

Company Update

Analyst 정이수, CFA

02) 6915-5677

매수 (유지)

목표주가 (상향) 130,000원

현재가 (9/11) 91,400원

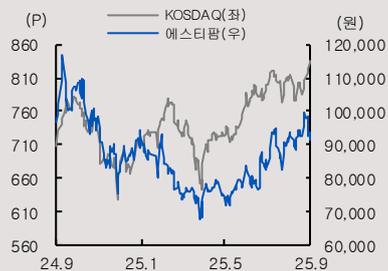
KOSDAQ (9/11)	834.76pt
시가총액	1,842십억원
발행주식수	20,662천주
액면가	500원
52주 최고가	117,000원
최저가	67,300원
60일 일평균거래대금	15십억원
외국인 지분율	5.4%
배당수익률 (2025F)	0.5%

주주구성
동아쏘시오홀딩스 외 4 38.68%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-3%	8%	-20%
절대기준	0%	25%	-6%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	130,000	112,000	▲
EPS(25)	1,735	2,012	▼
EPS(26)	2,216	2,800	▼

에스티팜 주가추이



본 조서분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

에스티팜 (237690)

늘어나는 수주, 공장은 가동 개시

2025년 수익성 레벨업

에스티팜의 2025년 연결 영업실적은 매출액 3,267억 원(+19.3% YoY), 영업이익 486억 원(+75.6 YoY, 영업이익률 14.9%)으로 추정한다. 상반기에는 고마진 품목인 혈액암 치료제 원료 공급이 확대됨에 따라 올리고 매출이 전년 대비 39.1% 증가하며 연결 매출 성장과 수익성 개선을 견인했다. 하반기에도 성장세는 이어질 전망이다. 3분기는 일시적인 성장 둔화가 예상된다. 올리고 원료의약품 공급 물량이 4분기에 집중될 것으로 전망하며, 7월부터 신규 증설한 제2올리고동에서 임상용 시료 생산 개시로 감가상각비 부담이 늘어나기 때문이다. 4분기에는 상업용 물량 생산이 본격화되며 매출 확대와 함께 수익성이 개선될 전망이다. 이에 따라 4분기 영업이익률은 20% 이상 시현 가능할 것으로 판단한다.

올리고 수주 확대 · 임상 데이터 발표 기대

동사의 중장기 성장 모멘텀이 강화되고 있다. 6월 말 기준 올리고 원료의약품 수주 잔고는 2억 4,322만 달러로 전체 수주의 82.4%를 차지하며, 2024년 말 대비 57.7% 증가한 수준이다. 또한 미국 아이오니스의 희귀질환 치료제 올레자르센이 중증 고증 성지방혈증에서 긍정적인 임상 3상 Top-line 데이터를 발표하며, 향후 적응증 확장에 따른 원료 공급 확대가 기대된다. 아울러 동사가 자체 개발 중인 에이즈치료제 STP0404(피르미테그라비르)의 임상 2a상 중간 결과가 10월 20일 미국 감염학회(IDWeek)에서 발표될 예정으로 R&D 이벤트도 대기 중이다.

투자의견 매수, 목표주가 130,000원으로 상향

에스티팜에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 기존 112,000원에서 130,000원으로 16.1% 상향한다. 실적 추정 기간 조정에 따라 목표주가를 변경했으며, 수주잔고 확대와 신규 CAPA 가동 본격화로 실적 가시성이 높아졌다. 또한 미국 생물보안법안 재추진에 따른 반사 수혜 가능성도 긍정적으로 작용할 전망이다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	285	274	327	408	506
영업이익	34	28	49	65	89
세전이익	23	43	43	54	76
지배주주순이익	20	35	35	46	65
EPS(원)	1,041	1,780	1,735	2,216	3,123
증가율(%)	8.8	71.0	-2.5	27.8	40.9
영업이익률(%)	11.9	10.2	14.9	15.9	17.6
순이익률(%)	6.3	11.7	10.4	9.8	11.3
ROE(%)	5.4	7.8	6.8	8.4	10.9
PER	65.1	50.0	52.7	41.2	29.3
PBR	3.3	3.6	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	24.4	34.4	23.5	20.3	16.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 에스티팜 실적 추정 테이블

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
매출액	51.7	44.6	61.7	115.7	52.4	68.3	63.3	142.7	273.8	326.7
YoY	2.1%	-22.8%	10.3%	-4.1%	1.4%	52.8%	2.6%	23.3%	-3.9%	19.3%
올리고 신약 API	34.5	23.8	35.6	81.3	37.6	43.5	34.9	108.0	175.2	224.0
저분자 합성 API	4.4	1.6	8.8	10.9	1.1	6.7	9.0	10.0	25.7	26.8
mRNA	0.0	0.3	0.8	0.4	0.6	0.7	0.0	0.8	1.5	2.1
제네릭 API	5.1	7.4	12.0	15.2	5.3	9.0	9.0	14.8	39.7	38.1
기타	7.7	11.5	4.5	7.9	7.8	8.3	10.4	9.1	31.7	35.7
영업이익	1.9	-3.1	6.1	22.8	1.0	12.9	6.1	28.5	27.7	48.6
YoY	-49.3%	-290.1%	-8.5%	5.8%	-45.5%	흑전	0.4%	25.3%	-17.4%	75.6%
영업이익률	3.6%	-6.9%	9.9%	19.7%	2.0%	18.8%	9.7%	20.0%	10.1%	14.9%

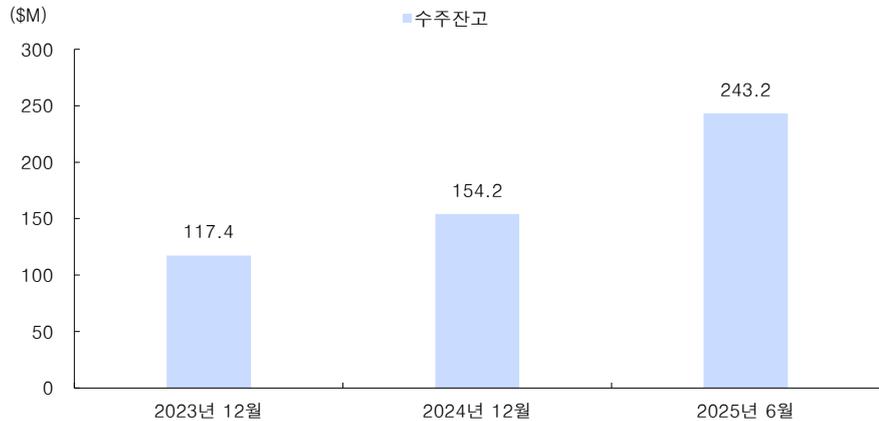
자료: IBK투자증권

표 2. 제2올리고동 증설 계획

생산시설	2025.4Q	2028~
	제2올리고동	제2올리고동 증설
최대 라인	7	~10
누적 Capacity	~8mole	TBD
투자 규모	1,100억 원	~400억 원

자료: 에스티팜, IBK투자증권
 주: 1mole=167kg~500kg

그림 1. 올리고 CDMO 프로젝트 수주 잔고 추이



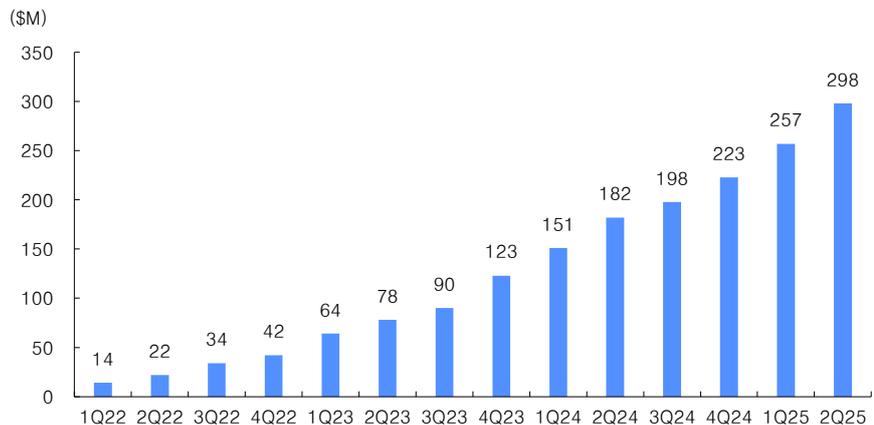
자료: 에스티팜, IBK투자증권

표 3. 에스티팜 수주 현황

품목	수주일자	납기	적응증	결제통화	수주총액	기납품액	수주잔고
올리고 신약 API	2023.05	2025.12	혈액암(상업화)	USD	18,691	12,635	6,056
	2024.07	2025.12	혈액암(상업화)	USD	27,758	22,038	5,720
	2024.07	2025.12	혈액암(상업화)	USD	7,971	2,656	5,315
	2024.08	2025.12	고지혈증(상업화)	USD	63,263	24,048	39,215
	2024.12	2026.12	혈액암(상업화)	USD	10,486	-	10,486
	2024.11	2025.06	고중성지방혈증(3상)	USD	19,288	-	19,288
	2024.11	2025.12	유전성 혈관부종(3상)	USD	1,687	-	1,687
	2025.01	2027.12	혈액암(상업화)	USD	14,518	-	14,518
	2025.01	2026.03	동맥경화증(3상)	USD	14,665	-	14,665
	2025.01	2026.06	IgA 신병증(3상)	CHF	2,269	-	2,269
	2025.02	2025.09	만성B형간염(2상)	USD	15,237	-	15,237
	2025.02	2026.06	IgA 신병증(3상)	CHF	1,361	-	1,361
	2025.03	2025.12	가족성 킬로미크론혈증	USD	11,040	-	11,040
	2025.03	2026.12	혈액암(상업화)	USD	14,275	-	14,275
	2025.03	2026.12	혈액암(상업화)	USD	13,482	-	13,482
	2025.03	2026.12	미공개 siRNA	USD	3,258	-	3,258
	2025.05	2026.02	안구건조증	CHF	2,073	-	2,073
	2025.06	2026.04	가족성 킬로미크론혈증	USD	11,040	-	11,040
	2025.06	2026.04	가족성 킬로미크론혈증	USD	5,520	-	5,520
	2025.06	2026.12	혈액암(상업화)	USD	13,285	-	13,285
2025.06	2025.12	당뇨병	USD	1,690	-	1,690	
모노머	2024.10.	2025.12	MOR-PA	USD	3,980	-	3,980
저분자 합성 신약 API	2024.04	2025.06	소아 근위축증	USD	4,333	3,905	428
	2024.07	2025.09		USD	2,889	-	2,889
	2025.01	2025.10.		USD	7,222	-	7,222
	2025.05	2026.09		USD	7,222	-	7,222
	2025.05	2026.09		USD	7,666	-	7,666
	2025.06	2026.09		USD	7,666	-	7,666
	2025.04	2026.04		미공개	USD	5,029	-
제네릭 API	2024.12	2025.12	MRI 조영제	USD	7,665	-	7,665

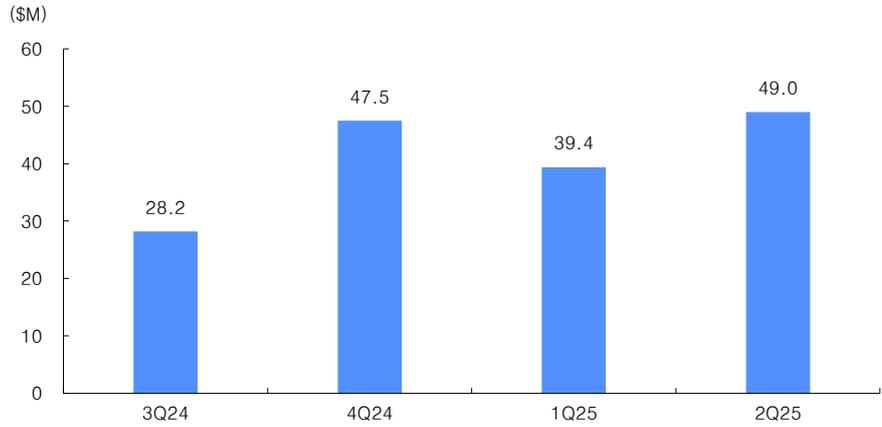
자료: 에스티팜, IBK투자증권

그림 2. 노바티스의 렉비오 분기별 매출 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 3. 제론의 라이텔로 분기별 매출 추이



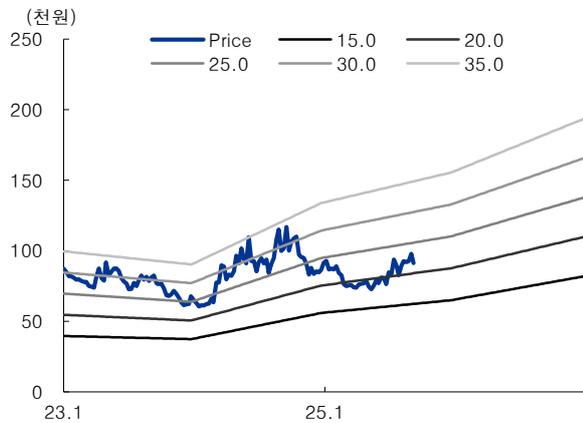
자료: Geron, IBK투자증권

표 4. 에스티팜 Valuation Table

구분	단위	비고
12M Fwd EBITDA	90	십억 원, 당사 추정치
Target Multiple	30.0	배
순차입금	49	십억 원, 2025년 말 예상치
기업가치	2,268	십억 원
주식수	20,152	천주
목표주가	130,000	원, Rounded
현재주가	91,400	원, 2025.09.11 종가 기준
상승여력	42.2	%

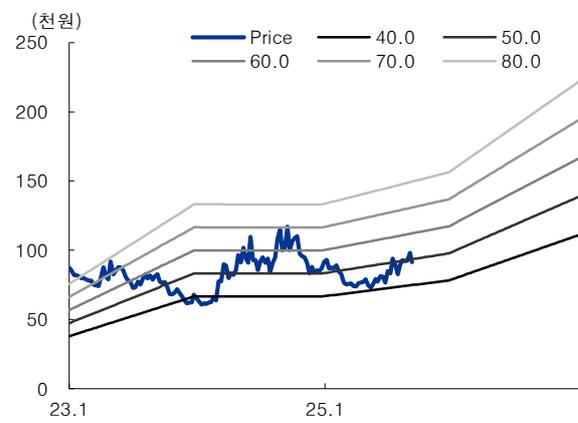
자료: IBK투자증권

그림 4. 에스티팜 12MF EV/EBITDA Band



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 5. 에스티팜 12MF PER Band



자료: Quantwise, IBK투자증권

에스티팜 (237690)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	285	274	327	408	506
증가율(%)	14.3	-3.9	19.3	25.0	24.0
매출원가	173	178	201	254	309
매출총이익	112	96	125	154	197
매출총이익률 (%)	39.3	35.0	38.2	37.7	38.9
판매비	79	68	77	90	109
판매비율(%)	27.7	24.8	23.5	22.1	21.5
영업이익	34	28	49	65	89
증가율(%)	87.7	-17.4	75.6	32.8	37.4
영업이익률(%)	11.9	10.2	14.9	15.9	17.6
순금융손익	-10	17	-5	-10	-11
이자손익	-4	-3	-1	-3	-3
기타	-6	20	-4	-7	-8
기타영업외손익	0	-2	0	-1	-1
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	23	43	43	54	76
법인세	6	10	9	13	19
법인세율	26.1	23.3	20.9	24.1	25.0
계속사업이익	18	32	34	40	57
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	18	32	34	40	57
증가율(%)	0.0	85.3	4.0	19.5	41.9
당기순이익률 (%)	6.3	11.7	10.4	9.8	11.3
지배주주당기순이익	20	35	35	46	65
기타포괄이익	2	0	1	0	0
총포괄이익	19	32	34	40	57
EBITDA	57	53	80	93	115
증가율(%)	59.5	-5.8	51.0	16.1	23.3
EBITDA마진율(%)	20.0	19.3	24.5	22.8	22.7

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,041	1,780	1,735	2,216	3,123
BPS	20,445	24,966	25,652	27,368	29,992
DPS	500	500	500	500	500
밸류에이션(배)					
PER	65.1	50.0	52.7	41.2	29.3
PBR	3.3	3.6	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	24.4	34.4	23.5	20.3	16.2
성장성지표(%)					
매출증가율	14.3	-3.9	19.3	25.0	24.0
EPS증가율	8.8	71.0	-2.5	27.8	40.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	5.4	7.8	6.8	8.4	10.9
ROA	2.8	4.6	4.4	4.9	6.4
ROIC	4.3	6.5	6.4	6.9	9.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	74.6	43.5	52.5	51.0	56.5
순차입금 비율(%)	26.1	8.7	9.3	10.4	5.8
이자보상배율(배)	5.5	3.6	9.0	11.0	13.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	2.7	2.9	4.3	4.7	5.1
재고자산회전율	2.5	2.2	2.3	2.6	3.3
총자산회전율	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	348	330	385	403	482
현금및현금성자산	50	63	67	73	126
유가증권	40	10	0	0	0
매출채권	121	68	86	88	110
재고자산	121	127	157	158	154
비유동자산	327	392	421	440	465
유형자산	277	336	361	373	388
무형자산	13	17	16	14	13
투자자산	21	26	28	33	39
자산총계	675	722	806	843	948
유동부채	84	133	153	142	175
매입채무및기타채무	18	11	35	40	50
단기차입금	21	30	65	80	110
유동성장기부채	8	42	4	4	4
비유동부채	205	86	125	143	167
사채	151	43	46	46	46
장기차입금	8	0	0	0	0
부채총계	289	219	278	285	342
지배주주지분	385	503	530	565	620
자본금	9	10	10	10	10
자본잉여금	226	316	316	316	316
자본조정등	11	14	15	15	15
기타포괄이익누계액	2	4	4	4	4
이익잉여금	136	159	185	220	274
비지배주주지분	2	0	-2	-7	-14
자본총계	387	503	528	558	605
비이자부채	98	102	162	154	181
총차입금	191	117	116	131	161
순차입금	101	44	49	58	35

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1	109	49	79	86
당기순이익	18	32	34	40	57
비현금성 비용 및 수익	51	45	43	40	39
유형자산감가상각비	22	25	30	27	25
무형자산상각비	1	1	2	2	1
운전자본변동	-65	37	-20	2	-7
매출채권등의 감소	-26	53	-20	-2	-22
재고자산의 감소	-13	-13	-32	-1	4
매입채무등의 증가	0	-7	25	5	10
기타 영업현금흐름	-3	-5	-8	-3	-3
투자활동 현금흐름	-82	-87	-60	-63	-69
유형자산의 증가(CAPEX)	-43	-83	-47	-40	-40
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	1	-4	-5	-6
기타	-39	-5	-9	-18	-23
재무활동 현금흐름	81	-11	12	-9	35
차입금의 증가(감소)	100	0	-4	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-19	-11	16	-9	35
기타 및 조정	0	2	2	0	0
현금의 증가	0	13	3	7	52
기초현금	50	50	63	67	73
기말현금	50	63	67	73	126

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자이건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이건 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자이건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.07.01~2025.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	89.8
Trading Buy (중립)	11	7.5
중립	4	2.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

