

에스티팜 (237690)

RNAi 치료제 성장 수혜 전망

상업화 파이프라인 확대와 매출 성장 본격화

라이텔로(Rytelo, imetelstat)이 6/6에 MDS 적응증에 대해서 FDA 승인을 받으면서 동사의 상업화 파이프라인은 3개로 확대. 연말까지 1개의 파이프라인이 추가적으로 FDA 승인을 받을 것으로 예상.

동사가 공급 중인 품목으로 추정되는 렉비오(Leqvio, inclisiran)도 지난해 7월 심혈관계 질환을 동반한 고지혈증 환자에서 심혈관계 질환을 동반하지 않은 환자군까지 투약 범위가 확대. 1Q24 렉비오의 매출액은 1억 5,100만 달러로 전년 동기 대비 139% 성장. 렉비오는 25년 소아 고지혈증, 27년 이후에는 CVRR-LDLC 등으로 적응증 확대를 목표로 하고 있으며, 적응증 확대에 따라 동사의 렉비오 공급 물량도 증가할 것으로 전망.

AOC의 긍정적인 결과, RNAi 적응증 확대 기대

RNAi는 간 표적화 기술인 GalNAC이 등장하면서 간과 관련된 질환에 대한 개발은 활발히 이루어지고 있으나, 간 이외 장기로의 RNAi 치료제 전달이 어려웠음. Avidity bioscience는 ADC에서 페이로드에 올리고를 결합한 AOC(antibody-oligonucleotide conjugates) 약물인 Del-desiran의 임상 2상에서 긍정적인 결과 확인. AOC의 PoC에 따라 향후 RNAi 치료제의 타겟 적응증 확대 기대.

매수 의견 유지, 목표 주가 11.2만원으로 상향

매수 의견을 유지하며, 목표주가는 기존 10만원에서 11.2만원으로 상향. 렉비오의 매출 성장과 상업화 파이프라인 확대 등을 반영한 DCF 밸류이션으로 목표 주가 상향.

미국 생물보안법에 대한 기대감으로 동사 주가는 연초 대비 크게 상승했으나, NDAA 개정안에 생물 보안법이 포함되지 않으면서 주가 하락. 그러나 생물보안법이 민주당과 공화당의 공동 발의 법안이라는 점 등을 고려할 때 통과 가능성은 높은 것으로 판단. 또한 생물보안법 통과가 지연되더라도 신규 수주시에 중국 기업 선호도는 크게 낮아질 것으로 예상.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **112,000원 (U)**

현재주가 (6/24) **87,400원**

상승여력 **29%**

시가총액	16,953억원
총발행주식수	19,463,518주
60일 평균 거래대금	274억원
60일 평균 거래량	290,918주
52주 고/저	109,600원 / 60,400원
외인지분율	3.15%
배당수익률	0.74%
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 4인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.4)	(5.4)	11.4
상대	(7.7)	2.6	15.7
절대 (달러환산)	(8.6)	(8.5)	4.7

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	61	6.2	18.6	66	-7.5
영업이익	5	228.2	180.8	6	-9.2
세전계속사업이익	4	292.8	-48.0	3	13.7
지배순이익	4	170.1	-42.3	5	-33.4
영업이익률 (%)	8.6	+5.8 %pt	+5.0 %pt	8.8	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	5.9	+3.6 %pt	-6.2 %pt	8.1	-2.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	249	285	317	362
영업이익	18	34	44	61
지배순이익	18	20	42	51
PER	99.3	74.2	40.3	32.9
PBR	5.3	3.8	4.0	3.7
EV/EBITDA	52.9	27.8	27.2	20.0
ROE	5.4	5.4	10.3	11.7

자료: 유안타증권

에스티팜 목표 주가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

부문	기업가치	비고
1. 영업 가치	2,335	
NPV of FCF	513	
NPV of TV	1,822	
2. 순차입금	151	24년말 예상
3. 총 가치	2,185	1-2
4. 총 주식수	19,464	
5. 주당 가치	112,256	3/4
6. 목표 주가	112,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

에스티팜 DCF Valuation

(단위: 십억원)

	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
매출액	317	362	482	552	624	692	760
YoY	11.0%	14.4%	32.9%	14.7%	13.0%	10.8%	9.9%
케미컬 API	34	38	41	45	47	50	52
올리고 API	58	81	145	177	211	251	296
mRNA	0	1	4	4	4	5	5
제네릭 API	48	49	51	50	50	49	49
기타	38	39	40	41	42	43	43
EBIT	44	61	89	116	137	166	182
Tax	9	12	18	23	28	33	37
NOPLAT	36	49	71	93	110	133	146
감가상각비	23	28	28	26	24	22	20
CAPEX	65	29	0	0	0	0	0
운전 자본 증감	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-6	49	99	119	134	155	166
WACC	8.7%						
영구성장률	3%						
현재가치 합산	513						
영구 성장 가치							3,006
영구 성장 현재 가치	1,822						
합산 기업 가치	2,335						

자료: 유안타증권 리서치센터

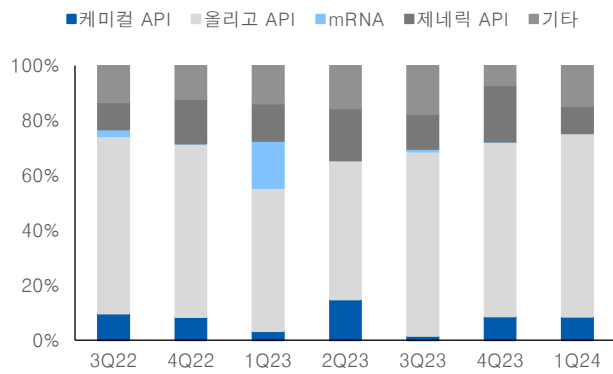
에스티팜(연결) 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
연결 매출액	51	58	56	121	52	61	69	135	285	317	362
증가율(yoy)	37.0%	13.1%	(7.9%)	20.1%	1.8%	6.2%	23.2%	11.7%	14.3%	11.1%	14.4%
API(케미컬)	2	9	1	11	4	9	9	13	22	34	38
API(올리고)	26	29	38	77	35	34	41	87	170	196	236
API(제네릭)	7	11	7	25	5	9	9	25	50	48	49
mRNA	9	0	1	0	0	0	0	0	9	0	1
기타	7	9	10	9	8	10	11	10	38	39	40
매출총이익	25	22	24	40	19	24	27	53	112	122	146
영업이익	4	2	7	22	2	5	7	31	34	44	61
증가율(yoy)	591.2%	(54.5%)	46.8%	133.0%	(49.3%)	228.2%	(0.9%)	42.1%	87.7%	32.4%	38.3%
영업이익률	7.3%	2.8%	11.8%	17.9%	3.7%	8.6%	9.6%	22.7%	11.8%	14.0%	16.9%

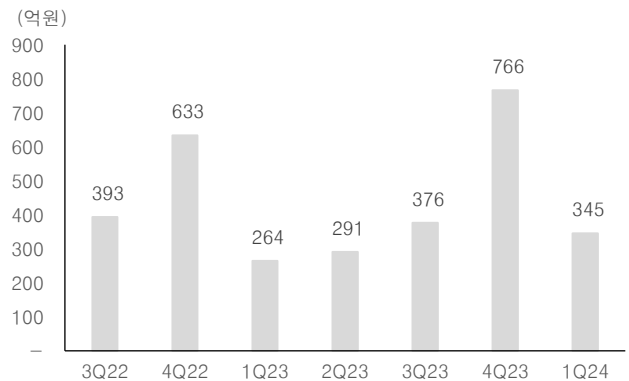
자료: 유안타증권 리서치센터

품목별 매출 비중 추이



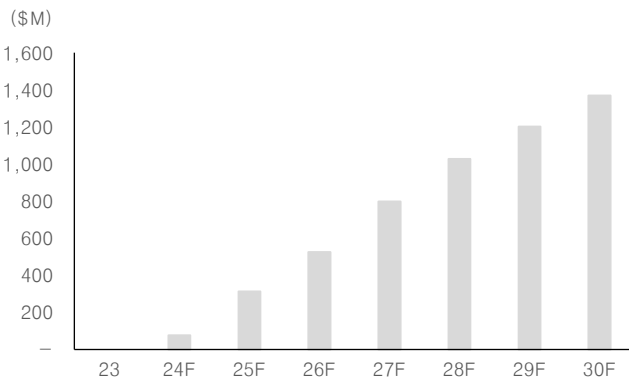
자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

올리고뉴클레오타이드 매출 추이



자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

Rytelo 매출 전망



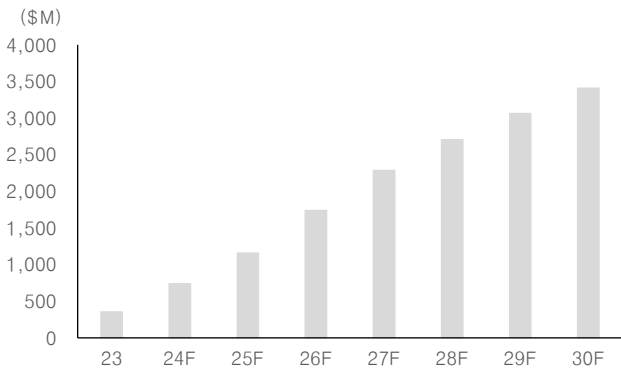
자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

Rytelo 임상 현황



자료: Geron, 유안타증권 리서치센터

Leqvio 분기별 매출 추이



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

Leqvio 신규 적응증 확대 계획

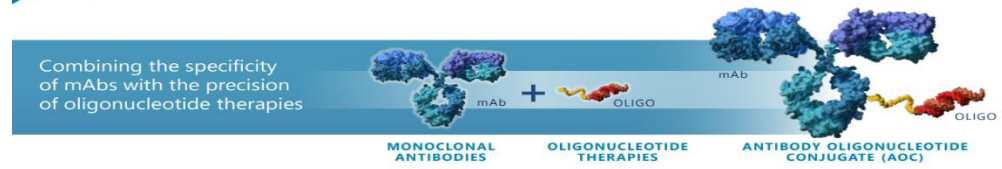
Select key assets submission schedule

Core therapeutic areas	2024	2025	2026-2028
CRM	atrasentan IgM ¹	pelacarsen ² CVR8 Local	Cosentyx ³ Tendinopathy
Immunology	iplacopan IgM ¹	Pluvicto ⁴ rHSPC	Cosentyx ³ Polymyalgia rheumatica
Neuroscience	iplacopan CSG	Zolgensma ⁵ SMA II ¹	lanalumab ZLITP
Oncology	remibrutinib CSU	Cosentyx ³ GCA	lanalumab ZLITP
	Pluvicto ⁴ rHSPC, pre-baseline	Leqvio ⁶ Type 2 diabetes pd	lanalumab wRNA
	Scamblix ⁷ OIL IL		Leqvio ⁶ CVR8ZLDC

자료: Novartis, 유안타증권 리서치센터

AOC 개념 및 장점

Key to Our Success: Proprietary AOC™ Platform

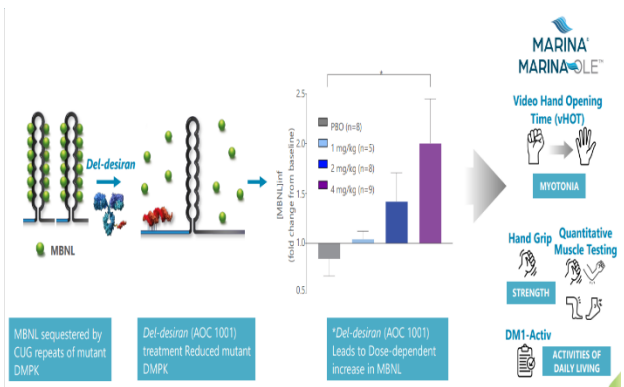


AOC platform advantages:

- ✓ Ability to target new tissue and cell types beyond the liver
- ✓ Flexibility to select and deploy the most potent oligonucleotides (e.g., siRNAs, PMOs)
- ✓ Maximizes therapeutic durability, enabling infrequent dosing
- ✓ Readily reproducible and scalable

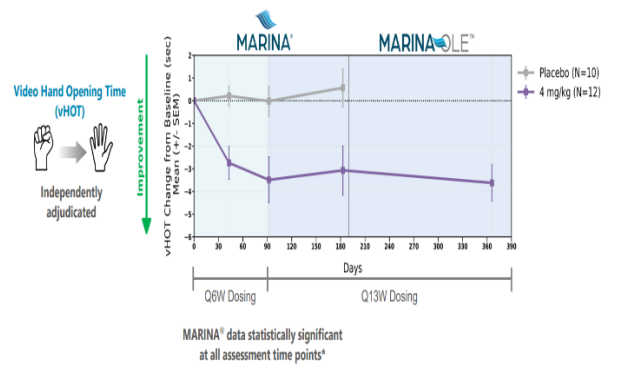
자료: Avidity bioscience, 유안타증권 리서치센터

Del desiran(AOC-1001) 작용 기전 및 농도 의존적 MBNL 변화



자료: Avidity bioscience, 유안타증권 리서치센터

MARINA/MARINA-OLE(Del desiran P 1/2) 결과



자료: Avidity bioscience, 유안타증권 리서치센터

에스티팜 (237690) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	249	285	317	362	482
매출원가	160	173	194	216	289
매출총이익	89	112	122	146	193
판매비	71	79	78	85	104
영업이익	18	34	44	61	89
EBITDA	35	57	68	89	117
영업외손익	1	-10	2	-5	-5
외환관련손익	4	2	0	0	0
이자손익	-2	-4	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-8	2	-5	-5
법인세비용차감전순이익	19	23	46	56	83
법인세비용	2	6	10	11	16
계속사업순이익	18	18	36	45	67
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	18	18	36	45	67
지배지분순이익	18	20	42	51	77
포괄순이익	19	19	32	41	63
지배지분포괄이익	20	21	39	49	75

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	7	1	19	84	20
당기순이익	18	18	36	45	67
감가상각비	17	22	23	27	27
외환손익	3	1	-3	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-41	-65	-57	-5	-91
기타현금흐름	10	25	20	17	17
투자활동 현금흐름	-6	-82	-68	-31	-13
투자자산	6	-1	7	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-60	-43	-65	-29	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	49	-39	-11	-2	-13
재무활동 현금흐름	11	81	44	-1	11
단기차입금	21	1	76	9	21
사채 및 장기차입금	6	71	-8	0	0
자본	0	30	8	0	0
현금배당	-9	-9	0	-10	-10
기타현금흐름	-7	-11	-32	0	0
연결범위변동 등 기타	-1	0	35	5	3
현금의 증감	11	0	29	58	21
기초 현금	39	50	50	79	137
기말 현금	50	50	79	137	158
NOPLAT	18	34	44	61	89
FCF	-53	-42	-46	56	20

자료: 유안타증권

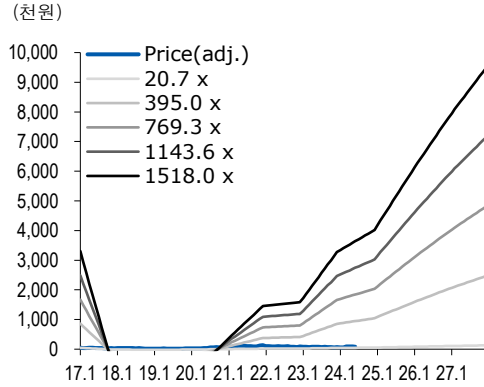
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	263	348	451	503	628
현금및현금성자산	50	50	79	137	158
매출채권 및 기타채권	97	122	126	127	173
재고자산	108	121	183	174	216
비유동자산	307	327	369	370	342
유형자산	254	277	319	320	293
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	14	21	24	24	24
자산총계	571	675	820	873	970
유동부채	179	84	205	223	270
매입채무 및 기타채무	41	39	55	59	74
단기차입금	20	21	21	21	21
유동성장기부채	8	8	8	8	8
비유동부채	50	205	197	201	197
장기차입금	17	8	6	6	6
사채	0	151	146	146	146
부채총계	230	289	402	424	467
지배지분	338	385	421	459	522
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	196	226	234	234	234
이익잉여금	127	136	168	210	277
비지배지분	3	2	-3	-10	-20
자본총계	341	387	418	449	502
순차입금	85	117	150	102	91
총차입금	135	207	276	285	306

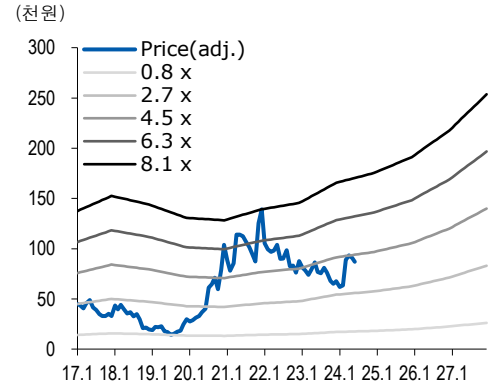
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	957	1,041	2,161	2,645	3,936
BPS	17,951	20,445	21,638	23,586	26,826
EBITDAPS	1,885	3,006	3,517	4,592	5,988
SPS	13,256	15,152	16,454	18,613	24,741
DPS	500	500	500	500	500
PER	99.3	74.2	40.3	32.9	22.1
PBR	5.3	3.8	4.0	3.7	3.2
EV/EBITDA	52.9	27.8	27.2	20.0	15.2
PSR	7.2	5.1	5.3	4.7	3.5

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	50.5	14.3	11.1	14.4	32.9
영업이익 증가율 (%)	220.1	87.7	32.4	38.3	44.4
지배순이익 증가율 (%)	443.5	8.8	112.4	23.8	48.8
매출총이익률 (%)	35.7	39.3	38.6	40.4	40.0
영업이익률 (%)	7.2	11.8	14.0	16.9	18.4
지배순이익률 (%)	7.2	6.9	13.1	14.2	15.9
EBITDA 마진 (%)	14.2	19.8	21.4	24.7	24.2
ROIC	4.3	5.5	6.9	8.9	12.6
ROA	3.4	3.1	5.6	6.1	8.3
ROE	5.4	5.4	10.3	11.7	15.6
부채비율 (%)	67.3	74.6	96.3	94.3	93.1
순차입금/자기자본 (%)	25.1	30.4	35.7	22.2	17.4
영업이익/금융비용 (배)	6.2	5.5	0.0	0.0	0.0

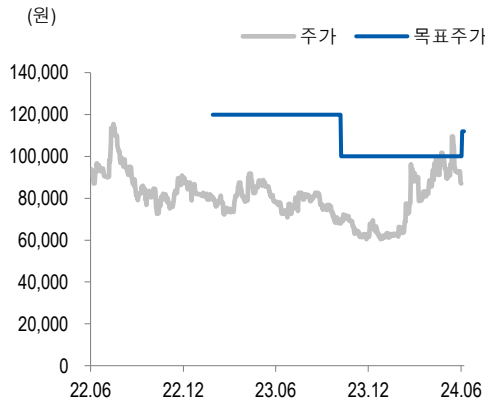
P/E band chart



P/B band chart



에스티팜 (237690) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-06-26	BUY	112,000	1년		
2023-11-01	BUY	100,000	1년	-23.85	9.60
2023-02-21	BUY	120,000	1년	-34.25	-23.50

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자등급 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84.5
Hold(중립)	15.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-06-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.