

# 에스티팜 (237690)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**140,000**

유지

현재주가

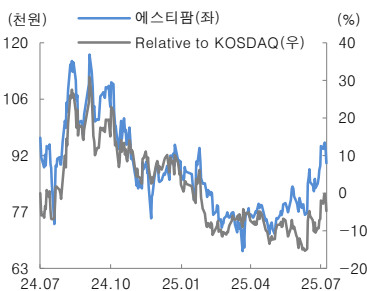
**89,600**

(25.07.25)

재약업종

KOSDAQ	806.95
시가총액	1,806십억원
시가총액비중	0.48%
지분금(보통주)	10십억원
52주 최고/최저	117,000원 / 67,300원
120일 평균거래대금	109억원
외국인지분율	5.42%
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 4 인 38.68%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.1	16.2	2.5	0.7
상대수익률	11.9	5.1	-7.4	-0.5



## 올리고 성장 가시화, 하반기 모멘텀 풍부

- 2Q25 연결 매출 682억원(+52.9%yoy), 영업이익 128억원(흑전)
- 올리고, Small Molecule 매출 증가로 컨센서스 상회하는 실적 기록
- 하반기 신규 품목 FDA 승인 예정, 상업화 중심 올리고 성장 지속 전망

### 투자의견 매수, 목표주가 140,000원 유지

동사 기업가치의 핵심 성장 동력은 올리고 CDMO 사업으로, 원료를 공급하던 임상 파이프라인들이 상업화 단계에 진입하면서, 상업화 품목 매출 비중이 지속 확대되는 추세. 8월 21일 동사가 원료를 공급하는 유전성 혈관부종 치료제의 FDA 승인이 예정되어 있으며, 하반기에는 중증 고지혈증 치료제 및 동맥경화증 치료제 임상 3상 결과 발표 예정. 미토콘드리아 결핍 증후군 치료제 또한 연내 FDA 승인이 예정되어 있어, 상업화 품목 수 증가에 따른 매출 성장세가 가시화되고 있음. 더불어 4분기부터 제2올리고동이 본격 가동될 예정으로, 신규 파이프라인 수주도 기대되어 투자의견 매수, 목표주가 140,000원 유지

### 1Q25 Review: 올리고 매출 본격화로 실적 서프라이즈 기록

[1Q25 연결] 매출액 682억원(+52.9% yoy), 영업이익 128억원(흑전), OPM 18.8%로 시장 컨센서스 및 기존 추정치 대폭 상회. 수익성이 높은 올리고 및 Small Molecule 사업부의 매출 비중이 증가하면서 전체 수익성이 큰 폭으로 개선된 것이 주요 요인. [별도] 매출액 598억원(+77.8% yoy), 영업이익 130억원(흑전), OPM 21.8%로 호실적 기록. 올리고 부문 매출은 435억원(+83.0% yoy)을 기록하였으며, 이 중 상업화 품목 매출이 372억원(+191.5% yoy)으로 전년 대비 큰 폭으로 성장. 혈액암, 척수성 근위축증 치료제가 매출 및 이익 성장에 기여함. Small Molecule 부문 매출은 67억원(+312.2% yoy)으로 미토콘드리아 결핍 증후군 치료제 매출 증가에 힘입어 고성장 기록. 또한 자회사인 CRO 사업도 전방 산업의 수요 회복에 따라 손익분기점(BEP) 도달하며 실적 개선에 일부 기여함.

현재 수주잔고는 총 3,800억원으로 이 중 올리고가 3,200억원, Small Molecule이 550억원을 차지. 상반기에 총 8건의 수주를 확보했으며, 17건의 추가 수주도 협의 중에 있어 지속적인 수주 확대가 기대됨. 제2올리고동은 예정대로 4분기부터 상업 생산을 시작할 예정이며, 임상용 시료 생산은 7월부터 가동을 개시함. 이에 따라 3분기부터 분기당 약 15~20억의 감가상각비가 원가에 반영될 예정. 하반기에는 4분기에 매출이 집중될 가능성이 높으며, 올리고와 Small Molecule 중심의 성장이 지속될 전망

(단위: 십억원 %)

구분	2Q24	1Q25	2Q25		2Q25			3Q25		
			작전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	45	52	61	68	52.8	30.0	67	68	9.7	-0.7
영업이익	-3	1	5	13	흑전	1,150.5	7	14	136.0	12.2
순이익	1	1	7	19	1,790.4	1,730.5	7	21	42.7	9.2

자료: 에스티팜, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 에스티팜 목표주가 산출

(단위: 십억원)

	가치	비고
<b>에스티팜 영업가치 (A)</b>	<b>2,599</b>	DCF 밸류에이션으로 산출
NPV of FCFF	294	
NPV of TV	2,305	
<b>비영업가치 (B)</b>	<b>28</b>	장부가액 기준
<b>순차입금 (C)</b>	<b>(112)</b>	
<b>기업가치 (A+B-C)</b>	<b>2,740</b>	
보통주 총 주식수 (천주)	19,464	유통주식수
적정 주가 (원)	140,752	
<b>목표주가 (원)</b>	<b>140,000</b>	
현재주가 (원)	89,600	2025.07.25
상승여력	56%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 에스티팜 연결 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>연결 매출액</b>	<b>51.7</b>	<b>44.6</b>	<b>61.7</b>	<b>115.7</b>	<b>52.4</b>	<b>68.2</b>	<b>67.7</b>	<b>139.9</b>	<b>273.6</b>	<b>328.1</b>	<b>422.9</b>
yoy (%)	2.1%	-22.9%	10.2%	-4.1%	1.4%	53.0%	9.8%	20.9%	-4.0%	19.9%	28.9%
<b>올리고 매출</b>	<b>34.5</b>	<b>23.8</b>	<b>35.6</b>	<b>82.2</b>	<b>37.6</b>	<b>43.5</b>	<b>38.9</b>	<b>104.0</b>	<b>176.1</b>	<b>223.9</b>	<b>289.0</b>
yoy (%)	31%	-18%	-5%	7%	8.8%	83%	9%	26%	3.8%	27.2%	29.1%
<b>Small Molecule</b>	<b>4.4</b>	<b>1.6</b>	<b>8.8</b>	<b>10.9</b>	<b>1.1</b>	<b>6.7</b>	<b>8.9</b>	<b>11.0</b>	<b>25.7</b>	<b>27.8</b>	<b>44.5</b>
yoy (%)	159%	-81%	901%	3%	-73.6%	312%	1%	2%	18.5%	8.1%	60.3%
<b>mRNA</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>0.8</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.5</b>	<b>1.5</b>	<b>2.6</b>	<b>7.3</b>
yoy (%)	-99%	77%	50%	380%	1184.9%	177%	10%	13%	-84.3%	74.5%	183.1%
<b>제네릭 API</b>	<b>5.1</b>	<b>7.4</b>	<b>12.0</b>	<b>15.2</b>	<b>5.3</b>	<b>8.9</b>	<b>13.7</b>	<b>15.2</b>	<b>39.7</b>	<b>43.2</b>	<b>47.1</b>
yoy (%)	-27%	-32%	71%	-39%	5.5%	20%	14%	0%	-20.0%	8.8%	9.0%
<b>기타(정밀화학, CRO 등)</b>	<b>7.7</b>	<b>11.5</b>	<b>4.5</b>	<b>7.0</b>	<b>7.7</b>	<b>8.4</b>	<b>5.3</b>	<b>9.2</b>	<b>30.6</b>	<b>30.6</b>	<b>35.0</b>
yoy (%)	9.8%	26.2%	-54.7%	-20.0%	0.7%	-27.2%	18.0%	31.3%	-11.8%	-0.2%	14.4%
<b>매출총이익</b>	<b>19.0</b>	<b>15.2</b>	<b>22.4</b>	<b>39.4</b>	<b>19.2</b>	<b>31.1</b>	<b>32.6</b>	<b>55.1</b>	<b>96.0</b>	<b>138.0</b>	<b>179.1</b>
GPM (%)	36.7%	34.2%	36.4%	34.0%	36.7%	45.7%	48.1%	39.4%	35.1%	42.1%	42.3%
yoy (%)	-24.3%	-31.6%	-7.8%	-2.7%	1.4%	104.2%	45.1%	40.0%	-14.4%	43.8%	29.8%
<b>영업이익</b>	<b>1.9</b>	<b>-3.1</b>	<b>6.1</b>	<b>22.8</b>	<b>1.0</b>	<b>12.8</b>	<b>14.4</b>	<b>30.2</b>	<b>27.7</b>	<b>58.5</b>	<b>72.6</b>
OPM (%)	3.6%	-6.9%	9.9%	19.7%	1.9%	18.8%	21.3%	21.6%	10.1%	17.8%	17.2%
yoy (%)	-49.3%	-290.1%	-8.5%	5.8%	-47.5%	흑전	135.9%	32.6%	-17.4%	111.0%	24.2%

자료: 대신증권 Research Center

표 3. 에스티팜 올리고 생산 시설 현황

	시화공장	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 (2025년 3월 완공) 14.0 mole (2026E)	제 2 올리고동

자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

표 4. 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+

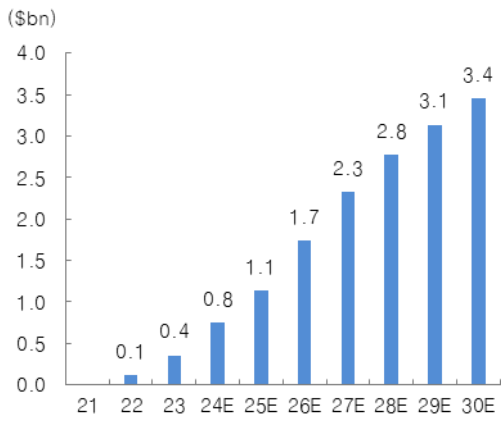
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

표 5. 25년 에스티팜 올리고 수주 현황

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
2025.06	2026.09	혈액암(상업화)	USD	13,280
2025.06	2026.05	심혈관질환(상업화)	USD	16,560
2025.06	2025.12	대사질환(임상)	USD	1,690

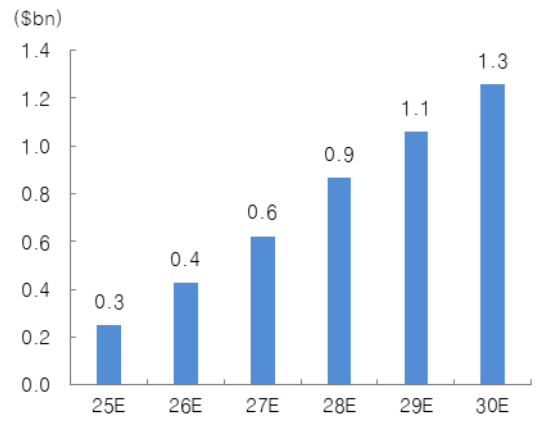
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

그림 1. Leqvio 매출 전망



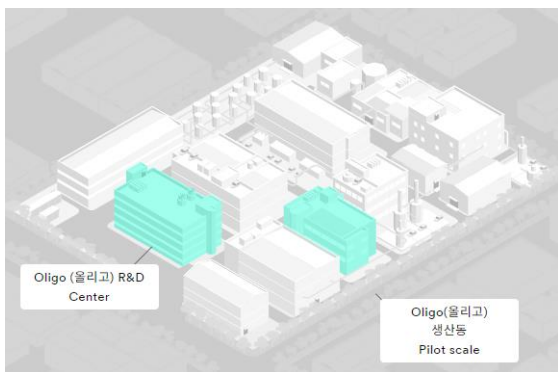
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

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

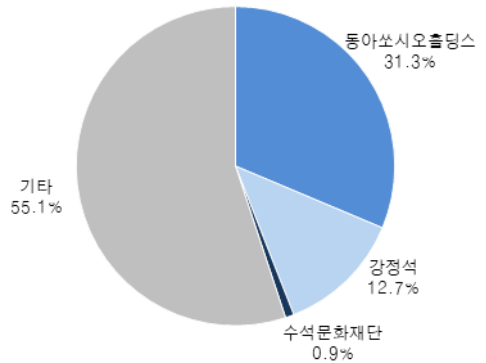
- 2008년 설립(유켄 주식회사), 2010년 삼천리저약 흡수 합병하며 에스티팜으로 상호 변경, 2016년 6월 KOSDAQ 상장
- 주요 사업은 올리고핵산치료제(Oligonucleotide) 및 small molecule(저분자 화학합성 신약) 원료의약품(API) CDMO, 2022년부터 신사업인 mRNA CDMO 매출 발생
- 저분자 신약 CDMO에서의 경험과 기술을 바탕으로 새로운 치료제 분야인 올리고핵산치료제 CDMO 로 사업 영역 확장 2018년 제1올리고동을 반월캠퍼스에 준공, 글로벌 3위 올리고 생산능력 보유

### 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

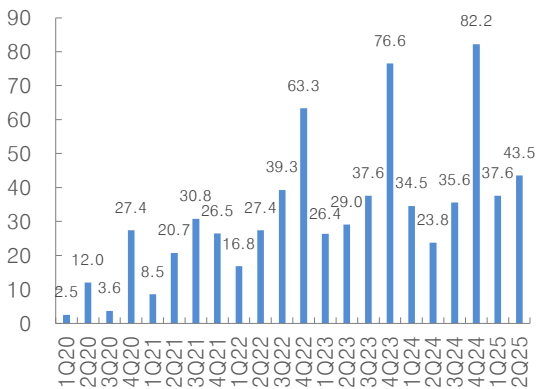
### 에스티팜 주주 현황



자료: 대신증권 Research Center

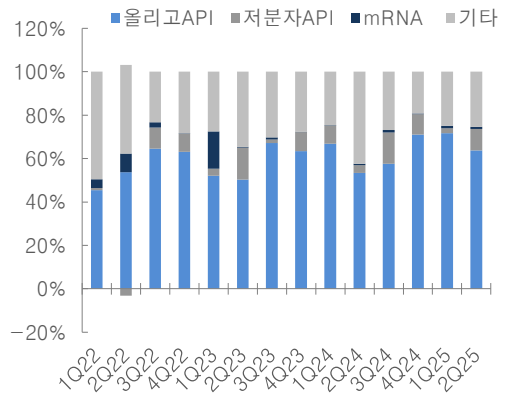
## Earnings Driver

### 올리고뉴클레오타이드 분기별 매출 추이 (십억원)



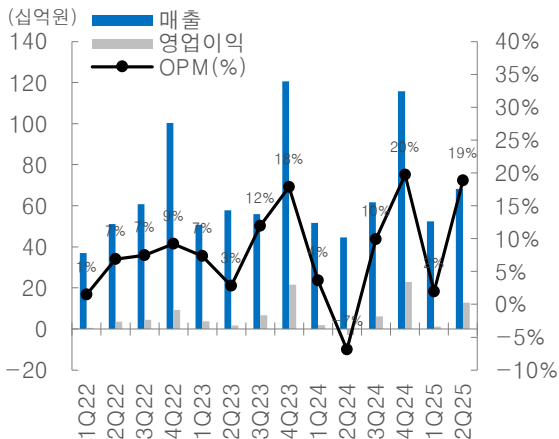
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

### 품목별 분기 매출 비중 추이



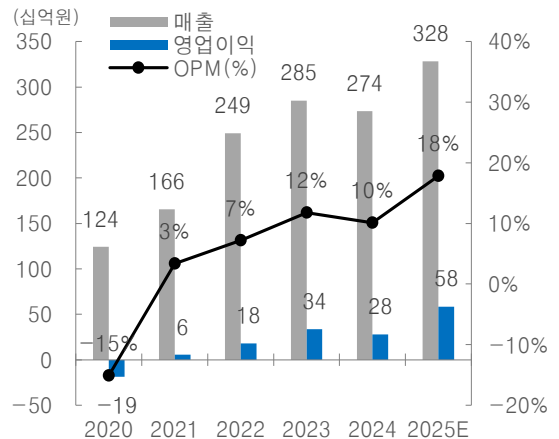
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

### 분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

### 연간 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

재무제표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	285	274	328	423	559
매출원가	173	178	190	244	313
매출총이익	112	96	138	179	246
판매비와관리비	79	68	80	106	126
영업이익	34	28	58	73	120
영업외수익	11.8	10.1	17.8	17.2	21.5
EBITDA	57	53	85	101	149
영업외손익	-10	15	13	13	12
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	9	35	28	29	29
외환포괄이익	0	0	0	0	0
금융비용	-20	-19	-13	-14	-15
외환포괄손실	5	5	4	4	4
기타	0	-2	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	23	43	72	85	132
법인세비용	-6	-10	-17	-21	-32
계속사업순이익	18	32	55	65	100
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	18	32	55	65	100
당기순이익	6.1	11.9	16.6	15.3	18.0
비재계분순이익	-2	-2	-4	-4	-7
재계분순이익	20	35	58	69	107
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	19	32	54	65	100
비재계분포괄이익	-2	-2	-4	-4	-7
재계분포괄이익	21	34	58	69	107

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,041	1,780	2,892	3,440	5,324
PER	65.1	50.0	32.1	26.9	17.4
BPS	20,445	25,796	27,465	30,575	35,668
PBR	3.3	3.4	3.3	2.9	2.5
EBITDAPS	3,006	2,731	4,194	4,995	7,400
EV/EBITDA	24.7	33.9	22.0	18.6	12.6
SPS	15,152	14,036	16,282	20,984	27,736
PSR	4.5	6.3	5.5	4.3	3.2
CFPS	3,626	3,984	4,816	5,628	8,044
DPS	500	500	500	500	500

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	14.3	-3.9	19.9	28.9	32.2
영업이익 증/감	87.7	-17.4	111.1	24.2	65.1
순이익 증/감	0.0	85.3	67.9	19.0	54.7
수익성					
ROIC	5.3	4.1	7.8	8.5	12.4
ROA	5.4	4.0	7.7	8.6	12.4
ROE	5.4	7.8	11.0	11.9	16.1
안정성					
부채비율	74.6	43.5	42.9	44.6	44.2
순차입금비율	31.0	2.8	10.0	10.7	10.2
이자보상비율	5.5	3.6	19.7	19.5	26.6

자료: 에스티팜 대안증권 Research Center

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	348	330	373	449	573
현금및현금성자산	50	63	33	48	67
매출채권 및 기타채권	122	70	139	169	228
재고자산	121	127	143	175	224
기타유동자산	55	70	58	56	54
비유동자산	327	392	417	442	463
유형자산	277	336	361	382	397
관계기업투자지분	0	0	0	0	0
기타비유동자산	50	56	57	60	66
자산총계	675	722	791	891	1,037
유동부채	84	133	154	170	190
매입채무 및 기타채무	38	35	47	54	64
차입금	21	30	31	32	32
유동상채무	8	42	46	51	56
기타유동부채	16	27	29	33	38
비유동부채	205	86	84	105	128
차입금	8	0	20	40	60
잔존증권	151	43	20	20	20
기타비유동부채	45	42	44	45	48
부채총계	289	219	237	275	318
자본계	385	503	553	616	719
자본금	9	10	10	10	10
자본잉여금	226	316	316	316	316
이익잉여금	136	159	208	267	364
기타자본변동	13	18	20	24	29
비재계분	2	0	0	0	0
자본총계	387	503	553	616	719
순차입금	120	14	55	66	73

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1	109	6	45	60
당기순이익	18	32	55	65	100
비현금항목의 기입	51	45	43	49	62
감가상각비	23	26	26	28	29
외환손익	1	-3	-11	-11	-11
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	26	22	27	31	43
자산부채의 증감	-65	37	-72	-45	-66
기타현금흐름	-2	-5	-20	-24	-36
투자활동 현금흐름	-82	-87	-39	-50	-47
투자자산	-1	-39	-3	-5	-8
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	-30	15	19
기초 현금	50	50	63	33	48
기말 현금	50	63	33	48	67
NOPLAT	25	21	44	55	91
FCF	5	-36	20	34	76

[Compliance Notice]

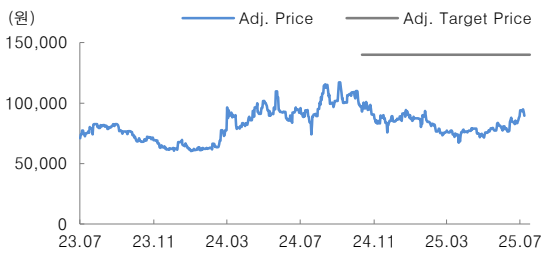
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희경)

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	25.07.29	25.04.30	25.04.28	24.11.16	24.10.28
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000
과다율(평균%)		(42.26)	(43.86)	(40.20)	(31.67)
과다율(최대/최소%)		(32.29)	(43.57)	(27.93)	(27.93)
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과다율(평균%)					
과다율(최대/최소%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과다율(평균%)					
과다율(최대/최소%)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250726)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.7%	9.3%	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