



Not Rated

주가(7/6): 50,300원

시가총액: 9,384억원

계약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (7/6)		759.90pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	50,300 원	12,800원
등락률	0.0%	293.0%
수익률	절대	상대
1M	42.3%	41.0%
6M	84.2%	55.4%
1Y	209.5%	172.4%

Company Data

발행주식수	18,656 천주
일평균 거래량(3M)	437천주
외국인 지분율	9.3%
배당수익률(2019)	0.0%
BPS(2019)	16,132원
주요 주주	동아쏘시오홀딩스의 6인 48.9%

투자지표

(십억원)	2016	2017	2018	2019
매출액	200.4	202.8	97.7	93.3
영업이익	77.6	61.8	-15.6	-26.7
EBITDA	88.4	73.4	-6.4	-15.5
세전이익	80.5	59.2	-13.4	-25.0
순이익	61.4	45.0	-9.3	-18.5
지배주주지분순이익	61.4	45.0	-9.3	-18.5
EPS(원)	3,728	2,412	-497	-993
증감률(% YoY)	NA	-35.3	적전	적지
PER(배)	12.0	13.7	-39.9	-30.0
PBR(배)	2.67	1.76	1.11	1.85
EV/EBITDA(배)	8.1	6.6	-40.8	-32.9
영업이익률(%)	38.7	30.5	-16.0	-28.6
ROE(%)	19.6	13.5	-2.7	-5.9
순차입금비율(%)	-36.3	-37.7	-32.4	-15.6

Price Trend



에스티팜 (237690)

RNA 핀수요로 추가 증설 기대



항체 분야에서 공급 CAPA 부족에 따른 삼성바이오로직스의 수혜 케이스와 유사하게 RNAi 치료제 분야는 만성질환으로 확대가 예상됨에 따라 공급 CAPA 부족이 전망된다. 수요 증가 및 수주 확대 등으로 반월공장 3~4층 증설 및 반월공장 앞 주차장 부지를 활용한 추가 건설 CAPA 확대 일정이 앞당겨 질 수 있을 것으로 추측된다.

>>> 수요: 이유 있는 올리고 수주 증가

동사는 RNAi 신약 원료 등에 사용되는 올리고뉴클레오타이드 원료 제조생산 글로벌 탑3 업체로(CAPA 기준) 과거 희귀질환에 국한되었던 RNAi 치료제가 만성질환으로 수요 확대가 예상되며 중장기적 수혜가 예상된다.

'19년 올리고 CDMO 프로젝트 관련 매출은 253억원(YoY +77%)에서 '20년 500억원(YoY +98%)으로 고성장이 전망된다. '21년에는 올리고 관련 매출 보수로 6~700억원이 예상된다. 수주 상황 또한 '19.3분기 수주 총액 \$41mn(QoQ +51%)에서 '19.4분기 \$62mn(QoQ +51%), '20.1분기 \$71mn(QoQ 15%)로 분기마다 증가하고 있다. 지난 6월 유럽 빅파마와 322억 원 공급계약을 맺은 점을 감안할 때 '20.2분기 수주총액은 약 900억원을 넘었을 것으로 예상된다.

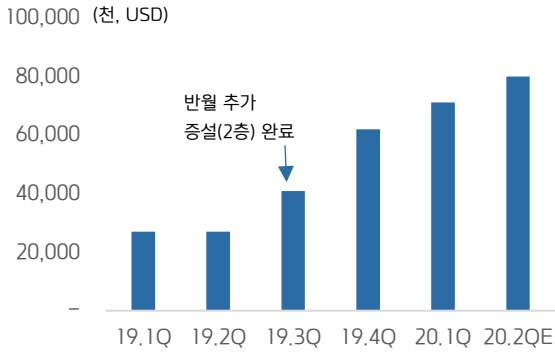
동사의 주요 Oligo 신약 프로젝트 파이프라인 중 심혈관질환 3상은 노바티스의 TQJ230일 것으로 추측되는데, 현재 RNAi 심혈관치료제 3상은 TQJ230만 있기 때문이다. 환자 1인당 연간 960mg의 TQJ230 및 천 만명 투여 가정하면 약 10톤의 약물이 필요할 것으로 보인다. 전세계 5명 중 1명에게서 Lp(a)로 인해 심혈관질환 발생위험이 증가하고 있으며 Lp(a)가 50mg/dL 이상인 사람은 전세계 14억명 가량이 있다.

>>> 공급: 글로벌 CAPA 부족. 공장 증설 필요

글로벌 올리고 CAPA는 3톤 이상으로 추측되는데, Nitto denko 연간 최대 생산 능력은 1.4톤, Agilent 1톤, 에스티팜 0.8톤이다. 반월공장의 2층 CAPA 약 550kg로 총 올리고뉴클레오 프로젝트 20개+ 및 현재 시생산 중인 프로젝트 8개 이상으로 연간 가능한 생산라인 대부분의 수주를 확보한 것으로 추측된다.

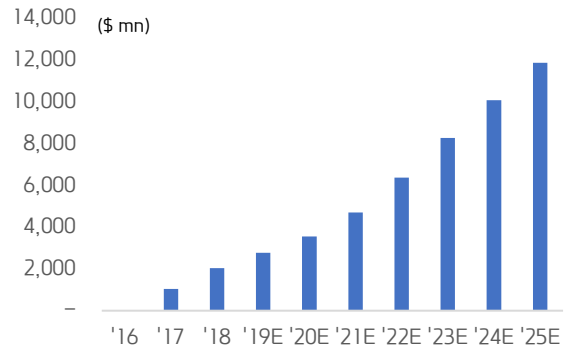
다만, 현재 수주 증가 속도를 감안하면 반월공장 3~4층 추가 증설이 필요할 것으로 보이며, 증설에 장비 주문 제작(8~10개월)/밸리데이션 등 공급까지 약 1년 반 정도 소요될 것으로 전망된다. RNAi 만성질환 신약 성공, 인클리시란 세컨더 확정 및 헌팅턴 치료제 상용화(21년초) 등으로 반월공장 4층까지 수주 확보 가능성이 있다. 그렇게 되면 반월공장 앞 주차장 부지를 활용한 추가 공장 증설 가능성을 배제할 수 없다. 기존 23~24년 추가 공장 건설 계획이 폭발적인 올리고핵산 수요 증가로 앞당겨질 가능성이 있어 보인다. 최근 로슈로부터 올해의 CDMO Award를 수상한 점 또한 추가 수주 확보에 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상된다. 다만, 단기 실적 접근보다는 RNAi 만성질환 치료제 시장 개화에 따른 중장기 성과를 주목할 필요가 있다. TQJ230 3상 결과 '24년, 적응증 확대에 따른 인클리시란의 본격적인 매출 상승은 '24년으로 전망되고 있다.

에스티팜 수주 총액 분기별 추이



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

RNA 치료제 매출 추이 및 전망



주: Spinraza, Inclisiran, Onpatro, Vutrisiran, Fitusiran, RG-6042, Exondys 51, Waylivra, Golodirsen, NuThrax, Imetelstat, AKCEA-APOALRx 합산
 자료: GlobalData, 키움증권 리서치센터

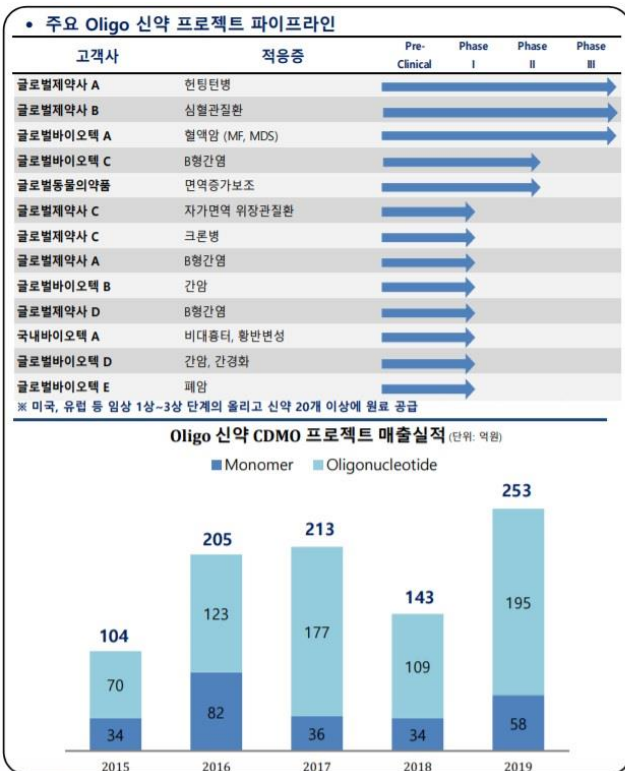
인클리시란 CAPA 관련 언급 내용

In a change of schedule (and topic), Clive Meanwell (*The Medicines Company*) highlighted the truly impressive data from the inclisiran phase II trial in a talk starting with the phrase “Civilization kills” (by cardiovascular disease) and intermixed with musings on drug pricing, sustainability, and the need to expand production capacity for oligonucleotide therapeutics. Treating a projected 1.6 million people with inclisiran would require 6-10 tons of drug/year, while current maximum capacity is 7-10 kg/batch. Capacity increases are clearly needed and already in the works.

Food for thought there... perhaps new methods of enzymatic synthesis for modified oligonucleotides will offer a solution?

자료: Oligonucleotide therapeutics society, 키움증권 리서치센터

올리고와 저분자 CDMO 프로젝트 파이프라인



자료: 에스티팜 IR 자료, 키움증권 리서치센터



공장 스케일업 계획



Mid-small Scale

>100 seq.
For 0.1-5 gram/ea

Oligo Pilot 100
(0.2-4 mmol x3)

DOE study or
low dose clinical



Large-mid Scale

10-30kgs
For 100gr-2kg/ea

2 of AKB synthesizers
(20-200 mmole x2)

Clinical or
(low volume)
Commercial



Large Scale

250-750kgs
For 2kg-25kg/ea

Oligo Process
(200-1,800 mmole)

Commercial
(high volume)

Further Expansion-I
in plan

Planned in YR21-22

Commercial
(high volume)

Further Expansion-II
Available

Planned in YR23-24

Commercial
(high volume)

자료: 에스티팜 홈페이지, 키움증권 리서치센터

반월공장 공장배치도



자료: 에스티팜 홈페이지, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 7월 6일 현재 '에스티팜' 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 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 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%