

에스티팜(237690)

Not rated

긴 터널의 끝에는 빛이 있다

국내 대표 원료의약품 업체

에스티팜은 동아쏘시오홀딩스 계열의 원료의약품(API) 및 위탁생산(CMO) 전문 업체다. 2008년 설립되었으며, 2016년 6월 코스닥에 상장했다. 2017년 기준 매출 비중은 신약 API 68%, 올리고 API 11%, 제네릭 API 19%, 기타 2%로 구성되어 있으며, 주요 고객사로는 Gilead Sciences(68%), 동아에스티(15%) 등이 있다. 최대주주는 동아쏘시오홀딩스로 지분 32.7%를 보유하고 있다.

올해 신약 API 매출 전년대비 72% 감소할 전망

2018년 신약 API 매출은 Gilead Sciences(Gilead)향 수주 물량 감소로 전년대비 72% 감소할 전망이다. 에스티팜은 C형간염치료제(HCV) 원료인 Sofusbuvir를 Gilead에 공급한다. Gilead와 작년에 체결한 1,500억원 수주 계약은 올 6월에 완료되며, 신규 수주 계약은 당분간 나오지 않을 전망이다. HCV 매출 감소로 Sofusbuvir 재고가 많이 쌓여있는 것으로 추정되기 때문이다. HCV 완치율이 90% 이상으로 더 이상 약을 쓰지 않아도 되는 환자들이 늘면서 Gilead의 HCV 매출이 직격탄을 맞고 있다. 작년 HCV 매출은 전년대비 38% 급감했고, Gilead는 올해 가이던스로 HCV 매출이 전년대비 56~61% 감소할 것으로 밝혔다.

올리고뉴클레오티드 API는 내년 하반기부터 좋아진다

신성장동력으로 주목받고 있는 올리고뉴클레오티드(올리고) API는 내년 하반기부터 매출에 기여할 전망이다. 통상적으로 제약사들은 임상시료부터 파이프라인 상업화 단계까지 동일업체를 통해 아웃소싱 할 가능성이 높다. 따라서 임상 중인 파이프라인이 상업화로 이어지면 생산 물량 증가에 따른 매출확대가 기대된다. 현재 에스티팜이 원료를 공급하는 파이프라인들은 아직 임상 중이며 내년 하반기부터 상업화로 이어짐에 따라 회사의 올리고 API 매출 증가가 본격화될 전망이다. 반월에 신축하고 있는 올리고 신공장은 올해 7월 준공 후 내년 가동된다. 올리고 연간 생산능력이 기존 50kg에서 800kg으로 확대됨에 따라 향후 늘어나는 수주 물량에 대응하며 매출성장을 향유할 수 있을 것으로 예상된다.

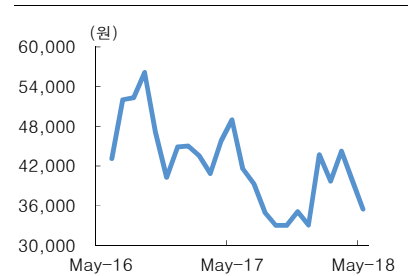
Stock Data

KOSPI(6/27)	2,342
주가(6/27)	36,050
시가총액(십억원)	673
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	47,200/30,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,816
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.2/4.1
주요주주(%)	동아쏘시오홀딩스 외 5인 49.0
	BRV Lotus Growth
	Fund 2015, L.P. 외 1인 6.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.0	9.9	(14.4)
KOSDAQ 대비(%p)	6.8	5.5	(37.3)

주가추이



자료: WISEfn

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
2015A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
2016A	200	78	61	3,861	NM	88	11.6	8.1	2.7	19.6	1.1
2017A	203	62	45	2,422	(37.3)	73	13.6	6.6	1.8	13.5	1.5
2018F	105	15	11	566	(76.6)	26	63.7	23.2	1.9	3.0	1.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

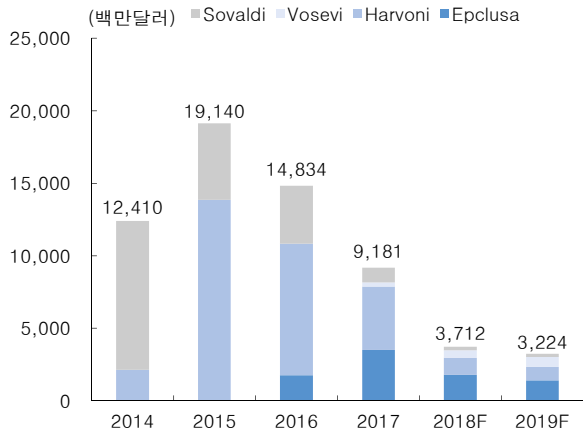
정은영

eunice.jung@truefriend.com

진홍국

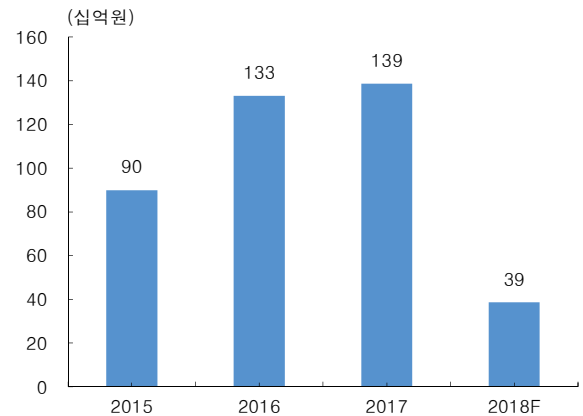
hg.jin@truefriend.com

[그림 1] Gilead의 C형간염치료제 매출 급감



자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

[그림 2] 에스티팜 신약 API 매출 추이

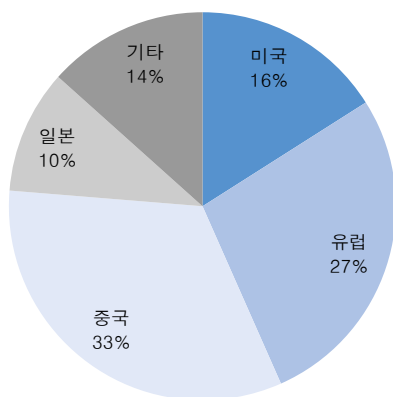


자료: 에스티팜, 한국투자증권

Gilead향 신규 수주는 중국 시장에 달렸다

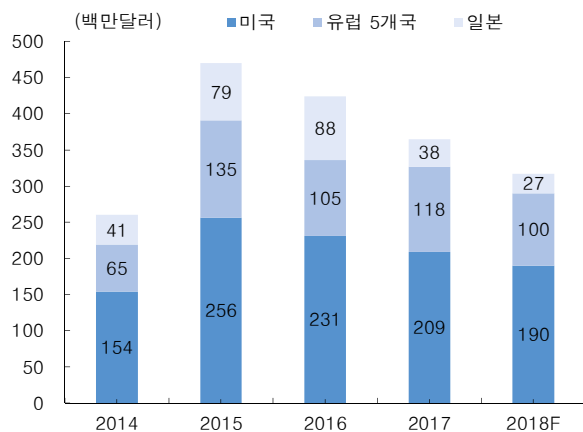
Gilead향 신규수주 시점은 HCV의 중국 성과에 따라 결정될 전망이다. HCV의 중국 매출에 따라 Sofusbuvir 재고가 어느 정도 소진되면 에스티팜에 신규 수주가 발생할 것으로 기대되기 때문이다. 2017년 말 Sovaldi, 2018년 5월 Epclusa가 CFDA 허가를 받아 올해부터 중국에서 HCV 매출이 본격적으로 발생한다. 중국 내 C형간염 환자는 680만명에 이르며, 이는 전세계 C형간염 환자의 33%에 해당한다. 또, 치료를 받는 중국 내 C형간염 환자들은 전체의 1%에도 미치지 못하는 점을 감안했을 때 중국 시장의 잠재력은 매우 크다.

[그림 3] C형간염 환자가 가장 많은 중국



자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 4] 주요 시장에서 감소하는 C형간염 환자

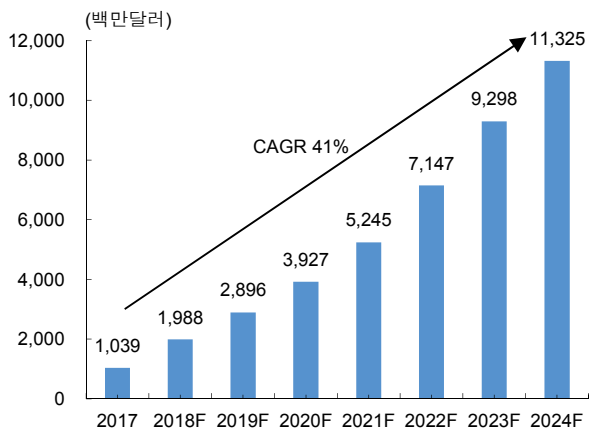


자료: Gilead Sciences, 한국투자증권

올리고뉴클레오타이드, RNA치료제 시장 확대 수혜를 입는다

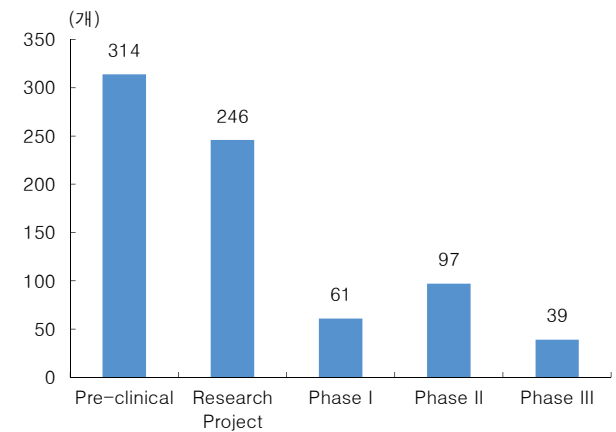
RNA치료제의 주요 원료인 올리고는 RNA치료제 시장 확대에 따라 성장할 것이다. Evaluate Pharma에 의하면 RNA치료제는 2017년부터 2024년까지 연평균 41% 성장할 전망이다. 질병을 일으키는 특정 단백질을 타겟하는 기존 의약품과 다르게 RNA치료제는 해로운 단백질을 생성 하는 mRNA를 파괴해 질병을 원천 봉쇄한다. RNA치료제 시장은 허가받은 제품이 5개에 불과한 개화기다. 최근 상업화에 성공한 치료제가 나타나면서 개발이 활발해지고 있다. 2016년 12월 미국 FDA 허가를 받은 Biogen의 RNA 치료제 Spinraza는 2017년에 8.8억달러의 매출을 달성했다. Evaluate Pharma에 의하면 Spinraza는 2024년에 21억달러를 달성하는 블록버스터로 등극할 전망이다. 현재 757개의 RNA치료제가 임상 중이며, 대부분 임상 초기 단계에 있다. 더욱 많은 RNA치료제가 상업화로 이어질 경우 올리고 API 시장의 가파른 성장이 기대된다.

[그림 5] RNA치료제 시장 연평균 41% 성장



자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

[그림 6] 초기 임상이 많이 진행되고 있는 RNA 치료제



자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

<표 1> FDA 허가받은 RNA 치료제는 5개

(단위: 백만달러)

허가일	상품명	성분명	적응증	개발사	2017년 매출액	2024년 예상 매출액
Nov-98	Vitravene	fomivirsen	AIDS 환자의 거대세포 바이러스 망막염	Ionis, CIBA	NA	NA
Dec-04	Macugen	pegaptanib	습성노인성황반변성	Valeant, Pfizer	NA	NA
Jan-13	Kynamro	mipomersen	고형접합 가족성 고콜레스테롤혈증	Ionis, Kastle	NA	NA
Sep-16	Exondys 51	eteplirsen	뒤시엔느형 악성 근이영양증	Sarepta	155	619
Dec-16	Spinraza	nusinersen	척수성 근위축	Ionis, Biogen	884	2,056

자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

올해 실적은 길리어드향 수주 영향이 크다

2018년 매출액과 영업이익은 각각 1,053억원(-48.1% YoY), 153억원(-75.3% YoY)를 예상한다. Gilead향 수주 감소로 신약 API 매출이 전년대비 72% 급감한 영향이 크다. 올해 올리고 API는 임상시료 생산으로 매출이 불규칙하게 발생해 전년대비 10% 감소할 전망이다. 고정비 부담으로 매출원가율이 작년 61%에서 올해 75%로 상승해 수익성도 악화될 전망이다. RNA치료제 파이프라인들이 시판허가로 이어질 것으로 예상되는 2019년 하반기부터 에스티팜은 성장세를 회복할 전망이다.

기업개요 및 용어해설

에스티팜은 동아쏘시오홀딩스 계열의 원료의약품(API) 및 위탁생산(CMO) 전문 업체다. 2008년 설립되었으며, 2016년 6월 코스닥에 상장했다. 2017년 기준 매출 비중은 신약 API 68%, 올리고 API 11%, 제네릭 API 19%, 기타 2%로 구성되어 있으며, 주요 고객사로는 Gilead Sciences(68%), 동아에스티(15%) 등이 있다. 최대주주는 동아쏘시오홀딩스로 지분 32.7% 보유하고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
유동자산	NM	NM	225	225	220
현금성자산	NM	NM	55	72	71
매출채권및기타채권	NM	NM	18	32	31
재고자산	NM	NM	91	58	56
비유동자산	NM	NM	143	156	164
투자자산	NM	NM	1	0	0
유형자산	NM	NM	138	152	161
무형자산	NM	NM	1	1	1
자산총계	NM	NM	368	382	384
유동부채	NM	NM	51	29	30
매입채무및기타채무	NM	NM	18	7	7
단기차입금및단기사채	NM	NM	0	0	0
유동성장기부채	NM	NM	0	0	0
비유동부채	NM	NM	3	2	1
사채	NM	NM	0	0	0
장기차입금및금융부채	NM	NM	0	0	0
부채총계	NM	NM	55	30	31
지배주주지분	NM	NM	313	351	353
자본금	NM	NM	9	9	9
자본잉여금	NM	NM	170	171	171
기타자본	NM	NM	0	0	0
이익잉여금	NM	NM	134	171	172
비지배주주지분	NM	NM	0	0	0
자본총계	NM	NM	313	351	353

현금흐름표

(단위: 십억원)

2014A	2015A	2016A	2017A	2018F	2018F
NM	NM	51	54	25	(32)
NM	NM	61	45	11	11
NM	NM	11	12	11	11
NM	NM	0	0	0	0
NM	NM	(21)	(0)	3	(53)
NM	NM	(0)	(2)	(0)	(0)
NM	NM	(93)	(26)	(17)	6
NM	NM	(16)	(28)	(20)	(24)
NM	NM	0	0	0	0
NM	NM	(52)	0	1	1
NM	NM	(0)	(0)	1	1
NM	NM	(25)	1	2	28
NM	NM	85	(9)	(9)	(9)
NM	NM	132	0	0	0
NM	NM	(43)	(0)	(0)	(0)
NM	NM	(3)	(9)	(9)	(9)
NM	NM	(2)	0	(0)	(0)
NM	NM	1	(2)	0	0
NM	NM	43	17	(1)	(35)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

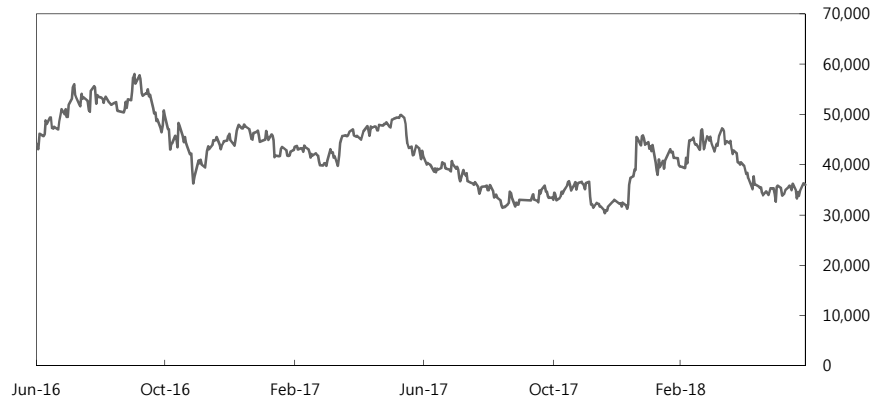
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
매출액	NM	NM	200	203	105
매출원가	NM	NM	107	123	79
매출총이익	NM	NM	93	80	26
판매관리비	NM	NM	15	18	11
영업이익	NM	NM	78	62	15
금융수익	NM	NM	8	3	3
이자수익	NM	NM	1	1	1
금융비용	NM	NM	3	4	4
이자비용	NM	NM	1	0	0
기타영업외손익	NM	NM	(2)	(1)	(1)
관계기업관련손익	NM	NM	0	0	0
세전계속사업이익	NM	NM	80	59	14
법인세비용	NM	NM	19	14	3
연결당기순이익	NM	NM	61	45	11
지배주주지분순이익	NM	NM	61	45	11
기타포괄이익	NM	NM	(3)	1	1
총포괄이익	NM	NM	58	46	12
지배주주지분포괄이익	NM	NM	58	46	12
EBITDA	NM	NM	88	73	27

주요투자지표

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
주당지표(원)					
EPS	NM	NM	3,861	2,422	579
BPS	NM	NM	16,791	18,819	18,938
DPS	NM	NM	500	500	500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	NM	NM	NM	1.2	(48.1)
영업이익증가율	NM	NM	NM	(20.3)	(75.3)
순이익증가율	NM	NM	NM	(26.7)	(76.0)
EPS증가율	NM	NM	NM	(37.3)	(76.1)
EBITDA증가율	NM	NM	NM	(16.9)	(63.8)
수익성(%)					
영업이익률	NM	NM	38.7	30.5	14.5
순이익률	NM	NM	30.7	22.2	10.3
EBITDA Margin	NM	NM	44.1	36.2	25.2
ROA	NM	NM	16.7	12.0	2.8
ROE	NM	NM	19.6	13.5	3.1
배당수익률	NM	NM	1.1	1.5	1.4
배당성향	NM	NM	15.0	20.7	86.4
안정성					
순차입금(십억원)	NM	NM	(114)	(132)	(128)
차입금/자본총계비율(%)	NM	NM	0.5	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	NM	NM	11.6	13.6	62.3
PBR	NM	NM	2.7	1.8	1.9
EV/EBITDA	NM	NM	8.1	6.6	20.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
에스티팜(237690)	2016.12.28	NR	-	-	-
	2017.12.28	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 6월 28일 현재 에스티팜 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.