

에스티팜 (237690)

올리고 매출 증가로 수익성 개선

3Q25Re: 올리고 매출 증가로 수익성 개선

연결 기준 매출액 819억원(+32.7%YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 147억원(+141.6%, OPM 18.0%)를 기록하며 컨센서스 상회. 올리고 매출은 상업화 프로젝트 매출 341억원(+15.1%), 임상 프로젝트 매출 345억원(+482.0%)를 기록.

상업화 프로젝트 수가 증가하고 출시 품목의 매출 성장 등이 이어지면서 상업화 올리고 매출은 25년 분기 300억원 이상의 매출을 유지 중. 동사 생산 제품으로 추정되는 Leqvio는 3Q25 3.08억 달러의 글로벌 매출을 기록. 미국과 그 외 지역에서 고른 성장을 보여주고 있으며, 소아 대상으로 적응증 확대를 진행 중. Tryngolza는 중증 고중성지방혈증(sHTG) 환자 대상 임상인 CORE, CORE2에서 최대 72% 공복 중성 지방 수치를 낮췄으며, 급성 췌장염 발생도 85% 낮추는데 성공. IONIS는 연내 sNDA를 제출할 예정. 상업화 프로젝트 수 증가와 기상업화 품목의 적응증 확대 등으로 상업화 올리고 매출은 건조한 성장을 이어갈 것으로 예상되며, 분기별 실적 변동성도 완화될 것으로 예상.

안정적인 생산 수주 확대 지속

3Q25 기준 동사 수주 잔고는 2.43억 달러 규모로 24년말 1.74억 달러 대비 크게 증가. 동기간 신약 CDMO 프로젝트 수도 30건에서 43건으로 13건(올리고 9건, 저분자 4건) 증가.

AOC(항체-올리고 접합체)를 통한 근육 전달이 가능함을 확인하면서 RNAi를 적용한 치료제 표적 장기는 더욱 확대될 것으로 예상되며, 개발 파이프라인이 증가함에 따라 동사 CDMO 프로젝트 수주도 빠르게 늘어날 것으로 기대.

투자 의견 Buy, 목표 주가 13만원으로 상향

매수 의견을 유지하며, 목표 주가를 기존 11.2만원에서 13만원으로 상향. 목표 주가 상향은 상업화 프로젝트 증가 및 상업화 품목의 적응증 확대와 올리고 매출 비중 증가에 따른 수익성 개선에 기인.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 130,000원 (U)

직전 목표주가 112,000원

현재주가 (10/29) 100,800원

상승여력 29%

시가총액	20,863억원
총발행주식수	20,697,290주
60일 평균 거래대금	164억원
60일 평균 거래량	173,511주
52주 고/저	105,700원 / 67,300원
외인지분율	6.23%
배당수익률	0.56%
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 4인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.5	15.2	6.4
상대	5.7	2.8	(12.1)
절대 (달러환산)	9.9	11.9	3.1

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	82	32.7	20.0	67	22.4
영업이익	15	141.7	14.0	7	125.8
세전계속사업이익	21	40.8	203.5		
지배순이익	21	41.9	282.2	6	239.9
영업이익률 (%)	18.0	+8.1 %pt	-0.9 %pt	9.8	+8.2 %pt
지배순이익률 (%)	25.3	+1.6 %pt	+17.4 %pt	9.1	+16.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	285	274	327	390
영업이익	34	28	61	81
지배순이익	20	35	52	66
PER	74.2	49.2	39.1	31.5
PBR	3.8	3.5	3.8	3.4
EV/EBITDA	27.9	32.3	25.3	20.6
ROE	5.4	7.8	10.0	11.5

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

3Q25 에스티팜 실적 리뷰

(단위: 십억원)

	3Q25P	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	컨센서스	차이	당사 추정	차이
매출액	81.9	61.7	+32.7%	68.3	+20.0%	66.9	+22.4%	75.1	+9.1%
영업이익	14.7	6.1	+141.6%	12.9	+14.0%	6.5	+125.8%	9.8	+50.0%
영업이익률	18.0%	9.9%	+8.1%pt	18.9%	-0.9%pt	9.8%	+8.2%pt	13.1%	+4.9%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

에스티팜(연결) 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
연결 매출액	52.4	68.3	81.9	124.4	64.5	78.9	98.0	148.5	273.2	326.8	389.9
증가율(yoy)	1.4%	53.1%	34.0%	7.5%	23.1%	15.7%	19.7%	19.4%	(3.9%)	19.7%	19.3%
저분자 신약	1.1	6.7	0.1	11.6	6.0	8.1	9.1	11.9	25.7	19.4	35.1
올리고-상업용	32.4	37.2	34.1	74.2	38.9	44.3	43.0	90.6	120.8	178.0	216.7
올리고-임상	5.1	6.3	34.5	21.3	5.4	7.1	29.0	28.3	54.4	67.2	69.8
제네릭	5.3	8.9	2.4	8.4	5.5	9.2	6.0	8.6	39.7	25.0	29.3
mRNA	0.6	0.7	1.4	1.1	0.8	1.8	1.4	1.1	1.5	3.9	5.1
기타	7.7	8.3	9.4	7.9	7.9	8.5	9.5	8.0	30.8	33.3	33.9
매출총이익	19.2	32.0	37.0	55.4	27.4	33.1	43.1	65.5	95.6	143.5	169.1
영업이익	1.0	12.9	14.7	32.0	6.3	11.8	21.7	41.7	27.7	60.6	81.5
증가율(yoy)	(45.5%)	흑전	163.1%	39.0%	531.9%	(8.5%)	47.0%	30.5%	(17.4%)	118.6%	34.5%
영업이익률	2.0%	18.9%	18.0%	25.7%	9.8%	14.9%	22.1%	28.1%	10.1%	18.5%	20.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

에스티팜 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	수정 전			수정 후			수정 전 대비		
	4Q25E	25E	26E	4Q25E	25E	26E	4Q25E	25E	26E
매출액	126.8	319.3	371.5	124.4	326.8	389.9	-1.9%	+2.3%	+5.0%
영업이익	29.9	44.7	59.4	32.0	60.6	81.5	+7.0%	+35.6%	+37.2%
OPM	23.6%	14.0%	16.0%	25.7%	18.5%	20.9%	+2.1%pt	+4.5%pt	+4.9%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

에스티팜 목표 추가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

부문	기업가치	비고
1. 영업 가치	2,784	
2. 순차입금	112	25년말 예상
3. 총 가치	2,672	1-2
4. 총 주식수	20,697	
5. 주당 가치	129,084	3/4
6. 목표 추가	130,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

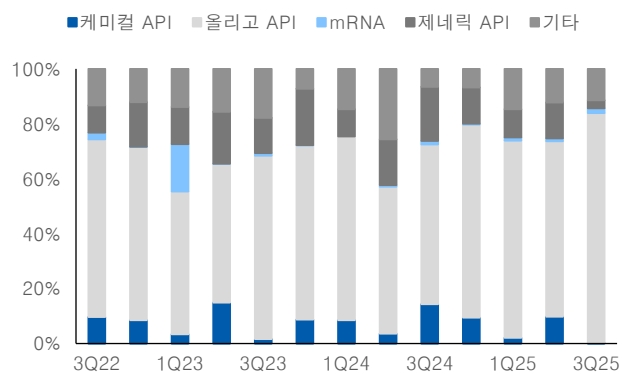
에스티팜 DCF Valuation

(단위: 십억원)

	25F	26F	27F	28F	29F	30F	31F
매출액	327	390	454	519	590	667	756
YoY	19.6%	19.3%	16.3%	14.4%	13.7%	13.1%	13.4%
케미컬 API	19	35	39	41	43	44	46
올리고 API	245	287	346	409	477	551	636
mRNA	4	5	5	6	6	7	7
제네릭 API	25	29	29	29	28	28	29
기타	33	34	35	35	36	37	38
EBIT	61	82	108	131	158	189	224
Tax	12	16	22	26	32	38	45
NOPLAT	48	65	86	105	127	151	179
감가상각비	25	23	22	20	19	19	19
CAPEX	27	0	0	0	0	0	0
운전 자본 증감	0	0	0	0	0	0	0
FCF	44	76	85	90	96	104	111
WACC	8.7%						
Terminal Growth	3%						
Sum of NPV	606						
Terminal Value							3,593
NPV of Terminal Value	2,178						

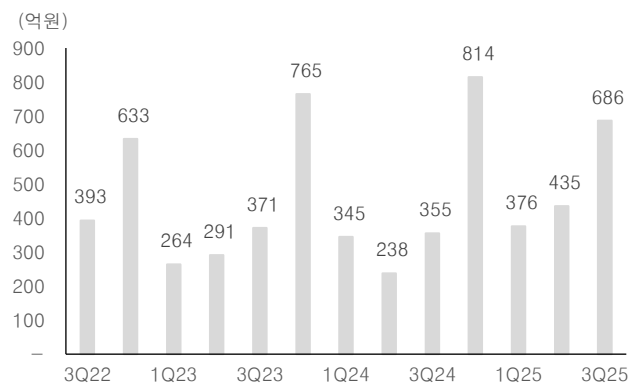
자료: 유안타증권 리서치센터

부문별 매출 비중 추이



자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

올리고뉴클레오타이드 API 매출 추이



자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

에스티팜 (237690) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	285	274	327	390	458
매출원가	173	178	183	221	254
매출총이익	112	96	144	169	204
판관비	79	68	83	88	90
영업이익	34	28	61	81	114
EBITDA	57	53	87	106	137
영업외손익	-10	15	1	0	0
외환관련손익	2	13	0	0	0
이자손익	-4	-3	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-8	5	1	0	0
법인세비용차감전순손익	23	43	61	81	114
법인세비용	6	10	10	16	22
계속사업순손익	18	32	52	66	92
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	18	32	52	66	92
지배지분순이익	20	35	52	66	93
포괄순이익	19	32	53	68	94
지배지분포괄이익	21	34	55	70	97

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1	109	-8	113	129
당기순이익	18	32	52	66	92
감가상각비	22	25	25	23	22
외환손익	1	-3	4	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-65	37	-99	7	-2
기타현금흐름	25	18	11	17	18
투자활동 현금흐름	-82	-87	-16	-3	-3
투자자산	-1	-39	-1	-1	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-43	-83	-27	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-38	35	12	-2	-2
재무활동 현금흐름	81	-11	-36	-10	-10
단기차입금	1	9	1	0	0
사채 및 장기차입금	74	-84	-1	0	0
자본	30	90	0	0	0
현금배당	-9	-9	-10	-10	-10
기타현금흐름	-15	-17	-26	0	0
연결범위변동 등 기타	0	1	15	-83	-80
현금의 증감	0	13	-44	17	36
기초 현금	50	50	63	19	36
기말 현금	50	63	19	36	72
NOPLAT	34	28	61	81	114
FCF	-42	27	-34	113	129

자료: 유안타증권

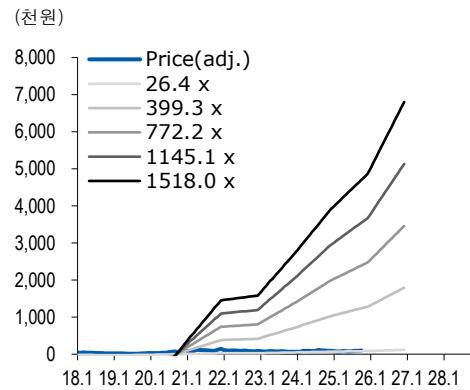
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	348	330	386	475	590
현금및현금성자산	50	63	19	36	72
매출채권 및 기타채권	122	70	68	81	95
재고자산	121	127	282	337	398
비유동자산	327	392	397	374	352
유형자산	277	336	346	323	301
관계기업 등 자본관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	21	26	25	25	26
자산총계	675	722	784	848	942
유동부채	84	133	153	164	176
매입채무 및 기타채무	38	35	56	67	80
단기차입금	21	30	31	31	31
유동성장기부채	8	42	4	4	4
비유동부채	205	86	84	79	77
장기차입금	8	0	0	0	0
사채	151	43	46	46	46
부채총계	289	219	236	243	253
지배지분	385	503	548	607	691
자본금	9	10	10	10	10
자본잉여금	226	316	316	316	316
이익잉여금	136	159	202	258	340
비지배지분	2	0	-1	-2	-3
자본총계	387	503	547	605	689
순차입금	120	14	112	94	57
총차입금	210	135	135	135	135

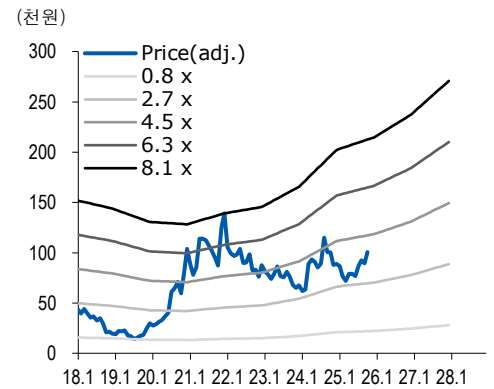
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,041	1,780	2,579	3,200	4,482
BPS	20,445	24,966	26,493	29,308	33,405
EBITDAPS	3,006	2,731	4,266	5,115	6,604
SPS	15,152	14,036	16,088	18,836	22,138
DPS	500	500	500	500	500
PER	74.2	49.2	39.1	31.5	22.5
PBR	3.8	3.5	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	27.9	32.3	25.3	20.6	15.7
PSR	5.1	6.2	6.3	5.4	4.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	14.3	-3.9	19.4	19.2	17.5
영업이익 증가율 (%)	87.7	-17.4	119.0	34.3	39.9
지배순이익 증가율 (%)	8.8	77.3	51.0	26.4	40.1
매출총이익률 (%)	39.3	35.1	43.9	43.4	44.5
영업이익률 (%)	11.8	10.1	18.6	20.9	24.9
지배순이익률 (%)	6.9	12.7	16.0	17.0	20.2
EBITDA 마진 (%)	19.8	19.5	26.5	27.2	29.8
ROIC	5.5	4.2	9.1	9.9	13.1
ROA	3.1	5.0	7.0	8.1	10.4
ROE	5.4	7.8	10.0	11.5	14.3
부채비율 (%)	74.6	43.5	43.2	40.2	36.7
순차입금/자기자본 (%)	31.2	2.8	20.3	15.5	8.2
영업이익/금융비용 (배)	5.5	3.6	0.0	0.0	0.0

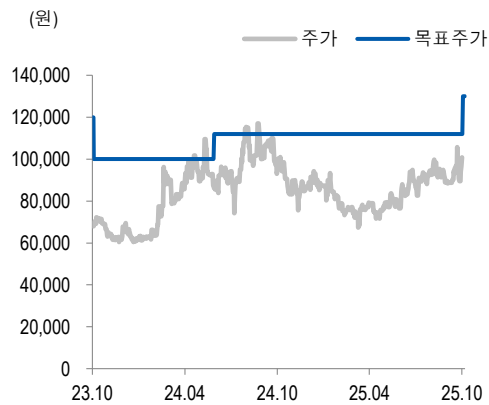
P/E band chart



P/B band chart



에스티팜 (237690) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-10-30	BUY	130,000	1년		
2025-06-26	1년 경과 이후		1년	-18.66	-5.63
2024-06-26	BUY	112,000	1년	-21.68	4.46
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	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-10-29

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 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: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%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.