

2022. 11. 1



▲ 제약/바이오

Analyst 박송이
02. 6454-4865
songyi.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 130,000 원

현재주가 (10.31) 83,300 원

상승여력 56.1%

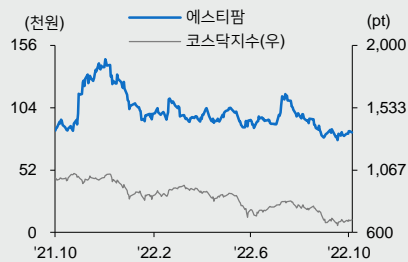
KOSDAQ	695.33pt
시가총액	15,668억원
발행주식수	1,881만주
유동주식비율	52.13%
외국인비중	0.00%
52주 최고/최저가	144,500원/76,900원
평균거래대금	89.1억원

주요주주(%)

동아쏘시오홀딩스 외 5 인	46.49
국민연금공단	8.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.0	-15.1	-4.8
상대주가	-2.3	10.5	35.9

주가그래프



에스티팜 237690

3Q22 Review: 조금 멀어진 미래

- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 130,000원으로 하향(-13.3%)
- ✓ 3Q22 매출액 608억원 (YoY +31.4%, QoQ +19.0%), 영업이익 45억원 (YoY -41.6%, QoQ +28.5%)으로 영업이익 기준 컨센서스(75억원) 하회
- ✓ 2023년 실적 추정치 소폭 조정 및 금리 인상으로 인한 할인율 변동에 따라 적정주가 13만원으로 하향

3Q22 Review

매출액 608억원 (YoY +31.4%, QoQ +19.0%), 영업이익 45억원 (YoY -41.6%, QoQ +28.5%)으로 영업이익 기준 컨센서스 하회. 3분기 실적이 부진했던 요인으로는 1) 3분기에 인식될 것으로 예상했던 올리고 뉴클레오타이드 물량 일부가 상업화 물량에 밀려 4분기에 인식될 예정, 2) 고지혈증 치료제 PPQ배치에서 상업화 물량 공급으로 매출원가 상승, 3) 유럽 CRO 증설 및 미국 신약개발 자회사들의 R&D 비용 증가이다.

자체 개발 케미컬 신약 R&D

에스티팜은 올리고 CDMO 사업 외에도 자체개발 신약인 에이즈 치료제, 텐키라제 저해제를 이용한 항암제 등을 연구개발 하고 있었다. 하지만 에이즈 치료제 (STP0404) 신약을 우선 순위로 진행하고, 나머지 파이프라인에 대해서는 보류를 검토할 예정이다. 에이즈 치료제(프로토콜 No: STP-POC-001) 는 지난 8월 27일 2a상 IND 신청해 미국 시간 기준 9월 30일에 승인되었다.

투자 의견 Buy, 적정주가 130,000원으로 하향 조정

글로벌 올리고뉴클레오타이드 수요는 지속적으로 증가하는 추세이고, 현재 원료를 공급하는 파이프라인 중 2023년 상반기와 하반기 각각 하나씩 상업화 승인을 받을 예정이다. 향후 승인여부에 따라 실적 업사이드가 기대된다. 또한 mRNA 관련해 LNP는 내년 상반기 국내 특허 등록 예정, 5'-Capping은 해외 개별국 특허 등록이 되면서 매출액 성장이 본격화 될 전망이다. 에스티팜은 4Q22 CPHI, mRNA Conference Boston, TIDES Europe 학회 등에 참석할 예정이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	124.1	-18.8	-12.2	-651	-29.0	15,830	-159.4	6.6	-405.1	-4.1	50.1
2021	165.6	5.6	3.3	178	-125.7	17,172	784.2	8.1	130.8	1.1	52.9
2022E	226.4	15.6	19.3	1,027	471.6	17,773	81.1	4.7	52.1	5.9	81.5
2023E	296.6	38.5	24.5	1,300	25.0	18,573	64.1	4.5	30.7	7.2	99.5
2024E	395.5	71.2	49.3	2,622	101.7	20,695	31.8	4.0	19.2	13.4	116.5

(십억원)	3Q22	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	60.8	46.3	31.4%	51.1	19.0%	60.9	-0.1%	60.9	-0.1%
영업이익	4.5	7.8	-41.6%	3.5	28.5%	7.5	-39.4%	3.6	26.2%
OPM (%)	7.5%	16.8%	-55.5%	6.9%	8.0%	12.3%	-39.4%	5.9%	26.3%
당기순이익	9.9	7.7	28.3%	3.4	193.1%	5.5	80.4%	2.6	281.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	변경 전			변경 후			(% diff.)		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
매출액	220.7	299.0	393.8	226.4	296.6	395.5	2.5%	-0.8%	0.4%
영업이익	13.6	38.5	74.1	15.6	38.5	71.2	14.6%	-0.1%	-3.9%
OPM(%)	6.2%	12.9%	18.8%	6.9%	13.0%	18.0%	11.7%	0.7%	-4.3%
당기순이익	12.6	30.5	59.3	19.5	24.3	49.1	54.7%	-20.2%	-17.3%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	27.3	40.4	46.3	51.7	37.0	51.1	60.8	77.4	165.6	226.4	296.6
% YoY	35.2%	19.5%	106.8%	8.3%	35.7%	26.7%	31.4%	49.7%	33.5%	36.7%	31.0%
영업이익	-6.5	4.9	7.8	-0.6	0.5	3.5	4.5	7.0	5.6	15.6	38.5
% YoY	적지	흑전	흑전	적전	흑전	-27.5%	-41.6%	흑전	흑전	179.4%	147.2%
OPM (%)	-23.9%	12.1%	16.8%	-1.1%	1.5%	6.9%	7.5%	9.0%	3.4%	6.9%	13.0%
당기순이익	-5.1	5.7	7.7	-5.0	2.1	3.4	9.9	4.0	3.4	19.5	24.3
% YoY	적지	124.1%	흑전	적지	흑전	-40.2%	28.3%	흑전	흑전	476.2%	25.0%
NPM (%)	-18.6%	14.0%	16.7%	-9.6%	5.8%	6.6%	16.3%	5.2%	2.0%	8.6%	8.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	226.4	296.6	395.5	553.7	775.2
% YoY	36.7%	31.0%	33.3%	40.0%	40.0%
EBIT	15.6	38.5	71.2	112.9	190.4
% YoY	179.4%	147.2%	84.8%	58.6%	68.6%
- EBIT에 대한 세금	1.5	9.0	16.9	21.4	41.9
- CAPEX	43.6	45.0	30.0	10.0	5.0
- 순운전자본 증가(감소)	18.5	12.2	10.9	53.1	74.4
+ 감가상각비	15.0	14.6	13.6	51.0	39.5
+ 무형자산상각비	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
WACC	8.3%				
Terminal Growth	5.0%				
NPV of FCFE	117.1				
NPV of TV	2,274.6				
합산가치	2,391.7				

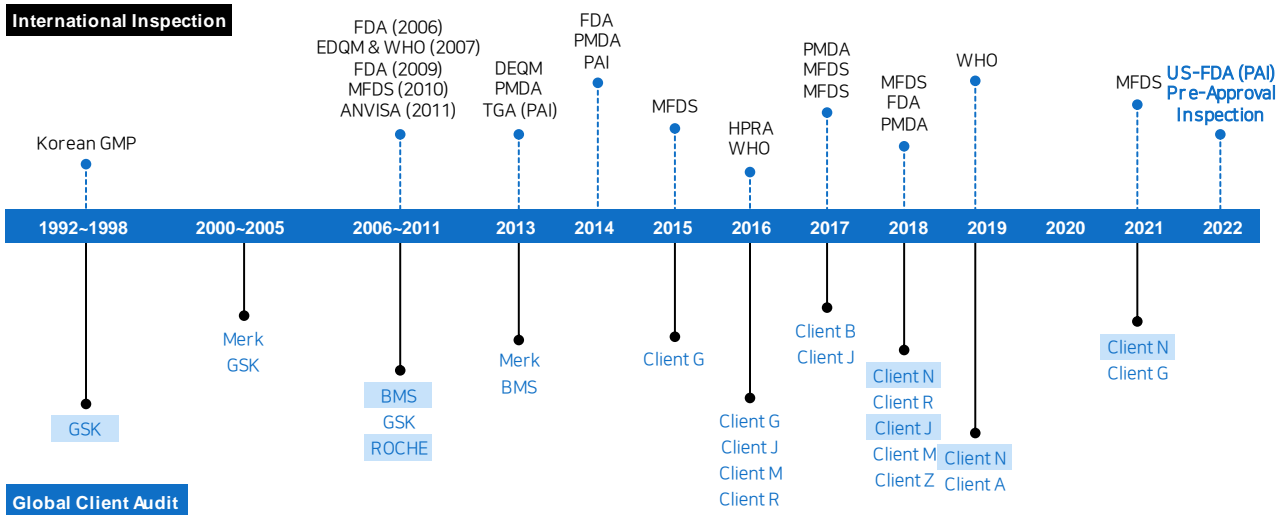
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 에스티팜 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
에스티팜 영업가치 (A=B+C)	2,391.7	DCF valuation으로 산출
NPV of FCF (B)	117.1	
PV of Terminal value (C)	2,274.6	
순차입금 (D)	62.4	2023년 말 기준
주주가치 (E=A-D)	2,329.2	
발행주식수 (F)	18,809천주	
적정주가 (G=E/F)	130,000원	

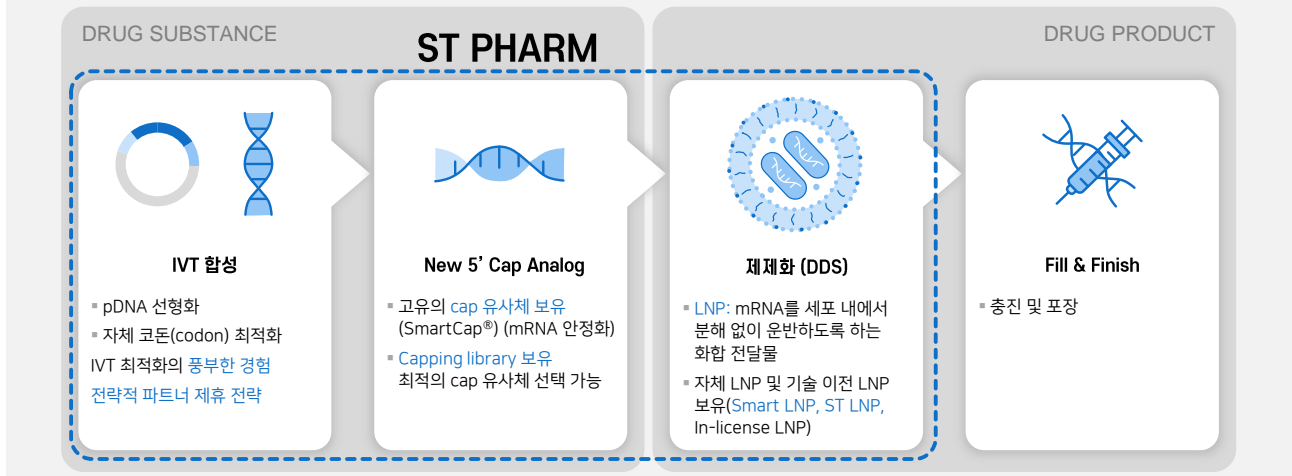
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 글로벌 인증 및 실사 History



자료: 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

그림2 mRNA 백신/치료제 제조 공정



자료: 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

에스티팜 (237690)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	124.1	165.6	226.4	296.6	395.5
매출액증가율 (%)	33.1	33.5	36.7	31.0	33.3
매출원가	104.1	107.9	137.3	172.1	217.5
매출총이익	20.0	57.7	89.1	124.5	178.0
판매관리비	38.8	52.2	73.5	86.0	106.8
영업이익	-18.8	5.6	15.6	38.5	71.2
영업이익률	-15.2	3.4	6.9	13.0	18.0
금융손익	1.6	-0.7	6.7	-6.8	-6.8
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.4	-3.6	-0.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	-16.8	1.3	21.6	31.7	64.4
법인세비용	-3.7	-2.1	2.1	7.4	15.3
당기순이익	-13.2	3.4	19.5	24.3	49.1
지배주주지분 순이익	-12.2	3.3	19.3	24.5	49.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-20.9	7.3	31.1	28.7	54.2
당기순이익(손실)	-13.2	3.4	19.5	24.3	49.1
유형자산상각비	14.0	14.2	15.0	14.6	13.6
무형자산상각비	0.1	0.2	0.7	0.7	0.6
운전자본의 증감	-20.8	-21.5	-6.1	-10.8	-9.1
투자활동 현금흐름	-69.1	-8.0	-52.1	-62.9	-47.7
유형자산의증가(CAPEX)	-17.0	-51.8	-43.6	-45.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-5.9	-5.6	0.4	-0.8	-0.8
재무활동 현금흐름	115.9	-0.1	41.1	41.6	71.7
차입금의 증감	110.8	-19.4	74.6	51.0	81.1
자본의 증가	6.2	20.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	25.8	0.6	21.1	7.5	78.2
기초현금	12.8	38.6	39.2	60.3	67.8
기말현금	38.6	39.2	60.3	67.8	146.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	235.6	244.1	325.4	385.4	514.5
현금및현금성자산	38.6	39.2	60.3	67.8	146.0
매출채권	45.4	63.0	94.2	118.7	143.0
재고자산	45.4	80.8	94.2	102.4	109.3
비유동자산	210.0	254.4	287.2	317.7	334.2
유형자산	174.3	209.1	238.0	268.4	284.8
무형자산	10.0	12.6	12.1	11.5	10.8
투자자산	9.6	15.2	14.8	15.5	16.3
자산총계	445.6	498.6	612.5	703.1	848.7
유동부채	18.6	75.4	124.8	149.1	173.2
매입채무	4.7	12.9	19.3	24.3	29.2
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	15.0	19.6	20.4	21.2
비유동부채	130.2	97.2	150.3	201.6	283.5
사채	102.2	83.0	84.4	84.4	84.4
장기차입금	23.5	8.5	55.8	105.8	185.8
부채총계	148.8	172.5	275.1	350.7	456.6
자본금	9.3	9.4	9.4	9.4	9.4
자본잉여금	174.9	195.7	195.7	195.7	195.7
기타포괄이익누계액	-0.6	0.3	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	111.6	115.6	125.4	140.5	180.4
비지배주주지분	1.4	3.1	3.2	3.0	2.8
자본총계	296.8	326.0	337.4	352.4	392.0

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	6,653	8,877	12,035	15,770	21,028
EPS(지배주주)	-651	178	1,027	1,300	2,622
CFPS	-8	1,495	2,249	2,496	4,181
EBITDAPS	-255	1,071	1,658	2,858	4,542
BPS	15,830	17,172	17,773	18,573	20,695
DPS	0	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	-159.4	784.2	81.1	64.1	31.8
PCR	-13,657.9	93.1	37.0	33.4	19.9
PSR	15.6	15.7	6.9	5.3	4.0
PBR	6.6	8.1	4.7	4.5	4.0
EBITDA	-4.8	20.0	31.2	53.8	85.4
EV/EBITDA	-405.1	130.8	52.1	30.7	19.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.1	1.1	5.9	7.2	13.4
EBITDA 이익률	-3.8	12.1	13.8	18.1	21.6
부채비율	50.1	52.9	81.5	99.5	116.5
금융비용부담률	0.5	3.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	-29.2	1.1			
매출채권회전율(x)	3.1	3.1	2.9	2.8	3.0
재고자산회전율(x)	2.9	2.6	2.6	3.0	3.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	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	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

에스티팜 (237690) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

