



# BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원

주가 (07/28): 106,800원

시가총액: 19,925억 원

계약바이오  
Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

## StockData

KOSDAQ (7/28)		1,035.68pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	143,500원	56,000원	
등락률	-25.6%	90.7%	
수익률	절대	상대	
	1M	-2.1%	-3.8%
	6M	24.6%	15.7%
	1Y	75.4%	36.8%

## Company Data

발행주식수	18,656	전주
일평균 거래량(3M)	379	전주
외국인 지분율	0.0%	
배당수익률(2021E)	0.0%	
BPS(2021E)	16,292원	
주요 주주	동아쏘시오홀딩스 외 4 인	46.9%

## 투자지표

(십억 원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	93.3	124.1	176.0	212.2
영업이익	-26.7	-18.8	9.9	25.9
EBITDA	-15.5	-4.7	30.3	47.3
세전이익	-25.0	-16.8	9.2	26.1
순이익	-18.5	-13.2	8.8	20.4
지배주주지분순이익	-18.5	-12.1	8.1	18.8
EPS(원)	-993	-651	435	1,008
증감률(% YoY)	적지	적지	흑전	131.8
PER(배)	-	-	241.6	104.2
PBR(배)	1.85	6.56	6.45	6.07
EV/EBITDA(배)	-	-	64.6	41.1
영업이익률(%)	-	-	5.6	12.2
ROE(%)	-	-	2.7	6.0
순차입금비율(%)	-	-	-	-

## Price Trend



# 에스티팜 (237690)

## 올리고로 실적 올리고



2분기 올리고 CMO 매출 증가로 5년만에 매출총이익률이 40%대로 점프업 되었습니다. 하반기에도(특히 4분기) 올리고 CMO 매출 증가가 예상되어 올해 흑자전환이 가능할 것으로 보입니다. 하반기 제2 올리고동 증설 계획 발표 및 연말 mRNA 백신 임상 진입, 에이즈 신약 1상 결과 발표 등 다수의 모멘텀을 보유하고 있습니다.

### >>> 고마진의 올리고 매출 증가로 양호한 실적 기록

2분기 매출액은 404억원(YoY +20%), 영업이익 49억원(YoY 흑전, OPM 12%)으로 당사 추정 영업이익 30억원을 상회하였다. 고마진의 올리고 CMO 매출이 207억원(YoY +74%, QoQ +143%)으로 성장하였는데, **임상용 원료 공급만으로 올리고 사업부 성장하며 전체 실적 흑자전환에 기여한 것**이다. 올리고 매출 증가로 인하여 '16년 이후 **5년만에 2분기 매출총이익률은 42%**로 전년동기 매출총이익률 15%에서 수익성이 대폭 개선되었다는 점에서 긍정적이다.

인수한 유럽 CRO 자회사의 실적 또한 글로벌 제약/바이오 업체들의 임상 개발이 증가로 CRO 업계 호황에 따라 5월부터 누적 흑자 전환하며 양호한 실적을 기록하였다.

급여성 비용(48억원 YoY +26%) 증가와 연구개발비(42억원 YoY +24%) 투자 확대 영향으로 판관비 121억원(YoY +21%)으로 증가하였으나 판관비율 30%의 큰 변화는 없었다.

### >>> mRNA 임상 진입 및 올리고동 증설 결정 기대

mRNA 원액(DS) 연간 480만 도즈 생산 가능한 설비가 지난 5월 완공되었으며, 11월경 연간 약 1,000만 도즈 생산이 가능한 생산 설비가 완료될 예정이다. **mRNA 백신은 7월말 면역원성 전임상 데이터 발표 및 11~12월경 1상 진입**이 가능할 것으로 보인다. 변이 바이러스 타겟 백신 후보물질은 3분기내로 도출될 것으로 전망한다.

'24년 B형간염치료제 상업화로 관련 원료 수급 급증이 예상되어 **제2의 올리고동이 올해 하반기 증설 결정 및 '22년 본격 증설이 시작** 될 것으로 추정된다. 올리고 CMO 매출이 하반기 특히, 4분기에 집중되어

올해 연간 매출액은 1,760억원(YoY +42%), 영업이익은 99억원(YoY 흑전, OPM 6%)으로 흑자 전환이 예상된다. 신약 파이프라인에서는 최근 국제 학술지에 전임상 결과 게재되며, 바이러스 증식 차단하여 완치가 기대되는 기전의 에이즈 치료제 STP0404의 **1상 결과가 올해 하반기로** 예정되어 있다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 13만원 상향

mRNA의 시장 개화 및 siRNA 치료제 성장 지속성을 감안하여, 영구성장률을 기존 0%에서 2% 적용 및 실적 상향 조정하여 동사에 대한 목표주가를 13만원으로 상향한다.

실적 세부 내역 1

(단위, 억 원)

구 분	1Q21	2Q21P	키움증권 추정치	차이
매출액	272.6	403.6	459.0	-12%
yoy	35.2%	19.5%	35.9%	
영업이익	(65.1)	48.8	30.4	60%
yoy	적지	흑전	흑전	
OPM	-	12.1%	6.6%	
지배주주순이익	(50.2)	53.6	(35.6)	-

자료: 키움증권 리서치센터

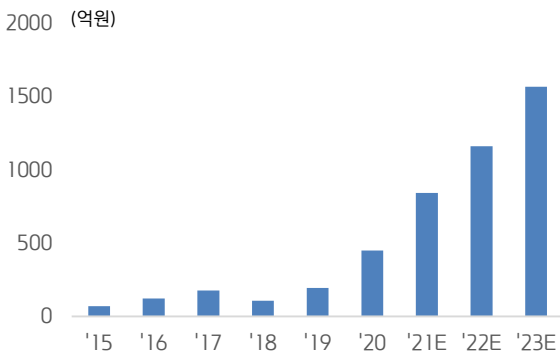
올리고 뉴클레오타이드 공장별 실적 추정

(단위, 백만원)

구 분	2020	2021	2022	2023	...	2030	
반월공장 2층 (시화 포함)	실 생산 규모(kg)	60	115	200	360		640
	가격(g, 달러)	638	638	450	300		200
	가동율(%)	12%	23%	40%	60%		80%
	매출액	45,958	84,416	103,680	126,684		150,144
3~4층 1차 증설	실 생산 규모(kg)			25	75		500
	가격(g, 달러)			200	200		200
	60% 가동율(%)			5%	15%		100%
	매출액	-	-	5,760	17,595		117,300
3~4층 1차 증설	실 생산 규모(kg)			13	38		225
	가격(g, 달러)			200	200		200
	40% 가동율(%)			5%	15%		90%
	매출액	-	-	2,880	8,798		52,785
확정 사용 수수료			4,000	4,000		-	
<b>매출액</b>	<b>45,958</b>	<b>84,416</b>	<b>116,320</b>	<b>157,077</b>	...	<b>320,229</b>	

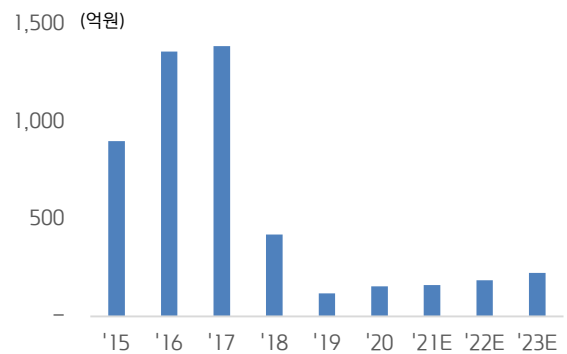
자료: 키움증권 리서치센터

올리고 뉴클레오타이드 매출 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

저분자 원료 매출 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 내역

(단위, 억 원)

	2021	2022	2023	2024	...	2030
EBIT	99	259	324	429		1,464
YoY			25%	32%		1%
Tax	5	70	88	116		395
NOPLAT	94	189	237	313		1,069
+ Depreciation	108	105	106	113		131
- CAPEX	58	250	250	20		20
- Changes in working capital	60	139	0	49		58
FCF	85	(95)	93	357	...	1,122
NPV	3,482					
PV of Terminal Value	20,737					
합산가치(억 원)	24,219					
유통주식수(천 주)	18,656					
<b>목표주가</b>	<b>130,000</b>					

가정	
WACC	7.2%
영구성장율	2.0%
Tax Rate	27%

자료: 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

구분	협력기관	작용 기전 등 내용	특징	개발 단계
STP0404 (AIDS 치료제)	미국 Emory 대학, 콜라라도 주립대학	- 에이즈 완치 메커니즘 ALLINI (Allosteric Integrase Inhibitor) 규명중 - 기존 에이즈 치료제 내성 극복 기전 - 1일 1회 경구 투여 외 장기 지속 주사제 개발 중	First in Class Small molecule	유럽 (프랑스) 1 상
STP1002 (항암제)	콜로라도 주립대학, 한국원자력의학원	- 텐키라제(tankyrase)효소 저해제 - KRAS/NRAS 돌연변이 유전자형 환자와 어비투스 무반응 내성 환자에게 적합한 경구용 대장암치료제 - 대장암 외 비소세포성폐암, 간암 등 적응증 확장 - 기존 면역 항암제 등과 병용투여 시험이 진행 중	First in Class Small molecule	미국 1 상
NASH 치료제	한국화학연구원	- 신규기전을 이용한 First-in-class 비알콜성지방간염 치료제 개발 중	First in Class Small molecule	비임상 (전임상 패키지 준비)
경구용 헤파린	B&L Deli Pharm	- 주사제의 부작용과 불편함을 해소한 경구용 헤파린 - 항응고, 심부정맥혈전증, 취장암 등 다양한 적응증에 적용할 수 있는 치료제 개발	First in Class Macro molecule	비임상 (전임상 패키지 준비)
COVID-19 및 당기열 치료제	OncoCross	- AI 플랫폼을 이용한 신규기전 First-in-class 항바이러스 치료제 개발	First in Class Small molecule	후보물질 발굴 완료
인플루엔자 치료제	한국화학연구원	- Polymerase basic 1(PB1) 타겟 First-in-class 인플루엔자 치료제 개발	First in Class Small molecule	후보물질 발굴 완료
기타 (2개)	비공개	- First-in-class 염증성 장질환 치료제 및 창상 치료제	First in Class Small molecule	후보물질 발굴 중

자료: 키움증권 리서치센터

반월공장 공장배치도



자료: 에스티팜 홈페이지, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	93.3	124.1	176.0	212.2	258.7
매출원가	94.9	104.1	109.8	122.2	148.9
매출총이익	-1.6	20.0	66.2	90.0	109.8
판관비	25.1	38.8	56.3	64.1	77.4
<b>영업이익</b>	-26.7	-18.8	9.9	25.9	32.4
<b>EBITDA</b>	-15.5	-4.7	30.3	47.3	48.9
영업외손익	1.7	2.0	-0.6	0.1	0.2
이자수익	1.3	0.6	0.6	0.7	0.7
이자비용	0.1	0.6	0.6	0.6	0.6
외환관련이익	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5
외환관련손실	0.7	3.5	3.2	3.2	3.2
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.3	3.9	1.1	1.7	1.8
<b>법인세차감전이익</b>	-25.0	-16.8	9.2	26.1	32.6
법인세비용	-6.4	-3.7	0.5	5.7	7.1
계속사업손손익	-18.5	-13.2	8.8	20.4	25.5
<b>당기순이익</b>	-18.5	-13.2	8.8	20.4	25.5
<b>지배주주순이익</b>	-18.5	-12.1	8.1	18.8	23.6
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-4.5	33.0	41.8	20.6	21.9
영업이익 증감율	흑전	-29.6	-152.7	161.6	25.1
EBITDA 증감율	흑전	-69.7	-744.7	56.1	3.4
지배주주순이익 증감율	흑전	-34.6	-166.9	132.1	25.5
EPS 증감율	적지	적지	흑전	131.8	25.2
매출총이익율(%)	-1.7	16.1	37.6	42.4	42.4
영업이익률(%)	-28.6	-15.1	5.6	12.2	12.5
EBITDA Margin(%)	-16.6	-3.8	17.2	22.3	18.9
지배주주순이익률(%)	-19.8	-9.8	4.6	8.9	9.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-30.5	-20.9	-11.1	12.6	17.4
당기순이익	-18.5	-13.2	8.8	20.4	25.5
비현금항목의 가감	7.8	13.0	18.4	24.5	21.0
유형자산감가상각비	11.1	14.0	20.3	21.2	16.3
무형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-3.4	-1.1	-2.0	3.2	4.6
영업활동자산부채증감	-20.1	-20.8	-37.7	-26.7	-22.1
매출채권및기타채권의감소	-18.6	-6.7	-19.5	-13.6	-17.5
재고자산의감소	0.0	-8.2	-19.0	-13.2	-5.2
매입채무및기타채무의증가	3.8	-2.5	1.2	0.7	1.2
기타	-5.3	-3.4	-0.4	-0.6	-0.6
기타현금흐름	0.3	0.1	-0.6	-5.6	-7.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	-9.8	-69.1	3.9	3.9	3.9
유형자산의 취득	-6.2	-17.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.1	-0.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.8	-5.9	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	7.8	-49.8	0.0	0.0	0.0
기타	-9.9	4.0	3.9	3.9	3.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	5.3	115.9	-2.5	-2.5	-2.5
차입금의 증가(감소)	15.0	118.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-9.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.4	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
기타현금흐름	0.1	-0.1	1.5	1.5	1.5
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-34.9	25.8	-8.1	15.6	20.4
기초현금 및 현금성자산	47.7	12.8	38.6	30.6	46.1
기말현금 및 현금성자산	12.8	38.6	30.6	46.1	66.5

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	144.2	235.6	266.5	309.5	353.2
현금 및 현금성자산	12.8	38.6	30.6	46.1	66.5
단기금융자산	52.2	102.0	102.0	102.0	102.0
매출채권 및 기타채권	35.7	46.7	66.2	79.8	97.3
재고자산	40.9	45.4	64.4	77.6	82.8
기타유동자산	2.6	2.9	3.3	4.0	4.6
<b>비유동자산</b>	196.5	210.0	189.6	168.2	151.8
투자자산	3.7	9.6	9.6	9.6	9.6
유형자산	170.1	174.3	154.1	132.9	116.5
무형자산	9.1	10.0	9.9	9.7	9.6
기타비유동자산	13.6	16.1	16.0	16.0	16.1
<b>자산총계</b>	340.6	445.6	456.1	477.7	505.0
<b>유동부채</b>	16.2	18.6	19.9	20.6	21.8
매입채무 및 기타채무	13.2	9.8	11.1	11.8	13.1
단기금융부채	0.4	0.9	0.9	0.9	0.9
기타유동부채	2.6	7.9	7.9	7.9	7.8
<b>비유동부채</b>	21.2	130.2	130.2	130.2	130.2
장기금융부채	15.6	126.0	126.0	126.0	126.0
기타비유동부채	5.6	4.2	4.2	4.2	4.2
<b>부채총계</b>	37.4	148.8	150.1	150.8	152.0
<b>자본지분</b>	300.8	295.3	303.9	323.3	347.3
자본금	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
자본잉여금	168.7	174.9	174.9	174.9	174.9
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-0.8	-0.6	0.0	0.5	1.0
이익잉여금	123.6	111.6	119.7	138.6	162.1
비지배지분	2.4	1.4	2.1	3.7	5.6
<b>자본총계</b>	303.2	296.8	306.0	326.9	352.9

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-993	-651	435	1,008	1,263
BPS	16,125	15,830	16,292	17,327	18,617
CFPS	-575	-8	1,459	2,407	2,492
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-	-	241.6	104.2	83.2
PER(최고)	-	-	333.8	-	-
PER(최저)	-	-	151.7	-	-
PBR	1.85	6.56	6.45	6.07	5.65
PBR(최고)	1.94	7.49	8.91	-	-
PBR(최저)	0.76	1.32	4.05	-	-
PSR	5.96	15.60	11.14	9.24	7.58
PCFR	-	-	72.0	43.7	42.2
EV/EBITDA	-	-	64.6	41.1	39.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-5.4	-3.3	1.9	4.4	5.2
ROE	-5.9	-4.1	2.7	6.0	7.0
ROIC	-11.5	-6.6	3.5	7.2	8.8
매출채권회전율	3.6	3.0	3.1	2.9	2.9
재고자산회전율	2.3	2.9	3.2	3.0	3.2
부채비율	12.3	50.1	49.0	46.1	43.1
순차입금비율	-16.2	-4.6	-1.8	-6.5	-11.8
이자보상배율	-338.6	-29.2	15.3	40.2	50.3
총차입금	16.0	126.9	126.9	126.9	126.9
순차입금	-49.0	-13.7	-5.6	-21.2	-41.6
NOPLAT	-15.5	-4.7	30.3	47.3	48.9
FCF	-41.4	-40.8	-8.0	15.0	19.7

Compliance Notice

- 당사는 7월 28일 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

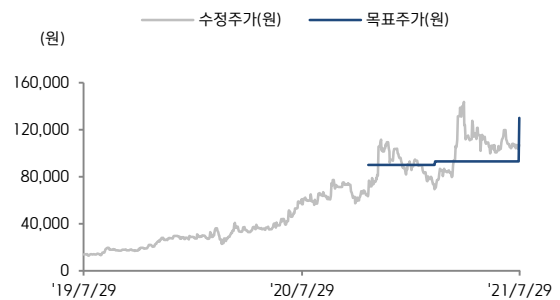
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
에스티팜 (237690)	2020-11-17	BUY(Initiate)	90,000원	6개월	-0.34	23.89
	2021-03-09	BUY(Maintain)	93,000원	6개월	13.58	54.30
	2021-07-29	BUY(Maintain)	130,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%