36.8% 감소하였다.

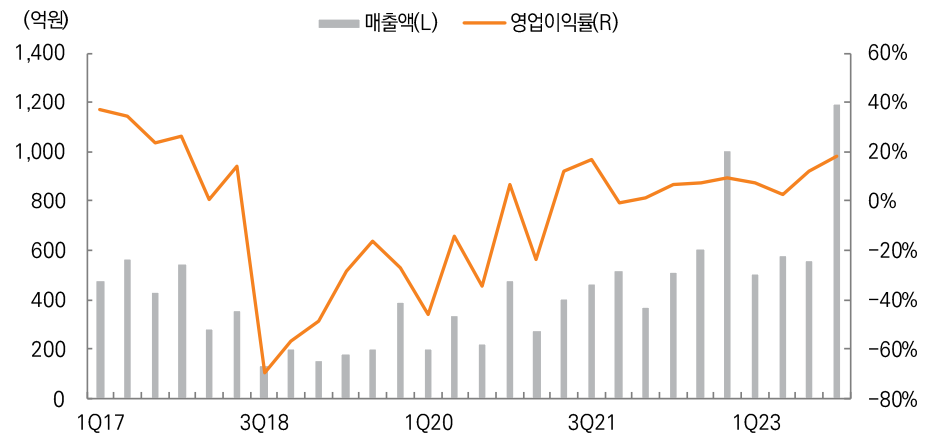
영업이익은 214억원으로, 전년동기 대비 132.2% 증가한 수치다. 1) 고마진의 올리고 뉴클레오타이드 CDMO 매출 비중이 64.1%로 전년동기 63.1% 대비 증가하였다. 또한, 2) 올리고 생산효율성(생산수율, 생산기간 단축, 숙련도 향상으로 인한 투입인원 감소)이 증가하며, 원가율이 개선(원가율 22년 64.3%, 23년 60.6%)되었다. 3) 판관비도 전년동기 대비 12.9% 감소하였다.

신약 파이프라인 중 에이즈 치료제 STP0404는 24년 2분기(5-7월) 미국 임상 2a상 종료가 예상된다. 임상 결과는 24년말 확인할 수 있을 것으로 보인다. 코로나 mRNA 백신 STP2104의 임상 1상 최종 결과 확인은 24년 1분기 가능할 것으로 보인다.

24년 매출액은 3,283억원(+15.6% YoY), 영업이익 462억원(+38.2% YoY, 영업이익률 14.1%)으로 전망한다. 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출은 1,936억원(+14% YoY)으로 추정하였다. 마진이 좋은 혈액암 치료제 CDMO의 비중이 높아지면 이익은 더 개선될 수 있을 것으로 보인다. 낮은 수주잔고에 대한 우려가 있으나, 2020년 이후 매출액의 성장은 지속되고 있으며, 이익률도 높아지고 있다.

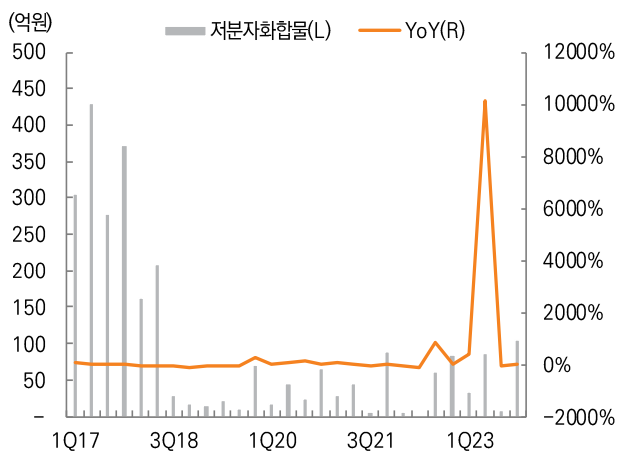
미국이 지속적으로 중국의 CRO 및 CDMO에 대한 규제를 가하고 있어 에스티팜의 CDMO 및 유럽 자회사(AnaPath) CRO는 장기적인 수혜 가능성이 높아지고 있다. 우호적인 시장 상황 속 신규 CDMO 수주가 기업가치를 한번 더 높일 수 있을 것으로 보인다.

그림 1. 에스티팜 실적 추이



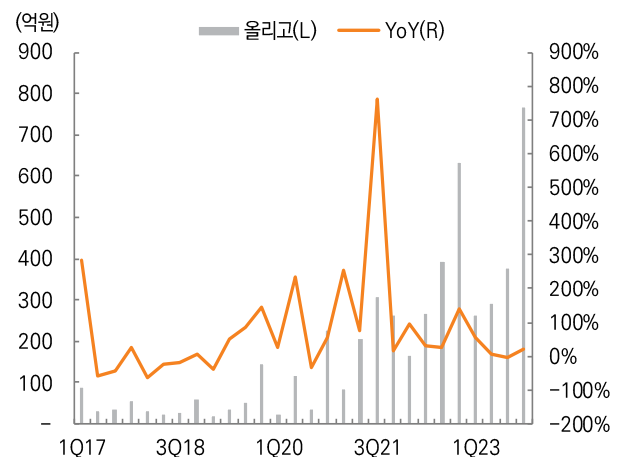
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 저분자화합물 CDMO 매출 추이



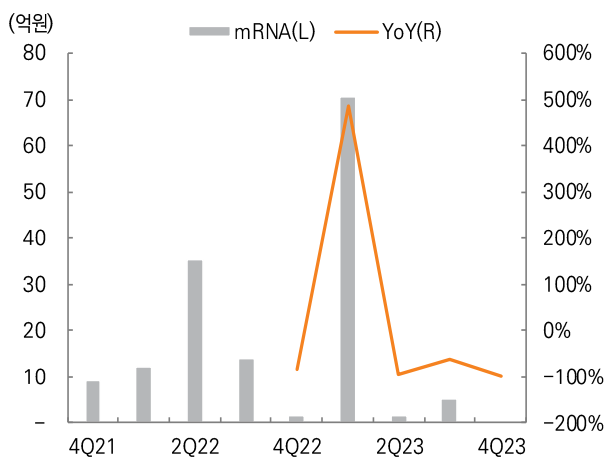
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출 추이



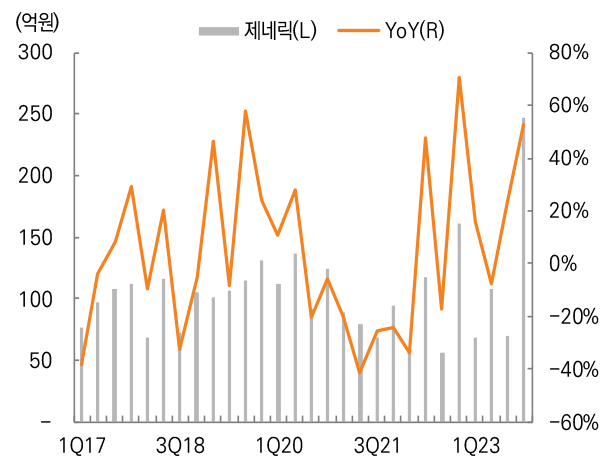
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. mRNA CDMO 매출 추이



자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 제네릭의약품 CDMO 매출 추이



자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 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
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

표 2. 에스티팜 실적 추정

(억원)

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2021	2022	2023	2024F
매출액		370	511	608	1,004	506	578	559	1,197	1,656	2,490	2,841	3,283
YoY		35.7%	26.7%	31.4%	94.1%	37.0%	13.0%	-8.0%	19.3%	33.5%	50.3%	14.1%	15.6%
신약 원료의약품 CDMO	저분자화학합물	7	1	60	85	33	86	9	105	179	153	233	280
	올리고	168	270	393	633	264	290	376	768	865	1,464	1,698	1,936
	mRNA	12	35	14	1	70	1	5	0	9	63	77	154
영업이익		5	35	45	92	37	16	67	214	56	179	334	462
YoY		흑전	-27.5%	-41.6%	흑전	597.7%	-54.5%	46.8%	132.0%	흑전	220.1%	87.2%	38.2%
당기순이익		21	34	99	21	29	12	34	89	34	175	164	492
YoY		흑전	-40.2%	28.2%	흑전	34.6%	-64.1%	-65.3%	331.3%	흑전	418.6%	-6.6%	201.1%

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

에스티팜 (237690)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	249	284	328	369
매출원가	160	172	188	221
매출총이익	89	112	140	148
판매비와관리비	71	78	94	46
조정영업이익	18	33	46	101
영업이익	18	33	46	101
비영업손익	1	-2	0	0
금융손익	-2	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	19	31	46	101
계속사업법인세비용	2	15	12	28
계속사업이익	18	16	35	74
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	18	16	35	74
지배주주	18	19	40	86
비지배주주	0	-3	-6	-13
총포괄이익	19	19	35	74
지배주주	20	22	39	82
비지배주주	0	-2	-4	-8
EBITDA	35	56	70	126
FCF	-53	-57	49	79
EBITDA 마진율 (%)	14.1	19.7	21.3	34.1
영업이익률 (%)	7.2	11.6	14.0	27.4
영업이익/귀속 순이익률 (%)	7.2	6.7	12.2	23.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	263	333	385	473
현금 및 현금성자산	50	78	118	180
매출채권 및 기타채권	97	116	122	134
재고자산	108	128	135	148
기타유동자산	8	11	10	11
비유동자산	307	319	295	271
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	254	279	256	232
무형자산	12	13	12	11
자산총계	571	651	680	743
유동부채	179	142	163	158
매입채무 및 기타채무	33	24	25	28
단기금융부채	115	118	138	130
기타유동부채	31	0	0	0
비유동부채	50	123	105	109
장기금융부채	20	86	66	66
기타비유동부채	30	37	39	43
부채총계	230	265	268	267
지배주주지분	338	386	417	493
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	196	228	228	228
이익잉여금	127	137	168	245
비지배주주지분	3	1	-5	-17
자본총계	341	387	412	476

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	7	-12	49	79
당기순이익	18	16	35	74
비현금수익비용가감	33	53	36	52
유형자산감가상각비	17	22	23	23
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	15	30	12	28
영업활동으로인한자산및부채의변동	-41	-66	-10	-18
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-48	-16	-6	-12
재고자산 감소(증가)	-26	-25	-6	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	6	1	3
법인세납부	-3	-15	-12	-28
투자활동으로 인한 현금흐름	-6	-29	0	0
유형자산처분(취득)	-60	-45	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	43	3	0	0
기타투자활동	11	13	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	11	70	-9	-18
장단기금융부채의 증가(감소)	27	69	0	-8
자본의 증가(감소)	0	33	0	0
배당금의 지급	-9	-9	-9	-9
기타재무활동	-7	-23	0	-1
현금의 증가	11	28	40	62
기초현금	39	50	78	118
기말현금	50	78	118	180

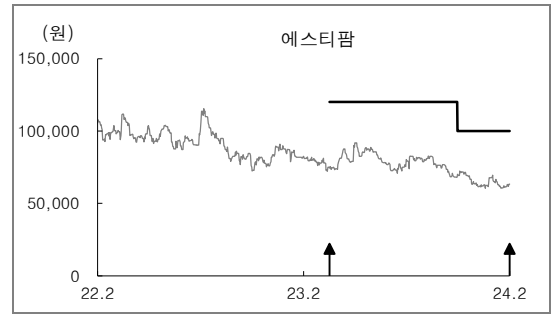
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	91.5	65.5	29.5	13.8
P/CF (x)	32.5	18.3	17.0	9.5
P/B (x)	4.9	3.3	2.9	2.4
EV/EBITDA (x)	49.0	24.9	18.1	9.5
EPS (원)	957	1,035	2,150	4,588
CFPS (원)	2,697	3,697	3,734	6,674
BPS (원)	17,951	20,508	22,158	26,246
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	53.7	57.5	27.2	12.8
배당수익률 (%)	0.6	0.7	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	50.5	14.0	15.6	12.4
EBITDA증가율 (%)	77.3	59.1	24.5	78.7
조정영업이익증가율 (%)	220.1	87.2	38.2	119.8
EPS증가율 (%)	439.2	8.1	107.8	113.4
매출채권 회전율 (회)	3.2	2.8	2.9	3.0
재고자산 회전율 (회)	2.6	2.4	2.5	2.6
매입채무 회전율 (회)	10.4	8.2	7.7	8.3
ROA (%)	3.3	2.7	5.2	10.4
ROE (%)	5.4	5.4	10.1	19.0
ROIC (%)	4.3	5.4	6.6	14.3
부채비율 (%)	67.3	68.4	65.0	56.1
유동비율 (%)	146.9	234.5	236.0	299.6
순차입금/자기자본 (%)	24.8	32.5	20.9	3.4
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	-34.13	-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(◆), 주가(—), 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.