

에스티팜 (237690.KQ)	단기 주가 상승	증장기 주가 상승	단기 주가 하락	
	단기 주가 박스권	High risk / High return	Attention	현재주가 77,300원
Analyst 하태기				

대규모 공장증설, 추가적인 주가상승으로 연결될 것이다

올리고와 mRNA API 생산캐파 확대로 성장 비전 마련

동사는 대규모로 API 생산 캐파 투자를 통해 장기 성장기반을 마련하고 있다.

첫째, 올리고뉴클레오타이드(Oligonucleotide) 공장을 대규모로 확장 중이다. 현재 생산CAPA(반월 CAPA 750kg, 시화 50kg)에서 1차로 2021년말까지 반월공장 3~4층에 800kg규모 증설을 진행하고 있다. 2차로 3~4층의 나머지 공간에 2022년 상반기까지 400kg 증설하여 2t까지 확대할 예정이다. 급성장하는 올리고 API 수요에 맞추기 위해서 반월공장 나머지 부지에 3차 공장증설도 계획하고 있다. 이렇게 되면 세계 1~2위의 올리고뉴클레오타이드 전문기업으로 확고하게 자리잡을 전망이다.

둘째, mRNA 공장 건설도 진행 중이다. 현재 기존 반월공장을 전용, 설비를 들이고 있다. 생산 CAPA는 1차로 20만도즈이고, 향후 2차 증설 시 1.2억도즈까지 확대하는 방안을 검토 중이다. 2021년 4~5월에는 시생산을 거쳐 시생산 데이터를 확보하고, 이를 기반으로 2021년 하반기부터는 mRNA 수주를 진행할 가능성이 있다.

주가는 10만원대 이상으로 레벨업 될 여력이 충분하다

대규모 선 공장투자로 글로벌 수출을 늘려가는 삼성바이오로직스의 성장패턴을 참고할 수 있다. 에스티팜도 비슷한 전략으로 평가되고, 주가도 비슷한 추이를 보일 가능성이 있다.

동사의 올리고기반 API와 mRNA 공장 CAPA 기준, 에스티팜의 기업가치를 평가해 보았다. 우선 올리고 CAPA 2.0t 기준, 올리고 API단가 2억원/1kg, 가동률 65%, 영업이익률 45%, 세율 22%의 가정으로 추정된 순이익은 684억원이다. 그리고 mRNA CAPA 1.2억도즈 API 기준으로, 단가 1,000원/도즈(보수적), 가동률 70%, 영업이익률 35%, 세율 22%의 가정으로 추정된 순이익은 294억원이다. 합산순이익에 PER 40배, 기업가치 할인률 30%로 추정된 4~5년후(2024~2025년) 에스티팜의 기업가치는 25,186억원이다(표1 참고). **기업가치를 주가로 환산하면 130,000원대 수준이다.**

따라서 동사의 주가는 글로벌 시장에서의 성장비전을 반영, 10만원대 이상으로 레벨업 될 가능성이 높아 보인다. 현 주가수준에서 매수하는 전략이 유효하다

Financial Data											
	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	97.7	-15.6	-13.4	-9.3	-497	적전	-6.4	-39.9	-40.8	1.1	-2.7
2019	93.3	-26.7	-25.0	-18.5	-993	적지	-15.5	-30.0	-32.7	1.8	-5.9
2020p	124.2	-18.8	-16.8	-14.0	-751	적지	-7.0	-94.3	-184.6	7.2	-4.7
2021E	176.0	1.5	3.6	2.7	90	흑전	13.3	789.1	97.4	7.1	0.9
2022E	216.0	15.9	18.1	17.8	596	563.9	27.8	118.9	46.2	6.7	5.8

자료 : 에스티팜, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

공격적인 공장개파 증설로 성장비전은 밝다

향후 올리고뉴클레오타이드(Oligonucleotide) API수요는 폭발적으로 증가할 전망이다.

에스티팜 IR자료에 따르면 올리고기반 치료제로 동맥경화증제 Pelacarsen(노바티스 3상중), B형간염치료제 JNJ-3989(존슨앤존슨, 3상 예정), 심혈관질환제 AKCEA-APOCⅢ(IONIS, 3상중), 고혈압제 ALN-AGT(일라 일람, 2상 예정)가 상업화 될 경우에, **4품목의 올리고 기반 API 글로벌 수요는 30t에 달할 것으로 추정**되고 있다. 이와 같이 올리고기반 글로벌 1~2위 기업인 에스티팜의 API 매출은 크게 증가할 수 있는 환경이다.

수출공급계약도 증가하고 있다. 2020년 9월 16일에 글로벌 신약개발 제약사에 2021년분 상업용 올리고핵산치료제 원료공급계약(459억원, 계약기간은 2022년 2월까지)을 체결했다. 추가로 2022년부터 2027년까지 6년간 매년 최소 100kg 이상의 원료의약품을 공급하게 되며 계약기간은 연장될 수 있다. 올리고핵산 기반 고지혈증제 인클리시란(노바티스)의 세컨드 벤드로 추정되고, 상업화 시 매년 500억원 이상의 매출이 발생할 것으로 추정된다. 그 이후에도 다양한 지역과 제약사와 올리고 API 공급계약을 맺고 있다.

실제로 에스티팜 올리고 기반 시료 수주가 급성장 중이다. 2019년 253억원이고, 2020년에는 452억원으로 78.8% 증가했다. 2020년 6월말 올리고 시료 수주잔고가 615억원, 2020년 12월 기준 1,972억원이다. 2020년에만 1,582억원 증가했다. 올리고 기반 글로벌 API 1~2위 업체인 동사의 매출액 성장전망은 매우 밝다고 볼 수 있다.

mRNA 기반 API 공장설비도 건설 중이다. 다만 시장추정에는 변수가 많다. 현재로서는 코로나19백신 API에서 발생하고, 장기적으로는 항암제백신 시료 매출이 발생할 수 있다. **코로나19백신 중심으로 향후 mRNA API수요도 꾸준히 증가할 것으로 예상**된다.

신증설 CAPA 완성 시 매출액과 이익은 어느정도 성장할 수 있을까?

생산 CAPA 확대에 실현할 수 있는 매출액(윤곽)을 몇가지 가정으로 추정해 보았다.

첫째, 올리고기반 공장만 보면, 동사의 2차 공장증설이 완료될 경우 생산 CAPA는 2t이다. 2024~2025년 전후에 2차증설 공장이 정상 가동될 경우, 2t중에서 1t는 상업생산, 나머지 1t는 시험용 시료생산, 가동률 65% 내외(보수적)로 가정했다. 현재 500kg당 단가가 1천억원, 2억원/kg이다. 대량생산 시 가격하락을 감안 1.5억원/kg으로 가정했다. 이 경우 매출액은 1,950억원이고, OPM을 45%(보수적)로 보면 영업이익은 878억원이다(표1참고).

둘째, mRNA공장의 경우 1차 공장 완공 시 CAPA는 20만도즈/월로 보면 연간 240만도즈가 된다. 코로나백신 API로 대입해서 매출액을 추정해 보았다. 완제품 1도즈당 가격을 2만원, API가격을 제품가의 5%(극히 보수적)로 가정하면 1천원/도즈 이다. CAPA 240만도즈에 추가해서, 2차공장이 완성되면 CAPA는 1.2억도즈가 된다. 여기에 가동률 70% 가정시 매출액이 840억원이다. 그런데 현재 임상 시료 판매단가는 mmg당 1,500달러로 고가이다. 상업화 시 가격은 떨어질 것이다. 영업이익은 OPM 35%로 적용, 294억원이 된다.

[리스크요인]

동사의 리스크 요인은 미래 수요증가를 예상하고 공장을 대규모로 확장하는 것과 관련된 것이다. 따라서 리스크요인은 예상치 못한 사정으로 실제 수요가 발생하지 않아 공장 가동률이 크게 낮을 경우이다. 현재 자금상황을 보면 2020년 9월 말 보유 순현금자산이 -300억원내외 였으나, 2020년 12월에 전환사채 1,100억원 발행했다. 전환가능기간은 2021년 12월 11일~2025년 11월 11일이고, 전환 행사가격은 98,183원이다. 현재 자금 사정은 좋은 편이다. 당장 오버행도 없다.

[표 1] 에스티팜 올리고 API 생산 CAPA 기준 주가 밸류에이션 (단위: 억원)

	2020년	2022년	2024~2025년	비고
올리고 사업가치				
올리고 API 생산 CAPA(kg)	800	1,600	2,000	
가동률			65%	2t중 1t은 상업생산 가정
가동률 기준 매출액			1,300	
단가(2억원/1kg)			1.5	현재 1천억원/500kg
매출액			1,950	
영업이익률			45%	
영업이익			878	
세금			22%	
순이익			684	
mRNA공장 및 사업 가치				
공장 CAPA(만도즈)			12,000	
단가(원/도즈)			20,000	
가동률			70%	
API비중			5%	보수적 가정
가동률 기준 매출액			840	
영업이익률			35%	
영업이익			294	
세율			22%	
순이익			229	
합산 순이익			914	
PER(배)			40	삼성바이오로직스 2021E PER 126.8배
추정시가총액			36,551	
불확실성 할인율			30%	
추정시가총액			25,586	
순차입금(2021년말 기준)			400	
적정 시가총액			25,186	
발행주식수(주)			18,656,000	2020년 전환사채 1,100억원 발행
정적주가(원)			135,000	(전환가 98,183원, 가능주식수 1,120,356주)
전환가정시 정적주가(원)			132,914	(+전환주식수,+전환사채 현금) 고려

자료: 에스티팜, 상상인 증권

밸류에이션에서 표와 같이 PER은 40배를 적용했다. 글로벌 올리고생산 기업 중 정확한 peer기업이 없다. 이 부문 글로벌 1위 니토덴코 아베시아(CAPA1.4t, 증설?)는 비상장기업이다. 2위 에질런트(현재 CAPA 1t, 2022년말 2t)는 상장기업이지만 전체 사업 중 올리고 사업비중이 너무 낮다. 따라서 생산제품은 다르지만 사업전략이 비슷한 삼성바이오로직스와 비교했다. 삼성바이로직스의 2021년 PER 컨센서스는 126.8배이다. 보수적인 관점에서 에스티팜의 PER을 40배 적용했지만 훨씬 높게 적용해도 가능한 상황이다.

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	167.3	144.2	154.4	152.1	173.6
현금 및 현금성자산	47.7	12.8	21.4	8.0	27.0
매출채권 및 기타채권	15.3	35.5	33.9	41.0	50.3
재고자산	40.7	40.9	44.2	48.2	41.4
기타유동자산	63.6	54.9	54.9	54.9	54.9
비유동자산	178.2	196.9	199.2	208.7	218.6
관계기업투자등	0.5	1.2	1.7	2.3	2.9
유형자산	169.1	171.7	168.2	168.2	170.7
무형자산	1.4	8.0	8.0	8.0	7.9
자산총계	345.5	341.1	353.6	360.8	392.2
유동부채	10.0	16.2	16.3	20.8	24.3
매입채무 및 기타채무	5.5	10.8	10.9	15.4	18.9
단기금융부채	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6
기타유동부채	4.4	4.8	4.8	4.8	4.8
비유동부채	4.0	21.2	41.2	41.3	51.3
장기금융부채	0.1	15.6	35.6	35.6	45.6
기타비유동부채	3.9	5.6	5.7	5.7	5.7
부채총계	13.9	37.4	57.5	62.1	75.6
지배주주지분	331.6	301.0	293.4	296.0	313.8
자본금	9.3	9.3	14.9	14.9	14.9
자본잉여금	171.3	168.9	168.9	168.9	168.9
이익잉여금	151.6	123.6	109.6	112.2	130.0
비지배주주지분(연결)	0.0	2.7	2.7	2.7	2.7
자본총계	331.6	303.7	296.1	298.8	316.6

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	11.6	-29.6	11.7	-0.9	33.9
당기순이익(손실)	-9.3	-18.5	-14.0	2.7	17.8
비현금수익비용가감	4.0	7.8	27.3	3.0	15.2
유형자산감가상각비	9.2	11.1	11.8	11.8	11.9
무형자산상각비	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	0.3	0.4	15.5	-8.9	3.2
영업활동 자산부채변동	24.3	-19.2	-1.6	-6.6	1.0
매출채권 감소(증가)	14.6	-18.6	1.7	-7.1	-9.3
재고자산 감소(증가)	20.0	0.0	-3.3	-4.0	6.8
매입채무 증가(감소)	0.0	3.8	0.1	4.5	3.5
기타자산, 부채변동	-10.3	-4.3	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-26.8	-9.8	-8.8	-12.5	-15.0
유형자산처분(취득)	-27.1	-6.0	-8.3	-11.7	-14.4
무형자산 감소(증가)	-0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-0.8	5.4	-0.4	-0.7	-0.5
기타투자활동	1.2	-9.2	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-9.8	4.4	5.6	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	-0.8	13.7	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-9.3	-9.3	5.6	0.0	0.0
배당금의 지급	9.3	9.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-24.6	-34.9	8.6	-13.4	19.0
기초현금	72.3	47.7	12.8	21.4	8.0
기말현금	47.7	12.8	21.4	8.0	27.0

자료: 에스티팜, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	97.7	93.3	124.2	176.0	216.0
매출원가	95.0	94.9	114.3	145.2	170.6
매출총이익	2.8	-1.6	9.9	30.8	45.4
판매비와 관리비	18.4	25.1	28.7	29.3	29.5
영업이익	-15.6	-26.7	-18.8	1.5	15.9
(EBITDA)	-6.4	-15.5	-7.0	13.3	27.8
금융손익	3.0	2.1	1.3	1.5	1.6
이자비용	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.7	-0.3	0.6	0.7	0.7
세전계속사업이익	-13.4	-25.0	-16.8	3.6	18.1
계속사업법인세비용	-4.1	-6.4	-2.8	0.9	0.3
계속사업이익	-9.3	-18.5	-14.0	2.7	17.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-9.3	-18.5	-14.0	2.7	17.8
지배주주	-9.3	-18.5	-14.0	2.7	17.8
총포괄이익	-9.8	-18.6	-14.0	2.7	17.8
매출총이익률 (%)	2.8	-1.7	8.0	17.5	21.0
영업이익률 (%)	-16.0	-28.6	-15.1	0.9	7.3
EBITDA마진률 (%)	-6.6	-16.6	-5.6	7.6	12.9
당기순이익률 (%)	-9.5	-19.9	-11.3	1.5	8.2
ROA (%)	-2.5	-5.4	-4.0	0.8	4.7
ROE (%)	-2.7	-5.9	-4.7	0.9	5.8
ROIC (%)	-5.1	-8.1	-5.3	0.4	5.6

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	-39.9	-30.0	-94.3	789.1	118.9
P/B	1.1	1.8	7.2	7.1	6.7
EV/EBITDA	-40.8	-32.7	-184.6	97.4	46.2
P/CF	n/a	n/a	99.2	375.6	64.2
배당수익률 (%)	2.5	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-51.8	-4.6	33.2	41.7	22.7
영업이익	적전	적지	적지	흑전	957.3
세전이익	적전	적지	적지	흑전	400.9
당기순이익	적전	적지	적지	흑전	563.9
EPS	적전	적지	적지	흑전	563.9
안정성(%)					
부채비율	4.2	12.3	19.4	20.8	23.9
유동비율	1,680.7	888.3	948.0	730.4	713.6
순차입금/자기자본	-32.4	-16.1	-12.7	-8.1	-10.4
영업이익/금융비용	n/a	-338.6	-297.8	20.0	197.6
총차입금 (십억원)	0.1	16.2	36.2	36.2	46.2
순차입금 (십억원)	-107.6	-48.9	-37.5	-24.1	-33.1
주당지표(원)					
EPS	-497	-993	-751	90	596
BPS	17,773	16,132	9,816	9,905	10,501
CFPS	n/a	n/a	714	188	1,103
DPS					

Stock Data

KOSDAQI(03/11)	925.49pt
시가총액	14,421억원
발행주식수	18,656천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	111,500/22,900원
90일 일평균거래대금	352억원
외국인 지분율	1.2%
배당수익률(20.12E)	0.0%
BPS(20.12E)	9,816원

주가수익률

(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	-11.6	-21.7	12.7	114.5
상대수익률	-7.6	-16.5	-10.7	63.8

주주구성

동아쏘시오홀딩스 (외 7 인)	48.9%
에스티팜우리사주 (외 1 인)	1.4%
에스티팜우리사주 (외 1 인)	1.4%

Stock Price



주가 추이	투자의견 변동내역				
	일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시	시점
2020. 09. 17	N/R				
2021. 03. 15	중장기 주가상승				

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 당사에게 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	단기 주가 상승		0.0%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		중장기 주가 상승		0.0%	
		단기 주가 하락		0.0%	
		단기 주가 박스권		0.0%	
		High risk/High return		0.0%	
		Attention		0.0%	
합계			100.0%		

- 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.