

에스티팜 (237690.KQ)

강화되는 펀더멘탈

투자의견
BUY(유지)

목표주가
130,000 원(유지)

현재주가
74,400 원(04/03)

시가총액
1,499(십억원)

바이오/제약 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- **투자의견 BUY 및 목표주가 13만원 유지:** 제2 올리고동이 완공되는 2026년 예상 순이익의 P/E 44배에 해당, 구조적으로 성장하는 RNA 치료제 시장의 수혜주로 에스티팜의 지속적인 기업가치 상승을 전망함
- **2025년 실적 전망:** 연결 매출액 3,328억원(+21.6%yoy), 영업이익 448억원(영업이익률 13.5%) 예상, 에스티팜의 2025년 목표 매출액은 3,200억원(에스티팜은 2025년 연간 환율 1,300~1,350원/\$를 가정한 목표라고 언급)
 - ① 원료 공급 계약 체결 확대: 2025년 1분기 올리고 공급계약 \$65.1mn을 체결하여 수주잔고 \$218.5mn(약 3,170억원, 환율 1,450원/\$ 기준) 기록, 하반기에 혈액암 치료제 등 추가 수주 공급 계약 체결로 고수익성의 올리고 사업부 2025년 매출액 약 2,500억원을 예상함(2024년 1,752억원)
 - ② 수익성 높은 올리고 사업부의 매출 증가와 연결 자회사들의 적자 축소로 영업이익 레버리지 상승, 2025년 영업이익률 3%pt yoy 이상 상승 예상, 매출액 중 수출 비중이 약 90%로 고환율 기조에 따른 수익성 추가 상승 전망
- **생산시설:** 2025년 하반기 제2 올리고동 완공 이후 생산능력 100% 이상 확대, 임상 시료 생산량 확대를 준비 중
- **주가 상승 모멘텀:** 라이텔로, 렉비오의 매출 증가, 2025년 말 올레자르센의 적응증 확대 임상, 펠라카르센의 최종 임상 결과가 긍정적이라면 대사질환 관련 RNA 치료제 시장 확대에 대한 기대감이 에스티팜의 주가에 선반영될 것
- **기타:** ①글로벌 임상 1상 중인 AIDS 치료제는 naïve 환자 모집이 어려워지며 2차 치료 환자로 타겟 환자군 확대 함, 2025년 하반기 Top line data 가시화, ②전환사채(미상환 총액 966억원)주식 전환 시 주식 수 6% 증가 추정

주가(원, 04/03)	74,400
시가총액(십억원)	1,499

발행주식수	20,153천주
52주 최고가	120,800원
최저가	70,200원
52주 일간 Beta	0.65
60일 일평균거래대금(십억원)	119억원
외국인 지분율	5.9%
배당수익률(2025E)	0.7%

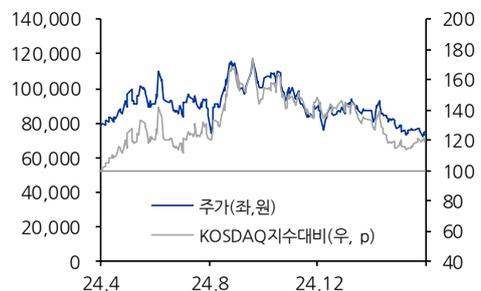
주주구성	
동아쏘시오홀딩스 (외 5인)	38.7%
에스티팜우리사주 (외 1인)	0.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	5.4	-15.7	16.9
절대기준	-2.7	-26.0	-5.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	130,000	130,000	-
영업이익(25)	45	57	▼
영업이익(26)	61	74	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	285	274	333	387
영업이익	34	28	45	61
세전손익	23	43	43	64
당기순이익	18	32	36	58
EPS(원)	1,041	1,722	1,867	2,963
증감률(%)	8.8	65.4	8.4	58.7
PER(배)	65.1	51.6	39.9	25.1
ROE(%)	5.4	7.8	7.3	10.8
PBR(배)	3.3	3.6	2.8	2.6
EV/EBITDA(배)	24.7	34.8	22.9	18.4

자료: 유진투자증권



1. 투자의견 BUY 및 목표주가 13만원 유지

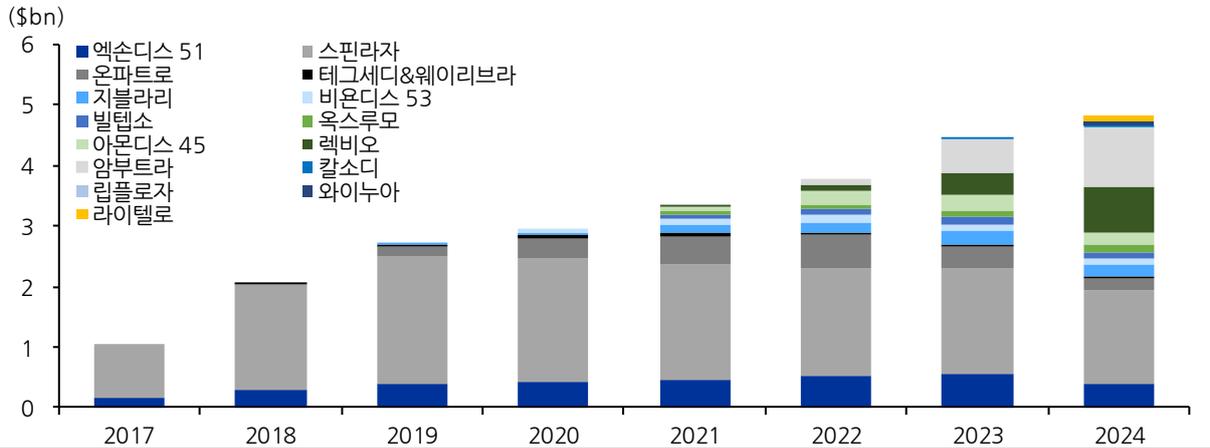
목표주가는 올리고
제 2 공장이 가동
되는 2026년 예상
이익의 P/E 44 배

에스티팜의 중장기
기업 가치 상승을
전망한다.

에스티팜에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 13 만원을 유지한다. 목표주가는 2026년 예상 순이익의 P/E 44 배에 해당한다. 2024년 확정 실적을 반영하면서 2025년과 2026년을 종전 추정치에서 하향 조정하였다. 하지만 당사가 에스티팜의 중장기 기업가치 상승을 전망하는 긍정적 투자 포인트를 유지한다.

에스티팜이 영위하고 있는 올리고뉴클레오타이드 CDMO 사업은 최종 제품인 RNA 치료제들이 기존 치료제 시장에서 침투율을 높이고, 신제품 출시도 가속화되면서 고성장하고 있다. 당사는 에스티팜이 고성장하는 RNA 치료제 생산 산업에서 선제적 생산시설 투자와 높은 기술력을 바탕으로 생산 물량이 증가하면서 꾸준한 실적 성장을 보여줄 것으로 전망한다. 고객사들(RNA 치료제 기업들)의 유망한 임상 결과 발표, 신제품 출시 및 기존 제품의 매출 증가로 에스티팜의 원료 공급량은 지속 증가할 전망이어서 에스티팜의 기업 가치는 실적 성장에 힘입어 하반기로 갈수록 상승할 것으로 예상된다.

도표 1. 성장하는 RNA 치료제 시장(주요 RNA 치료제 합산 매출액 추이)



자료: 각 사, 유진투자증권

에스티팜은 2021 년 COVID 팬데믹 시기에 올리고뉴클레오타이드 생산 전문업체로서 시장의 관심을 받으며 기업가치가 2 조원을 큰 폭 상회한 적이 있다. 그러나 시장성이 높은 대사질환용 RNA 치료제인 렉비오가 출시되는 것을 포함하여 RNA 치료제 시장의 상업적 시장의 성장은 2022 년 하반기부터 본격화되기 시작하였다. 이에 따라 에스티팜의 올리고뉴클레오타이드 생산량도 증가하면서 실적 성장기에 진입하였다.

지속적으로 강화되는 펀더멘탈, 2025 년 상반기 관심있게 지켜보아야 할 시점

그러나 2022~2024년에는 실적 성장에 대한 기대감이 주가에 선반영 되었으나, 초기 단계의 실적은 기대치를 충족하지 못하며 높은 주가 변동성을 보였다. 하지만 에스티팜은 지난 3년간 꾸준히 연구 개발 역량과 생산 시설에 대한 투자를 지속하면서 기업 펀더멘탈을 강화시켰다. 에스티팜의 지속적 투자 성과가 2025년 하반기부터는 시장의 기대치에 부합하는 실적으로 가시화될 것으로 예상되고 있어, 2025년 상반기는 에스티팜을 관심있게 지켜보아야하는 시점이라고 판단한다.

도표 2. 에스티팜 시가총액(좌), 매출액(우) 및 이벤트 차트



자료: Quantwise, 유진투자증권
 주: 2025E 매출액은 당사 추정치

2. 2025년 예상 실적

2025년 예상 매출액 3,328억원 (+21.6%yoy), 영업이익 448억원 (+61.8%yoy)
 에스티팜의 2025년 예상 매출액 및 영업이익은 각각 3,328억원, 448억원으로 각각 21.6%yoy, 61.8%yoy 성장할 전망이다. 참고로 2025년 초 에스티팜은 2025년 목표 매출액을 3,200억원으로 제시하였으며, 이는 2025년 연간 환율 1,300~1,350 원/\$를 가정한 목표라고 언급하였다. 달러 강세가 지속될 경우 에스티팜의 목표 매출액은 약 10% 상향 조정될 가능성이 있다.

2025년 올리고 사업부 실적 호조 예상: 원료 공급 계약 지속적으로 증가 중
 매출액 성장은 주력 사업인 올리고뉴클레오타이드 생산 증가에 기인한다. 2025년 예상 매출액 중 올리고뉴클레오타이드 매출액(약 2,500억원으로 추정, +42%yoy)이 차지하는 비중은 75%로 2024년 올리고 사업부 매출액 비중 63%(매출액 1,752억원)에서 상승할 전망이다. 사업보고서에서 확인된 올리고 사업부의 성장을 견인하는 프로젝트는 약 9개로 추정된다. 올리고 사업부의 매출 증가는 고지혈증 치료제(렉비오로 추정)와 골수이형성 증후군 치료제(라이텔로로 추정)의 판매 증가에 따른 생산 증가, 고중성지방혈증 치료제(올레자르센으로 추정)의 적응증 확대와 FDA 승인에 따른 생산 증가가 주요 원인이다. 임상 중인 만성 B형 간염 치료제(베피로비르센으로 추정)도 2025년 초에 신규 수주를 받았다. 2025년 1분기 올리고 공급계약 \$65.1mn을 체결하여 현재 수주잔고는 약 \$218.5mn(약 3,170억원, 환율 1,450원/\$ 기준)이며, 하반기에 혈액암 치료제 등 추가 수주 공급 계약 체결이 예상된다.

도표 3. 에스티팜이 생산하고 있는 것으로 추정되는 RNA 치료제들

프로젝트	제품명 or 성분명(추정)	기전	판매사(추정)	FDA 신약 승인일	현황
고지혈증	렉비오	PCSK9 저해제	노바티스/메디슨(2021년 인수)	2021.12	2024년 매출액 \$754mn
척수성 근위축증	스핀라자	SMN 단백질 생산 증가	바이오젠/아이오니스	2016.12	2024년 매출액 \$1.6bn
골수이형성증후군	라이텔로	텔로머라아제 활성 억제	제론	2024.06	2024년 매출액 \$76.5mn
가족성 킬로미크론혈증				2024.12	2025년 판매 시작
고중성지방혈증	트린골자	ApoC-III 단백질 합성 억제, 중성지방 분해 촉진	아이오니스	2026년 상반기 예상	적응증 확대를 위한 글로벌 임상 3상 진행, 2025년 하반기 완료 예정
유전성 혈관부종	도니달로센	혈장 칼리크레인 생산 감소	아이오니스	2025.08 PDUFA	2025년 하반기 판매 시작
동맥경화증	펠라카르센	Lp(a) 수치 감소	노바티스/아이오니스	2026년 하반기 예상	글로벌 임상 3상 진행, 2026년 초 데이터 확인
만성 B형 간염	베피로비르센	HPV RNA 표적	GSK/아이오니스	2026~7년 예상	글로벌 임상 3상 진행
미토콘드리아 결핍 증후군	소아 근위축증 치료제		UCB	2025년 중기 임상 2상 완료	글로벌 임상 2상 진행

자료: 사업보고서, 각 사, 유진투자증권

2024년에는 예상
보다 실적이 부진

한편 2024년 확정 실적을 반영하여 당사의 기존 2025년과 2026년 실적 추정치를 하향 조정하였다. 결과적으로 2024년 초의 예상과 달리 2024년 매출액 및 영업이익은 2023년 실적에서 성장하지 못하였는데, 이는 2024년 상반기에 공급 시기가 지연되어 저조했던 매출액을 하반기에 충분히 보완하지 못하였기 때문이다. 또한 올리고 상업화 물량은 큰 폭 증가했지만 제한된 생산 능력으로 수익성 높은 임상 물량 생산이 줄어들었으며, 자회사들의 실적 부진이 예상보다 컸던 점도 영향을 미쳤다.

2025년 수주가 지
속적으로 증가하고
있음. 향후 환율 상
승으로 실적 상향
조정 가능성 존재

하지만 2025년 초 신규 수주 체결 추이와 하반기 추가될 수주를 감안하면 2025년에는 충분히 연초 예상되는 매출 달성은 가능할 것으로 추정한다. 수익성도 상승할 것으로 예상되는데 원가율이 낮은 올리고 사업부의 매출 증가와 연결 자회사들의 적자 축소로 영업이익 레버리지 상승이 진행되고 있기 때문이다. 2025년 예상 영업이익률 13.5%로 2024년 10.1%보다 3.4%p 상승할 것으로 추정하며, 매출액 중 수출 비중이 약 90%로 고환율 기조에 따른 수익성 상승이 추가로 진행될 것으로 예상된다.

도표 4. 실적 조정 (연결기준)

(십억원, %, %p)	이전 추정치			신규 추정치			Change (% , %p)	
	2024	2025E	2026E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E
매출액	274	368	436	333	387	447	-9.6	-9.1
영업이익	28	57	74	45	61	80	-20.9	-17.5
지배순이익	35	56	72	38	60	76	-32.5	-17.0
영업이익률	10.1	15.4	17.0	13.5	15.8	17.8	-1.9	-1.6
지배순이익률	12.8	15.4	16.5	11.3	15.4	17.1	-3.8	-1.5

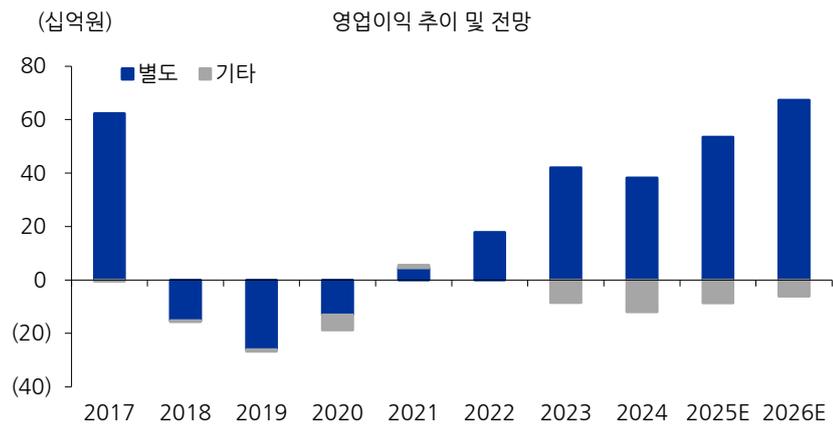
자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 5. 에스티팜 연도별 매출액 추이 및 전망



자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 6. 에스티팜 연도별 영업이익 추이 및 전망



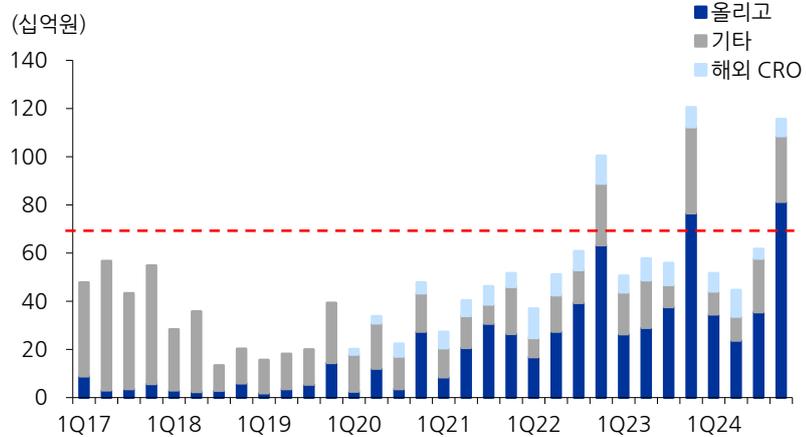
자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 7. 에스티팜 부문별 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 8. 에스티팜 부문별 분기별 매출액 추이(연결 기준)



자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 9. 에스티팜 분기별 영업이익률 추이(별도 기준)



자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 10. 에스티팜 분기별 영업이익 추이(연결 기준)



자료: 에스티팜, 유진투자증권

(1) 렉비오®(성분명 인클리시란) 판매 현황

렉비오 매출 고성장
중, 경쟁약 등장
2027년 이후로
예상

2024년 렉비오® (2021년 12월 FDA 승인) 매출액은 \$754mn(+114%yoy)으로 원화로 1조원의 매출액을 기록하였다. 2030년 예상 매출액은 30억 달러를 상회할 것으로 예상되고 있다. PCSK9 저해 역할의 RNAi 치료제로 단일항체인 레파타, 프랄루엔트와 경쟁 제품이다. PCSK9 저해제 기전 치료제는 기존에 고지혈증 환자들에게 처방되는 스타틴 억제제 처방만으로는 LDL-C 감소 목표치에 도달하지 못하는 심혈관 질환 고위험 환자들에게 권고되는 치료제로 2015년 처음 출시되었지만 30%yoy 이상의 고성장세를 보이며 지속적으로 성장 중이다. 렉비오는 1년 2회 투여, 2024년 중국 출시, 적응증 확장을 통해 블록버스터의약품으로 자리잡을 노바티스의 주력 품목이다. 하지만 PCSK9 저해제 시장의 판도 변화 가능성이 있는데 Merck 에서 경구용 PCSK9 저해제인 MK-0616에 대해 2027년 상업화를 목표로 임상 3상을 진행 중이기 때문이다.

도표 11. PCSK9 저해제 분기별 매출액 추이



자료: 노바티스, 리제네론, 암젠, 유진투자증권

도표 12. PCSK9 저해제 연간 매출액 추이



자료: 노바티스, 리제네론, 암젠, 유진투자증권

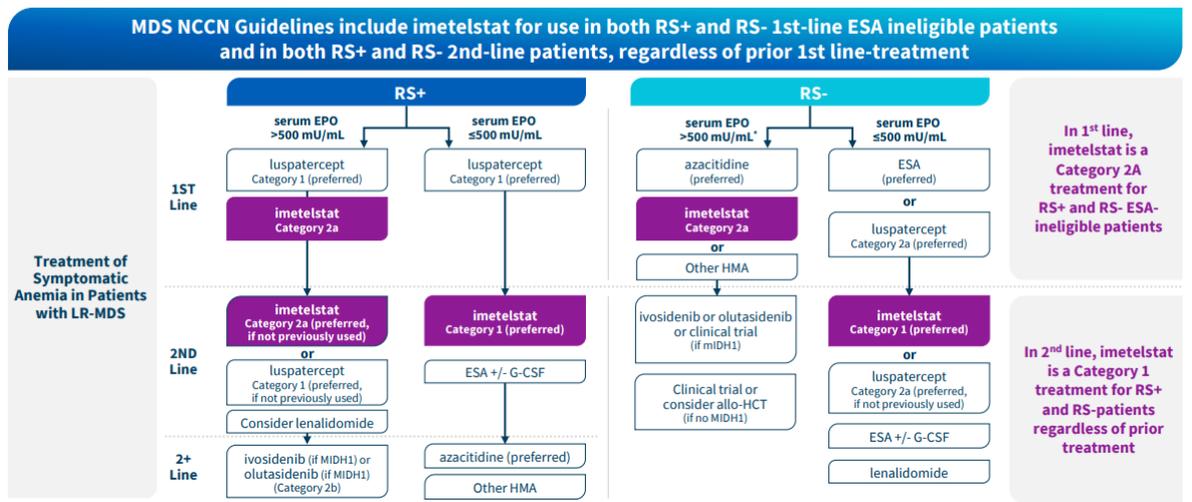
(2) 라이텔로™(성분명 이메텔스타트) 판매 현황

중장기적으로
라이텔로의 처방
증가는 서서히 진행
될 것으로 예상됨

미국 바이오텍인 제론(NASDAQ:GERN)이 연구개발하여 상업화시킨 라이텔로™는 2024년 6월 FDA 승인을 받아 하반기부터 판매되기 시작하였다. LR-MDS(저위험 골수이형성 증후군) 치료제로서 현재 NCCN(미국 종합 암네트워크) 가이드 라인에서 1차 치료제로서는 Category 2A, 2차 치료제로서는 Category 1 권고수준으로 등재되었으며, 2025년 1분기까지 보험급여 커버리지 확대가 진행 중이다. Category 1은 높은 수준의 근거와 전문가 패널의 만장일치 합의한 권고 수준의 치료제이며 Category 2A는 근거가 비교적 강력하며, 전문가 패널이 합의(consensus)한 권고 수준의 치료제를 나타내기 때문에 라이텔로의 처방 확대 가능성이 꽤 높은 편으로 보인다.

도표 13. 라이텔로 NCCN 등재 현황

NCCN Guidelines[®] Guide Clinical, Formulary and Treatment Pathway Decision-Making and Position Imetelstat as 2nd Line Therapy of Choice



자료: 제론, 유진투자증권

**경쟁약 레블로질의
매출 고성장 중**

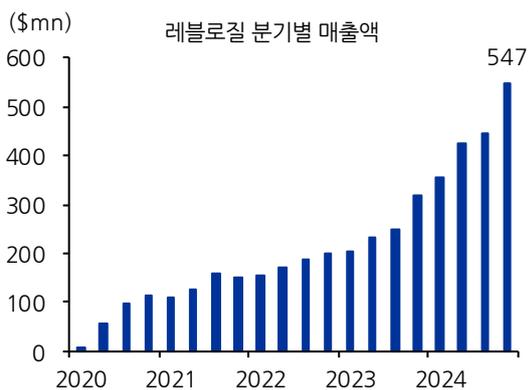
다만 경쟁약인 BMS 의 레블로질(성분명 루스파터셉트, Luspatercept)이 라이텔로에 앞서 FDA 승인을 받은 후 LR-MDS 의 1 차 치료제 또는 Category A 권고 수준으로 등재되어 있어 현재 라이텔로의 처방이 BMS 의 처방 수준보다는 낮을 것으로 예상된다.

BMS 의 레블로질은 2020 년 베타지중해성 빈혈치료제로 출시된 이후 2023 년 8 월 LR-MDS 치료제로 적응증을 확대하여 FDA 승인을 받은 후 매출액이 급증하고 있다. 2024 년 매출액은 \$1.8bn(+76%yoy)를 기록하였다.

**라이텔로의 초기
매출액이 유의미한
매출액은 아니지만
서서히 증가할 것**

라이텔로는 출시 이후 2024 년 3 분기와 4 분기에 각각 매출액 \$28.2mn, \$47.5mn 를 달성하여 6 개월 매출액이 \$75.7mn 를 기록하였다. 신약 출시 첫 해 6 개월 기준으로 아직 의미있는 매출액을 달성했다고 보기 어렵지만, 제론의 2025년 및 2026년 예상 매출액은 각각 \$236mn, \$380mn로 증가할 전망이다 (블룸버그 컨센서스 기준). 에스티팜은 2024 년 라이텔로의 상업화 물량 공급 계약을 \$46.2mn 체결하였으며(이 중 \$10.6mn 만 공급), 2025 년 3 월에 \$27.5mn 의 공급 계약을 추가로 체결하였다. 라이텔로의 예상 매출액과 현재 MF(골수섬유증) 적응증으로 임상이 진행되고 있는 것을 감안할 때, 하반기에 추가 물량 공급 계약이 있을 것으로 예상된다.

도표 14. 레블로질 분기별 매출액



자료: BMS, 유진투자증권

도표 15. 레블로질 연간 매출액



자료: BMS, 유진투자증권

라이텔로 출시 이후
처방 기대 이하로
제론의 주가 큰 폭
하락, 향후 서서히
처방 증가할 것

라이텔로 출시 이후 예상보다 더디게 성장하는 판매액으로 제론 주가는 FDA 승인 이후 주가가 큰 폭 하락하였다. 제론은 2024년 연초 이후 FDA 승인을 받은 2024년 6월 주가가 최대 163% 상승하며 시가총액 기준 기업가치가 \$3.0bn 까지 상승하였지만, 현재 주가는 약 \$1.0bn 에 그친다(4/2 기준). 제론이 독자적으로 마케팅을 진행하고 있다는 점, 경쟁 치료제는 빅파마 BMS의 주력 품목이라는 점, 희귀질환 치료제로서 고가의 치료제라는 점 등이 라이텔로의 더딘 매출 증가의 원인으로 판단된다. 현재는 미국에서만 상업화가 시작되었으며 유럽은 2025년 초에 판매 허가를 받아 2026년부터 본격적으로 판매가 될 예정이다. 또한 MF(골수 섬유증) 적응증으로 임상 중이며 관련된 결과는 2028년 확인될 예정이다.

도표 16. 제론(GERON) 시가총액 및 이벤트 차트



자료: Bloomberg, 제론, 유진투자증권

도표 17. 제론(GERON) 2024~2026년 일정표



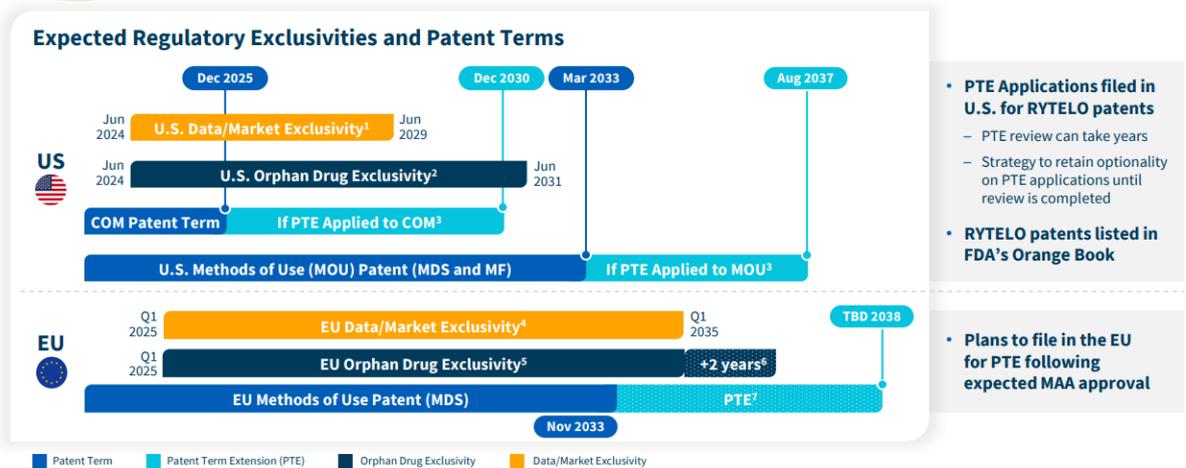
자료: 제론, 유진투자증권

라이텔로의 시장 독점은 2037년까지 가능할 것으로 예상

한편 라이텔로의 개발은 2004년부터 시작되었기 때문에 COM(Compound of Matter, 물질) 특허는 2025년 12월, MOU(Method of Use, 사용방법) 특허는 2033년 종료될 예정이다. 그러나 상업화 시점에 희귀의약품 독점권, DATA/Market Exclusivity 등으로 2031년 6월까지 독점권을 부여받았으며 PTE(특허 연장 기간 Patent Term Extension) 적용될 경우 물질 특허는 2030년 12월, 사용방법 특허는 2037년 8월까지 연장될 것으로 기대된다. PTE는 FDA 검토로 인해 허가까지 소요된 기간을 보상받는 제도로, 승인받을 경우 최대 5년 특허 연장이 가능하다. 제론은 특허 연장을 위해 미국에는 PTE를 신청한 상태이며, 유럽은 신청 계획 중이다.

도표 18. 제론의 라이텔로 특허 기간

Strong IP Position for RYTELO Supports Commercial Opportunity
 Exclusivity for LR-MDS Expected into 2037 in the U.S. and 2038 in the EU



자료: 제론, 유진투자증권

(3) 트린골자™ 적응증 확대 결과 2025 년 말 발표

적응증 확대 성공 시 블록버스터 의약품으로 성장 예상

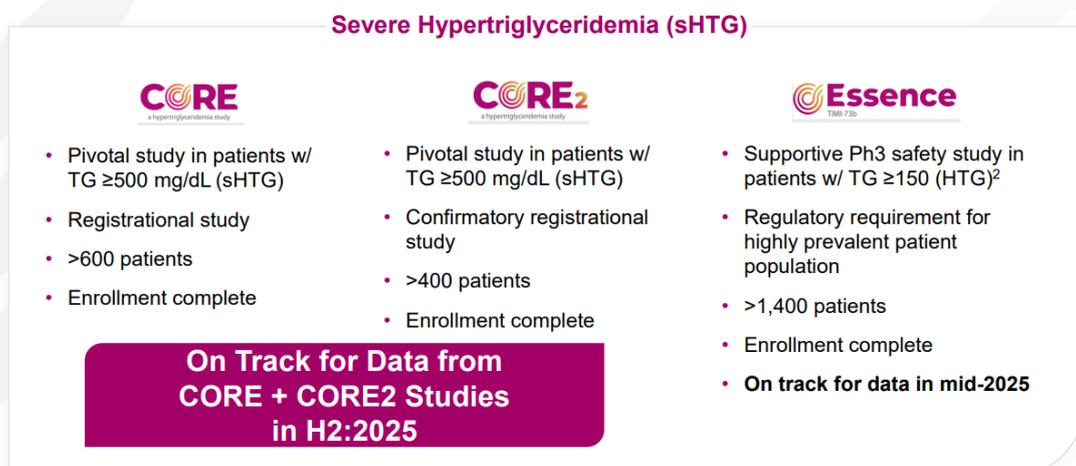
미국 바이오기업으로 ASO 기전의 치료제 개발하는 아이오니스(NASDAQ:IIONS)가 상업화에 성공한 가족성 킬로미크론혈증(FCS) 치료제인 트린골자™(성분명 올레자르센)는 식이요법만 가능한 FCS 환자에 대한 최초의 FDA 승인 치료제로 2024년 12월에 출시되었다. FCS는 중성지방 수치가 매우 높은 것이 특징인 희귀 유전병으로 LPL(Lipoprotein Lipase) 효소의 기능 장애로 발생한다. 아이오니스는 트린골자의 4개의 적응증에 대해 상업화할 예정이며 그 중 첫번째로 FCS 치료제로 출시하였다. FCS가 희귀질환이라는 점에서 초기 매출액은 크지 않을 것으로 예상되나 현재 sHTG(severe High Triglycerin, 중증 고중성 지방혈증) 치료제로 글로벌 임상 3상이 진행되고 있으며, 하반기에 임상 결과 발표 후 2026년 상업화가 예상된다. 아이오니스는 트린골자가 sHTG로 적응증 확대에 성공하여 매출액 10억 달러 이상의 블록버스터 의약품으로 자리잡을 것을 기대하고 있다.

트린골자의 적응증 확대 후 상업화에 성공한다면 에스티팜의 매출 증가로 직결될 것

에스티팜은 2024년 말에 트린골자의 적응증 확대와 관련된 PPQ 배치 생산 물량 공급 계약을 체결하여 2025년까지 납품할 예정에 있다. 또한 에스티팜은 트린골자를 포함하여 아이오니스가 2026년 상업화를 목표로 개발 중인 주력 파이프라인 중 4개의 원료를 공급 중이다. 향후 아이오니스가 글로벌 임상 3상에서 긍정적 결과 확보 후 상업화에 성공하게 된다면 상업화 성공으로 이어질 것이고, 이는 에스티팜의 매출 증가로 직결될 전망이다.

도표 19. 트린골자 글로벌 임상 현황

Olezarsen sHTG Development Program Designed to Support Blockbuster Market Opportunity¹



자료: 아이오니스, 유진투자증권

도표 20. 아이오니스(IONIS) 시가총액(우), 매출액(좌) 및 이벤트 차트



자료: Bloomberg, 아이오니스, 유진투자증권
 주: 2025E 매출액은 Bloomberg consensus

도표 21. 아이오니스(IONIS) 개발 중인 파이프라인 중 4 개를 에스티팜이 원료 공급하고 있는 것으로 추정

Rich Late-Stage Pipeline with Multi-Billion Dollar Potential¹

9 investigational medicines in Phase 3 for 11 indications

		Indication	Prevalence ²	Anticipated Next Event ³
WAINUA (eplintersen)	IONIS AstraZeneca	ATTRv-PN		OUS approvals (2025)
		ATTR-CM		Ph3 data (2026) ⁴
TRYNGOLZA (olezarsen)	IONIS ⁵	FCS		EU approval (2025)
		sHTG		Ph3 data (2025) ⁶
Donidalorsen	IONIS ^{5,7}	HAE		U.S. approval (2025) ⁸
Zilganersen	IONIS	Alexander disease		Ph3 data (2025)
Pelacarsen	NOVARTIS	Lp(a) CVD		Ph3 data (2026)
Bepirovirsen	ESK	HBV		Ph3 data (2026)
Sefaxersen	Roche	IgA nephropathy		Ph3 data (2026)
Ulefnersen	Otsuka	FUS-ALS		Ph3 data (2026)
Tofersen	Biogen	Presymptomatic SOD1-ALS		Ph3 data (2028)

1. Assuming approval. 2. Market data on file. 3. Timing expectations are based on current assumptions and are subject to change.
 4. Data expected in H2-2026. 5. Granted Theratechnologies exclusive rights to commercialize olezarsen and donidalorsen in Canada.
 6. Olezarsen sHTG data expected in H2-2025. 7. Granted Otsuka exclusive rights to commercialize donidalorsen in Europe and Asia Pacific regions. 8. MAA submission completed in Q4'24.

<200K 200K – 500K >500K
 ● Cardiovascular ● Neurology ● Specialty ● Other IONIS

자료: 아이오니스, 유진투자증권

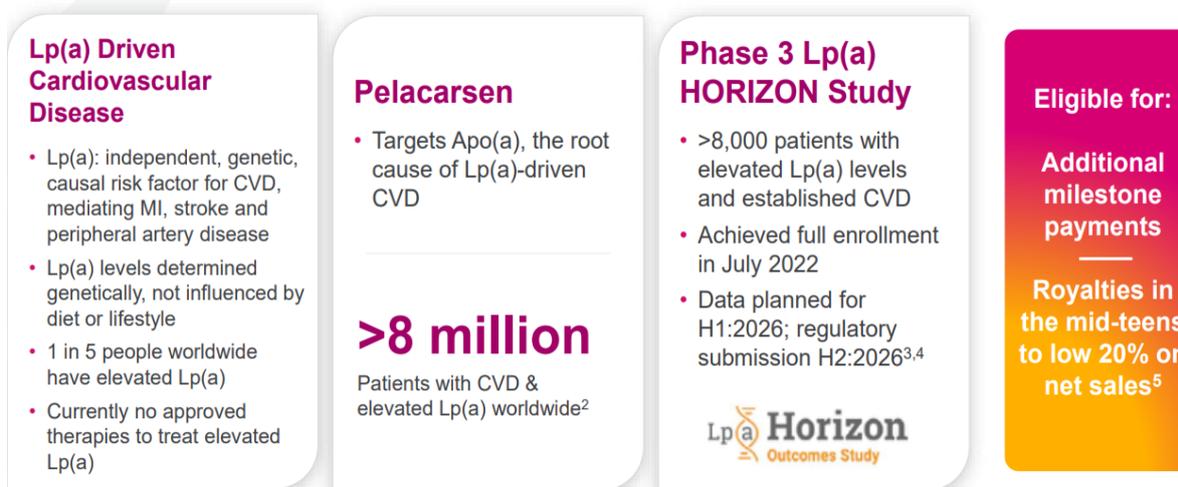
(4) 펠라카르센 2026년 상반기 임상 데이터 도출 기대

펠라카르센
임상 3상 결과
2025년 말
~2026년 초
확인 가능

펠라카르센은 노바티스가 글로벌 임상 3상 중인 심혈관 질환 치료제로 원개발사는 아이오니스이다. ASO 기전으로 지질 단백질(a)(Lp(a))의 수치가 높은 환자들의 심혈관 질환 위험을 감소시키는 목적으로 개발 중이다. Lp(a)는 관상동맥질환, 심장 마비, 뇌졸중 등 심혈관 질환의 독립적인 유전적 위험 요인이나 아직 동 단백질을 타겟한 치료제는 없다. 펠라카르센은 Lp(a) 수치 상승에 근본 원인인 Apo(a)를 타겟하는 약물로 상업화 될 경우 First-in class 기전으로 출시되는 것이다. 현재 글로벌 임상 3상 Lp(a) HORIZON study(N=8,000명)가 진행되고 있으며 2025년 말 임상 데이터를 확인할 수 있을 예정이다. 노바티스는 펠라카르센의 잠재적 peak 매출액을 수십억 달러 이상의 블록버스터급으로 기대하고 있으며 2026년 상반기 임상 결과 데이터 도출, 2026년 하반기 신약 승인 신청을 목표로 하고 있다. 아이오니스는 노바티스가 판매하는 펠라카르센의 순매출액에 연동하여 판매로알티를 10% 중반~20% 중반 수준으로 수취할 수 있다. 다만 펠라카르센 다음으로 암전의 올파시란, 일라이릴리의 무발라플린 등이 상업화를 목적으로 임상이 진행되고 있어 경쟁약물들과의 임상 결과 및 마케팅에 따라 예상 매출액의 변동이 있을 수 있다.

도표 22. 펠라카르센 개발 현황

Pelacarsen: Addressing a Major Independent Risk Factor for CVD and Aortic Stenosis¹



1. Novartis licensed pelacarsen in 2019 and as a result is responsible for development and commercialization, assuming approval. 2. Market data on file. 3. Estimated data timing shifted to H1:2026. 4. Timing expectations based on current assumptions and subject to change. 5. Royalty Pharma to receive 25% of any future royalty payments on pelacarsen.

3. 수주 및 생산 능력 현황

글로벌 상위의
생산 시설,
생산 능력,
생산 기술 보유,
2026년에는
2024년 대비
생산능력 100%
이상 증가

에스티팜은 글로벌 상위의 생산 시설과 생산 능력을 확보하고 있는데, 2018년 제 1 올리고동 완공 이후 대규모 선제적 투자를 단행하여 2022년에 증설, 2023년에 제 2 올리고동 착공을 시작하였다. 2025년 4분기에는 제 2 올리고동이 가동되어 2026년 생산 능력은 2023년 대비 100% 이상 확대될 예정이다. 또한 대량생산 시 경제 수율을 향상시키고 효율성을 높이는 Dimer Blocks을 활용하여 올리고 합성이 가능한 독자적인 특허 기술을 보유하고 있어 향후 올리고핵산 의약품의 대량 생산을 원하는 고객사들과 파트너십을 확장하는데 큰 이점으로 작용하고 있다. 2025년 3월 기준 에스티팜의 올리고 수주 잔고는 \$218.5mn(약 3,170억원, 환율 1,450원/\$ 기준)이며, 2025년 하반기에 추가적인 수주가 예상되어 2025년 올리고 수출액은 2,500억원을 상회할 것으로 예상된다. 2026년 이후에는 렉비오, 라이텔로, 트린골자, 펠라카르센 등 상업화 물량 증대와 더불어 임상 물량 확대로 올리고 사업부의 성장이 지속 가능할 전망이다.

도표 23. 2023~2025년 올리고 프로젝트 수주 현황(2024년 3월 말 기준)

프로젝트(적응증)	수주연도	기간	수주 총액(\$mn)	수주 잔고(\$mn)	진행률
고지혈증	2023	2023.03~2024.12	48.5	-	100%
	2024	2024.08~2025.12	63.3	63.3	0%
척수성 근위축증	2023	2023.03~2024.05	9.0	9.0	100%
골수 이형성 증후군	2023	2023.02~2024.06	8.6	-	100%
		2023.05~2024.12	27.3	15.8	58%
		2023.06~2024.12	8.6	-	100%
	2024	2024.08~2025.12	35.7	10.6	30%
		2024.12~2026.12	10.5	10.5	0%
2025	2025.03~2026.06	13.4	13.4	0%	
가족성 킬로미크론혈증	2024	2024.06~2024.12	4.5	-	100%
고중성지방혈증	2024	2024.11~2025.06	19.3	19.3	0%
유전성 혈관부종	2024	2024.06~2024.12	1.7	-	100%
		2024.11~2025.12	1.7	1.7	0%
동맥경화증	2023	2023.01~2024.03	14.5	-	100%
	2024	2024.06~2024.12	3.1	-	100%
	2025	2025.03~2026.03	14.7	14.7	0%
만성 B형 간염	2025	2025.03~2025.09	15.2	15.2	0%
기타	2023~2025.03	-	82.9	45.0	46%
합계	2023~2025.03		382.5	218.5	43%

자료: 에스티팜, 유진투자증권

4. 전환 사채 현황

오버행 이슈: 에스티팜은 2020년 12월(1차), 2023년 8월(2차) 두 차례에 걸쳐 각각 1100억원, 1000억원의 전환 사채를 발행하였다. 발행당시 전환가액은 각각 98,183원, 79,648원이었다. 현재 1회차 전환사채 중 약 341.3억원, 2회차 전환사채 중 약 624.8억원이 미상환 상태이며, 보통주 전환 행사가액은 현재 각각 69,729원, 79,648원이다. 이를 감안할 때 미상환 금액 모두가 보통주 전환될 경우 1차 전환 사채의 경우 추정되는 보통주로 전환 가능한 주식 수는 496,549주, 2차 전환 사채의 경우 추정되는 보통주로 전환 가능한 주식 수는 784,402주로 총 1,280,951주이다. 이는 현재 에스티팜 상장 주식 수의 약 6.4%(각각 2.5%, 3.9%)에 해당한다.

1차 미전환 사채의 전환 가능 주식 수 2.5%: 1차 전환사채의 전환 청구기간은 2021년 12월 11일~2025년 11월 11일이며, 2차 전환사채의 전환 청구기간은 2024년 8월 9일~2028년 7월 9일이다. 따라서 1차 전환 사채의 전환 가능한 주식 약 2.5%는 2025년 11월까지 전환 가능성이 있으며, 2차 전환 사채의 전환 가능한 주식 수 약 3.9%는 8만원 이상의 주가에서 2028년 7월까지 전환될 가능성이 있다. 다만 2차 전환 사채 중 약 48% 정도인 약 300 억원은 에스티팜이 콜옵션을 행사하여 2025년 말에 사채 상황이 가능하다.

도표 24. 에스티팜 전환사채 발행 현황

회차	발행일	전환청구 기간	전환가액 (발행당시)	미상환 총액	2025년 3월 31일 기준 전환가액 / 전환 가능 주식 수 (현재 주식 수 대비 %)
1회	2020.12.11	2021.12.11 ~2025.11.11	98,183 원	341.3 억원	68,729원/496,549 주 (2.5%)
2회	2023.08.09	2024.08.09 ~2028.07.09	79,648 원	624.8 억원	79,648원/784,402 주 (3.9%)
합계	-	-	-	966.0 억원	1,280,951주 (현재 주식 수의 약 6.4%)

자료: 에스티팜 사업보고서, 유진투자증권

Appendix. 엘라일람 (Alnylam, NASDAQ:ALNY)

RNA 치료제
연구/개발/판매
바이오회사로
글로벌 시가총액
27 위

엘라일람은 2002년 설립된 미국의 RNAi(RNA interference, RNA 간섭) 기술을 기반으로 한 치료제 개발에 주력하는 바이오텍이다. 현재 직접 상업화한 RNA 치료제는 4개이며, 대사질환 치료제인 렉비오는 노바티스가 판매하고 있다. 엘라일람의 2025년 목표 매출액은 \$2.0~2.2bn로 수익 창출 단계에 진입한 바이오텍으로 희귀질환 치료제 개발에서 대사질환 치료제, 신경질환 치료제 개발로 RNA 치료제 영역을 확장하고 있다. RNA 치료제 연구개발 및 상업화 부문에서 선두 기업인 엘라일람의 시가총액은 \$34.7bn(4/2 기준)으로 설립 20년이 넘어 글로벌 바이오제약 산업 시가총액 27위의 기업으로 성장하였다.

주력품목은 적응증
확장으로 연매출액
50억 달러를 상회
하는 블록버스터로
성장할 전망, 알츠
하이머 치료제,
고혈압 치료제로
RNAi 기전으로
개발 중

엘라일람은 2025년 3월 FDA로부터 암부트라를 다발성 신경병증 치료제에서 심근병증 치료제로 적응증을 확장하여 승인받았다. 이에 따라 엘라일람의 주력 품목인 암부트라는 2030년까지 글로벌 매출액 \$5bn에 달하는 블록버스터 RNA 치료제로의 성장이 기대되고 있다. 또한 중추신경계 질환 치료제로서 알츠하이머 치료제로 개발되고 있는 ALN-APP(미벨시란, Mivelsiran)은 2024년 5월 200명의 환자를 대상으로 글로벌 임상 2상을 시작하여 2027년 중간 결과를 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 만성질환인 고혈압 치료제로서 개발되고 있는 질레베시란은 2023년 7월에 로슈에게 기술이전(기술이전 규모 \$2.8bn)한 이후 글로벌 임상 2상(KARDIA-3)을 진행 중이며 2025년 하반기에 글로벌 임상 2상 결과를 발표할 예정이다.

도표 25. 엘라일람 시가총액 및 이벤트 차트



자료: Bloomberg, 엘라일람, 유진투자증권
주: 2025E 매출액은 Bloomberg consensus

도표 26. 엘라일람 2025년 목표

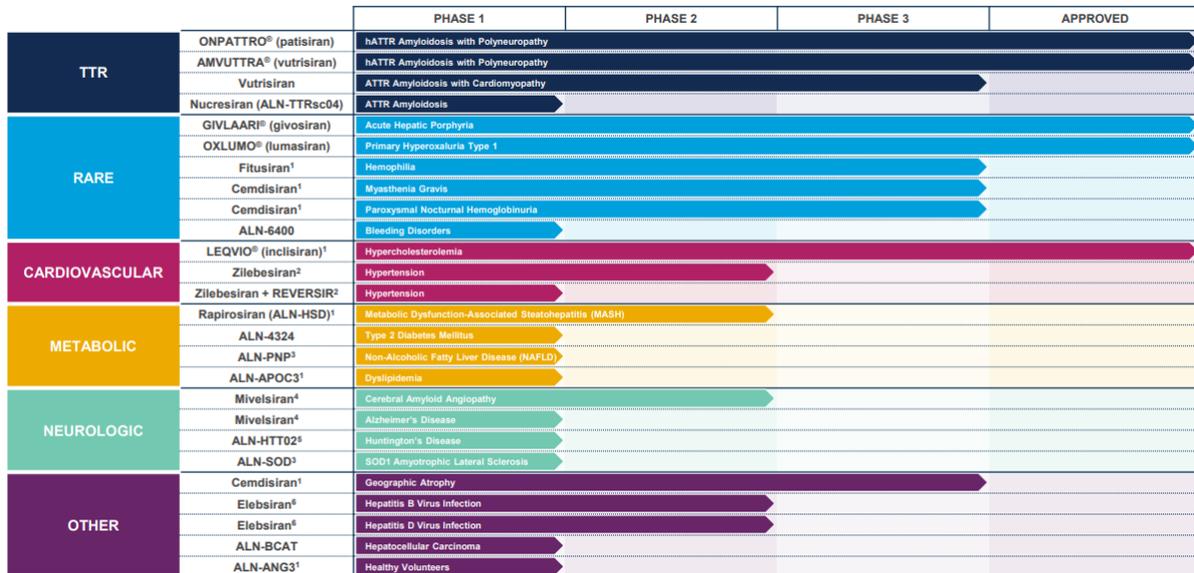
Alnylam 2025 Goals

   		Combined Net Product Revenue Guidance \$2,050M – \$2,250M	2025
VUTRISIRAN	ATTR Amyloidosis	U.S. FDA Approval	PDUFA date March 23, 2025
		Additional Global Approvals (Japan, EU)	Q2, Q3
NUCRESIRAN* (ALN-TTRsc04)	ATTR Amyloidosis	Initiate Phase 3 Study in ATTR-CM	H1
		Initiate Phase 3 Study in hATTR-PN	H2
ZILEBESIRAN*	Hypertension	KARDIA-3 Phase 2 Results	H2
		Initiate Phase 3 CVOT	H2
MIVELSIRAN*	Cerebral Amyloid Angiopathy and Alzheimer's Disease	Interim Phase 1 Part B Data in EOAD	H2
		Initiate Phase 2 Study in AD	H2
ALN-6400*	Bleeding Disorders	Initiate Phase 2 Study	H2
ADDITIONAL PROGRAMS		File ≥4 New INDs	2025
KEY PARTNER-LED PROGRAM MILESTONES			
FITUSIRAN* (Sanofi)	Hemophilia	U.S. FDA Approval	PDUFA date March 28, 2025
ELEBSIRAN* (Vir)	Chronic HBV/HDV	Initiate Phase 3 study in HDV	H1
		Phase 2 HBV Functional Cure Results	Q2
CEMDISIRAN* (Regeneron)	Complement-Mediated Diseases	Phase 3 MG Results	H2

자료: 엘라일람, 유진투자증권

도표 27. 엘라일람 R&D pipeline

Robust and High-Value Pipeline of RNAi Therapeutics



* Vutrisiran and fitusiran are under regulatory review. ¹ Out-licensed with milestones and/or royalties; ² Partnered, Alnylam-led development with U.S. profit split and milestones/royalties ex-U.S.; ³ Partner-led with profit split; ⁴ Product developed as part of collaboration with Regeneron ⁵ Partnered, Alnylam-led with profit split; ⁶ Partner-led with Alnylam option for profit split



자료: 엘라일람, 유진투자증권

에스티팜(237690.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	675	722	736	791	861
유동자산	348	330	337	373	464
현금성자산	90	73	66	71	139
매출채권	122	70	84	96	105
재고자산	121	127	126	144	158
비유동자산	327	392	400	418	397
투자자산	37	39	41	42	44
유형자산	277	336	344	361	339
기타	13	17	16	15	14
부채총계	289	219	210	214	218
유동부채	84	133	123	127	129
매입채무	38	35	24	27	30
유동성이자부채	31	73	73	73	73
기타	15	25	26	26	26
비유동부채	205	86	87	88	89
비유동이자부채	180	62	62	62	62
기타	25	24	25	26	27
자본총계	387	503	527	577	643
지배지분	385	503	527	577	643
자본금	9	10	10	10	10
자본잉여금	226	316	316	316	316
이익잉여금	136	159	187	237	303
기타	13	18	14	14	14
비지배지분	2	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	387	503	527	577	643
총차입금	210	135	135	135	135
순차입금	120	62	69	64	(4)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	1	109	35	58	81
당기순이익	18	32	36	58	74
자산상각비	23	26	24	24	23
기타비현금성손익	28	20	(0)	4	4
운전자본증감	(65)	37	(24)	(27)	(20)
매출채권감소(증가)	(26)	53	(14)	(12)	(9)
재고자산감소(증가)	(13)	(13)	1	(18)	(14)
매입채무증가(감소)	(0)	(7)	(11)	3	3
기타	(25)	4	(0)	(0)	(0)
투자현금	(82)	(87)	(33)	(43)	(3)
단기투자자산감소	(40)	(9)	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(1)	(1)	(1)
설비투자	43	83	30	54	4
유형자산처분	0	0	0	14	4
무형자산처분	(0)	(0)	0	0	0
재무현금	81	(11)	(10)	(10)	(10)
차입금증가	91	(1)	0	0	0
자본증가	(9)	(9)	(10)	(10)	(10)
배당금지급	9	9	10	10	10
현금 증감	(0)	13	(8)	5	67
기초현금	50	50	63	56	61
기말현금	50	63	56	61	128
Gross Cash flow	68	78	59	85	101
Gross Investment	107	41	57	70	23
Free Cash Flow	(39)	37	3	16	78

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	285	274	333	387	447
증가율(%)	14.3	(3.9)	21.6	16.3	15.6
매출원가	173	178	216	251	289
매출총이익	112	96	117	136	158
판매 및 일반관리비	79	68	72	75	79
기타영업손익	11	(13)	5	4	5
영업이익	34	28	45	61	80
증가율(%)	87.7	(17.4)	61.9	36.5	30.0
EBITDA	57	53	68	85	102
증가율(%)	59.5	(5.8)	28.4	23.9	20.5
영업외손익	(10)	15	(2)	3	2
이자수익	2	5	5	8	7
이자비용	6	8	8	8	8
지분법손익	0	(0)	(1)	(1)	(1)
기타영업외손익	(6)	18	2	4	4
세전순이익	23	43	43	64	82
증가율(%)	21.4	83.0	0.7	49.3	27.8
법인세비용	6	10	7	6	8
당기순이익	18	32	36	58	74
증가율(%)	0.0	85.3	12.2	58.7	27.8
지배주주지분	20	35	38	60	76
증가율(%)	8.8	77.3	8.4	58.7	27.8
비지배지분	(2)	(2)	(1)	(2)	(2)
EPS(원)	1,041	1,722	1,867	2,963	3,785
증가율(%)	8.8	65.4	8.4	58.7	27.8
수정EPS(원)	1,041	1,722	1,867	2,963	3,785
증가율(%)	8.8	65.4	8.4	58.7	27.8

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,041	1,722	1,867	2,963	3,785
BPS	20,445	24,966	26,151	28,613	31,899
DPS	500	500	500	500	500
밸류에이션(배, %)					
PER	65.1	51.6	39.9	25.1	19.7
PBR	3.3	3.6	2.8	2.6	2.3
EV/ EBITDA	24.7	34.8	22.9	18.4	14.6
배당수익률	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
PCR	18.7	23.1	25.2	17.6	14.9
수익성(%)					
영업이익률	11.8	10.1	13.5	15.8	17.8
EBITDA이익률	19.8	19.5	20.6	21.9	22.8
순이익률	6.1	11.9	10.9	14.9	16.5
ROE	5.4	7.8	7.3	10.8	12.5
ROIC	5.5	4.0	6.6	9.0	11.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	31.0	12.3	13.2	11.1	(0.6)
유동비율	416.0	247.7	273.7	294.4	358.1
이자보상배율	5.5	3.6	5.8	7.9	10.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	2.6	2.9	4.3	4.3	4.4
재고자산회전율	2.5	2.2	2.6	2.9	3.0
매입채무회전율	7.2	7.5	11.4	15.1	15.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)

