

에스티팜
(237690)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

140,000

유지

현재주가

78,200

(25,04,29)

제약업종

실적은 매 분기 성장,
하반기 모멘텀도 보유

- 1Q25 연결 매출 524억원(+1.4%yoy), 영업이익 10억원(-45.5%yoy)
- 원가율 상승 및 각종 비용 증가로 컨센서스 하회하는 실적 기록
- 연내 납기 예정 올리고 약 2,200억원으로, 연간 매출 목표 달성 가능 전망

투자의견 매수, 목표주가 140,000원 유지

목표주가는 DCF 밸류에이션 방식으로 산출. 제2올리고동 가동률이 100%에 도달 할 것으로 추정되는 33년까지 현금흐름을 현가화하여 총 기업가치 2.7조원으로 산정. 동사 기업가치의 핵심 성장 동력은 올리고 CDMO 사업으로, 25-26년 동사가 원료를 공급하는 파이프라인이 기존 2개에서 6개로 증가할 예정. 상업화 물량 증가로 큰 폭의 실적 개선이 기대되며, 4Q25 제2올리고동 가동으로 신규 파이프 라인 수주도 가능함에 따라 투자의견 매수, 목표주가 140,000원 유지

1Q25 Review: 1분기 비용 증가로 실적 부진하나 매 분기 성장 전망

[1Q25 연결] 매출액 524억원(+1.4% yoy), 영업이익 10억원 (-45.5% yoy), OPM 2.0%, [별도] 매출액 447억원(+1.5% yoy), 영업이익 27억원(-51.6% yoy), OPM 6.0%로 매출 및 영업이익 컨센서스 하회하는 실적 기록. 올리고 매출은 376억원 (+8.8% yoy) 달성. 고지혈증 치료제 264억원, 혈액암 치료제 61억원으로 상업화 매출 증가하며 전년 동기대비 성장. Small Molecule 매출 11억원(-73.6% yoy)로 미토콘드리아 결핍 증후군 매출 감소에 따라 전년 동기 대비 감소. 영업이익은 원가율이 높은 올리고 매출 증가 및 연구개발비 등 비용 증가로 부진한 실적 기록

다만, 자회사인 CRO 수주 증가와 작년 레바티오 테라퓨틱스(미국 신약개발 자회사) 청산 효과로 연결 영업이익 훼손 금액이 -37억원에서 -17억원으로 크게 감소한 점은 긍정적. 올해 4월까지 수주잔고는 Small Molecule 약 400억원, mRNA 약 30억원, 올리고 수주 잔고는 3,260억원 달성. 올리고 수주 잔고의 80%(약 2,200억원)가 연내 납기예정인 점을 감안하면, 연간 매출 목표 3,200억원(+20% yoy)은 충분히 달성 가능할 것으로 판단하며, 1분기가 가장 낮고 매 분기 성장하는 실적이 가능할 것으로 판단함

하반기 풍부한 모멘텀 보유: FDA 승인 및 3상 결과 발표 예정

25년 8월 21일 동사가 올리고 원료를 공급하는 유전성 혈관부종 치료제의 FDA 승인이 예정. FDA 승인 전후로 상업화 초도 물량 수주가 기대됨. 하반기에는 중증 고지혈증 치료제 임상 3상, 동맥경화증 치료제 임상 3상 결과 발표 예정. 긍정적인 임상 3상 결과 발표시, 추후 승인 및 상업화 기대로 동사 주가에 상승 모멘텀으로 작용할 가능성이 높음

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	52	116	67	52	1.4	-54.7	61	61	37.6	17.1
영업이익	2	23	5	1	-45.5	-95.5	4	5	흑전	369.3
순이익	6	13	4	1	-88.1	-94.2	5	7	596.2	847.2

자료: 에스티팜, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSDAQ	726.46
시가총액	1,576십억원
시가총액비중	0.42%
자본금(보통주)	10십억원
52주 최고/최저	117,000원 / 67,300원
120일 평균거래대금	131억원
외국인지분율	5.84%
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 4 인 38.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.5	-10.5	-17.4	-12.0
상대수익률	0.8	-10.2	-15.4	5.3

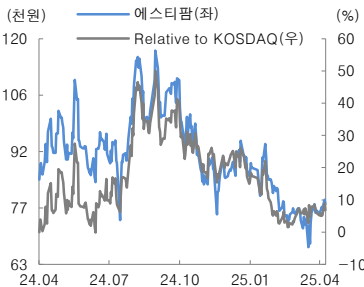


표 1. 에스티팜 목표주가 산출 (단위: 십억원)

	가치	비고
에스티팜 영업가치 (A)	2,599	DCF 밸류레이션으로 산출
NPV of FCFF	294	
NPV of TV	2,305	
비영업가치 (B)	28	장부가액 기준
순차입금 (C)	(112)	
기업가치 (A+B-C)	2,740	
보통주 총 주식수 (천주)	19,464	유통주식수
적정 주가 (원)	140,752	
목표주가 (원)	140,000	
현재주가 (원)	78,100	2025.04.29
상승여력	79%	

자료: 대신증권 Research Center

표 1. 에스티팜 연결 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	51.7	44.6	61.7	115.7	52.4	61.4	87.4	136.5	273.6	337.6	476.7
yoy (%)	2.1%	-22.9%	10.2%	-4.1%	1.4%	37.8%	41.7%	18.0%	-4.0%	23.4%	41.2%
올리고 매출	34.5	23.8	35.6	82.2	37.6	39.2	45.3	99.5	176.1	221.7	290.6
yoy (%)	31%	-18%	-5%	7%	8.8%	65%	27%	21%	3.8%	25.9%	31.1%
Small Molecule	4.4	1.6	8.8	10.9	1.1	3.1	19.0	12.8	25.7	36.1	47.3
yoy (%)	159%	-81%	901%	3%	-73.6%	94%	116%	17%	18.5%	40.5%	31.2%
mRNA	0.0	0.3	0.8	0.4	0.6	1.3	4.6	3.1	1.5	9.6	67.6
yoy (%)	-99%	77%	50%	380%	1184.9%	423%	509%	624%	-84.3%	548.0%	602.4%
제네릭 API	5.1	7.4	12.0	15.2	5.3	7.5	13.2	14.3	39.7	40.4	41.1
yoy (%)	-27%	-32%	71%	-39%	5.5%	1%	10%	-5%	-20.0%	1.8%	1.7%
기타(정밀화학, CRO 등)	7.7	11.5	4.5	7.0	7.7	10.2	5.2	6.8	30.6	29.9	30.1
yoy (%)	9.8%	26.2%	-54.7%	-20.0%	0.7%	-11.0%	15.0%	-3.0%	-11.8%	-2.4%	0.7%
매출총이익	19.0	15.2	22.4	39.4	19.2	24.8	34.4	47.9	96.0	126.4	176.8
GPM (%)	36.7%	34.2%	36.4%	34.0%	36.7%	40.4%	39.4%	35.1%	35.1%	37.4%	37.1%
yoy (%)	-24.3%	-31.6%	-7.8%	-2.7%	1.4%	62.6%	53.4%	21.8%	-14.4%	31.6%	39.9%
영업이익	1.9	-3.1	6.1	22.8	1.0	4.8	14.5	23.1	27.7	43.4	64.0
OPM (%)	3.6%	-6.9%	9.9%	19.7%	1.9%	7.8%	16.6%	16.9%	10.1%	12.8%	13.4%
yoy (%)	-49.3%	-290.1%	-8.5%	5.8%	-47.5%	-257.2%	137.7%	1.2%	-17.4%	56.5%	47.6%

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 에스티팜 올리고 생산 시설 현황

	시험공장	반월공장	비고
R&D	4mmol scale x 4		연구
Pilot Plant	200mmol scale x 2		
Large-scale Plant		6.4mole (2022)	제 1 올리고동
		10.2mole (2025 년 3 월 완공)	제 2 올리고동
		14.0 mole (2026E)	

자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

표 3. 에스티팜 올리고 수주 파이프라인 현황

고객사	적응증	P1	P2	P3	상업화	FDA 승인 일정
A	고지혈증					2021
B	척수성근위축증					2016
C	MDS(골수이형성증후군)					24.06.06
	MF (골수섬유증)					2026(E)
D	FCS (가속성킬로미크론혈증)					24.12.19
	중증 고지혈증					2026(E)
	유전성 혈관부종					25.08.21(E)
A	동맥경화증					1H27
E	만성 B 형간염					2026+
	만성 B 형간염					-
F	사구체신염					2027+
	만성 B 형간염					2027+

자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

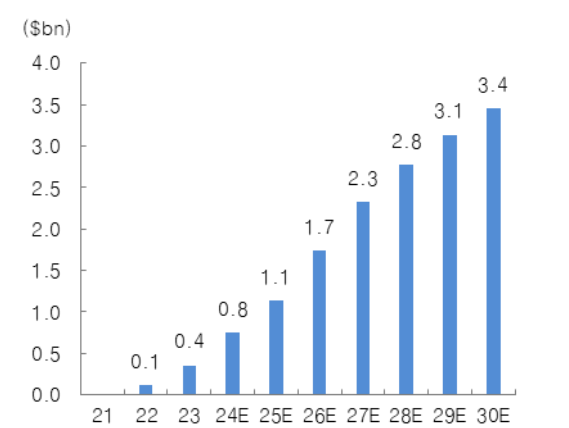
표 4. 25 년 에스티팜 올리고 수주 현황

(단위: 단위)

수주일자	납기	적응증	결제 통화	수주총액
2025.03	2025.09	만성 B 형간염(2 상)	USD	15,230
2025.03	2026.03	동맥경화증(3 상)	USD	14,670
2025.03	2025.05	신장질환(3 상)	CHF	2,860
2025.03	2025.05	척수성근위축증(상업화)	USD	4,880
2025.03	2026.06	혈액암(상업화)	USD	13,353
2025.03	2026.03	혈액암(상업화)	USD	14,150
2025.04	2025.10	심혈관질환(3 상)	USD	13,140

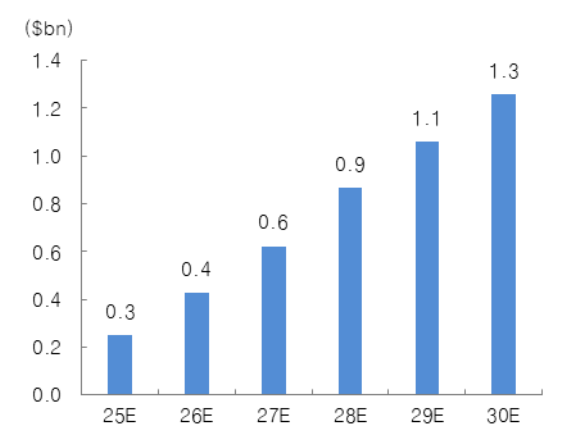
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. Leqvio 매출 전망



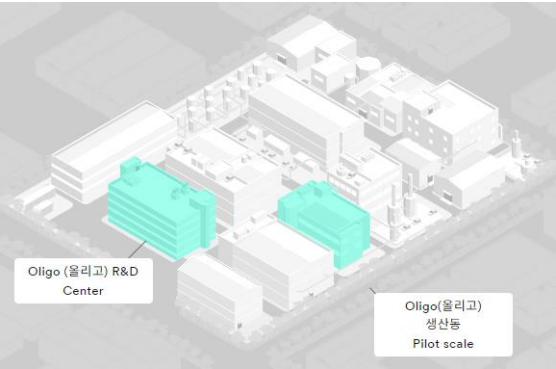
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 2. Rytelo 매출 전망



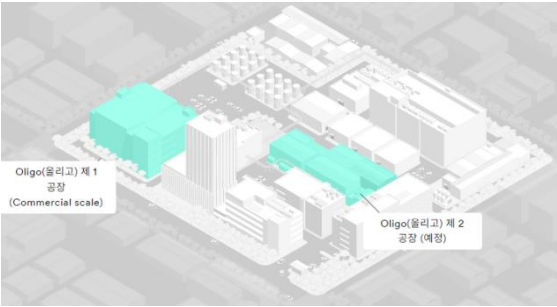
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 3. 에스티팜 사회공장 조감도



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

그림 4. 에스티팜 반월공장 조감도



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

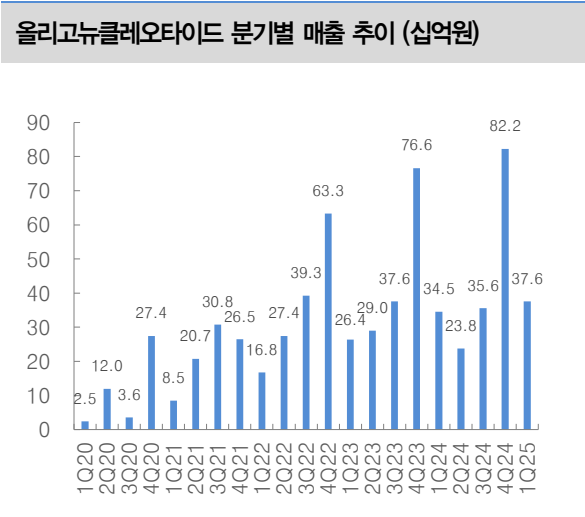
- 2008년 설립(유켄 주식회사), 2010년 삼진보제약 흡수 합병하며 에스티팜으로 상호 변경, 2016년 6월 KOSDAQ 상장
- 주요 사업은 올리고핵산치료제(Oligonucleotide) 및 small molecule(저분자 화학합성 신약) 원료의약품(API) CDMO, 2022년부터 신사업인 mRNA CDMO 매출 발생
- 저분자 신약 CDMO에서의 경험과 기술을 바탕으로 새로운 치료제 분야인 올리고핵산치료제 CDMO 로 사업 영역 확장, 2018년 제1올리고동을 반월캠퍼스에 준공, 글로벌 3위 올리고 생산능력 보유

주가 변동요인

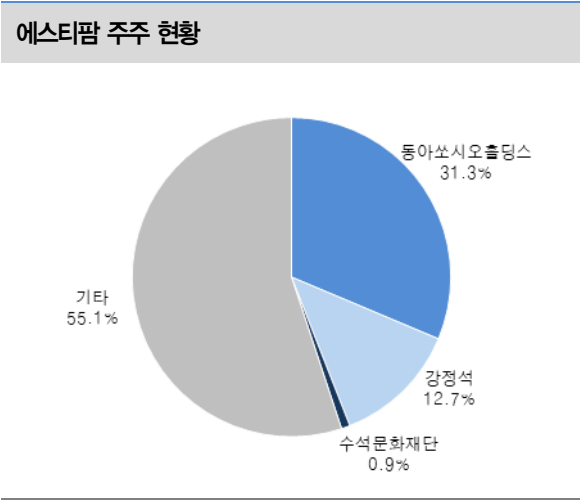
- (+) 실적 개선, 수주 계약 체결 및 공장 증설
- (-) 실적 악화, 수주 실패에 따른 고정비 증가로 인한 수익성 악화

자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

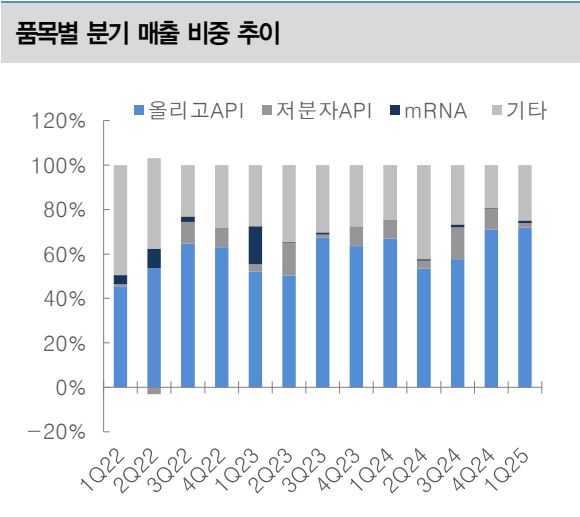
Earnings Driver



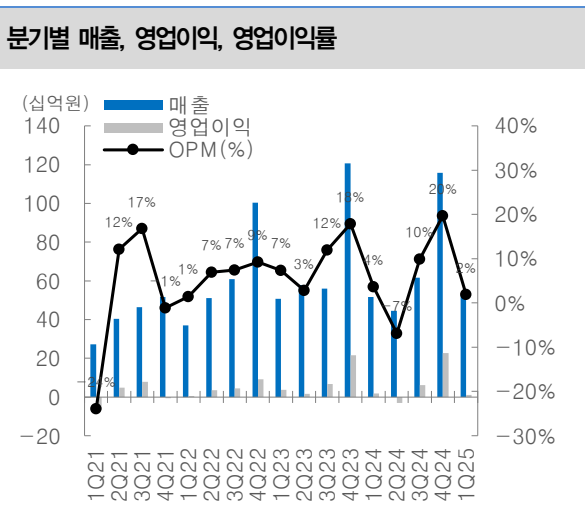
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center



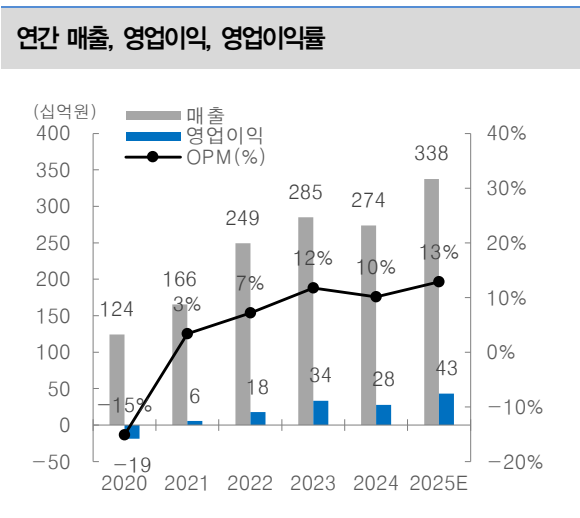
자료: 대신증권 Research Center



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	285	274	338	477	602
매출원가	173	178	211	300	379
매출총이익	112	96	126	177	223
판매비와관리비	79	68	83	113	130
영업이익	34	28	43	64	93
영업외수익	11.8	10.1	12.8	13.4	15.5
EBITDA	57	53	69	92	123
영업외손익	-10	15	13	13	12
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	9	35	29	29	30
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-20	-19	-14	-15	-16
외환관련손실	5	5	4	4	4
기타	0	-2	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	23	43	57	77	106
법인세비용	-6	-10	-14	-19	-26
계속사업순이익	18	32	43	58	79
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	18	32	43	58	79
당기순이익률	6.1	11.9	12.6	12.1	13.2
비재계분순이익	-2	-2	-3	-4	-5
재계분순이익	20	35	46	62	85
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	19	32	42	58	79
비재계분포괄이익	-2	-2	-3	-4	-5
재계분포괄이익	21	34	45	62	85

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,041	1,780	2,259	3,063	4,210
PER	65.1	50.0	34.6	25.5	18.6
BPS	20,445	25,796	26,734	29,307	33,027
PBR	3.3	3.4	2.9	2.7	2.4
EBITDAPS	3,006	2,731	3,447	4,571	6,084
EV/EBITDA	24.7	33.9	23.5	17.9	13.5
SPS	15,152	14,036	16,756	23,653	29,861
PSR	4.5	6.3	4.7	3.3	2.6
CFPS	3,626	3,984	4,072	5,211	6,738
DPS	500	500	500	500	500

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액증가율	14.3	-3.9	23.4	41.2	26.2
영업이익증가율	87.7	-17.4	56.7	47.7	45.7
순이익증가율	0.0	85.3	31.2	35.6	37.4
수익성					
ROIC	5.3	4.1	5.7	7.4	9.6
ROA	5.4	4.0	5.7	7.5	9.5
ROE	5.4	7.8	8.7	10.9	13.5
안정성					
부채비율	74.6	43.5	49.4	54.0	57.8
순차입금비율	31.0	2.8	10.2	13.1	12.1
이자보상배율	5.5	3.6	14.6	17.2	20.7

자료: 에스티팜 대안증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	348	330	388	472	597
현금및현금성자산	50	63	44	50	77
매출채권 및 기타채권	122	70	143	190	236
재고자산	121	127	141	170	223
기타유동자산	55	70	61	61	62
비유동자산	327	392	416	438	453
유형자산	277	336	361	382	397
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	50	56	56	56	56
자산총계	675	722	805	909	1,050
유동부채	84	133	162	189	228
매입채무 및 기타채무	38	35	48	58	67
차입금	21	30	31	32	32
유동상대채무	8	42	46	51	56
기타유동부채	16	27	37	48	72
비유동부채	205	86	104	130	157
차입금	8	0	20	40	60
전환증권	151	43	20	20	20
기타비유동부채	45	42	64	70	77
부채총계	289	219	266	319	385
자본지분	385	503	539	591	666
자본금	9	10	10	10	10
자본잉여금	226	316	316	316	316
이익잉여금	136	159	195	247	321
기타지분변동	13	18	18	18	19
비재계분	2	0	0	0	0
자본총계	387	503	539	590	665
순차입금	120	14	55	77	80

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1	109	-8	27	47
당기순이익	18	32	43	58	79
비현금항목의 가감	51	45	39	47	56
감가상각비	23	26	26	28	29
외환손익	1	-3	-11	-11	-11
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	26	22	24	30	38
자산부채의 증감	-65	37	-73	-56	-58
기타현금흐름	-2	-5	-17	-22	-30
투자활동 현금흐름	-82	-87	-36	-45	-40
투자자산	-1	-39	-1	-1	-1
유형자산	-43	-83	-50	-49	-44
기타	-38	35	14	4	4
재무활동 현금흐름	81	-11	4	5	5
단기차입금	-7	1	1	1	1
사채	0	0	20	20	20
장기차입금	100	0	0	0	0
유상증자	31	90	0	0	0
현금배당	-9	-9	-10	-10	-10
기타	-32	-93	-7	-6	-6
현금의 증감	0	13	-20	6	27
기초 현금	50	50	63	44	50
기말 현금	50	63	44	50	77
NOPLAT	25	21	33	48	70
FCF	5	-36	9	27	55

[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:이희영)

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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

에스티팜(237690) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	25.05.01	25.04.28	24.11.16	24.10.28
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	140,000	140,000	140,000	140,000
과다율(평균%)		(44.14)	(40.20)	(31.67)
과다율(최대/최소%)		(44.14)	(27.93)	(27.93)

제시일자	25.05.01	25.04.28	24.11.16	24.10.28
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	140,000	140,000	140,000	140,000
과다율(평균%)		(44.14)	(40.20)	(31.67)
과다율(최대/최소%)		(44.14)	(27.93)	(27.93)

제시일자	25.05.01	25.04.28	24.11.16	24.10.28
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	140,000	140,000	140,000	140,000
과다율(평균%)		(44.14)	(40.20)	(31.67)
과다율(최대/최소%)		(44.14)	(27.93)	(27.93)

제시일자	25.05.01	25.04.28	24.11.16	24.10.28
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	140,000	140,000	140,000	140,000
과다율(평균%)		(44.14)	(40.20)	(31.67)
과다율(최대/최소%)		(44.14)	(27.93)	(27.93)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250428)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	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 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상