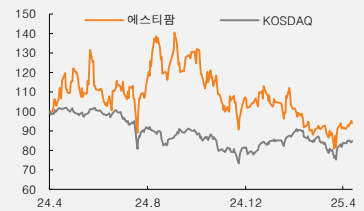


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 110,000원
현재주가(25/4/29)	78,200원
상승여력	40.7%

영업이익(25F,십억원)	40
Consensus 영업이익(25F,십억원)	45
EPS 성장률(25F,%)	6.5
MKT EPS 성장률(25F,%)	26.3
P/E(25F,x)	41.2
MKT P/E(25F,x)	9.3
KOSDAQ	726.46
시가총액(십억원)	1,576
발행주식수(백만주)	20
유동주식비율(%)	60.8
외국인 보유비중(%)	5.8
베타(12M) 일간수익률	0.90
52주 최저가(원)	67,300
52주 최고가(원)	117,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.5	-17.4	-12.0
상대주가	0.8	-15.4	5.3



[글로벌 바이오섹터]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

237690 · 제약/바이오

에스티팜

쌓여가는 CDMO 수주

1Q25 매출액 524억원(+1.3% YoY), 영업이익 10억원(-46.8% YoY)

에스티팜 1Q25 매출액은 524억원(+1.3% YoY), 영업이익 10억원(-46.8% YoY)이다. 매출액(컨센서스 607억원) 및 영업이익(컨센서스 41억원) 모두 컨센서스를 하회했다. 매출은 전년 대비 1.3% 증가하였으나, 전년 동기 대비 연구개발비 5억원, 사내근로복지금 9억원이 증가하며, 전체 판관비가 11억원 증가했다. 전년 동기 대비 증가한 판관비로 영업이익은 9억원 감소했다.

올리고 CDMO 매출은 376억원(+8.9% YoY)으로 고지혈증 치료제 264억원, 혈액암 치료제 61억원, 설비사용수수료 23억원이 포함된다. 올리고 매출은 전체 매출 비중의 71.7%였으며, 상업화된 올리고의 매출 비중은 전체 올리고 매출의 86.4%였다. 저분자화합물 CDMO 매출은 11억원으로 전년 동기 대비 73.6% 감소했다. 이는 미토콘드리아 결핍 증후군 치료제 매출이 감소했기 때문이다. 세포치료제 및 스마트캡 시료 매출액은 6억원이다. CRO 자회사의 수주 증가로 1분기 영업손실은 축소되었다.

투자 의견 매수 유지, 목표주가 11만원으로 하향(기존 12만원)

2025년 매출액은 3,087억원(+12.8% YoY), 영업이익 401억원(+44.9% YoY)으로 전망한다. 1분기 추정치 대비 낮은 영업이익으로 25년 영업이익 438억원을 401억원으로 하향조정했다. 목표주가는 기존과 동일한 DCF 방식을 이용(25~31년 추정치)하였으며, WACC 8.7%(무위험 수익률 3.5%, 시장위험프리미엄 5.3%), 영구성장률 3%를 적용했다. 최종 목표주가는 11만원이다. 에스티팜은 현재 PER 41배 거래중으로, 에스티팜의 과거 평균 PER 78배를 하회하고 있다.

상업용 올리고 매출이 증가하며 매출이 안정화되고 있다는 점과 올리고 수주금액이 증가하고 있다는 점이 긍정적인 포인트다. 25년 1분기까지 7,866만 달러의 수주가 추가되었다. 작년 총 수주금액이 1.4억 달러였음을 감안하면 1분기 동안만 작년 수주금액의 57.1%가 수주된 것이다. 현재 수주잔고는 올리고 3,266억원, mRNA 32억원, 저분자화합물 395억원이다. 또한, RNA 치료제 시장은 2030년 366억 달러까지 성장할 것으로 전망되고 있어 RNA 치료제 CDMO의 장기적인 성장성 및 중요성은 더 부각될 것으로 판단된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	285	274	309	361	428
영업이익 (십억원)	34	28	40	63	81
영업이익률 (%)	11.9	10.2	12.9	17.5	18.9
순이익 (십억원)	20	35	38	53	58
EPS (원)	1,041	1,780	1,896	2,640	2,879
ROE (%)	5.4	7.8	7.4	9.6	9.7
P/E (배)	65.1	50.0	41.2	29.6	27.2
P/B (배)	3.3	3.6	3.0	2.7	2.5
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 1Q25 실적 비교표

(억원, %, %p)

	1Q24	4Q24	1Q25P		성장률	
			잠정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	517	1,157	524	607	1.3	-54.7
영업이익	19	228	10	41	-46.8	-95.6
영업이익률	3.6	19.7	1.9	6.7	-1.7	-17.8
세전이익	75	194	8	46	-89.5	-95.9
순이익	62	129	7	54	-89.2	-94.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

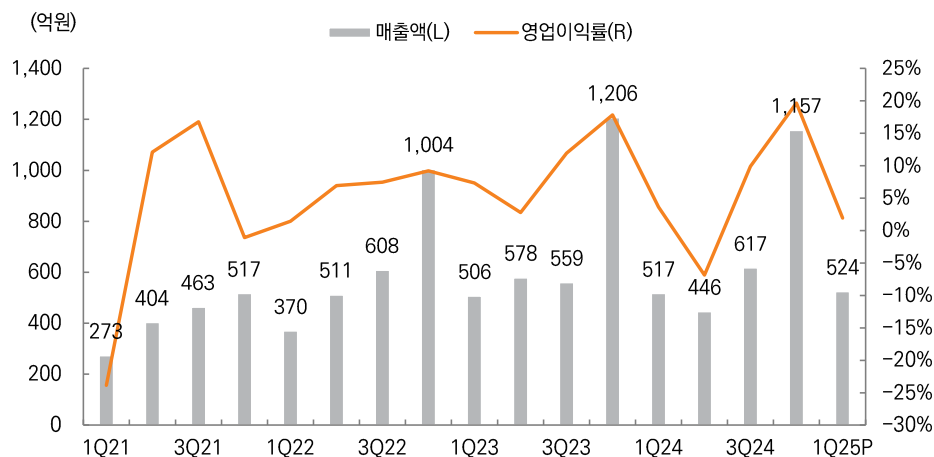
표 12. 에스티팜 실적 추정

(억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액		517	446	617	1,157	524	619	692	1,252	2,850	2,738	3,087	3,608
YoY		2.1%	-22.8%	10.3%	-4.1%	1.3%	38.8%	12.2%	8.2%	14.3%	-3.9%	12.8%	16.9%
신약 원료의약품 CDMO	저분자화합물	44	16	88	109	11	52	104	131	217	257	298	358
	올리고	345	238	356	822	375	397	409	946	1,696	1,761	2,127	2,552
영업이익		19	(31)	61	228	10	34	69	288	335	277	401	630
YoY		-49.3%	적전	-8.6%	5.8%	-46.8%	흑전	13.5%	26.5%	87.7%	-17.4%	44.9%	57.1%
당기순이익		54	9	137	124	7	38	75	241	175	325	362	443
YoY		87.8%	-25.4%	307.8%	23.6%	-87.1%	323.8%	-44.9%	93.7%	0.0%	85.3%	11.5%	22.4%

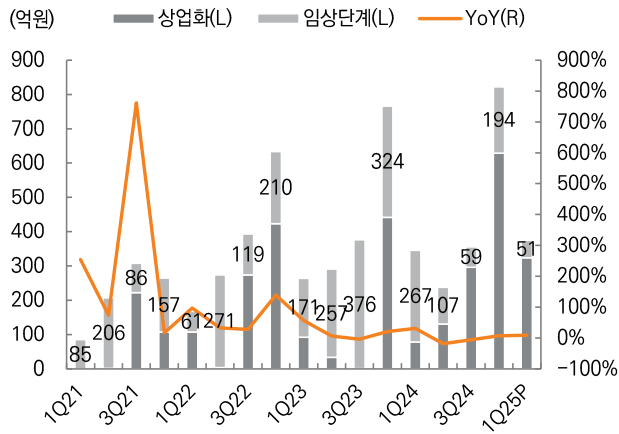
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. 에스티팜 실적 추이



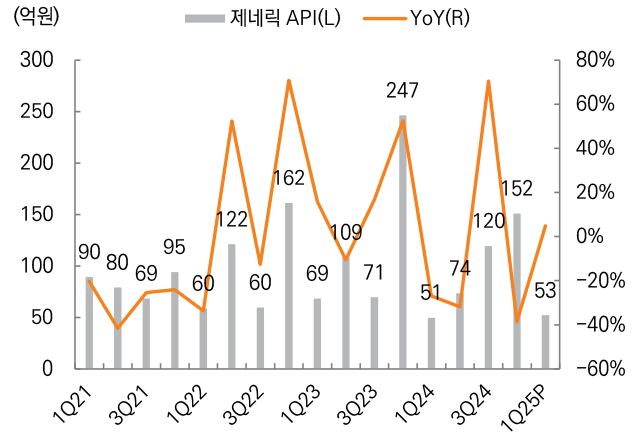
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출 추이



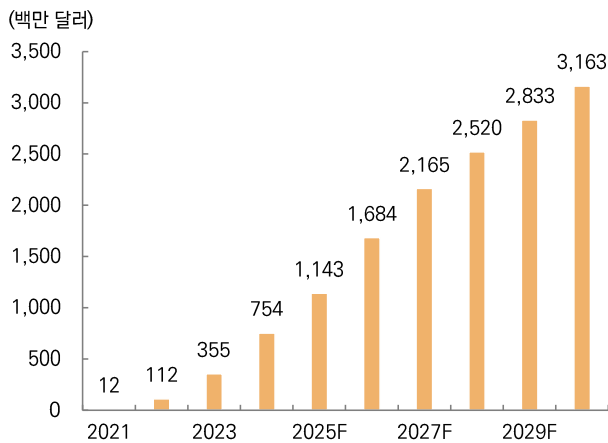
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 제네릭의약품 CDMO 매출 추이



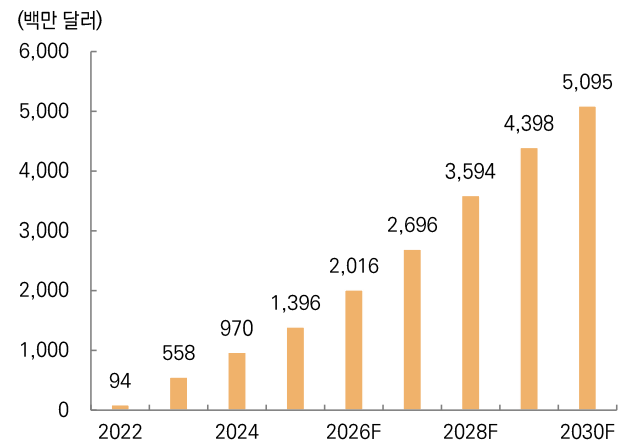
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 렉비오 연간 매출 전망



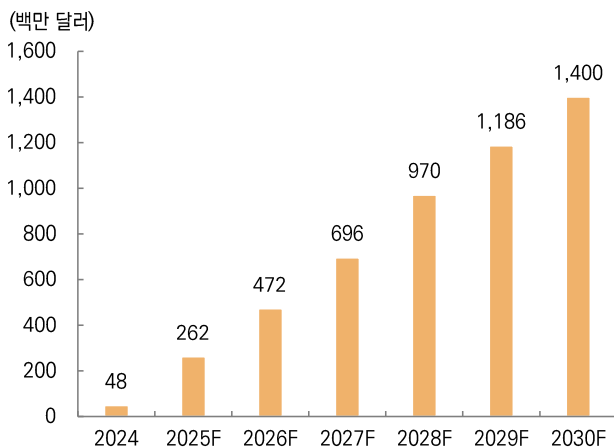
자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 스피라자 연간 매출 전망



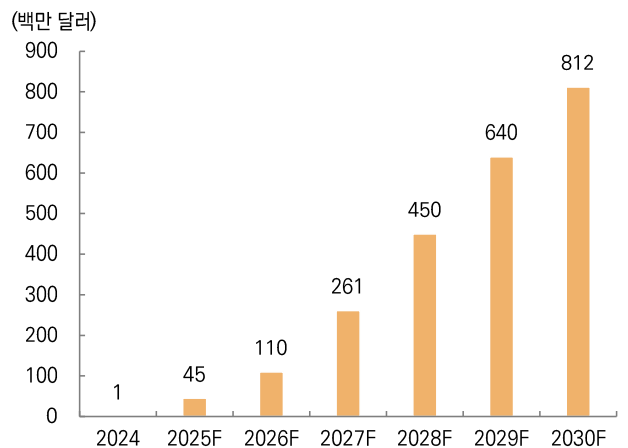
자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. 라이텔로 연간 매출 전망



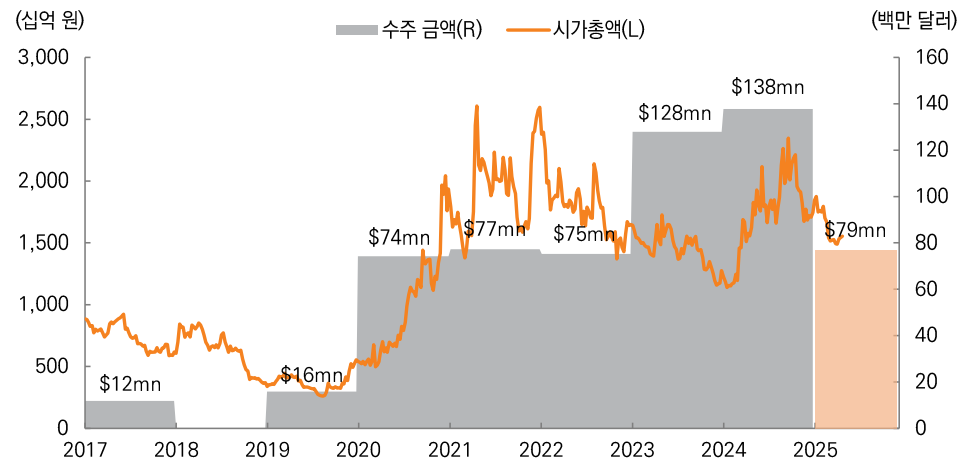
자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 트린골자 연간 매출 전망



자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 에스티팜 올리고뉴클레오타이드 수주 금액 및 시가총액 추이



자료: 에스티팜, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 에스티팜 올리고 수주 파이프라인(일부)

파트너사	적응증	임상단계
글로벌제약사A	고지혈증	상업화
글로벌제약사B	척수성근위축증	상업화
글로벌바이오텍C	MDS/MF/AML	상업화
글로벌바이오텍D	심혈관 질환	상업화
글로벌바이오텍D	유전성혈관부종	PDUFA date 8월 21일
글로벌제약사A	동맥경화증	임상 3상
글로벌제약사E	만성 B형 간염	임상 3상
글로벌바이오텍D	혈전증	임상 2상
글로벌제약사F	만성 B형 간염	임상 2상
글로벌제약사G	황반변성	임상 2상
글로벌제약사G	만성 B형 간염	임상 2상

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 에스티팜의 목표주가 산정

	(십억원)
가치	
에스티팜의 영업가치(A=B+C)	20,719
FCFF의 현재가치의 합(B)	2,288
영구가치의 현재가치(C)	18,431
순차입금(D)	620
주주가치(E=A-D)	20,099
발행주식 수(F, 천주)	18,809
적정주가(G=E/F, 원)	106,858
목표주가(원)	110,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 15. 올리고핵산치료제 CDMO 수주 현황

(천 USD, 천 CHF)

수주일자	납기	적응증	결제통화	수주총액
2017.11	2020.12	헌팅턴병(3상)	USD	11,800
2019.03	2020.03	동맥경화증(3상)	USD	7,838
2019.11	2020.05	동맥경화증(3상)	USD	3,370
2019.11	2020.12	심혈관질환(3상)	USD	4,609
2020.04	2021.12	자폐(2상)	USD	5,741
2020.05	2020.12	B형간염(2상)	USD	3,448
2020.09	2022.03	고지혈증(PPQ)	USD	38,737
2020.12	2023.08	자폐(2상)	CHF	7,009
2020.12	2023.08	B형간염(2상)	USD	18,474
2021.01	2022.11	동맥경화증(3상)	USD	9,905
2021.01	2022.12	황반변성(2상)	CHF	5,516
2021.03	2023.06	심혈관질환(3상)	USD	9,555
2021.05	2021.07	헌팅턴병(PPQ)	CHF	21,120
2021.09	2022.06	혈액암(PPQ)	USD	15,348
2021.12	2023.09	동맥경화증(3상)	USD	12,798
2022.03	2023.12	고지혈증(상업화)	USD	65,344
2022.05	2023.09	만성B형간염(2상)	CHF	4,090
2022.07	2023.12	혈액암(상업화)	USD	5,710
2023.01	2023.09	동맥경화증(PPQ)	USD	14,480
2023.02	2023.08	만성B형간염(3상)	USD	7,770
2023.02	2023.12	혈액암(상업화 초도)	USD	8,570
2023.03	2023.01	척수성근위축증(상업화)	USD	9,000
2023.03	2024.06	황반변성(2상)	CHF	3,470
2023.03	2024.12	고지혈증(상업화)	USD	48,528
2023.05	2024.12	혈액암(상업화)	USD	8,565
2023.05	2024.12	혈액암(상업화)	USD	8,565
2023.06	2025.12	혈액암(상업화)	USD	18,691
2024.06	2024.12	동맥경화증	USD	3,108
2024.06	2024.12	가족성 킬로미크론혈증	USD	4,500
2024.06	2024.12	유전성 혈관부종	USD	1,687
2024.07		3건의 계약	USD	10,140
2024.08	2025.12	혈액암(상업화)	USD	27,758
2024.08	2025.12	혈액암(상업화)	USD	7,971
2024.08	2025.12	고지혈증(상업화)	USD	63,263
2024.11	2025.06	고중성지방혈증(3상)	USD	19,288

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

에스티팜 (237690)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	274	309	361	428
매출원가	178	200	233	274
매출총이익	96	109	128	154
판매비와관리비	68	69	65	73
조정영업이익	28	40	63	81
영업이익	28	40	63	81
비영업손익	15	7	1	-9
금융손익	-3	-19	-16	-10
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	43	47	64	72
계속사업법인세비용	10	10	12	16
계속사업이익	32	37	51	56
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	32	37	51	56
지배주주	35	38	53	58
비지배주주	-2	-1	-2	-2
총포괄이익	32	37	51	56
지배주주	34	38	53	58
비지배주주	-2	-1	-1	-1
EBITDA	53	64	84	99
FCF	27	70	64	54
EBITDA 마진율 (%)	19.3	20.7	23.3	23.1
영업이익률 (%)	10.2	12.9	17.5	18.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.8	12.3	14.7	13.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	330	446	522	561
현금 및 현금성자산	63	210	242	228
매출채권 및 기타채권	69	75	88	105
재고자산	127	137	163	193
기타유동자산	71	24	29	35
비유동자산	392	369	352	338
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	336	313	294	276
무형자산	17	15	14	14
자산총계	722	816	874	898
유동부채	133	168	180	153
매입채무 및 기타채무	32	35	41	49
단기금융부채	73	103	104	62
기타유동부채	28	30	35	42
비유동부채	86	118	122	128
장기금융부채	62	92	92	92
기타비유동부채	24	26	30	36
부채총계	219	286	303	281
지배주주지분	503	531	574	622
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	316	316	316	316
이익잉여금	159	188	231	279
비지배주주지분	0	-1	-3	-5
자본총계	503	530	571	617

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	109	70	64	54
당기순이익	32	37	51	56
비현금수익비용가감	45	53	49	43
유형자산감가상각비	25	23	20	17
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	19	29	28	25
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	37	-10	-25	-30
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	53	-6	-13	-16
재고자산 감소(증가)	-13	-10	-25	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	1	2	3
법인세납부	-5	-10	-12	-16
투자활동으로 인한 현금흐름	-87	20	25	26
유형자산처분(취득)	-83	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	24	-2	-5	-6
기타투자활동	-28	22	30	32
재무활동으로 인한 현금흐름	-11	9	-57	-94
장단기금융부채의 증가(감소)	-75	60	0	-42
자본의 증가(감소)	90	0	0	0
배당금의 지급	-9	-10	-10	-10
기타재무활동	-17	-41	-47	-42
현금의 증가	13	146	32	-14
기초현금	50	63	210	242
기말현금	63	210	242	228

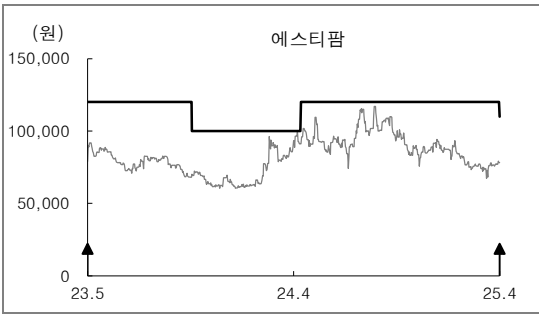
자료: 에스티팜, 미래셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	50.0	41.2	29.6	27.2
P/CF (x)	22.3	17.5	15.6	15.8
P/B (x)	3.6	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA (x)	34.8	24.2	18.1	14.9
EPS (원)	1,780	1,896	2,640	2,879
CFPS (원)	3,984	4,465	5,003	4,937
BPS (원)	24,966	26,360	28,499	30,879
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	31.0	27.2	19.6	17.9
배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	-3.9	12.8	16.9	18.6
EBITDA증가율 (%)	-5.8	20.1	31.0	18.7
조정영업이익증가율 (%)	-17.4	44.9	57.1	29.0
EPS증가율 (%)	71.0	6.5	39.2	9.1
매출채권 회전율 (회)	2.9	4.4	4.5	4.5
재고자산 회전율 (회)	2.2	2.3	2.4	2.4
매입채무 회전율 (회)	12.5	18.0	18.5	18.4
ROA (%)	4.6	4.8	6.1	6.3
ROE (%)	7.8	7.4	9.6	9.7
ROIC (%)	4.2	6.3	10.1	12.4
부채비율 (%)	43.5	54.0	53.0	45.5
유동비율 (%)	247.7	265.2	289.4	366.8
순차입금/자기자본 (%)	12.3	-4.7	-10.3	-14.5
조정영업이익/금융비용 (x)	3.6	1.0	1.3	1.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
에스티팜 (237690)				
2025.04.30	매수	110,000	-	-
2024.05.13	매수	120,000	-24.82	-2.50
2023.11.02	매수	100,000	-28.25	-0.20
2023.03.20	매수	120,000	-34.13	-23.50



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다. - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다. - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.