

Initiation

# 에스티팜 (237690)

홍기혜 kahye0.hong@dashin.com  
이채리 RA cherry.lee@dashin.com

투자 의견

**Buy**

매수, 신규

6개월 목표주가

**200,000**

신규

현재주가

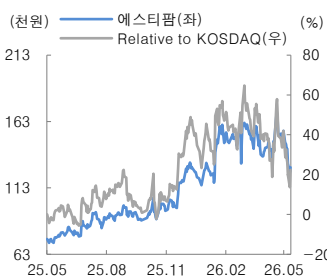
**128,600**

(26.05.19)

유통

KOSPI	1,084.36
시가총액	2,681십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	10십억원
52주 최고/최저	168,700원 / 71,600원
120일 평균거래대금	288억원
외국인지분율	12.10%
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 5 인 37.45% 국민연금공단 6.04%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	-8.8	-16.2	30.3	79.6
상대수익률	-1.6	-10.3	4.7	18.2



## 올리고, 성장의 변곡점

- RNA치료제 시장 구조적 성장, 동사 올리고 수주잔고 빠른 증가
- 연내 주요 치료제 FDA 허가 및 임상3상 catalyst 순차 확인 예정
- 증설 가시화로 중장기 실적 레벨업 기대

### 투자 의견 매수, 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 EV/EBITDA 방식으로 산출, 12m EBITDA 1,010억원에 target multiple 40배 적용(historical value 48배 대비 할인). '25-'28E EBITDA CAGR 19% 성장 전망되며, 현 주가대비 60% 상승여력 보유

### RNA치료제 시장 성장으로 구조적 수주 확대 전망

RNA 치료제 상업화가 증가하고, 적응증이 희귀질환에서 만성질환으로 확장되면서 RNA 원료인 올리고 수요가 구조적으로 증가하고 있음. 동사는 높은 합성 효율과 상업화 제품 생산 트랙레코드를 기반으로 수주잔고가 빠르게 확대('23년말 \$140M→1Q26~\$310M) 중이며, 특히 상업용 물량 비중 확대에 따라 실적 가시성이 한층 높아진 상황. 기존 상업화 약물(6개) 품목에 더해, 향후 3년 내 4개 품목의 추가 상업화가 기대됨. RNA 원료 수요 증가에 대비한 제2올리고동 증설이 가시화되고 있어 중장기 실적 레벨업이 가능할 전망

### 2026년 다양한 catalyst와 함께 긍정적 주가 흐름 기대

동사는 섹터 수급 악화 환경 속에서 상대적으로 견조한 수익률을 기록 중. '26년 전방 시장인 RNA 치료제 시장의 가시성에 따라 주가 향방이 결정될 전망. 1)Olezarsen 약물 추가 적응증 FDA 허가 결정(PDUFA 6/30) 및 2)Pelacarsen 약물 임상3상 결과 도출(2H26) 등 다양한 임상/허가 catalyst가 예상됨에 따라 긍정적 주가 흐름 기대

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	274	332	416	533	621
영업이익	28	55	74	104	130
세전순이익	43	59	73	102	127
총당기순이익	32	55	68	94	118
지배지분순이익	35	55	68	94	118
EPS	1,780	2,706	3,267	4,524	5,679
PER	50.0	44.1	43.6	31.5	25.1
BPS	25,796	29,197	31,261	35,257	40,436
PBR	3.4	4.1	4.2	3.7	3.2
ROE	7.8	10.0	10.9	13.6	15.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

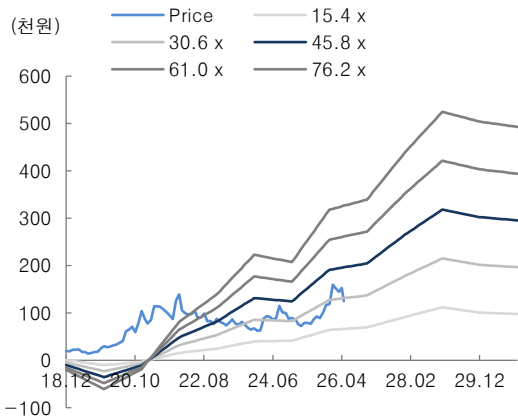
표 1. 에스티팜 목표주가 산출

(십억원, 천주, 배, %)

항목	가치	비고
12mF EBITDA (십억원)	101	2026E~2027E 추정 기준
Target EV/EBITDA (배)	40	에스티팜 historical EV/EBITDA band 기준 평균(45.8x)에서 할인
목표 EV (십억원)	4,051	
순차입금 (십억원)	-22	2026E 기준
목표 시가총액 (십억원)	4,073	
유통주식수 (천주)	20,843	
목표주가 (원)	200,000	
현재주가 (원)	128,600	
Upside	60.1%	

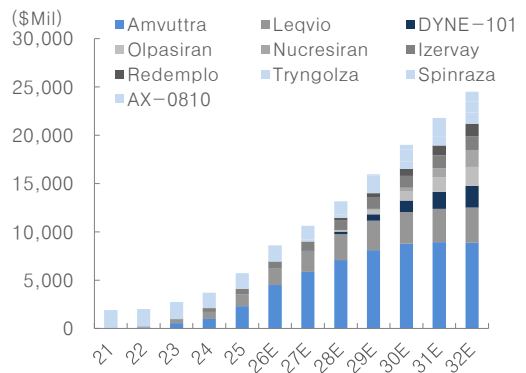
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 에스티팜 Forward EV/EBITDA band chart



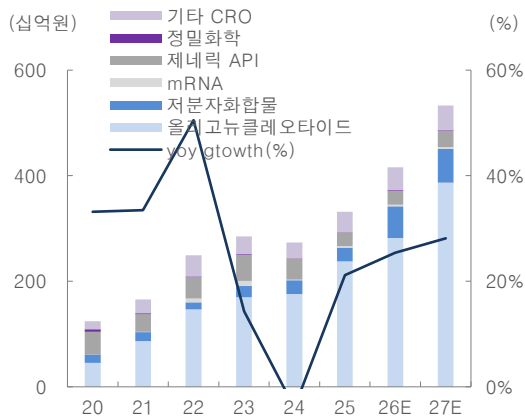
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. RNA 주요 치료제 매출 전망



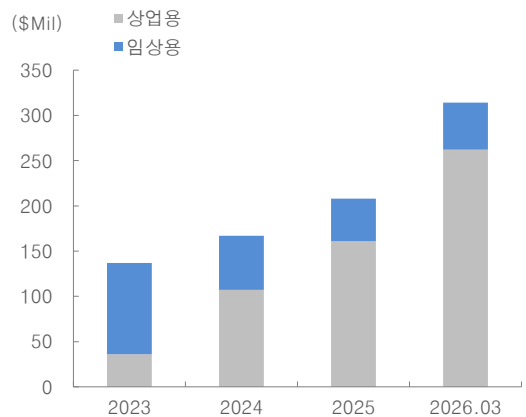
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 3. 사업부문별 매출 추이 및 전망



자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 4. CDMO 사업 수주잔고 추이



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

그림 5. 신약 CDMO 프로젝트 현황

	비임상 임상단계	상업화 단계	승인 예정
Oligo	20	5	~4
Small Molecule	6	2	~1
mRNA	7	-	-

자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

그림 6. 에스티팜 파이프라인 현황

구분	파이프 라인명	적응증	현재 진행단계	비고
화학합성 신약	STP0404	HIV-1 치료제	미국 임상 2a 상	First-in-class
화학합성 신약	STP1002	항암제	미국 임상 1 상 완료	First-in-class
mRNA 예방 백신	STP2104	COVID-19	한국, 남아공 임상 1 상 완료	에스티팜 고유 특허 플랫폼 기술적용 (SmartCap®)

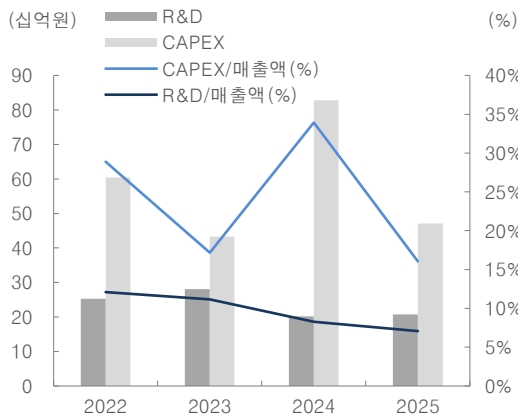
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

표 2. 생산시설 현황 및 증설 계획

구분	Chemical Plant		Oligo Plant		mRNA Plant
	현재	증설 (~'28)	현재	증설 (~'29)	현재
품목	SM, Generic, Monomer	Specialty Monomer	Oligo, sgRNA	Oligo, sgRNA	mRNA
Capacity	96 reactors 376,250 L	Kilo-lab, Ligation Line	6 Lines (Large 4, Mid 1, Small 1)	~2 Lines	Max. 100M Dose/Yr

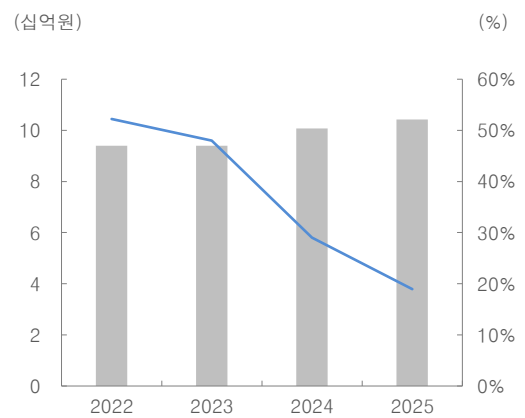
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. R&D / CAPEX 투자현황



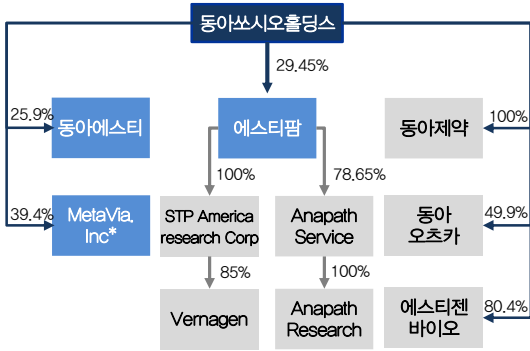
자료: DART, Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 8. 주주환원 현황



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

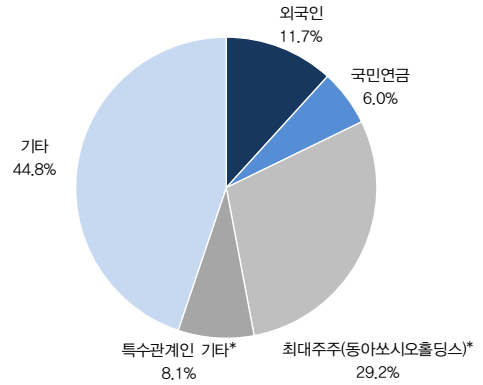
그림 9. 지배구조



\*미국상장 해외법인. 당기 중 지분 신규취득  
 뉴로보 파마슈티컬스에서 24.11 사명변경 심장 대사 질환 치료제 개발

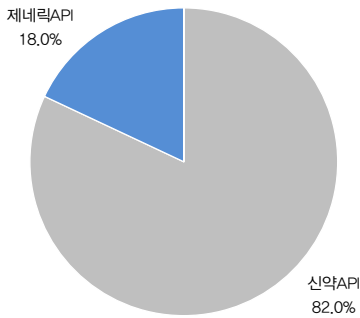
주: 4Q25 기준  
 자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 10. 주주구성



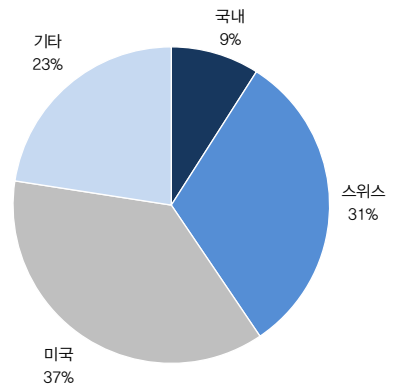
주: 4Q25 기준  
 자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 11. 유형별 매출 비중



주: 4Q25 기준  
 자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 12. 지역별 매출비중



주: 4Q25 기준  
 자료: DART, 대신증권 Research Center

재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	274	332	416	533	621
매출원가	178	195	234	291	333
매출총이익	96	136	182	242	288
판매비와관리비	68	81	108	138	158
영업이익	28	55	74	104	130
영업이익률	10.1	16.6	17.8	19.5	21.0
EBITDA	53	85	92	119	141
영업외손익	15	4	-1	-3	-3
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	35	18	15	14	14
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-19	-13	-15	-16	-16
외환관련손실	5	9	7	7	7
기타	-2	-1	-1	-1	-1
법인세비용차감전순손익	43	59	73	102	127
법인세비용	-10	-4	-5	-7	-9
계속사업순손익	32	55	68	94	118
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	32	55	68	94	118
당기순이익률	11.9	16.5	16.4	17.7	19.1
비재배분순이익	-2	0	0	0	0
지배지분순이익	35	55	68	94	118
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	32	56	69	96	120
비재배분포괄이익	-2	0	0	0	0
지배지분포괄이익	34	56	69	96	120

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	1,780	2,706	3,267	4,524	5,679
PER	50.0	44.1	43.6	31.5	25.1
BPS	25,796	29,197	31,261	35,257	40,436
PBR	3.4	4.1	4.2	3.7	3.2
EBITDAPS	2,731	4,173	4,438	5,706	6,786
EV/EBITDA	33.9	29.1	29.4	22.5	18.3
SPS	14,036	16,319	19,970	25,566	29,794
PSR	6.3	7.3	6.6	5.1	4.4
CFPS	3,984	5,024	5,063	6,235	7,315
DPS	500	500	500	500	500

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-39	21.2	25.4	28.1	16.5
영업이익 증가율	-17.4	98.4	34.6	40.9	24.9
순이익 증가율	85.3	68.1	24.7	38.6	25.5
수익성					
ROC	4.1	9.1	11.2	14.8	17.7
ROA	4.0	7.3	9.4	12.4	13.7
ROE	7.8	10.0	10.9	13.6	15.0
안정성					
부채비율	43.5	32.0	21.4	21.0	20.1
순차입금비율	2.8	0.4	-3.4	-8.8	-18.0
이자보상배율	3.6	13.6	79.7	116.1	140.3

자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	330	373	429	577	747
현금및현금성자산	63	31	21	76	175
매출채권 및 기타채권	70	99	124	158	184
재고자산	127	169	213	272	317
기타유동자산	70	74	71	71	71
비유동자산	392	410	361	312	265
유형자산	336	357	310	261	215
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	56	53	52	51	50
자산총계	722	783	790	889	1,012
유동부채	133	165	116	132	147
매입채무 및 기타채무	35	33	38	43	46
차입금	30	31	43	54	65
유동성채무	42	45	0	0	0
기타유동부채	27	55	35	35	35
비유동부채	86	25	23	22	22
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	43	0	0	0	0
기타비유동부채	42	25	23	22	22
부채총계	219	190	139	154	169
지배지분	503	593	651	735	843
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	316	358	358	358	358
이익잉여금	159	204	262	346	454
기타지분변동	18	21	21	21	21
비지배지분	0	0	0	-1	-1
자본총계	503	593	651	734	842
순차입금	14	3	-22	-65	-152

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	109	14	39	35	78
당기순이익	32	55	68	94	118
비현금항목의 가감	45	48	37	36	34
감가상각비	26	30	18	15	11
외환손익	-3	1	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	22	17	18	20	21
자산부채의 증감	37	-79	-60	-87	-65
기타현금흐름	-5	-9	-6	-8	-10
투자활동 현금흐름	-87	-26	-26	-31	-31
투자자산	-39	8	0	0	0
유형자산	-83	-47	-30	-35	-35
기타	35	13	4	4	4
재무활동 현금흐름	-11	-20	-45	0	0
단기차입금	25	11	11	11	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-24	-19	0	0	0
유상증자	90	40	0	0	0
현금배당	-9	-10	-10	-10	-10
기타	-93	-43	-46	-1	-1
현금의 증감	13	-33	-9	55	99
기초 현금	50	63	31	21	76
기말 현금	63	31	21	76	175
NOPLAT	21	51	69	97	121
FCF	-36	34	57	77	97

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:홍가혜)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 에스티팜(237690) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	26.05.20	25.12.01	25.11.28	25.10.31	25.04.30	25.04.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	6개월 경과
목표주가	200,000	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000
과리율(평균%)		0.83	(16.64)	(27.61)	(37.75)	(43.86)
과리율(최대/최소%)		20.50	(16.64)	(16.43)	(24.50)	(43.57)

제시일자	24.11.16	24.10.28
투자의견	Buy	Buy
목표주가	140,000	140,000
과리율(평균%)	(40.20)	(31.67)
과리율(최대/최소%)	(27.93)	(27.93)

제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균%)
과리율(최대/최소%)

제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균%)
과리율(최대/최소%)

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260517)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	89.9%	10.1%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상