

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	120,000원
현재주가(24/7/25)	89,000원
상승여력	34.8%

영업이익(24F, 십억원)	35
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	40

EPS 성장률(24F, %)	101.5
MKT EPS 성장률(24F, %)	84.3
P/E(24F, x)	42.4
MKT P/E(24F, x)	10.6
KOSDAQ	797.29

시가총액(십억원)	1,752
발행주식수(백만주)	20
유동주식비율(%)	54.6
외국인 보유비중(%)	2.7
베타(12M) 일간수익률	1.36
52주 최저가(원)	60,400
52주 최고가(원)	109,600

(%)	1M	6M	12M
절대주가	2.2	45.4	20.3
상대주가	7.9	50.2	41.8



[글로벌 바이오섹터]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

237690 · 제약/바이오

## 에스티팜

## 영업손실 31억원으로 컨센서스 하회

## 2Q24 Review: 영업손실 31억원으로 컨센서스 하회

에스티팜의 2Q24 매출액은 446억원으로 전년동기 대비 22.8% 감소했다. 올리고 CDMO 매출은 238억원(-17.9% YoY)으로 고지혈증 치료제 80억원, 황반변성치료제(3상 예정) 55억원, 척수성근위축증 47억원, 설비사용수수료 24억원, 모노머 15억원 등이 포함된다. 고객사의 요청으로 약 130억원의 올리고 CDMO 매출이 하반기로 이연(혈액암 32억원, 모노머 30억원, 척수성근위축증 68억원)되었다. 특히 제론의 라이텔로는 런칭시기가 올해 말로 예정되어 있어 판매 시기에 맞춰 매출이 발생 가능할 것으로 예상된다.

저분자화합물 CDMO 매출도 16억원으로 전년동기 대비 81.4% 감소하였다. 약 70억원의 매출이 하반기로 이연된 것으로 파악된다. CRO 사업부문은 109억원 매출을 달성하며 BEP에 도달했다.

영업손실은 31억원으로 적자전환하였다. 컨센서스 25억원 대비도 낮은 수치다. 고객사의 요청에 따라 이연된 것이 많아 올리고 및 저분자화합물 CDMO 매출(약 200억원)이 낮아진 것이 가장 큰 원인이다. 연결 적자는 3억원(CRO 0억원, 미국 자회사 -3억원)이 발생하여 자회사 손실은 축소되었다. 환율 상승의 요인으로 당기순이익은 9억원을 기록하였다.

## 실적은 4분기를 기대, 시장은 우호적

2분기 매출액 및 영업이익이 감소하였으나, 하반기에 이연된 매출이 계상될 수 있을 것으로 예상된다. 따라서 연간 추정치의 변동은 크지 않다. 24년 매출액은 2,993억원(+5.4% YoY), 영업이익 353억원(+4.6% YoY) 달성은 가능할 것으로 보인다. 이에 따라 목표주가는 기존과 동일하게 12만원, 매수 의견을 유지하였다.

올리고 CDMO 제품 중 가족성킬로미크론혈증 치료제(12월 19일), 유전성혈관부종 치료제(1H25) 등의 FDA 허가도 기대된다. 상업화되는 제품이 많아질수록 매출의 안정성이 더해질 것으로 보인다. mRNA 백신 STP2104 임상 결과발표가 3분기 예정되어 있으며, 관련 mRNA에 대한 공급 계약 논의가 본격화될 수 있을 것으로 보인다. 하반기 에이즈 치료제 STP0404 임상 2a상 중간결과, 10월 항암제 STP1002 임상 1상 결과(ESMO) 발표도 예정되어 있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	249	285	299	358	432
영업이익 (십억원)	18	34	35	56	76
영업이익률 (%)	7.2	11.9	11.7	15.6	17.6
순이익 (십억원)	18	20	41	51	65
EPS (원)	957	1,041	2,098	2,612	3,309
ROE (%)	5.4	5.4	10.1	11.6	13.2
P/E (배)	91.5	65.1	42.4	34.1	26.9
P/B (배)	4.9	3.3	4.1	3.8	3.4
배당수익률 (%)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

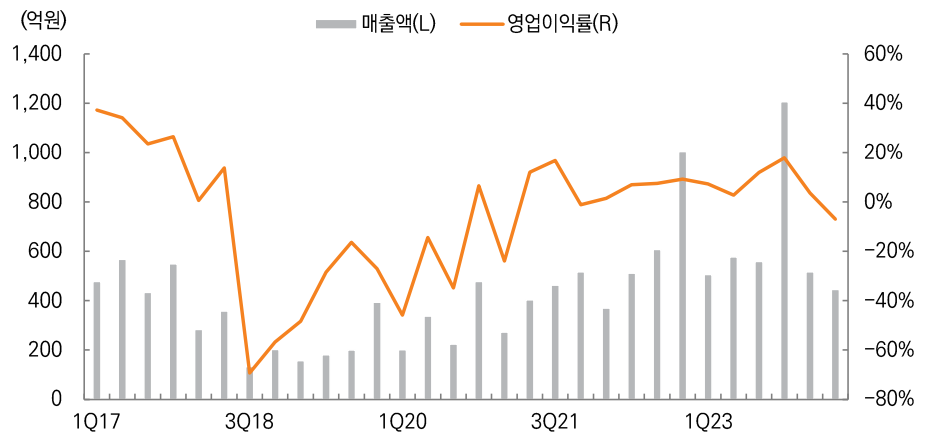
표 1. 에스티팜 실적 추정

(억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	506	578	559	1,206	517	446	768	1,262	2,490	2,841	2,993	3,582
YoY	37.0%	13.0%	-8.0%	20.2%	2.1%	-22.8%	37.3%	4.6%	50.3%	14.1%	5.4%	19.7%
신약 원료의약품 CDMO												
저분자화합물	33	86	9	105	44	16	35	158	153	233	253	304
올리고	264	290	376	768	345	238	526	891	1,464	1,698	2,000	2,500
mRNA	70	1	5	0	0	3	5	4	63	77	12	12
영업이익	37	16	67	215	19	(31)	123	240	179	335	350	559
YoY	591.2%	-54.5%	46.8%	133.0%	-49.3%	적전	84.3%	11.4%	220.1%	87.7%	4.6%	59.5%
당기순이익	29	12	34	101	54	9	98	192	175	175	353	447
YoY	34.6%	-64.1%	-66.2%	387.9%	87.8%	-27.6%	192.9%	90.6%	418.6%	0.0%	101.6%	26.6%

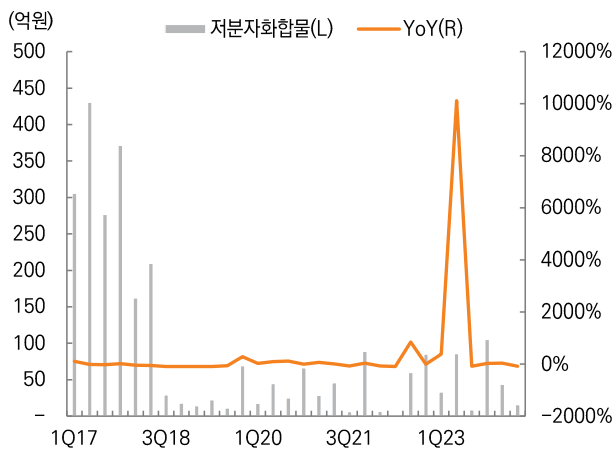
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 에스티팜 실적 추이



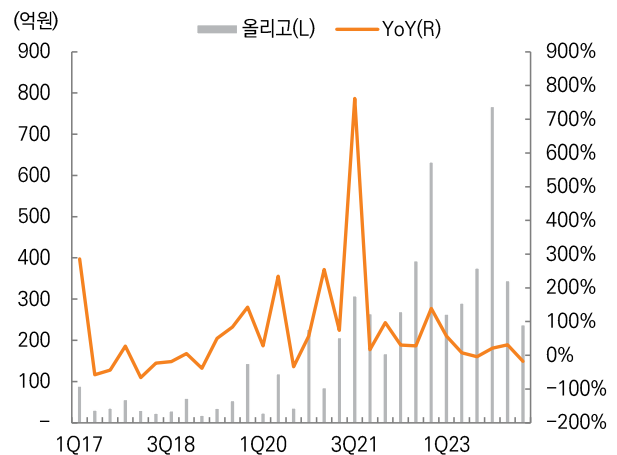
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 저분자화합물 CDMO 매출 추이



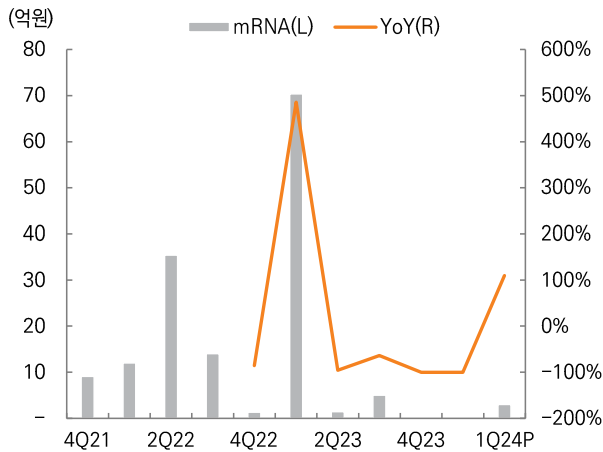
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출 추이



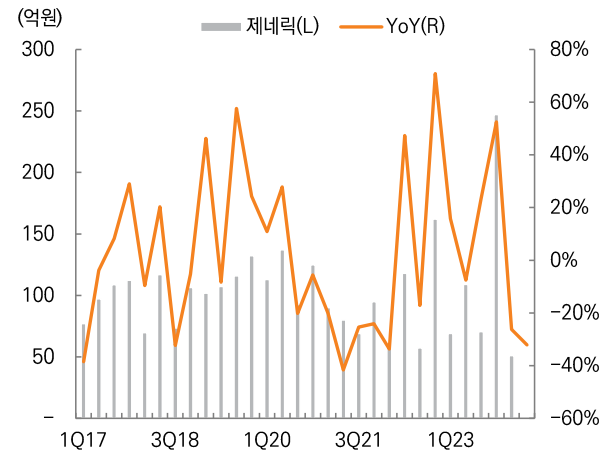
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. mRNA CDMO 매출 추이



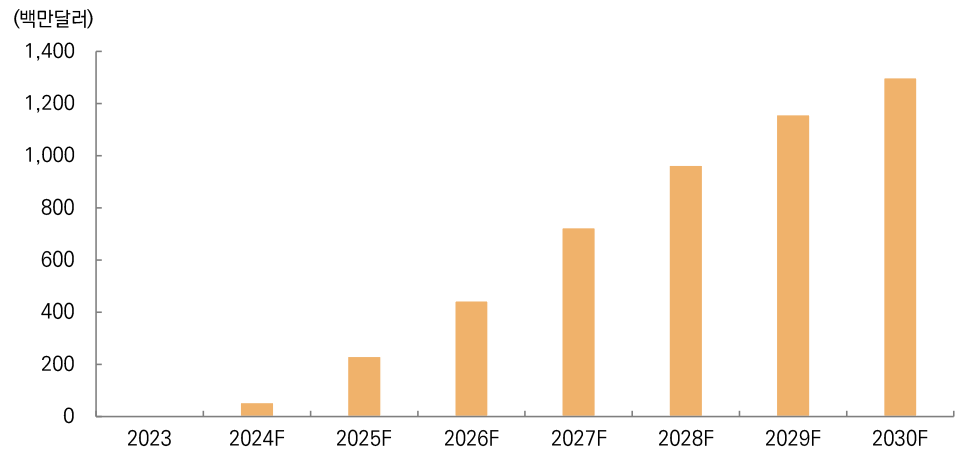
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 제네릭의약품 CDMO 매출 추이



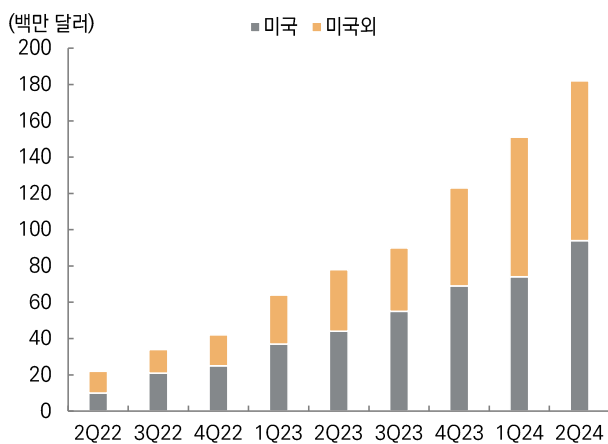
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 라이델로 연간 매출 전망



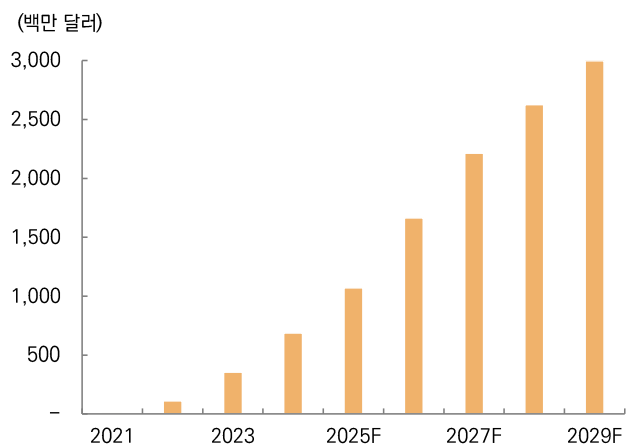
자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 렉비오 매출액 추이



자료: 노바티스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 렉비오 연간 매출 전망



자료: 글로벌데이터, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 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 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
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

## 에스티팜 (237690)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>285</b>	<b>299</b>	<b>358</b>	<b>432</b>
매출원가	173	179	203	246
매출총이익	112	120	155	186
판매비와관리비	79	85	100	110
조정영업이익	34	35	56	76
영업이익	34	35	56	76
비영업손익	-11	10	0	0
금융손익	-4	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	23	45	56	76
계속사업법인세비용	6	10	11	19
계속사업이익	18	35	45	57
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>18</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>57</b>
지배주주	20	41	51	65
비지배주주	-2	-5	-7	-8
<b>총포괄이익</b>	<b>19</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	<b>57</b>
지배주주	21	41	54	68
비지배주주	-2	-7	-9	-11
EBITDA	57	59	80	100
FCF	-42	55	33	64
EBITDA 마진율 (%)	20.0	19.7	22.3	23.1
영업이익률 (%)	11.9	11.7	15.6	17.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.0	13.7	14.2	15.0

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>348</b>	<b>389</b>	<b>494</b>	<b>577</b>
현금 및 현금성자산	50	119	172	219
매출채권 및 기타채권	121	127	151	168
재고자산	121	126	150	167
기타유동자산	56	17	21	23
<b>비유동자산</b>	<b>327</b>	<b>313</b>	<b>289</b>	<b>265</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	277	266	243	219
무형자산	13	13	12	11
<b>자산총계</b>	<b>675</b>	<b>702</b>	<b>783</b>	<b>842</b>
<b>유동부채</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>105</b>	<b>110</b>
매입채무 및 기타채무	32	55	66	79
단기금융부채	30	29	39	31
기타유동부채	22	0	0	0
<b>비유동부채</b>	<b>205</b>	<b>198</b>	<b>224</b>	<b>231</b>
장기금융부채	177	169	189	189
기타비유동부채	28	29	35	42
<b>부채총계</b>	<b>289</b>	<b>282</b>	<b>328</b>	<b>341</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>385</b>	<b>423</b>	<b>465</b>	<b>520</b>
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	226	234	234	234
이익잉여금	136	167	208	264
<b>비지배주주지분</b>	<b>2</b>	<b>-3</b>	<b>-10</b>	<b>-18</b>
<b>자본총계</b>	<b>387</b>	<b>420</b>	<b>455</b>	<b>502</b>

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>1</b>	<b>68</b>	<b>33</b>	<b>64</b>
당기순이익	18	35	45	57
비현금수익비용가감	51	34	35	43
유형자산감가상각비	22	23	23	23
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	28	10	11	19
영업활동으로인한자산및부채의변동	-65	5	-35	-16
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-26	-4	-24	-16
재고자산 감소(증가)	-13	-8	-24	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	20	7	9
법인세납부	-2	-7	-11	-19
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-82</b>	<b>34</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
유형자산처분(취득)	-43	-13	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-47	50	0	0
기타투자활동	8	-3	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>81</b>	<b>-33</b>	<b>20</b>	<b>-18</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	72	-9	30	-8
자본의 증가(감소)	30	8	0	0
배당금의 지급	-9	0	-10	-10
기타재무활동	-12	-32	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>0</b>	<b>69</b>	<b>54</b>	<b>46</b>
기초현금	50	50	119	172
기말현금	50	119	172	219

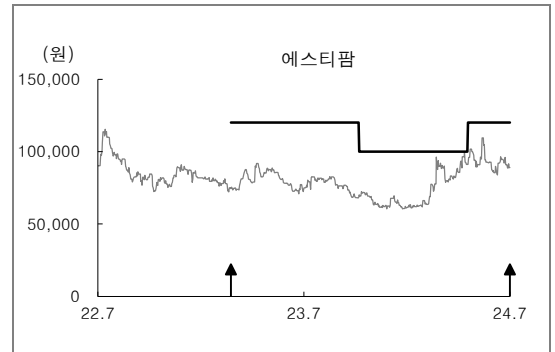
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	65.1	42.4	34.1	26.9
P/CF (x)	18.7	24.8	21.9	17.6
P/B (x)	3.3	4.1	3.8	3.4
EV/EBITDA (x)	24.7	30.9	22.5	17.4
EPS (원)	1,041	2,098	2,612	3,309
CFPS (원)	3,626	3,594	4,063	5,060
BPS (원)	20,445	21,493	23,606	26,415
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	53.7	27.9	22.0	17.4
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	14.3	5.0	19.7	20.5
EBITDA증가율 (%)	59.5	4.5	35.3	24.5
조정영업이익증가율 (%)	87.7	4.6	59.5	35.1
EPS증가율 (%)	8.8	101.5	24.5	26.7
매출채권 회전율 (회)	2.7	2.4	2.6	2.7
재고자산 회전율 (회)	2.5	2.4	2.6	2.7
매입채무 회전율 (회)	9.7	6.5	4.9	5.0
ROA (%)	2.8	5.1	6.0	7.0
ROE (%)	5.4	10.1	11.6	13.2
ROIC (%)	5.4	5.8	8.8	10.9
부채비율 (%)	74.6	67.2	72.2	67.9
유동비율 (%)	416.0	462.6	472.4	526.1
순차입금/자기자본 (%)	30.2	18.8	12.2	0.2
조정영업이익/금융비용 (x)	5.5	0.0	0.0	0.0

## 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 약화
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
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.