



## Outperform(Downgrade)

목표주가: 110,000원

주가(11/1): 95,700원

시가총액: 19,261억 원



제약바이오 Analyst 허혜민

hyemin@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (11/1)		729.05pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	117,000 원	60,400원
등락률	-18.2%	58.4%
수익률	절대	상대
1M	-5.0%	-0.4%
6M	2.5%	22.1%
1Y	40.3%	42.3%

## Company Data

발행주식수	20,127 천주
일평균 거래량(3M)	491천주
외국인 지분율	2.6%
배당수익률(2024E)	0.5%
BPS(2024E)	21,170원
주요 주주	동아쏘시오홀딩스 외 3 인
	38.7%

## 투자지표

(십억 원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	249.3	285.0	275.8	347.3
영업이익	17.9	33.5	28.4	49.1
EBITDA	35.5	56.5	57.2	80.9
세전이익	19.2	23.4	45.7	40.0
순이익	17.5	17.5	34.3	30.0
지배주주지분순이익	18.0	19.6	39.4	34.5
EPS(원)	957	1,041	2,023	1,715
증감률(% YoY)	439.2	8.8	94.3	-15.2
PER(배)	91.5	65.1	47.3	55.8
PBR(배)	4.88	3.32	4.62	4.35
EV/EBITDA(배)	49.0	24.4	35.1	25.2
영업이익률(%)	7.2	11.8	10.3	14.1
ROE(%)	5.4	5.4	9.8	8.0
순차입금비율(%)	24.8	26.5	20.1	28.1

자료: 키움증권

## Price Trend



## ☒ 실적 Review

## 에스티팜 (237690)

## 2026년 본격 레벨업을 향해



3분기는 CRO 자회사의 업황 부진과 회계기준 변경에 따른 일회성 손실 인식으로 시장 기대치를 하회하였습니다. 연말 올레자르센의 미국 FDA 승인, 제2올리고동 완공(가동은 '25.4Q로 추정) 등의 모멘텀이 있습니다. RNA 전방위 산업에서 신제품 출시와 기존 제품 매출 증가가 이어지고 있고, 이에 맞춰 제2올리고동 '25.4Q 가동 개시가 예상됨에 따라 2026년 본격 성장이 예상됩니다.

## &gt;&gt;&gt; CRO 자회사 부진으로 기대치 하회

3분기 연결 매출액 612억원(YoY +9.4%, QoQ +37.3%), 영업이익 41억원(YoY -38.5, QoQ 흑전)으로 시장 컨센서스 매출액 657억원과 이익 53억원을 각각 -7%, -23% 하회하였다. 다만, 시장의 실적 기대치가 낮아지고 있었고, 당사의 추정 매출액 586억원과 이익 39억원에 대체로 부합하는 실적이었다.

3분기 올리고향 매출액은 356억원(YoY -5%)으로 혈액암 295억원이 대부분을 차지하였으며, 설비사용수수료 23억원, 모녀모 37억원 등이 반영되었다. 임상시험 지연 등의 CRO 업황 부진으로 연결 자회사의 매출액은 40억원(YoY -59%)을 기록하였다. CRO 자회사의 회계기준 변경에 따른 일회성 손실 인식으로 연결 영업이익은 부진하였으나, 에스티팜 별도 매출액은 572억원, 영업이익은 98억원을 기록하였다. 경상연구개발비 61억원(YoY -8.3%), 판관비 및 일반관리비 164억원(YoY -7.4%)으로 감소하여, 자회사 부진을 일부 상쇄하였다. 영업 외로 CB 콜 옵션과 금융상품 평가이익 증가 영향을 받았다.

## &gt;&gt;&gt; 2026년 본격 레벨업을 향해

지난 8월 공시된 상업화용 올리고핵산치료제 원료 공급 864억원과 10/31일 보도된 110억원 규모 올리고 공급 계약은 대부분 2025년부터 개시될 것으로 보여 '24년 올리고 매출액은 1,771억원(YoY +4%)가 전망된다. 이에 따라 오는 4분기 매출액은 1,183억원(YoY -2%), 영업이익 254억원(YoY +18%, OPM +22%)가 예상된다. 2025년 연결 매출액은 3,473억원(YoY +26%), 영업이익 491억원(YoY +73%)가 전망된다.

원료 공급으로 추정되는 Ionis의 희귀 심혈관질환(가족성 킬로미크론혈증 증후군, FCS) 치료제 Olezarsen이 12/19일 미국 FDA 승인(PDUFA)을 앞두고 있으며, 올해말 제2올리고동 완공으로 '25.4Q 가동 개시로 실적 개선이 기대된다. 이상지질혈증 치료제 렉비오의 매출액이 고성장하고 있다는 점도 긍정적이다. 렉비오의 내년 매출액은 \$1.2bn(yoy +63%)으로 블록버스터 의약품이 될 것으로 기대된다. 현재 추정치에는 제2올리고동을 미포함되었으나, 가동화 시기가 근접하고 수주 활동 증대에 따라 향후 추정치 상향 여력이 충분히 있다.

## 실적 세부 내역 1

(단위, 억 원)

구 분	1Q24	2Q24	3Q24P	키움증권 추정치	차이	컨센서스	차이
	517	446	612				
매출액	517	446	612	586	5%	657	-7%
YOY	2%	-23%	9%	5%		17%	
영업이익	19	-31	41	39	5%	53	-23%
YOY	-49%	적전	-39%	-41%		-21%	
OPM	4%	N.A	7%	7%		8%	
지배주주순이익	62	10	109	33	235%	51	114%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 실적 세부 내역 2

(단위 억 원)

	23.1Q	23.2Q	23.3Q	23.4Q	2023	24.1Q	24.2Q	24.3Q	24.4QE	2024E
Small Molecule	33	86	9	105	233	44	16	88	92	240
Oligonucleotide	264	290	376	768	1,698	345	238	356	832	1,771
mRNA	70	1	5	-	77	0	3	8	35	46
제네릭 API	69	109	71	247	496	51	74	120	152	397
신소재, CRO 등	70	91	99	86	346	77	115	40	72	304
<b>매출액</b>	<b>506</b>	<b>578</b>	<b>559</b>	<b>1,206</b>	<b>2,850</b>	<b>517</b>	<b>446</b>	<b>612</b>	<b>1,183</b>	<b>2,758</b>
YOY	37%	13%	-8%	20%	14%	2%	-23%	9%	-2%	-3%
매출원가	256	355	316	802	1,729	327	293	407	739	1,766
원가율	51%	61%	56%	66%	61%	63%	66%	66%	62%	64%
매출총이익	250	223	243	404	1,121	190	153	205	444	992
매출총이익율	49%	39%	44%	34%	39%	37%	34%	34%	38%	36%
판관비	213	207	177	189	786	171	183	164	190	708
판관비율	42%	36%	32%	16%	28%	33%	41%	27%	16%	26%
영업이익	37	16	67	215	335	19	-31	41	254	284
OPM	7%	3%	12%	18%	12%	4%	-7%	7%	21%	10%
YOY	591%	-55%	47%	133%	88%	-49%	-290%	-39%	18%	-15%

자료: 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

	(단위: 십억 원)				
12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	249.3	285.0	275.8	347.3	411.6
매출원가	160.4	172.9	176.6	212.0	237.7
<b>매출총이익</b>	88.9	112.1	99.2	135.3	173.9
판관비	71.1	78.6	70.8	86.2	101.1
<b>영업이익</b>	17.9	33.5	28.4	49.1	72.9
<b>EBITDA</b>	35.5	56.5	57.2	80.9	107.3
<b>영업외손익</b>	1.4	-10.2	17.4	-9.1	-8.4
이자수익	1.2	2.4	3.0	1.9	2.6
이자비용	2.9	6.1	6.1	6.1	6.1
외환관련이익	13.6	6.4	4.0	4.0	4.0
외환관련손실	10.0	4.6	3.0	3.0	3.0
증속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.5	-8.3	19.5	-5.9	-5.9
<b>법인세차감전이익</b>	19.2	23.4	45.7	40.0	64.5
법인세비용	1.7	5.8	11.4	10.0	16.1
<b>계속사업순손익</b>	17.5	17.5	34.3	30.0	48.4
<b>당기순이익</b>	17.5	17.5	34.3	30.0	48.4
<b>지배주주순이익</b>	18.0	19.6	39.4	34.5	55.7
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	50.5	14.3	-3.2	25.9	18.5
영업이익 증감율	220.9	87.2	-15.2	72.9	48.5
EBITDA 증감율	77.6	59.2	1.2	41.4	32.6
지배주주순이익 증감율	443.5	8.9	101.0	-12.4	61.4
EPS 증감율	439.2	8.8	94.3	-15.2	61.2
매출총이익률(%)	35.7	39.3	36.0	39.0	42.2
영업이익률(%)	7.2	11.8	10.3	14.1	17.7
EBITDA Margin(%)	14.2	19.8	20.7	23.3	26.1
지배주주순이익률(%)	7.2	6.9	14.3	9.9	13.5

## 현금흐름표

	(단위: 십억 원)				
12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	7.0	1.3	88.3	30.9	45.6
당기순이익	17.5	17.5	34.3	30.0	48.4
비현금항목의 가감	33.2	50.7	55.5	58.1	66.0
유형자산감가상각비	17.0	22.3	28.2	31.3	33.9
무형자산감가상각비	0.6	0.7	0.7	0.6	0.4
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.6	27.7	26.6	26.2	31.7
영업활동자산부채증감	-40.8	-64.8	13.1	-43.0	-49.2
매출채권및기타채권의감소	-47.6	-25.7	11.7	-28.6	-25.7
재고자산의감소	-25.9	-13.2	4.9	-16.1	-24.4
매입채무및기타채무의증가	6.1	-0.4	-0.6	4.4	4.0
기타	26.6	-25.5	-2.9	-2.7	-3.1
기타현금흐름	-2.9	-2.1	-14.6	-14.2	-19.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	-5.7	-82.4	-49.4	-49.4	0.6
유형자산의 취득	-60.5	-43.2	-50.0	-50.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.1	0.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	54.0	-40.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	10.8	81.4	-10.5	-11.8	-11.8
차입금의 증가(감소)	21.5	92.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.7	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-9.4	-9.4	-9.4	-10.1	-10.1
기타	-1.3	-1.7	-1.8	-1.7	-1.7
기타현금흐름	-1.1	-0.4	-9.0	-9.0	-9.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	11.0	-0.1	19.4	-39.3	25.4
기초현금 및 현금성자산	39.2	50.2	50.1	69.5	30.2
기밀현금 및 현금성자산	50.2	50.1	69.5	30.2	55.6

자료 : 키움증권

## 재무상태표

	(단위: 십억 원)				
12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	263.2	348.4	353.5	361.6	440.2
현금 및 현금성자산	50.2	50.1	69.5	30.2	55.6
단기금융자산	0.0	40.0	40.0	40.0	40.0
매출채권 및 기타채권	97.3	122.1	110.3	138.9	164.6
재고자산	107.6	120.7	115.9	132.0	156.4
기타유동자산	8.1	15.5	17.8	20.5	23.6
<b>비유동자산</b>	307.4	327.1	348.2	366.3	332.0
투자자산	14.1	13.8	13.8	13.8	13.8
유형자산	254.3	277.0	298.8	317.5	283.6
무형자산	12.5	13.5	12.8	12.2	11.8
기타비유동자산	26.5	22.8	22.8	22.8	22.8
<b>자산총계</b>	570.7	675.4	701.6	727.9	772.1
<b>유동부채</b>	179.2	83.7	83.2	87.6	91.6
매입채무 및 기타채무	40.6	38.6	38.0	42.5	46.4
단기금융부채	115.3	30.3	30.3	30.3	30.3
기타유동부채	23.3	14.8	14.9	14.8	14.9
<b>비유동부채</b>	50.3	204.8	204.8	204.8	204.8
장기금융부채	19.6	162.2	162.2	162.2	162.2
기타비유동부채	30.7	42.6	42.6	42.6	42.6
<b>부채총계</b>	229.5	288.5	288.0	292.4	296.4
<b>자본지분</b>	337.6	384.6	416.5	442.8	490.3
자본금	9.4	9.4	10.1	10.1	10.1
자본잉여금	195.7	225.9	225.9	225.9	225.9
기타자본	6.2	11.2	11.2	11.2	11.2
기타포괄손익누계액	-0.6	2.3	4.2	6.1	8.0
이익잉여금	126.9	135.7	165.1	189.6	235.2
비자본지분	3.5	2.4	-2.8	-7.3	-14.6
<b>자본총계</b>	341.1	386.9	413.7	435.5	475.7
<b>투자지표</b>					(단위: 원, %, 배)
12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	957	1,041	2,023	1,715	2,766
BPS	17,951	20,445	20,693	22,001	24,361
CFPS	2,697	3,626	4,603	4,376	5,686
DPS	500	500	500	500	500
<b>주가배수(배)</b>					
PER	91.5	65.1	47.3	55.8	34.6
PER(최고)	148.0	89.4	59.7		
PER(최저)	75.0	57.9	29.6		
PBR	4.88	3.32	4.62	4.35	3.93
PBR(최고)	7.89	4.55	5.84		
PBR(최저)	4.00	2.95	2.89		
PSR	6.61	4.47	6.77	5.55	4.68
PCFR	32.5	18.7	20.8	21.9	16.8
EV/EBITDA	49.0	24.4	35.1	25.2	18.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	53.7	53.7	29.3	33.5	20.8
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
ROA	3.3	2.8	5.0	4.2	6.5
ROE	5.4	5.4	9.8	8.0	11.9
ROIC	3.9	7.4	4.1	6.7	9.3
매출채권회전율	3.1	2.6	2.4	2.8	2.7
재고자산회전율	2.6	2.5	2.3	2.8	2.9
부채비율	67.3	74.6	69.6	67.1	62.3
순차입금비율	24.8	26.5	20.1	28.1	20.4
이자보상배율	6.2	5.5	4.6	8.0	11.9
총차입금	134.9	192.5	192.5	192.5	192.5
순차입금	84.7	102.4	83.0	122.3	96.9
EBITDA	35.5	56.5	57.2	80.9	107.3
FCF	-68.7	-50.3	13.2	-24.3	39.9

## Compliance Notice

- 당사는 11월 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

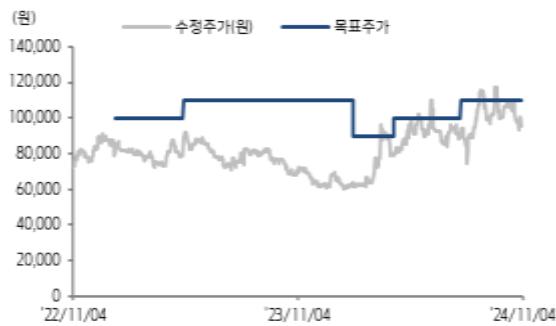
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가격 대상 시점			괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비	기준	기준
에스티팜 (237690)	2023-01-11	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-20.33	-12.40	-	-
	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	-18.86	7.00	-	-
	2024-04-08	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-8.40	9.60	-	-
	2024-07-26	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-8.02	6.36	-	-
	2024-11-04	Outperform (Downgrade)	110,000원	6개월	-	-	-	-

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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 (2023/10/01~2024/09/30)

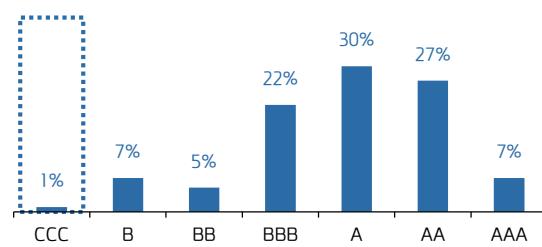
매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%

## 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

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	2.8	5.7		
<b>환경</b>	6.9	9.2	5.0%	
탄소 배출	6.9	9.2	5.0%	
<b>사회</b>	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
<b>지배구조</b>	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	◀▶

4 분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4 분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ▲▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터