



Buy(Maintain)

목표주가: 110,000원

주가(7/25): 89,000원

시가총액: 17,517억 원

제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (7/25)	797.29pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	109,600원	60,400원
등락률	-18.8%	47.4%
수익률	절대	상대
1M	2.2%	7.9%
6M	45.4%	50.2%
1Y	20.3%	41.8%

Company Data

발행주식수	19,464 천주
일평균 거래량(3M)	315천주
외국인 지분율	3.1%
배당수익률(2024E)	0.5%
BPS(2024E)	21,170원
주요 주주	동아쏘시오홀딩스 외 3 인
	44.9%

투자지표

(십억 원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	249.3	285.0	286.2	364.7
영업이익	17.9	33.5	33.3	53.5
EBITDA	35.5	56.5	62.2	85.4
세전이익	19.2	23.4	47.3	50.0
순이익	17.5	17.5	35.5	37.5
지배주주지분순이익	18.0	19.6	39.6	41.9
EPS(원)	957	1,041	2,047	2,131
증감률(%, YoY)	439.2	8.8	96.7	4.1
PER(배)	91.5	65.1	44.8	43.0
PBR(배)	4.88	3.32	4.33	4.01
EV/EBITDA(배)	49.0	24.4	30.1	22.3
영업이익률(%)	7.2	11.8	11.6	14.7
ROE(%)	5.4	5.4	9.9	9.7
순차입금비율(%)	24.8	26.5	21.6	28.3

자료: 키움증권

Price Trend



에스티팜 (237690)

실적의 아쉬움을 모멘텀으로 만회 기대



2분기 실적은 공급물량 지연으로 기대치를 하회하였습니다. 다만, 3분기 mRNA 백신 1상 결과, 항암제 STP1002 1상 ESMO 학회 발표, 9~10월경 HIV 치료제 2a 상 중간결과를 발표할 수 있을 것으로 보입니다. 게다가 12/19일 원료 공급으로 추측되는 Olezarsen의 미국 FDA 승인, 연말 제2올리고동 완공, 내년 렉비오 물량 급증 등 다수의 모멘텀을 보유하고 있습니다. 단기 실적 하향 조정하였으나, 중장기 실적 전망을 상향하여 목표주가 11만원으로 상향하였습니다.

>>> 공급물량 지연으로 시장 기대치 하회

2분기 연결 매출액 446억원(YoY -23%, QoQ -14%), 영업이익 -31억원(YoY 적전, QoQ 적전)으로 시장 컨센서스 매출액 552억원과 이익 25억원을 하회하였다. 경상연구개발비가 61억원(YoY -24%) 감소하였고, CRO 사업부의 매출이 109억원(YoY 21%) 성장하면서 BEP를 달성하였다. 그러나, 고객사 요청으로 인한 약 200억원(올리고 130억원, 저분자 원료 70억원) 납품 일정이 하반기로 연기된 영향으로 매출 감소한 영향이 컸다. 2분기 올리고의 매출 비중은 53%로 YoY -13.9%p, QoQ -13.5%p 감소하면서, 원가율이 65.7%(YoY +4.3%p) 증가하였다.

>>> 올해도 역시 4분기에 몰린 실적. 모멘텀에 기대나

이연된 공급 물량이 보수적으로 내년에 걸쳐 반영된다고 추정하여, 올해 매출액은 2,862억원(YoY +0.4%), 영업이익 333억원(YoY -0.7%) 수준으로 전망하였다. 특히 4분기에 실적이 몰리는 점을 감안하여, 3분기 매출액은 586억원(YoY +5%), 영업이익 39억원(YoY -41%)가 예상되어 단기 실적 기대감이 낮다. 제론의 이메텔스타트의 올해 예상 매출이 \$69mn으로 낮고, '25년 본격 판매 개시로 \$282mn가 예상되어 연말부터 이메텔스타트 물량 공급이 개시될 것으로 전망한다.

다만, 8~9월 사이 mRNA 백신 STP2104의 1상 최종 결과 발표가 예정되어 있으며, mRNA 플랫폼 기반의 첫 임상 데이터이기에 관련 플랫폼 공급계약 논의가 본격화될 것으로 보인다. 항암제 STP1002의 1상 결과 역시 8~9월경이 예상되어, ESMO에서 발표가 가능하다. 9~10월에는 HIV 치료제 STP0404 2a상의 중간결과 발표할 수 있을 것으로 전망한다. 동사가 원료 공급하는 것으로 추측되는 Ionis의 희귀 심혈관질환(가족성 킬로미크론혈증 증후군, FCS) 치료제 Olezarsen이 12/19일 미국 FDA 승인(PDUFA) 여부를 알 수 있으며, 희귀질환치료제로 승인 가능성이 높을 것으로 보인다. Olezarsen의 '25년 매출액은 \$41mn으로 낮으나, '28년 \$394mn으로 성장할 것으로 전망되고 있다. 이 밖에도 올해말 제2올리고동이 완공되면서, 내년 하반기 올리고 매출 증가가 전망된다. 게다가 이상지질혈증 치료제 렉비오의 매출액이 내년 \$1.2bn(yoy +63%)으로 블록버스터 의약품 등극으로 내년 물량 증가가 예상된다.

실적 세부 내역 1

(단위, 억 원)

구 분	1Q23	2Q23P	키움증권 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	517	446	713	-37%	552	-19%
yoy	2%	-23%	23%		-4%	
영업이익	19	-31	61	-	25	-
yoy	-49%	적전	277%		55%	
OPM	4%	N.A	8%		5%	
지배주주순이익	62	10	27	-62%	-7	-

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

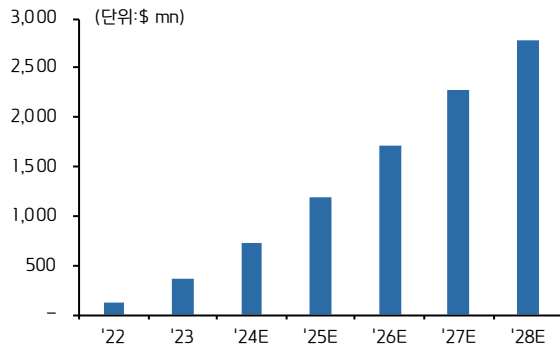
실적 세부 내역 2

(단위 억원)

	23.1Q	23.2Q	23.3Q	23.4Q	2023	24.1Q	24.2Q	24.3QE	24.4QE	2024E
Small Molecule	33	86	9	105	233	44	16	35	146	240
Oligonucleotide	264	290	376	768	1,698	345	238	375	812	1,771
mRNA	70	1	5	-	77	0	3	5	38	46
제네릭 API	69	109	71	247	496	51	74	66	206	397
신소재, CRO 등	70	91	99	86	346	77	115	104	112	408
매출액	506	578	559	1,206	2,850	517	446	586	1,313	2,862
YOY	37%	13%	-8%	20%	14%	2%	-23%	5%	9%	0%
매출원가	256	355	316	802	1,729	327	293	366	794	1,780
원가율	51%	61%	56%	66%	61%	63%	66%	62%	60%	62%
매출총이익	250	223	243	404	1,121	190	153	220	519	1,082
매출총이익율	49%	39%	44%	34%	39%	37%	34%	38%	40%	38%
판관비	213	207	177	189	786	171	183	180	214	749
판관비율	42%	36%	32%	16%	28%	33%	41%	31%	16%	26%
영업이익	37	16	67	215	335	19	-31	39	305	333
OPM	7%	3%	12%	18%	12%	4%	-7%	7%	23%	12%
YOY	591%	-55%	47%	133%	88%	-49%	-290%	-41%	42%	-1%

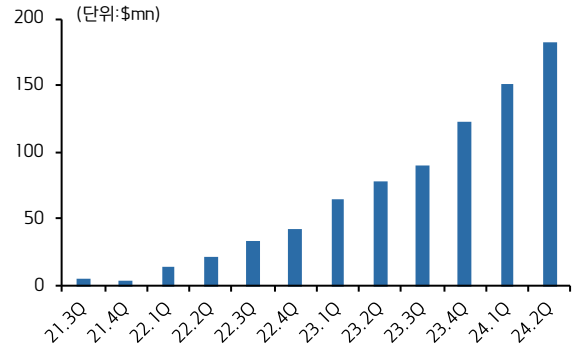
자료: 키움증권 리서치센터

렉비오(Leqvio) 매출 추이 및 추정



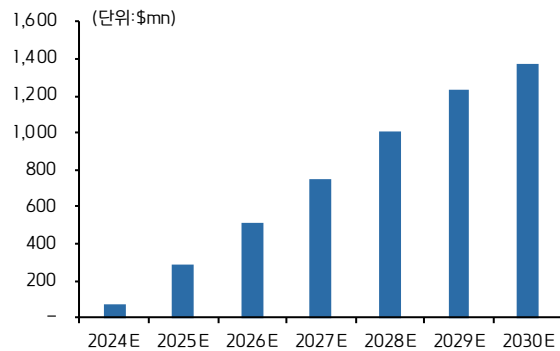
자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

렉비오(Leqvio) 분기 매출 추이



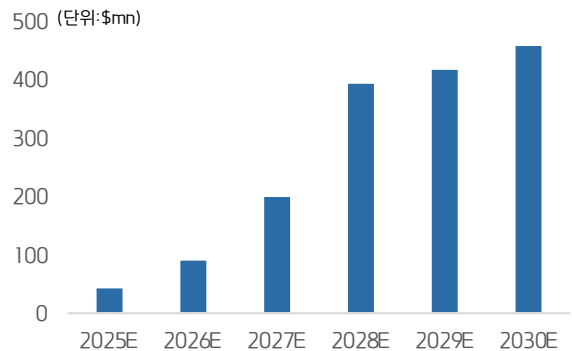
자료: Novartis, 키움증권 리서치센터

이메텔스타트(Imetelstat) 매출 추정



자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

올레자르센(Olezarsen) 매출 추정



자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 세부내역

(단위, 억 원)

	2025	2026	2027	· · · ·	2030
EBIT	535	774	954		1,185
YoY	61%	45%	23%		1%
Tax	118	170	210		261
NOPLAT	417	604	744		924
+ Depreciation	236	245	222		260
- CAPEX	350	350	50		50
- Changes in working capital	521	388	328		35
FCF	-218	111	589	· · · ·	1,100
NPV	2,012				
PV of Terminal Value	18,619				
합산가치(억 원)	20,630				
유통주식수(천 주)	18,809				
목표주가(원)	110,000				

주: WACC 8%, 영구성장률 2%, Tax rate 22%

자료: 키움증권 리서치센터

올리고 산정 세부내역

(단위, 백만원)

구 분	2024	2025	2026	2027	· · ·	2030
반월공장 2층 실 생산 규모(kg)	400	480	560	680		760
(시화 포함) 가격(g, 달러)	200	200	200	200		200
가동율(%)	50%	60%	70%	85%		95%
매출액	109,200	123,840	140,560	172,720		197,296
3~4층 실 생산 규모(kg)	130	275	375	400		500
1차 증설 가격(g, 달러)	200	200	200	200		200
60% 가동율(%)	26%	55%	75%	80%		100%
매출액	35,490	70,950	94,125	101,600		129,800
3~4층 실 생산 규모(kg)	88	138	188	200		225
1차 증설 가격(g, 달러)	200	200	200	200		200
40% 가동율(%)	35%	55%	75%	80%		90%
매출액	23,888	35,475	47,063	50,800		58,410
확정 사용 수수료	8,500	8,500	8,500	8,500		-
매출액	177,078	238,765	290,248	333,620	· · ·	385,506

주: 시화공장 올리고 연 생산 규모 50kg로 적어 반월공장 2층 750kg에 포함하여 반월공장 2층 800kg로 가정. 환율은 블룸버그 환율 전망 참고

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	249.3	285.0	286.2	364.7	423.0
매출원가	160.4	172.9	178.0	218.2	239.1
매출총이익	88.9	112.1	108.2	146.5	183.9
판관비	71.1	78.6	74.9	93.0	106.5
영업이익	17.9	33.5	33.3	53.5	77.4
EBITDA	35.5	56.5	62.2	85.4	111.8
영업외손익	1.4	-10.2	14.0	-3.5	-2.5
이자수익	1.2	2.4	2.8	1.8	2.8
이자비용	2.9	6.1	6.1	6.1	6.1
외환관련이익	13.6	6.4	4.0	4.0	4.0
외환관련손실	10.0	4.6	3.0	3.0	3.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.5	-8.3	16.3	-0.2	-0.2
법인세차감전이익	19.2	23.4	47.3	50.0	74.9
법인세비용	1.7	5.8	11.8	12.5	18.7
계속사업순손익	17.5	17.5	35.5	37.5	56.2
당기순이익	17.5	17.5	35.5	37.5	56.2
지배주주순이익	18.0	19.6	39.6	41.9	62.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	50.5	14.3	0.4	27.4	16.0
영업이익 증감율	220.9	87.2	-0.6	60.7	44.7
EBITDA 증감율	77.6	59.2	10.1	37.3	30.9
지배주주순이익 증감율	443.5	8.9	102.0	5.8	49.9
EPS 증감율	439.2	8.8	96.7	4.1	49.8
매출총이익율(%)	35.7	39.3	37.8	40.2	43.5
영업이익율(%)	7.2	11.8	11.6	14.7	18.3
EBITDA Margin(%)	14.2	19.8	21.7	23.4	26.4
지배주주순이익율(%)	7.2	6.9	13.8	11.5	14.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	7.0	1.3	81.8	33.8	57.7
당기순이익	17.5	17.5	35.5	37.5	56.2
비현금항목의 가감	33.2	50.7	56.0	60.7	68.4
유형자산감가상각비	17.0	22.3	28.2	31.3	33.9
무형자산감가상각비	0.6	0.7	0.7	0.6	0.4
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.6	27.7	27.1	28.8	34.1
영업활동자산부채증감	-40.8	-64.8	5.4	-47.6	-45.0
매출채권및기타채권의감소	-47.6	-25.7	7.6	-31.4	-23.3
재고자산의감소	-25.9	-13.2	0.5	-18.4	-22.2
매입채무및기타채무의증가	6.1	-0.4	0.1	4.9	3.6
기타	26.6	-25.5	-2.8	-2.7	-3.1
기타현금흐름	-2.9	-2.1	-15.1	-16.8	-21.9
투자활동 현금흐름	-5.7	-82.4	-49.4	-49.4	0.6
유형자산의 취득	-60.5	-43.2	-50.0	-50.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.1	0.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	54.0	-40.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
재무활동 현금흐름	10.8	81.4	-10.7	-11.6	-11.6
차입금의 증가(감소)	21.5	92.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-9.4	-9.4	-9.4	-9.8	-9.8
기타	-1.3	-1.7	-1.7	-1.8	-1.8
기타현금흐름	-1.1	-0.4	-9.0	-9.0	-9.0
현금 및 현금성자산의 순증가	11.0	-0.1	12.7	-36.1	37.7
기초현금 및 현금성자산	39.2	50.2	50.1	62.8	26.6
기말현금 및 현금성자산	50.2	50.1	62.8	26.6	64.3

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	263.2	348.4	355.3	371.5	457.8
현금 및 현금성자산	50.2	50.1	62.8	26.6	64.3
단기금융자산	0.0	40.0	40.0	40.0	40.0
매출채권 및 기타채권	97.3	122.1	114.5	145.9	169.2
재고자산	107.6	120.7	120.2	138.6	160.8
기타유동자산	8.1	15.5	17.8	20.4	23.5
비유동자산	307.4	327.1	348.2	366.3	332.0
투자자산	14.1	13.8	13.8	13.8	13.8
유형자산	254.3	277.0	298.8	317.5	283.6
무형자산	12.5	13.5	12.8	12.2	11.8
기타비유동자산	26.5	22.8	22.8	22.8	22.8
자산총계	570.7	675.4	703.5	737.9	789.8
유동부채	179.2	83.7	83.8	88.7	92.3
매입채무 및 기타채무	40.6	38.6	38.7	43.5	47.2
단기금융부채	115.3	30.3	30.3	30.3	30.3
기타유동부채	23.3	14.8	14.8	14.9	14.8
비유동부채	50.3	204.8	204.8	204.8	204.8
장기금융부채	19.6	162.2	162.2	162.2	162.2
기타비유동부채	30.7	42.6	42.6	42.6	42.6
부채총계	229.5	288.5	288.6	293.5	297.1
지배자본	337.6	384.6	416.7	450.6	505.5
자본금	9.4	9.4	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	195.7	225.9	225.9	225.9	225.9
기타자본	6.2	11.2	11.2	11.2	11.2
기타포괄손익누계액	-0.6	2.3	4.2	6.1	8.0
이익잉여금	126.9	135.7	165.5	197.6	250.6
비지배지분	3.5	2.4	-1.8	-6.2	-12.8
자본총계	341.1	386.9	414.8	444.4	492.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	957	1,041	2,047	2,131	3,192
BPS	17,951	20,445	21,170	22,896	25,684
CFPS	2,697	3,626	4,727	4,989	6,332
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	91.5	65.1	44.8	43.0	28.7
PER(최고)	148.0	89.4	55.0		
PER(최저)	75.0	57.9	29.3		
PBR	4.88	3.32	4.33	4.01	3.57
PBR(최고)	7.89	4.55	5.32		
PBR(최저)	4.00	2.95	2.83		
PSR	6.61	4.47	6.20	4.95	4.27
PCFR	32.5	18.7	19.4	18.4	14.5
EV/EBITDA	49.0	24.4	30.1	22.3	16.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	53.7	53.7	27.8	26.2	17.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
ROA	3.3	2.8	5.1	5.2	7.4
ROE	5.4	5.4	9.9	9.7	13.1
ROIC	3.9	7.4	4.8	7.2	9.7
매출채권회전율	3.1	2.6	2.4	2.8	2.7
재고자산회전율	2.6	2.5	2.4	2.8	2.8
부채비율	67.3	74.6	69.6	66.0	60.3
순차입금비율	24.8	26.5	21.6	28.3	17.9
이자보상배율	6.2	5.5	5.5	8.8	12.7
총차입금	134.9	192.5	192.5	192.5	192.5
순차입금	84.7	102.4	89.7	125.8	88.2
EBITDA	35.5	56.5	62.2	85.4	111.8
FCF	-68.7	-50.3	9.3	-25.6	47.5

Compliance Notice

- 당사는 7월 25일 현재 ‘에스티팜(237690)’ 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

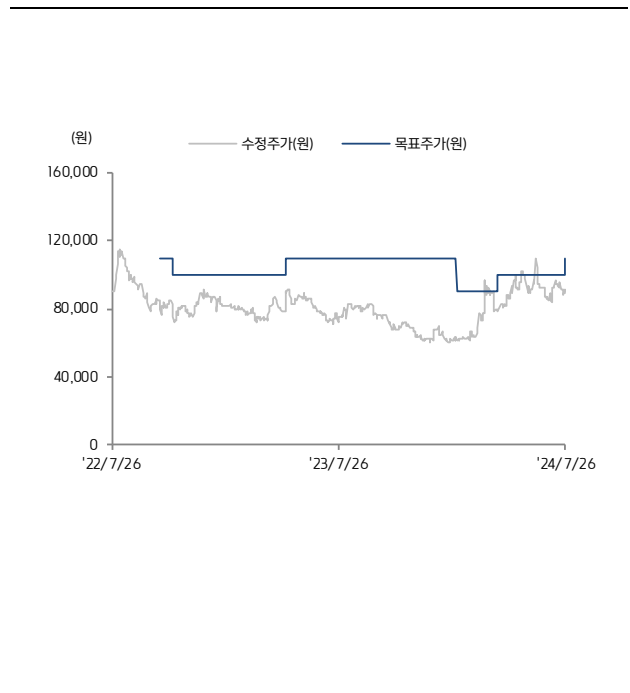
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
에스티팜	2022-10-11	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-25.53	-23.09
(237690)	2022-11-01	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-17.85	-9.10
	2023-01-11	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-19.35	-9.10
	2023-05-02	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-25.98	-16.55
	2023-07-28	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-28.00	-16.55
	2023-11-01	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-40.83	-34.27
	2024-02-02	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-18.86	7.00
	2024-04-08	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-8.40	9.60
	2024-07-26	BUY(Maintain)	110,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

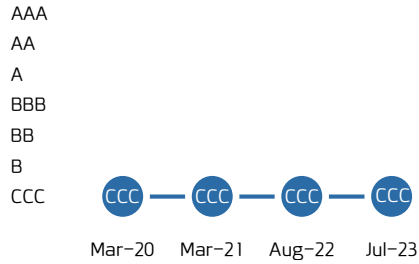
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/07/01~2024/06/30)

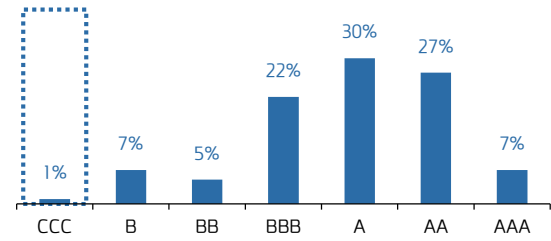
매수	중립	매도
94.71%	5.29%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

Universe: MSCI ACWI Index 헬스케어 장비 및 공금 81개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	2.8	5.7		
환경	6.9	9.2	5.0%	
탄소 배출	6.9	9.2	5.0%	
사회	3.6	5.2	40.0%	▼0.3
인력 자원 개발	3.9	4.5	24.0%	▼0.1
제품 안전과 품질	3.2	6.3	16.0%	▼0.6
지배구조	1.9	5.7	55.0%	▲0.7
기업 지배구조	1.3	6.6		
기업 활동	6.6	5.9		▲1.7

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
	There are no recent new controversies or updates to ongoing controversies for this company.

자료: 키움증권 리서치센터

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (헬스케어 장비 및 공금)	탄소 배출	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세			
Joinn Laboratories China Co Ltd	●	●	● ● ● ●	● ●	●	BB	◀▶			
Syngene International Ltd	● ●	●	● ● ● ●	●	●	BB	▼			
Shanghai Medicilon Inc	●	●	● ● ● ●	● ●	●	B	◀▶			
에스티팜	●	● ●	●	●	● ●	CCC	◀▶			
레고켐바이오	●	● ●	● ● ● ●	●	●	CCC	◀▶			
셀리버리	●	●	● ● ● ●	●	●	CCC	◀▶			

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터