

Company Update

Analyst 정이수 CFA

02) 6915-5677

매수 (유지)

목표주가 (상향) 180,000원

현재가 (2/10) 152,400원

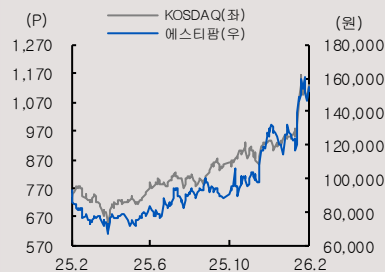
KOSDAQ (2/10)	1,115.20pt
시가총액	3,162십억원
발행주식수	20,769천주
액면가	500원
52주 최고가	160,600원
최저가	67,300원
60일 일평균거래대금	32십억원
외국인 지분율	10.8%
배당수익률 (2025F)	0.4%

주주구성	
동아쏘시오홀딩스 외 4	37.59%
국민연금공단	5.01%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	-2%	24%	10%
절대기준	16%	71%	63%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	180,000	130,000	▲
EPS(25)	2,721	1,735	▲
EPS(26)	2,796	2,216	▲

에스티팜 추가추이



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 추가 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)

기대감을 높일 시점

4분기 영업이익률 20.5% 도달

에스티팜의 2025년 4분기 연결 기준 매출액은 1,290억 원(+11.4% YoY), 영업이익은 264억 원(+15.9% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하는 실적을 달성했다. 전체 매출의 68%를 차지하는 올리고핵산 치료제 원료의약품 매출이 전년 동기 대비 6.9% 성장했으며, 저분자화합물 원료의약품 매출은 69.1% 증가한 184억 원을 기록해 외형 성장을 견인했다. 매출 확대에 따른 영업 레버리지 효과로 영업이익률은 20.5%까지 상승했다. 전년 동기 대비 판관비가 28.7% 증가했음에도 불구하고 영업이익률 0.8%p 개선된 것은 이를 상쇄할 수준의 매출 성장과 고마진 제품 비중 확대에 따른 원가율 하락 효과(매출원가율 4Q24 65.9%→4Q25 62.9%)로 추정한다.

상업화 품목 다변화로 분기 계절성 완화

2026년 연결 기준 매출액은 4,014억 원(+21.1% YoY), 영업이익은 724억 원(+31.6% YoY)으로 추정한다. 올리고핵산 치료제 원료의약품 매출은 전년 대비 19.3% 증가한 2,835억 원을 전망한다. 동사가 원료를 공급하는 것으로 추정되는 제론의 혈액암 치료제 라이텔로의 매출 성장과 아이오니스의 희귀질환 치료제 올레자르센의 중증 고중성지방혈증 치료제 적응증 확장으로 원료 공급이 확대될 것으로 예상된다. 저분자 합성 의약품의 원료의약품 또한 2025년 12월과 2026년 2월에 총 472억 원 규모의 공급 계약을 체결해 올해 큰 폭의 성장이 예상된다. 상업화 품목 다변화로 실적의 분기 계절성은 완화될 것으로 예상하며, 매출 성장에 따른 영업 레버리지 효과는 지속될 전망이다.

목표주가 180,000원으로 상향

당사는 동사에 대한 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 180,000원으로 상향한다. 신약 개발 분야에서 RNA 치료제의 성장성이 부각되는 가운데, CDMO 사업에 대한 성장 기대가 확대되며 밸류에이션 멀티플 재평가 가능성이 높다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	285	274	332	401	490
영업이익	34	28	55	73	95
세전이익	23	43	58	64	86
지배주주순이익	20	35	55	58	77
EPS(원)	1,041	1,780	2,721	2,796	3,728
증가율(%)	8.8	71.0	52.9	2.8	33.3
영업이익률(%)	11.9	10.2	16.6	18.2	19.4
순이익률(%)	6.3	11.7	16.3	13.2	14.3
ROE(%)	5.4	7.8	10.1	9.5	11.6
PER	65.1	50.0	43.8	54.5	40.9
PBR	3.3	3.6	4.2	5.0	4.5
EV/EBITDA	24.4	34.4	27.0	29.6	23.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

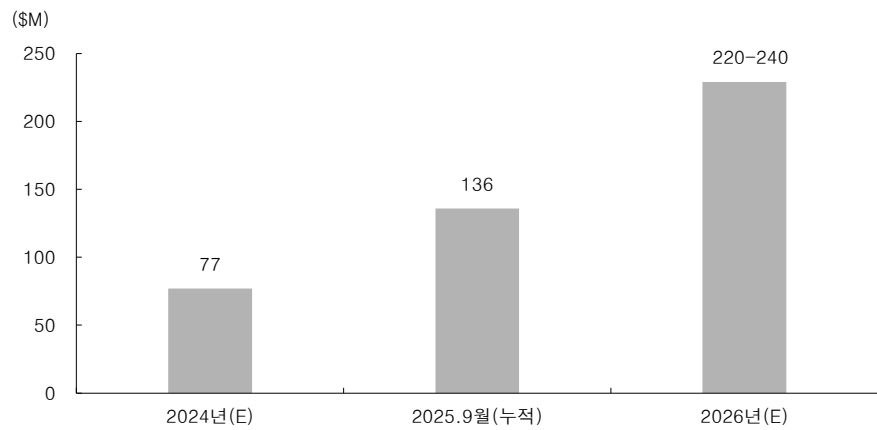
표 1. 에스티팜 분기 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	52.4	68.3	81.9	129.0	79.1	86.5	90.8	145.0	331.4	401.4
YoY	1.4%	52.8%	32.8%	11.4%	50.9%	26.8%	10.9%	12.4%	21.1%	21.1%
올리고 신약 API	37.6	43.5	68.6	87.9	59.5	62.4	65.2	96.4	237.7	283.5
저분자 합성 API	1.2	6.7	0.1	18.4	4.9	6.5	12.0	27.0	26.3	50.3
mRNA	0.6	0.7	1.4	0.4	1.3	0.5	1.2	0.5	3.1	3.5
제네릭 API	5.3	8.9	2.4	9.0	4.7	7.9	1.4	9.0	25.6	23.0
기타	7.7	8.4	9.4	13.2	8.7	9.3	11.0	12.1	38.7	41.1
영업이익	1.0	12.9	14.7	26.4	9.6	14.5	17.2	31.1	55.1	72.4
YoY	-45.5%	흑전	141.3%	15.9%	833.6%	12.3%	16.9%	17.8%	98.9%	31.6%
영업이익률	2.0%	18.9%	18.0%	20.5%	12.2%	16.8%	18.9%	21.5%	16.6%	18.0%

자료: 에스티팜, IBK투자증권

그림 1. 혈액암 치료제 라이텔로의 순매출 추이 및 전망



자료: Geron, IBK투자증권

그림 2. 올레자르센의 적응증은 기존 가족성 킬로미크론혈증에서 중증 고중성지방혈증으로 확장

Olezarsen: A Transformational Medicine for All sHTG Patients with Urgent Unmet Need¹

Familial Chylomicronemia Syndrome (FCS)

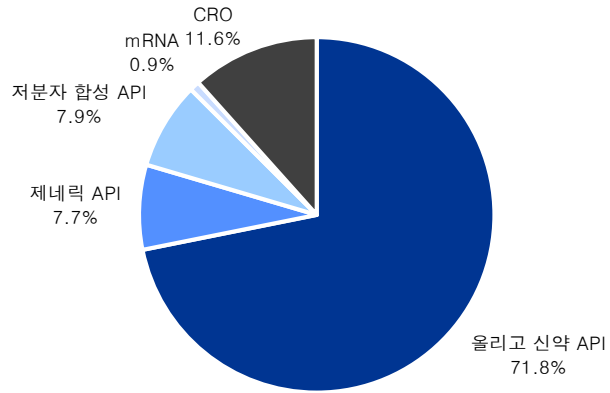
- Up to ~3,000 people in the U.S.²⁻⁶
- Rare genetic disorder: Most severe form of sHTG caused by loss of LPL activity^{6,7}
- Significant risk for acute, potentially fatal pancreatitis¹

Severe Hypertriglyceridemia (sHTG)

- >3 million people with sHTG in the U.S., including >1 million people with high-risk sHTG⁸
- Defined by fasting triglyceride levels ≥ 500 mg/dL⁹
- Characterized by increased risk of acute pancreatitis and ASCVD⁹
- Limited benefit from currently available treatments¹⁰⁻¹³

자료: Ionis, IBK투자증권

그림 3. 2025년 사업부문별 매출 비중



자료: 에스티팜, IBK투자증권

표 2. 수주 잔고 추이

품목	수주일자	납기	적응증	결제통화	수주총액	기납품액	수주잔고
올리고 신약 API	2024.12	2026.12	혈액암(상업화)	USD	10,486	-	10,486
	2025.01	2027.12	혈액암(상업화)	USD	14,518	-	14,518
	2025.01	2026.03	동맥경화증(3상)	USD	14,665	5,206	9,459
	2025.01	2026.06	IgA 신병증(3상)	CHF	2,269	-	2,269
	2025.02	2026.06	IgA 신병증(3상)	CHF	1,361	-	1,361
	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
	2025.07	2026.12	혈액암(상업화)	USD	7,688	-	7,688
	2025.08	2026.08	헌팅틴증후군	CHF	1,240	-	1,240
	2026.01	2026.12	-	USD	56,340	-	56,340
저분자 합성 신약 API	2025.05	2026.09	소아 근위축증	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	-	5,029
	2025.12	2027.01	-	USD	17,210	-	17,210
	2026.02	2026.12	-	USD	14,890	-	14,890
제네릭 API	2025.07	2026.10.	MRI 조영제	USD	7,194	-	7,194

자료: 에스티팜(2025년 3분기 분기 보고서), IBK투자증권

주: 2025년 12월 이후 수주 계약은 추가 단일 판매 공급 계약 체결 공시 및 보도자료를 참고함

표 3. 에스티팜 Valuation Table

구분		단위	비고
2026E EBITDA	102	십억 원	당사 추정치
Target Multiple	35.0	배	
순차입금	(91)	십억 원	당사 추정치
기업가치	3,661	십억 원	
주식수	20,748	천주	
목표주가	180,000	원	
현재주가	152,400	원	2026.02.10 종가 기준
상승여력	18.1%	%	

자료: IBK투자증권

그림4. 에스티팜 12MF EV/EBITDA 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

에스티팜 (237690)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	285	274	332	401	490
증가율(%)	14.3	-3.9	21.1	21.1	22.0
매출원가	173	178	195	235	284
매출총이익	112	96	136	166	206
매출총이익률 (%)	39.3	35.0	41.0	41.4	42.0
판매비	79	68	81	94	110
판매비율(%)	27.7	24.8	24.4	23.4	22.4
영업이익	34	28	55	73	95
증가율(%)	87.7	-17.4	99.0	31.7	31.5
영업이익률(%)	11.9	10.2	16.6	18.2	19.4
순금융손익	-10	17	-1	0	0
이자손익	-4	-3	1	0	0
기타	-6	20	-2	0	0
기타영업외손익	0	-2	4	-8	-9
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	23	43	58	64	86
법인세	6	10	4	11	16
법인세율	26.1	23.3	6.9	17.2	18.6
계속사업이익	18	32	54	53	70
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	18	32	54	53	70
증가율(%)	0.0	85.3	65.7	-0.7	30.9
당기순이익률 (%)	6.3	11.7	16.3	13.2	14.3
지배주주당기순이익	20	35	55	58	77
기타포괄이익	2	0	1	0	0
총포괄이익	19	32	55	53	70
EBITDA	57	53	88	102	123
증가율(%)	59.5	-5.8	65.4	16.1	20.0
EBITDA마진율(%)	20.0	19.3	26.5	25.4	25.1

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,041	1,780	2,721	2,796	3,728
BPS	20,445	24,966	28,398	30,605	33,832
DPS	500	500	500	500	500
밸류에이션(배)					
PER	65.1	50.0	43.8	54.5	40.9
PBR	3.3	3.6	4.2	5.0	4.5
EV/EBITDA	24.4	34.4	27.0	29.6	23.9
성장성지표(%)					
매출증가율	14.3	-3.9	21.1	21.1	22.0
EPS증가율	8.8	71.0	52.9	2.8	33.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3
ROE	5.4	7.8	10.1	9.5	11.6
ROA	2.8	4.6	6.4	5.3	6.0
ROIC	4.3	6.5	11.6	12.4	16.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	74.6	43.5	63.6	69.9	81.1
순차입금 비율(%)	26.1	8.7	-15.5	-20.0	-30.2
이자보상배율(배)	5.5	3.6	14.2	11.6	11.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	2.7	2.9	3.6	3.6	4.0
재고자산회전율	2.5	2.2	2.5	2.5	2.8
총자산회전율	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	348	330	558	657	816
현금및현금성자산	50	63	203	273	395
유가증권	40	10	0	0	0
매출채권	121	68	116	109	138
재고자산	121	127	142	174	174
비유동자산	327	392	400	413	431
유형자산	277	336	355	367	381
무형자산	13	17	16	14	13
투자자산	21	26	15	16	17
자산총계	675	722	959	1,070	1,248
유동부채	84	133	335	398	505
매입채무및기타채무	18	11	22	24	31
단기차입금	21	30	65	80	110
유동성장기부채	8	42	46	66	76
비유동부채	205	86	38	42	53
사채	151	43	0	0	0
장기차입금	8	0	0	0	0
부채총계	289	219	373	440	559
지배주주지분	385	503	588	636	703
자본금	9	10	10	10	10
자본잉여금	226	316	353	353	353
자본조정등	11	14	15	15	15
기타포괄이익누계액	2	4	5	5	5
이익잉여금	136	159	205	253	320
비지배주주지분	2	0	-2	-6	-14
자본총계	387	503	586	629	689
비이자부채	98	102	261	293	371
총차입금	191	117	112	147	188
순차입금	101	44	-91	-126	-208

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1	109	50	69	84
당기순이익	18	32	54	53	70
비현금성 비용 및 수익	51	45	41	38	36
유형자산감가상각비	22	25	31	28	26
무형자산상각비	1	1	2	2	1
운전자본변동	-65	37	-38	-22	-22
매출채권등의 감소	-26	53	-49	7	-29
재고자산의 감소	-13	-13	-19	-32	0
매입채무등의 증가	0	-7	11	3	7
기타 영업현금흐름	-3	-5	-7	0	0
투자활동 현금흐름	-82	-87	-67	-53	-61
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	-6	-1	-2
기타	-39	-5	-14	-12	-19
재무활동 현금흐름	81	-11	151	53	100
차입금의 증가(감소)	100	0	-7	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-19	-11	158	53	100
기타 및 조정	0	2	5	1	0
현금의 증가	0	13	139	70	123
기초현금	50	50	63	203	273
기말현금	50	63	203	273	395

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 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	92.1
Trading Buy (중립)	9	5.9
중립	3	2
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

