

2021. 1. 26

**Healthcare Team**

서근희, Ph.D.  
Analyst  
keunhee.seo@samsung.com

## 에스티팜 (237690)

### 올리고뉴클레오타이드 매출 성장으로 흑자전환

- 발표실적 vs 직전 추정치: 코로나19로 인한 임상 지연으로 올리고뉴클레오타이드 매출 이연에 따라 직전 추정치 대비 연결기준 영업이익 약 82% 하회. 이연된 올리고뉴클레오타이드 수주 2Q21부터 반영될 예정.
- 투자이견 Buy 유지, 목표주가 100,000원 제시: mRNA 백신 글로벌 Capa 부족에 따라 CMO 수주 가능. 2Q21 mRNA 대량 생산 설비 확충 예정 및 생산 Capa에 따른 실적 성장 반영한 DCF 밸류에이션(WACC 8.0%, 영구성장률 1.9%)으로 목표주가 상향.

▶ AT A GLANCE

투자이견	<b>BUY</b>	
목표주가	100,000원	(7.5%)
현재주가	93,000원	
시가총액	1.7조원	
Shares (float)	18,656,000주 (49.8%)	
52주 최저/최고	22,900원/111,500원	
60일-평균거래대금	663.1억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에스티팜 (%)	-1.4	60.9	220.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-8.3	28.0	120.0

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자이견	BUY	BUY	
목표주가	100,000	88,000	13.6%
2020E EPS	-370	-119	n/a
2021E EPS	85	457	-81.4%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	89,000
Recommendation	4.0

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

실적 해석 및 시사점

**4Q20 review, 올리고뉴클레오타이드 매출 증가에 3Q18 이후 영업이익 흑자 전환 성공:** 별도기준 매출액 499억원 (+26.7% y-y), 영업이익 35억원 (흑전 y-y), 순손실 56억원 (적지 y-y) 달성. 올리고뉴클레오타이드 수주 중 코로나19로 인한 임상 지연으로 헌팅턴병 치료제 및 혈액암 치료제 API 일부 매출 (255억원) 이연됨에 따라 영업이익 컨센서스 대비 하회. 신약 API 중 저분자 합성의약품 67억원 (-4% y-y), 올리고뉴클레오타이드 273억원 (+89% y-y), 제네릭 API 135억원 (+2.5% y-y) 등 기록.

**올리고뉴클레오타이드 사업부 지속 성장:** 2021년 Inclisiran (고지혈증 치료제), 2022년 헌팅턴병, 미토콘드리아유전자결핍 증후군 치료제 두 품목, 2023년 2개, 2023년 2개, 2026년 3개 등 고객사의 올리고뉴클레오타이드 발매로 에스티팜 CMO 매출 2021년부터 2028년까지 CAGR 21% 성장 전망.

**투자이견 Buy, 목표주가 100,000원으로 상향:** 에스티팜 mRNA 대량생산 설비 증설로 3월 내 생산 Capa 스케일업 예정 (기존 월 20만도즈에서 200만도즈로 확대, 월 5,000mg 생산 가능). 수주 확보 시 추가적으로 2-3배 확충 가능. Pfizer, Moderna등 mRNA 백신 개발 업체 원료 및 Capa 부족에 따른 백신 공급 문제 발생. 글로벌 mRNA 생산 업체 부족 및 생산 Capa 감안 시 에스티팜 mRNA 생산 시설 확보 시에 수주 가능. mRNA 소량 생산 시 판매 단가 1mg 당 1,500달러, 대량 생산 시 단가 하락 가정하여 연간 최대 매출 200억원 반영하여 DCF 밸류에이션으로 목표주가 상향 조정.

에스티팜 4Q20 review

(십억원)	4Q20	3Q20	전분기 대비 (%)	4Q19	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
매출액	61.9	22.4	176.5	39.4	57.1	60.9	1.6	22.4	1.7
영업이익	1.0	-7.8	흑전	-10.7	흑전	5.4	-81.5	-7.8	-81.6
세전이익	1.6	-9.1	흑전	-12.7	흑전	7.9	-79.7	-9.1	-79.9
지배주주순이익	1.3	-7.0	흑전	-9.6	흑전	0.0	n/a	-7.0	nm
<b>이익률 (%)</b>									
영업이익	1.6	-34.8		-27.2		8.9		-34.8	
세전이익	2.6	-40.6		-32.2		13.0		-40.6	
지배주주순이익	2.1	-31.3		-24.4		0.0		-31.3	

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

Valuation 및 실적 추정 요약

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	EPS 성장률 (%)	P/E (배)	순부채 (KRwb)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	ROE (%)
2018	98	-16	-13	-9	-497	적전	n/a	-108	n/a	1.1	-2.7
2019	93	-27	-25	-19	-993	적지	n/a	-35	n/a	1.8	-5.9
2020E	138	-21	-11	-8	-370	적지	n/a	-20	n/a	5.9	-2.3
2021E	166	-5	2	2	85	흑전	1,099.2	-23	210.4	5.9	0.5
2022E	243	15	16	13	676	699.5	137.5	-29	62.2	5.6	4.2

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준

에스티팜 목표주가

(십억원, 원)	2021E			분류	주요 가정 (올리고 산업 성장성 반영)
	Base	Bull	Bear		
에스티팜 (A=B+C-D)	1,872	1,916	1,244	Base	g당 가격: 시화, 4,000달러; 반월, 300달러 플가동 시점: 시화, 2027E; 반월 2028E 공장 효율: 시화/반월 70%
현재가치 (B)	366	344	241		
영구현금흐름 현재가치 (C)	1,476	1,542	973		
순현금 (D)	30	30	30	Bull	g당 가격: 시화, 4,000달러; 반월, 300달러 플가동 시점: 시화 2027E; 반월 2028E이후 공장 효율: 시화/반월 70%
보통주 주식수 (E, 천주)	18,656	18,656	18,656		
적정주가 (A/E)	100,339	102,723	66,664	Bear	g당 가격: 시화, 4,000달러; 반월, 300달러 플가동 시점: 시화/반월, 2028E 이후 공장 효율: 시화/반월 50-70%
목표주가	100,000	103,000	67,000		
현재주가	93,000	93,000	93,000		
Upside	7.5	10.8	-28.0		

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)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
신약 API	96	159	231	298	369	421	471	508
YoY		65.5	45.2	29.1	23.9	14.0	11.9	7.9
케미컬 API	16	17	18	20	22	25	29	36
YoY		4.5	6.7	10.1	12.2	14.6	17.5	21.0
올리고 API	80	142	213	279	347	396	442	473
YoY		77.6	49.7	30.7	24.7	13.9	11.5	7.1
제네릭 API	57	60	64	67	71	75	79	84
YoY		5.5	5.5	5.5	5.6	5.7	5.8	5.9
정밀화학 API	13	14	15	16	17	18	19	20
YoY		7.9	7.6	7.2	6.9	6.5	6.2	5.9
mRNA		10	20	20	20	20	20	20
매출액	166	243	329	401	477	534	589	632
YoY		46.5	35.5	21.8	19.0	11.9	10.4	7.3
EBIT	-5	15	54	88	125	153	181	202
TAX	-1	3	12	19	27	34	40	44
NOPAT	-4	12	42	68	97	119	141	158
감가상각	13	12	12	11	10	10	9	9
CAPEX	15	5	0	0	7	7	7	7
운전자본증감	-3	14	15	3	3	3	3	3
FCF	0	-10	15	55	91	114	136	153
가중평균자본비용 (%)	8.0							
영구성장률 (%)	1.9							
영구현금흐름 가치								2,536
할인율	0.0	7.4	14.3	20.7	26.6	32.1	37.1	41.8
현재가치 (A)	0	-9	13	43	67	77	85	89
영구현금흐름 현재가치 (B)								1,476
합산가치 (A+B)	1,842							

참고: COE=8.2%, 무위험수익률 (0.9%, 국고채 3년물)+시장위험수익률 9.1(%)\*Beta 0.8, COD=6.5%, 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	A X C X D	23.5	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)	8	13	16	19	22	25	28	31	31
	kg	C, 1.5 (1 batch size)	8	14	17	20	23	26	29	33	33
	효율	D	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
	가동률		27%	43%	53%	63%	73%	83%	93%	103%	103%
반월공장	매출액		17.2	37.7	63.6	80.1	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	15 (Annual production)	7	11	18	22	26	30	30	30	30
	kg	25 (1 batch size)	123	193	315	385	455	525	525	525	525
	효율		70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
	가동률		23%	37%	60%	73%	87%	100%	100%	100%	100%
반월공장	매출액				3.5	18.2	26.2	34.7	39.8	41.0	42.2
	3층 Price	g당 300달러^			0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	Batch	10 (Annual production)			1	5	7	9	10	10	10
	kg	25 (1 batch size)			18	88	123	158	175	175	175
	효율				70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
	가동률				10%	50%	70%	90%	100%	100%	100%
반월공장	매출액				3.5	21.8	41.2	61.8	83.5	106.5	126.6
	4층 Price	g당 300달러^			0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	Batch	10 (Annual production)			1	6	11	16	21	26	30
	kg	25 (1 batch size)			18	105	193	280	368	455	525
	효율				70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
	가동률				3%	20%	37%	53%	70%	87%	100%
합산 매출액			40.7	76.3	118.6	177.6	232.2	289.6	329.9	368.0	394.0
원달러 환율			1,050	1,050	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
<b>합산 매출액 (십억원)</b>			<b>453.9</b>	<b>80.1</b>	<b>142.4</b>	<b>213.2</b>	<b>278.7</b>	<b>347.5</b>	<b>395.9</b>	<b>441.6</b>	<b>472.8</b>

참고: \*, 업계 평균 가격, 2018년 기준 에스티팜 올리고 생산량 및 매출액 기반으로 추정; ^, Agilent 공장 Capacity 및 Peak sales 기준으로 추정; \$, 연간 생산 가능한 규모 최대 250kg으로 확대 전망. 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)
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 30 Batch 최대 생산 가능 연간생산능력은 생산공정에 투입될 수 있는 Batch 수와 품목별 최대 Batch size에 따라 결정.
효율	Batch수는 Batch Term에 따라 결정되며 Batch Term은 첫번째 Batch (일반 제조업의 경우 생산 LOT의 개념) 이후 두번째 Batch가 반응기에 투입되는데 필요한 일수를 의미. Batch Size는 해당 공장의 반응기 크기에 따라 결정. 다만, 각 품목별로 반응에 필요한 용매, 촉매 등의 필요 수량이 다르기 때문에 같은 반응기에서 생산을 할 경우에도 품목별로 Batch Size는 다를 수 있음.

자료: 에스티팜, Agilent, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	98	93	138	166	243
매출원가	95	95	122	136	186
매출총이익	3	-2	16	30	57
(매출총이익률, %)	2.8	-1.7	11.8	17.8	23.4
판매 및 일반관리비	18	25	37	35	42
영업이익	-16	-27	-21	-5	15
(영업이익률, %)	-16.0	-28.6	-15.1	-3.1	6.2
영업외손익	2	2	10	7	1
금융수익	3	3	12	7	1
금융비용	0	1	3	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-0	0	0	-0
세전이익	-13	-25	-11	2	16
법인세	-4	-6	-3	0	4
(법인세율, %)	30.8	25.8	27.8	19.1	22.0
계속사업이익	-9	-19	-8	2	13
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-9	-19	-8	2	13
(순이익률, %)	-9.5	-19.9	-5.7	1.0	5.2
지배주주순이익	-9	-19	-7	2	13
비지배주주순이익	0	0	-1	0	0
EBITDA	-6	-16	-7	8	27
(EBITDA 이익률, %)	-6.6	-16.6	-5.4	4.9	11.3
EPS (지배주주)	-497	-993	-370	85	676
EPS (연결기준)	-497	-993	-424	89	676
수정 EPS (원)*	-497	-993	-370	85	676

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	11	-31	-7	17	11
당기순이익	-9	-19	-8	2	13
현금유출입이없는 비용 및 수익	4	8	4	13	15
유형자산 감가상각비	9	11	13	13	12
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	-5	-3	-9	-1	2
영업활동 자산부채 변동	24	-20	-3	3	-13
투자활동에서의 현금흐름	-27	-10	21	-16	-5
유형자산 증감	-27	-6	-16	-15	-5
장단기금융자산의 증감	0	22	21	-2	-1
기타	-0	-26	16	1	1
재무활동에서의 현금흐름	-9	5	-0	1	0
차입금의 증가(감소)	-0	16	8	1	0
자본금의 증가(감소)	0	-2	0	0	0
배당금	-9	-9	0	0	0
기타	0	1	-8	0	0
현금증감	-25	-35	14	2	6
기초현금	72	48	13	27	29
기말현금	48	13	27	29	35
Gross cash flow	-5	-11	-4	14	27
Free cash flow	-16	-37	-23	2	6

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	131	145	166
현금 및 현금등가물	48	13	27	29	35
매출채권	15	35	0	0	0
재고자산	41	41	63	70	72
기타	64	55	41	46	59
비유동자산	178	197	217	219	212
투자자산	2	4	14	14	14
유형자산	169	172	177	179	171
무형자산	1	8	9	9	9
기타	6	14	17	17	17
자산총계	346	341	347	364	378
유동부채	10	16	27	42	43
매입채무	3	7	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	7	9	27	41	42
비유동부채	4	21	23	24	25
사채 및 장기차입금	0	15	15	15	15
기타 비유동부채	4	6	8	9	10
부채총계	14	37	51	66	68
지배주주지분	332	301	295	296	308
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	171	169	169	169	169
이익잉여금	152	124	117	118	131
기타	-1	-1	-0	-0	-1
비지배주주지분	0	3	2	2	2
자본총계	332	304	297	298	310
순부채	-108	-35	-20	-23	-29

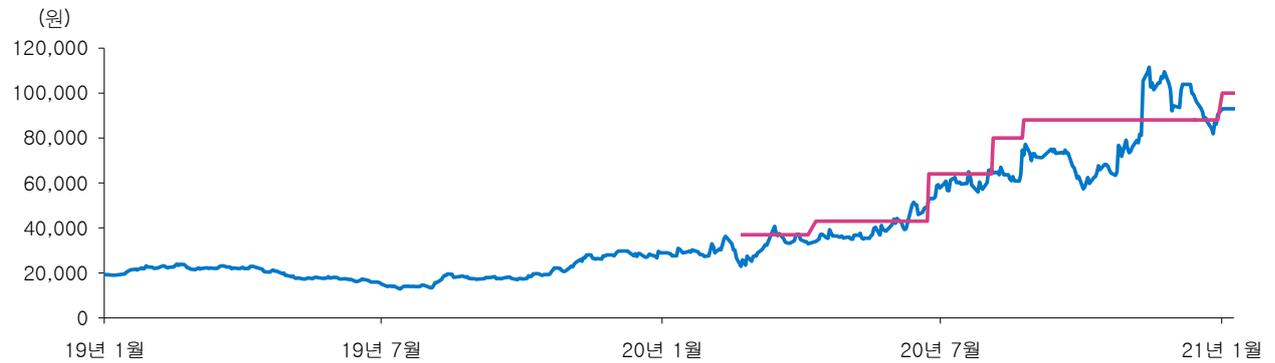
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	-51.8	-4.6	48.2	19.9	46.5
영업이익	적전	적지	적지	적지	흑전
순이익	적전	적지	적지	흑전	660.9
수정 EPS**	적전	적지	적지	흑전	699.5
주당지표					
EPS (지배주주)	-497	-993	-370	85	676
EPS (연결기준)	-497	-993	-424	89	676
수정 EPS**	-497	-993	-370	85	676
BPS	17,773	16,132	15,805	15,889	16,526
DPS (보통주)	500	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	n/a	1,099.2	137.5
P/B***	1.1	1.8	5.9	5.9	5.6
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	210.4	62.2
비율					
ROE (%)	-2.7	-5.9	-2.3	0.5	4.2
ROA (%)	-2.5	-5.4	-2.3	0.5	3.4
ROIC (%)	-4.9	-8.5	-6.1	-1.7	4.6
배당성향 (%)	-100.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	-32.4	-11.5	-6.7	-7.7	-9.3
이자보상배율 (배)	n/a	-338.6	n/a	n/a	n/a

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 1월 25일 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	2021/1/26
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	37,000	43,000	64,000	80,000	88,000	100,000
과리율 (평균)	-11.60	-7.16	-6.41	-19.79	-7.89	
과리율 (최대/최소)	10.27	19.53	3.44	-6.75	26.70	

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 12월 31일 기준

매수 (86.1%) | 중립 (13.9%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



**삼성증권주식회사**

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