

에스티팜

(237690)

3Q24P Review: 올리고 사업 굳건, 연결 자회사 적자

투자의견

BUY(유지)

목표주가

130,000 원(유지)

현재주가

95,700 원(11/01)

시가총액

1,926(십억원)

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

- 투자의견 BUY 및 목표주가 13만원 유지: 제2 올리고동이 완공되는 2026년 예상 순이익을 현가화 한 값에 Target P/E 40배 적용
- 3Q24P 실적 리뷰: 매출액 612억원, 영업이익 41억원, 영업이익 기준 당사 및 시장 컨센서스 하회
- 올리고 사업 굳건: 별도 매출액 572억원(+22%yoy), 영업이익은 98억원(영업이익률 17%)으로 당사 예상치 부합
 - ① 2024년에는 상업화된 제품들의 원료 생산이 급증(3분기 누적 195억원→535억원), 상업화 원료 매출은 지속적으로 증가할 것
 - ② 임상시료 생산은 감소(735억원→404억원), 2025.2H 제2 올리고동 완공 이후 임상 시료 생산 다시 증가할 것
- 연결 자회사 적자: 해외에서 CRO사업을 영위하고 있는 연결 자회사(지분율 78.7%) 실적이 부진했고, 매출 인식 방법이 IFRS 기준으로 변경되면서 영업적자(약 55억원)를 기록한 것으로 추정됨. 당사는 에스티팜의 해외 CRO 및 신약 개발 부문의 성과가 단기적으로 나타나고 있진 않지만 동 사업부들의 성장 잠재력을 높게 평가함
- 글로벌 RNA 치료제 시장이 성장하고 있다는 것이 투자 포인트: 2025년 상업화 올리고 물량 증대 및 임상 물량 증가가 예상되면서 에스티팜의 기업가치도 지속적으로 상승할 것, 2026년에는 생산 시설 증설 효과가 실적으로 반영될 전망. 라이텔로, 렉비오의 판매 증가, 2025년 말 최종 임상 결과가 나올 펠라카르센, 올레자르센의 임상 결과가 긍정적일 경우 에스티팜의 주가에 선반영될 것. 당사는 에스티팜의 지속적인 기업가치 상승을 전망함

주가(원, 11/01)	95,700
시가총액(십억원)	1,926

발행주식수	20,127천주
52주 최고가	120,800원
최저가	59,900원
52주 일간 Beta	1.17
60일 일평균거래대금	517억원
외국인 지분율	2.5%
배당수익률(2024E)	0.5%

주주구성	
동아쏘시오홀딩스 (외 4인)	38.7%
우리사주 (외 1인)	0.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	-0.4	18.6	41.7
상대기준	-5.0	2.5	40.3

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	130,000	130,000	-
영업이익(24)	32	45	▼
영업이익(25)	57	63	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	249	285	301	368
영업이익	18	34	32	57
세전손익	19	23	40	59
당기순이익	18	18	33	53
EPS(원)	957	1,041	1,822	2,861
증감률(%)	443.5	8.8	75.0	57.1
PER(배)	91.5	65.1	52.5	33.4
ROE(%)	5.4	5.4	8.5	11.7
PBR(배)	4.9	3.3	4.1	3.7
EV/EBITDA(배)	48.9	24.6	35.6	24.3

자료: 유진투자증권

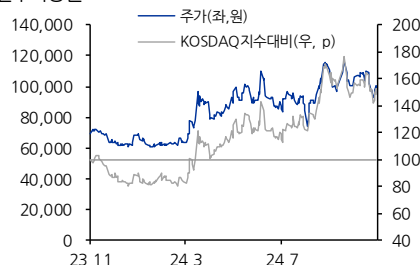


도표 1. 에스티팜 3Q24 실적 Review 및 4Q24E 실적 전망

(단위: 십억원, %,%p)	3Q24P					4Q24E			2023	2024E		2025E	
	실적발표	예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	61.2	65.3	-6.3	65.7	-6.8	143.9	19.3	135.1	285	301	5.8	368	22.1
영업이익	4.1	11.8	-65	5.3	-22.7	29.6	37.3	621.0	34	32	-3.1	57	74.5
지배순이익	10.9	12.2	-10.1	5.1	+114	22.8	116.5	108.5	20	35	81.1	56	57.1
영업이익률	6.7	18.1	-11.4	8.1	-1.4	20.5	2.7	13.8	+11.8	10.8	-1.0	15.4	4.6
지배순이익률	17.9	18.6	-0.8	7.8	10.1	15.8	7.1	-2.0	+6.2	11.8	4.9	15.1	3.4

자료: 에스티팜, FnGuide, 유진투자증권

도표 2. 실적 조정 (연결기준): 2024년 및 2025년 실적에서 해외 자회사들의 실적을 하향 조정하면서 연결 예상 영업이익을 하향 조정함, 2026년 예상 영업이익은 유지함

(십억원, %, %p)	이전 추정치			신규 추정치			Change (% , %p)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
매출액	325	407	477	301	368	436	-7.4	-9.7	-8.6
영업이익	45	63	74	32	57	74	-27.6	-10.7	-0.4
지배순이익	44	63	73	35	56	72	-15.4	-6.8	3.7
영업이익률	13.8	15.6	15.6	10.8	15.4	17.0	-3.0	-0.2	1.4
지배순이익률	12.9	14.7	14.6	11.8	15.4	16.5	-1.1	0.5	2.0

자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 3. 에스티팜 주가 추이 및 이벤트 차트



자료: Quantivise, 에스티팜, 유진투자증권

도표 4. 에스티팜 분기별 매출액 추이

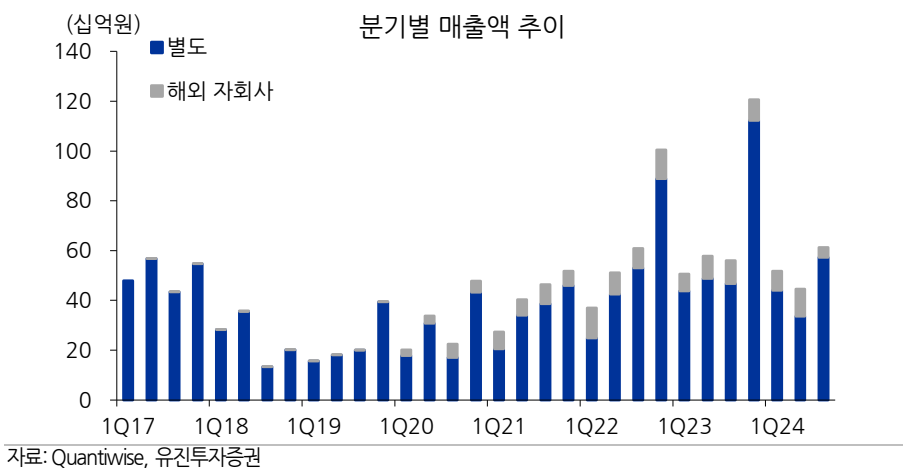


도표 5. 에스티팜 분기별 영업이익 추이



도표 6. 에스티팜 부문별 매출액 비교

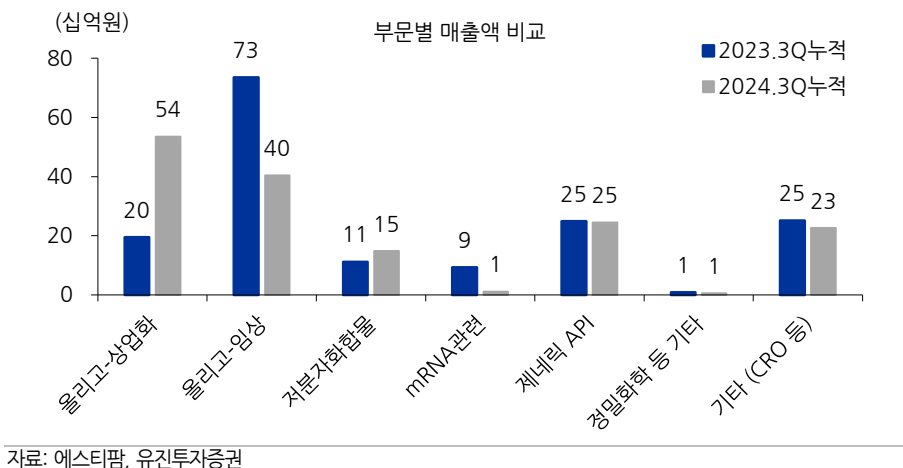


도표 7. 에스티팜 P/E valuation 추이



도표 8. 에스티팜 P/B valuation 추이

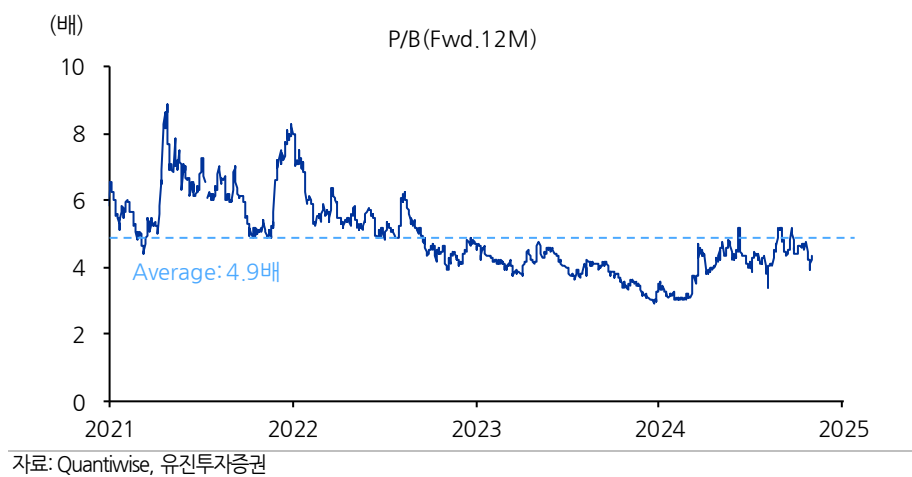


도표 9. 에스티팜 EV/EBITDA valuation 추이

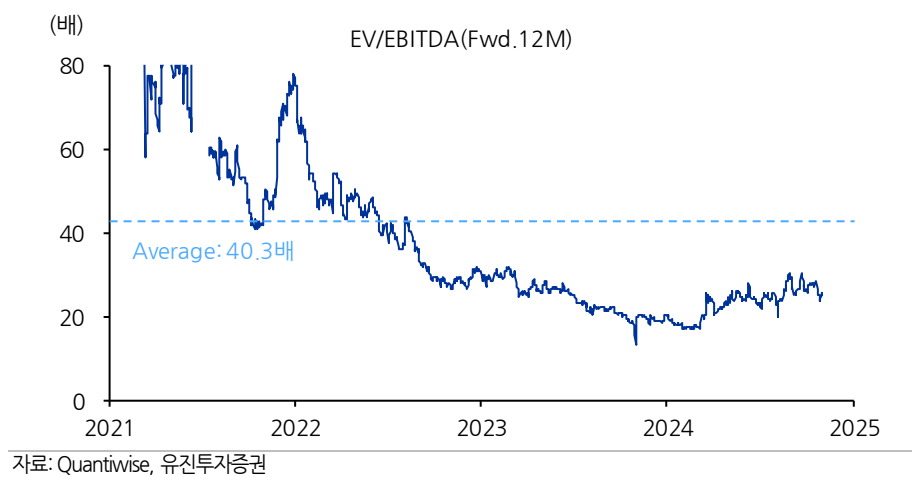
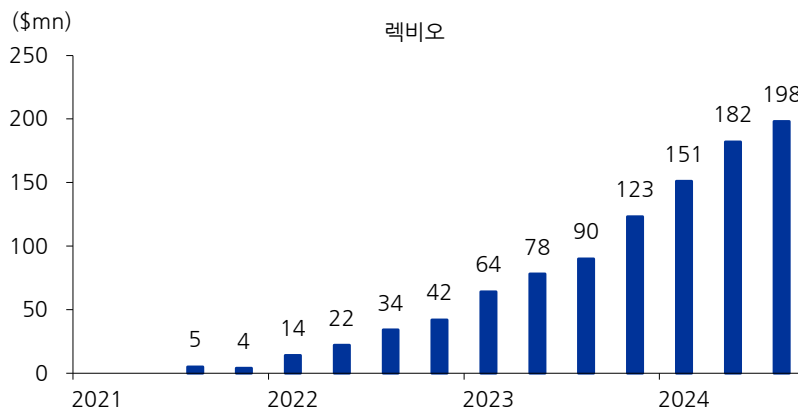


도표 10. 렉비오 분기별 매출액 추이



자료: 노바티스, 유진투자증권

도표 11. 제론(GERON) 시가총액 및 이벤트 차트



자료: Bloomberg, 제론, 유진투자증권

도표 12. 올리고뉴클레오타이드 치료제(브랜드명) FDA 승인 현황 및 예상 년도

1998년	2013년	2016년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년 이후 (판매예상시기)
비트라빈	키남로	엑손디스 51	테그세디	지블라리	옥슬루모	렉비오	엠부트라	칼소디	라이텔로
		스핀라자	온파트로	비온디스 53		아몬디스 45		립플로자	올레자르센 (2025년 예상)
								와이누아	도니달로센 (2025년)
								립플로자	펠라카르센 (2026년)
									베피로비르센 (2027년)
									질레베시란 (2030년)

자료: 각 사, 유진투자증권

주 1: 비트라빈, 키남로는 판매 중단됨

주 2: 파란색 음영부분은 국내 제약사 에스티팜이 원료를 생산하고 있는 것으로 추정됨

에스티팜(237690.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	571	675	717	767	837
유동자산	263	348	354	381	475
현금성자산	50	90	102	105	153
매출채권	97	122	95	104	122
재고자산	108	121	142	156	184
비유동자산	307	327	363	387	362
투자자산	41	37	30	31	33
유형자산	254	277	320	343	318
기타	12	13	13	12	12
부채총계	230	289	263	267	274
유동부채	179	84	101	104	110
매입채무	41	39	30	33	39
유동성이자부채	115	30	55	55	55
기타	23	15	15	15	15
비유동부채	50	205	162	163	164
비유동이자부채	20	177	134	134	134
기타	31	28	28	29	30
자본총계	341	387	455	501	563
자배지분	338	385	453	499	562
자본금	9	9	10	10	10
자본잉여금	196	226	275	275	275
이익잉여금	127	136	162	208	270
기타	6	13	7	7	7
비지배지분	3	2	1	1	1
자본총계	341	387	455	501	563
총차입금	135	207	190	190	190
순차입금	85	117	88	84	37

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	7	1	73	63	58
당기순이익	18	18	33	53	69
자산상각비	18	23	24	26	26
기타비현금성손익	16	28	2	3	4
운전자본증감	(41)	(65)	12	(20)	(41)
매출채권감소(증가)	(48)	(26)	26	(9)	(19)
재고자산감소(증가)	(26)	(13)	(23)	(14)	(28)
매입채무증가(감소)	6	(0)	12	3	6
기타	27	(25)	(4)	(0)	(0)
투자현금	(6)	(82)	(98)	(53)	(5)
단기투자자산감소	54	(40)	(32)	(3)	(3)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(1)	(1)
설비투자	60	43	67	62	4
유형자산처분	0	0	0	14	4
무형자산처분	0	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	11	81	(6)	(10)	(10)
차입금증가	20	91	4	0	0
자본증가	(9)	(9)	(9)	(10)	(10)
배당금지급	9	9	9	10	10
현금 증감	11	(0)	(31)	0	44
기초현금	39	50	50	19	20
기말현금	50	50	19	20	64
Gross Cash flow	51	68	65	83	99
Gross Investment	101	107	54	69	42
Free Cash Flow	(50)	(39)	11	13	57

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	249	285	301	368	436
증가율(%)	50.5	14.3	5.8	22.1	18.4
매출원가	160	173	199	241	288
매출총이익	89	112	103	127	147
판매 및 일반관리비	71	79	70	71	73
기타영업손익	36	11	(10)	1	3
영업이익	18	34	32	57	74
증가율(%)	220.1	87.7	(3.1)	74.5	31.0
EBITDA	35	57	57	83	100
증가율(%)	77.3	59.5	(0.0)	46.3	21.2
영업외손익	1	(10)	7	2	2
이자수익	1	2	2	5	4
이자비용	3	6	6	6	6
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	3	(6)	12	4	4
세전순이익	19	23	40	59	76
증가율(%)	1,426.5	21.4	71.0	48.1	29.2
법인세비용	2	6	7	6	8
당기순이익	18	18	33	53	69
증가율(%)	418.6	0.0	90.0	59.9	29.2
지배주주지분	18	20	35	56	72
증가율(%)	443.5	8.8	81.1	57.1	29.2
비지배지분	(0)	(2)	(2)	(2)	(3)
EPS(원)	957	1,041	1,822	2,861	3,695
증가율(%)	443.5	8.8	75.0	57.1	29.2
수정EPS(원)	957	1,041	1,822	2,861	3,695
증가율(%)	443.5	8.8	75.0	57.1	29.2

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	957	1,041	1,822	2,861	3,695
BPS	17,951	20,445	23,295	25,656	28,852
DPS	500	500	500	500	500
밸류에이션(배, %)					
PER	91.5	65.1	52.5	33.4	25.9
PBR	4.9	3.3	4.1	3.7	3.3
EV/ EBITDA	48.9	24.6	35.6	24.3	19.6
배당수익률	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
PCR	32.5	18.7	28.7	22.5	18.8
수익성(%)					
영업이익률	7.2	11.8	10.8	15.4	17.0
EBITDA이익률	14.2	19.8	18.7	22.5	23.0
순이익률	7.0	6.1	11.0	14.5	15.8
ROE	5.4	5.4	8.5	11.7	13.6
ROIC	4.3	5.5	5.3	9.3	11.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	24.8	30.2	19.4	16.8	6.6
유동비율	146.9	416.0	352.1	367.4	432.8
이자보상배율	6.2	5.5	5.3	9.3	12.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
매출채권회전율	3.1	2.6	2.8	3.7	3.9
재고자산회전율	2.6	2.5	2.3	2.5	2.6
매입채무회전율	7.4	7.2	8.8	11.6	12.1

Compliance Notice

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

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

당사는 동 자료를 기관투자가 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 저작물로서 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	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

