



실적 Review

BUY(Maintain)

목표주가: 90,000원

주가(2/1): 63,400원

시가총액: 11,925억 원



제약바이오 Analyst 허혜민 hyemin@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Change. Includes KOSDAQ (2/1) at 798.73pt, 52주 주가동향, and 1Y return of -22.8%.

Company Data

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes 발행주식수 (18,809 천주), 외국인 지분율 (2.4%), and 주요 주주 (동아쏘시오홀딩스 외 4인).

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2021, 2022, 2023F, 2024F. Includes 매출액, 영업이익, EBITDA, EPS, and ROE.

자료: 키움증권

Price Trend



에스티팜 (237690)

외면한 사이 지속되는 실적 개선



올리고 수율 증가와 매출 증가로 4분기 실적은 시장 기대치를 상회하였습니다. 최근 수년간 올리고 성장이 시장의 높은 기대치에 못 미치면서 주가는 '23년초 대비 -26% 하락하였습니다. 그러나 OPM은 3%('21) -> 7%('22) -> 12%('23)으로 개선되고 있으며, '25년 PER은 25배 수준으로 낮아질 것으로 보입니다.

>>> 올리고 수율 개선으로 시장 기대치 상회

4분기 매출액 1,197억원(YoY +19%, QoQ +114%), 영업이익 214억원(YoY +132%, QoQ +222%, OPM +18%)으로 시장 컨센서스 매출액 1,144억원에 부합하였고, 이익 177억원은 상회하였다. 당사 추정 매출액 1,137억원에는 부합하였고, 이익 242억원을 소폭 하회하였다.

mRNA 사업부 매출이 4Q23 발생하지 않았고, 올리고뉴클레오타이드 매출액이 768억원(YoY +21%, QoQ +104%)에 그쳤기 때문이다. (당사 추정 845억원) 올리고 제품 중 비교적 수익성이 낮은 고지혈 제품이 404억원으로 높은 비중을 차지하였으나, 올리고 생산 수율 개선으로 영업이익이 당사 기대치를 소폭 하회하며 이를 상쇄하였다. R사로부터의 공동설비 사용 수수료는 지난 분기와 같은 23억원이 유입되었다.

>>> '24년도 상저하고, '25년 완공 기대

'24년에도 올리고뉴클레오타이드 공급이 하반기(특히, 4분기)에 쏠릴 것으로 보인다. 올해 올리고 매출액은 1,904억원(YoY +12%)이 예상되고, CRO 자회사의 매출 정상화로 연간 연결 매출액은 3,284억원(YoY +16%), 영업이익 456억원(YoY +37%, OPM 14%)가 전망된다.

증설 중인 올리고 제2동 1단계는 '25.7월 가동되고, 2단계에 대한 증설이 진행될 수 있을 것으로 보인다. 최근 미국 하원에서 생물보안법(Biosecure Act) 발의 되었는데, 동사의 경쟁사 중 우시가 명시되었다. 우시의 자회사 우시STA가 올리고뉴클레오타이드 CDMO 초기 단계를 하고 있어 동사의 경쟁사로 볼 수 있다. 실제 법안 통과된 것은 아니며 우시STA가 명시된 것은 아니지만, 미국의 반복되는 중국 바이오 제재 노이즈로 인하여 신규 고객사의 신규 수주 반사수혜가 가능할 것으로 보인다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 9만원 하향

기존 공격적으로 추정했던 올리고 매출과 영업이익 조정하여('24년 예상 올리고 기존 매출 2,120억원 -> 1,904억원), 동사에 대한 목표주가를 9만원으로 하향하나 올리고 수율 개선과 고마진 혈액암 제품의 연말 상용화로 수익성 지속 개선되고 있다는 점이 긍정적으로 투자의견 BUY 유지한다. 올해 하반기로 갈수록 양호한 실적 시현이 예상되며, '25년 제2올리고동 가동으로 수익성 개선이 이어질 것으로 전망한다.

실적 세부 내역 1

(단위, 억 원)

구 분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	키움증권 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	506.4	578	559	1,197	1,137	5%	1,144	5%
yoy	37%	13%	-8%	19%	13%		14%	
영업이익	37.1	16	67	214	242	-11%	177	21%
yoy	591%	-55%	47%	132%	162%		92%	
OPM	7%	3%	12%	18%	21%		15%	
지배주주순이익	38	13	39	94	150	-37%	95	-1%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위 억 원)

	23.1Q	23.2Q	23.3Q	23.4Q	2023	24.1QE	24.2QE	24.3QE	24.4QE	2024E
Small Molecule	33	86	9	105	233	41	61	43	147	292
Oligonucleotide	264	290	376	768	1,698	234	377	537	756	1,904
mRNA	70	1	5	-	77	6	6	6	6	23
제네릭 API	69	109	71	247	496	120	162	107	255	645
신소재, CRO 등	70	91	99	77	337	106	103	109	104	421
매출액	506	578	559	1,197	2,841	506	710	801	1,268	3,284
YOY	37%	13%	-8%	19%	14%	0%	23%	43%	6%	16%
매출원가	256	355	316	795	1,722	246	422	453	816	1,936
원가율	51%	61%	56%	66%	61%	49%	59%	56%	64%	59%
매출총이익	250	223	243	402	1,119	260	288	349	451	1,348
매출총이익율	49%	39%	44%	34%	39%	51%	41%	44%	36%	41%
판관비	213	207	177	188	785	206	229	245	212	892
판관비율	42%	36%	32%	16%	28%	41%	32%	31%	17%	27%
영업이익	37	16	67	214	334	54	59	104	239	456
OPM	7%	3%	12%	18%	12%	11%	8%	13%	19%	14%
YOY	591%	-55%	47%	132%	87%	46%	267%	56%	11%	36%

자료: 키움증권 리서치센터

제2올리고동 착공 세부 내역

	'21년말	'22년말	'25년 2Q(E)	'26년 2Q(E)
Oligo 생산	제 1동	제1동 1, 2차 증설 (Global 제약사 공용설비 포함)	제 2동 1단계	제 2동 2단계
총 CAPA	2.0 mole (약 330kg~1t)	6.4 mole (약 1t-3.2t)	9.1 mole (약 1.4t-4.6t)	14.0 mole (약 2.3t-7t)
설비 Line (대)	1	4	7	10
	1배	3.2 배	4.6 배	7.0 배
생산량	n배치 43kg	n배치 52kg (21%▲)	합성 공정 및 순도 개선 등에 따른 수율 증가	
생산기간	n배치 합성정제 27일	n배치 합성정제 19일 (28%▼)	속련도 향상, 클린 작업 개선 및 연속 생산 등 생산기간 단축	



자료: 에스티팜, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	165.6	249.3	284.1	328.4	393.9
매출원가	107.9	160.4	172.2	193.6	225.1
매출총이익	57.7	88.9	111.9	134.8	168.8
판관비	52.2	71.1	78.5	89.2	101.2
영업이익	5.6	17.9	33.4	45.6	67.6
EBITDA	20.0	35.5	62.4	78.4	103.5
영업외손익	-4.3	1.4	-11.3	-6.9	-6.7
이자수익	0.9	1.2	0.5	0.6	0.8
이자비용	5.2	2.9	2.9	2.9	2.9
외환관련이익	4.4	13.6	5.0	3.0	3.0
외환관련손실	1.1	10.0	5.8	5.8	5.8
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-3.3	-0.5	-8.1	-1.8	-1.8
법인세차감전이익	1.3	19.2	22.1	38.7	60.9
법인세비용	-2.1	1.7	5.9	10.3	16.2
계속사업손익	3.4	17.5	16.3	28.5	44.8
당기순이익	3.4	17.5	16.3	28.5	44.8
지배주주순이익	3.3	18.0	16.7	29.3	46.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	33.4	50.5	14.0	15.6	19.9
영업이익 증감율	흑전	219.6	86.6	36.5	48.2
EBITDA 증감율	흑전	77.5	75.8	25.6	32.0
지배주주순이익 증감율	흑전	445.5	-7.2	75.4	57.0
EPS 증감율	흑전	439.2	-7.2	75.1	57.3
매출총이익률(%)	34.8	35.7	39.4	41.0	42.9
영업이익률(%)	3.4	7.2	11.8	13.9	17.2
EBITDA Margin(%)	12.1	14.2	22.0	23.9	26.3
지배주주순이익률(%)	2.0	7.2	5.9	8.9	11.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	7.3	7.0	68.8	65.6	84.0
당기순이익	3.4	17.5	16.3	28.5	44.8
비현금항목의 가감	24.5	33.2	43.8	52.0	60.8
유형자산감가상각비	14.2	17.0	28.3	32.2	35.4
무형자산감가상각비	0.2	0.6	0.7	0.6	0.5
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	10.1	15.6	14.8	19.2	24.9
영업활동자산부채증감	-21.4	-40.8	16.9	-2.3	-3.3
매출채권및기타채권의감소	-6.5	-47.6	-13.6	-17.3	-25.6
재고자산의감소	-37.3	-25.9	16.7	-7.6	-15.7
매입채무및기타채무의증가	8.2	6.1	17.2	27.5	44.9
기타	14.2	26.6	-3.4	-4.9	-6.9
기타현금흐름	0.8	-2.9	-8.2	-12.6	-18.3
투자활동 현금흐름	-8.0	-5.7	-50.5	-50.5	-50.5
유형자산의 취득	-51.8	-60.5	-50.0	-50.0	-50.0
유형자산의 처분	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-5.6	1.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	48.0	54.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.9	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5
재무활동 현금흐름	-0.1	10.8	-10.7	-10.7	-10.7
차입금의 증가(감소)	0.0	21.5	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	0.0	-9.4	-9.4	-9.4	-9.4
기타	-0.1	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
기타현금흐름	1.5	-1.1	-3.0	-3.0	-3.0
현금 및 현금성자산의 순증가	0.6	11.0	4.7	1.5	19.9
기초현금 및 현금성자산	38.6	39.2	50.2	54.9	56.4
기말현금 및 현금성자산	39.2	50.2	54.9	56.4	76.4

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	244.1	263.2	268.3	299.6	367.7
현금 및 현금성자산	39.2	50.2	54.9	56.4	76.4
단기금융자산	54.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권 및 기타채권	64.4	97.3	110.9	128.2	153.8
재고자산	80.8	107.6	90.9	98.5	114.2
기타유동자산	5.7	8.1	11.6	16.5	23.3
비유동자산	254.4	307.4	328.4	345.6	359.8
투자자산	15.2	14.1	14.1	14.1	14.1
유형자산	209.1	254.3	275.9	293.7	308.3
무형자산	12.6	12.5	11.8	11.2	10.8
기타비유동자산	17.5	26.5	26.6	26.6	26.6
자산총계	498.6	570.7	596.7	645.2	727.5
유동부채	52.6	179.2	196.4	224.0	268.9
매입채무 및 기타채무	26.5	40.6	57.8	85.3	130.2
단기금융부채	15.6	115.3	115.3	115.3	115.3
기타유동부채	10.5	23.3	23.3	23.4	23.4
비유동부채	120.0	50.3	50.3	50.3	50.3
장기금융부채	92.3	19.6	19.6	19.6	19.6
기타비유동부채	27.7	30.7	30.7	30.7	30.7
부채총계	172.5	229.5	246.8	274.3	319.2
지배자본	323.0	337.6	346.9	368.7	407.2
자본금	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
자본잉여금	195.7	195.7	195.7	195.7	195.7
기타자본	2.0	6.2	6.2	6.2	6.2
기타포괄손익누계액	0.3	-0.6	1.3	3.3	5.2
이익잉여금	115.6	126.9	134.2	154.1	190.7
비지배지분	3.1	3.5	3.0	2.2	1.0
자본총계	326.0	341.1	349.9	370.9	408.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	177	957	889	1,556	2,447
BPS	17,171	17,951	18,442	19,601	21,652
CFPS	1,495	2,697	3,195	4,278	5,612
DPS	500	500	500	500	500
주기배수(배)					
PER	784.2	91.5	76.3	39.8	25.3
PER(최고)	849.6	148.0	104.8		
PER(최저)	371.8	75.0	67.9		
PBR	8.11	4.88	3.68	3.16	2.86
PBR(최고)	8.78	7.89	5.05		
PBR(최저)	3.84	4.00	3.27		
PSR	15.68	6.61	4.49	3.54	2.96
PCFR	93.1	32.5	21.2	14.5	11.0
EV/EBITDA	130.8	49.0	21.8	15.9	11.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	278.5	53.7	57.8	33.0	21.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8
ROA	0.7	3.3	2.8	4.6	6.5
ROE	1.1	5.4	4.9	8.2	11.9
ROIC	1.5	3.9	5.7	7.6	10.9
매출채권회전율	3.0	3.1	2.7	2.7	2.8
재고자산회전율	2.6	2.6	2.9	3.5	3.7
부채비율	52.9	67.3	70.5	73.9	78.2
순차입금비율	4.5	24.8	22.9	21.2	14.3
이자보상배율	1.1	6.2	11.7	15.9	23.6
총차입금	107.9	134.9	134.9	134.9	134.9
순차입금	14.7	84.7	80.0	78.5	58.5
EBITDA	20.0	35.5	62.4	78.4	103.5
FCF	-53.8	-68.7	20.5	14.0	32.3

Compliance Notice

- 당사는 2월 1일 현재 '에스티팜(237690)' 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

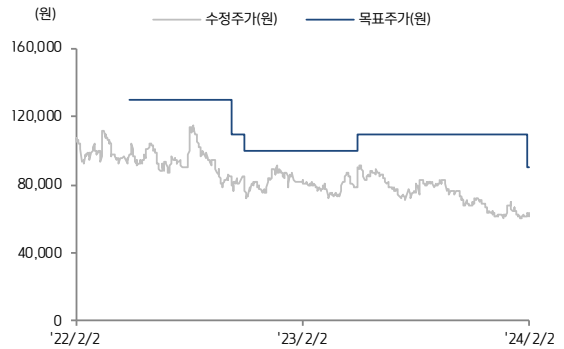
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 (237690)	2022-04-29	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-26.60	-20.00
	2022-07-18	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-27.03	-11.15
	2022-10-11	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-25.53	-23.09
	2022-11-01	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-17.85	-9.10
	2023-01-11	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-19.35	-9.10
	2023-05-02	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-25.98	-16.55
	2023-07-28	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-28.00	-16.55
	2023-11-01	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-40.83	-34.27
	2024-02-02	BUY(Maintain)	90,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

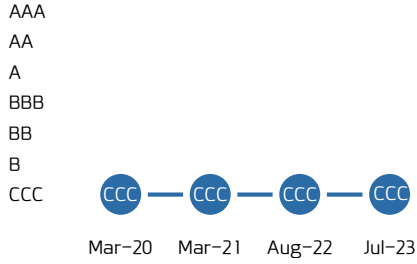
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/01/01~2023/12/31)

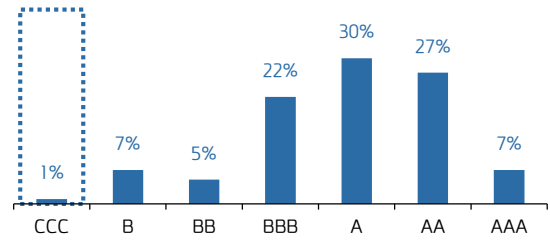
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터
Universe: MSCI ACWI Index 헬스케어 장비 및 공급 81개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

항목	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	2.8	5.7		
환경	6.9	9.2	5.0%	
탄소 배출	6.9	9.2	5.0%	
사회	3.6	5.2	40.0%	▼0.3
인력 자원 개발	3.9	4.5	24.0%	▼0.1
제품 안전과 품질	3.2	6.3	16.0%	▼0.6
지배구조	1.9	5.7	55.0%	▲0.7
기업 지배구조	1.3	6.6		
기업 활동	6.6	5.9		▲1.7

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
	There are no recent new controversies or updates to ongoing controversies for this company.

자료: 키움증권 리서치센터

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (헬스케어 장비 및 공급)	탄소 배출	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Joinn Laboratories China Co Ltd	●	●	●●●●	●●	●	BB	◀▶
Syngene International Ltd	●●	●	●●●●	●	●	BB	▼
Shanghai Medicilon Inc	●	●	●●●●	●●	●	B	◀▶
에스티팜	●	●●	●	●	●●	CCC	◀▶
레고켐바이오	●	●●	●●●●	●	●	CCC	◀▶
셀리버리	●	●	●●●●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치센터