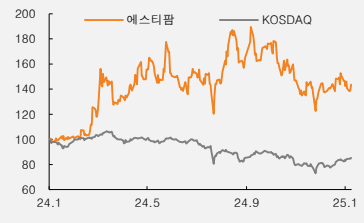


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	120,000원
현재주가(25/1/22)	88,600원
상승여력	35.4%

영업이익(24F,십억원)	27		
Consensus 영업이익(24F,십억원)	29		
EPS 성장률(24F,%)	99.3		
MKT EPS 성장률(24F,%)	-		
P/E(24F,x)	42.8		
MKT P/E(24F,x)	-		
KOSDAQ	732.31		
시가총액(십억원)	1,786		
발행주식수(백만주)	20		
유동주식비율(%)	60.8		
외국인 보유비중(%)	5.6		
베타(12M) 일간수익률	1.22		
52주 최저가(원)	61,000		
52주 최고가(원)	117,000		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.5	-0.6	45.2
상대주가	-4.7	10.0	66.5



[글로벌 바이오섹터]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

에스티팜

4Q24 Preview: 의미있는 수주가 필요하다

4Q24 매출액 1,211억원(+0.4% YoY), 영업이익 218억원(+1.2% YoY) 예상

에스티팜의 4Q24 실적은 매출액 1,211억원(+0.4% YoY), 영업이익 218억원(+1.2% YoY)으로 시장 기대치(컨센서스 매출액 1,290억원, 영업이익 263억원)를 하회할 것으로 예상된다. 3분기부터 반영된 CRO 자회사의 회계 변경(IFRS)에 대한 영향은 약 10억원 정도로 미미 할 것으로 보인다.

올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출은 전년 동기 대비 6% 증가한 812억원이 될 것으로 추정했다. 상업화 제품인 골수이형성증후군 치료제 및 고지혈증 치료제의 매출이 반영될 것으로 예상되기 때문이다. 가족성킬로미크론혈증 치료제 FDA 허가(24년 12월)에 따른 매출도 발생했을 것으로 보인다. 이처럼 수주 파이프라인 중 상업화된 제품의 수가 증가하고 있다는 부분이 긍정적이다.

25년에는 수주 파이프라인 중, 1) 유전성혈관부종 치료제(PDUFA date 8/21) 허가, 2) 미토콘드리아 결핍 증후군 치료제 상업화(2H25)가 예상된다. 이후 26년 동맥경화증 치료제와 트린골자의 적응증 확대, 27년 B형 간염치료제 허가로 수주가 늘어날 수 있는 모멘텀이 지속될 것으로 보인다. 기존 수주 제품의 임상이 잘 진행되고 있어 허가에 따른 상업화 물량의 수주가 기대된다.

기대감을 넘어 실제 수주로 증명해야 할 때

에스티팜의 현재주가는 PER 42.8배 거래되고 있으나, 에스티팜의 2년간 평균 PER 78.3배(최근 3년 평균 PER 313.6배)보다 낮은 수준이다. 24년 1) CRO 자회사 ANAPATH의 회계변경으로 인한 적자 폭 확대 및 2) 9~10% 성장을 기대했으나, 예상보다 낮은 올리고 매출(+3.2% YoY 추정)에 따라 저조한 실적을 기록할 것으로 보인다. 하지만, 중장기 매출 및 이익의 성장에는 이상이 없다는 판단이다. 이미 수주 받은 제품들의 임상이 진행됨에 따라 상업화 물량에 대한 수주가능성이 높아지고 있다. 단지, 아쉬운 부분은 신규 수주다.

2024년 기대했던 생물보안법은 통과되지 않았고, 의미있는 금액의 수주 부재로 주가는 조정을 받았다. 하지만 글로벌 신약개발 기업들은 여전히 생물보안법에 따른 대비로 중국 이외의 CMO를 찾고 있다. 생물보안법 수혜로 수주가 늘어날 것을 기대했던 만큼 새로운 고객사 또는 새로운 제품에 대한 수주의 가시성이 중요한 시점으로 판단된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	249	285	279	325	386
영업이익 (십억원)	18	34	27	40	62
영업이익률 (%)	7.2	11.9	9.7	12.3	16.1
순이익 (십억원)	18	20	40	34	49
EPS (원)	957	1,041	2,075	1,701	2,452
ROE (%)	5.4	5.4	9.1	6.6	9.0
P/E (배)	91.5	65.1	42.8	52.1	36.1
P/B (배)	4.9	3.3	3.5	3.4	3.1
배당수익률 (%)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 4Q24 Preview 실적 비교표 (억원)

	4Q23	3Q24	4Q24		성장률	
			미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,206	617	1,211	1,290	0.4	96.3
영업이익	215	61	218	263	1.3	257.6
영업이익률 (%)	17.8	9.9	18.0	20.4	0.9	82.2
세전이익	134	149	218	338	62.7	46.3
순이익	105	146	186	233	76.7	27.4

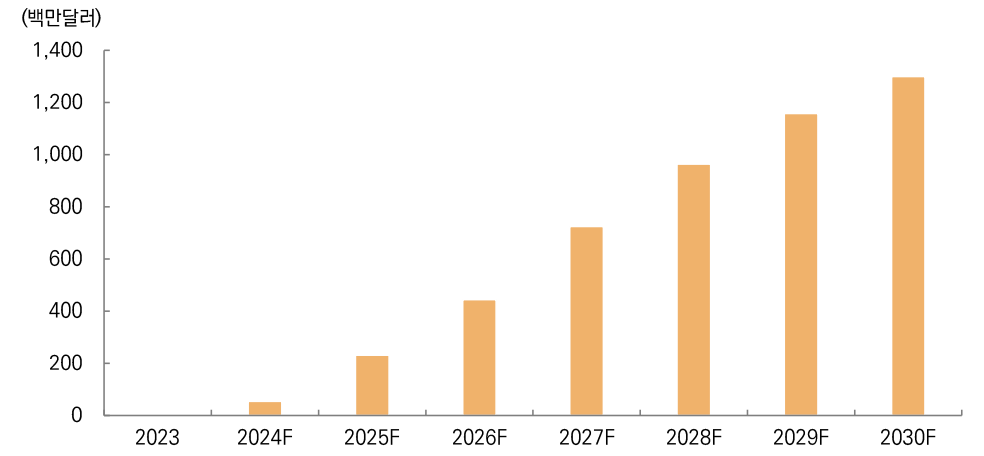
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 에스티팜 실적 추정 (억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액		506	578	559	1,206	517	446	617	1,211	2,493	2,850	2,791	3,254
YoY		37.0%	13.0%	-8.0%	20.2%	2.1%	-22.8%	10.3%	0.4%	50.5%	14.3%	-2.1%	16.6%
신약 원료의약품 CDMO	저분자화합물	17	86	9	105	44	16	88	116	132	217	264	315
	올리고	264	290	376	766	345	238	356	812	1,468	1,696	1,751	2,101
	mRNA	87	1	5	1	0	3	8	4	76	94	15	16
영업이익		37	16	67	215	19	(31)	61	218	179	335	267	402
YoY		591.2%	-54.5%	46.8%	133.0%	-49.3%	적전	-8.6%	1.3%	220.1%	87.7%	-20.3%	50.3%
당기순이익		29	12	34	101	54	9	137	250	175	175	451	421
YoY		34.6%	-64.1%	-66.2%	387.9%	87.8%	-25.4%	307.8%	148.7%	418.6%	0.0%	157.1%	-6.5%

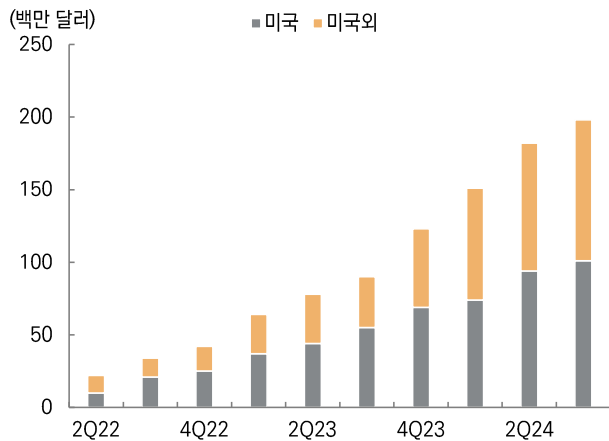
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 라이텔로 연간 매출 전망



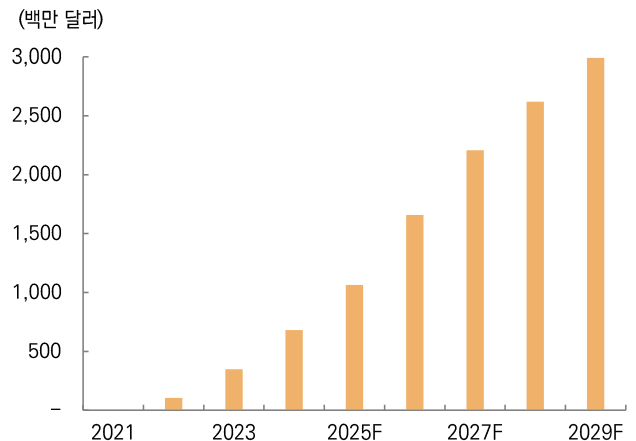
자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 렉비오 매출액 추이



자료: 노바티스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 렉비오 연간 매출 전망



자료: 글로벌데이터, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 에스티팜 올리고 수주 파이프라인(일부)

파트너사	적응증	임상단계
글로벌제약사A	고지혈증	상업화
글로벌제약사B	척수성근위축증	상업화
글로벌바이오텍C	MDS/MF/AML	상업화
글로벌바이오텍D	심혈관 질환	FDA 허가
글로벌바이오텍D	유전성혈관부종	PDUFA date 8월 21일
글로벌제약사A	동맥경화증	임상 3상
글로벌제약사E	만성 B형 간염	임상 3상
글로벌바이오텍D	혈전증	임상 2상
글로벌제약사F	만성 B형 간염	임상 2상
글로벌제약사G	황반변성	임상 2상
글로벌제약사G	만성 B형 간염	임상 2상

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. CDMO 수주 현황

(천 USD, 천 CHF)

품목	수주일자	납기	적응증	결제통화	수주총액	기납품액	수주잔고
올리고핵산치료제 신약 원료의약품 (Oligonucleotide)	2017.11	2020.12	헌팅턴병(3상)	USD	11,800	11,800	-
	2019.03	2020.03	동맥경화증(3상)	USD	7,838	7,838	-
	2021.09	2022.06	혈액암(PPQ)	USD	15,348	15,348	-
	2019.11	2020.05	동맥경화증(3상)	USD	3,370	3,370	-
	2019.11	2020.12	심혈관질환(3상)	USD	4,609	4,609	-
	2020.04	2021.12	자폐(2상)	USD	5,741	5,741	-
	2020.05	2020.12	B형간염(2상)	USD	3,448	3,448	-
	2021.05	2021.07	헌팅턴병(PPQ)	CHF	21,120	21,120	-
	2020.09	2022.03	고지혈증(PPQ)	USD	38,737	38,737	-
	2020.12	2023.08	자폐(2상)	CHF	7,009	7,009	-
	2020.12	2023.08	B형간염(2상)	USD	18,474	18,474	-
	2021.01	2022.11	동맥경화증(3상)	USD	9,905	9,905	-
	2021.03	2023.06	심혈관질환(3상)	USD	9,555	9,555	-
	2021.1	2022.12	황반변성(2상)	CHF	5,516	5,516	-
	2021.12	2023.09	동맥경화증(3상)	USD	12,798	12,798	-
	2022.03	2023.12	고지혈증(상업화)	USD	65,344	52,152	13,192
	2022.05	2023.09	만성B형간염(2상)	CHF	4,090	4,090	-
	2022.07	2023.12	혈액암(상업화)	USD	5,710	5,710	-
	2023.01	2023.09	동맥경화증(PPQ)	USD	14,480	13,868	612
	2023.02	2023.08	만성B형간염(3상)	USD	7,770	-	7,770
	2023.02	2023.12	혈액암(상업화 초도)	USD	8,570	396	8,174
	2023.03	2023.1	척수성근위축증(상업화)	USD	9,000	2,653	6,347
	2023.03	2024.06	황반변성(임상2상)	CHF	3,470	-	3,470
	2023.03	2024.12	고지혈증(상업화)	USD	48,528	-	48,528
글로벌제약사의 설비 투자 무상지원 및 설비사용수수료 지급	2020.10	2030.12	-	CHF	69,140	31,128	38,012
mRNA 백신 원료 등	2021.08	2022.01	LNP용 인지질	USD	982	982	-
	2021.11	2022.05		USD	1,116	1,116	-
	2021.12	2022.05		USD	4,015	4,015	-
	2022.05	2023.06		USD	10,554	10,554	-
저분자 화학합성 신약 원료의약품	2021.03	2021.11	미토콘드리아 결핍증후군	USD	7,972	7,972	
제네릭 원료의약품	2019.08	2024.12	MRI 조영제	USD	13,872	6,348	7,524
	2023.01	2023.12	MRI 조영제	USD	9,200		9,200

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

에스티팜 (237690)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	285	279	325	386
매출원가	173	181	211	249
매출총이익	112	98	114	137
판매비와관리비	79	71	74	75
조정영업이익	34	27	40	62
영업이익	34	27	40	62
비영업손익	-11	18	0	0
금융손익	-4	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	23	45	40	62
계속사업법인세비용	6	8	8	15
계속사업이익	18	37	32	46
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	18	37	32	46
지배주주	20	40	34	49
비지배주주	-2	-3	-2	-3
총포괄이익	19	38	32	46
지배주주	21	41	32	47
비지배주주	-2	-3	0	0
EBITDA	57	53	68	90
FCF	-42	-12	38	46
EBITDA 마진율 (%)	20.0	19.0	20.9	23.3
영업이익률 (%)	11.9	9.7	12.3	16.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.0	14.3	10.5	12.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	348	343	428	493
현금 및 현금성자산	50	57	115	143
매출채권 및 기타채권	121	122	135	152
재고자산	121	121	134	151
기타유동자산	56	43	44	47
비유동자산	327	338	310	282
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	277	300	273	246
무형자산	13	16	15	14
자산총계	675	681	738	775
유동부채	84	57	69	64
매입채무 및 기타채무	32	18	20	24
단기금융부채	30	38	48	40
기타유동부채	22	1	1	0
비유동부채	205	119	142	148
장기금융부채	177	91	111	111
기타비유동부채	28	28	31	37
부채총계	289	176	211	212
지배주주지분	385	506	530	569
자본금	9	10	10	10
자본잉여금	226	314	314	314
이익잉여금	136	167	191	230
비지배주주지분	2	-1	-3	-6
자본총계	387	505	527	563

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1	36	38	46
당기순이익	18	37	32	46
비현금수익비용가감	51	29	36	44
유형자산감가상각비	22	25	27	27
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	28	3	8	16
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-65	-21	-22	-29
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-26	-2	-13	-17
재고자산 감소(증가)	-13	-3	-13	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	1	2	4
법인세납부	-2	-9	-8	-15
투자활동으로 인한 현금흐름	-82	2	0	0
유형자산처분(취득)	-43	-48	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-47	50	0	0
기타투자활동	8	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	81	-30	20	-18
장단기금융부채의 증가(감소)	72	-78	30	-8
자본의 증가(감소)	30	88	0	0
배당금의 지급	-9	-9	-10	-10
기타재무활동	-12	-31	0	0
현금의 증가	0	7	58	27
기초현금	50	50	57	115
기말현금	50	57	115	143

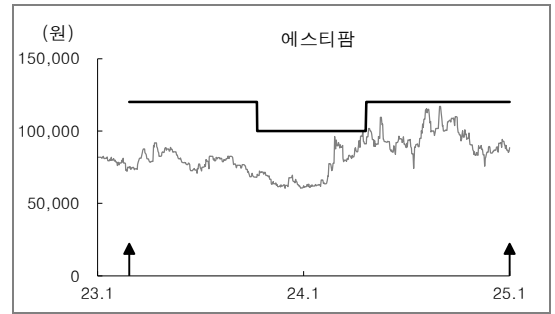
자료: 에스티팜, 미래셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	65.1	42.8	52.1	36.1
P/CF (x)	18.7	26.1	26.1	19.9
P/B (x)	3.3	3.5	3.4	3.1
EV/EBITDA (x)	24.7	34.7	26.4	19.6
EPS (원)	1,041	2,075	1,701	2,452
CFPS (원)	3,626	3,409	3,390	4,460
BPS (원)	20,445	25,102	26,303	28,256
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	53.7	26.9	31.4	21.8
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	14.3	-2.1	16.6	18.6
EBITDA증가율 (%)	59.5	-6.5	29.3	31.6
조정영업이익증가율 (%)	87.7	-20.3	50.3	53.7
EPS증가율 (%)	8.8	99.3	-18.0	44.1
매출채권 회전율 (회)	2.7	2.3	2.6	2.7
재고자산 회전율 (회)	2.5	2.3	2.6	2.7
매입채무 회전율 (회)	9.7	10.1	11.0	11.3
ROA (%)	2.8	5.5	4.5	6.1
ROE (%)	5.4	9.1	6.6	9.0
ROIC (%)	5.4	4.0	5.7	8.2
부채비율 (%)	74.6	34.8	40.0	37.6
유동비율 (%)	416.0	605.0	623.9	771.1
순차입금/자기자본 (%)	30.2	9.1	3.4	-3.2
조정영업이익/금융비용 (x)	5.5	0.0	0.0	0.0

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
에스티팜 (237690)				
2024.05.13	매수	120,000	-	-
2023.11.02	매수	100,000	-28.25	-0.20
2023.03.20	매수	120,000	-34.13	-23.50



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.