

# 에스티팜 (237690)

## 올리고 매출 비중 증가로 수익성은 개선중

### 3Q23Re: 다소 아쉬운 실적

연결 기준 매출액 559억원(-8.0%yoy), 영업이익 67억원(+46.8% yoy, OPM 11.8%)를 기록. 연간 올리고 뉴클레오타이드 공급이 4분기에 집중되어 있어 분기별 편차가 크기 때문으로 향후 상업화 물량 공급 증가에 따라 편차는 감소할 것으로 전망.

전체 매출에서 올리고뉴클레오타이드 및 mRNA 관련 매출이 차지하는 비중이 증가하면서 수익성이 개선은 확인 중. 생산 효율화를 통해 생산 수율 증가와 생산 기간 단축으로 별도 기준 영업이익율은 19.2%로 전년 동기 9.7% 대비 큰폭의 개선 확인. 자회사들은 연구 개발비 증가와 임상용 원숭이 수급 불안정 및 가격 증가 영향으로 실적 악화.

### 올리고 CDMO 성장 지속 전망

4분기에 올리고 뉴클레오타이드 파이프라인의 임상 시료 공급 및 렉비오(leqvio, inclisiran) 공급 예정. 렉비오는 7월 HeFH를 포함한 원발성 고지혈증 치료제 대상으로 적응증을 넓혔으며 PCSK9 표적 치료제 중 경쟁 약물인 레파타(암젠)과 프랄런트(사노피)가 1~2주에 1회 투약인데 반해 투약 간격이 6개월로 빠른 시장 확대 전망.

동사가 공급하고 있는 제론의 Imetelstat(혈액암 치료제)의 PDUFA date는 24년 6월 16일로 지정되면서 1H24에 상업화 물량의 출하도 예상. Imetelstat은 현재 허가 진행중인 MDS 외에도 MF, AML 등 적응증 대상 임상도 진행하고 있어 추후 적응증 확대 가능성도 유력.

### 매수 의견 유지, 목표 주가 10만원으로 하향

본매수 의견을 유지하며, 고금리에 따라 할인율 상향으로 목표주가는 10만원으로 하향 조정. 최근 로슈가 zilebesira(고혈압 치료제)의 임상2상 성공을 밝히는 등 RNAi 치료제는 희귀질환 및 고혈압, 고지혈증 등 만성 질환 등까지 시장 확대될 것으로 전망하며 CDMO 산업 성장도 동반할 것으로 판단.

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	56	-8.1	-3.2	58	-4.0
영업이익	7	45.3	310.5	5	32.0
세전계속사업이익	5	-57.4	409.6	9	-43.7
지배순이익	4	-63.0	183.3		
영업이익률 (%)	11.8	+4.3 %pt	+9.0 %pt	8.6	+3.2 %pt
지배순이익률 (%)	6.7	-10.1 %pt	+4.4 %pt		

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	166	249	283	303
영업이익	6	18	37	47
지배순이익	3	18	30	39
PER	577.8	99.3	42.7	32.8
PBR	6.0	5.3	3.6	3.3
EV/EBITDA	96.6	52.9	24.1	20.9
ROE	1.1	5.4	8.6	10.5

자료: 유안타증권



하현수 제약/바이오  
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

## BUY (M)

목표주가 100,000원 (D)

현재주가 (10/31) 68,000원

상승여력 47%

시가총액	12,790억원
총발행주식수	18,808,775주
60일 평균 거래대금	64억원
60일 평균 거래량	81,993주
52주 고/저	91,800원 / 68,000원
외인지분율	1.76%
배당수익률	0.57%
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 7인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.0)	(9.9)	(18.4)
상대	1.7	14.5	(22.9)
절대 (달러환산)	(11.1)	(15.0)	(13.9)

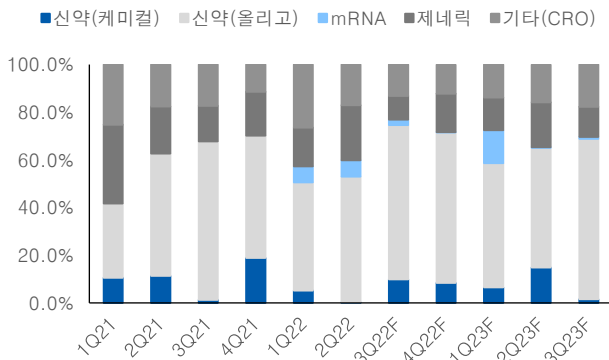
에스티팜(연결) 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
연결 매출액	37.0	51.1	60.8	100.4	50.6	57.8	55.9	118.9	249.3	283.2	303.3
증가율(yoy)	35.5%	26.5%	31.1%	94.2%	36.9%	13.1%	(8.0%)	18.4%	50.4%	13.7%	7.1%
API(케미컬)	1.9	0.1	6.0	8.5	3.3	8.6	5.1	6.0	16.5	17.5	18.4
API(올리고)	16.8	27.0	39.3	63.3	26.4	29.0	37.6	86.7	146.4	179.7	197.9
API(제네릭)	6.0	11.8	6.0	16.2	6.9	10.9	7.1	14.6	40.0	39.5	39.9
mRNA 관련	2.5	3.5	1.4	0.1	7.0	0.1	0.5	1.3	7.5	9.0	7.7
기타(CRO 등)	9.8	8.7	8.0	12.2	7.0	9.1	9.9	11.6	38.7	37.6	39.5
매출총이익	16.6	20.2	21.3	30.8	25.0	22.3	24.3	50.2	88.9	121.9	136.6
영업이익	0.5	3.5	4.5	10.2	3.7	1.6	6.6	24.6	18.8	36.5	46.9
증가율(yoy)	적지	(27.5%)	(42.1%)	흑전	591.2%	(54.7%)	46.8%	141.2%	236.5%	94.7%	28.2%
영업이익률	1.5%	6.9%	7.4%	10.2%	7.3%	2.8%	11.9%	20.7%	7.5%	12.9%	15.5%

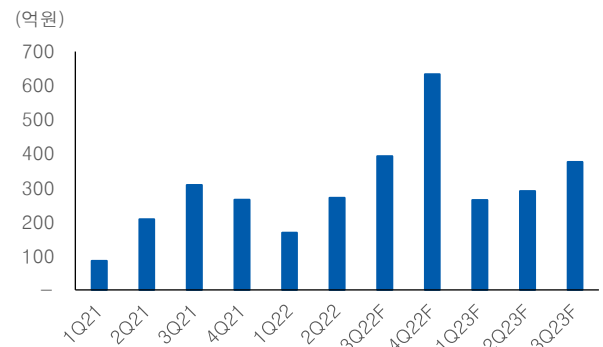
자료: 유안타증권 리서치센터

품목별 매출 비중 추이



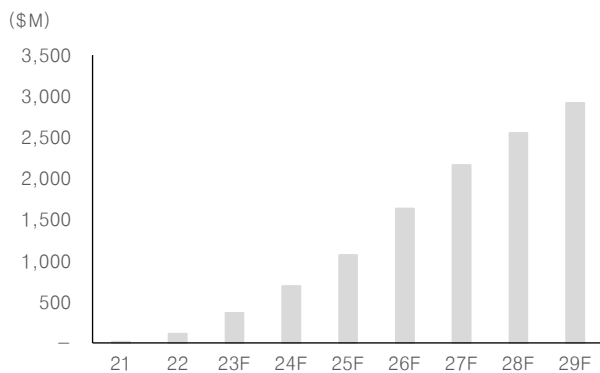
자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

분기별 올리고뉴클레오타이드 매출 추이



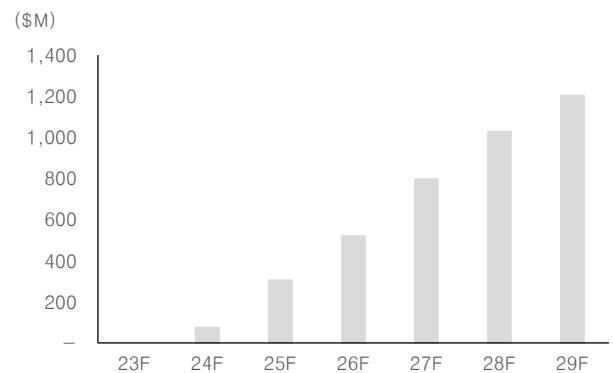
자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

렉비오 매출 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

Imetelstat 매출 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

## 에스티팜 목표 주가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

부문	기업가치	비고
1. 에스티팜	1,975	
NPV of FCF	296	
NPV of TV	1,679	
2. 순차입금	129	23년말 예상
3. 총 가치	1,846	1-2
4. 총 주식수	18,809	
5. 주당 가치	98,159	3/4
6. 목표 주가	100,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

## 에스티팜 DCF 밸류에이션

(단위: 십억원)

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액	283	303	370	428	475	529
YoY	13.6%	7.1%	22.0%	15.6%	11.1%	11.3%
케미컬 API	18	18	19	19	19	20
올리고 API	180	198	260	314	358	409
mRNA	9	8	10	11	12	12
제네릭 API	40	40	40	42	43	44
기타	38	40	41	42	43	44
EBIT	37	47	85	108	126	148
TAX	8	9	17	22	25	30
NOPLAT	29	38	68	86	101	119
감가상각비	22	21	26	24	22	23
CAPEX	45	65	29	0	0	0
운전자본증감	0	0	0	0	0	0
FCF	6	-7	65	110	123	141
가중평균자본비용	8.7%					
영구성장률	3%					
현재가치 합산	296					
영구 성장 가치						2,548
영구 성장 현재 가치	1,679					
합산 가치	1,975					

자료: 유안타증권 리서치센터

## 에스티팜 (237690) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	166	249	283	303	370
매출원가	108	160	161	167	201
매출총이익	58	89	122	137	170
판관비	52	71	85	90	85
영업이익	6	18	37	47	85
EBITDA	20	35	59	68	110
영업외손익	-4	1	-3	-3	-2
외환관련손익	3	4	0	0	0
이자손익	-4	-2	-1	-2	-2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-3	-1	-2	0	0
법인세비용차감전순이익	1	19	34	44	82
법인세비용	-2	2	7	9	16
계속사업순이익	3	18	27	36	66
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	18	27	36	66
지배지분순이익	3	18	30	39	72
포괄순이익	5	19	31	41	71
지배지분포괄이익	5	20	31	39	68

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	7	7	37	53	75
당기순이익	3	18	27	36	66
감가상각비	14	17	21	20	25
외환손익	-2	3	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-21	-41	-28	-21	-33
기타현금흐름	13	10	17	17	17
투자활동 현금흐름	-8	-6	-51	-58	-23
투자자산	-11	6	-1	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-52	-60	-45	-65	-29
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	54	49	-6	7	5
재무활동 현금흐름	0	11	2	-13	-3
단기차입금	0	21	42	0	10
사채 및 장기차입금	-19	6	1	0	0
자본	21	0	0	0	0
현금배당	0	-9	-9	-9	-9
기타현금흐름	-2	-7	-31	-3	-3
연결범위변동 등 기타	1	-1	-2	7	12
현금의 증감	1	11	-14	-11	60
기초 현금	39	39	50	36	25
기말 현금	39	50	36	25	85
NOPLAT	15	18	37	47	85
FCF	-45	-53	-8	-12	47

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

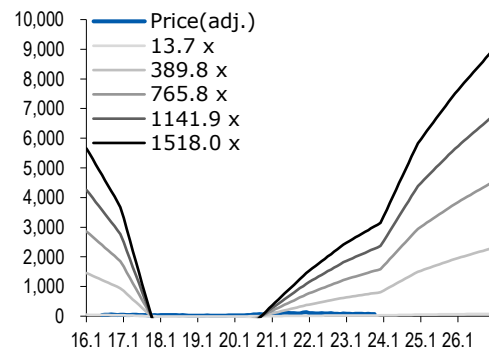
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	244	263	290	276	361
현금및현금성자산	39	50	36	25	85
매출채권 및 기타채권	64	97	98	96	110
재고자산	81	108	136	136	147
비유동자산	254	307	328	373	375
유형자산	209	254	278	322	326
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	15	14	13	13	13
자산총계	499	571	618	648	737
유동부채	53	179	218	216	243
매입채무 및 기타채무	26	41	28	26	34
단기차입금	0	20	31	31	31
유동성장기부채	15	8	8	8	8
비유동부채	120	50	45	45	45
장기차입금	9	17	12	12	12
사채	83	0	0	0	0
부채총계	173	230	263	261	288
지배지분	323	338	354	389	458
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	196	196	196	196	196
이익잉여금	116	127	147	177	240
비지배지분	3	3	1	-3	-9
자본총계	326	341	355	387	449
순차입금	15	85	129	140	88
총차입금	108	135	178	178	187

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	177	957	1,591	2,073	3,842
BPS	17,171	17,951	18,844	20,705	24,336
EBITDAPS	1,071	1,885	3,115	3,606	5,863
SPS	8,877	13,256	15,058	16,125	19,672
DPS	500	500	500	500	500
PER	577.8	99.3	42.7	32.8	17.7
PBR	6.0	5.3	3.6	3.3	2.8
EV/EBITDA	96.6	52.9	24.1	20.9	12.3
PSR	11.6	7.2	4.5	4.2	3.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	33.5	50.5	13.6	7.1	22.0
영업이익 증가율 (%)	흑전	220.1	104.6	28.4	80.2
지배순이익 증가율 (%)	흑전	443.5	66.2	30.3	85.4
매출총이익률 (%)	34.9	35.7	43.0	45.0	45.8
영업이익률 (%)	3.4	7.2	12.9	15.5	22.8
지배순이익률 (%)	2.0	7.2	10.6	12.9	19.5
EBITDA 마진 (%)	12.1	14.2	20.7	22.4	29.8
ROIC	5.0	4.3	6.7	7.6	13.0
ROA	0.7	3.4	5.0	6.2	10.4
ROE	1.1	5.4	8.6	10.5	17.1
부채비율 (%)	52.9	67.3	74.1	67.6	64.2
순차입금/자기자본 (%)	4.5	25.1	36.4	36.0	19.2
영업이익/금융비용 (배)	1.1	6.2	22.1	14.1	25.0

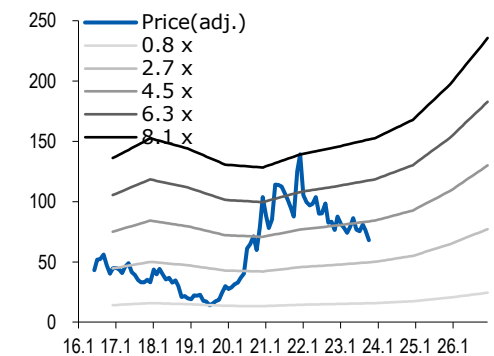
P/E band chart

(천원)



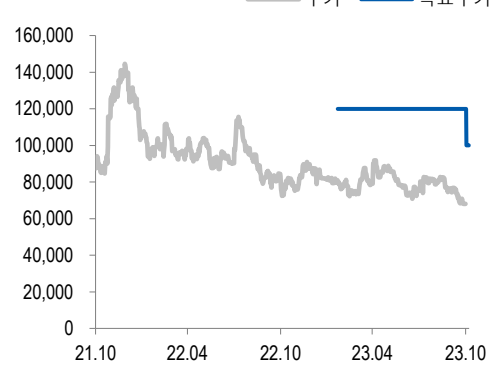
P/B band chart

(천원)



## 에스티팜 (237690) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-01	BUY	100,000	1년		
2023-02-21	BUY	120,000	1년	-34.25	-23.50
2020-12-02	담당자변경				
	NOT RATED	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	89.9
Hold(중립)	10.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-10-31

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 **자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상** 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 **자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한** 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.