



기업분석 | 제약/바이오

Analyst

강하나

02 3779 8808

kangx687@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

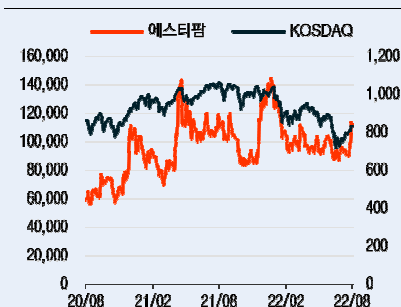
목표주가	145,000 원
현재주가	110,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSDAQ(8/8)	830.86 pt
시가총액	20,840 억원
발행주식수	18,809 천주
52주 최고가 / 최저가	144,500 / 83,400 원
90일 일평균거래대금	86.18 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(22.12E)	0.5%
BPS(22.12E)	17,196 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 8.1%
	6개월 13.3%
	12개월 -0.8%
주주구성	동아쏘시오홀딩스(외 6인) 46.5%
	국민연금공단(외 1인) 8.2%
	에스티팜우리사주(외 1인) 1.4%

Stock Price

에스티팜 (237690)

2Q22 Review: 올리고가 나가신다

2Q22 Review: 올리고 고지혈증 치료제 2H22인식으로 슬로우한 실적

2Q22 실적은 매출액 511억원(+26.7% yoy, +38.3% qoq), 영업이익 35억원(-27.5% yoy, +558.7% qoq)으로 컨센서스와 당사 추정치를 부합했다. 5월 중순 FDA의 공장 실사로 인한 2Q22 일부 매출이 연기되었으며 올리고 고지혈증 치료제 물량은 3Q22부터 인식될 것이다. 2Q22의 실적이 전년동기대비 고성장이지 못한 이유로는 1)스몰 몰클 반제품으로 일회성 비용 발생, 2)연구개발비 증가, 3)인력증가로 인한 급여증가 때문이다. 그러나 글로벌 빅파마의 고지혈증 치료제향 매출 및 mRNA 추가 수주(가이던스 기준 최소 100억원)가 2H22에 반영될 것임을 주목해야 한다.

긍정적인 글로벌 RNAi 치료제들의 임상 결과

글로벌 대표 RNAi 치료제 개발 기업 앨나일람의 부트리시란이 6월 FDA승인 이후 9월 EU승인이 전망되면서 지속적으로 긍정적인 이벤트를 보여주었고, 8월에는 온파트로의 후기 임상(360명)에서 긍정적인 임상 데이터를 공개했다. 이는 RNAi(올리고 기반) 치료제에 대한 가능성을 다시금 확인해주었고, 1)올리고 기반 치료제들의 상용화 증가와 2)좋은 임상 데이터가 올리고 시장의 성장을 이끌고 있다.

무결점 cGMP로 추가 성장동력 확보

이번 FDA 공장실사를 통해 당사는 아시아 최초 올리고 제조 공장 무결점 NAI cGMP를 받게 되어 2023년 척수성근위축증 상업화 원료 공급이 확정되었다. 1H23까지 약 4건의 FDA PAI 실사가 예정되어 있는데, 이는 올리고 기반 신약들의 상업화 원료 공급을 위한 실사라 예상한다. 3Q22부터 글로벌 빅파마의 올리고 기반 고지혈증 치료제 물량이 인식되며 이 물량을 시작으로 추가 수주가 가능할 것으로 보인다. 지속적으로 성장하는 올리고 매출은 2H22부터 가시화 될 것이며, mRNA 사업 또한 1H22 누적 매출 35억원에 힘입어 mRNA 캡핑 추가 수주 가능성이 높아졌다. 이를 반영하여 2022E 실적을 상향 조정하였으나 중장기적 방향성은 동일하기 때문에 목표주가 145,000원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	124	166	266	313	356
영업이익	-19	6	17	49	63
세전계속사업손익	-17	1	13	48	63
순이익	-13	3	10	37	48
EPS (원)	-651	176	540	1,972	2,570
증감률 (%)	적지	흑전	206.8	265.0	30.3
PER (x)	n/a	790.5	205.1	56.2	43.1
PBR (x)	6.6	8.1	6.4	5.9	5.3
EV/EBITDA (x)	-408.7	131.1	61.6	31.8	25.4
영업이익률 (%)	-15.2	3.4	6.2	15.5	17.8
EBITDA 마진 (%)	-3.8	12.1	12.9	21.2	23.2
ROE (%)	-4.1	1.1	3.1	11.0	13.0
부채비율 (%)	50.1	52.9	59.0	55.1	50.9

주: IFRS 연결 기준

자료: 에스티팜, 이베스트투자증권 리서치센터

2Q22 Review

표1 에스티팜 2Q22 Review

(억원)	2Q22P	2Q21	YoY	1Q21	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	511.2	403.6	+26.7%	37.0	+38.3%	534	486
영업이익	35.4	48.8	-27.5%	5.4	+558.7%	38	36

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 (변경 후) 에스티팜 분기실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	37.0	51.1	93.7	85.3	124.1	165.6	266.1
yoy	35.7	26.5%	102.4%	65.0%	33.4%	33.5%	60.7%
올리고	16.8	29.8	52.3	43.8	45.2	86.5	142.7
저분자	-1.9	-7.3	4.1	6.4	15.4	17.9	1.3
제네릭	6.0	12.2	8.2	10.1	47.7	33.4	36.5
기타 (mRNA, CRO 등)	16.1	16.4	25.5	27.6	15.7	27.9	85.6
영업이익	0.5	3.5	6.7	5.9	-18.8	5.6	16.6
yoy	흑전	-27.5%	-14.1%	흑전	적지	흑전	196.4%

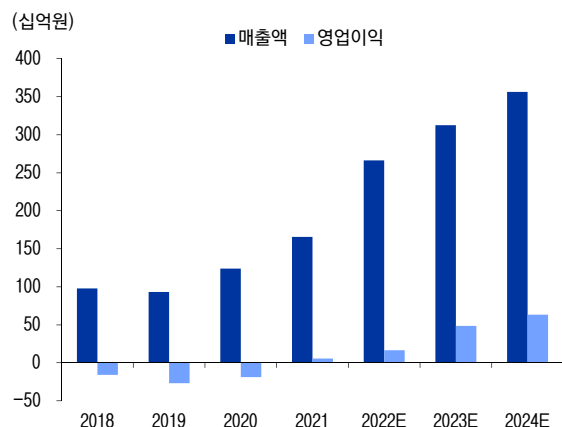
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 (변경 전) 에스티팜 분기실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	37.0	53.4	54.6	56.9	124.1	165.6	
yoy	35.7	+32.2%	+17.9%	+10.1%	+33.4%	+33.5%	
올리고	16.8	32.5	33.4	31.3	45.2	86.5	
저분자	-1.9	4.5	4.1	7.4	15.4	17.9	
제네릭	6.0	8.3	8.2	9.5	47.7	33.4	
기타 (mRNA, CRO 등)	16.1	8.1	8.9	8.7	15.7	27.9	
영업이익	0.5	3.8	4.0	4.7	-18.8	5.6	
yoy	흑전	-22.4%	-48.7%	흑전	적지	흑전	

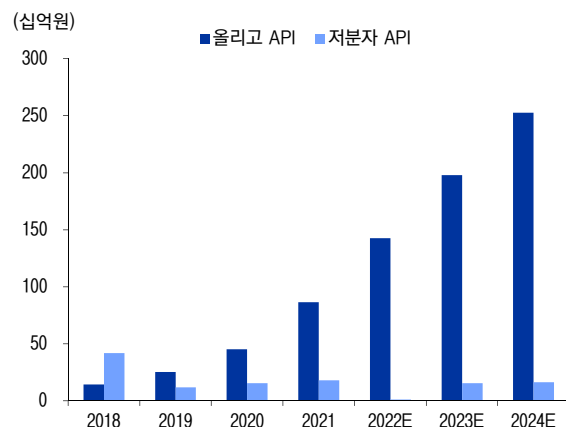
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 에스티팜 실적 추이 및 전망



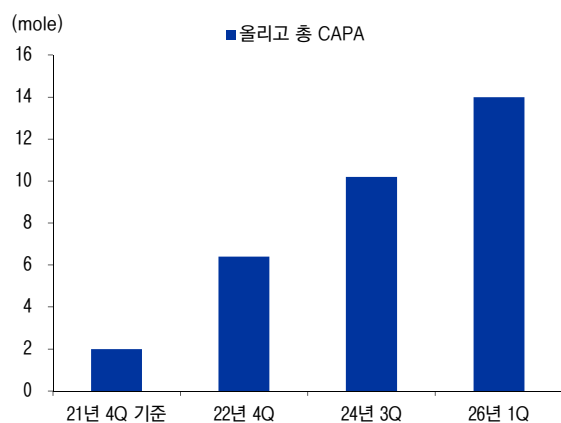
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 원료의약품 세부 매출 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 올리고 공장 증설 추이



자료: 에스티팜, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 에스티팜 파이프라인

Pipeline	Partner	Stage		
		Discovery	Pre-clinical	Phase1
STP0404 (AIDS)	Emory Univ. Colorado State Univ.			
STP1002 (대장암)	Colorado State Univ. 한국원자력의학원			
STP2104 (Covid19백신)	자체			
STP2130 (Covid19백신) (Delta-Variant)	자체			
NASH	한국화학연구원			
경구용 헤파린	B&L Deli Pharm			
인플루엔자	한국화학연구원			
기타 (2개)	미공개			

주: 에이즈 치료제 stp0404는 임상2a상 pre-IND 완료 상태

자료: 에스티팜, 이베스트투자증권 리서치센터

에스티팜 (237690)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	236	244	242	262	280
현금 및 현금성자산	39	39	46	48	49
매출채권 및 기타채권	47	64	62	69	70
재고자산	45	81	91	99	109
기타유동자산	105	60	42	46	51
비유동자산	210	254	277	286	313
관계기업투자등	8	13	13	13	13
유형자산	174	209	218	220	242
무형자산	10	13	15	15	16
자산총계	446	499	519	548	592
유동부채	19	75	81	82	87
매입채무 및 기타채무	10	26	30	28	29
단기금융부채	1	16	16	16	16
기타유동부채	8	33	36	39	42
비유동부채	130	97	111	112	113
장기금융부채	126	92	93	93	93
기타비유동부채	4	5	18	19	20
부채총계	149	173	193	195	200
지배주주지분	295	323	323	351	390
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	175	196	196	196	196
이익잉여금	112	116	116	144	183
비지배주주지분(연결)	1	3	3	2	3
자본총계	297	326	326	353	393

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-21	7	36	36	57
당기순이익(손실)	-13	3	10	37	48
비현금수익비용가감	13	25	20	12	16
유형자산감가상각비	14	14	17	18	19
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-1	6	2	-5	-4
영업활동 자산부채변동	-21	-21	6	-13	-7
매출채권 감소(증가)	-7	-6	2	-7	-2
재고자산 감소(증가)	-8	-37	-11	-8	-10
매입채무 증가(감소)	-2	8	4	-2	1
기타자산, 부채변동	-3	14	10	3	3
투자활동 현금	-69	-8	-19	-25	-47
유형자산처분(취득)	-17	-51	-27	-20	-41
무형자산 감소(증가)	0	0	-2	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-51	42	10	-4	-5
기타투자활동	0	1	0	0	0
재무활동 현금	116	0	-9	-9	-9
차입금의 증가(감소)	117	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-9	-9	-9
배당금의 지급	0	0	9	9	9
기타재무활동	-1	1	0	0	0
현금의 증가	26	1	7	2	1
기초현금	-13	-39	39	46	48
기말현금	39	39	46	48	49

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	124	166	266	313	356
매출원가	104	108	171	182	200
매출총이익	20	58	96	131	157
판매비 및 관리비	39	52	79	82	93
영업이익	-19	6	17	49	63
(EBITDA)	-5	20	34	66	83
금융손익	-2	-1	-4	0	0
이자비용	1	5	5	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	4	-3	0	0	0
세전계속사업이익	-17	1	13	48	63
계속사업법인세비용	-4	-2	3	11	15
계속사업이익	-13	3	10	37	48
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-13	3	10	37	48
지배주주	-12	3	10	37	48
총포괄이익	-13	4	10	37	48
매출총이익률 (%)	16.1	34.9	35.9	41.9	44.0
영업이익률 (%)	-15.2	3.4	6.2	15.5	17.8
EBITDA마진률 (%)	-3.8	12.1	12.9	21.2	23.2
당기순이익률 (%)	-10.6	2.0	3.8	11.9	13.6
ROA (%)	-3.1	0.7	2.0	7.0	8.5
ROE (%)	-4.1	1.1	3.1	11.0	13.0
ROIC (%)	-4.9	1.3	3.7	10.6	12.8

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	790.5	205.1	56.2	43.1
P/B	6.6	8.1	6.4	5.9	5.3
EV/EBITDA	-408.7	131.1	61.6	31.8	25.4
P/CF	n/a	93.9	69.8	42.2	32.6
배당수익률 (%)	n/a	0.4	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	33.1	33.5	60.6	17.5	14.0
영업이익	적지	흑전	197.6	192.2	30.5
세전이익	적지	흑전	954.1	265.0	30.3
당기순이익	적지	흑전	200.9	265.0	30.3
EPS	적지	흑전	206.8	265.0	30.3
안정성(%)					
부채비율	50.1	52.9	59.0	55.1	50.9
유동비율	1,266.0	323.9	297.2	318.8	322.8
순차입금/자기자본	1.4	7.5	8.6	6.2	4.1
영업이익/금융비용	-29.2	1.1	3.3	80.8	63.3
총차입금 (십억원)	127	108	109	109	109
순차입금 (십억원)	4	24	28	22	16
주당지표 (원)					
EPS	-651	176	540	1,972	2,570
BPS	15,830	17,171	17,196	18,668	20,738
CFPS	n/a	1,483	1,587	2,627	3,402
DPS	n/a	500	500	500	500

자료: 에스티팜, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

에스티팜

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

20,000

150,000

100,000

50,000

0

20/08

21/02

21/08

22/02

22/08

투자의견

변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
			최고	최저	평균				최고	최저	평균
			대비	대비	대비				대비	대비	대비
2021.12.20	신규	강하나									
2021.12.20	Buy	190,000	-23.9		-41.9						
2022.04.15	Buy	145,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성: 강하나)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

— 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.0% 9.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2021. 7. 1 ~ 2022. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)