

# 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

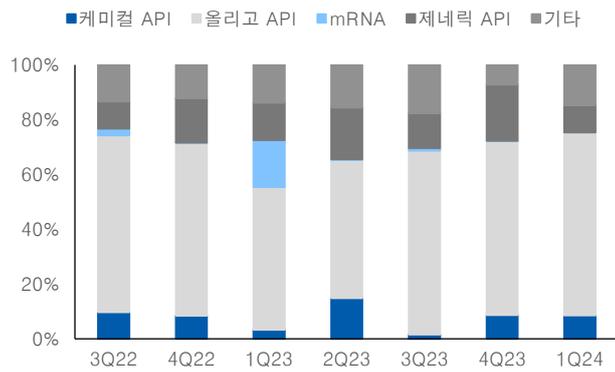
에스티팜(연결) 실적 전망

(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% |

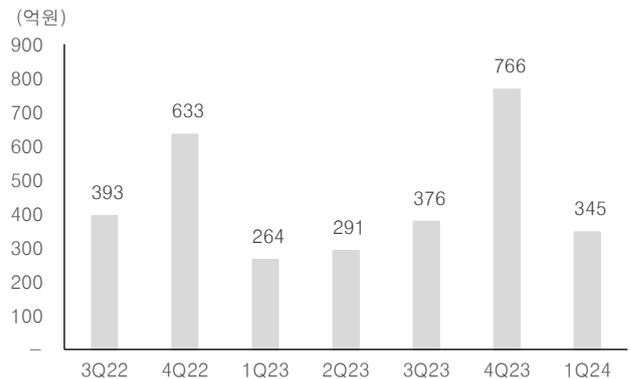
자료: 유안타증권 리서치센터

품목별 매출 비중 추이



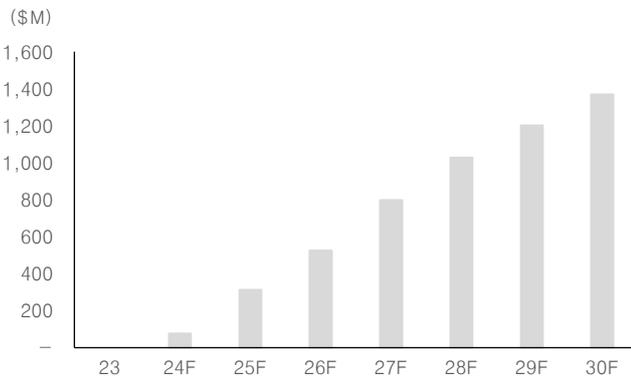
자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

올리고뉴클레오타이드 매출 추이



자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

Rytelo 매출 전망



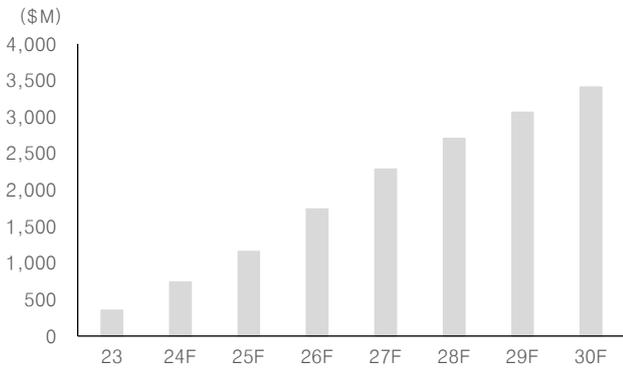
자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

Rytelo 임상 현황



자료: Geron, 유안타증권 리서치센터

Leqvio 분기별 매출 추이



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

Leqvio 신규 적응증 확대 계획

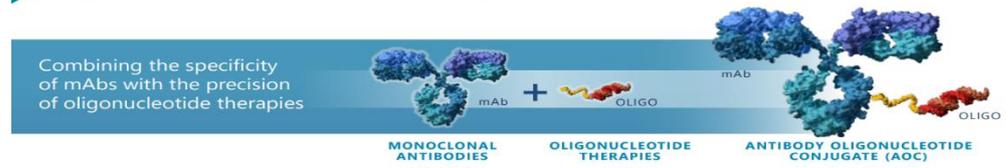
Select key assets submission schedule

| Core therapeutic areas | 2024   | 2025  | 2026-2028                                       |
|------------------------|--|---|---|
| CRM                    | atrasentan<br>IgM <sup>+</sup>               | pelacarsen <sup>+</sup><br>C19R Lysal         | Cosentyx <sup>+</sup><br>Tendinopathy           |
| Immunology             | iplacopan<br>IgM <sup>+</sup>                | Pluvicto <sup>+</sup><br>mSPPC                | Cosentyx <sup>+</sup><br>Polymyalgia rheumatica |
| Neuroscience           | iplacopan<br>CSG                             | Zolgensma <sup>+</sup><br>SMA II <sup>+</sup> | lanalumab<br>ZLITP                              |
| Oncology               | remibrutinib<br>CSU                          | Cosentyx <sup>+</sup><br>GCA                  | lanalumab<br>LITP                               |
|                        | Pluvicto <sup>+</sup><br>mSPPC, pre-baseline | Leqvio <sup>+</sup><br>Type 2 diabetes pd     | lanalumab<br>wRNA                               |
|                        | Scamblix <sup>+</sup><br>OIL IL              |   | Leqvio <sup>+</sup><br>CVRDZLDC                 |
|                        |  |   | lanalumab<br>SLE                                |
|                        |  |   | iplacopan<br>C-RPDR                             |
|                        |  |   | remibrutinib<br>Multiple sclerosis              |
|                        |  |   | remibrutinib<br>CNDU                            |
|                        |  |   | Pluvicto <sup>+</sup><br>Oligometastatic PC     |
|                        |  |   | lanalumab<br>Sigen's syndrome                   |

자료: Novartis, 유안타증권 리서치센터

AOC 개념 및 장점

Key to Our Success: Proprietary AOC™ Platform

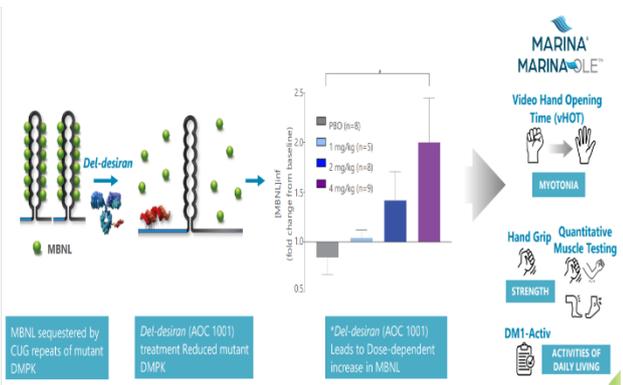


AOC platform advantages:

- ✓ 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

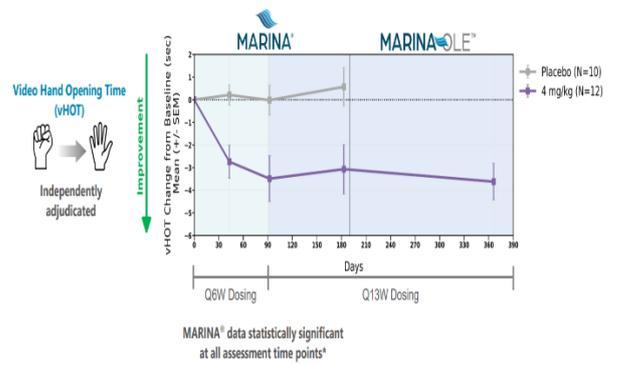
자료: Avidity bioscience, 유안타증권 리서치센터

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

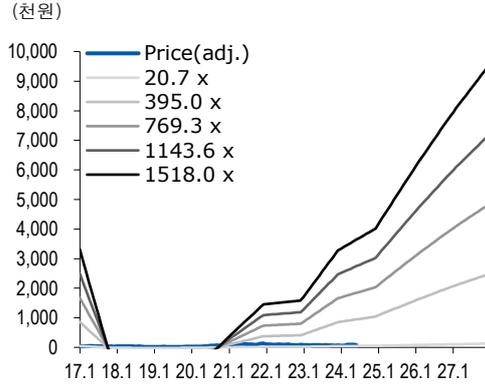
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 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   |

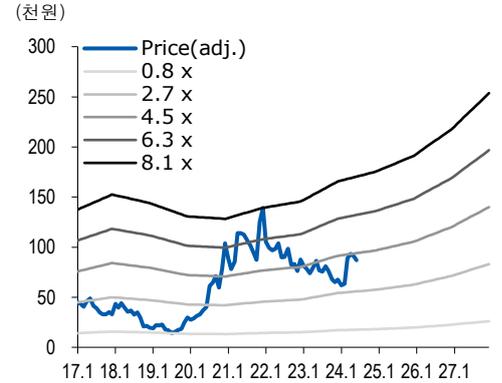
| 결산(12월)   | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS       | 957    | 1,041  | 2,161  | 2,645  | 3,936  |
| BPS       | 17,951 | 20,445 | 21,638 | 23,586 | 26,826 |
| EBITDAPS  | 1,885  | 3,006  | 3,517  | 4,592  | 5,988  |
| SPS       | 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   |

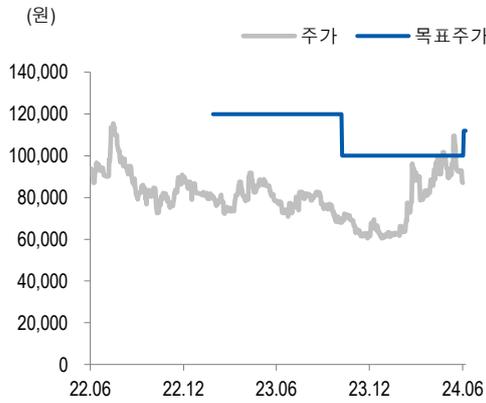
P/E band chart



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.