

# 에스티팜 (237690)

## 옳은 방향성에 비해 아쉬운 속도

### 4Q23Re: 개선되고 있는 영업이익율

연결 기준 매출액 1,197억원(+19.3%YoY, +114.0%QoQ), 영업 이익 214억원 (+132.2%YoY, +221.6%QoQ, OPM 17.9%)를 기록. 4분기 올리고 관련 매출 비중은 64.1%로 전년 동기(63.1%) 대비 1% 증가했으며, 올리고 생산성 향상과 R&D 비용 절감 효과 등으로 이익율은 17.9%로 전년 대비 큰 폭으로 개선. 올리고 CDMO 매출 비중은 지속적으로 높아질 것으로 예상하며, 이익율 개선 추이도 지속될 것으로 전망.

### RNA 치료제 시장 성장이 관건

올리고 CDMO 사업 매출은 분기마다 차이가 있으나 동사 매출에서 가장 높은 비중으로 23년 기준 59.7%를 점유. 현재 동사 CDMO 파이프라인에서 상업화 파이프라인은 2개에 불과하며 대부분이 후기 임상 파이프라인이 차지. 임상 파이프라인의 경우 생산 단가는 높으나 생산량이 적고 임상 스케줄에 따른 공급 등으로 분기별 매출 편차가 크게 발생. 상업화 파이프라인의 증가와 매출 성장이 높아질수록 극심한 분기별 매출 편차는 개선될 것.

현재 상업화 품목 중 하나로 추정되는 렉비오(Leqvio, Inclisiran)은 지난해 7월 원발성 고지혈증으로 적응증을 확장했으며 4Q23 처음으로 분기 매출 1억 달러 이상을 달성했으며 PCSK9 표적 치료제 중 가장 긴 투약 간격(6개월)로 향후 견조한 매출 성장이 예상되며, 동사 생산 물량도 증가할 것으로 기대.

Imetelstat도 동사가 공급하는 RNA 치료제로 추정되며, 현재 FDA 심사 중. FDA PDUFA date는 6월 16일로 연내 허가가 예상되며 이번 허가 적응증은 MDS. Imetelstat은 MDS 이외에도 R/R MF 적응증에 대한 임상 3상을 진행하고 있으며, MF 적응증 획득 시점은 26년으로 전망.

### 투자 의견 Buy, 목표 주가 10만원 유지



하현수 제약/바이오  
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

**BUY (M)**

목표주가 **100,000원 (M)**

현재주가 (2/01) **63,400원**

상승여력 **58%**

시가총액 11,925억원

총발행주식수 18,808,775주

60일 평균 거래대금 55억원

60일 평균 거래량 85,654주

52주 고/저 91,800원 / 60,400원

외인지분율 2.43%

배당수익률 0.57%

주요주주 동아쏘시오홀딩스 외 4인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (6.5) (7.0) (22.8)

상대 1.5 (14.0) (27.4)

절대 (달러환산) (9.6) (5.3) (28.6)

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	120	19.3	114.0	112	7.0
영업이익	21	132.0	221.4	18	21.3
세전계속사업이익	12	318.5	140.3	13	-3.5
지배순이익	10	320.0	166.4		
영업이익률 (%)	17.9	+8.7 %pt	+6.0 %pt	15.8	+2.1 %pt
지배순이익률 (%)	8.7	+6.2 %pt	+1.7 %pt		

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	166	249	284	313
영업이익	6	18	33	44
지배순이익	3	18	20	41
PER	577.8	99.3	65.3	29.3
PBR	6.0	5.3	3.3	2.8
EV/EBITDA	96.6	52.9	24.8	20.3
ROE	1.1	5.4	5.4	10.0

자료: 유안타증권

4Q23 에스티팜 실적 리뷰

(단위: 십억원)

	4Q23P	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	컨센서스	차이	당사 추정	차이
매출액	119.7	100.4	+19.3%	55.9	+114.0%	114.4	+4.6%	118.9	+0.7%
영업이익	21.4	10.2	+132.2%	6.6	+221.6%	17.7	+20.9%	24.6	-13.0%
영업이익률	17.9%	10.2%	+7.7%pt	11.9%	+6.1%pt	15.5%	+2.4%pt	20.7%	-2.8%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

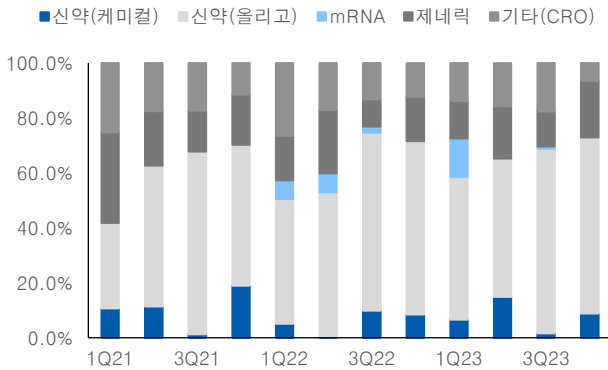
에스티팜 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
연결 매출액	50.6	57.8	55.9	119.7	52.8	64.7	70.6	124.5	249.3	284.1	3,126
증가율(yoy)	36.9%	13.1%	(7.8%)	19.3%	4.2%	11.9%	26.1%	4.0%	50.4%	14.0%	10.0%
API(케미컬)	3.3	8.6	0.9	10.5	5.7	10.3	5.7	9.8	16.5	23.3	31.5
API(올리고)	26.4	29.0	37.6	76.8	28.2	31.0	43.2	85.2	146.4	169.7	187.7
API(제네릭)	6.9	10.9	7.1	24.7	9.8	12.1	10.6	19.8	40.0	49.6	53.3
mRNA 관련	7.0	0.1	0.5	0	0.7	0.1	0.6	0.8	7.5	7.7	2.3
기타(CRO 등)	7.0	9.1	9.9	7.7	8.4	10.1	10.4	9.0	38.7	33.7	37.8
매출총이익	25.0	22.3	24.3	40.2	22.7	26.5	28.9	48.6	88.9	111.9	126.7
영업이익	3.7	1.6	6.6	21.4	2.6	5.8	7.8	27.4	18.8	33.4	43.6
증가율(yoy)	591.2%	(54.7%)	46.8%	132.2%	(28.9%)	263.7%	17.0%	27.8%	236.5%	77.8%	30.7%
영업이익률	7.3%	2.8%	11.9%	17.9%	5.0%	9.0%	11.0%	22.0%	7.5%	11.8%	14.0%

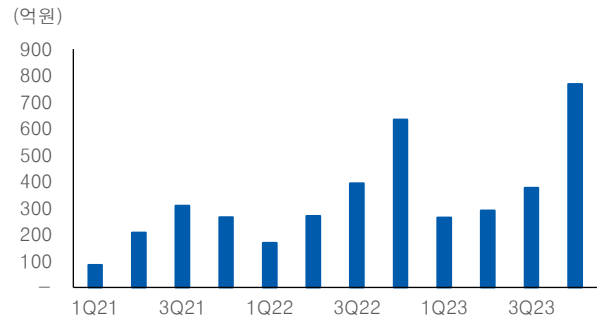
자료: 유안타증권 리서치센터

에스티팜 사업별 매출 비중



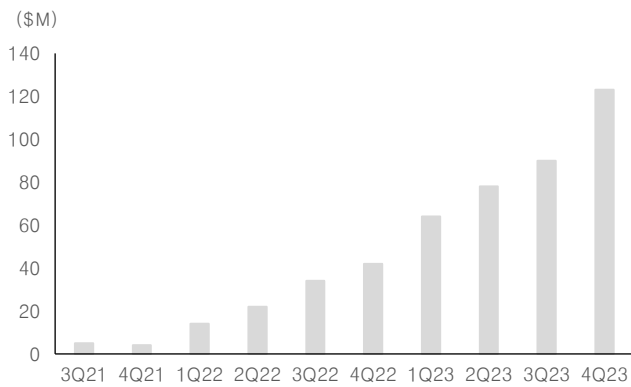
자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

분기별 올리고뉴클레오타이드 매출



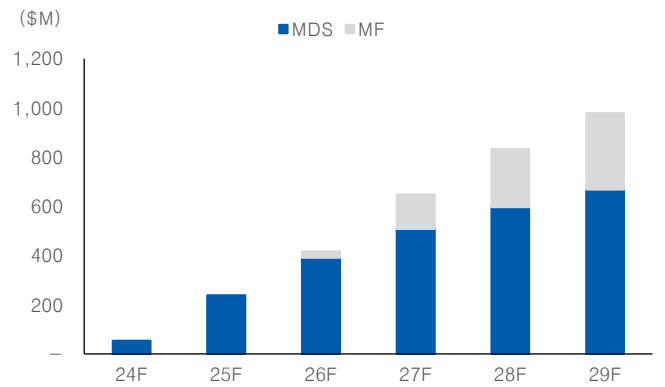
자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

Leqvio 분기별 매출



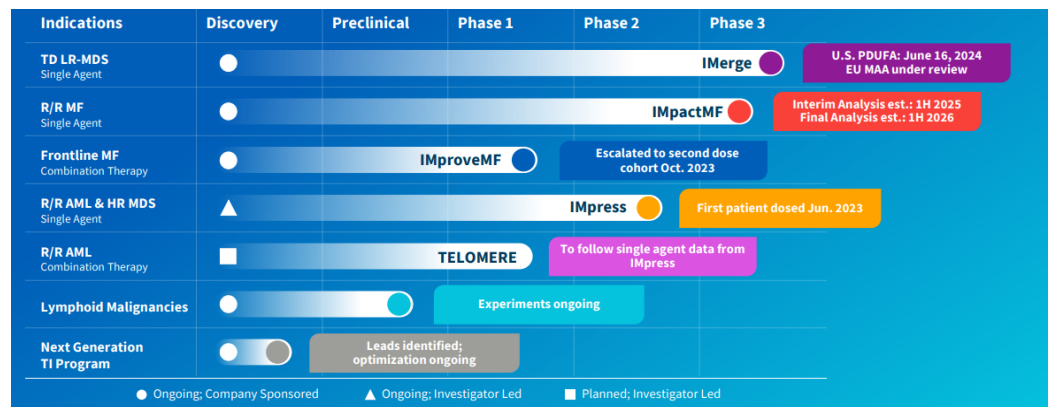
자료: Global data, Novartis, 유안타증권 리서치센터

Imetelstat 매출 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

Imetelstat 개발 현황



자료: Geron, 유안타증권 리서치센터

에스티팜 (237690) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	166	249	284	313	362
매출원가	108	160	172	186	206
매출총이익	58	89	112	127	156
판매비	52	71	78	83	85
영업이익	6	18	33	44	71
EBITDA	20	35	56	66	98
영업외손익	-4	1	-11	0	0
외환관련손익	3	4	0	0	0
이자손익	-4	-2	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-3	-1	-11	0	0
법인세비용차감전순손익	1	19	22	43	70
법인세비용	-2	2	6	9	14
계속사업순손익	3	18	16	35	56
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	18	16	35	56
지배지분순이익	3	18	20	41	66
포괄순이익	5	19	21	39	61
지배지분포괄이익	5	20	23	44	68

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	7	7	2	48	100
당기순이익	3	18	16	35	56
감가상각비	14	17	22	22	27
외환손익	-2	3	-1	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-21	-41	-58	-30	-5
기타현금흐름	13	10	21	22	21
투자활동 현금흐름	-8	-6	-127	-64	-27
투자자산	-11	6	-11	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-52	-60	-47	-65	-29
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	54	49	-68	1	1
재무활동 현금흐름	0	11	100	-8	-4
단기차입금	0	21	30	1	5
사채 및 장기차입금	-19	6	69	0	0
자본	21	0	33	0	0
현금배당	0	-9	-9	-9	-9
기타현금흐름	-2	-7	-22	0	0
연결범위변동 등 기타	1	-1	5	-4	-7
현금의 증감	1	11	-20	-28	61
기초 현금	39	39	50	30	2
기말 현금	39	50	30	2	63
NOPLAT	15	18	33	44	71
FCF	-45	-53	-45	-17	71

자료: 유안타증권

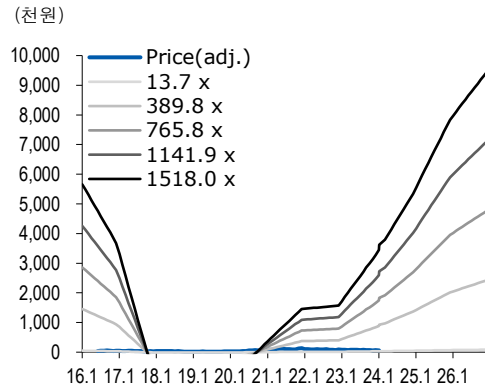
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	244	263	368	357	421
현금및현금성자산	39	50	30	2	63
매출채권 및 기타채권	64	97	97	99	101
재고자산	81	108	148	161	157
비유동자산	254	307	334	377	378
유형자산	209	254	281	324	327
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	15	14	24	24	24
자산총계	499	571	702	734	800
유동부채	53	179	200	201	215
매입채무 및 기타채무	26	41	28	27	32
단기차입금	0	20	21	21	21
유동성장기부채	15	8	8	8	8
비유동부채	120	50	115	115	116
장기차입금	9	17	10	10	10
사채	83	0	70	70	70
부채총계	173	230	314	316	331
지배지분	323	338	387	423	484
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	196	196	228	228	228
이익잉여금	116	127	137	168	225
비지배지분	3	3	1	-5	-15
자본총계	326	341	388	418	469
순차입금	15	85	122	151	95
총차입금	108	135	234	235	240

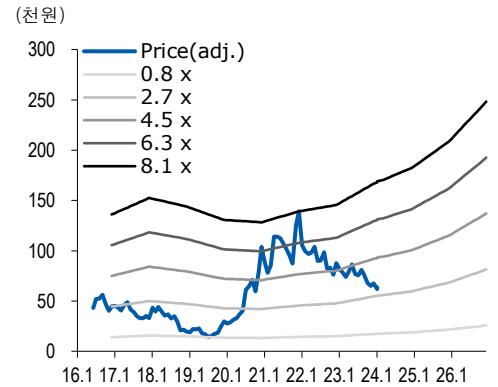
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	177	957	1,038	2,162	3,516
BPS	17,171	17,951	20,569	22,465	25,714
EBITDAPS	1,071	1,885	2,992	3,509	5,212
SPS	8,877	13,256	15,105	16,618	19,234
DPS	500	500	500	500	500
PER	577.8	99.3	65.3	29.3	18.0
PBR	6.0	5.3	3.3	2.8	2.5
EV/EBITDA	96.6	52.9	24.8	20.3	13.0
PSR	11.6	7.2	4.5	3.8	3.3

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	33.5	50.5	14.0	10.0	15.7
영업이익 증가율 (%)	흑전	220.1	87.2	30.5	62.2
지배순이익 증가율 (%)	흑전	443.5	8.5	108.3	62.6
매출총이익률 (%)	34.9	35.7	39.4	40.5	43.0
영업이익률 (%)	3.4	7.2	11.8	14.0	19.6
지배순이익률 (%)	2.0	7.2	6.9	13.0	18.3
EBITDA 마진 (%)	12.1	14.2	19.8	21.1	27.1
ROIC	5.0	4.3	7.2	6.6	10.2
ROA	0.7	3.4	3.1	5.7	8.6
ROE	1.1	5.4	5.4	10.0	14.6
부채비율 (%)	52.9	67.3	81.0	75.8	70.5
순차입금/자기자본 (%)	4.5	25.1	31.5	35.8	19.7
영업이익/금융비용 (배)	1.1	6.2	0.0	0.0	0.0

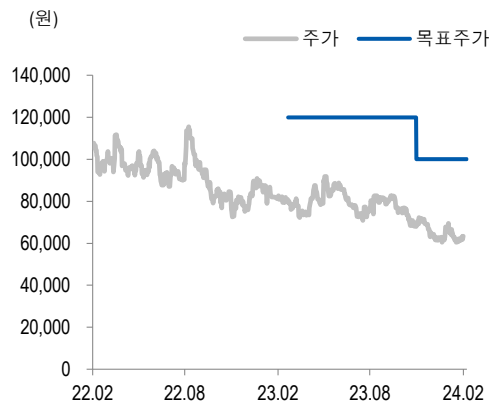
P/E band chart



P/B band chart



에스티팜 (237690) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-02-02	BUY	100,000	1년		
2023-11-01	BUY	100,000	1년		
2023-02-21	BUY	120,000	1년	-34.25	-23.50

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자이견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.9
Hold(중립)	11.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-02-02

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.