

에스티팜 (237690)

올해는 실적 성장의 가시성 높음

4Q24 Review: 매출 컨센서스 하회, 영업이익 및 수익성 개선 확인

4분기 연결기준 매출액은 1,179억원(YoY-2.2%, QoQ+91.1%)을 기록, 컨센서스 매출액을 소폭 하회했으나 저마진 제네릭 원료의약품의 비중 축소, 고마진의 올리고 및 저분자화합물 비중 확대에 따라 영업이익은 252억원(YoY+17.2%, OPM 21.4%)을 기록하며 컨센서스를 상회했다.

꾸준히 커지는 전방시장: 상업화 제품 비중 확대

24년 연간 전체 매출에서 올리고 매출은 63.5%에 해당하며 이 중 상업화 물질의 비중은 약 66%로 전년(23%) 대비 큰 폭으로 증가했다. 상업화 제품은 임상 단계 프로젝트 대비 안정적인 수주와 함께 향후 적응증 확장을 통한 수요의 확대를 기대할 수 있다. 작년 12월 Olezarsan이 FDA 승인을 확보하며 동사의 상업화 올리고 프로젝트는 4건으로 파악된다. 현재 Olezarsan이 승인된 FCS 적응증은 미국 성인 환자수 약 1,000명 이하의 희귀질환이지만 임상3상을 진행 중인 중증 중성지방혈증의 환자수는 약 3백만명에 달한다. 올해는 유전성 혈관부종 치료제 Donidalorsen이 미국 승인을 앞두고 상업화 제품은 지속적으로 확대될 전망이며 고Lp(a) 심혈관질환 적응증에서 임상3상을 진행중인 Pelacarsen는 예상 시점보다 임상이 지연되어 1H26 결과 발표 및 하반기 승인 신청이 가능할 전망이다. 고Lp(a) 심혈관질환을 갖는 환자는 전세계적으로 8백만명 이상으로 추정된다.

2025 Outlook: 실적 성장 가시성 높음

전년 대비 연간 매출액 성장이 제한적이었던 24년(YoY-3.2%)과 달리, 늘어난 수주잔고와 높은 상업화 제품의 비중은 올해 실적 성장에 대한 높은 가시성을 제공한다. 3Q24 기준 동사의 올리고 수주 잔고는 약 1.6억 달러로 연초대비 83% 이상 증가한 수준이며 이 중 상업화 이후 매출 확대에 따른 안정적인 수요가 존재하는 Inclisiran(고지혈증), Imetelstat(혈액암)의 비중은 80% 이상(약1.3억달러)을 차지한다. 올리고 뿐만 아니라, 저분자 화합물에서도 상업화를 앞둔 미토콘드리아 결핍증후군 치료제(MT1621) 및 작년 확보한 신규 수주를 기반으로 약 100억원의 성장을 기대할 수 있다. 올해 동사의 연간 매출액 3,274억원(YoY+18.6%), 영업이익 413억원(OPM 12.6%)을 전망한다.

미국 내 의약품 관세 정책에 대한 우려가 커지고 있으나, 원료의약품에 대한 관세부과 여부 등 구체적인 정책의 발표 전까지 지속적인 모니터링이 필요한 상황이다. 3Q24 기준 동사의 미국향 매출비중은 약 29% 수준이다.

투자의견 Buy, 목표주가 120,000원 소폭 하향

DCF 모델 input 변경에 따라 목표주가를 소폭 하향한다. 최근 실적을 반영하여 향후 추정치를 조정하였으며, 핵심 사업인 올리고 생산의 중단기적인 가치를 보다 명확하게 반영하기위해 추정기간을 31FY까지로 단축(기존 36년), 영구성장률을 2.5%로 조정했다. RNA 시장의 성장 및 상업화 제품의 확대에서 기인하는 동사의 투자 포인트에는 변함이 없으며 4분기 가동을 앞둔 제2올리고동 및 향후 증설 계획에 따라 수요를 뒷받침할 capacity를 선제적으로 확보한 상황이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	120,000원(하향)
증가(2025.02.19)	82,400원
상승여력	45.6%

Stock Indicator

자본금	9십억원
발행주식수	2,015만주
시가총액	1,661십억원
외국인지분율	5.5%
52주 주가	61,700~117,000원
60일평균거래량	183,047주
60일평균거래대금	15.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.1	-4.4	-17.8	30.4
상대수익률	-12.5	-17.8	-17.9	39.7

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	285	276	327	388
영업이익(십억원)	34	30	41	56
순이익(십억원)	20	21	39	54
EPS(원)	1,041	1,064	1,949	2,660
BPS(원)	20,445	22,234	23,776	26,030
PER(배)	65.1	77.4	42.3	31.0
PBR(배)	3.3	3.7	3.5	3.2
ROE(%)	5.4	5.1	8.5	10.7
배당수익률(%)	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	24.3	30.9	24.2	19.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

장민환

2122-9208 minhwan.jang@imfnsec.com

표1. 에스티팜 valuation table

항목	단위	비고
① 영업가치	2,337	십억원
미래현금흐름 현재가치	288	십억원
영구현금흐름 현재가치	2,048	십억원
② 순차입금	-19	십억원
③ 기업가치 (=①-②)	2,356	십억원
④ 주식수	19,682	천주
⑤ 목표주가 (=③÷④)	120,000	원

자료: iM증권 리서치본부

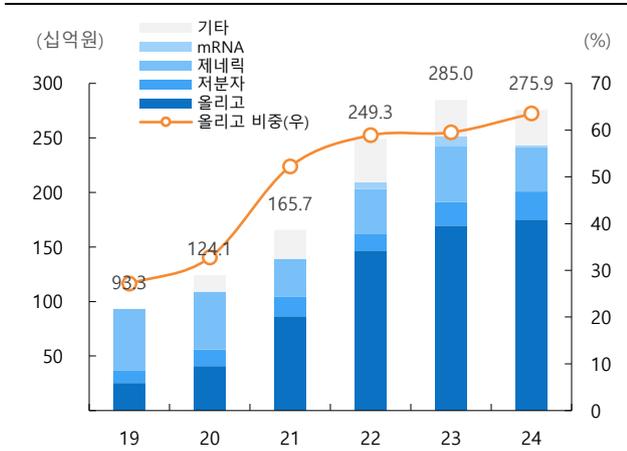
표2. 에스티팜 분기별 요약손익계산서 (십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	2025E
매출액	50.6	57.8	56.0	120.6	51.7	44.6	61.7	117.9	275.9	327.4
YoY	36.9%	13.0%	-8.0%	20.1%	2.1%	-22.8%	10.3%	-2.2%	-3.2%	18.6%
신약API	36.7	37.8	39.0	87.2	39.0	25.6	45.2	92.7	202.4	254.2
울리고	26.4	29.0	37.6	76.6	34.5	23.8	35.6	81.3	175.2	218.5
저분자	1.7	8.6	0.9	10.5	4.4	1.6	8.8	10.9	25.7	34.2
mRNA	8.7	0.1	0.5	0.1	0.0	0.3	0.8	0.4	1.5	1.5
제네릭API	6.9	10.9	7.1	24.7	5.1	7.4	12.0	15.2	39.7	37.8
기타	7.0	9.1	9.9	8.7	7.7	11.5	4.5	10.0	33.7	35.4
매출총이익	25.1	22.3	24.3	40.5	19.0	15.3	22.5	40.5	97.3	121.5
YoY	51%	10%	14%	31%	-24%	-31%	-8%	0%	-13%	25%
GPM	49%	39%	44%	34%	37%	34%	36%	34%	35%	37%
영업이익	3.7	1.6	6.7	21.5	1.9	-3.1	6.1	25.2	30.2	41.3
YoY	587%	-54%	47%	133%	-49%	적자전환	-9%	17%	-10.0%	36.8%
OPM	7%	3%	12%	18%	4%	적자	10%	21%	11%	13%

자료: iM증권 리서치본부

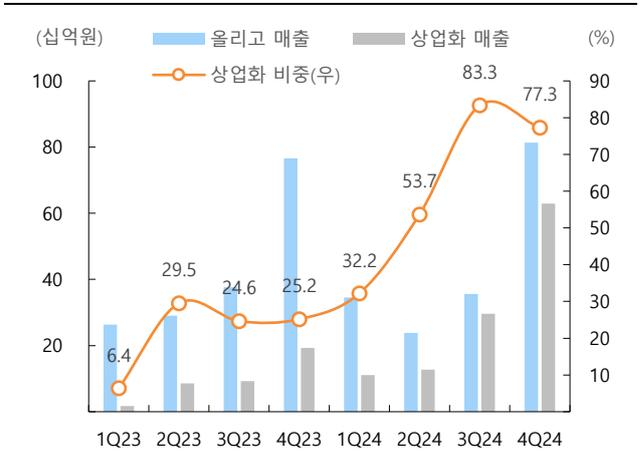
주) 연결기준

그림1. 에스티팜 매출액 구성 및 울리고 매출 비중(19A-24A)



자료: 에스티팜, iM증권 리서치본부

그림2. 울리고 매출 및 상업화 제품의 비율(1Q23-4Q24)



자료: 에스티팜, iM증권 리서치본부

표3. 에스티팜 DCF valuation (십억원)

(십억원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
매출액	327.4	387.9	497.7	606.8	726.4	838.8	901.8
YoY	19%	18%	28%	22%	20%	15%	8%
신약API	254.2	311.7	423.7	534.3	654.4	768.1	831.6
제네릭API	37.8	41.1	38.8	37.2	36.6	35.3	34.9
기타	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
영업이익	41.3	56.3	88.5	122.2	159.5	194.0	207.2
OPM	13%	15%	18%	20%	22%	23%	23%
Income Tax	8.8	12.0	18.6	25.7	33.6	40.8	43.6
Tax/EBIT	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
NOPAT(세후순영업이익)	32.5	44.3	69.9	96.5	125.9	153.2	163.6
(+) Depreciation	26.0	26.7	27.9	26.4	25.1	24.0	23.1
(-) ΔNet Working Capital	26.9	31.9	59.4	55.2	57.6	49.5	19.2
(-) CAPEX	34.5	40.9	10.0	10.9	12.3	13.4	13.5
Free Cashflow to Firm	-3.0	-1.8	28.4	56.8	81.1	114.3	154.0
Present Value of FCFF	-2.8	-1.6	23.1	43.0	57.2	75.2	94.5
WACC	7.2%						
Explicit Period Value	288.4						
Terminal value	3,338						
Terminal growth rate	2.5%						
PV of Terminal Value	2,048						
Enterprise Value	2,337						

자료: iM증권 리서치본부

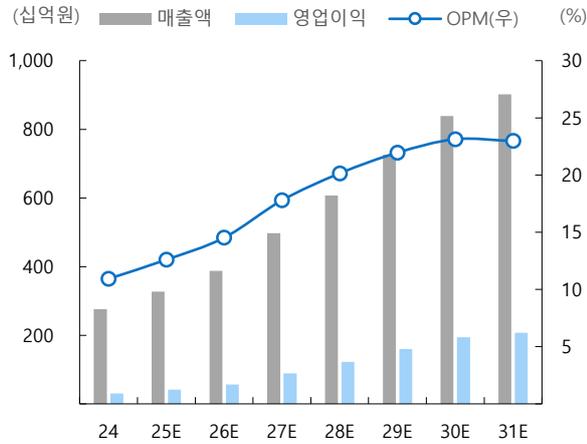
표4. 목표주가 민감도 분석 (by WACC & Terminal growth rate)

	Terminal Growth Rate					
	(원)	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%	2.7%
WACC	6.8%	124,000	127,000	130,000	132,000	135,000
	7.0%	120,000	122,000	124,000	127,000	130,000
	7.2%	115,000	117,000	120,000	122,000	125,000
	7.4%	111,000	113,000	115,000	117,000	120,000
	7.6%	108,000	109,000	111,000	113,000	115,000

자료: iM증권 리서치본부

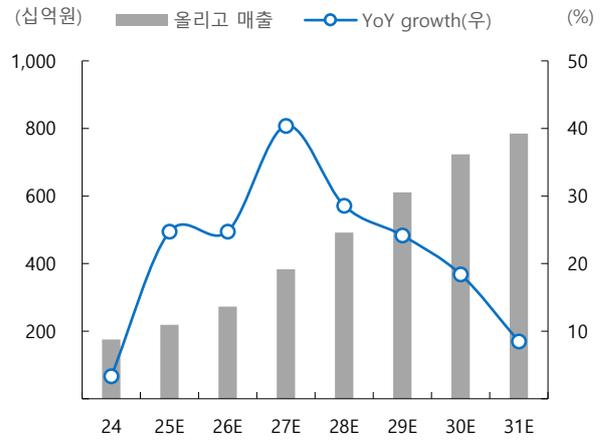
주) 천원단위 반올림

그림3. 에스티팜 매출액, 영업이익 및 OPM 전망(24A-31E)



자료: iM증권 리서치본부

그림4. 올리고 위탁생산 사업부 매출 및 성장률 전망(24A-31E)



자료: iM증권 리서치본부

표5. 에스티팜 수주 상황 및 잔고 (천 USD, 천 CHF)

품목	수주일자	납기일자	적용증	결제 통화	수주총액	기납품액	수주잔고
올리고 (Oligonucleotide)	2023.03	2024.12	고지혈증(상업화)	USD	48,528	29,870	18,658
	2023.05	2025.12	혈액암(상업화)	USD	18,691	6,719	11,972
	2024.06	2024.12	동맥경화증	USD	3,108	-	3,108
	2024.06	2024.12	가족성 킬로미크론혈증	USD	4,500	-	4,500
	2024.06	2024.12	유전성 혈관부종	USD	1,687	-	1,687
	2024.08	2025.12	혈액암(상업화)	USD	27,758	-	27,758
	2024.08	2025.12	혈액암(상업화)	USD	7,971	-	7,971
	2024.08	2025.12	고지혈증(상업화)	USD	63,263	-	63,263
	2024.11	2025.06	고중성지방혈증(3상)	USD	19,288	-	19,288
글로벌제약사의 설비 투자 무상지원 및 설비 사용 수수료 지급	2020.10	2030.12	-	CHF	69,140	42,070	27,070
모노머	2024.04	2024.12	PMM-PA	USD	4,805	1,814	2,991
	2024.04	2024.12	MOR-PA	USD	3,957	1,115	2,842
저분자 화학합성 신약	2024.01	2025.05	소아 근위축증	USD	4,333	-	4,333
	2024.04	2025.06	소아 근위축증	USD	4,333	-	4,333
	2024.07	2025.09	소아 근위축증	USD	2,889	-	2,889

자료: 닥트전자공시, 에스티팜, iM증권 리서치본부
주) 3Q24 기준

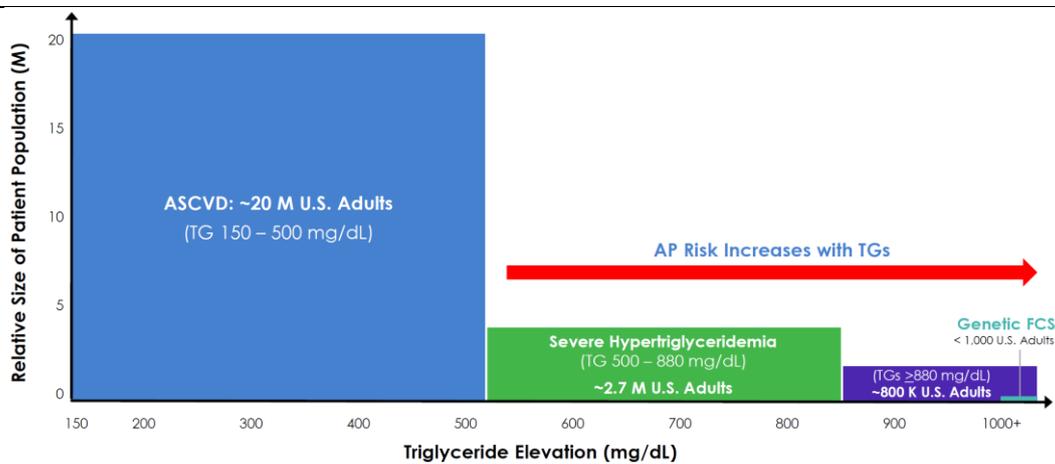
표6. 에스티팜 생산 추정 주요 올리고 신약 및 관련 모멘텀

물질명	업체명	적응증	개발 단계	모멘텀
Inclisiran	Novartis	고지혈증	상업화	26년 임상 3상 CVOT 데이터 발표 후 심혈관 위험 감소에 대한 승인신청(ORION-4)
Imetelstat	Geron	혈액암	상업화	1Q25 혈액암(MDS) 적응증 유럽 승인(CHMP 긍정 의견 24.12)
Spinraza	Ionis/Biogen	SMA	상업화	-
Olezarsen	Ionis	가족성 킬로미크론증	상업화	2H25 유럽 승인, 미국 중증 고중성지방혈증으로 적응증 확장
Donidalorsen	Ionis	유전성 혈관부종	임상 3상	2H25 미국 승인(PDUFA 08/21)
Pelacarsen	Ionis/Novartis	고 LP(a) 심혈관질환	임상 3상	고 LP(a) 심혈관질환 환자 대상 임상 3상(HORIZON trial) 결과 발표(1H26) 및 승인신청(2H26)

자료: Bloomberg, 에스티팜, 각 사, iM증권 리서치본부

주) HAE: 유전성 혈관부종, SMA: 척수성 근위축증, MDS: 골수이형성증후군

그림5. 미국 내 가족성 킬로미크론증(FCS), 고중성지방혈증 및 ASCVD 환자수



자료: Arrowhead, iM증권 리서치본부

그림6. Pelacarsen 임상3상 세부내용

pelacarsen - Antisense oligonucleotide (ASO) targeting Lp(a)

NCT04023552 Lp(a)HORIZON (CTQJ230A12301)

Indication	Secondary prevention of cardiovascular events in patients with elevated levels of lipoprotein(a)
Phase	Phase 3
Patients	8323
Primary Outcome Measures	Time to the first occurrence of MACE (cardiovascular death, non-fatal MI, non-fatal stroke and urgent coronary re-vascularization)
Arms Intervention	TQJ230 80 mg injected monthly subcutaneously or matched placebo
Target Patients	Patients with a history of Myocardial infarction or Ischemic Stroke, or a clinically significant symptomatic Peripheral Artery Disease, and Lp(a) ≥ 70 mg/dL
Readout Milestone(s)	2026 (Event driven)
Publication	TBD

자료: Novartis, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

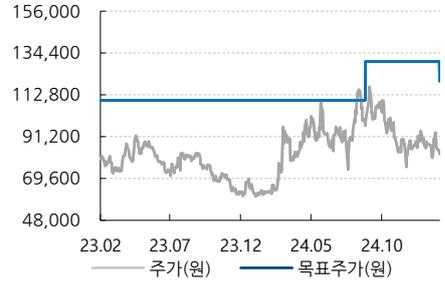
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	348	388	449	525	매출액	285	276	327	388
현금 및 현금성자산	50	95	122	157	증가율(%)	14.3	-3.2	18.6	18.5
단기금융자산	40	40	40	40	매출원가	173	179	206	241
매출채권	122	111	129	150	매출총이익	112	97	122	147
재고자산	121	126	142	163	판매비와관리비	79	67	80	91
비유동자산	327	303	277	250	연구개발비	30	29	35	41
유형자산	277	254	228	201	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13	13	12	12	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	675	691	726	775	영업이익	34	30	41	56
유동부채	84	88	96	105	증가율(%)	87.7	-10.0	36.8	36.6
매입채무	18	18	18	18	영업이익률(%)	11.8	10.9	12.6	14.5
단기차입금	21	21	21	21	이자수익	2	4	4	5
유동성장기부채	8	8	8	8	이자비용	6	5	5	5
비유동부채	205	155	155	155	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	151	101	101	101	기타영업외손익	0	0	0	0
장기차입금	8	8	8	8	세전계속사업이익	23	32	44	60
부채총계	289	243	250	260	법인세비용	6	13	9	12
자배주주지분	385	448	479	525	세전계속이익률(%)	8.2	11.6	13.4	15.5
자본금	9	10	10	10	당기순이익	18	19	35	48
자본잉여금	226	276	276	276	순이익률(%)	6.1	6.9	10.7	12.4
이익잉여금	136	147	176	220	지배주주귀속 순이익	20	21	39	54
기타자본항목	13	15	17	19	기타포괄이익	2	2	2	2
비지배주주지분	2	0	-4	-10	총포괄이익	19	21	37	50
자본총계	387	448	475	515	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1	64	47	55	주당지표(원)				
당기순이익	18	19	35	48	EPS	1,041	1,064	1,949	2,660
유형자산감가상각비	22	23	26	27	BPS	20,445	22,234	23,776	26,030
무형자산상각비	1	1	1	0	CFPS	2,265	2,243	3,264	4,005
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-82	-58	-34	-40	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-43	-58	-35	-41	PER	65.1	77.4	42.3	31.0
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	3.3	3.7	3.5	3.2
금융상품의 증감	0	-	-	-	PCR	29.9	36.7	25.2	20.6
재무활동 현금흐름	81	-11	-12	-12	EV/EBITDA	24.3	30.9	24.2	19.2
단기금융부채의증감	-7	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	100	-50	-	-	ROE	5.4	5.1	8.5	10.7
자본의증감	-	50	-	-	EBITDA이익률	19.8	19.5	20.7	21.5
배당금지급	-9	-9	-10	-10	부채비율	74.6	54.2	52.7	50.5
현금및현금성자산의증감	0	45	27	35	순부채비율	25.5	0.9	-4.8	-11.2
기초현금및현금성자산	50	50	95	122	매출채권회전율(x)	2.6	2.4	2.7	2.8
기말현금및현금성자산	50	95	122	157	재고자산회전율(x)	2.5	2.2	2.4	2.5

자료 : 에스티팜, iM증권 리서치본부

에스티팜 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-09-12(담당자변경)	Buy	130,000	-28.7%	-10.0%
2025-02-20	Buy	120,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

중목추천 투자등급

중목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%