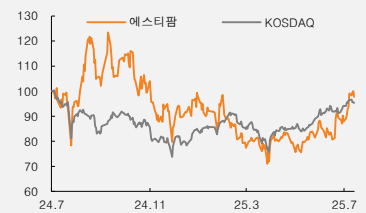


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 125,000원
현재주가(25/7/24)	92,700원
상승여력	34.8%

영업이익(25F,십억원)	52
Consensus 영업이익(25F,십억원)	44
EPS 성장률(25F,%)	22.5
MKT EPS 성장률(25F,%)	24.6
P/E(25F,x)	42.5
MKT P/E(25F,x)	11.7
KOSDAQ	809.89
시가총액(십억원)	1,868
발행주식수(백만주)	20
유동주식비율(%)	60.8
외국인 보유비중(%)	4.8
베타(12M) 일간수익률	0.72
52주 최저가(원)	67,300
52주 최고가(원)	117,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	17.2	6.1	1.1
상대주가	15.9	-4.6	1.6



[글로벌 바이오섹터]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

조세은

seeun.jo@miraeasset.com

237690 · 제약/바이오

에스티팜

2Q25 Review: 높아진 컨센보다 좋은 실적

2Q25 매출액 682억원(+52.9% YoY), 영업이익 128억원(흑전 YoY)

에스티팜 2Q25 매출액은 682억원(+52.9% YoY), 영업이익 128억원(흑전 YoY)을 달성했다. 매출액(컨센서스 671억원) 및 영업이익(컨센서스 67억원) 모두 컨센서스를 상회했다. 상업화 제품인 척수성근위축증 치료제 및 혈액암 치료제 매출이 증가했고, 상업화 제품의 경우 마진이 좋아 이익률 18.8%를 달성했다.

올리고 CDMO 매출은 435억원(+83% YoY)으로 고지혈증 치료제 90억원, 혈액암 치료제 220억원, 척수성근위축증 치료제 61억원이 포함된다. 올리고 매출은 전체 매출 비중의 56.8%였으며, 상업화된 올리고의 매출 비중은 전체 올리고 매출의 85.5%였다. 저분자화합물 CDMO 매출은 67억원으로 미토콘드리아 결핍증후군 치료제 43억원, 위식도역류질환 23억원이 포함된다.

투자 의견 매수 유지, 목표주가 12.5만원으로 상향(기존 11만원)

투자 의견 매수 유지하며, 목표주가는 12.5만원으로 상향한다. 2025년 매출액은 3,282억원(+19.9% YoY), 영업이익 516억원(+86.4% YoY)으로 전망한다. 2분기 크게 증가한 매출액 및 올리고뉴클레오타이드 수주량으로 기존 제시한 25년 영업이익 추정치를 401억원에서 516억원으로 28.7% 상향했다. 목표주가는 기존과 동일한 DCF 방식을 이용(25~31년 추정치)하였으며, WACC 8.7%(무위험 수익률 3.5%, 시장위험프리미엄 5.3%), 영구성장률 3%를 적용했다. 에스티팜은 현재 PER 43배에 거래 중으로, 과거 평균 PER 78배를 하회하고 있다.

2H25 전망: 올해도 여전히 좋을 4분기

올해도 여전히 4분기 실적이 가장 좋을 것으로 예상된다. 연내 생물보안법 재추진 가능성도 있어 하반기 수주도 꾸준히 발생될 것으로 기대된다. 올해만 8건의 수주가 완료되었고, 현재는 17건의 수주 진행건이 있어 추가 수주 가능성이 높다. 에스티팜은 25년 상반기에만 1억 1,345만 달러의 올리고뉴클레오타이드 수주를 받았다. 작년 총 수주금액이 1.4억 달러였음을 감안하면 상반기 동안만 작년 수주금액의 82.4%가 수주된 것이다. 기존 주요 수주 제품인 노바티스의 렉비오 2Q25 매출은 2억 9,800만 달러로 전년 동기 대비 61% 증가했다. 렉비오의 판매 증가에 따라 2H25 전년 대비 증가한 렉비오 CDMO 수주도 기대된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	285	274	328	383	455
영업이익 (십억원)	34	28	52	66	87
영업이익률 (%)	11.9	10.2	15.9	17.2	19.1
순이익 (십억원)	20	35	44	63	88
EPS (원)	1,041	1,780	2,181	3,150	4,367
ROE (%)	5.4	7.8	8.4	11.3	14.0
P/E (배)	65.1	50.0	42.5	29.4	21.2
P/B (배)	3.3	3.6	3.5	3.2	2.8
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 2Q25 Review 실적 비교표

(억원, %, %p)

	2Q24	1Q25	2Q25P		성장률	
			잠정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	446	524	682	671	52.9	30.1
영업이익	-31	10	128	67	흑전	1,150.6
영업이익률	-6.9	2.0	18.8	10.0	25.7	16.8
세전이익	9	16	58	95	554.8	273.0
순이익	10	10	69	69	578.5	557.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

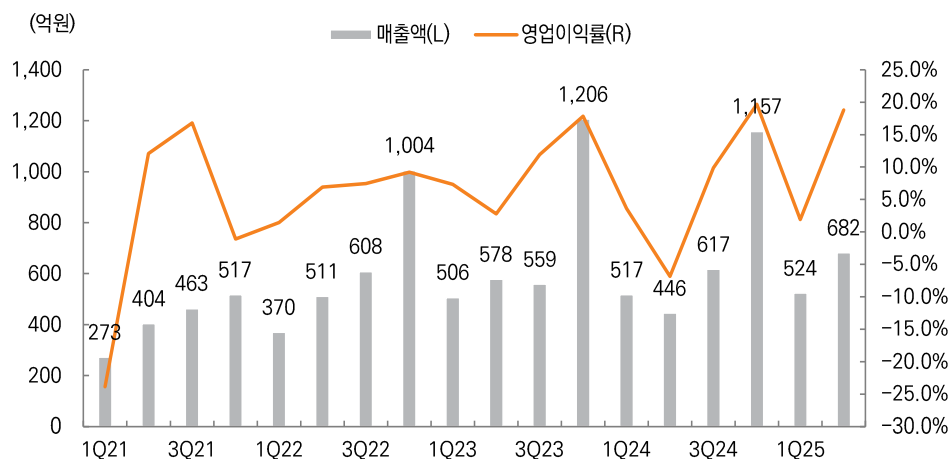
표 2. 에스티팜 실적 추정

(억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	517	446	617	1,157	524	682	658	1,419	2,850	2,738	3,282	3,835
YoY	2.1%	-22.8%	10.3%	-4.1%	1.3%	52.9%	6.6%	22.6%	14.3%	-3.9%	19.9%	16.8%
신약 원료의약품	44	16	88	109	11	67	104	131	217	257	313	375
CDMO	345	238	356	822	375	435	373	1,110	1,696	1,761	2,293	2,752
영업이익	19	(31)	61	228	10	128	66	312	335	277	516	656
YoY	-49.3%	적전	-8.6%	5.8%	-46.8%	흑전	7.9%	37.0%	87.7%	-17.4%	86.4%	27.1%
당기순이익	54	9	137	124	7	47	75	241	175	325	370	443
YoY	87.8%	-25.4%	307.8%	23.6%	-87.1%	418.1%	-44.9%	93.7%	0.0%	85.3%	14.1%	19.6%

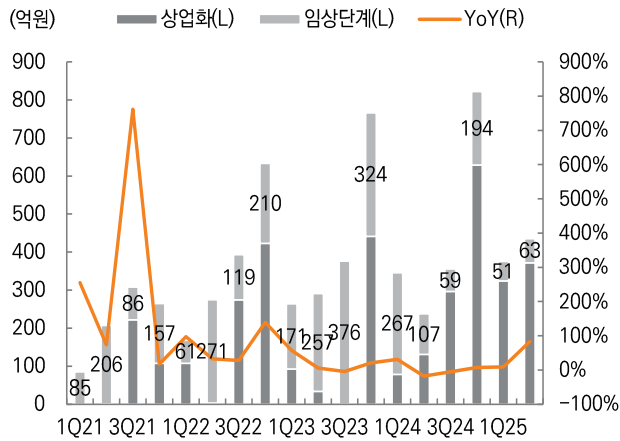
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 에스티팜 실적 추이



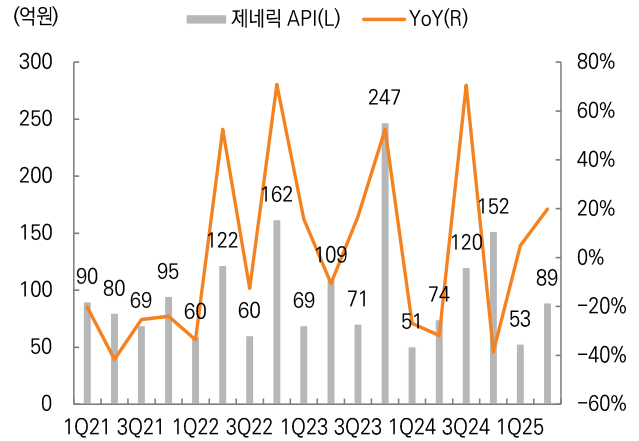
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출 추이



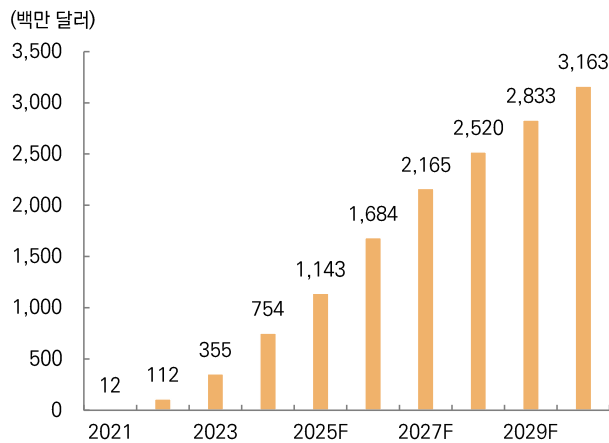
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 제네릭의약품 CDMO 매출 추이



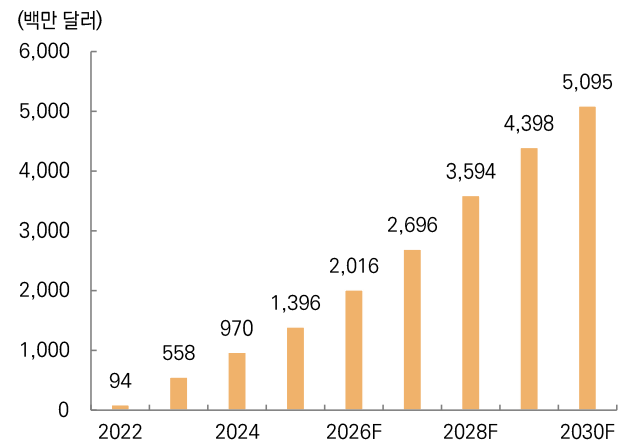
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 렉비오 연간 매출 전망



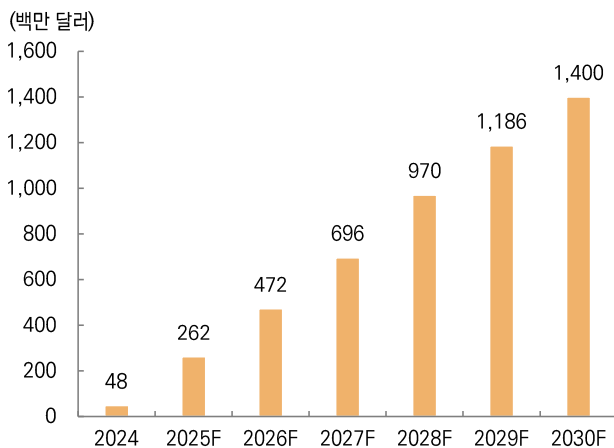
자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 스피라자 연간 매출 전망



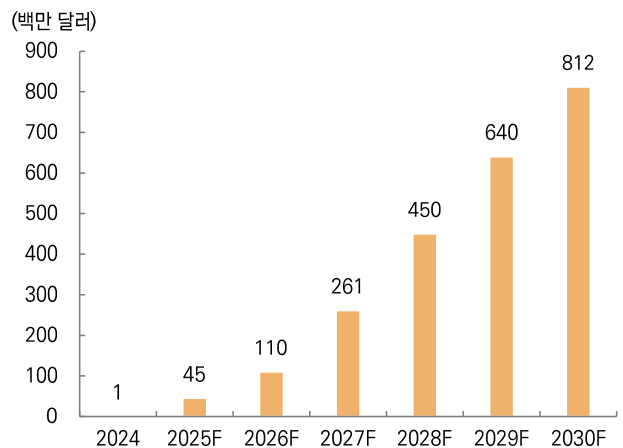
자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 라이텔로 연간 매출 전망



자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

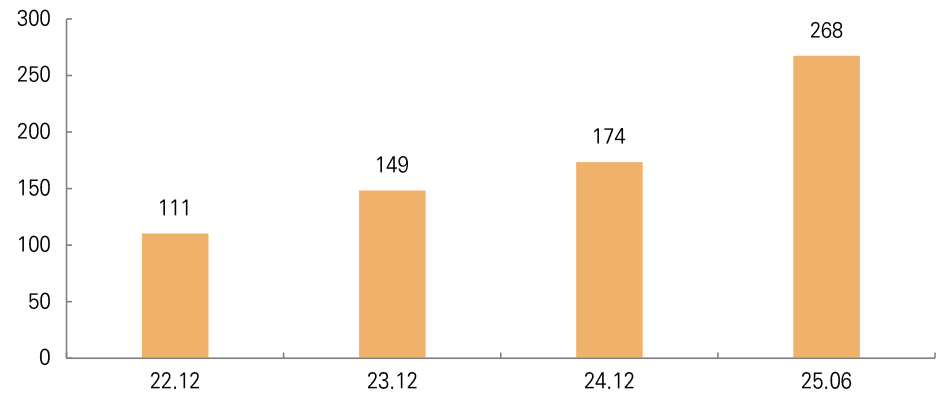
그림 7. 트린골자 연간 매출 전망



자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 에스티팜 수주 잔고 추이

(백만 달러)



자료: 에스티팜, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 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 4. 에스티팜의 목표주가 산정

(십억원)

	가치
에스티팜의 영업가치(A=B+C)	2,476
FCFF의 현재가치의 합(B)	331
영구가치의 현재가치(C)	2,145
순차입금(D)	141
주주가치(E=A-D)	2,335
발행주식 수(F, 천주)	18,809
적정주가(G=E/F, 원)	124,121
목표주가(원)	125,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

에스티팜 (237690)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	274	328	383	455
매출원가	178	204	247	292
매출총이익	96	124	136	163
판매비와관리비	68	73	71	77
조정영업이익	28	52	66	87
영업이익	28	52	66	87
비영업손익	15	-6	0	0
금융손익	-3	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	43	46	66	87
계속사업법인세비용	10	16	22	27
계속사업이익	32	30	43	60
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	32	30	43	60
지배주주	35	44	63	88
비지배주주	-2	-14	-20	-28
총포괄이익	32	30	43	60
지배주주	34	41	58	81
비지배주주	-2	-11	-15	-21
EBITDA	53	77	89	109
FCF	27	29	39	48
EBITDA 마진율 (%)	19.3	23.5	23.2	24.0
영업이익률 (%)	10.2	15.9	17.2	19.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.8	13.4	16.4	19.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	330	365	438	522
현금 및 현금성자산	63	109	134	161
매출채권 및 기타채권	69	85	100	119
재고자산	127	156	185	219
기타유동자산	71	15	19	23
비유동자산	392	405	385	367
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	336	333	310	289
무형자산	17	16	14	13
자산총계	722	771	823	890
유동부채	133	155	169	180
매입채무 및 기타채무	32	39	47	56
단기금융부채	73	82	82	76
기타유동부채	28	34	40	48
비유동부채	86	92	98	104
장기금융부채	62	63	63	63
기타비유동부채	24	29	35	41
부채총계	219	248	267	284
지배주주지분	503	537	591	669
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	316	316	316	316
이익잉여금	159	193	247	325
비지배주주지분	0	-14	-35	-63
자본총계	503	523	556	606

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	109	50	39	48
당기순이익	32	30	43	60
비현금수익비용가감	45	44	46	49
유형자산감가상각비	25	24	23	21
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	19	19	22	27
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	37	-5	-28	-34
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	53	-15	-15	-19
재고자산 감소(증가)	-13	-30	-29	-35
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	2	2	3
법인세납부	-5	-18	-22	-27
투자활동으로 인한 현금흐름	-87	-70	-4	-5
유형자산처분(취득)	-83	-21	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	24	6	-4	-5
기타투자활동	-28	-55	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-11	-26	-10	-16
장단기금융부채의 증가(감소)	-75	10	0	-6
자본의 증가(감소)	90	0	0	0
배당금의 지급	-9	0	-10	-10
기타재무활동	-17	-36	0	0
현금의 증가	13	46	25	27
기초현금	50	63	109	134
기말현금	63	109	134	161

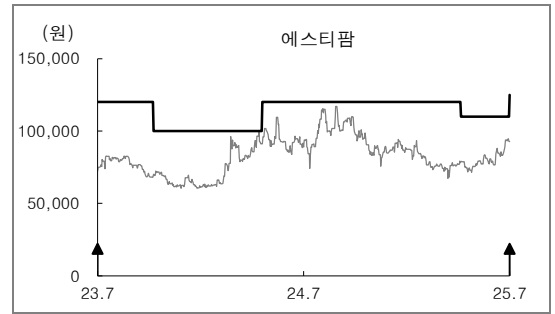
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	50.0	42.5	29.4	21.2
P/CF (x)	22.3	25.4	20.9	17.2
P/B (x)	3.6	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA (x)	34.8	24.5	20.6	16.4
EPS (원)	1,780	2,181	3,150	4,367
CFPS (원)	3,984	3,654	4,439	5,398
BPS (원)	24,966	26,650	29,300	33,167
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	31.0	33.8	23.4	16.9
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	-3.9	19.9	16.8	18.8
EBITDA증가율 (%)	-5.8	45.1	15.8	21.6
조정영업이익증가율 (%)	-17.4	86.4	27.0	32.0
EPS증가율 (%)	71.0	22.5	44.5	38.6
매출채권 회전율 (회)	2.9	4.3	4.2	4.2
재고자산 회전율 (회)	2.2	2.3	2.3	2.3
매입채무 회전율 (회)	12.5	17.2	17.3	17.2
ROA (%)	4.6	4.0	5.4	7.0
ROE (%)	7.8	8.4	11.3	14.0
ROIC (%)	4.2	6.5	7.9	10.7
부채비율 (%)	43.5	47.4	48.0	46.9
유동비율 (%)	247.7	235.4	258.9	290.8
순차입금/자기자본 (%)	12.3	6.8	2.0	-3.7
조정영업이익/금융비용 (x)	3.6	0.0	0.0	0.0

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
에스티팜 (237690)				
2025.07.25	매수	125,000	-	-
2025.04.30	매수	110,000	-26.65	-13.82
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

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 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.