

2021. 7. 15

헬스케어팀

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

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	130,000원	24.6%
현재주가	104,300원	
시가총액	1.9조원	
Shares (float)	18,656,000주 (51.7%)	
52주 최저/최고	48,800원/143,500원	
60일-평균거래대금	571.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에스티팜 (%)	-2.2	17.2	113.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-6.6	9.9	59.2

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	130,000	100,000	30.0%
2021E EPS	699	173	304.0%
2022E EPS	1,709	1,104	54.8%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	n/a
Target price	n/a
Recommendation	n/a
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

에스티팜 (237690)

차근 차근 코로나19 mRNA 백신 개발 중

- 코로나19 백신 국산화 필요성 증대. 기존 코로나19 백신 가격 인상 가능성으로 안정적인 백신 확보를 위해 국산화 코로나19 백신 필요.
- 투자 의견 Buy, 목표주가 13만원으로 상향: 1) 올리고 사업부 수주 증가, 2) mRNA 백신 국내 예상 매출 반영하여 목표주가 산출.

WHAT'S THE STORY?

코로나19 백신 국산화 필요: Pfizer, Moderna의 코로나19 백신 in-house 생산 강화로 에스티팜의 mRNA CMO 가능성 낮아져 주가 약세. 또한 7월, Pfizer, Moderna의 코로나19 백신 국내 공급 재개 (하반기 예상 공급 물량 1.7억도즈)로 국내 백신 개발 업체에 대한 투자자 관심 감소. 하지만 Pfizer의 1 dose 당 판매 가격 20달러에서 향후 150-175달러로 가격 인상 가능성 제시되고 있는 만큼, 코로나19 백신 국산화 필요 증가.

자체 개발 코로나19 mRNA 백신 경쟁력: K-mRNA 컨소시움 (한미약품/plasmid DNA 생산, 에스티팜/mRNA 백신 개발 및 생산, 녹십자/원제, KIMCo) 구축하여 코로나19 mRNA 백신 STP-2104 개발 중. 1) 자체 개발 Cap analog (SmartCap) 사용, 추가적인 Enzyme capping 과정을 거치지 않고 IVT mRNA 생산, 2) Pseudouridine을 사용하지 않은 비변형 mRNA로 디자인, 3) LNP (나노지질입자)의 주요 원료인 이온화 지질, PEG 지질 직접 생산하여 경쟁사 대비 원가 경쟁력 확보. 최근 CureVac 임상 실패 원인으로 Pseudouridine을 사용하지 않은 비변형 mRNA가 제시되면서, 에스티팜의 코로나19 mRNA 백신에 대해서도 우려 있음. 하지만 1) 과발현 mRNA 디자인으로 항원 발현율 개선 (빠른 면역반응 유도), 2) 정제 과정에서 이중 나선 mRNA 제거 (면역원성 감소)와 같은 기술을 통해 극복할 것으로 기대. 2022년 1분기 임상 1상 결과를 통해 중화항체 역가 수치 확인 필요 (CureVac 임상 1상에서 Pfizer, Moderna 대비 낮은 중화항체 역가 수치 나타남)

투자 의견 Buy, 목표주가 13만원으로 상향: 다음 이유로 매출 추정치 상향 조정 및 mRNA 사업부에 대한 성장 기대감으로 영구성장률 기준 1.9%에서 3%로 변경하여 목표주가 13만원 제시. 1) 2021년 올리고 사업부 매출액 기준 730억원에서 1,072억원으로 상향 조정 (Novartis의 인클리시란 등). 2) 자체 개발 코로나19 mRNA 백신, 2Q22 국내 출시 예정. 2022년 국내 코로나19 mRNA 백신 매출액 보수적으로 600억원 반영. 글로벌 코로나19 백신 공급 원활하여, 국내 개발 제품에 대한 민간 시장에서의 선호도는 낮을 것으로 판단. 다만 코로나19 백신 국산화를 위한 정부 정책의 일환으로 일부 물량에 대해 선구매 계약 체결 가정.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2019	2020	2021E	2022E
매출액 (십억원)	93	124	189	275
영업이익 (십억원)	-26.7	-18.8	10.5	25.4
순이익 (십억원)	(19)	(13)	13	32
EPS (adj) (원)	(993)	(651)	699	1,709
EPS (adj) growth (%)	적지	적지	흑전	144.6
EBITDA margin (%)	(16.6)	(3.8)	13.0	14.3
ROE (%)	(5.9)	(4.1)	4.3	9.8
P/E (adj) (배)	n/a	n/a	149.3	61.0
P/B (배)	1.8	6.6	6.3	5.7
EV/EBITDA (배)	(33.7)	(409.0)	79.7	48.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 에스티팜, 삼성증권 추정

에스티팜 목표주가

(십억원, 원)	2021E			분류	주요 가정 (올리고 산업 성장성 반영)
	Base	Bull	Bear		
에스티팜 (A = B + C + D)	2,424	2,609	1,545	Base	<ul style="list-style-type: none"> • 올리고: 풀가동 시화 2025E, 반월 2026E • 공장 효율: 시화/반월 70% • mRNA: 코로나19 백신 임상 2/3상 성공
현재가치 (B)	386	413	249		
영구현금흐름 현재가치 (C)	2,044	2,202	1,302		
순현금 (D)	-6	-6	-6	Bull	<ul style="list-style-type: none"> • 올리고: 풀가동 시화 2024E, 반월 2025E • 공장 효율: 시화/반월 70% • mRNA: 코로나19 백신 임상 2/3상 성공
보통주 주식수 (E, 천주)	18,656	18,656	18,656		
적정주가 (A/E)	129,917	139,823	82,802		
목표주가	130,000	140,000	80,000	Bear	<ul style="list-style-type: none"> • 올리고: 풀가동 시화/반월 2028E • 공장 효율: 시화/반월 70% • mRNA: 코로나19 백신 임상 실패
현재주가	104,300	104,300	104,300		
Upside	24.6	34.2	-23.3		

참고: 주요 가정은 올리고 CMO에 대한 가정. 풀가동 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	123	144	253	320	379	428	467	505
YoY		17.3	75.1	26.7	18.3	13.2	9.1	8.0
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	107	128	235	301	357	403	438	469
YoY		19.1	84.0	28.0	18.6	13.1	8.5	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	6.0
정밀화학 API	10	10	11	12	13	13	14	15
YoY		7.9	7.5	7.2	6.8	6.5	6.2	5.9
mRNA		60	20	20	20	20	20	20
매출액	190	275	347	419	482	537	581	624
YoY		44.9	26.4	20.7	15.0	11.3	8.2	7.4
EBIT	10	25	101	147	140	169	192	215
TAX	2	6	22	32	31	37	42	47
NOPAT	8	20	79	114	109	132	150	167
감가상각	14	14	13	12	11	10	10	9
CAPEX	23	0	0	0	7	7	7	7
운전자본증감	13	11	46	67	6	7	7	7
FCF	4	-5	20	36	99	122	140	158
가중평균자본비용 (%)	7.7							
영구성장률 (%)	3.0							
영구현금흐름 가치								3,442
할인율	0.0	7.2	13.8	20.0	25.8	31.1	36.0	40.6
현재가치 (A)	4	-5	17	29	73	84	90	94
영구현금흐름 현재가치 (B)								2,044
합산가치 (A + B)	2,430							

참고: COE = 8.5%, 무위험수익률 (1.2%, 국고채 3년물) + 시장위험수익률 9.1(%) * Beta 0.8, COD = 6.1%, OECD 2020년 한국 GDP 장기 경제성장률 전망 단순 평균 (3.0%) 적용

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	98	93	124	189	275
매출원가	95	95	104	134	206
매출총이익	3	-2	20	55	69
(매출총이익률, %)	2.8	-1.7	16.1	29.2	25.2
판매 및 일반관리비	18	25	39	45	44
영업이익	-16	-27	-19	10	25
(영업이익률, %)	-16.0	-28.6	-15.2	5.5	9.2
영업외손익	2	2	2	7	17
금융수익	3	3	6	9	17
금융비용	0	1	4	2	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-0	0	-0	0
세전이익	-13	-25	-17	17	42
법인세	-4	-6	-4	4	10
(법인세율, %)	30.8	25.8	21.8	23.7	23.7
계속사업이익	-9	-19	-13	13	32
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-9	-19	-13	13	32
(순이익률, %)	-9.5	-19.9	-10.6	6.9	11.7
지배주주순이익	-9	-19	-12	13	32
비지배주주순이익	0	0	-1	0	0
EBITDA	-6	-16	-5	25	39
(EBITDA 이익률, %)	-6.6	-16.6	-3.8	13.0	14.3
EPS (지배주주)	-497	-993	-651	699	1,709
EPS (연결기준)	-497	-993	-705	703	1,720
수정 EPS (원)*	-497	-993	-651	699	1,709

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	11	-31	-21	17	23
당기순이익	-9	-19	-13	13	32
현금유출입이없는 비용 및 수익	4	8	13	17	12
유형자산 감가상각비	9	11	14	14	14
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	-5	-3	-1	3	-2
영업활동 자산부채 변동	24	-20	-21	-7	-11
투자활동에서의 현금흐름	-27	-10	-69	-41	-3
유형자산 증감	-27	-6	-17	-23	0
장단기금융자산의 증감	0	22	-47	-32	-15
기타	-0	-26	-5	13	12
재무활동에서의 현금흐름	-9	5	116	0	1
차입금의 증가(감소)	-0	16	111	10	1
자본금의 증가(감소)	0	-3	6	0	0
배당금	-9	-9	0	0	0
기타	0	1	-1	-10	0
현금증감	-25	-35	26	-24	21
기초현금	72	48	13	39	15
기말현금	48	13	39	15	36
Gross cash flow	-5	-11	-0	30	44
Free cash flow	-16	-37	-38	-6	23

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 에스티팜, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	167	144	236	246	295
현금 및 현금등가물	48	13	39	15	36
매출채권	15	35	45	0	0
재고자산	41	41	45	62	70
기타	64	55	106	169	189
비유동자산	178	196	210	221	207
투자자산	2	4	10	11	11
유형자산	169	170	174	183	169
무형자산	1	9	10	9	9
기타	6	14	16	18	18
자산총계	346	341	446	467	502
유동부채	10	16	19	25	29
매입채무	3	7	5	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	7	9	14	25	29
비유동부채	4	21	130	132	132
사채 및 장기차입금	0	15	126	126	126
기타 비유동부채	4	6	5	6	6
부채총계	14	37	149	157	160
지배주주지분	332	301	295	308	340
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	171	169	175	175	175
이익잉여금	152	124	112	125	156
기타	-1	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	0	2	1	2	2
자본총계	332	303	297	310	342
순부채	-108	-35	4	6	-29

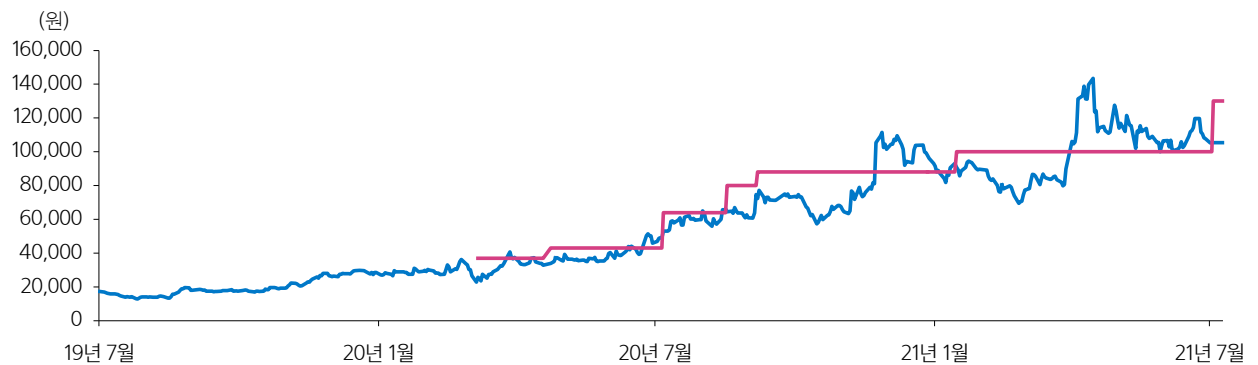
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	-51.8	-4.6	33.1	52.3	45.4
영업이익	적전	적지	적지	흑전	142.6
순이익	적전	적지	적지	흑전	144.6
수정 EPS**	적전	적지	적지	흑전	144.6
주당지표					
EPS (지배주주)	-497	-993	-651	699	1,709
EPS (연결기준)	-497	-993	-705	703	1,720
수정 EPS**	-497	-993	-651	699	1,709
BPS	17,773	16,125	15,830	16,512	18,221
DPS (보통주)	500	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	n/a	149.3	61.0
P/B***	1.1	1.8	6.6	6.3	5.7
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	79.7	48.9
비율					
ROE (%)	-2.7	-5.9	-4.1	4.3	9.8
ROA (%)	-2.5	-5.4	-3.3	2.9	6.6
ROIC (%)	-4.9	-8.5	-5.8	2.9	6.9
배당성향 (%)	-100.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (배)	-32.4	-11.5	1.4	2.0	-8.4
이자보상배율 (배)	n/a	-338.6	-29.2	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 7월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 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 제3자에게 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	7/15
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	37,000	43,000	64,000	80,000	88,000	100,000	130,000
과리율 (평균)	-11.60	-7.16	-6.41	-19.79	-7.73	0.33	
과리율 (최대or최소)	10.27	19.53	3.44	-6.75	26.70	43.50	

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2021년 6월 30일 기준
매수 (87.9%) | 중립 (12.1%) | 매도 (0%)

산업

OVERWEIGHT(비중확대)

NEUTRAL(중립)

UNDERWEIGHT(비중축소)

향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상

향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM