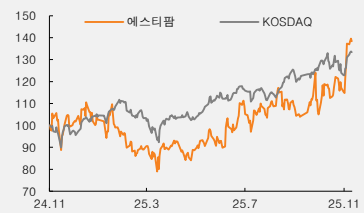


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 160,000원
현재주가(25/12/4)	117,900원
상승여력	35.7%

영업이익(25F,십억원)	58
Consensus 영업이익(25F,십억원)	53
EPS 성장률(25F,%)	32.1
MKT EPS 성장률(25F,%)	33.0
P/E(25F,x)	50.1
MKT P/E(25F,x)	14.0
KOSDAQ	929.83
시가총액(십억원)	2,441
발행주식수(백만주)	21
유동주식비율(%)	61.9
외국인 보유비중(%)	9.8
베타(12M) 일간수익률	0.97
52주 최저가(원)	67,300
52주 최고가(원)	118,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	16.6	50.8	35.4
상대주가	16.2	21.6	-1.4



[글로벌 바이오섹터]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

조세은

seeun.jo@miraeasset.com

에스티팜

RNA 치료제 시장과 함께 성장 중

2026년, 수주에 대한 기대감이 높아진다

2024년 12월 FDA 승인을 받은 가족성 킬로미크론혈증(FCS) 치료제의 매출이 예상보다 빠르게 성장하고 있다. 또한 동일 약물로 고중성지방혈증 적응증에 대해 FDA로부터 혁신 치료제 지정을 받았다. 해당 치료제는 위약 대비 최대 72%의 중성지방 감소 효과를 통계적으로 유의하게 나타냈으며, 급성 췌장염 발생률도 85% 감소시켜 안전성과 내약성이 우수함을 재확인했다.

에스티팜의 고객사는 연내 FDA에 sNDA를 제출할 계획이며, 이에 따라 에스티팜이 2026년에 추가 주문을 받을 가능성도 높아진 것으로 판단된다. 아울러 8월 FDA 승인을 받은 유전성 혈관부종(HAE) 치료제는 EU 승인 권고를 획득했으며, 2026년 1분기 중 유럽 승인도 기대된다. 이 또한 에스티팜에서 생산하는 제품이다.

FCS 치료제와 HAE 치료제의 매출은 2025년부터 본격 시작되었으며, 2026년에는 2025년 대비 두 배 이상 성장할 것으로 전망된다. 이미 에스티팜의 고객사로 자리 잡은 기업들의 임상 성공과 매출 증가 흐름은 향후 주문 확대 가능성을 뒷받침하는 요인이다.

투자 의견 매수, 목표주가 16만원으로 상향

투자 의견 매수 유지하며, 목표주가는 16만원으로 상향(기존 12.5만원)한다. 25년 매출액 3,431억원(+25.3% YoY), 영업이익 582억원(+110.1% YoY)이 예상된다. 기존 고객사의 FDA 승인 및 매출 증가에 따른 수주 확대가 기대된다.

목표주가는 기존과 동일한 DCF 방식을 이용(26~33년 추정치; 기존 25~31년 추정치)하였으며, WACC 8.7%(무위험 수익률 3.5%, 시장위험프리미엄 5.3%), 영구 성장률 3%를 적용했다. 에스티팜은 현재 PER 50배에 거래 중이나, 과거 3년 평균 PER 69배보다 낮고, 높아지는 실적으로 밸류에이션 부담은 낮아질 것으로 보인다.

2025년에도 4분기 실적이 가장 좋을 것으로 예상된다. 높게 유지되고 있는 환율 효과도 반영될 것으로 보인다. 올리고 수주 제품 중 FDA 승인을 받은 품목이 5개로 확대되면서 품목별 출하 일정으로 인한 매출 변동성은 점차 완화될 것으로 예상된다. 올해만 13건의 CDMO 수주가 추가되어 3분기 말 기준, 43건의 수주 제품이 확보되었다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	285	274	343	413	494
영업이익 (십억원)	34	28	58	78	94
영업이익률 (%)	11.9	10.2	16.9	18.9	19.0
순이익 (십억원)	20	35	48	63	74
EPS (원)	1,041	1,780	2,352	3,036	3,585
ROE (%)	5.4	7.8	8.8	10.4	11.2
P/E (배)	65.1	50.0	50.1	38.8	32.9
P/B (배)	3.3	3.6	4.2	3.9	3.5
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

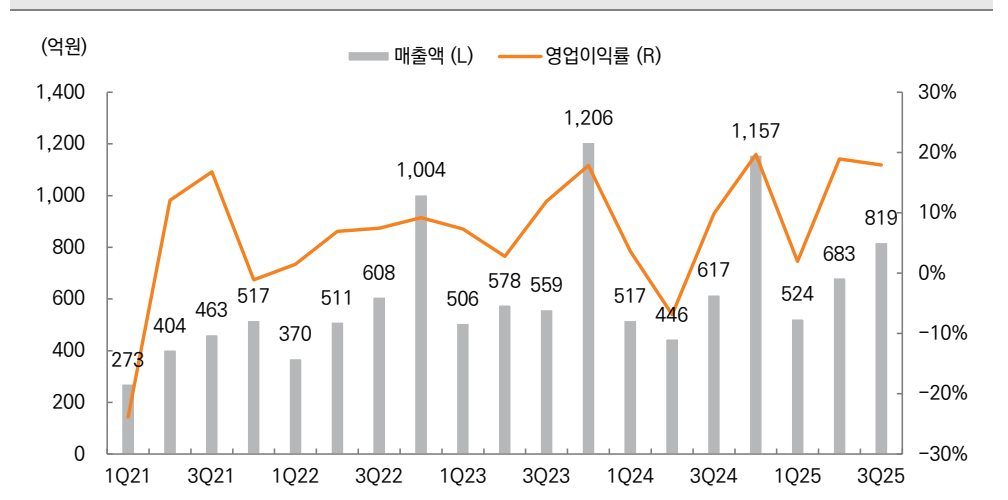
표 1. 에스티팜 실적 추이 및 전망

(억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액		517	446	617	1,157	524	683	819	1,405	2,850	2,738	3,431	4,125
YoY		2.1%	-22.8%	10.3%	-4.1%	1.4%	53.1%	32.7%	21.4%	14.3%	-3.9%	25.3%	20.2%
신약 원료의약품 CDMO	저분자화합물	44	16	88	109	11	67	1	131	217	257	210	252
	올리고	345	238	356	822	375	435	686	1,110	1,696	1,761	2,606	3,241
영업이익		19	(31)	61	228	10	129	147	295	335	277	582	781
YoY		-49.3%	적전	-8.6%	5.8%	-45.5%	흑전	141.6%	29.5%	87.7%	-17.4%	110.1%	34.2%
당기순이익		54	9	137	124	7	54	175	236	175	325	471	625
YoY		87.8%	-25.4%	307.8%	23.6%	-86.9%	491.7%	27.5%	89.7%	0.0%	85.3%	45.2%	32.5%

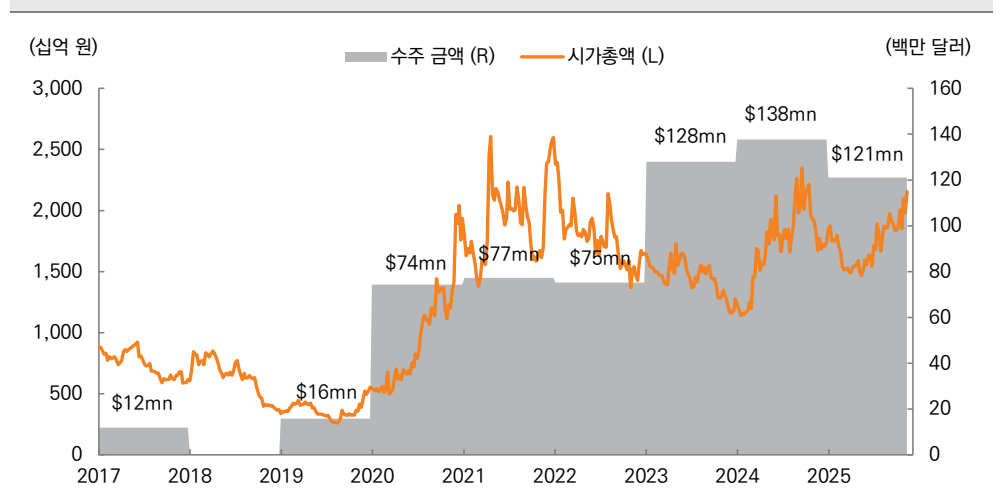
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 에스티팜 실적 추이



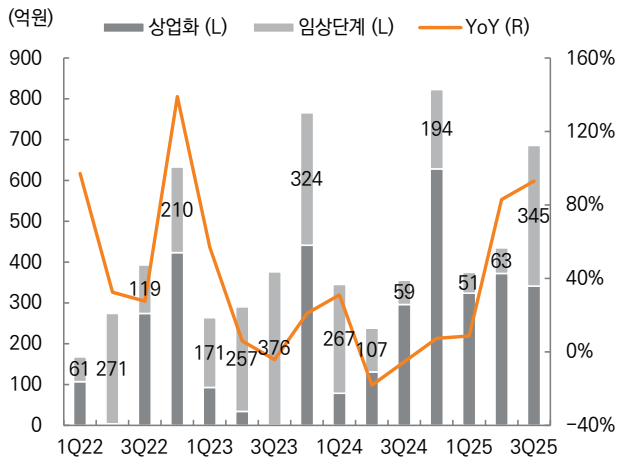
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 에스티팜 시가총액 및 올리고 수주 현황



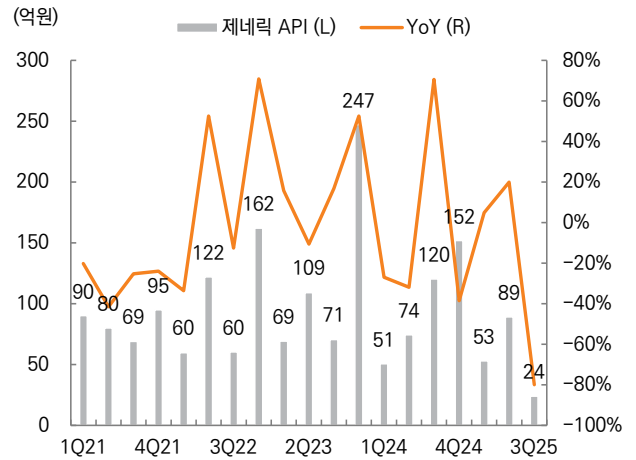
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출 추이



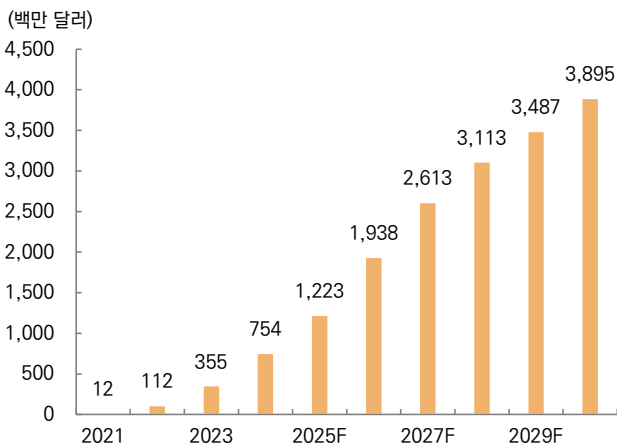
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 제네릭의약품 CDMO 매출 추이



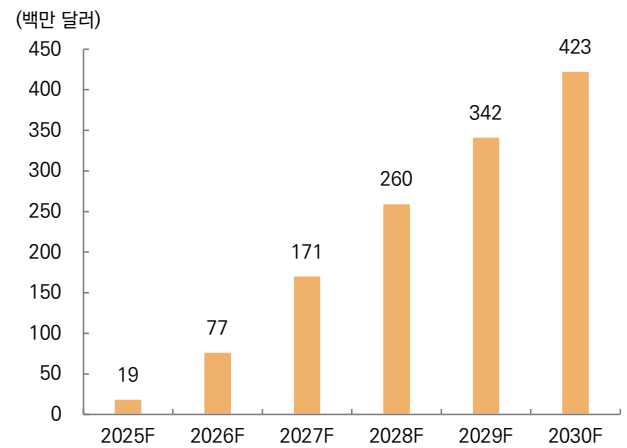
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 고지혈증 치료제 연간 매출 추이 및 전망



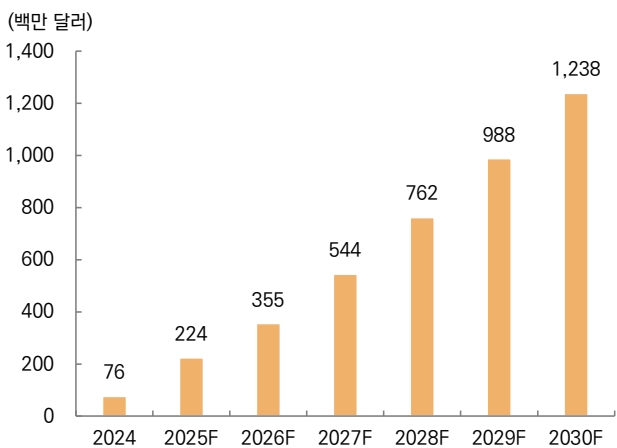
자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 유전성혈관부종 치료제 연간 매출 전망



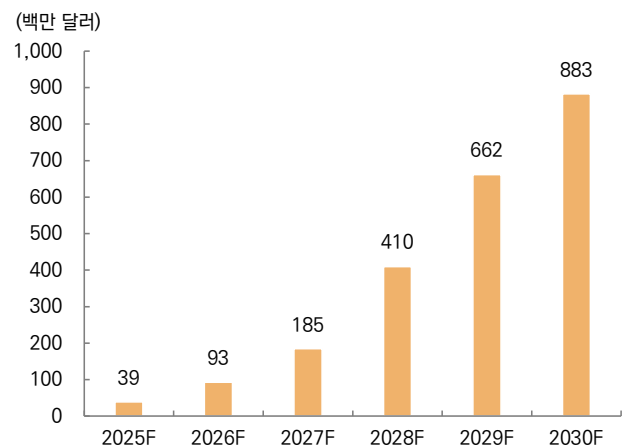
자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 혈액암 치료제 연간 매출 추이 및 전망



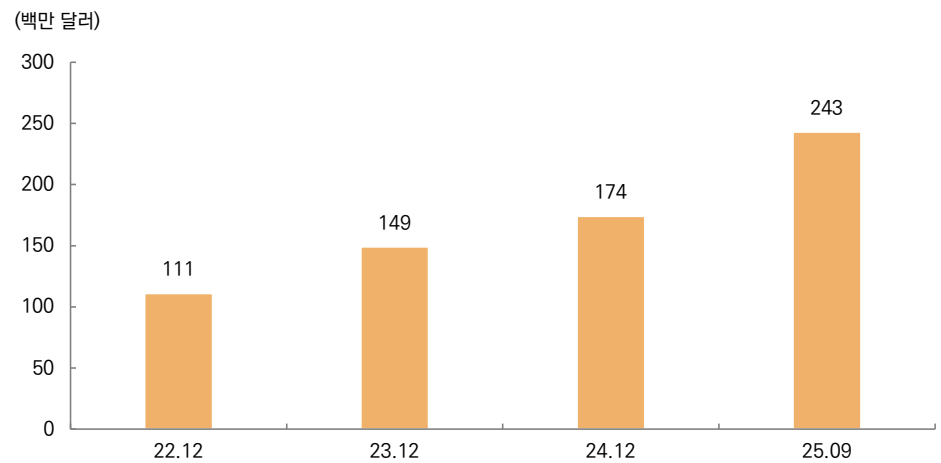
자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 심혈관계 치료제 연간 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 에스티팜 주주 잔고 추이



자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 에스티팜 올리고 주주 파이프라인(일부)

파트너사	적응증	임상단계
글로벌제약사A	고지혈증	상업화
글로벌제약사B	척수성근위축증	상업화
글로벌바이오텍C	MDS/MF/AML	상업화
글로벌바이오텍D	심혈관 질환	상업화
글로벌바이오텍D	유전성혈관부종	상업화
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 3. 에스티팜의 목표주가 산정

(십억원)

	가치
에스티팜의 영업가치(A=B+C)	3,077
FCFF의 현재가치의 합(B)	483
영구가치의 현재가치(C)	2,594
순차입금(D)	72
주주가치(E=A-D)	3,005
발행주식 수(F, 천주)	18,809
적정주가(G=E/F, 원)	159,772
목표주가(원)	160,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

에스티팜 (237690)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	274	343	413	494
매출원가	178	206	252	316
매출총이익	96	137	161	178
판매비와관리비	68	79	83	84
조정영업이익	28	58	78	94
영업이익	28	58	78	94
비영업손익	15	1	0	0
금융손익	-3	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	43	59	78	94
계속사업법인세비용	10	12	16	20
계속사업이익	32	47	62	74
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	32	47	62	74
지배주주	35	48	63	74
비지배주주	-2	-1	0	0
총포괄이익	32	48	62	74
지배주주	34	49	63	74
비지배주주	-2	-1	0	0
EBITDA	53	88	109	122
FCF	27	30	59	66
EBITDA 마진율 (%)	19.3	25.7	26.4	24.7
영업이익률 (%)	10.2	16.9	18.9	19.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.8	14.0	15.3	15.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	330	357	459	569
현금 및 현금성자산	63	19	61	107
매출채권 및 기타채권	69	84	103	123
재고자산	127	154	189	226
기타유동자산	71	100	106	113
비유동자산	392	408	381	358
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	336	352	322	295
무형자산	17	16	15	14
자산총계	722	765	840	926
유동부채	133	151	168	184
매입채무 및 기타채무	32	39	48	57
단기금융부채	73	79	79	77
기타유동부채	28	33	41	50
비유동부채	86	34	40	47
장기금융부채	62	4	4	4
기타비유동부채	24	30	36	43
부채총계	219	185	208	231
지배주주지분	503	581	633	697
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	316	353	353	353
이익잉여금	159	197	250	314
비지배주주지분	0	-1	-1	-2
자본총계	503	580	632	695

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	109	71	59	66
당기순이익	32	47	62	74
비현금수익비용가감	45	46	47	48
유형자산감가상각비	25	28	30	27
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	19	17	16	20
영업활동으로인한자산및부채의변동	37	-8	-34	-36
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	53	-15	-19	-20
재고자산 감소(증가)	-13	-31	-35	-37
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	2	3	3
법인세납부	-5	-14	-16	-20
투자활동으로 인한 현금흐름	-87	-64	-7	-8
유형자산처분(취득)	-83	-41	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	24	-6	-7	-8
기타투자활동	-28	-17	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-11	-53	-10	-12
장단기금융부채의 증가(감소)	-75	-52	0	-2
자본의 증가(감소)	90	37	0	0
배당금의 지급	-9	-10	-10	-10
기타재무활동	-17	-28	0	0
현금의 증가	13	-44	42	46
기초현금	50	63	19	61
기말현금	63	19	61	107

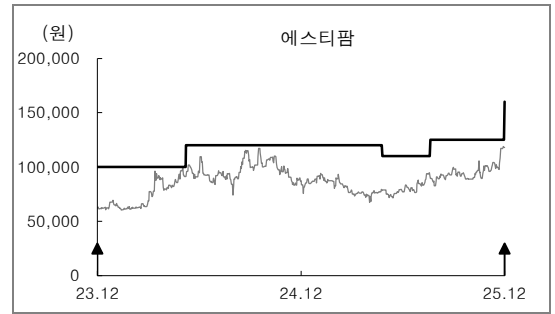
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	50.0	50.1	38.8	32.9
P/CF (x)	22.3	25.7	22.4	20.0
P/B (x)	3.6	4.2	3.9	3.5
EV/EBITDA (x)	34.8	27.5	21.8	19.0
EPS (원)	1,780	2,352	3,036	3,585
CFPS (원)	3,984	4,588	5,273	5,904
BPS (원)	24,966	28,044	30,581	33,665
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	31.0	22.0	16.6	14.0
배당수익률 (%)	0.6	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	-3.9	25.3	20.2	19.6
EBITDA증가율 (%)	-5.8	65.1	24.1	12.0
조정영업이익증가율 (%)	-17.4	110.1	34.2	20.1
EPS증가율 (%)	71.0	32.1	29.1	18.1
매출채권 회전율 (회)	2.9	4.6	4.5	4.4
재고자산 회전율 (회)	2.2	2.4	2.4	2.4
매입채무 회전율 (회)	12.5	17.4	17.5	18.1
ROA (%)	4.6	6.3	7.8	8.3
ROE (%)	7.8	8.8	10.4	11.2
ROIC (%)	4.2	9.1	11.2	12.9
부채비율 (%)	43.5	31.9	33.0	33.3
유동비율 (%)	247.7	235.8	272.8	309.1
순차입금/자기자본 (%)	12.3	-3.5	-10.2	-16.5
조정영업이익/금융비용 (x)	3.6	0.0	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
에스티팜 (237690)				
2025.12.05	매수	160,000	-	-
2025.07.25	매수	125,000	-23.31	-4.88
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



* 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	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 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 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.