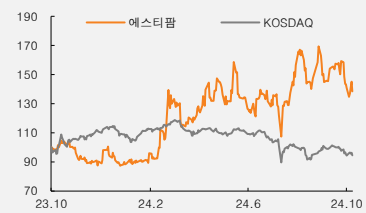


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	120,000원
현재주가(24/11/1)	95,700원
상승여력	25.4%

영업이익(24F,십억원)	34
Consensus 영업이익(24F,십억원)	37
EPS 성장률(24F,%)	125.8
MKT EPS 성장률(24F,%)	74.1
P/E(24F,x)	40.7
MKT P/E(24F,x)	10.4
KOSDAQ	729.05

시가총액(십억원)	1,926
발행주식수(백만주)	20
유동주식비율(%)	60.8
외국인 보유비중(%)	2.6
베타(12M) 일간수익률	1.40
52주 최저가(원)	60,400
52주 최고가(원)	117,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.0	2.5	40.3
상대주가	-0.4	22.1	42.3



[글로벌 바이오섹터]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

에스티팜

3Q24: 자회사 실적은 아쉽다

3Q24 Review: 시장 기대치 부합

에스티팜 3분기 실적은 매출액 612억원(+9.4% YoY), 영업이익 41억원(-38.5% YoY)으로 시장 기대치(컨센서스 매출액 607억원, 영업이익 46억원)에 부합했다. 올리고 CDMO 매출은 356억원(-5.4% YoY)으로 혈액암 치료제 295억원, 설비사용 수수료 23억원, 모노머 37억원 등이 포함된다.

저분자화합물 CDMO 매출은 88억원으로 전년동기대비 900.9% 증가하였는데, 미토콘드리아 결핍 증후군 치료제 75억원이 반영되었기 때문이다. 미토콘드리아 결핍 증후군 치료제의 경우 25년 하반기 상업화가 예상되어, 26년 신규수주에 따른 매출 성장이 기대되는 품목이다.

mRNA CDMO 부문은 세포치료제 CDMO 5억원, 스마트캡 시료 2억원이 포함된 8억원을 기록하였다. 영업이익은 41억원으로 전년동기대비 38.5% 감소하였는데, 이는 CRO의 업황 부진 및 자회사 CRO의 일회성 손실 반영에 따른 것이다. IFRS로 회계기준이 변경되면서 계약 체결 시점에 인식했던 매출이 진행률에 따라 매출을 인식하도록 변경되었기 때문이다. 회계 변경 이슈에 대한 영향은 4분기까지만 지속될 것으로 보인다. 금융상품 평가이익의 증가로 당기순이익은 전년동기대비 185.1% 증가한 96억원을 기록했다.

시장의 니즈는 지속되고 있다

하반기 매출액 쏠림으로 24년 매출액은 2,827억원(-0.8% YoY), 영업이익 342억원(+2.1% YoY) 달성은 가능할 것으로 보인다. 따라서 목표주가는 기존과 동일하게 12만원, 매수 의견을 유지하였다. 25년 하반기 제2올리고동 가동 예정으로 24년 신규 수주도 활발히 진행 중이다. CDMO 차이나 프리에 따라 고객의 니즈가 증가하고 있는 부분이 긍정적이다. 스마트캡과 sgRNA 생산 논의도 활발히 진행 중이다.

올리고 상업용 매출이 증가하고 있다는 부분도 긍정적이다. 3Q24 매출의 경우 상업화 올리고 매출 비중이 83%이다. 올리고 CDMO 제품 중 가족성킬로미크론혈증 치료제(12월 19일)도 FDA 허가 결과를 앞두고 있다. 상업화되는 제품이 많아질수록 에스티팜의 매출의 안정성 및 마진 개선 시점이 빨라질 것으로 보인다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	249	285	283	337	405
영업이익 (십억원)	18	34	34	53	67
영업이익률 (%)	7.2	11.9	12.0	15.7	16.5
순이익 (십억원)	18	20	46	47	56
EPS (원)	957	1,041	2,350	2,331	2,776
ROE (%)	5.4	5.4	10.8	9.7	10.7
P/E (배)	91.5	65.1	40.7	41.1	34.5
P/B (배)	4.9	3.3	4.2	3.8	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

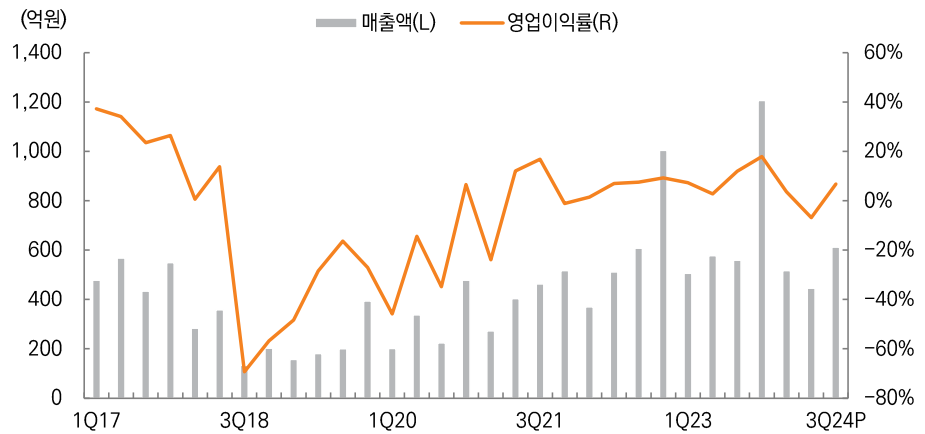
표 1. 에스티팜 실적 추정

(억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	506	578	559	1,206	517	446	612	1,251	2,493	2,850	2,827	3,368
YoY	37.0%	13.0%	-8.0%	20.2%	2.1%	-22.8%	9.4%	3.7%	50.5%	14.3%	-0.8%	19.2%
신약 원료의약품 CDMO	저분자화합물	33	86	9	105	44	16	88	153	233	306	367
	올리고	264	290	376	768	345	238	355	1,464	1,698	1,829	2,286
	mRNA	70	1	5	0	0	3	8	63	77	15	15
영업이익	37	16	67	215	19	(31)	41	313	179	335	342	526
YoY	591.2%	-54.5%	46.8%	133.0%	-49.3%	적전	-38.5%	45.3%	220.1%	87.7%	2.1%	53.9%
당기순이익	29	12	34	101	54	9	96	250	175	175	410	421
YoY	34.6%	-64.1%	-66.2%	387.9%	87.8%	-27.6%	186.0%	148.7%	418.6%	0.0%	133.7%	2.8%

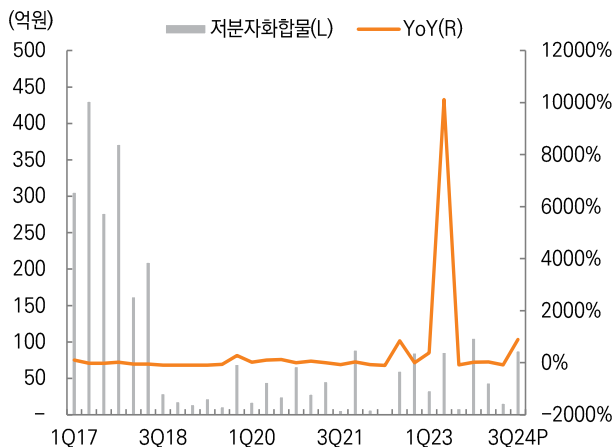
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 에스티팜 실적 추이



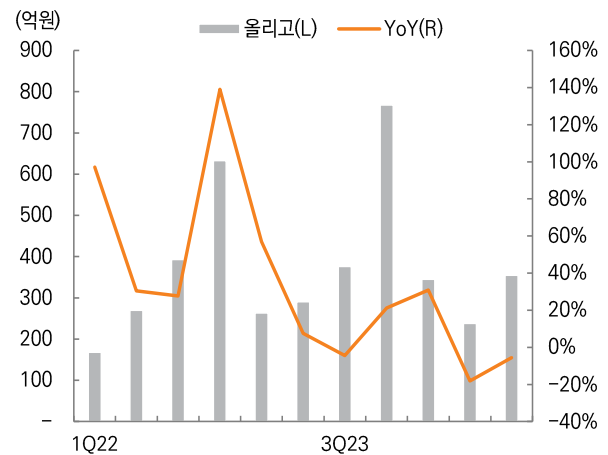
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 저분자화합물 CDMO 매출 추이



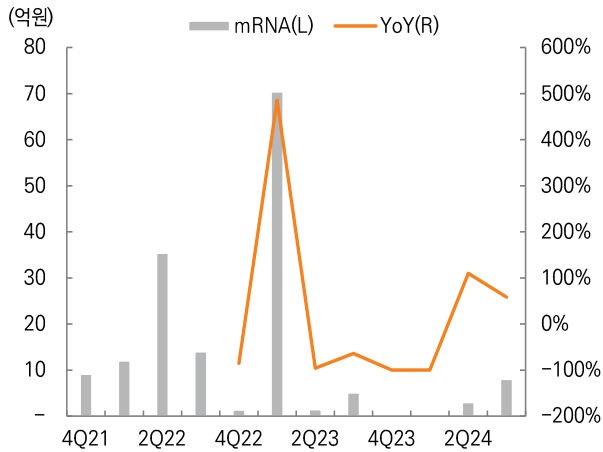
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출 추이



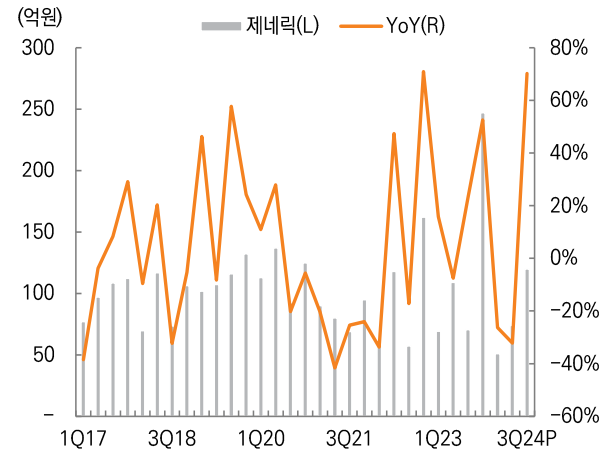
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. mRNA CDMO 매출 추이



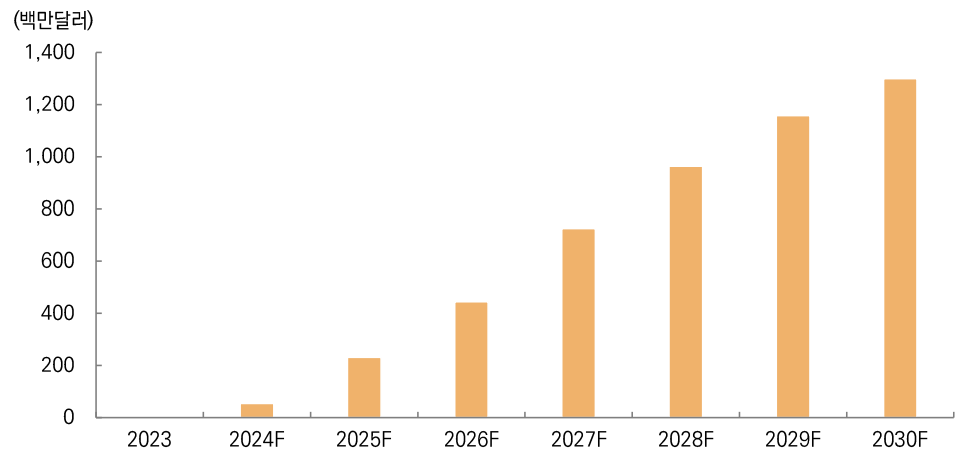
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 제네릭의약품 CDMO 매출 추이



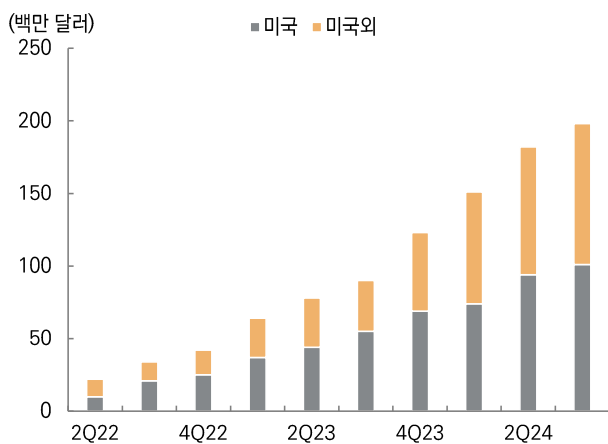
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 라이텔로 연간 매출 전망



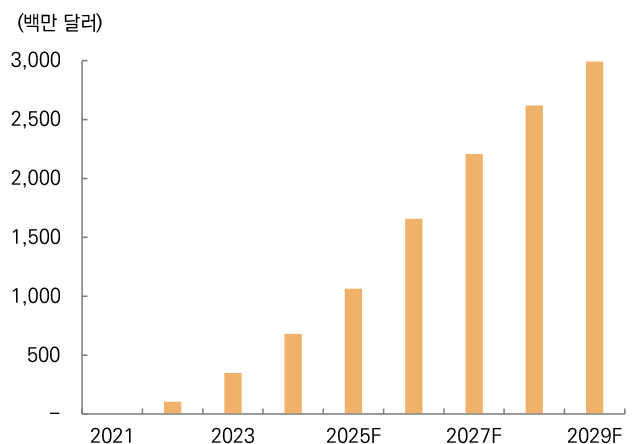
자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

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	-
제넨릭 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
매출액	285	283	337	405
매출원가	173	178	191	235
매출총이익	112	105	146	170
판매비와관리비	79	71	94	103
조정영업이익	34	34	53	67
영업이익	34	34	53	67
비영업손익	-11	18	0	0
금융손익	-4	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	23	52	53	67
계속사업법인세비용	6	11	11	17
계속사업이익	18	41	42	50
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	18	41	42	50
지배주주	20	46	47	56
비지배주주	-2	-5	-5	-6
총포괄이익	19	40	42	50
지배주주	21	44	45	54
비지배주주	-2	-3	-3	-3
EBITDA	57	58	77	91
FCF	-42	12	27	53
EBITDA 마진율 (%)	20.0	20.5	22.8	22.5
영업이익률 (%)	11.9	12.0	15.7	16.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.0	16.3	13.9	13.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	348	370	467	538
현금 및 현금성자산	50	102	149	184
매출채권 및 기타채권	121	126	150	166
재고자산	121	125	149	165
기타유동자산	56	17	19	23
비유동자산	327	327	302	278
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	277	284	261	237
무형자산	13	13	12	12
자산총계	675	696	770	816
유동부채	84	71	87	87
매입채무 및 기타채무	32	32	38	46
단기금융부채	30	39	49	40
기타유동부채	22	0	0	1
비유동부채	205	164	189	196
장기금융부채	177	134	154	154
기타비유동부채	28	30	35	42
부채총계	289	235	276	283
지배주주지분	385	464	500	547
자본금	9	10	10	10
자본잉여금	226	275	275	275
이익잉여금	136	172	209	255
비지배주주지분	2	-3	-7	-13
자본총계	387	461	493	534

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1	43	27	53
당기순이익	18	41	42	50
비현금수익비용가감	51	29	35	41
유형자산감가상각비	22	23	23	23
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	28	5	11	17
영업활동으로인한자산및부채의변동	-65	-14	-39	-21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-26	-4	-24	-16
재고자산 감소(증가)	-13	-6	-24	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	15	6	8
법인세납부	-2	-13	-11	-17
투자활동으로 인한 현금흐름	-82	24	0	0
유형자산처분(취득)	-43	-31	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-47	50	0	0
기타투자활동	8	5	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	81	-23	20	-18
장단기금융부채의 증가(감소)	72	-34	30	-8
자본의 증가(감소)	30	49	0	0
배당금의 지급	-9	-9	-10	-10
기타재무활동	-12	-29	0	0
현금의 증가	0	51	47	35
기초현금	50	50	102	149
기말현금	50	102	149	184

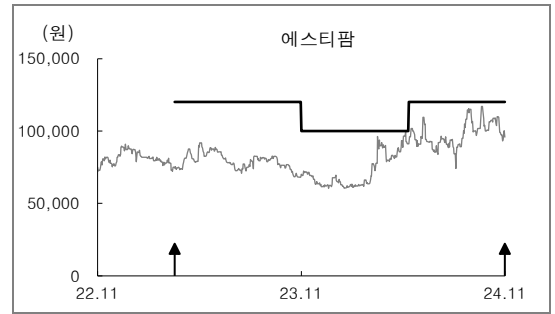
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	65.1	40.7	41.1	34.5
P/CF (x)	18.7	26.6	25.1	21.2
P/B (x)	3.3	4.2	3.8	3.5
EV/EBITDA (x)	24.7	34.2	25.7	21.1
EPS (원)	1,041	2,350	2,331	2,776
CFPS (원)	3,626	3,604	3,816	4,523
BPS (원)	20,445	23,058	24,889	27,165
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	53.7	24.6	23.9	20.1
배당수익률 (%)	0.7	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	14.3	-0.8	19.2	20.3
EBITDA증가율 (%)	59.5	3.2	31.6	18.5
조정영업이익증가율 (%)	87.7	2.1	53.9	27.0
EPS증가율 (%)	8.8	125.8	-0.8	19.1
매출채권 회전율 (회)	2.7	2.3	2.5	2.6
재고자산 회전율 (회)	2.5	2.3	2.5	2.6
매입채무 회전율 (회)	9.7	7.1	5.4	5.5
ROA (%)	2.8	6.0	5.7	6.3
ROE (%)	5.4	10.8	9.7	10.7
ROIC (%)	5.4	5.3	7.7	8.9
부채비율 (%)	74.6	50.8	56.0	53.0
유동비율 (%)	416.0	520.4	536.6	621.5
순차입금/자기자본 (%)	30.2	15.5	11.0	2.1
조정영업이익/금융비용 (x)	5.5	0.0	0.0	0.0

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 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.