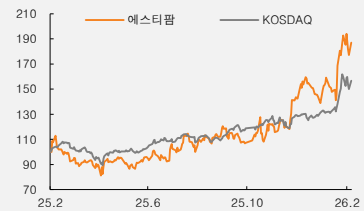


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 200,000원
현재주가(26/2/9)	154,800원
상승여력	29.2%

영업이익(25F, 십억원)	55
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	56
EPS 성장률(25F, %)	52.8
MKT EPS 성장률(25F, %)	36.0
P/E(25F, x)	43.8
MKT P/E(25F, x)	17.5
KOSDAQ	1,127.55
시가총액(십억원)	3,210
발행주식수(백만주)	21
유동주식비율(%)	61.9
외국인 보유비중(%)	10.9
베타(12M) 일간수익률	1.06
52주 최저가(원)	67,300
52주 최고가(원)	160,600

(%)	1M	6M	12M
절대주가	17.5	73.3	73.7
상대주가	-1.3	24.4	14.5



[글로벌 바이오섹터]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

에스티팜

26년부터 계절성 완화 기대

4Q25 실적 리뷰: 영업이익률 20.5% 달성

에스티팜 4Q25 매출액은 1,290억원(+11.5% YoY), 영업이익 264억원(+15.9% YoY)을 달성했다. 매출액(컨센서스 1,284억원) 및 영업이익(컨센서스 265억원) 모두 컨센서스에 부합했다. 분기 기준 영업이익률 20.5%를 달성했다.

올리고 CDMO 매출은 880억원으로 전체 매출액 중 68.2% 비중을 차지하며 매출액 및 영업이익 증가에 기여했다. 만성질환 중심 파이프라인의 임상 진전으로 올리고 상업화 프로젝트 비중은 80.2%를 차지했다. 25년 기준, 에스티팜이 공급하는 상업화 API는 총 7개다. 저분자화합물 CDMO 매출은 184억원으로 3분기 이연된 치료제 매출이 반영되었다. mRNA 매출은 4억원을 기록했다.

투자 의견 매수, 목표주가 20만원으로 상향

투자 의견 매수 유지하며, 목표주가 20만원으로 25% 상향(기존 16만원)한다. 외형 성장 및 수율 개선, 제2올리고동 본격 가동에 따른 이익 레버리지 효과를 반영했다. 26년 매출액 3,987억원(+20.3% YoY), 영업이익 739억원(+34.2% YoY)이 예상된다. 기존 고객사 FDA 승인 및 매출 증가에 따른 수주 확대도 기대된다. 1월23일 공시된 825억원 수주는 고중성지방혈증 치료제로 26년 FDA 승인이 예상되어 수주를 확대한 것으로 보인다. 26년에도 고객사들의 다수 임상 파이프라인 데이터 발표가 예정돼 있어 긍정적 결과 발표 시, 상업화 수주는 증가할 수 있을 것으로 예상된다.

2026년부터 실적의 계절성 완화가 기대된다. 에스티팜의 실적은 4분기 매출이 쏠리는 구조였다. 올리고 수주 제품 중 FDA 승인을 받은 품목이 확대되면서 품목별 출하 일정으로 인한 분기별 매출 변동성은 점차 완화될 것으로 예상된다.

목표주가는 기존과 동일한 DCF 방식을 이용하였으며, WACC 8.7%(무위험 수익률 3.5%, 시장위험프리미엄 5.3%), 영구 성장률 3%를 적용했다. 27년 이후부터는 4Q25 달성하였던 영업이익률 20.5% 이상이 연간 이익률으로도 가능할 것으로 추정했다.

에스티팜은 현재 PER 54배에 거래 중이나, 과거 4년 평균 PER은 62.6배이며, 매출액 대비 이익 성장률이 더 높다는 부분이 긍정적이다. 또한, RNA 치료제 시장의 임상 증가 및 RNA 치료제 매출 증가에 따라 신규 수주 확대도 기대된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	285	274	332	399	474
영업이익 (십억원)	34	28	55	74	97
영업이익률 (%)	11.9	10.2	16.6	18.5	20.5
순이익 (십억원)	20	35	55	59	77
EPS (원)	1,041	1,780	2,720	2,865	3,702
ROE (%)	5.4	7.8	10.1	9.7	11.5
P/E (배)	65.1	50.0	43.8	54.0	41.8
P/B (배)	3.3	3.6	4.2	5.0	4.6
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 4Q25 실적 비교표

(억원, %, %p)

	4Q24	3Q25	4Q25P		성장률	
			잠정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,157	819	1,290	1,284	11.5	57.5
영업이익	228	147	264	265	15.9	79.3
영업이익률	19.7	18.0	20.5	20.6	4.0	13.8
세전이익	194	210	388	445	99.5	85.0
순이익	129	176	312	265	143.0	77.8

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

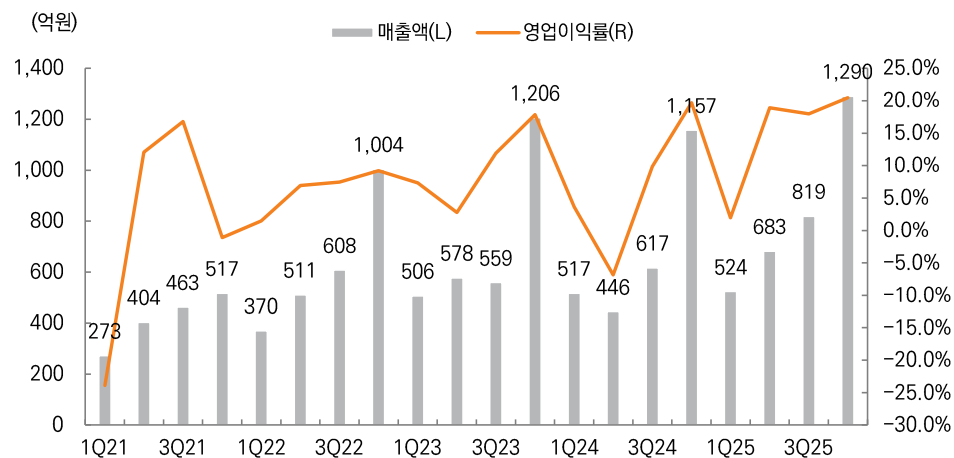
표 2. 에스티팜 실적 추이 및 전망

(억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2023	2024	2025F	2026F
매출액		517	446	617	1,157	524	683	819	1,290	2,850	2,738	3,316	3,987
YoY		2.1%	-22.8%	10.3%	-4.1%	1.4%	53.1%	32.7%	11.5%	14.3%	-3.9%	21.1%	20.3%
신약 원료의약품 CDMO	저분자화합물	44	16	88	109	11	67	1	184	217	257	263	316
	올리고	345	238	356	822	375	435	686	880	1,696	1,761	2,376	2,954
영업이익		19	(31)	61	228	10	129	147	264	335	277	551	739
YoY		-49.3%	적전	-8.6%	5.8%	-45.5%	흑전	141.6%	15.9%	87.7%	-17.4%	98.9%	34.2%

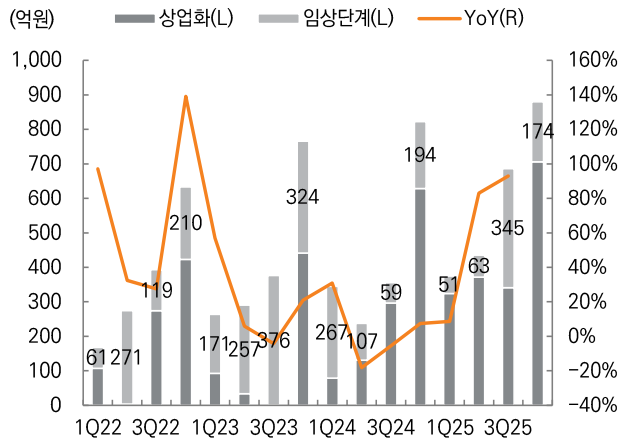
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 에스티팜 실적 추이



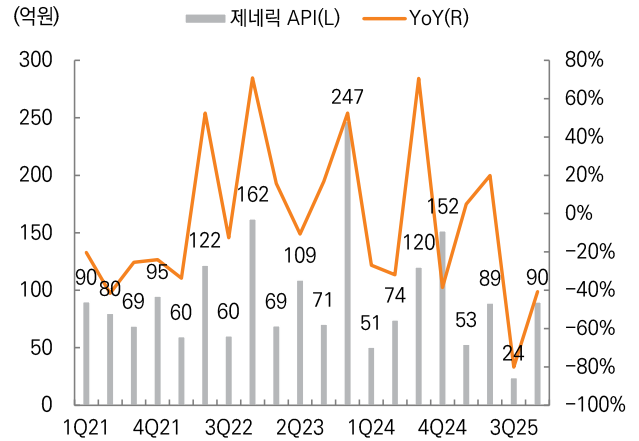
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출 추이



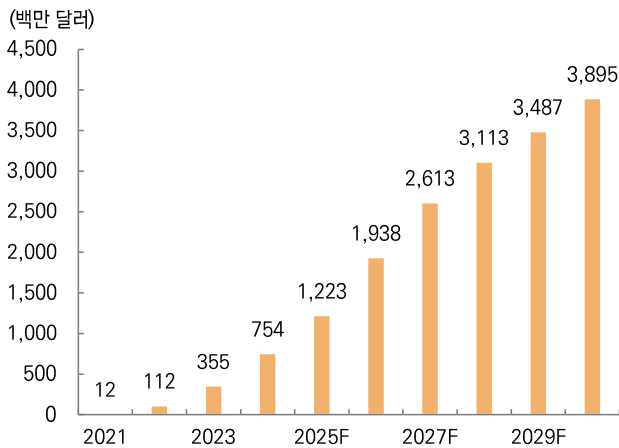
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 제네릭의약품 CDMO 매출 추이



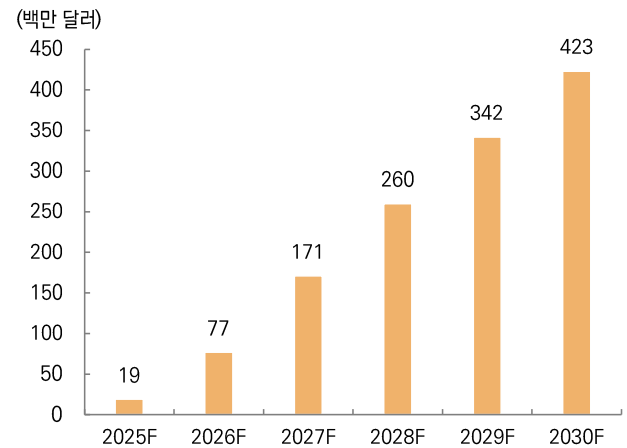
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 고지혈증 치료제 연간 매출 추이 및 전망



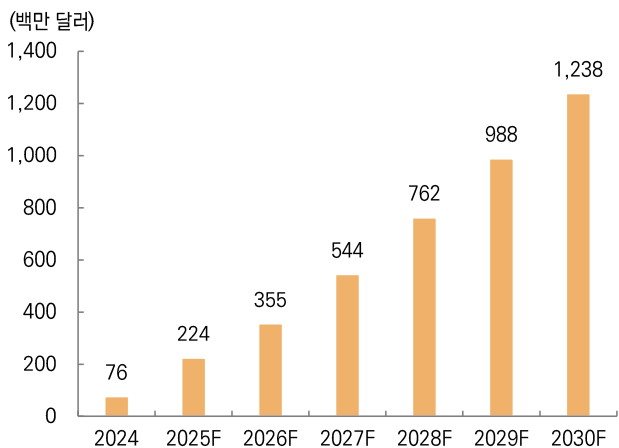
자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 유전성혈관부종 치료제 연간 매출 전망



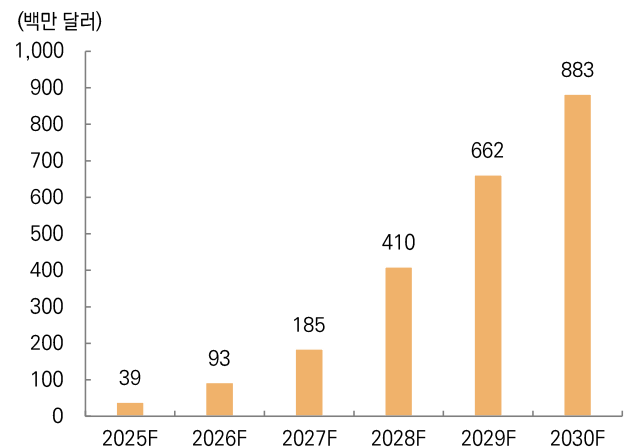
자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 혈액암 치료제 연간 매출 추이 및 전망



자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

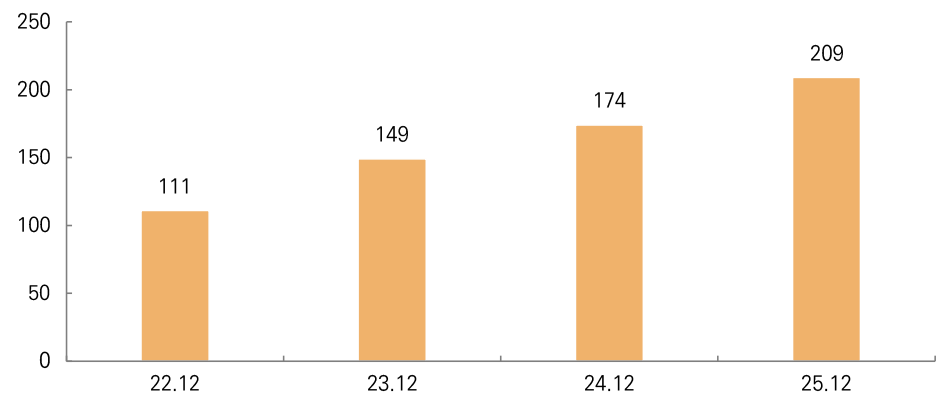
그림 7. 심혈관계 치료제 연간 매출 전망



자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 에스티팜 수주 잔고 추이

(백만 달러)



자료: 에스티팜, 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	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 4. 에스티팜의 목표주가 산정

(십억원)

	가치
에스티팜의 영업가치(A=B+C)	3,788
FCFF의 현재가치의 합(B)	674
영구가치의 현재가치(C)	3,114
순차입금(D)	72
주주가치(E=A-D)	3,717
발행주식 수(F, 천주)	18,809
적정주가(G=E/F, 원)	197,599
목표주가(원)	200,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

에스티팜 (237690)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	274	332	399	474
매출원가	178	196	243	294
매출총이익	96	136	156	180
판매비와관리비	68	81	82	83
조정영업이익	28	55	74	97
영업이익	28	55	74	97
비영업손익	15	13	0	0
금융손익	-3	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	43	68	74	97
계속사업법인세비용	10	14	15	21
계속사업이익	32	55	59	76
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	32	55	59	76
지배주주	35	55	59	77
비지배주주	-2	-1	0	0
총포괄이익	32	56	59	76
지배주주	34	56	59	77
비지배주주	-2	-1	0	0
EBITDA	53	85	105	126
FCF	27	50	63	74
EBITDA 마진율 (%)	19.3	25.6	26.3	26.6
영업이익률 (%)	10.2	16.6	18.5	20.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.8	16.6	14.8	16.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	330	358	452	562
현금 및 현금성자산	63	41	89	144
매출채권 및 기타채권	69	77	92	109
재고자산	127	142	169	200
기타유동자산	71	98	102	109
비유동자산	392	406	379	354
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	336	352	322	295
무형자산	17	16	15	14
자산총계	722	764	831	916
유동부채	133	145	158	172
매입채무 및 기타채무	32	36	43	51
단기금융부채	73	79	79	77
기타유동부채	28	30	36	44
비유동부채	86	31	36	42
장기금융부채	62	4	4	4
기타비유동부채	24	27	32	38
부채총계	219	176	195	214
지배주주지분	503	588	637	704
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	316	353	353	353
이익잉여금	159	205	254	320
비지배주주지분	0	-1	-1	-2
자본총계	503	587	636	702

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	109	91	63	74
당기순이익	32	55	59	76
비현금수익비용가감	45	48	46	49
유형자산감가상각비	25	28	30	27
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	19	19	15	21
영업활동으로인한자산및부채의변동	37	4	-27	-31
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	53	-8	-14	-17
재고자산 감소(증가)	-13	-19	-27	-32
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	1	2	3
법인세납부	-5	-16	-15	-21
투자활동으로 인한 현금흐름	-87	-61	-6	-7
유형자산처분(취득)	-83	-41	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	24	-3	-6	-7
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	-22	48	55
기초현금	50	63	41	89
기말현금	63	41	89	144

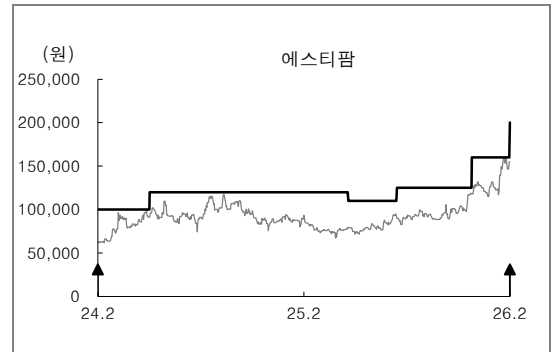
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	50.0	43.8	54.0	41.8
P/CF (x)	22.3	23.6	30.6	25.6
P/B (x)	3.6	4.2	5.0	4.6
EV/EBITDA (x)	34.8	28.6	29.7	24.3
EPS (원)	1,780	2,720	2,865	3,702
CFPS (원)	3,984	5,045	5,056	6,048
BPS (원)	24,966	28,406	30,680	33,882
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	31.0	19.0	17.6	13.6
배당수익률 (%)	0.6	0.4	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	-3.9	21.1	20.3	18.9
EBITDA증가율 (%)	-5.8	59.3	23.7	19.7
조정영업이익증가율 (%)	-17.4	98.9	34.2	31.5
EPS증가율 (%)	71.0	52.8	5.3	29.2
매출채권 회전율 (회)	2.9	4.6	4.8	4.8
재고자산 회전율 (회)	2.2	2.5	2.6	2.6
매입채무 회전율 (회)	12.5	17.4	18.7	19.0
ROA (%)	4.6	7.3	7.4	8.7
ROE (%)	7.8	10.1	9.7	11.5
ROIC (%)	4.2	8.7	11.0	14.1
부채비율 (%)	43.5	30.1	30.6	30.5
유동비율 (%)	247.7	246.1	285.4	327.2
순차입금/자기자본 (%)	12.3	-7.1	-14.3	-21.4
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)				
2026.02.10	매수	200,000	-	-
2025.12.05	매수	160,000	-17.12	0.38
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
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 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.