

2017. 8. 30



▲ 제약/헬스케어/바이오

Analyst 이태영

02. 6098-6658

taeyoung.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **50,000 원**
 현재주가 (8.29) **35,800 원**
 상승여력 **39.7%**

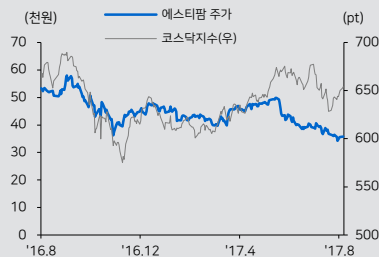
KOSDAQ 653.96pt
 시가총액 6,679억원
 발행주식수 1,866만주
 유동주식비율 42.99%
 외국인비중 5.73%
 52주 최고/최저가 58,000원 / 34,250원
 평균거래대금 52.4억원

주요주주(%)

동아쏘시오홀딩스(외9인) 52.71%
 BRV Lotus Growth Fund 2015, L.P. 5.19%

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.72	-17.80	-32.83
상대주가	-10.16	-23.39	-34.31

주가그래프



에스티팜 237690

고생 끝에 낙이 온다

- ✓ Gilead에 공급하는 원료의약품(Sofosbuvir) 수출 하락세 지속
- ✓ 고객사의 Oligonucleotide 신약 임상 지연
- ✓ 2017년 매출액 2,021억원, 영업이익 702억원 전망
- ✓ 그럼에도 Oligonucleotide 분야 잠재력 높음
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 50,000원으로 하향

수출 하락세 지속, 개발단계 의약품 임상 지연

통관 실적을 통해 확인되는 Sofosbuvir의 수출 하락세가 지속되고 있다. 7월 수출액은 전년동월대비 -16.8% 감소한 112.2억원을 기록했다. 잠정 집계된 8월 수출액은 92.5억원으로 역시 전년동월대비 -18.3% 감소했다. 전방 시장인 길리어드의 C형간염 치료제군의 매출은 하락세가 둔화되는 모습이지만, 경쟁사인 AbbVie가 최근 새로운 치료제인 Mavyret를 FDA로부터 허가 받으면서 가격 경쟁을 예고하고 있어 추가적인 점유율 하락이 불가피한 상황이다. 뿐만 아니라 글로벌 J사가 개발 중이던 Oligonucleotide 기반 신약의 임상 진행이 지연되면서 이에 해당하는 1,100만 달러 규모의 주주 역시 지연될 전망이다. 임상 재개는 올해 하반기 혹은 그 이후로 예정되어 있어 하반기 Oligonucleotide 관련 실적 역시 악화될 것이다.

Oligonucleotide 시장 지속 확대

그럼에도 Oligonucleotide 시장 전망은 여전히 밝다. '17년 1월 집계 당시 개발 중인 파이프라인이 632개였던 Oligonucleotide 기술 치료제는 '17년 8월 말 기준 809개를 기록하며 약 8개월만에 +28.0% 증가했다. 글로벌 시장의 관심을 보여주는 대표적인 사례다. 허가를 신청했거나 획득한 치료제는 11개에서 20개로 늘어났으며, 상위 5개 치료제의 2022년 예상 매출은 56억 7,600만 달러에 달한다. 현재 임상 초기 단계 치료제의 원료의약품을 글로벌 파트너사와 협력하여 공급하고 있는 동사의 미래가 여전히 밝은 이유다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 50,000 원으로 하향

투자의견 Buy를 유지하고, 적정주가를 50,000원으로 14.5%하향한다. 적정주가는 2017년 EPS 2,930원에 Peer 회사인 Cambrex의 PER 17배를 적용하여 산출했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	200.4	77.6	61.4	3,849	-	16,733	11.7	2.7	8.1	19.6	17.4
2017E	202.1	70.2	54.4	2,930	-23.9	18,399	12.2	1.9	7.0	16.6	9.5
2018E	177.5	65.4	49.5	2,656	-9.4	20,694	13.5	1.7	7.6	13.5	8.3
2019E	208.9	78.8	59.7	3,201	20.5	23,535	11.2	1.5	6.1	14.4	8.9

표1 에스티팜 실적 전망										
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	'17E	'18E
매출	47.8	56.7	52.2	45.4	40.2	48.9	45.3	43.1	202.1	177.5
신약API	37.8	45.2	41.1	34.5	29.3	38.0	34.3	31.9	158.6	133.5
제네릭API	7.4	9.1	9.0	8.9	9.0	9.0	9.1	9.2	34.3	36.4
기타	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	9.3	7.6
영업이익	17.8	19.3	17.1	16.0	13.6	19.3	16.5	16.0	70.2	65.4
순이익	13.4	15.9	13.0	12.1	10.3	14.6	12.5	12.1	54.4	49.5
영업이익률(%)	37.2	34.1	32.8	35.2	33.8	39.5	36.5	37.0	34.7	36.8
순이익률(%)	28.1	28.1	24.9	26.7	25.6	29.9	27.7	28.0	26.9	27.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역						
(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	219.4	209.0	202.1	177.5	-7.9	-15.1
영업이익	86.3	83.7	70.2	65.4	-18.6	-21.9
지배주주순이익	67.6	66.8	54.4	49.5	-19.5	-25.8

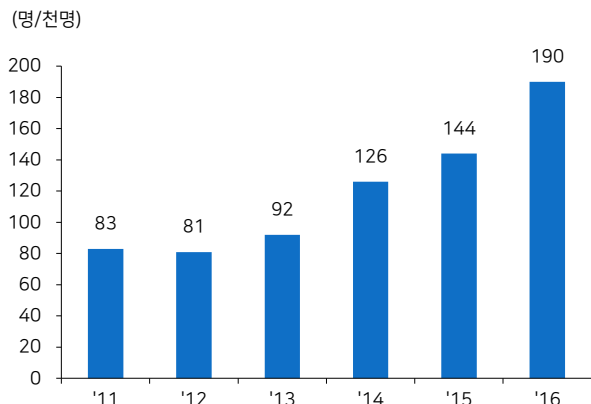
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 Sofosbuvir의 통관 실적 추정						
년	분기	월	백만원	천달러	Kg	적용환율 (₩/\$)
'17			93,071	82,356	15,181	1,132
	1Q		30,376	26,447	4,827	1,151
		Jan	7,974	6,845	1,211	1,165
		Feb	7,581	6,617	1,211	1,146
		Mar	14,821	12,985	2,405	1,141
	2Q		42,219	37,722	6,986	1,119
		Apr	14,707	13,029	2,413	1,129
		May	14,633	13,166	2,438	1,111
		Jun	12,879	11,527	2,135	1,117
	3Q		20,476	18,187	3,368	1,125
		Jul	11,224	9,914	1,836	1,132
		Aug	9,252	8,273	1,532	1,118

주: 8월 자료는 잠정치. 분기, 연간 수치는 8월 잠정치 까지만 합산

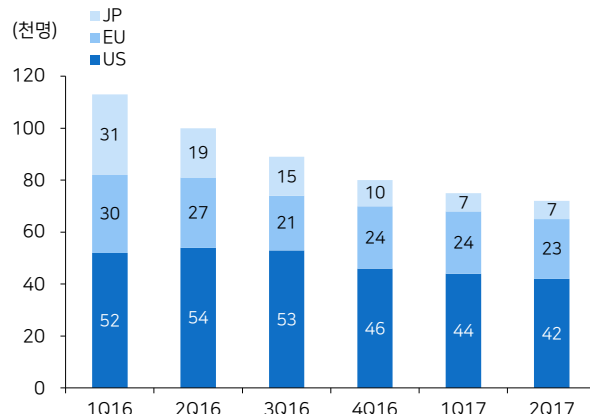
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 미국내 C형간염 진단 비율



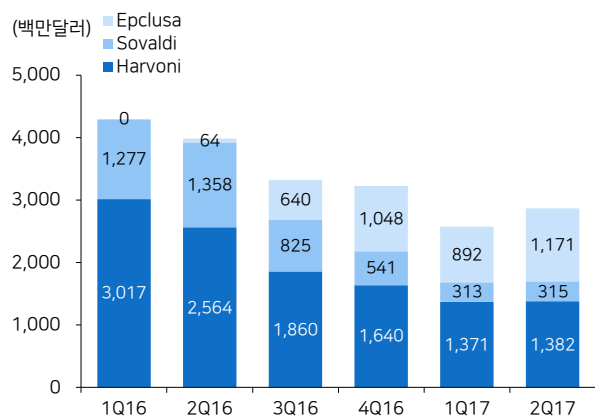
자료: Gilead, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 Sofosbuvir 기반 치료 시작 환자수 추이



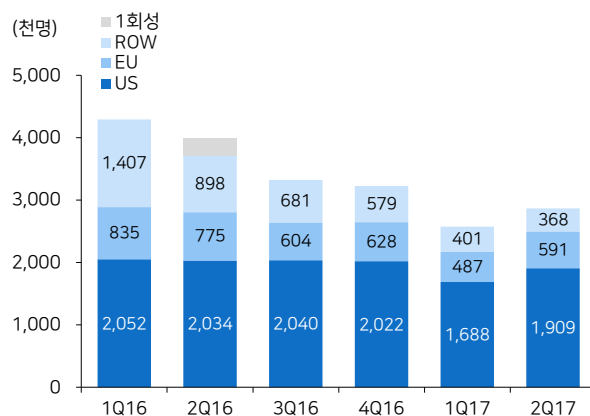
자료: Gilead, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 Sofosbuvir 기반 C형간염 치료제별 매출 추이



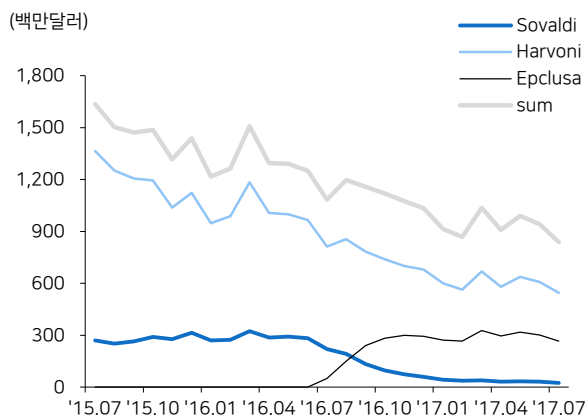
자료: Gilead, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 Sofosbuvir 기반 C형간염 치료제의 지역별 매출 추이



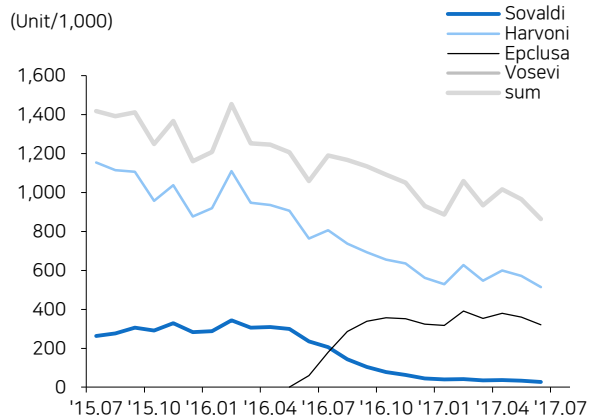
자료: Gilead, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 WAC기준 미국내 판매량 추이



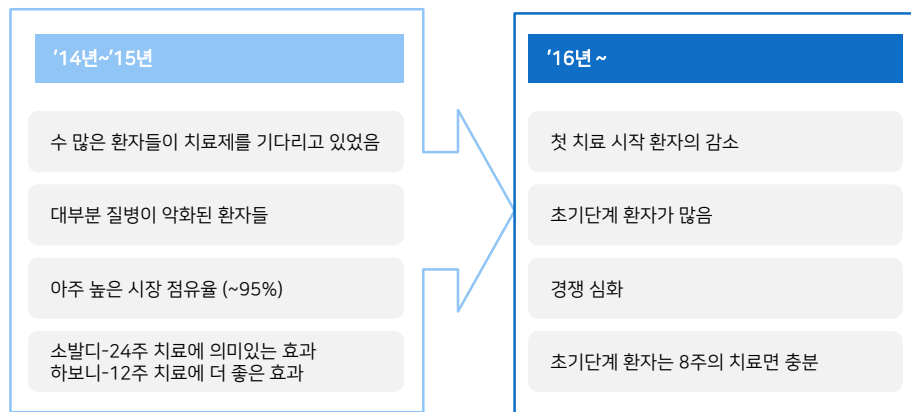
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 수량 기준 미국내 판매량 추이



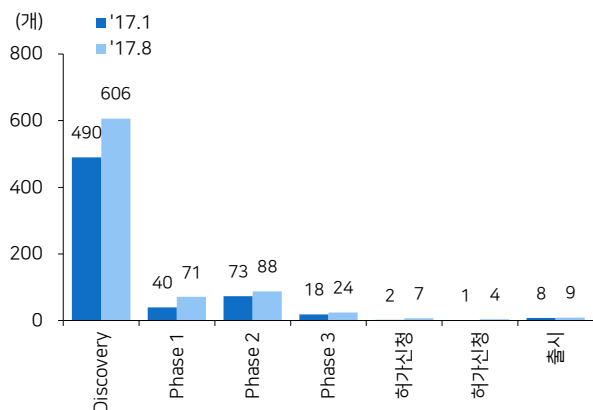
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 C형 간염 치료제 시장의 변화



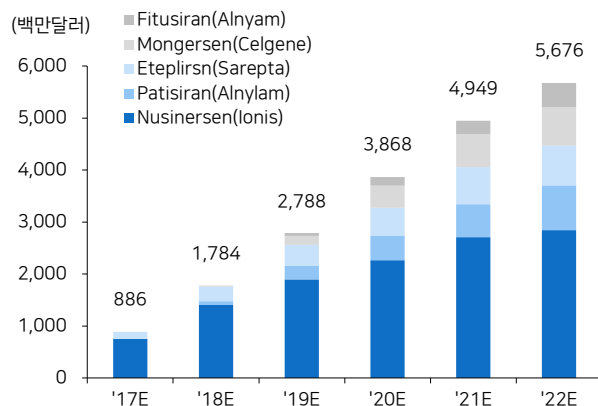
자료: Gilead, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 Oligonucleotide 기반 후보물질 개발 현황



자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 Oligonucleotide 기반 후보물질의 매출액 전망



자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

에스티팜(237690)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액		200.4	202.1	177.5	208.9
매출액증가율 (%)		-	0.9	-12.2	17.7
매출원가		107.4	115.8	97.4	113.0
매출총이익		93.0	86.4	80.1	96.0
판매비와관리비		15.4	16.1	14.7	17.2
영업이익		77.6	70.2	65.4	78.8
영업이익률 (%)		38.7	34.7	36.8	37.7
금융수익		4.6	0.7	0.0	0.0
종속/관계기업관련손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		-1.7	0.2	0.0	0.0
세전계속사업이익		80.5	71.2	65.4	78.8
법인세비용		19.1	16.8	15.8	19.1
당기순이익		61.4	54.4	49.5	59.7
지배주주지분 순이익		61.4	54.4	49.5	59.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름		50.8	68.9	44.8	49.3
당기순이익(손실)		61.4	54.4	49.5	59.7
유형자산감가상각비		10.8	3.6	0.0	0.0
무형자산상각비		0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감		-21.5	17.4	-4.7	-10.4
투자활동 현금흐름		-93.2	-5.7	-18.0	-30.8
유형자산의 증가(CAPEX)		-16.0	-17.6	-20.6	-20.3
투자자산의 감소(증가)		-1.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름		85.2	-18.8	-5.6	-6.5
차입금증감		1.5	-1.5	0.0	0.0
자본의증가		179.3	-8.0	0.0	0.0
현금의증가		43.4	44.0	21.2	12.0
기초현금		11.8	55.2	99.2	120.5
기말현금		55.2	99.2	120.5	132.5

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		224.9	222.1	244.2	284.1
현금및현금성자산		55.2	99.2	120.5	132.5
매출채권		13.4	13.0	13.3	16.3
재고자산		91.4	58.5	61.6	75.5
비유동자산		142.9	154.8	175.2	195.7
유형자산		138.4	149.5	170.1	190.4
무형자산		1.1	1.1	1.3	1.5
투자자산		1.0	1.0	1.0	1.0
자산총계		367.8	376.9	419.4	479.8
유동부채		51.5	28.9	28.5	34.9
매입채무		13.7	4.6	5.4	6.6
단기차입금		0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채		0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채		3.1	3.7	3.5	4.3
사채		0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금		0.1	0.0	0.0	0.0
부채총계		54.5	32.6	32.0	39.2
자본금		9.2	0.0	0.0	0.0
자본잉여금		170.0	171.3	171.3	171.3
기타포괄이익누계액		0.0	-0.5	-0.5	-0.5
이익잉여금		134.0	173.6	216.6	269.8
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		313.2	344.4	387.4	440.6

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS		12,554	10,879	9,513	11,198
EPS(지배주주)		3,849	2,930	2,656	3,201
CFPS		5,474	4,250	3,504	4,223
EBITDAPS		5,537	3,973	3,504	4,223
BPS		16,733	18,399	20,694	23,535
DPS		500	300	350	350
배당수익률(%)		1.1	0.8	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER		11.7	12.2	13.5	11.2
PCR		8.2	8.4	10.2	8.5
PSR		3.6	3.3	3.8	3.2
PBR		2.7	1.9	1.7	1.5
EBITDA		88.4	73.8	65.4	78.8
EV/EBITDA		8.1	7.0	7.6	6.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		19.6	16.6	13.5	14.4
EBITDA 이익률		44.1	36.5	36.8	37.7
부채비율		17.4	9.5	8.3	8.9
금융비용부담률		0.6	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)		62.3	1,959.0	-	-
매출채권회전율(x)		14.9	15.3	13.5	14.2
재고자산회전율(x)		2.2	2.7	3.0	3.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 8월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이태영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

에스티팜(237690) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2017.02.06	산업분석	Buy	61,000	이태영	
2017.06.01	산업분석	Buy	61,000	이태영	
2017.07.20	산업브리프	Buy	58,500	이태영	
2017.08.30	기업브리프	Buy	50,000	이태영	