



실적 Preview

BUY(Maintain)

목표주가: 100,000원

주가(4/5): 79,800원

시가총액: 15,109억 원



제약바이오 Analyst 허혜민 hyemin@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Comparison. Rows include KOSDAQ (4/5), 52주 주가동향, and various financial ratios.

Company Data

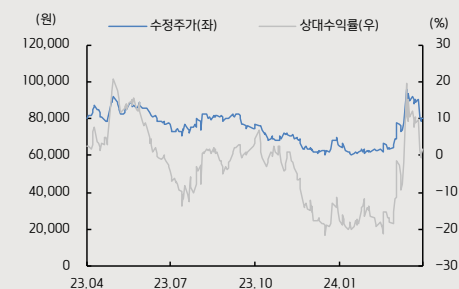
Table with 2 columns: Metric and Value. Rows include 발행주식수, 일평균 거래량(3M), and 주주 구성.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2022, 2023F, 2024F, 2025F. Rows include 매출액, 영업이익, EBITDA, and various ratios.

자료: 키움증권

Price Trend



에스티팜 (237690)

전방위 산업에서 우호적인 환경 조성 중



동사의 1분기 실적은 시장 기대치에 대체로 부합할 것으로 전망됩니다. 최근 원료 공급 물질로 추정되는 이메텔스타트의 미국 항암 자문위 긍정적 의견과 우시 제제 반사수혜 기대감에 주가 3월달에만 +40% 상승하였습니다(4월들어 조정 장세로 -10% 하락). 올해 모멘텀으로는 6/16일 이메텔스타트 미국 FDA 승인과 에이즈 치료제 STP0404의 2a상 중간 결과 발표(3Q24)가 있으며, '25년에는 제2올리고 등의 1차 증설 완공이 예정되어 있습니다.

>>> 시장 기대치 대체로 부합 전망

1분기 매출액 558억원(YoY +10%, QoQ -54%), 영업이익 38억원(YoY +3%, QoQ -82%, OPM +7%)으로 시장 컨센서스 매출액 548억원, 이익 40억원으로 기대치에 대체로 부합할 것으로 전망된다. 1Q23 고마진의 mRNA 관련 매출액이 70억원 기록하였으나, 이번 1Q24에는 mRNA 사업부 매출이 매우 낮을 것으로 추정(약 8억원)되어 전년 동기 대비 원가율 상승이 예상된다. 다만, 동맥경화증치료제 등의 올리고 원료 공급 증가로 1분기 올리고 매출액 348억원 (YoY +32%) 전망되어, 이를 일부 상쇄할 수 있을 것으로 보인다.

>>> 렉비오 긍정적 데이터 발표 및 제론 피인수 기대

지난 4/6일 미국 심장학회(ACC2024)에서 노바티스의 siRNA 기반 콜레스테롤 저하제 렉비오(Leqvio, inclisiran)가 죽상경화성 심혈관질환(ASCVD) 환자에서 LDL-C가 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 이번 3b상 연구는 기존 치료제인 스타틴 치료에도 불구하고 LDL-C 목표에 도달하지 못한 ASCVD 환자의 LDL-C 수치는 낮추는데 렉비오의 효능을 확인한 것이다 (렉비오 사용 시 LDL-C -60% vs 일반 치료군 -7%).

렉비오는 1년 2회 투여 가능한 siRNA 치료제로 임상적 죽상동맥경화성 심혈관 질환이 있는 성인의 스타틴 보조요법 또는 추가적으로 LDL-C 저하가 필요한 이형접합 가족성 고콜레스테롤혈증(HeFH)으로 FDA 승인을 받았고, '23년에는 LDL-C가 상승하고 심장병 위험이 높은 성인 대상으로 적응증 확장되었다. 렉비오의 동향이 중요한 이유는 환자 수가 많은 만성질환 siRNA 치료제로 올리고 뉴클레오타이드를 원료로 하고 있고, 전방위 산업의 수요 증가에 큰 영향을 차지하고 있기 때문이다. 동사의 원료 공급이 추측되는 렉비오는 상업화 제품으로 수익성이 타 제품군/임상 시료군 등 대비 비교적 낮을 것으로 보이나, 대량 생산으로 생산 효율이 개선될 수 있다. '23년 렉비오는 \$355mn(YoY +217)을 기록하였으며, 올해 \$880mn(YoY +148%)이 될 것으로 전망되고 있다.

이 밖에 동사의 원료 공급 추정 물질인 제론의 이메텔스타트(골수이형성증후군, MDS)가 오는 6/16일 미국 FDA 승인 받아 올해 매출은 \$82mn, '25년 \$223mn이 전망된다. 제론이 넓은 영업망을 보유한 빅파마로 인수된다면 동사에도 긍정적일 것으로 전망한다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구 분	1Q24E	컨센서스	차이	2024	컨센서스	차이
매출액	55.8	54.8	2%	330.3	321.6	3%
yoy	10%	8%		16%	13%	
영업이익	3.8	4.0	-4%	43.6	44.2	-1%
yoy	3%	8%		30%	32%	
OPM	7%	7%		13%	14%	
지배주주순이익	4.8	-	-	33.4	35.6	-6%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위 억 원)

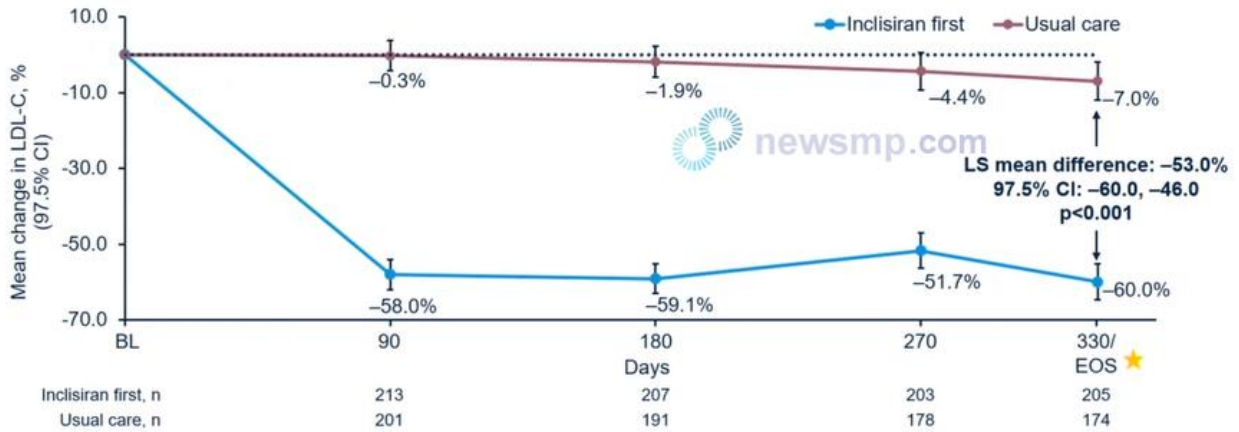
	23.1Q	23.2Q	23.3Q	23.4Q	2023	24.1QE	24.2QE	24.3QE	24.4QE	2024E
Small Molecule	33	86	9	105	233	35	61	43	153	292
Oligonucleotide	264	290	376	768	1,698	348	377	537	641	1,904
mRNA	70	1	5	-	77	8	8	8	8	31
제네릭 API	69	109	71	247	496	81	162	107	294	645
신소재, CRO 등	70	91	99	86	346	86	105	110	131	432
매출액	506	578	559	1,206	2,850	558	713	805	1,227	3,303
YOY	37%	13%	-8%	20%	14%	10%	23%	44%	2%	16%
매출원가	256	355	316	802	1,729	310	431	455	791	1,987
원가율	51%	61%	56%	66%	61%	56%	60%	56%	64%	60%
매출총이익	250	223	243	404	1,121	248	282	350	436	1,316
매출총이익율	49%	39%	44%	34%	39%	44%	40%	44%	36%	40%
판관비	213	207	177	189	786	210	222	237	212	881
판관비율	42%	36%	32%	16%	28%	38%	31%	29%	17%	27%
영업이익	37	16	67	215	335	38	61	113	224	436
OPM	7%	3%	12%	18%	12%	7%	8%	14%	18%	13%
YOY	591%	-55%	47%	133%	88%	3%	277%	69%	4%	30%

자료: 키움증권 리서치센터

렉비오 3b상 연구 결과 공개(VICTORION-INITIATE)

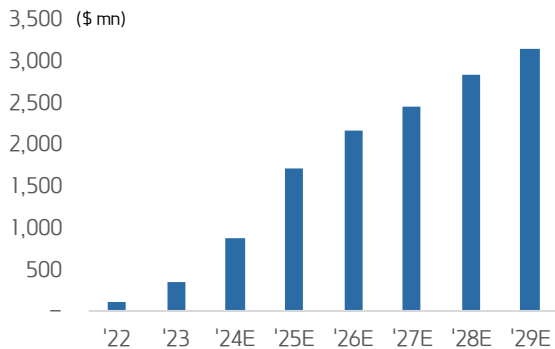
Co-primary endpoint: Percent change in LDL-C

At Day 330/EOS the mean percent change in LDL-C from baseline was -60.0% (97.5% CI: -64.7, -55.2) with "inclisiran first" and -7.0% (97.5% CI: -12.0, -1.9) with usual care



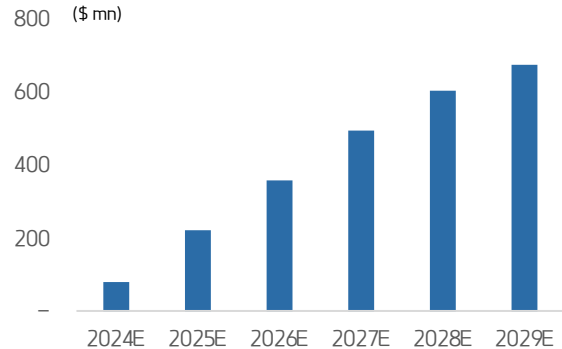
자료: ACC 2024, 키움증권 리서치센터

렉비오(Leqvio) 매출 추이 및 추정



자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

이메텔스타트(Imetelstat) 매출 추정



자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 세부내역

(단위, 억 원)

	2025	2026	2027	2030
EBIT	649	783	866		1,105
YoY	49%	21%	11%		1%
Tax	143	172	190		243
NOPLAT	506	611	675		862
+ Depreciation	236	245	222		260
- CAPEX	350	350	50		50
- Changes in working capital	435	355	105		34
FCF	-43	151	742	1,038
NPV	2,327				
PV of Terminal Value	17,579				
합산가치(억 원)	19,906				
유통주식수(천 주)	18,809				
목표주가	100,000				

주: WACC 8%, 영구성장율 2%, Tax rate 22%
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	249.3	285.0	330.3	395.9	449.4
매출원가	160.4	172.9	198.7	231.2	257.9
매출총이익	88.9	112.1	131.6	164.7	191.5
판관비	71.1	78.6	88.1	99.8	113.1
영업이익	17.9	33.5	43.6	64.9	78.3
EBITDA	35.5	56.5	72.4	96.7	112.7
영업외손익	1.4	-10.2	-3.8	-4.2	-3.1
이자수익	1.2	2.4	1.7	1.3	2.4
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
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.5	-8.3	-0.4	-0.4	-0.4
법인세차감전이익	19.2	23.4	39.8	60.7	75.2
법인세비용	1.7	5.8	9.9	15.1	18.8
계속사업손익	17.5	17.5	29.9	45.5	56.5
당기순이익	17.5	17.5	29.9	45.5	56.5
지배주주순이익	18.0	19.6	33.4	50.9	63.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	50.5	14.3	15.9	19.9	13.5
영업이익 증감율	220.9	87.2	30.1	48.9	20.6
EBITDA 증감율	77.6	59.2	28.1	33.6	16.5
지배주주순이익 증감율	443.5	8.9	70.4	52.4	24.0
EPS 증감율	439.2	8.8	69.5	52.3	24.0
매출총이익율(%)	35.7	39.3	39.8	41.6	42.6
영업이익율(%)	7.2	11.8	13.2	16.4	17.4
EBITDA Margin(%)	14.2	19.8	21.9	24.4	25.1
지배주주순이익율(%)	7.2	6.9	10.1	12.9	14.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	7.0	1.3	43.1	52.9	61.4
당기순이익	17.5	17.5	29.9	45.5	56.5
비현금항목의 가감	33.2	50.7	55.2	63.8	68.9
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	26.3	31.9	34.6
영업활동자산부채증감	-40.8	-64.8	-27.6	-36.5	-41.5
매출채권및기타채권의감소	-47.6	-25.7	-10.1	-26.2	-21.4
재고자산의감소	-25.9	-13.2	-18.0	-11.7	-20.3
매입채무및기타채무의증가	6.1	-0.4	2.8	4.1	3.3
기타	26.6	-25.5	-2.3	-2.7	-3.1
기타현금흐름	-2.9	-2.1	-14.4	-19.9	-22.5
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	10.8	81.4	-11.1	-11.2	-11.2
차입금의 증가(감소)	21.5	92.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-9.4	-9.4	-9.4	-9.5	-9.5
기타	-1.3	-1.7	-1.8	-1.7	-1.7
기타현금흐름	-1.1	-0.4	-9.0	-9.0	-9.0
현금 및 현금성자산의 순증가	11.0	-0.1	-26.4	-16.8	41.8
기초현금 및 현금성자산	39.2	50.2	50.1	23.7	7.0
기말현금 및 현금성자산	50.2	50.1	23.7	7.0	48.8

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
유동자산	263.2	348.4	352.4	376.2	462.8
현금 및 현금성자산	50.2	50.1	23.7	7.0	48.8
단기금융자산	0.0	40.0	40.0	40.0	40.0
매출채권 및 기타채권	97.3	122.1	132.1	158.4	179.7
재고자산	107.6	120.7	138.7	150.4	170.8
기타유동자산	8.1	15.5	17.9	20.4	23.5
비유동자산	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
자산총계	570.7	675.4	700.6	742.6	794.8
유동부채	179.2	83.7	86.6	90.6	93.9
매입채무 및 기타채무	40.6	38.6	41.4	45.5	48.8
단기금융부채	115.3	30.3	30.3	30.3	30.3
기타유동부채	23.3	14.8	14.9	14.8	14.8
비유동부채	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
부채총계	229.5	288.5	291.3	295.4	298.7
지배자본	337.6	384.6	410.4	453.7	509.2
자본금	9.4	9.4	9.5	9.5	9.5
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	159.6	201.0	254.6
비지배지분	3.5	2.4	-1.1	-6.5	-13.1
자본총계	341.1	386.9	409.2	447.2	496.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	957	1,041	1,764	2,687	3,332
BPS	17,951	20,445	21,675	23,961	26,892
CFPS	2,697	3,626	4,499	5,776	6,621
DPS	500	500	500	500	500
주기배수(배)					
PER	91.5	65.1	45.2	29.7	23.9
PER(최고)	148.0	89.4	56.1		
PER(최저)	75.0	57.9	34.0		
PBR	4.88	3.32	3.68	3.33	2.97
PBR(최고)	7.89	4.55	4.57		
PBR(최저)	4.00	2.95	2.76		
PSR	6.61	4.47	4.57	3.82	3.36
PCFR	32.5	18.7	17.7	13.8	12.1
EV/EBITDA	49.0	24.4	22.6	17.1	14.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	53.7	53.7	31.7	20.8	16.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
ROA	3.3	2.8	4.3	6.3	7.3
ROE	5.4	5.4	8.4	11.8	13.1
ROIC	3.9	7.4	6.1	8.3	9.5
매출채권회전율	3.1	2.6	2.6	2.7	2.7
재고자산회전율	2.6	2.5	2.5	2.7	2.8
부채비율	67.3	74.6	71.2	66.1	60.2
순차입금비율	24.8	26.5	31.5	32.5	20.9
이자보상배율	6.2	5.5	7.1	10.6	12.8
총차입금	134.9	192.5	192.5	192.5	192.5
순차입금	84.7	102.4	128.7	145.5	103.7
EBITDA	35.5	56.5	72.4	96.7	112.7
FCF	-68.7	-50.3	-16.1	-6.0	51.7

Compliance Notice

- 당사는 4월 5일 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

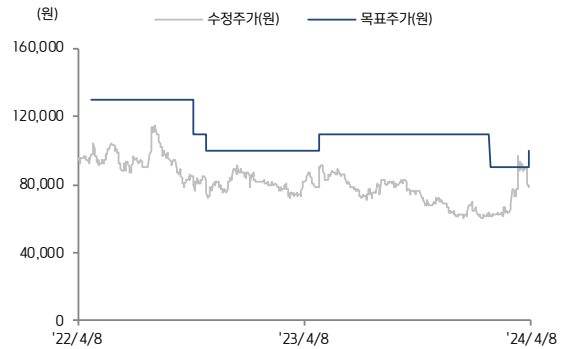
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-19.09	7.00
	2024-04-08	BUY(Maintain)	100,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

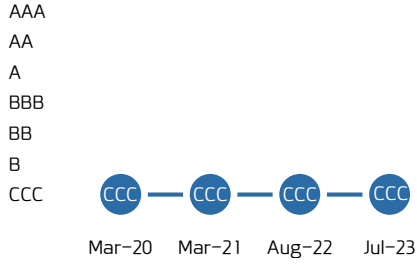
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/04/01~2024/03/31)

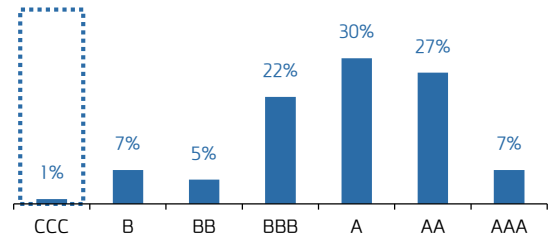
매수	중립	매도
95.03%	4.97%	0.00%

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