



BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원

주가(10/28): 87,200원

시가총액: 16,268억 원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (10/28)		1,000.13pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	143,500원	59,800원
등락률	-39.2%	45.8%
수익률	절대	상대
1M	-6.5%	-6.4%
6M	-22.0%	-22.7%
1Y	39.7%	13.7%

Company Data

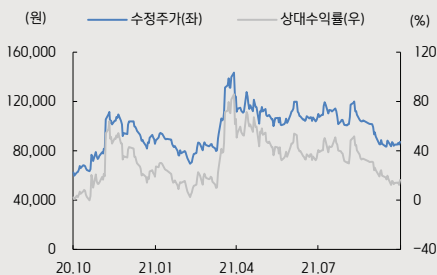
발행주식수	18,656	전주
일평균 거래량(3M)	206	전주
외국인 지분율	0.0%	
배당수익률(2021E)	0.0%	
BPS(2021E)	16,643원	
주요 주주	동아쏘시오홀딩스 외 4 인	46.9%

투자지표

(십억 원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	93.3	124.1	171.4	207.6
영업이익	-26.7	-18.8	16.7	24.2
EBITDA	-15.5	-4.7	29.8	37.2
세전이익	-25.0	-16.8	17.6	24.8
순이익	-18.5	-13.2	15.9	19.4
지배주주지분순이익	-18.5	-12.1	14.7	17.9
EPS(원)	-993	-651	785	962
증감률(% YoY)	적지	적지	흑전	22.4
PER(배)	-30.0	-159.4	108.2	88.4
PBR(배)	1.85	6.56	5.11	4.82
EV/EBITDA(배)	-32.8	-405.2	53.0	42.3
영업이익률(%)	-28.6	-15.1	9.7	11.7
ROE(%)	-5.9	-4.1	4.8	5.6
순차입금비율(%)	-16.2	-4.6	-2.7	-4.5

자료: 키움증권

Price Trend



에스티팜 (237690)

고마진의 올리고 성장으로 본격 턴어라운드



고마진의 올리고 매출 증가로 예상을 뛰어넘는 호실적을 기록하였고 2개 분기 연속 흑자를 기록하였습니다. 4분기에도 올리고 매출 증가 지속되며 올해 흑자전환이 예상되는데, '17년 이후 4년만에 흑자전환 성공이 예상됩니다. 내년 상반기 3~4층 올리고 공장 증설 완료 및 가동이 예상되며, '24~'25년 만성질환 RNAi 치료제 본격 개화를 준비하기 위하여 연내 추가 증설을 결정할 것으로 보입니다. 수요 증가에 따른 증설은 동사의 기업가치 재평가에 긍정적인 요소로 작용 할 것으로 예상됩니다.

>>> 올리고 매출 증가로 어닝 서프라이즈

3분기 매출액은 463억원(YoY +107%), 영업이익 78억원(YoY 흑전, OPM 17%)으로 당사 추정 매출액 407억원과 영업이익 20억원을 대폭 상회하였다. R&D 비용이 이번 3분기에 59억원으로 전년동기대비 +121% 증가했음에도 불구하고, **올리고뉴클레오타이드 3분기 매출이 308억원(YoY +761%, QoQ +49%)으로 증가하여 실적 개선에 기여하였다.** 고마진의 올리고 사업 매출 비중이 '20.3Q 11.6%에서 '21.3Q 67%로 증가하며 원가율 개선을 이끌었다. 인수한 유럽 CRO 자회사 실적 또한 매출액 79억원(YoY 163%) 증가하였다. '21.3분기 누적으로도 매출액 210억원, 영업이익 33억원(OPM 16%)으로 양호한 실적을 기록하였다. CRO 자회사는 올해 4월까지도 적자였으나 연구개발 증가로 인하여 실적 턴어라운드하고 있으며, **수요 증가로 인하여 1년 6개월 가량을 주주가 이미 확보되어 있다. CRO 자회사의 추가 증설도 고려** 중이다.

>>> 내년 상반기 올리고동 증설 완공

3~4층의 60%에 해당하는 1차 증설이 올해말 완공되어 '22년 2Q 가동 가능하고, 글로벌 제약사 설비 투자 지원 받아 진행되는 증설은 '22년 중순 가동이 전망된다. **올해 올리고 매출액은 954억원에서 내년 1,273억원으로 증가**가 예상된다. 다만, STP0404가 올해말 1상 종료하고 '22년 2a상 진입이 예상되고, 연말 mRNA 코로나 백신 임상 IND 신청이 예상되는 만큼 **'22년에는 R&D 비용 증가가 예상**된다. '21년 R&D 비용 약 200억원에서 '22년 298억원(YoY +49%)으로 공격적인 증가가 전망된다. '20년 R&D 비용은 132억원이었다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 13만원 유지

최근 백신 접종 확대 및 경구용 코로나 치료제 3상 결과 소식 등으로 코로나 관련 업체 투자심리 약화로 하락하면서 동반 하락하였다. 게다가 노바티스 공장 내재화 소식으로 공급 증가 우려감이 반영되었으나, 이는 '24~'25년 이후 만성질환 분야 RNAi 치료제의 폭발적인 성장을 대비 하기 위한 것으로 크게 우려할 사항은 아니라고 판단된다. '24년부터 B형간염, 골수섬유증, 심혈관질환 및 '25년 동맥경화증, B형간염, 심혈관질환, 신장질환 등의 만성질환 시장 본격 개화가 예상됨에 따라 동사 또한 연내 올리고 공장 추가 증설에 대한 소식을 기대해본다.

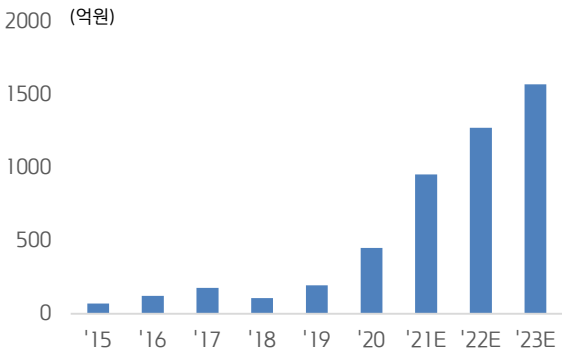
실적 세부 내역 1

(단위, 억 원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21P	키움증권 추정치	차이
매출액	272.6	403.6	463.0	406.5	14%
yoy	35.2%	19.5%	106.8%	20.3%	
영업이익	(65.1)	48.8	77.7	19.8	293%
yoy	적지	흑전	흑전	흑전	
OPM	-	12.1%	16.8%	4.9%	
지배주주순이익	(50.2)	53.6	75.0	25.2	198%

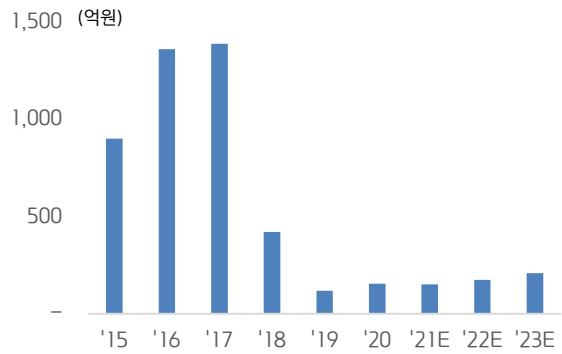
자료: 키움증권 리서치센터

올리고 뉴클레오타이드 매출 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

저분자 원료 매출 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

구분	협력기관	작용 기전 등 내용	특징	개발 단계
STP0404 (AIDS 치료제)	미국 Emory 대학, 콜라라도 주립대학	- 에이즈 완치 메커니즘 ALLINI (Allosteric Integrase Inhibitor) 규명중 - 기존 에이즈 치료제 내성 극복 기전 - 1일 1회 경구 투여 외 장기 지속 주사제 개발 중	First in Class Small molecule	유럽 (프랑스) 1 상
STP1002 (항암제)	콜로라도 주립대학, 한국원자력연구원	- 텐키라제(tankyrase)효소 저해제 - KRAS/NRAS 돌연변이 유전자형 환자와 어비투스 무반응 내성 환자에게 적합한 경구용 대장암치료제 - 대장암 외 비소세포성폐암, 간암 등 적응증 확장 - 기존 면역 항암제 등과 병용투여 시험이 진행 중	First in Class Small molecule	미국 1 상
NASH 치료제	한국화학연구원	- 신규기전을 이용한 First-in-class 비알콜성지방간염 치료제 개발 중	First in Class Small molecule	비임상 (전임상 패키지 준비)
경구용 헤파린	B&L Deli Pharm	- 주사제의 부작용과 불편함을 해소한 경구용 헤파린 - 항응고, 심부정맥혈전증, 췌장암 등 다양한 적응증에 적용할 수 있는 치료제 개발	First in Class Macro molecule	비임상 (전임상 패키지 준비)
COVID-19 및 당기열 치료제	OncoCross	- AI 플랫폼을 이용한 신규기전 First-in-class 항바이러스 치료제 개발	First in Class Small molecule	후보물질 발굴 완료
인플루엔자 치료제	한국화학연구원	- Polymerase basic 1(PB1) 타겟 First-in-class 인플루엔자 치료제 개발	First in Class Small molecule	후보물질 발굴 완료
기타 (2 개)	비공개	- First-in-class 염증성 장질환 치료제 및 창상 치료제	First in Class Small molecule	후보물질 발굴 중

자료: 키움증권 리서치센터

반월공장 공장배치도



자료: 에스티팜 홈페이지, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	93.3	124.1	171.4	207.6	243.2
매출원가	94.9	104.1	102.7	115.7	131.3
매출총이익	-1.6	20.0	68.7	92.0	111.9
판관비	25.1	38.8	52.0	67.8	79.9
영업이익	-26.7	-18.8	16.7	24.2	32.0
EBITDA	-15.5	-4.7	29.8	37.2	47.7
영업외손익	1.7	2.0	0.9	0.7	0.8
이자수익	1.3	0.6	0.6	0.6	0.7
이자비용	0.1	0.6	0.3	0.3	0.3
외환관련이익	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5
외환관련손실	0.7	3.5	3.2	3.2	3.2
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.3	3.9	2.3	2.1	2.1
법인세차감전이익	-25.0	-16.8	17.6	24.8	32.8
법인세비용	-6.4	-3.7	1.8	5.4	7.2
계속사업순손익	-18.5	-13.2	15.9	19.4	25.7
당기순이익	-18.5	-13.2	15.9	19.4	25.7
지배주주순이익	-18.5	-12.1	14.7	17.9	23.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-4.5	33.0	38.1	21.1	17.1
영업이익 증감율	흑전	-29.6	-188.8	44.9	32.2
EBITDA 증감율	흑전	-69.7	-734.0	24.8	28.2
지배주주순이익 증감율	흑전	-34.6	-221.5	21.8	32.4
EPS 증감율	적지	적지	흑전	22.4	32.0
매출총이익율(%)	-1.7	16.1	40.1	44.3	46.0
영업이익율(%)	-28.6	-15.1	9.7	11.7	13.2
EBITDA Margin(%)	-16.6	-3.8	17.4	17.9	19.6
지배주주순이익율(%)	-19.8	-9.8	8.6	8.6	9.7

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	144.2	235.6	266.1	299.8	342.5
현금 및 현금성자산	12.8	38.6	33.5	39.8	66.6
단기금융자산	52.2	102.0	102.0	102.0	102.0
매출채권 및 기타채권	35.7	46.7	64.5	78.1	91.4
재고자산	40.9	45.4	62.7	76.0	77.8
기타유동자산	2.6	2.9	3.4	3.9	4.7
비유동자산	196.5	210.0	196.9	183.9	168.2
투자자산	3.7	9.6	9.6	9.6	9.6
유형자산	170.1	174.3	161.4	148.4	132.8
무형자산	9.1	10.0	9.9	9.8	9.7
기타비유동자산	13.6	16.1	16.0	16.1	16.1
자산총계	340.6	445.6	463.0	483.7	510.7
유동부채	16.2	18.6	19.7	20.4	21.2
매입채무 및 기타채무	13.2	9.8	10.9	11.7	12.5
단기금융부채	0.4	0.9	0.9	0.9	0.9
기타유동부채	2.6	7.9	7.9	7.8	7.8
비유동부채	21.2	130.2	130.2	130.2	130.2
장기금융부채	15.6	126.0	126.0	126.0	126.0
기타비유동부채	5.6	4.2	4.2	4.2	4.2
부채총계	37.4	148.8	149.9	150.6	151.4
지배지분	300.8	295.3	310.5	328.9	353.1
자본금	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
자본잉여금	168.7	174.9	174.9	174.9	174.9
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-0.8	-0.6	0.0	0.5	1.0
이익잉여금	123.6	111.6	126.3	144.2	167.9
비지배지분	2.4	1.4	2.6	4.1	6.1
자본총계	303.2	296.8	313.1	333.1	359.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-30.5	-20.9	-8.1	3.3	23.8
당기순이익	-18.5	-13.2	15.9	19.4	25.7
비현금항목의 가감	7.8	13.0	12.0	15.6	19.9
유형자산감가상각비	11.1	14.0	12.9	12.9	15.6
무형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-3.4	-1.1	-1.0	2.6	4.2
영업활동자산부채증감	-20.1	-20.8	-34.5	-26.7	-15.0
매출채권및기타채권의감소	-18.6	-6.7	-17.8	-13.6	-13.4
재고자산의감소	0.0	-8.2	-17.3	-13.2	-1.8
매입채무및기타채무의증가	3.8	-2.5	1.1	0.7	0.8
기타	-5.3	-3.4	-0.5	-0.6	-0.6
기타현금흐름	0.3	0.1	-1.5	-5.0	-6.8
투자활동 현금흐름	-9.8	-69.1	3.9	3.9	3.9
유형자산의 취득	-6.2	-17.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.1	-0.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.8	-5.9	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	7.8	-49.8	0.0	0.0	0.0
기타	-9.9	4.0	3.9	3.9	3.9
재무활동 현금흐름	5.3	115.9	-2.5	-2.5	-2.5
차입금의 증가(감소)	15.0	118.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-9.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.4	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
기타현금흐름	0.1	-0.1	1.5	1.5	1.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-34.9	25.8	-5.1	6.3	26.8
기초현금 및 현금성자산	47.7	12.8	38.6	33.5	39.8
기말현금 및 현금성자산	12.8	38.6	33.5	39.8	66.6

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	-993	-651	785	962	1,270
BPS	16,125	15,830	16,643	17,631	18,928
CFPS	-575	-8	1,493	1,878	2,440
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-30.0	-159.4	108.2	88.4	66.9
PER(최고)	-31.5	-182.1	184.9		
PER(최저)	-12.4	-32.2	84.0		
PBR	1.85	6.56	5.11	4.82	4.49
PBR(최고)	1.94	7.49	8.72		
PBR(최저)	0.76	1.32	3.97		
PSR	5.96	15.60	9.25	7.64	6.52
PCFR	-51.8	-13,649.3	56.9	45.3	34.8
EV/EBITDA	-32.8	-405.2	53.0	42.3	32.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-5.4	-3.3	3.5	4.1	5.2
ROE	-5.9	-4.1	4.8	5.6	6.9
ROIC	-11.5	-6.6	5.5	6.5	8.4
매출채권회전율	3.6	3.0	3.1	2.9	2.9
재고자산회전율	2.3	2.9	3.2	3.0	3.2
부채비율	12.3	50.1	47.9	45.2	42.2
순차입금비율	-16.2	-4.6	-2.7	-4.5	-11.6
이자보상배율	-338.6	-29.2	66.0	95.3	126.2
총차입금	16.0	126.9	126.9	126.9	126.9
순차입금	-49.0	-13.7	-8.6	-14.9	-41.7
NOPLAT	-15.5	-4.7	29.8	37.2	47.7
FCF	-41.4	-40.8	-6.4	5.3	25.7

Compliance Notice

- 당사는 10월 28일 현재 '에스티팜' 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

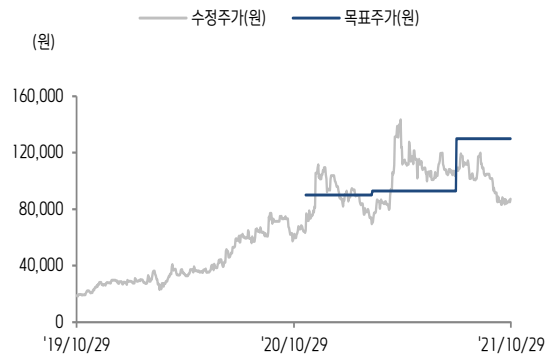
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	2020-11-17	BUY(Initiate)	90,000원	6개월	-0.34	23.89
(237690)	2021-03-09	BUY(Maintain)	93,000원	6개월	13.58	54.30
	2021-07-29	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-22.12	-7.77
	2021-10-29	BUY(Maintain)	130,000원	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 (2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%