

에스티팜

(237690)

Analyst

하태기(제약/바이오)

02-3779-3513

teagi.ha@sangsanginib.com

BUY(유지)

목표주가(유지) **130,000원**

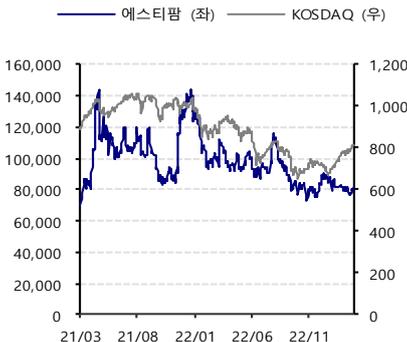
증가(22.03.10) 78.000원

상승여력 66.7%

Stock Data

KOSDAQ(03/10)	788.6pt
시가총액	14,671억원
액면가	500원
52주 최고가	117,400원
52주 최저가	71,800원
외국인지분율	1.1%
최대주주지분율	46.5%
유동주식비율	52.1%

Stock Price



장기 관점에서 영업이익률 개선 가능

올리고API 매출 성장에도 아직은 저마진 상태

에스티팜의 매출성장과 영업이익률에 주목해 볼 필요가 있다. 2022년 기준 영업이익률이 7.5%, EBITDA마진율이 14.2%에 불과하다. 올리고 API사업의 영업이익률이 초기 바이오시밀러 등에 비해 크게 낮다. 참고로 바이오 전문 CDMO기업 삼성바이오로직스의 초기 영업이익률을 보면 2017~2018년 매출액 400~500억원대에서 10%대 중반, 2021년 매출액 1,600억원대에서 36%이었다.

그 이유를 찾아보면 첫째, 다품종 소량생산의 특징을 가지고 있는 임상시료생산 비중이 높아 수익성이 낮고, 둘째, 올리고API 이외에도 합성 신약 API, 제네릭 API, 그리고 mRNA 초기 고비용 구조 등의 요인이 있다. 셋째, 올리고API 생산 공정의 자동화 비율이 낮고, 최근 공장건설 등으로 고정비가 대폭 증가했기 때문이다. 마지막으로 API 중심기업이지만 R&D비용 지출금액(2022년 263억원)이 큰 요인도 있다

공장효율화 등으로 원가율 하락 진행

최근 올리고API공장에서 원가율을 낮추는 작업이 진행 중이다. 공장가동 경험이 축적되는 가운데, 공장 효율성개선으로 생산성이 21% 높아지고, 숙련도가 올라가면서 생산기간이 28% 단축되었다. 중장기적으로는 공장자동화의 중요성을 인식하고, **제2 올리고동 건설 등에서 생산 CAPA가 증가하더라도 공장자동화 비율을 올려서, 공장인원 증가는 대폭 축소한다는 계획**이다. 이러한 노력은 원가율 하락으로 나타날 것이다.

2024년부터 수익성 개선 본격화 전망

그러나 무엇보다 수익성 개선의 가장 주요한 과제는 올리고API의 상업화 물량을 늘리는 것이다. **2022년 기준 상업화 올리고API 매출비중은 37%에 불과하다**. 2022년 올리고 API 연간 매출액은 1,468억원(YoY +69.7%)으로 대폭 증가했다. 2023년에는 고지혈치료제 상업화물량이 2022년 808억원에서 400억원대로 감소한다. 2023년 3월에 미국 글로벌 제약사와 117억원규모의 척수성근위축증 올리고 API공급 계약(단독 공급)을 체결하는 등 임상시료 매출이 증가하여, 연간 올리고 API매출액은 1,666억원(YoY +13.5%)으로 증가할 전망이다.

2024년부터는 임상시료 매출분의 상업화물량 전환이 본격 증가하여 2025년부터는 규모의 경제 달성이 가능할 것이다. 그렇게 되면 올리고 API 영업이익률은 30%에 접근하고, 전사 영업이익률 20%대 진입도 가능할 것이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	124.1	-18.8	-12.1	-651	-159.4	-408.7	6.6	-4.1	0.0
2021	165.6	5.6	3.3	176	790.5	131.1	8.1	1.1	0.4
2022E	249.3	18.8	18.7	994	95.6	53.9	5.3	5.7	0.5
2023E	279.9	28.7	25.5	1,357	70.0	39.7	5.1	7.5	0.5
2024E	345.3	44.6	39.2	2,086	45.6	29.6	4.7	10.7	0.5

자료 :K-IFRS연결기준,상상인증권

**투자의견 매수,
주가는
하락리스크보다
상승 잠재력이
더 크다**

주가는 전체 바이오주의 조정과 함께 하락 조정권에 머물고 있다. 2022년 8월초에 아시아 최초로 미국 FDA로부터 반월 올리고핵산 제조공장에 대해 cGMP 인증을 받으면서 주가는 11만원 대까지 일시 상승하기도 했다. 그 이후 고금리 상황에서 바이오시황 악화 등으로 동반 하락 조정권에 머물고 있다.

현재 영업이익률 수준이 낮고, 올리고 API 매출이 2024년부터 본격 성장할 것이라는 컨센서스로 주가조정은 지속되고 있다. 그러나 올리고 API 매출은 빠르게 성장할 것이고, mRNA플랫폼(SmartCap)기술의 장기비전도 크다. 2가지 주요 신약 Pipeline도 임상이 진행 중이다.

주가는 고금리시대를 맞아 장기간 조정을 보인 만큼, 향후 하락 리스크 보다는 상승 잠재력이 더 큰 것으로 평가된다. 글로벌 금리 상승세가 피크아웃 되고, 동사의 실적성장에 대한 컨센서스가 가시화될 하반기쯤에는 큰 폭의 주가 상승모멘텀을 기대할 수 있다. 다만 지금은 시간이 좀 필요한 상황이다.

표 1. 주요 부문별 매출추이

(단위 : 억원)

항목별	2020	2021	1Q	2Q	3Q	4Qp	2022p	1QE	2QE	3QE	4QE	2023E
매출액 합계	1,241	1,656	370	511	608	1,004	2,493	475	597	696	1,031	2,799
증감률(YoY)	33.0%	33.5%	35.7%	26.7%	31.3%	94.1%	50.5%	28.5%	16.9%	14.4%	2.7%	12.3%
신약 API(합성)	199	175	19	1	27	85	132	20	1	29	91	141
증감률(YoY)	410.3%	-12.1%	-55.8%	-98.7%	-40.0%	672.7%	-24.6%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Oligo API	452	865	168	270	397	633	1,468	252	324	457	633	1,666
증감률(YoY)	78.7%	91.4%	97.6%	30.4%	28.9%	138.9%	69.7%	50.0%	20.0%	15.0%	0.0%	13.5%
mRNA			12	35	28	1	76	18	53	42	2	114
증감률								50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
신약 API 합계	651	1,040	199	306	452	719	1,676	290	378	527	725	1,921
증감률	122.9%	59.8%	55.5%	8.1%	28.0%	160.5%	61.2%	45.9%	23.4%	16.7%	0.9%	14.6%
제네릭 API	369	389	60	118	64	162	404	63	124	67	170	424
증감률(YoY)	-6.6%	5.4%	-43.9%	55.3%	7.0%	16.5%	3.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
신소재, 상품+ CRO 등	110	227	111	87	92	123	413	122	96	101	135	454
증감률(YoY)	4.8%	106.7%	194.9%	95.8%	114.2%	7.0%	81.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

자료: 에스티팜, 상상인증권

표 2. 분기별 요약 영업실적

(단위 : 억원)

(억원)	2022				2023E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	370	511	608	1,004	475	597	696	1,031
영업이익	5	35	45	102	29	72	84	103
세전이익	- 2	46	119	37	31	74	87	106
순이익	21	34	99	31	26	62	73	89
YoY(%)								
매출액	35.7	26.7	31.3	94.1	28.5	16.9	14.4	2.7
영업이익	흑전	-27.5	-42.1	흑전	431.3	102.8	85.6	0.8
세전이익	적지	-9.1	25.4	흑전	흑전	59.5	-27.0	185.3
순이익	흑전	-40.2	28.4	흑전	20.0	82.6	-27.0	185.3

자료: 에스티팜, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	235.6	244.1	298.5	305.8	326.2
현금 및 현금성자산	38.6	39.2	0.6	32.9	7.6
매출채권	46.7	64.4	66.0	79.1	95.8
재고자산	45.4	80.8	165.0	124.3	150.5
비유동자산	210.0	254.4	284.2	295.4	312.2
관계기업투자등	7.8	13.3	12.1	12.6	13.1
유형자산	174.3	209.1	237.0	246.8	262.1
무형자산	10.0	12.6	12.5	12.4	12.4
자산총계	445.6	498.6	582.7	601.2	638.4
유동부채	18.6	75.4	129.9	132.1	139.4
매입채무	9.8	26.5	26.4	27.1	32.8
단기금융부채	0.9	15.6	65.5	65.5	65.5
비유동부채	130.2	97.2	115.5	115.6	115.7
장기금융부채	126.0	91.9	111.8	111.8	111.8
부채총계	148.8	172.5	245.4	247.7	255.1
지배주주지분	295.3	323.0	334.1	350.2	380.0
자본금	9.3	9.4	9.4	9.4	9.4
자본잉여금	174.9	195.7	195.7	195.7	195.7
이익잉여금	111.6	115.6	124.8	140.9	170.8
비지배주주지분	1.4	3.1	3.2	3.2	3.2
자본총계	296.8	326.0	337.3	353.4	383.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	124.1	165.6	249.3	279.9	345.3
매출원가	104.1	107.9	160.4	161.8	193.3
매출총이익	20.0	57.7	88.9	118.1	152.0
판매비와 관리비	38.8	52.2	70.1	89.4	107.3
영업이익	-18.8	5.6	18.8	28.7	44.6
EBITDA	-4.7	20.0	35.3	47.1	64.0
금융손익	-1.3	4.3	7.5	0.9	1.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.3	-8.6	-6.2	0.2	0.2
세전계속사업이익	-16.8	1.3	20.1	29.8	45.8
계속사업법인세비용	-3.7	-2.1	1.5	4.9	7.6
당기순이익	-13.2	3.4	18.6	24.9	38.3
지배주주순이익	-12.1	3.3	18.7	25.5	39.2
매출총이익률 (%)	16.1	34.9	35.7	42.2	44.0
영업이익률 (%)	-15.2	3.4	7.5	10.2	12.9
EBITDA 마진률 (%)	-3.8	12.1	14.2	16.8	18.5
세전이익률 (%)	-13.6	0.8	8.0	10.7	13.3
지배주주순이익률 (%)	-10.6	2.0	7.5	8.9	11.1
ROA (%)	-3.1	0.7	3.5	4.3	6.3
ROE (%)	-4.1	1.1	5.7	7.5	10.7
ROIC (%)	-4.9	1.3	4.5	5.5	8.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-20.9	7.3	-30.6	73.6	22.8
당기순이익(손실)	-13.2	3.4	18.6	24.9	38.3
현금수익비용가감	13.0	24.5	23.7	19.1	20.4
유형자산감가상각비	14.0	14.2	16.1	18.2	19.2
무형자산상각비	0.1	0.2	0.4	0.2	0.2
기타현금수익비용	-1.3	6.0	4.0	0.7	1.0
운전자본 증감	-20.8	-21.4	-71.1	29.6	-35.9
매출채권의 감소(증가)	-6.7	-6.5	-11.0	-13.1	-16.7
재고자산의 감소(증가)	-8.2	-37.3	-84.1	40.8	-26.2
매입채무의 증가(감소)	-2.5	8.2	13.4	0.7	5.7
기타영업현금흐름	0.0	0.8	-1.8	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-69.1	-8.0	-45.3	-32.0	-38.7
유형자산 처분(취득)	-16.8	-51.2	-42.7	-28.0	-34.5
무형자산 감소(증가)	-0.5	-0.1	0.2	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	-51.4	42.5	-2.8	-2.9	-3.0
기타투자활동	-0.4	0.8	0.1	-0.9	-1.0
재무활동 현금흐름	115.9	-0.1	36.3	-9.4	-9.4
차입금의 증가(감소)	117.4	-1.0	45.7	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	-9.4	-9.4	-9.4
배당금 지급	0.0	0.0	9.4	9.4	9.4
기타재무활동	-1.5	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	25.8	0.6	-38.6	32.3	-25.3
기초현금	12.8	38.6	39.2	0.6	32.9
기말현금	38.6	39.2	0.6	32.9	7.6

주요투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (배)					
P/E	-159.4	790.5	81.7	59.8	38.9
P/B	6.6	8.1	4.6	4.4	4.0
EV/EBITDA	-408.7	131.1	46.6	34.2	25.5
P/S	12.2	9.2	6.1	5.5	4.4
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
매출액 증가율	33.1	33.5	50.5	12.3	23.4
영업이익 증가율	적지	흑전	237.0	52.6	55.7
세전이익 증가율	적지	흑전	1,491.3	48.7	53.7
지배주주순이익 증가율	적지	흑전	450.2	34.0	53.7
EPS 증가율	적지	흑전	464.2	36.6	53.7
안정성 (%)					
부채비율	50.1	52.9	72.7	70.1	66.6
유동비율	1,266.0	323.9	229.9	231.5	234.0
순차입금/자기자본	1.4	7.5	35.0	23.6	27.7
영업이익/금융비용	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	126.9	107.5	177.3	177.3	177.3
순차입금 (십억원)	4.3	24.3	118.0	83.4	106.2
주당지표 (원)					
EPS	-651	176	994	1,357	2,086
BPS	15,830	17,171	17,762	18,619	20,205
SPS	6,652	8,807	13,255	14,883	18,361
DPS	n/a	500	500	500	500



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 하태기)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

구분	투자 의견 기준 및 기간	투자등급	투자 의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)	75.0%	시가총액 대비 비중확대
	향후 12 개월 시장대비	Neutral (중립)	25.0%	시가총액 수준 유지
	상대수익률	Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소
기업 (Company)	투자등급 3 단계	BUY	93.7%	절대수익률 15% 초과
	향후 12 개월	HOLD	6.3%	절대수익률+15%~-15%
	절대수익률	SELL	0.0%	절대수익률-15% 초과
	합계		100%	