NH투자증권

에스티팜 (237690.KQ)

시장기대치에 부합하는 양호한 실적 시현

Company Comment | 2017. 01. 23

고마진의 신약 API주) 매출 증가로 호실적 시현. 수주잔고 고려 시 2017년 길리어드向 매출 19.5% 증가 전망. 원료의약품 글로벌업체 대비 과도한 저평가 구간으로 판단

환율효과 및 제품 Mix 개선으로 영업이익 47.9% 증가

4분기 연결 매출액 457억원(+3.7% y-y), 영업이익 168억원(+47.9% y-y), 순이익 117억원(+29.2% y-y) 시현. 당사 추정치 대비 매출액 -15.9%, 영업이익 -10.9% 하회하였으나, 컨센서스 대비 영업이익 -1.4%로 시장기대치에 부합하는 호실적을 시현함

신약 API 366억원(+7.4% y-y), 제네릭 API 87억원(+11.8% y-y)으로 성장 지속. 연말 휴가기간으로 인한 선적 지연 고려 시 2017년 1분기도 양호한 실적 예상

수주잔고 고려 시 2017년 길리어드向 API 매출 19.5% 증가 전망

2015년 길리어드社 수주총액 1억1,300만달러, 2016년 실제 매출액 1억1,355만달러(100.5%). 2016년 수주총액 1억3,500만달러로 2017년 매출액 +19.5% 성장 전망. 캐시카우인 길리어드向 신약 API 안정적인 성장과 더불어 신성장동력인 RNA 치료제의 원료의약품인 올리고 API 생산능력을 갖추고 있어 향후 실적 우상향 지속 전망

2017년 기준 현재 주가 PER 12.9배 수준

2017년 별도 매출액 2,374억원(18.5% y-y), 영업이익 860억원(10.7% y-y), 순이익 661억원(7.5% y-y)으로 전망. 현재 주가 PER 12.9배 수준. 원료의약품 글로벌업체(Cabmrex, Agilent, Dr. Reddy, Catalent, Recipharm) 평균 PER 19.5배 수준으로 실적 안정성 및 올리고 API의 성장성 고려하면 동사의 현재 주가는 과도한 저평가 구간으로 판단

주)API(Active Pharmaceutical Ingredient): 원료의약품

에스티팜 4분기 실적 Review (단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P					1Q17E
					발표치	y-y	q-q	추정치	컨센서스	
매출액	44	31	70	54	46	3.7	-15.3	54	49	37
영업이익	11	9	31	21	17	47.7	-20.3	19	17	9
영업이익률	25.7	28.0	44.8	38.9	36.6	-	-	34.6	35.0	25.5
세전이익	15	12	31	21	16	6.5	-23.9	19	-	9
당기순이익	9	10	24	16	12	29.2	-28.8	15	13	6

자료: 에스티팜, FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

Buy (유지)

목표주가	57,000원 (유지)
현재가 ('17/01/20)	46,250원
업종	바이오
KOSPI / KOSDAQ	2065.61 / 622.12
시가총액(보통주)	854.9십억원
발행주식수(보통주)	18.5백만주
52주 최고가 ('16/09/29)	58,000원
최저가 ('15/11/24)	36,250원
평균거래대금(60일)	6,021백만원
배당수익률(2016E)	1.00%
외국인지분율	3.8%
주요주주	
동아쏘시오홀딩스 외 9 인	51.8%
BRV Lotus Growth Fund 외 1 인	6.5%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-5.0	-4.8	0.0
상대수익률 (%p)	0.1	7.8	0.0

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	138.1	200.4	237.4	261.7
증감률	*43.0*	*45.1*	*18.5*	*10.2*
영업이익	34.5	77.6	86.0	96.3
영업이익률	*25.0*	*38.8*	*36.2*	*36.8*
(지배지분)순이익	25.2	61.5	66.1	74.6
EPS	2,925	3,855	3,578	4,036
증감률	*348.5*	*31.8*	*-7.2*	*12.8*
PER	N/A	11.6	12.9	11.5
PBR	N/A	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	N/A	8.6	7.9	6.7
ROE	30.0	29.6	19.8	18.8
부채비율	109.6	22.2	20.5	17.9
순차입금	30.9	-60.7	-92.1	-145.9

단위: 십억원, %, 원, 배
주: IFRS 별도 기준
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

Analyst 구완성
02)768-7977, william.ku@nhqv.com

RA 김재익
02)768-7350, jaeikik@nhqv.com

에스티팜 연간 실적 전망 (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016P	2017E	2018F
매출액	- 수정 후	138.1	200.4	237.4	261.7
	- 수정 전	-	209.0	224.8	248.8
	- 변동률	-	-4.1	5.6	5.2
영업이익	- 수정 후	34.5	77.6	86.0	96.3
	- 수정 전	-	79.7	83.1	93.4
	- 변동률	-	-2.6	3.5	3.0
영업이익률(수정 후)		25.0	38.8	36.2	36.8
EBITDA		40.6	88.9	96.0	105.2
지배지분순이익		25.2	61.5	66.1	74.6
EPS	- 수정 후	2,925	3,855	3,578	4,036
	- 수정 전	-	4,043	3,460	3,921
	- 변동률	-	-4.6	3.4	2.9
PER		0.0	11.6	12.9	11.5
PBR		0.0	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA		0.8	8.6	7.9	6.7
ROE		30.0	29.6	19.8	18.8

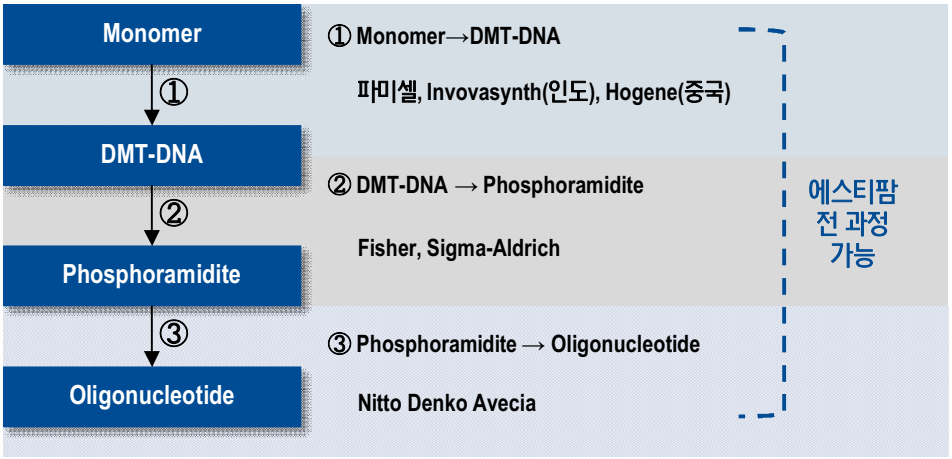
주: IFRS 별도 기준; 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

에스티팜 분기별 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	2016P	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2017E
매출액	**30.9**	**69.8**	**54.0**	**45.7**	**200.4**	**36.6**	**82.7**	**63.9**	**54.2**	**237.4**
증감률(% y-y)	*73.0*	*129.8*	*18.0*	*3.7*	*45.1*	*18.5*	*18.5*	*18.5*	*18.5*	*18.5*
신약API	22.4	52.4	41.9	36.6	153.3	29.1	58.3	50.3	50.6	188.3
증감률(% y-y)	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*7.4*	*59.5*	*29.9*	*11.3*	*20.0*	*38.4*	*22.9*
제네릭API	6.4	14.8	9.3	8.7	39.2	6.7	15.6	9.8	9.1	41.2
증감률(% y-y)	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*11.8*	*119.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*
기타	2.1	2.6	2.8	0.4	7.9	2.1	2.6	2.8	0.4	7.9
증감률(% y-y)	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*-81.0*	*-67.3*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*
매출총이익	**12.4**	**35.0**	**24.6**	**19.9**	**91.9**	**13.5**	**39.3**	**27.3**	**21.9**	**102.0**
증감률(% y-y)	*125.3*	*263.7*	*17.2*	*31.5*	*79.3*	*8.9*	*12.1*	*10.9*	*10.2*	*10.9*
매출총이익률(%)	40.1	50.2	45.6	43.5	45.9	36.8	47.5	42.7	40.5	43.0
영업이익	**8.7**	**31.2**	**21.0**	**16.7**	**77.6**	**9.3**	**35.0**	**23.3**	**18.4**	**86.0**
증감률(% y-y)	*613.6*	*548.5*	*22.9*	*47.7*	*125.3*	*7.6*	*12.1*	*10.7*	*9.8*	*10.7*
영업이익률(%)	28.0	44.8	38.9	36.6	38.8	25.5	42.4	36.4	34.0	36.2
세전순이익	**12.5**	**31.0**	**21.1**	**16.0**	**80.6**	**8.8**	**34.9**	**23.1**	**18.5**	**85.2**
증감률(% y-y)	*1242.8*	*665.3*	*35.4*	*6.5*	*126.4*	*-29.7*	*12.4*	*9.8*	*15.2*	*5.8*
세전순이익률(%)	40.4	44.4	39.0	35.1	40.2	23.9	42.2	36.2	34.1	35.9
당기순이익	**9.7**	**23.7**	**16.4**	**11.7**	**61.5**	**6.0**	**27.6**	**18.5**	**14.1**	**66.1**
증감률(% y-y)	*1245.3*	*602.3*	*36.5*	*29.2*	*144.3*	*-38.4*	*16.2*	*12.5*	*20.8*	*7.5*
당기순이익률(%)	31.3	34.0	30.4	25.6	30.7	16.3	33.4	28.9	26.1	27.9

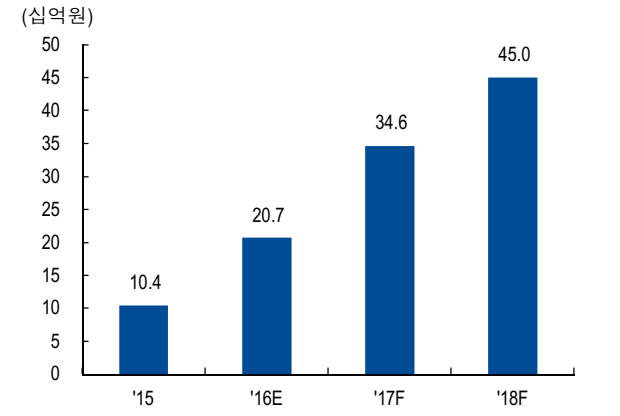
주: IFRS 별도 기준
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

올리고뉴클레오티드 합성의 밸류체인



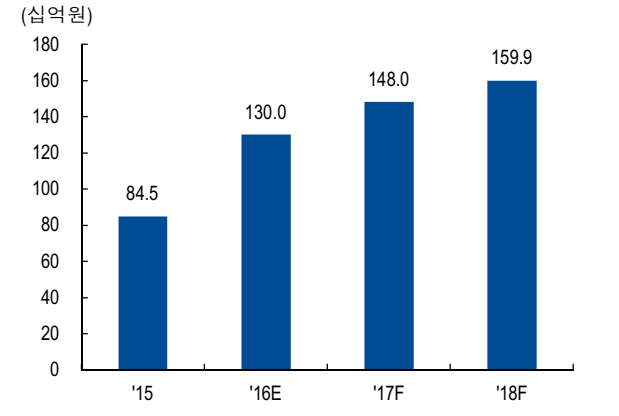
자료: NH투자증권 리서치센터

에스티팜 올리고 API 매출 추정



자료: NH투자증권 리서치센터 전망

에스티팜 길리어드向 신약 API 매출 추정



자료: NH투자증권 리서치센터 전망

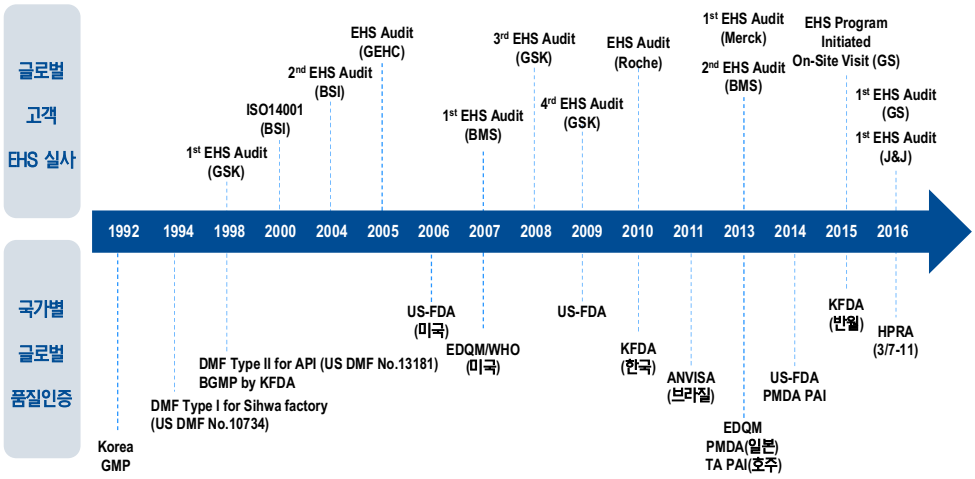
Global Peer Valuation

(단위: 십억원, 백만달러, %)

회사명		에스티팜	Cambrex	Agilent	Dr.Reddy	Catalent	Recipharm
주가(원, $)		46,250	54.0	47.6	43.3	26.2	13.7
시가총액		854.9	1,737.4	15,321.6	7,170.3	3,269.7	860.1
매출액	2015	138.1	433	4,038	2,365	1,848	402
	2016P	200.4	487	4,202	2,181	1,955	518
	2017E	237.4	543	4,337	2,498	2,060	609
영업이익	2015	34.5	107	606	456	248	33
	2016P	77.6	123	692	285	334	46
	2017E	86.0	141	919	459	370	64
EBITDA	2015	40.6	129	859	614	388	61
	2016P	88.9	148	938	445	442	84
	2017E	96.0	169	1,103	614	477	105
순이익	2015	25.2	71	487	306	123	26
	2016P	61.5	85	537	227	123	24
	2017E	66.1	95	552	347	144	39
EPS ($)	2015	2,925	2.3	1.5	1.8	1.0	0.5
	2016P	3,855	2.5	1.6	1.4	1.0	0.4
	2017E	3,578	2.8	1.8	2.1	1.2	0.6
PER (배)	2015	n/a	21.5	28.7	26.5	25.5	26.8
	2016P	11.6	20.1	28.0	31.4	19.0	26.2
	2017E	12.9	18.2	22.3	20.9	17.0	19.0
PBR (배)	2015	n/a	4.8	3.3	4.1	4.9	2.1
	2016P	2.7	n/a	3.5	3.7	4.3	1.6
	2017E	2.4	n/a	3.3	3.2	3.6	1.6
EV/EBITDA (배)	2015	n/a	11.5	14.2	12.7	11.8	13.7
	2016P	8.6	n/a	14.7	16.8	11.3	13.2
	2017E	7.9	n/a	14.3	12.0	10.2	10.6
ROE (%)	2015	30.0	25.4	10.3	16.7	19.4	8.8
	2016P	29.6	24.2	12.8	11.7	23.8	5.8
	2017E	19.8	22.0	15.6	16.5	21.9	7.3
절대수익률 (%)	1 Week	-2.6	-2.1	-1.9	-1.1	0.3	-2.6
	1 Month	7.4	2.6	3.6	-2.2	-0.5	3.9
	3 Months	-5.0	31.0	4.5	-5.3	7.6	-11.3
	6 Months	-4.84	-6.1	2.2	-18.1	8.3	-10.8
	1 Year	n/a	42.0	25.4	2.3	10.5	6.2
	YTD	3.12	0.2	4.5	-3.7	-2.8	0.2

주: 1월 20일 종가 기준
자료: Bloomberg

풍부한 글로벌 공장 실사 경험 보유



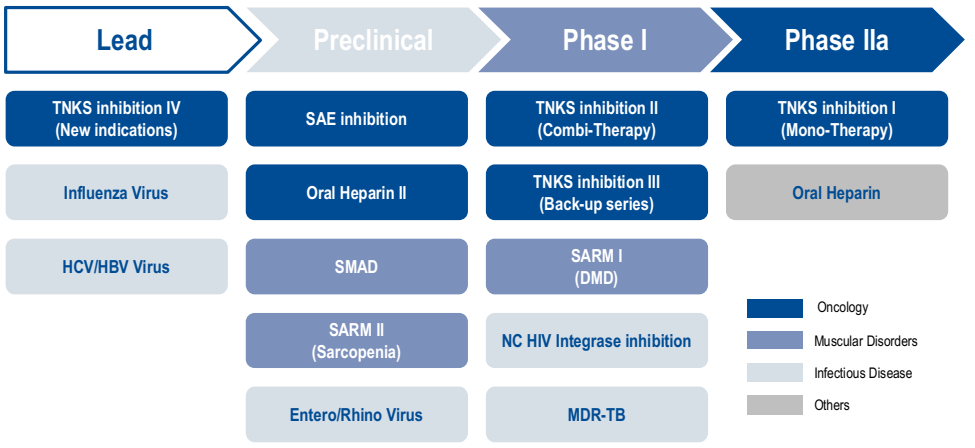
자료: 에스티팜, NH투자증권 리서치센터

C형간염 표준 치료 요법

분류	간경화여부	치료요법	환자분포
1a형	O	**엡클루사** , 제파티어, 하보니	46%
	X	**엡클루사**, 제파티어, 하보니, 비키라팩, 소발디+올라시오, 소발디+다클린자	
1b형	O	**엡클루사**, 제파티어, 하보니, 비키라팩, 소발디+올라시오, 소발디+다클린자	
	X	**엡클루사** , 제파티어, 하보니, 비키라팩	
2형	O	**엡클루사**	13%
	X	**엡클루사**	
3형	O	**엡클루사**, 소발디+다클린자	22%
	X	**엡클루사**, 소발디+다클린자	
4형	O	**엡클루사**, 비키라팩, 제파티어, 하보니	13%
	X	**엡클루사**, 비키라팩, 제파티어, 하보니	
5,6형	O	**엡클루사**, 하보니	6%
	X	**엡클루사**, 하보니	

자료: AASLD, IDSA, NH투자증권 리서치센터

에스티팜 파이프라인 현황



자료: 에스티팜, NH투자증권 리서치센터

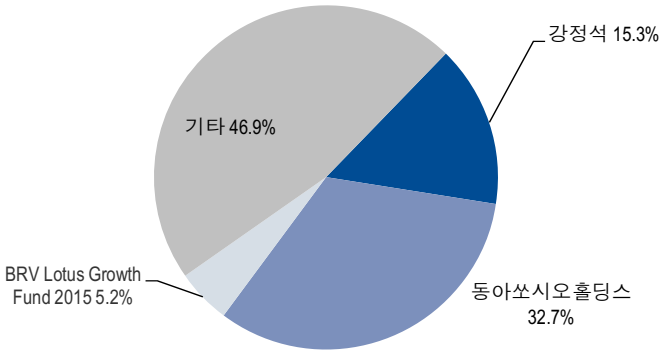
에스티팜 수주상황

(단위: 달러)

	수주년도	납기년월	수주총액	기납품액	수주잔고
신약 API	2015	2016.12	119,648	86,970	32,678
	2016	2017.11	135,000	0	135,000
올리고 핵산 치료제 API	2015	2016.12	11,625	7,125	4,500
	2016	2017.4	11,000	0	11,000
합 계			**277,273**	**94,095**	**183,178**

주: 2016년 9월말 기준
자료: 에스티팜, NH투자증권 리서치센터

에스티팜 주요주주 현황



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	**138.1**	**200.4**	**237.4**	**261.7**
증감률 (%)	*43.0*	*45.1*	*18.5*	*10.2*
매출원가	**86.8**	**108.4**	**135.4**	**147.8**
매출총이익	**51.3**	**91.9**	**102.0**	**113.8**
Gross 마진 (%)	*37.1*	*45.9*	*43.0*	*43.5*
판매비와 일반관리비	16.8	14.3	16.0	17.5
영업이익	**34.5**	**77.6**	**86.0**	**96.3**
증감률 (%)	*254.3*	*125.3*	*10.7*	*12.0*
OP 마진 (%)	*25.0*	*38.8*	*36.2*	*36.8*
EBITDA	**40.6**	**88.9**	**96.0**	**105.2**
영업외손익	**1.1**	**2.9**	**-0.8**	**-0.1**
금융수익(비용)	-5.5	3.7	-0.8	-0.1
기타영업외손익	6.6	-0.7	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**35.6**	**80.6**	**85.2**	**96.1**
법인세비용	**10.4**	**19.1**	**19.1**	**21.5**
계속사업이익	25.2	61.5	66.1	74.6
당기순이익	**25.2**	**61.5**	**66.1**	**74.6**
증감률 (%)	*360.8*	*144.3*	*7.5*	*12.8*
Net 마진 (%)	*18.2*	*30.7*	*27.9*	*28.5*
지배주주지분 순이익	**25.2**	**61.5**	**66.1**	**74.6**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	4.3	-2.8	0.0	0.0
총포괄이익	29.5	58.7	66.1	74.6

Valuation / Profitability / Stability

	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	N/A	11.6	12.9	11.5
PBR(배)	N/A	2.7	2.4	2.0
PCR(배)	N/A	8.1	9.0	8.2
PSR(배)	N/A	3.6	3.6	3.3
EV/EBITDA(배)	N/A	8.6	7.9	6.7
EV/EBIT(배)	N/A	9.9	8.9	7.4
EPS(원)	2,925	3,855	3,578	4,036
BPS(원)	7,924	16,364	19,463	22,967
SPS(원)	16,030	12,554	12,842	14,155
자기자본이익률(ROE, %)	30.0	29.6	19.8	18.8
총자산이익률(ROA, %)	13.4	20.3	16.3	15.8
투하자본이익률 (ROIC, %)	20.1	29.5	28.7	31.8
배당수익률(%)	N/A	1.0	1.0	1.1
배당성향(%)	11.7	13.5	12.6	12.4
총현금배당금(십억원)	2.9	8.3	8.3	9.2
보통주 주당배당금(원)	250	450	450	500
순부채(현금)/자기자본(%)	27.8	-19.9	-25.4	-34.1
총부채/ 자기자본(%)	109.6	22.2	20.5	17.9
이자발생부채	60.0	23.2	18.9	15.6
유동비율(%)	88.5	330.7	378.4	464.8
총발행주식수(백만원)	14.0	18.7	18.7	18.7
액면가(원)	500.0	500.0	500.0	500.0
주가(원)	0	44,850	46,250	46,250
시가총액(십억원)	0.0	829.0	854.9	854.9

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

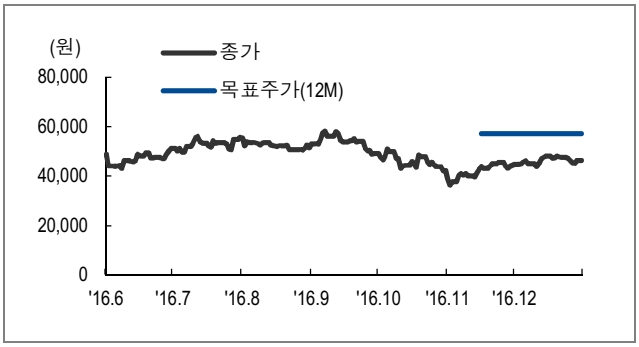
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	11.8	3.0	17.2	59.4
매출채권	13.2	14.6	17.2	19.0
유동자산	**95.8**	**203.9**	**255.3**	**321.8**
유형자산	134.1	164.9	178.0	179.1
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	**136.6**	**169.1**	**182.1**	**183.2**
자산총계	**232.4**	**373.0**	**437.4**	**505.1**
단기성부채	49.0	21.3	17.0	13.7
매입채무	10.9	6.5	9.8	10.8
유동부채	**108.2**	**61.7**	**67.5**	**69.2**
장기성부채	11.1	1.9	1.9	1.9
장기충당부채	**2.2**	**4.2**	**5.0**	**5.5**
비유동부채	**13.3**	**6.1**	**6.9**	**7.4**
부채총계	121.5	67.8	74.3	76.6
자본금	5.9	5.9	5.9	5.9
자본잉여금	26.2	170.2	170.2	170.2
이익잉여금	76.0	129.3	187.1	252.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**110.9**	**305.3**	**363.1**	**428.5**

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	**35.8**	**5.4**	**64.0**	**72.7**
당기순이익	25.2	61.5	66.1	74.6
+ 유/무형자산상각비	6.2	11.2	10.0	8.9
+ 종속, 관계기업관련손익	-3.9	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	0.1	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	46.9	88.7	95.5	104.7
- 운전자본의증가(감소)	-11.4	-64.2	-12.5	-10.5
투자활동 현금흐름	**-33.1**	**-116.0**	**-35.9**	**-17.8**
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-22.1	-42.0	-23.0	-10.0
+ 투자자산의매각(취득)	20.1	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	13.7	-36.6	41.0	62.7
Net Cash Flow	2.8	-110.6	28.1	54.9
재무활동현금흐름	**6.6**	**101.8**	**-13.8**	**-12.7**
자기자본 증가	25.3	144.0	0.0	0.0
부채증감	-18.6	-42.2	-13.8	-12.7
현금의증가	9.4	-8.8	14.2	42.2
기말현금 및 현금성자산	11.8	3.0	17.2	59.4
기말 순부채(순현금)	30.9	-60.7	-92.1	-145.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
에스티팜	237690.KQ	2016.12.12	Buy	57,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy : 15% 초과
   - Hold : -15% ~ 15%
   - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 1월 20일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
75.0%	25.0%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "에스티팜"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.