

에스티팜 (237690)

4Q2023 실적Review: 수출 상승, 영업 레버리지 확대

투자의견

BUY(유지)

목표주가

100,000 원(유지)

현재주가

63,400 원(2/1)

시가총액

1,192(십억원)

제약/바이오 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 2023년 잠정 매출액 및 영업이익 각각 2,841억원, 334억원, 상저하고 추세, 4분기 이익 급증
- 4분기 연결 영업이익 214억원(연간 영업이익의 64%), 영업이익률 17.9%로 당사 및 컨센서스를 상회하는 성장 달성, 올리고 매출 증가하는 하반기에 영업이익 레버리지 확대되는 추세
- 24년 연간 매출액 및 영업이익 각각 3,300~3,400억원, 400~450억원 가이드스 제시
- RNA 치료제 시장 2번째 개화기는 2025년: 에스티팜은 동 시기를 겨냥하여 생산 능력 확대 중
- 2024년 5월: 에이즈치료제 신약 후보 STP0404 (Primategravir) 임상 2상 종료, R&D 파이프라인 가치 상승 기대
- 2024년 6월: 상업화 물량 생산이 시작된 혈액암 치료제(제론, 이메텔스타트), FDA PDUFA date, FDA 승인 기대
- 2024년 하반기: 임상 3상 진행 중인 파이프라인들(4개)이 순차적으로 상업화 물량으로 전환될 예정
- 2025년 하반기: 제 2 올리고동 완공 예정, 생산 수출 계속 상승 중, 중장기 수익성 목표로 영업이익률 20% 기대
- 2025년 올리고뉴클레오타이드 기반 신약 출시 증가, 에스티팜 올리고 2동 가동 예정
- 하반기로 갈수록 기대감이 선반영되며 기업가치 상승이 시작될 것

주가(원, 2/1)	63,400
시가총액(십억원)	1,192

발행주식수	18,809천주
52주 최고가	93,100원
최저가	59,900원
52주 일간 Beta	0.95
60일 일평균거래대금	56억원
외국인 지분율	2.3%
배당수익률(2020F)	0.8%

주주구성	
동아쏘시오홀딩스 (외 5인)	46.5%
우리사주 (외 1인)	0.5%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	1.3%	-2.4%	-29.1%
절대기준	-6.5%	-17.4%	-22.8%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	100,000	100,000	-
영업이익(24)	40	40	-
영업이익(25)	53	53	-

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	166	249	284	297
영업이익	6	18	33	40
세전손익	1	19	22	43
당기순이익	3	18	16	39
EPS(원)	176	957	1,008	2,516
증감률(%)	흑전	443.5	5.3	149.6
PER(배)	790.5	91.5	62.9	25.2
ROE(%)	1.1	5.4	5.3	11.7
PBR(배)	8.1	4.9	3.1	2.8
EV/EBITDA(배)	131.1	48.9	22.6	19.7

자료: 유진투자증권

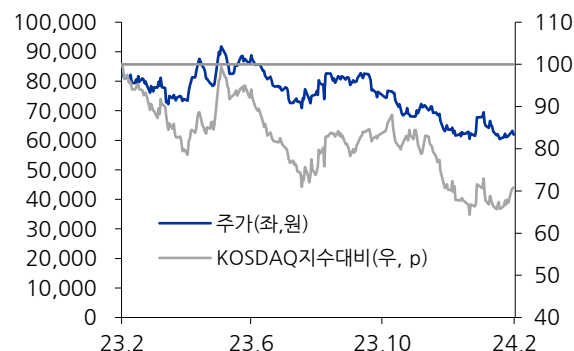
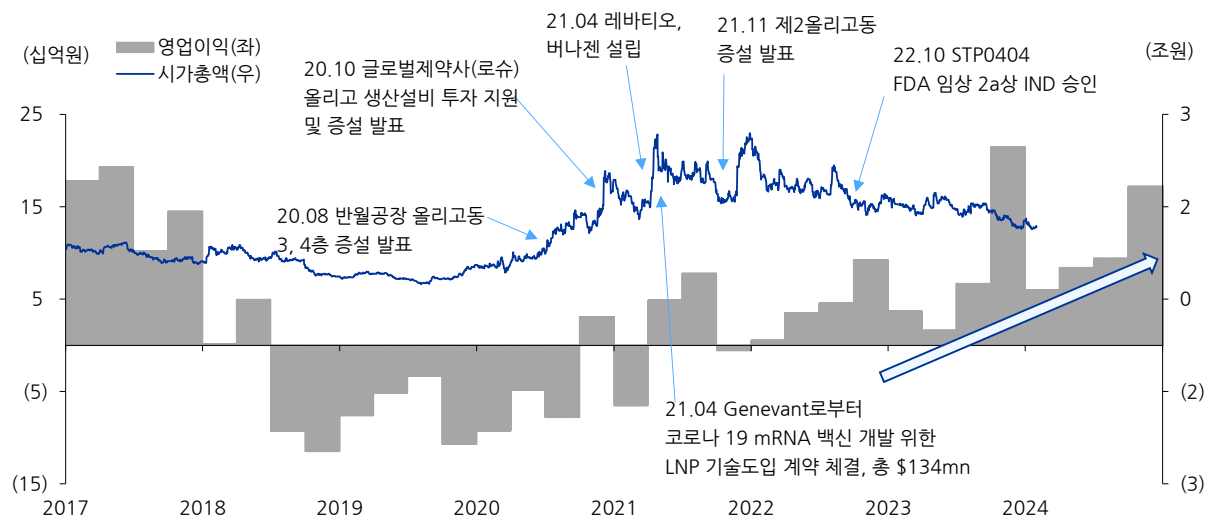


도표 1. 4Q23 잠정실적 Review

(단위: 십억원, (%,%p))	4Q23P					1Q24E			2023	2024E		2025E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	120	101	19	114	5	54	7	(55)	284	297	12	358	21
영업이익	21	13	65	18	21	6	62	(72)	33	40	60	53	33
순이익	9	17	(19)	10	(6)	5	73	(44)	19	47.3	163	61	29
영업이익률	17.9	6.0	5.0	15.5	2.4	11.1	3.8	(6.8)	11.8	13.5	1.4	14.8	1.3
순이익률	7.4	1.4	(3.4)	8.3	(0.9)	9.3	3.6	1.8	6.8	15.9	9.1	17.0	1.1

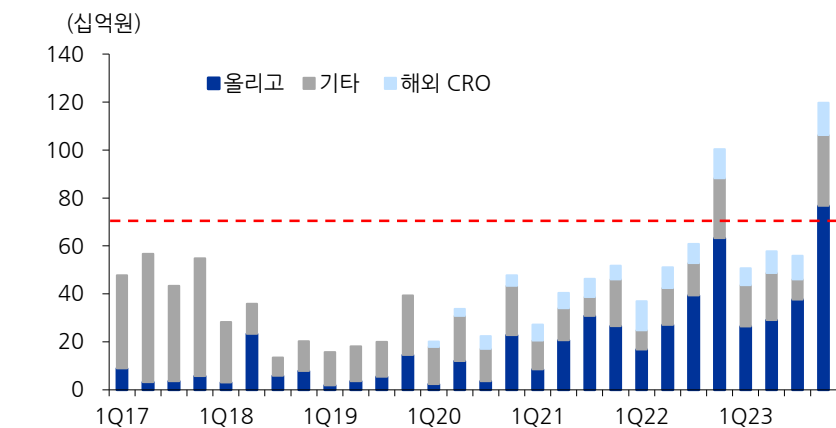
자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 2. 에스티팜 시가총액, 영업이익, 이벤트 차트



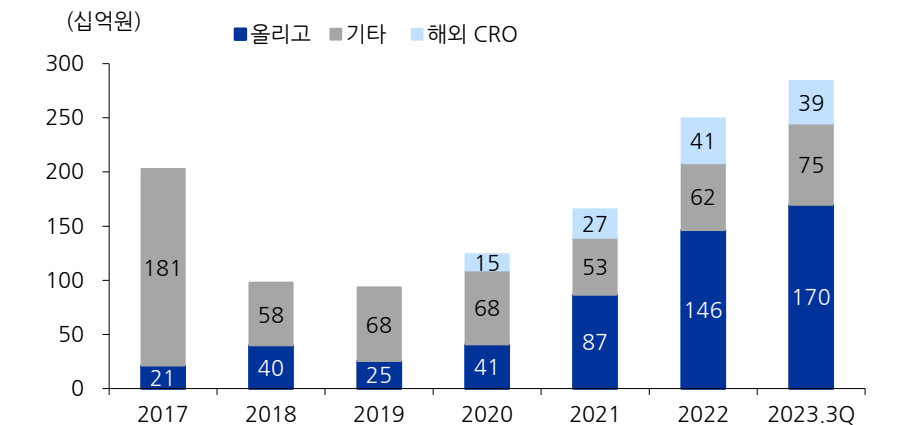
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 3. 에스티팜 분기별 매출액 (연결)



자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 4. 에스티팜 연도별 매출액 추이



자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 5. 올리고동 신축 현황 (일정)

구분	2023				2024				2025	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
기본설계		건축 허가								
상세설계				BIM						
건축				공사					사용승인	입주
장비		외산장비 발주		국내 발주			입고	적격성 평가		

자료: 에스티팜, 유진투자증권

주: BIM(Building Information Modeling)은 3D 가상공간을 이용한 건물 정보 모델링

도표 6. 에스티팜 올리고 파이프라인 (전체 프로젝트 > 20 개)

고객사	적응증	Stage				현황
		Phase 1	Phase 2	Phase 3	상업화	
글로벌제약사 A	고지혈증					2023년 매출액 3.6억 달러
글로벌제약사 B	척수성 근위축증					2023년 매출액 18억 달러
글로벌바이오텍 C	MDS/MF/AML					2024년 6월 FDA PDUFA date
글로벌제약사 A	동맥경화증					2024년 하반기~2025년 상업화를 대비하여 FDA 실사 예정
글로벌바이오텍 D	심혈관 질환					
글로벌제약사 E	만성 B형 간염					
글로벌바이오텍 D	유전성혈관부종					
글로벌바이오텍 D	혈전증					2022년 5월 임상 2b상 완료
글로벌제약사 F	만성 B형 간염					2023년 12월 임상 2b상 완료 예정 베피로비르센과 병용투여 임상 진행 예정
글로벌제약사 G	황반변성					2024년 6월 임상 2상 완료 예정
글로벌제약사 G	만성 B형 간염					2025년 1월 임상 2상 완료 예정

자료: 에스티팜, 유진투자증권

주: MDS(Myelodysplastic syndrome), 골수 이형성 증후군; MF(Myelofibrosis), 골수 섬유증; AML(Acute Myeloid Leukemia), 급성 골수성 백혈병

도표 7. 2025년 FDA 승인이 예상되는 주요 RNA 신약 후보 물질들

후보물질		임상명	회사	적응증	출시 예정일
Phase 3					
1	Imetelstate (아메텔스타트)	IMerge NCT 02598661 IMpactMF NCT 04576156	Geron	<ul style="list-style-type: none">■ siRNA■ 골수이상형성증후군(MDS), 골수섬유증(MF)■ 2023년 6월 MDS 치료제로 NDA 신청 PDUFA Date: 2024.06.16■ 2025~2026년 MF 치료제로 출시 예상	2024 ~2025
2	Eplontersen (엠플론티센)	NEURO-TTR NCT 01737398	Ionis	<ul style="list-style-type: none">■ ASO■ ATTR, 추가 적응증 확대 임상 중■ 2023년 3월 FDA NDA 승인■ PDUFA Date: 2023.12.22	2024
3	Olezarsen (올레자르센)	BALANCE NCT 04568434	Ionis	<ul style="list-style-type: none">■ ASO■ 고중성지방혈증■ ApoC-III 생성을 저해■ ApoC-III는 lipoprotein lipase를 저해함으로써 혈관 내 triglyceride를 조절하는 단백질■ 2023년 9월 FCS(가족성 킬로미크론혈증 증후군) 임상 3상 데이터 발표	2024
4	Pelacarsen (펠라카르센) TQJ230	NCT 03385239	Ionis / Akcea / Novartis	<ul style="list-style-type: none">■ ASO■ Lp(a) 타겟 심혈관 위험 있는 고중성 지방혈증■ 2025년 5월 임상 3상 종료 예정 (N=7,680)	2025
5	Fitusiran (피투스란)	ATLAS-PPX NCT 03549871	Alnylam/ Regeneron	<ul style="list-style-type: none">■ siRNA■ 혈우병 (Haemophilia A and B)■ 2024년 FDA Filing 예정	2025
6	Cemdisiran (셈디시란)	NIMBLE NCT 05070858	Ionis/ AstraZeneca	<ul style="list-style-type: none">■ siRNA■ 보체 연관 질환(Complement Mediated Disease)■ Regeneron의 포젤리맵(Pozelimab) 병용 요법■ 임상 1차 완료일: 2024.08.14	2025
7	Donidalsen (도니다로센)	NCT 05392114	Arrowhead	<ul style="list-style-type: none">■ ASO■ 유전성 혈관부종 (Hereditary Angioedema)■ 2023년 임상 3상 환자 등록 완료■ 2024년 상반기 임상 3상 데이터 발표 예정	2025 ~2026
8	Ulefnersen (우레프너센)	FUS-ALS NCT 04768972	Alnylam/ Regeneron	<ul style="list-style-type: none">■ ASO■ 루게릭병■ 2025년 임상 3상 데이터 발표 예정	2025 ~2026
9	Bepirovirsen (베피로비르센) GSK 3228836	B-Clear Phase 2b NCT 04449029	GSK / Ionis (2019~)	<ul style="list-style-type: none">■ ASO■ B형 간염 바이러스■ 2023년 임상 3상 시작, 2025년 FDA NDA 신청 예정	2026 ~2027
10	Plozasiran (플로자시란)	PAUSADE NCT 05089084	Ionis	<ul style="list-style-type: none">■ siRNA■ 고중성지방혈증 (Hypertriglyceridemia)■ ARO-APOC3	2026

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 8. 2025년 임상 3상 진입이 예상되는 주요 RNA 신약 후보 물질들

임상	임상명	회사	적응증	임상 1차 종료
Phase 2				
1	Zilebesiran (질레베시란)	KARDIA-1 (단독) NCT 04936035 KARDIA-2(병용) NCT 05103332	Alnylam/ Roche <ul style="list-style-type: none">■ siRNA■ 고혈압■ 2023년 9월 질레베시란 단독요법 KARDIA-1 임상 2상 타라인 결과 발표	2023.04 (단독) 2023.09 (병용)
2	JNJ-3989	HBV NCT 03365947	Arrowhead/GSK <ul style="list-style-type: none">■ siRNA■ B형 간염 바이러스■ 2023년 10월, J&J는 JNJ-3989의 개발 및 전 세계 독점 권리를 GSK에게 양도■ GSK는 베피로비르센 투여 후 JNJ-3989 투여 임상 진행 계획	2020.04 임상 2상 종료
3	Veslepepirsen (베슬레테필리르센)	MOMENTUM NCT 04004065	Sarepta <ul style="list-style-type: none">■ ASO■ 뒤시엔느 근이영양증(SRP-5051)	2023.10
4	Sapablursen	NCT 05143957	Ionis <ul style="list-style-type: none">■ ASO■ 베타 지중해성 빈혈 (B-Thalassemia)■ 2025년 12월 임상 2상 종료 예정	2025.01
5	Tominersen (토미너센)	GENERATION-HD2 NCT 05686551	Ionis/Roche <ul style="list-style-type: none">■ ASO■ 헌팅턴병■ 2023년 1분기 첫 환자 투여 시작	2025.01
6	ALN-HBV02	MARCH NCT 04856085	Alnylam/Vir <ul style="list-style-type: none">■ siRNA■ B형 간염 바이러스■ 2023년 상반기 임상 2상 결과 발표	2027.06

자료: 각 사, 유진투자증권

에스티팜(237690.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	499	571	696	734	796
유동자산	244	263	370	402	448
현금성자산	83	50	152	199	203
매출채권	64	97	79	76	95
재고자산	81	108	131	120	142
비유동자산	254	307	327	332	348
투자자산	33	41	38	39	41
유형자산	209	254	276	280	295
기타	13	12	13	12	12
부채총계	173	230	310	309	320
유동부채	53	179	195	193	203
매입채무	26	41	39	38	47
유동성이자부채	16	115	132	132	132
기타	11	23	24	24	24
비유동부채	120	50	115	116	117
비유동이자부채	92	20	86	86	86
기타	28	31	29	30	31
자본총계	326	341	387	425	476
지배지분	323	338	384	422	473
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	196	196	228	228	228
이익잉여금	116	127	137	174	226
기타	2	6	10	10	10
비지배지분	3	3	2	2	2
자본총계	326	341	387	425	476
총차입금	108	135	218	218	218
순차입금	25	85	66	19	15

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	7	7	57	83	51
당기순이익	3	18	16	39	50
자산상각비	14	18	22	21	22
기타비현금성손익	10	16	19	9	12
운전자본증감	(21)	(41)	0	13	(32)
매출채권감소(증가)	(6)	(48)	17	3	(19)
재고자산감소(증가)	(37)	(26)	(28)	12	(23)
매입채무증가(감소)	8	6	21	(2)	10
기타	14	27	(11)	0	0
투자현금	(8)	(6)	(122)	(30)	(41)
단기투자자산감소	42	54	(81)	(3)	(4)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	52	60	41	25	36
유형자산처분	1	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	0	(0)	(0)	(0)
재무현금	(0)	11	84	(9)	(9)
차입금증가	(1)	20	94	0	0
자본증가	0	(9)	(9)	(9)	(9)
배당금지급	0	9	9	9	9
현금 증감	1	11	19	44	0
기초현금	39	39	50	69	112
기말현금	39	50	69	112	113
Gross Cash flow	28	51	59	70	84
Gross Investment	72	101	41	13	70
Free Cash Flow	(44)	(50)	18	56	13

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	166	249	284	297	358
증가율(%)	33.5	50.5	14.0	4.4	20.7
매출원가	108	160	144	161	191
매출총이익	58	89	140	135	167
판매 및 일반관리비	52	71	107	95	115
기타영업손익	34	36	51	(11)	21
영업이익	6	18	33	40	53
증가율(%)	흑전	220.1	87.3	20.6	30.6
EBITDA	20	35	56	62	75
증가율(%)	흑전	77.3	57.1	10.7	21.1
영업외손익	(4)	1	(11)	3	3
이자수익	1	1	1	2	2
이자비용	5	3	3	3	3
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	3	(9)	4	4
세전순이익	1	19	22	43	56
증가율(%)	흑전	1,426.5	15.2	96.3	28.0
법인세비용	(2)	2	6	4	6
당기순이익	3	18	16	39	50
증가율(%)	흑전	418.6	(10.6)	150.0	28.0
지배주주지분	3	18	19	47	61
증가율(%)	흑전	443.5	5.3	149.6	28.0
비지배지분	0	(0)	(3)	(8)	(10)
EPS(원)	176	957	1,008	2,516	3,220
증가율(%)	흑전	443.5	5.3	149.6	28.0
수정EPS(원)	176	957	1,008	2,516	3,220
증가율(%)	흑전	443.5	5.3	149.6	28.0

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	176	957	1,008	2,516	3,220
BPS	17,171	17,951	20,433	22,448	25,168
DPS	500	500	500	500	500
밸류에이션(배, %)					
PER	790.5	91.5	62.9	25.2	19.7
PBR	8.1	4.9	3.1	2.8	2.5
EV/ EBITDA	131.1	48.9	22.6	19.7	16.2
배당수익율	0.4	0.6	0.8	0.8	0.8
PCR	93.9	32.5	20.3	17.1	14.3
수익성(%)					
영업이익율	3.4	7.2	11.8	13.6	14.7
EBITDA이익율	12.1	14.2	19.6	20.8	20.9
순이익율	2.0	7.0	5.5	13.2	14.0
ROE	1.1	5.4	5.3	11.7	13.5
ROIC	1.3	4.3	5.5	8.3	10.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	7.6	24.8	17.1	4.5	3.2
유동비율	464.4	146.9	190.0	207.9	220.5
이자보상배율	1.1	6.2	11.7	14.1	18.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5
매출채권회전율	3.0	3.1	3.2	3.8	4.2
재고자산회전율	2.6	2.6	2.4	2.4	2.7
매입채무회전율	9.1	7.4	7.1	7.7	8.4

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

