

2020. 5. 4

헬스케어팀

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

정준영

Research Associate
junyoung.jeong@samsung.com
02 2020 7869

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	43,000원	(30.7%)
현재주가	32,900원	
시가총액	6,137.8억원	
Shares (float)	18,656,000주 (49.7%)	
52주 최저/최고	12,800원/40,800원	
60일-평균거래대금	139.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에스티팜 (%)	13.6	75.0	49.5
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-7.9	78.6	74.0

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	43,000	37,000	16.2%
2020E EPS	-136	-243	-44.0%
2021E EPS	187	374	-50.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	37,000
Recommendation	4.0

BUY★★★★/BUY: 4/HOLD: 3/SELL: 2/SELL★★★★: 1

에스티팜 (237690)

1Q20 적자, 부정적이지 않다.

- 발표실적 vs 직전 추정치: 1Q20 실적은 직전 추정치와 유사. 올리고 매출액은 24억 원으로 직전 추정치 대비 하회했지만, 2020년 552억원 규모의 올리고는 고객사의 임상 스케줄에 맞춰 하반기에 본격적으로 매출로 반영 기대.
- 투자이견 Buy 유지, DCF방식 산출 목표주가 43,000원으로 16.2% 상향: 올리고 기존 수주 규모 확대 및 신규 수주 증가, 코로나19로 인한 저분자 API 수주 확대 기대감 실적 추정에 반영.

실적 해석 및 시사점

1Q20 review: 1Q20 매출액 202억원 (+28.5% y-y), 영업적자 92억원 (적지 y-y), 순손실 46억원 (적지 y-y) 기록. 직전 추정치와 유사한 수준의 실적. 기대했던 올리고 매출은 1Q20 24억원에 그쳤지만, 올리고 수주는 하반기에 본격적으로 반영될 것으로 전망.

2020년 CMO 수주 증가로 4분기부터 흑자전환 기대: 2020년 매출액 1,328억원 (+42.4%), 영업적자 122억원 추정하여 기존 추정치(매출액 1,246억원, 영업적자 127억원) 대비 상향 조정. 추정치 변경 이유는 1) 헌팅턴병 관련 원료 외에 CDMO 수수료 포함 등으로 올리고 부문 2020년 추정 매출액 494억원에서 552억원으로 상향. 2) 코로나19로 인한 긴급 납품 요청 증가로 저분자 부문 매출 성장 기대.

코로나19로 인한 반사이익 기대: 최근 코로나19로 인한 인도, 중국 API 생산 문제로 의약품 수급에 대한 우려 지속. API의 안정적 생산을 위한 리스크 분산 차원에서 에스티팜 저분자 API 수주 늘어날 것으로 기대.

올리고 CMO 신규 수주 증가로 연내 공장 추가 증설 예정: 최근 올리고 신규 프로젝트 다수 계약 체결 (B형 간염 치료제 두 건, 자폐, 신장질환 등) 및 모노머 매출 증가 중. 연내 반월 공장 3, 4층에 올리고 공장 증설 예정.

에스티팜 1Q20 review

(십억원)	1Q20	4Q19	전분기 대비 (%)	1Q19	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
매출액	20	39	(48.8)	16	28.5	n/a	n/a	20	(0.9)
영업이익	(9)	(11)	(13.4)	(8)	21.7	n/a	n/a	(9)	nm
세전이익	(8)	(13)	(39.6)	(7)	13.0	n/a	n/a	(7)	nm
지배주주순이익	(3)	(10)	(65.1)	(5)	(36.1)	n/a	n/a	(5)	nm
이익률 (%)									
영업이익	(45.8)	(27.1)		(48.4)		n/a		(44.1)	
세전이익	(37.9)	(32.2)		(43.1)		n/a		(34.3)	
지배주주순이익	(16.7)	(24.5)		(33.6)		n/a		(26.7)	

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

Valuation 및 실적 추정 요약

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	EPS성장률 (%)	P/E (배)	순부채 (KRWb)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	ROE (%)
2018	98	(16)	(13)	(9)	(497)	적전	(68.3)	(108)	(81.9)	1.9	(2.7)
2019	93	(27)	(25)	(19)	(993)	적지	(34.2)	(33)	(38.8)	2.1	(5.9)
2020E	133	(12)	(6)	(3)	(136)	적지	(249.3)	(71)	(365.1)	2.1	(0.8)
2021E	155	(2)	6	3	187	흑전	181.3	(100)	64.3	2.1	1.2
2022E	185	8	16	9	502		67.7	(104)	31.7	2.0	3.1

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	98	93	133	155	185
매출원가	95	95	111	122	140
매출총이익	3	(2)	22	33	45
(매출총이익률, %)	2.8	(1.7)	16.7	21.2	24.4
판매 및 일반관리비	18	25	34	35	38
영업이익	(16)	(27)	(12)	(2)	8
(영업이익률, %)	(16.0)	(28.6)	(9.2)	(1.1)	4.1
영업외손익	2	2	6	8	9
금융수익	3	3	7	8	9
금융비용	0	1	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(1)	(0)	0	(0)	0
세전이익	(13)	(25)	(6)	6	16
법인세	(4)	(6)	(3)	1	4
(법인세율, %)	30.8	25.8	44.3	22.0	22.0
계속사업이익	(9)	(19)	(3)	5	13
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	(9)	(19)	(3)	5	13
(순이익률, %)	(9.5)	(19.9)	(2.6)	3.1	6.9
지배주주순이익	(9)	(19)	(3)	3	9
비지배주주순이익	0	0	(1)	1	3
EBITDA	(6)	(16)	(2)	8	17
(EBITDA 이익률, %)	(6.6)	(16.6)	(1.2)	5.4	9.1
EPS (지배주주)	(497)	(993)	(136)	187	502
EPS (연결기준)	(497)	(993)	(185)	255	682
수정 EPS (원)*	(497)	(993)	(136)	187	502

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	11	(31)	38	31	20
당기순이익	(9)	(19)	(3)	5	13
현금유출입이없는 비용 및 수익	4	8	7	10	11
유형자산 감가상각비	9	11	11	10	9
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	(5)	(3)	(4)	(0)	2
영업활동 자산부채 변동	24	(20)	31	18	(0)
투자활동에서의 현금흐름	(27)	(10)	(7)	(7)	(1)
유형자산 증감	(27)	(6)	(4)	(4)	(2)
장단기금융자산의 증감	0	22	(5)	(5)	(2)
기타	(0)	(26)	2	2	3
재무활동에서의 현금흐름	(9)	5	(1)	(1)	(1)
차입금의 증가(감소)	(0)	18	0	0	(0)
자본금의 증가(감소)	0	(2)	0	0	0
배당금	(9)	(9)	0	0	0
기타	0	(1)	(1)	(1)	(1)
현금증감	(25)	(35)	33	24	18
기초현금	72	48	13	45	69
기말현금	48	13	45	69	87
Gross cash flow	(5)	(11)	4	15	24
Free cash flow	(16)	(37)	34	22	13

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	193	235	243
현금 및 현금등가물	48	13	45	69	71
매출채권	15	35	40	45	46
재고자산	41	41	46	52	53
기타	64	55	62	70	72
비유동자산	178	197	187	181	174
투자자산	2	4	1	1	1
유형자산	169	172	165	159	152
무형자산	1	8	8	8	8
기타	6	14	14	14	14
자산총계	346	341	381	417	417
유동부채	10	16	59	90	92
매입채무	3	7	8	9	9
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	7	9	51	80	82
비유동부채	4	21	22	22	23
사채 및 장기차입금	0	15	15	15	15
기타 비유동부채	4	6	7	7	8
부채총계	14	37	80	112	115
지배주주지분	332	301	298	302	311
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	171	169	169	169	169
이익잉여금	152	124	121	125	134
기타	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
비지배주주지분	0	3	2	3	6
자본총계	332	304	300	305	318
순부채	(108)	(33)	(71)	(100)	(104)

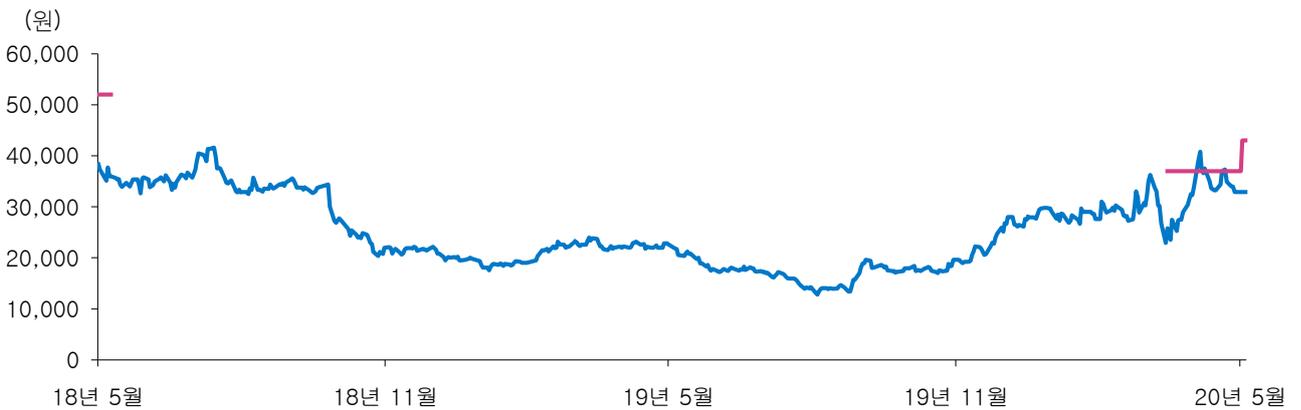
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	(51.8)	(4.6)	42.4	17.0	18.9
영업이익	적전	적지	적지	적지	흑전
순이익	적전	적지	적지	흑전	167.8
수정 EPS**	적전	적지	적지	흑전	167.8
주당지표					
EPS (지배주주)	(497)	(993)	(136)	187	502
EPS (연결기준)	(497)	(993)	(185)	255	682
수정 EPS**	(497)	(993)	(136)	187	502
BPS	17,773	16,132	15,996	16,183	16,685
DPS (보통주)	500	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	n/a	175.7	65.6
P/B***	1.9	2.0	2.1	2.0	2.0
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	61.9	30.6
비율					
ROE (%)	(2.7)	(5.9)	(0.8)	1.2	3.1
ROA (%)	(2.5)	(5.4)	(1.0)	1.2	3.1
ROIC (%)	(4.9)	(8.3)	(2.8)	(0.6)	3.0
배당성향 (%)	(100.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	(32.4)	(11.0)	(23.5)	(32.7)	(32.6)
이자보상배율 (배)	n/a	(338.6)	(19.8)	(2.8)	12.3

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 4월 29일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 4월 29일 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	2018/1/23	2020/3/17	5/4
투자의견	BUY	BUY	BUY
TP (원)	52,000	37,000	43,000
과리율 (평균)	(18.51)	(11.60)	
과리율 (최대or최소)	(9.23)	10.27	

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 3월 31일 기준

매수 (75%) | 중립 (25%) | 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