

2020. 9. 17

헬스케어팀

서근희, Ph.D.
Analyst
keunhee.seo@samsung.com
02 2020 7788

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	88,000원	(18%)
현재주가	74,600원	
시가총액	1.4조원	
Shares (float)	18,656,000주 (49.7%)	
52주 최저/최고	17,000원/74,600원	
60일-평균거래대금	346.0억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에스티팜 (%)	26.2	225.8	300.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	17.6	83.4	185.0

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	88,000	80,000	10.0%
2020E EPS	131	131	0.0%
2021E EPS	585	312	87.5%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	80,000
Recommendation	4.0
BUY★★★★ / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1	

에스티팜 (237690)

이제부터 시작이다

- 글로벌 제약사의 올리고 핵산 치료제 원료 상업용 생산을 위한 대량 생산 계약 체결. 해당 치료제는 올리고 분야에서 첫 블록버스터 약물이 될 것으로 기대되며, 그에 따른 올리고 원료 수요도 크게 늘어날 것으로 전망. 또한 올리고 대량 생산 경험을 바탕으로 글로벌 제약사와의 지속적인 수주 계약 기대.
- 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 88,000원으로 상향. 반월공장 기존 생산 단가 추정치 변경에 따른 목표주가 상향.

WHAT'S THE STORY

에스티팜 올리고 핵산 치료제 원료 대규모 생산 계약 체결: 지난 16일 유럽 소재 다국적 제약사와 458억원 규모의 올리고 핵산 치료제 원료 수출 계약을 체결. 해당 계약은 상업화 초기 물량으로 2021년 분 올리고 핵산 치료제 원료 생산 및 공급 계약. 2022년부터 2027년까지 6년간 최소 100kg 이상의 원료의약품 추가 공급 계약 기대.

에스티팜, 처음으로 올리고 블록버스터 약물 상업용 생산 개시: 해당 원료는 4Q20 내 FDA 허가가 예상되는 Novartis/The Medicines/Alnylam이 개발한 이상지질혈증 치료제 Inclisiran으로 추정. EvaluatePharma에 따르면 Inclisiran의 2024년 기대 매출액은 15.3억달러로 전망. 지금까지 FDA 승인 받은 올리고 핵산 치료제는 희귀질환 치료제로 비싼 약가에도 불구하고 타겟 환자수가 적어 연 매출 규모 5억달러 내외에 그침. Inclisiran은 올리고 핵산 치료제로서 첫 블록버스터 약물이 될 것으로 전망. 에스티팜은 이번 계약으로 올리고 원료의 대량 생산 경험을 보유함으로써 글로벌 시장에서 차별적인 트랙 레코드 확보. 경쟁사인 Agilent가 지난 8월에 1톤 규모의 증설을 발표했지만, 시생산은 2023년부터 가능할 것으로 예상. 에스티팜의 신규 증설 예정인 800kg 규모의 올리고 생산설비는 2021년 4분기부터 시생산 가능하여, 2021년-2022년 사이 올리고 핵산 원료의 수요 증가에 맞춰 에스티팜의 공격적인 수주 활동 기대.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 88,000원으로 상향: Inclisiran은 PSCK9 생성을 억제하는 기전으로, 이상지질혈증 환자들은 기존 항체 의약품 투약에서 Inclisiran으로 처방이 빠르게 전환될 것으로 기대 (항체의약품 연간 26회 투약 vs Inclisiran 연간 2회 투약). 2021년 Inclisiran의 판매 개시로 초기 생산량은 50kg 내외로 추정. 기존 반월공장 생산단가를 g당 200달러로 추정했으나, 이번 계약에서의 생산 단가는 최소 400달러 이상이 되는 것으로 확인. 2021년 이후 반월공장 2층(750kg 규모)의 g당 생산 단가를 기존 200달러에서 280-300달러로 변경하여 목표주가 88,000원으로 10% 상향 조정.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2019	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	93	143	176	217
영업이익 (십억원)	-27	-12	8	60
순이익 (십억원)	-19	3	12	70
EPS (adj) (원)	-993	131	585	3,463
EPS (adj) growth (%)	적지	흑전	347.6	491.5
EBITDA margin (%)	-16.6	0.4	11.9	32.9
ROE (%)	-5.9	0.8	3.5	18.6
P/E (adj) (배)	n/a	570.4	127.4	21.5
P/B (배)	4.6	4.6	4.4	3.7
EV/EBITDA (배)	n/a	2,123.0	64.0	17.8
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

에스티팜 목표주가

(십억원, 원)	2020E			분류	주요 가정 (올리고 산업 성장성 반영)
	Base	Bull	Bear		
에스티팜 (A=B+C-D)	1,633	2,134	1,433	Base	g당 가격: 시화, 4,000달러; 반월, 200달러 → 2층 '21년부터 280-300달러 플가동 시점: 시화, 2027E; 반월 2025E 공장 효율: 시화/반월 70%
현재가치 (B)	397	435	330		
영구현금흐름 현재가치 (C)	1,187	1,650	1,054		
순현금 (D)	50	50	50		
보통주 주식수 (E, 천주)	18,656	18,656	18,656	Bull	g당 가격: 시화, 4,000달러; 반월, 300달러 플가동 시점: 시화 2027E; 반월 2025E 공장 효율: 시화/반월 70%
적정주가 (A/E)	87,547	114,386	76,819		
목표주가	88,000	114,000	77,000	Bear	g당 가격: 시화, 4,000달러; 반월, 200달러 플가동 시점: 시화/반월, 2030E 이후 공장 효율: 시화/반월 50-70%
현재주가	74,600	74,600	74,600		
Upside	18.0	52.8	3.2		

참고: 주요 가정은 올리고 CMO에 대한 가정. 플가동 시점은 전방 산업 (올리고 치료제)의 수요 성장에 따라 달라질 것으로 기대. 향후 경쟁사의 Capa 증설과도 연동.

자료: 삼성증권 추정

에스티팜 DCF 밸류에이션

(십억원)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
신약 API	73	107	147	206	266	324	366	415	449
YoY		45.3	38.2	40.1	28.8	21.9	13.1	13.4	8.1
케미컬 API	14	15	16	17	18	21	24	28	34
YoY		3.0	4.5	6.8	10.1	12.2	14.6	17.5	21.0
올리고 API	59	92	132	190	247	303	343	388	416
YoY		55.8	43.7	44.1	30.4	22.6	13.0	13.1	7.2
제네릭 API	53	57	60	64	67	71	75	79	84
YoY		7.6	5.5	5.5	5.5	5.6	5.7	5.8	5.9
정밀화학 API	16	13	14	15	16	17	18	19	20
YoY		-20.0	7.9	7.6	7.2	6.9	6.5	6.2	5.9
매출액	142	176	221	284	348	411	459	513	553
YoY		24.0	25.5	28.7	22.5	18.1	11.6	11.9	7.7
EBIT	-12	8	60	73	93	127	153	183	204
TAX	-3	2	13	16	20	28	34	40	45
NOPAT	-10	6	47	57	72	99	119	143	159
감가상각	13	13	11	10	9	9	8	7	7
CAPEX	12	15	5	0	0	7	7	7	7
운전자본증감	-2	4	2	2	2	2	2	2	2
FCF	-8	4	38	45	61	95	116	140	157
가중평균자본비용 (%)	8.8								
영구성장률 (%)	1.9								
영구현금흐름 가치									2,326
할인율	0.0	8.1	15.5	22.3	28.6	34.3	39.6	44.5	49.0
현재가치 (A)	-8	4	32	35	44	63	70	78	80
영구현금흐름 현재가치 (B)									1,187
합산가치 (A+B)	1,583								

참고: COE=8.7%, 무위험수익률 (0.9%, 국고채 3년물)+시장위험수익률 9.1(%)*Beta 0.8, COD=5.9%, OECD 2020년 한국 GDP 장기 경제성장률 전망 단순 평균 (1.9%) 적용
자료: 삼성증권 추정

에스티팜 공장별 매출액 추정

(천 달러)	분류	주요 가정	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
시화공장	매출액 (백만달러, A X C X D)		29.4	38.6	48.0	57.6	67.3	77.2	87.4	97.7	98.7
	Price	A, g당 4,000달러*	4.0	4.0	4.1	4.1	4.2	4.2	4.2	4.3	4.3
	Batch	B, 30 (Annual production)	10	13	16	19	22	25	28	31	31
	kg	C, 1.5 (1 batch size)	11	14	17	20	23	26	29	33	33
	효율	D	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
	가동률		33%	43%	53%	63%	73%	83%	93%	103%	103%
반월공장	매출액 (백만달러)		19.6	37.7	56.5	76.4	97.4	115.8	119.3	122.9	126.6
2층	Price	g당 200달러^	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	Batch	30 (Annual production)	8	11	16	21	26	30	30	30	30
	kg	25 (1 batch size)	140	193	280	368	455	525	525	525	525
	효율		70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
	가동률		27%	37%	53%	70%	87%	100%	100%	100%	100%
반월공장	매출액 (백만달러)			2.6	8.0	11.0	14.2	17.6	24.1	31.0	
3/4층 40%	Price	g당 200달러^		0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
	Batch	10 (Annual production)		1	3	4	5	6	8	10	
	kg	25 (1 batch size)		18	53	70	88	105	140	175	
	효율			70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
	가동률			10%	30%	40%	50%	60%	80%	100%	
반월공장	매출액 (백만달러)			2.6	16.1	30.3	45.4	61.4	78.3	90.0	
3/4층 60%	Price	g당 200달러^		0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
	Batch	30 (Annual production)		1	6	11	16	21	26	29	
	kg	25 (1 batch size)		18	105	193	280	368	455	508	
	효율			70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
	가동률			3%	20%	37%	53%	70%	87%	97%	
합산 매출액 (백만달러)			49.0	76.3	109.7	158.1	206.1	252.7	285.7	323.0	346.3
원/달러 환율			1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
합산 매출액 (십억원)			58.8	91.6	131.7	189.7	247.3	303.3	342.8	387.6	415.5

참고: *, 업계 평균 가격, 2018년 기준 에스티팜 올리고 생산량 및 매출액 기반으로 추정; *, Agilent 공장 Capacity 및 Peak sales 기준으로 추정; Price는 매년 2~5%씩 증가 (시화공장 2%, 반월공장 5%)

자료: 삼성증권 추정

에스티팜 공장별 매출액 추정 주요 가정 및 근거

분류	주요 가정 및 근거
g 당 price	소량 생산 시에 g당 업계 평균 가격은 1,000~20,000달러 시화 공장은 소량 생산 위주로 g당 단가 4,000달러로 추정 (2018년 에스티팜 올리고 생산량 957g, 올리고 매출액 42억원이 추정 근거) 대량 생산 시에 g당 가격은 낮아질 것으로 전망 반월 공장은 대량 생산 위주로 g당 단가 200달러 추정 (경쟁사 Agilent 연간 생산량 500g 기준, 매출액 1억달러가 추정 근거); 반월공장 2층 2021년 이후 280-300달러로 인상 가정
Batch size	시화 공장 1~4kg 생산 가능한 Batch 반월 공장은 25~30kg 생산 가능한 Batch
Annual Capacity	시화 공장 Batch 수는 1Batch로 연간 30 Batch 최대 생산 가능 반월 공장 Batch 수는 1Batch로 연간 25-30 Batch 최대 생산 가능
효율	생산 품목별로 반응에 필요한 용매, 촉매 등의 필요 수량이 다르기 때문에 같은 반응기에서 생산을 할 경우에도 품목별로 생산량 차이

자료: 에스티팜, Agilent, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	98	93	143	176	217
매출원가	95	95	117	128	157
매출총이익	3	-2	26	49	60
(매출총이익률, %)	2.8	-1.7	18.1	27.6	27.6
판매 및 일반관리비	18	25	38	40	0
영업이익	-16	-27	-12	8	60
(영업이익률, %)	-16.0	-28.6	-8.5	4.7	27.6
영업외손익	2	2	14	7	2
금융수익	3	3	15	8	2
금융비용	0	1	2	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-0	0	0	0
세전이익	-13	-25	1	15	61
법인세	-4	-6	-1	3	-8
(법인세율, %)	30.8	25.8	-89.0	22.0	-13.7
계속사업이익	-9	-19	3	12	70
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-9	-19	3	12	70
(순이익률, %)	-9.5	-19.9	1.8	6.7	32.1
지배주주순이익	-9	-19	2	11	65
비지배주주순이익	0	0	0	1	5
EBITDA	-6	-16	1	21	71
(EBITDA 이익률, %)	-6.6	-16.6	0.4	11.9	32.9
EPS (지배주주)	-497	-993	131	585	3,463
EPS (연결기준)	-497	-993	141	631	3,732
수정 EPS (원)*	-497	-993	131	585	3,463

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	11	-31	14	20	79
당기순이익	-9	-19	3	12	70
현금유출입이없는 비용 및 수익	4	8	11	15	2
유형자산 감가상각비	9	11	13	13	11
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	-5	-3	-2	3	-10
영업활동 자산부채 변동	24	-20	2	-4	-0
투자활동에서의 현금흐름	-27	-10	28	-15	-6
유형자산 증감	-27	-6	-12	-15	-5
장단기금융자산의 증감	0	22	27	-2	-3
기타	-0	-26	13	2	2
재무활동에서의 현금흐름	-9	5	-1	-1	-1
차입금의 증가(감소)	-0	18	-2	0	-0
자본금의 증가(감소)	0	-2	0	0	0
배당금	-9	-9	0	0	0
기타	0	-1	0	-1	-1
현금증감	-25	-35	42	4	72
기초현금	72	48	13	54	59
기말현금	48	13	54	59	131
Gross cash flow	-5	-11	14	27	71
Free cash flow	-16	-37	2	5	74

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 에스티팜, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	167	144	151	167	250
현금 및 현금등가물	48	13	54	59	131
매출채권	15	35	21	24	30
재고자산	41	41	58	65	67
기타	64	55	17	19	23
비유동자산	178	197	201	203	197
투자자산	2	4	4	5	5
유형자산	169	172	172	174	168
무형자산	1	8	8	8	8
기타	6	14	17	17	17
자산총계	346	341	352	370	447
유동부채	10	16	22	28	34
매입채무	3	7	11	13	16
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	7	9	11	15	18
비유동부채	4	21	22	23	25
사채 및 장기차입금	0	15	15	15	15
기타 비유동부채	4	6	7	8	10
부채총계	14	37	44	51	59
지배주주지분	332	301	304	315	379
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	171	169	169	169	169
이익잉여금	152	124	126	137	201
기타	-1	-1	-0	-0	-1
비지배주주지분	0	3	4	4	9
자본총계	332	304	308	319	388
순부채	-108	-33	-50	-56	-131

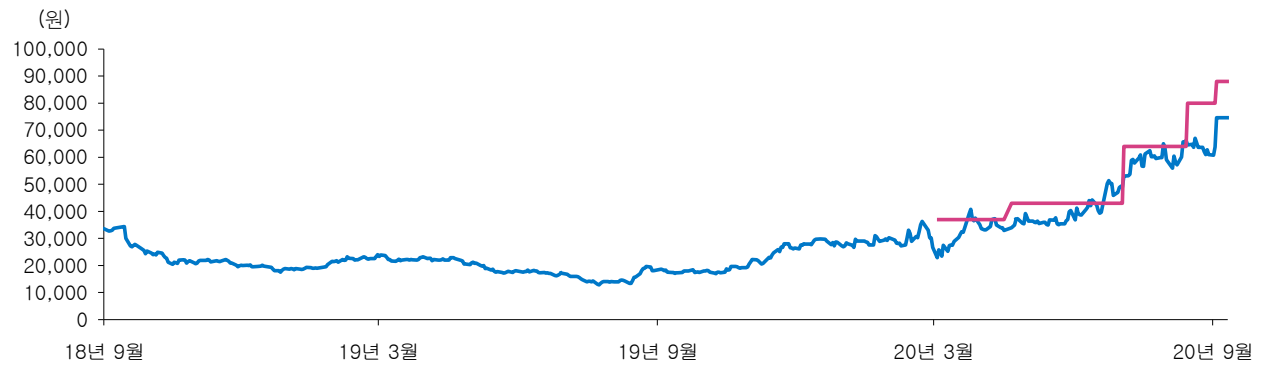
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	-51.8	-4.6	53.6	23.0	23.0
영업이익	적전	적지	적지	흑전	624.8
순이익	적전	적지	흑전	347.6	491.5
수정 EPS**	적전	적지	흑전	347.6	491.5
주당지표					
EPS (지배주주)	-497	-993	131	585	3,463
EPS (연결기준)	-497	-993	141	631	3,732
수정 EPS**	-497	-993	131	585	3,463
BPS	17,773	16,132	16,300	16,886	20,309
DPS (보통주)	500	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	570.4	127.4	21.5
P/B***	4.2	4.6	4.6	4.4	3.7
EV/EBITDA	n/a	n/a	2,123.0	64.0	17.8
비율					
ROE (%)	-2.7	-5.9	0.8	3.5	18.6
ROA (%)	-2.5	-5.4	0.8	3.3	17.0
ROIC (%)	-4.9	-8.5	-9.5	2.6	27.6
배당성향 (%)	-100.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	-32.4	-11.0	-16.2	-17.4	-33.6
이자보상배율 (배)	n/a	-338.6	-13.8	9.4	68.0

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 9월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 9월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2020/3/17	5/4	7/17	8/28	9/17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	37,000	43,000	64,000	80,000	88,000
과리율 (평균)	-11.60	-7.16	-6.41	-20.88	
과리율 (최대/최소)	10.27	19.53	3.44	-16.25	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2020년 6월 30일 기준

매수 (73.4%) | 중립 (26.6%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpoc.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM