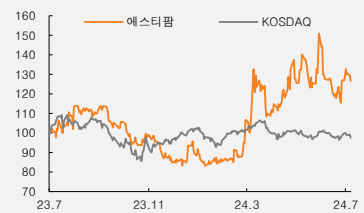


| | |
|---------------|----------|
| 투자의견(유지) | 매수 |
| 목표주가(유지) | 120,000원 |
| 현재주가(24/7/16) | 92,000원 |
| 상승여력 | 30.4% |

| | |
|-------------------------|---------|
| 영업이익(24F,십억원) | 37 |
| Consensus 영업이익(24F,십억원) | 41 |
| EPS 성장률(24F,%) | 78.1 |
| MKT EPS 성장률(24F,%) | - |
| P/E(24F,x) | 49.6 |
| MKT P/E(24F,x) | - |
| KOSDAQ | 839.61 |
| 시가총액(십억원) | 1,791 |
| 발행주식수(백만주) | 20 |
| 유동주식비율(%) | 54.6 |
| 외국인 보유비중(%) | 3.2 |
| 베타(12M) 일간수익률 | 1.38 |
| 52주 최저가(원) | 60,400 |
| 52주 최고가(원) | 109,600 |

| (%) | 1M | 6M | 12M |
|------|------|------|------|
| 절대주가 | -0.9 | 48.1 | 25.9 |
| 상대주가 | 1.8 | 50.8 | 34.3 |



[글로벌 바이오섹]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

에스티팜

2Q24 Preview: 한분기 더 쉬어간다

2Q24: 매출액 442억원(-23.4% YoY), 영업손실 6억원(적전 YoY) 예상

2분기 실적은 매출액 442억원(-23.4% YoY), 영업손실 6억원(적전 YoY) 으로 시장 기대치(컨센서스 매출액 607억원, 영업이익 46억원)을 하회할 것으로 예상된다.

올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출이 전년 동기 대비 9.5% 감소한 263억원(직전 추정치 363억원)이 될 것으로 보인다. 에스티팜의 올리고뉴클레오타이드 수출물량과 관련된 관세청 수출데이터가 전분기 대비 35% 감소하였기 때문이다. 2분기 매출액이 감소하나, 하반기 매출액 쏠림으로 24년 매출액은 2,973억원(+4.6% YoY), 영업이익 373억원(+11.3% YoY) 달성은 가능할 것으로 보인다. 따라서 목표주가는 기존과 동일하게 12만원, 매수 의견을 유지하였다.

에스티팜의 현재주가는 PER 50.6배 거래되고 있다. 목표주가 12만원은 PER 75.7배다. 국내 CDMO 산업 평균 72.2배, 에스티팜의 2년간 평균 PER 78.3배(최근 3년 평균 PER 313.6배)의 평균 수준이다.

신규 수주는 주가 상승의 트리거가 될 것

6월 16일 Geron의 골수이형성증후군(MDS) 치료제 라이텔로(Rytelo)가 FDA 승인을 받았다. Evaluate Pharma에 따르면 라이텔로 2030년 매출액은 13억 달러를 달성할 것으로 예상된다. 라이텔로의 시장 출시가 늦어지고 있으나, 출시 시점 추가 수주가 나올 수 있을 것으로 예상된다. 마진이 좋은 라이텔로 CDMO의 비중이 높아지면 이익률 개선에 기여할 것으로 보인다.

1Q24 노바티스의 고지혈증 치료제 렉비오 매출은 전년동기 대비 136% 성장한 1.5억 달러였다. 렉비오 판매 허가국가가 늘어나고 있어 연간 7억 달러 이상의 매출이 가능할 것으로 보인다. 매출 증가로 고지혈증 치료제의 추가 수주도 기대된다.

미국의 생물보안법이 하원 규칙위원회 국방수권법 개정안에 포함되지 않았다. 하지만 신약 개발사의 입장에서는 여전히 중국 CDMO에 신규 수주를 맡기는 것이 리스크일 수 있다. 특히 올리고뉴클레오타이드 CDMO는 신약 개발이 활발하게 이뤄지고 있어 신규 수주가 많을 것으로 예상되는 분야이다. 신규 수주에 대한 기대감은 여전히 유효하다는 판단이다. 또한, 신규 수주는 추가 주가 상승의 트리거가 될 것으로 보인다.

| 결산기 (12월) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원) | 249 | 285 | 297 | 357 | 432 |
| 영업이익 (십억원) | 18 | 34 | 37 | 56 | 76 |
| 영업이익률 (%) | 7.2 | 11.9 | 12.5 | 15.7 | 17.6 |
| 순이익 (십억원) | 18 | 20 | 36 | 50 | 65 |
| EPS (원) | 957 | 1,041 | 1,854 | 2,561 | 3,309 |
| ROE (%) | 5.4 | 5.4 | 8.9 | 11.5 | 13.4 |
| P/E (배) | 91.5 | 65.1 | 49.6 | 35.9 | 27.8 |
| P/B (배) | 4.9 | 3.3 | 4.3 | 3.9 | 3.5 |
| 배당수익률 (%) | 0.6 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 1Q24 Preview 실적 비교표 (억원)

| | 2Q23 | 1Q24 | 2Q24 | | 성장률 | |
|-----------|------|------|--------|------|-------|-------|
| | | | 미래에셋증권 | 컨센서스 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 578 | 517 | 442 | 607 | -23.4 | -14.4 |
| 영업이익 | 16 | 19 | -6 | 46 | 적전 | 적전 |
| 영업이익률 (%) | 2.8 | 3.6 | -1.4 | 7.6 | 적전 | 적전 |
| 세전이익 | 10 | 75 | -6 | 21 | 적전 | 적전 |
| 순이익 | 13 | 62 | -7 | 54 | 적전 | 적전 |

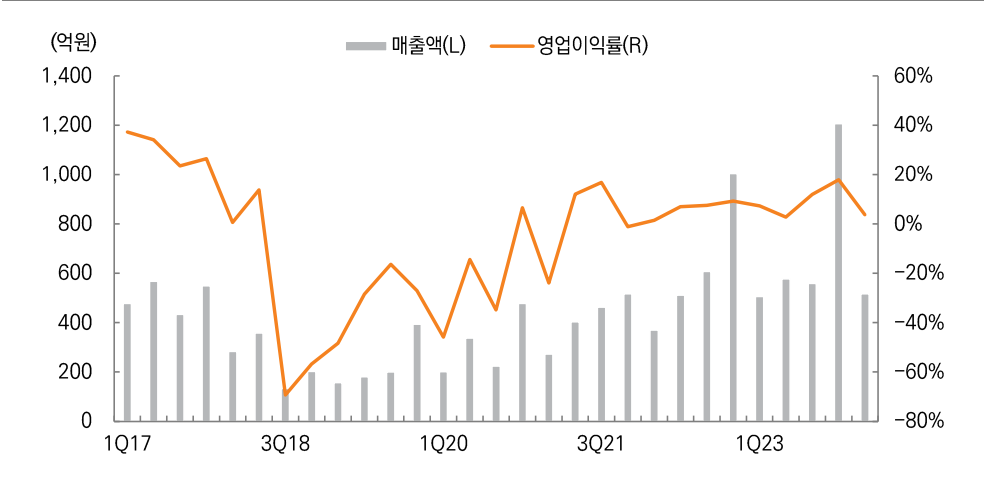
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 에스티팜 실적 추정 (억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 506 | 578 | 559 | 1,206 | 517 | 442 | 736 | 1,278 | 2,490 | 2,841 | 2,973 | 3,574 |
| YoY | 37.0% | 13.0% | -8.0% | 20.2% | 2.1% | -23.4% | 31.5% | 5.9% | 50.3% | 14.1% | 4.6% | 20.2% |
| 신약 원료의약품 CDMO | 저분자화합물 | 33 | 86 | 9 | 105 | 44 | 51 | 53 | 153 | 233 | 201 | 241 |
| | 올리고 | 264 | 290 | 376 | 768 | 345 | 263 | 470 | 1,464 | 1,698 | 2,076 | 2,595 |
| | mRNA | 70 | 1 | 5 | 0 | 0 | 0 | 25 | 63 | 77 | 60 | 62 |
| 영업이익 | 37 | 16 | 67 | 215 | 19 | (6) | 118 | 243 | 179 | 335 | 373 | 557 |
| YoY | 591.2% | -54.5% | 46.8% | 133.0% | -49.3% | 적전 | 76.5% | 12.8% | 220.1% | 87.7% | 11.3% | 49.4% |
| 당기순이익 | 29 | 12 | 34 | 101 | 54 | (6) | 94 | 170 | 175 | 175 | 312 | 438 |
| YoY | 34.6% | -64.1% | -66.2% | 387.9% | 87.8% | 적전 | 180.4% | 68.9% | 418.6% | 0.0% | 78.1% | 40.5% |

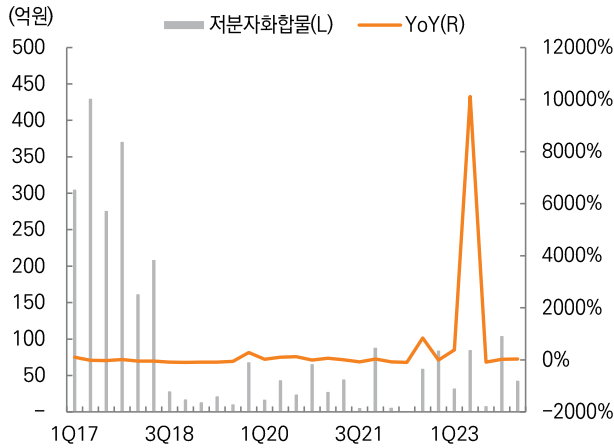
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 에스티팜 실적 추이



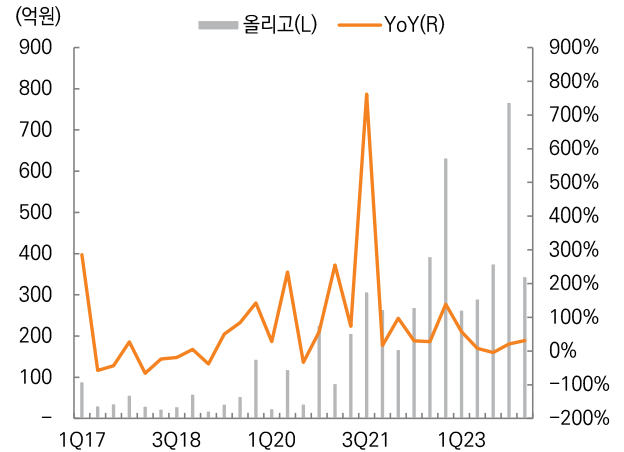
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 저분자화합물 CDMO 매출 추이



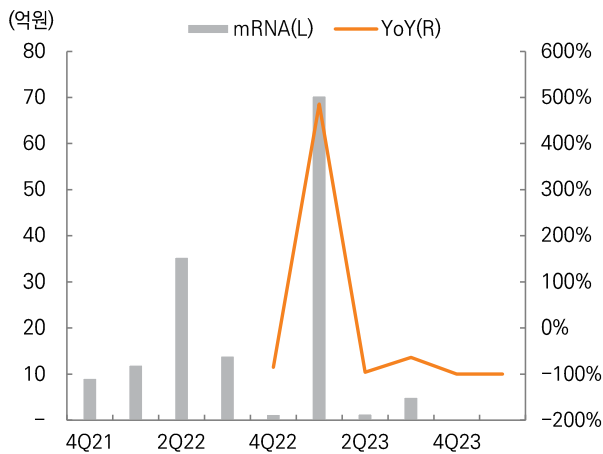
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출 추이



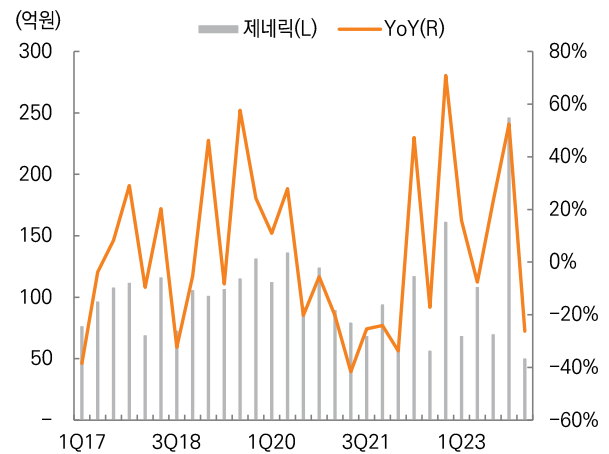
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. mRNA CDMO 매출 추이



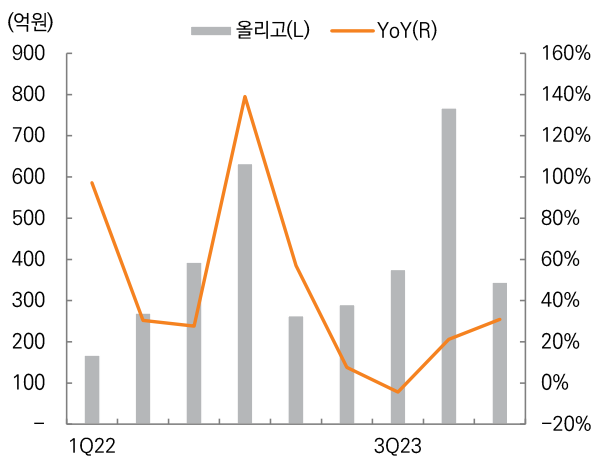
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 제네릭의약품 CDMO 매출 추이



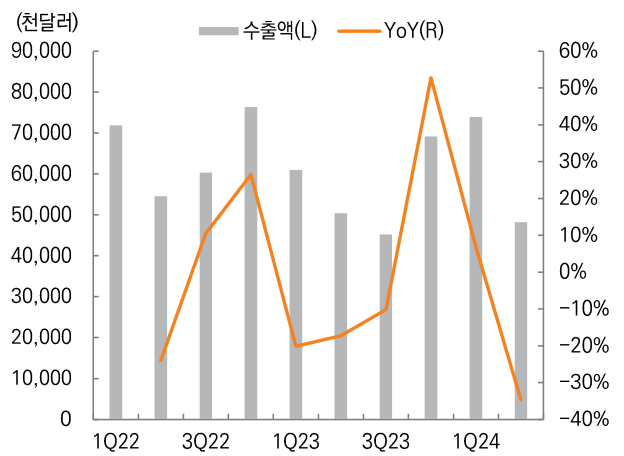
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 에스티팜의 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출



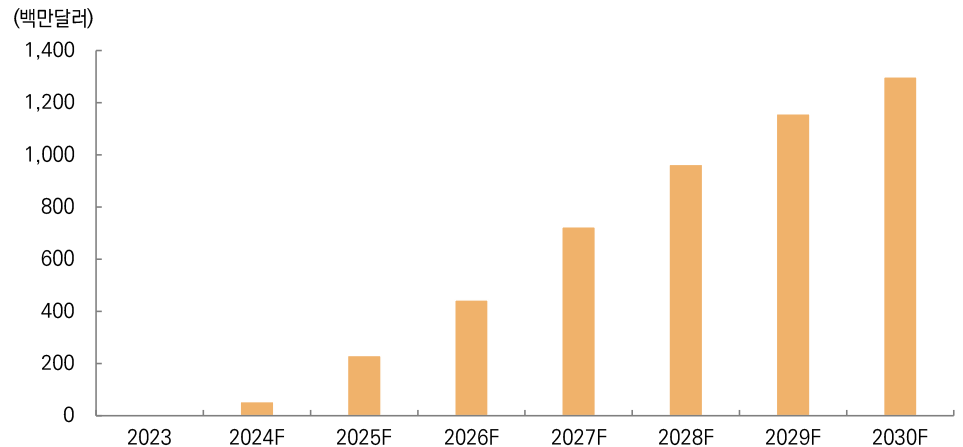
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 올리고뉴클레오타이드 수출데이터



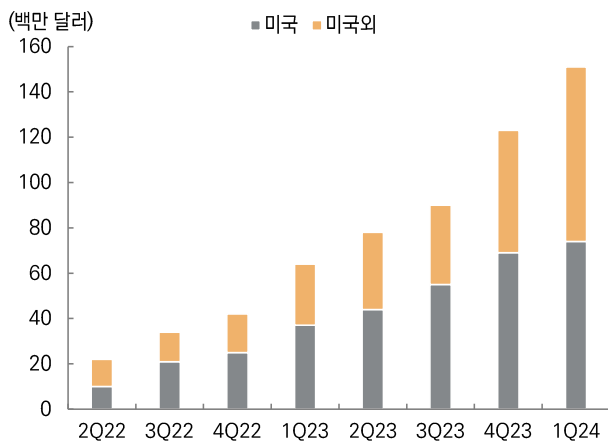
자료: Trass, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 라이텔로 연간 매출 전망



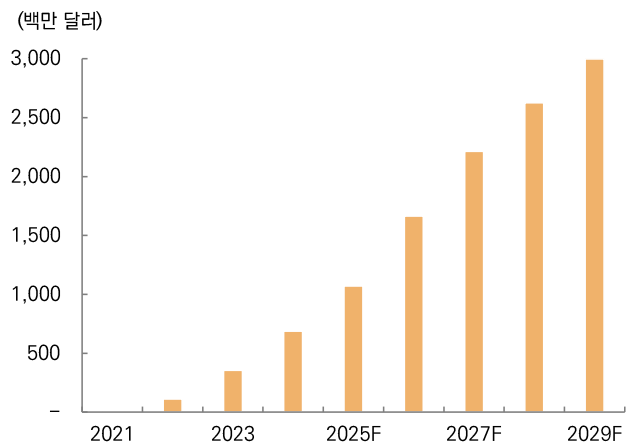
자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 렉비오 매출액 추이



자료: 노바티스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 렉비오 연간 매출 전망



자료: 글로벌데이터, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 에스티팜 올리고 수주 파이프라인(일부)

| 파트너사 | 적응증 | 임상단계 |
|----------|------------|--------|
| 글로벌제약사A | 고지혈증 | 상업화 |
| 글로벌제약사B | 척수성근위축증 | 상업화 |
| 글로벌바이오텍C | MDS/MF/AML | FDA 허가 |
| 글로벌바이오텍D | 심혈관 질환 | 임상 3상 |
| 글로벌바이오텍D | 유전성혈관부종 | 임상 3상 |
| 글로벌제약사A | 동맥경화증 | 임상 3상 |
| 글로벌제약사E | 만성 B형 간염 | 임상 3상 |
| 글로벌바이오텍D | 혈전증 | 임상 2상 |
| 글로벌제약사F | 만성 B형 간염 | 임상 2상 |
| 글로벌제약사G | 황반변성 | 임상 2상 |
| 글로벌제약사G | 만성 B형 간염 | 임상 2상 |

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. CDMO 수주 현황

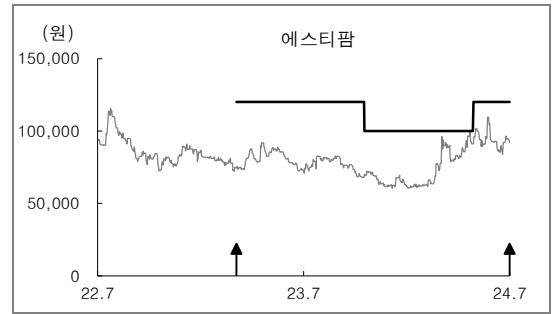
(천 USD, 천 CHF)

| 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 |
| 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

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 |
|--------|-----------------|--------|----|
| 79.52% | 12.05% | 8.43% | 0% |

* 2024년 06월 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.