

에스티팜 (237690)

기다림이 필요한 시점

1Q25Re: 비용 증가하며 수익성 하락

매출액 524억원(+1.4%YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 10억원(-45.5%)로 컨센서스 하회하는 실적 기록. 올리고 매출 증가하며 전년 대비 매출액은 소폭 증가했으나 연구 개발비, 관리비 등 비용 증가 영향으로 영업이익은 전년 대비 하락.

Leqvio(노바티스), Rytelo(제론) 등의 매출이 증가하며 상업용 올리고 매출은 324억원(+321.7%)로 크게 증가. 반면 임상용 올리고 시료 매출은 51억원(-80.7%)로 크게 감소하며, 올리고 전체 매출은 376억원으로 1Q24 대비 8.9% 성장. 미토콘드리아 결핍증후군 치료제 매출 감소로 저분자 신약 원료 매출 감소. 미토콘드리아 결핍증 치료제는 3Q25 허가가 예상됨에 따라 향후 상업화 매출 기대. 또한 Donidalorsen(유전성 혈관부종, 추정)도 8월 FDA 허가가 예상됨에 따라 상업화 올리고 매출 기여할 전망.

하반기 제2 올리고동 가동 시작

4Q25부터 제2 올리고동의 상업 생산이 시작될 예정으로 26년부터 매출 반영될 것으로 예상. 제2 올리고동은 26년 2차 증설을 통해 생산 CAPA를 확대할 계획으로 2차 증설까지 완료될 경우 현재 연간 6.4mol 수준의 생산 능력은 14mol까지 확대될 전망. 4월 기준 동사 올리고 수주 잔고는 약 3,266억원 규모로 제2 올리고동의 상업 생산 이후 빠른 가동률 상승으로 이어질 것으로 기대.

투자 의견 Buy, 목표 주가 11.2만원 유지

매수 의견 및 목표 주가 11.2만원을 유지. 트럼프 정부의 의약품 관세 부과 등으로 인한 우려가 있으나 동사 매출 비중에서 미국이 차지하는 비중은 제한적. 또한 생물 보안법 재추진 가능성이 대두되며 동사 수주 확대에는 긍정적일 것으로 예상.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **112,000원 (M)**

직전 목표주가 **112,000원**

현재주가 (4/29) **78,200원**

상승여력 **43%**

시가총액	15,760억원
총발행주식수	20,152,888주
60일 평균 거래대금	102억원
60일 평균 거래량	125,820주
52주 고/저	117,000원 / 67,300원
외인지분율	5.91%
배당수익률	0.56%
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 4 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.5	(10.5)	(12.0)
상대	0.8	(10.2)	5.3
절대 (달러환산)	7.7	(10.9)	(15.7)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	52	1.3	-54.7	61	-13.6
영업이익	1	-46.8	-95.6	4	-75.3
세전계속사업이익	2	-79.4	-92.0	5	-66.3
지배순이익	1	-88.4	-94.4	5	-86.7
영업이익률 (%)	2.0	-1.6 %pt	-17.8 %pt	6.7	-4.7 %pt
지배순이익률 (%)	1.4	-10.7 %pt	-9.7 %pt	8.9	-7.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	285	274	319	372
영업이익	34	28	45	59
지배순이익	20	35	34	44
PER	74.2	49.2	46.9	35.9
PBR	3.8	3.5	3.0	2.8
EV/EBITDA	27.9	32.3	19.8	16.3
ROE	5.4	7.8	6.5	8.1

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

1Q25 에스티팜 실적 리뷰

(단위: 십억원)

	1Q25P	1Q24	YoY	4Q24	QoQ	컨센서스	차이	당사 추정	차이
매출액	52	52	+1.4%	116	-54.7%	61	-13.6%	59	-11.4%
영업이익	1	2	-45.5%	23	-95.5%	4	-75.3%	5	-79.1%
영업이익률	2.0%	3.6%	-1.6%pt	19.7%	-17.7%pt	6.7%	-4.7%pt	7.9%	-5.9%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

에스티팜(연결) 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
연결 매출액	52	64	75	127	65	74	87	147	274	319	372
증가율(yoy)	1.4%	44.2%	21.7%	10.1%	23.1%	14.4%	17.4%	15.1%	(3.9%)	16.7%	16.8%
API(케미컬)	1	4	9	12	6	5	10	12	26	26	32
API(올리고)	38	44	49	93	44	52	61	112	175	224	269
API(제네릭)	5	6	10	14	6	6	11	14	40	35	36
mRNA	1	0	1	1	1	1	1	1	2	3	4
기타	8	10	6	8	8	10	6	8	31	31	32
매출총이익	19	24	26	47	23	26	32	54	96	116	135
영업이익	1	4	10	30	3	5	14	37	28	45	59
증가율(yoy)	(45.5%)	흑전	60.1%	32.0%	235.3%	23.8%	42.5%	23.9%	(17.4%)	61.6%	32.7%
영업이익률	2.0%	6.1%	13.1%	23.6%	5.2%	6.6%	15.9%	25.4%	10.1%	14.0%	16.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

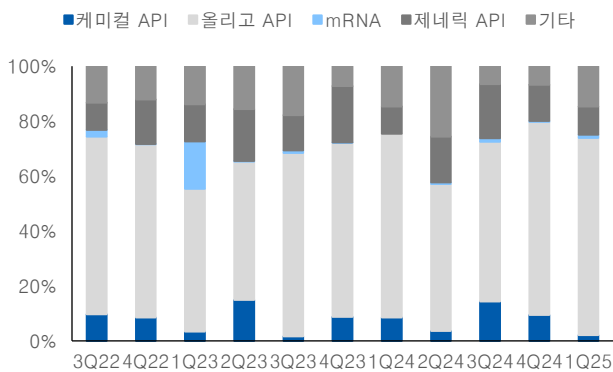
에스티팜 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	수정 전			수정 후			수정 전 대비		
	2Q25E	25E	26E	2Q25E	25E	26E	2Q25E	25E	26E
매출액	52	312	378	64	319	372	+22.3%	+2.0%	-1.4%
영업이익	3	45	61	4	45	59	+14.7%	-0.2%	-2.1%
OPM	4.8%	14.5%	16.0%	6.1%	14.0%	16.0%	+1.3%pt	+0.0%pt	+0.0%pt

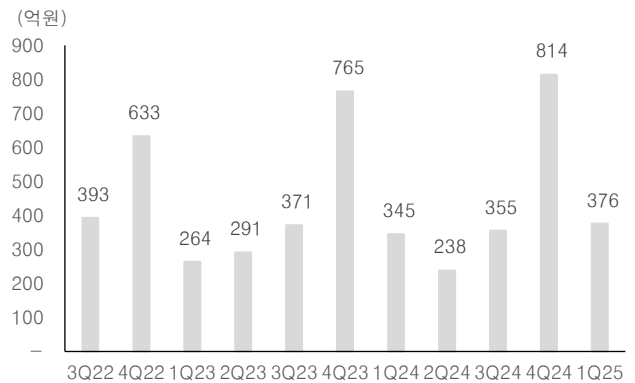
자료: 유안타증권 리서치센터

부문별 매출 비중 추이



자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

올리고뉴클레오타이드 API 매출 추이



자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

에스티팜 (237690) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	285	274	319	372	429
매출원가	173	178	203	237	272
매출총이익	112	96	116	135	157
판매비	79	68	71	76	80
영업이익	34	28	45	59	77
EBITDA	57	53	79	92	106
영업외손익	-10	15	-1	0	3
외환관련손익	2	13	0	0	0
이자손익	-4	-3	-2	0	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-8	5	1	0	0
법인세비용차감전순이익	23	43	44	59	80
법인세비용	6	10	11	17	22
계속사업순이익	18	32	33	43	58
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	18	32	33	43	58
지배지분순이익	20	35	34	44	60
포괄순이익	19	32	31	41	57
지배지분포괄이익	21	34	32	42	59

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1	109	63	66	56
당기순이익	18	32	33	43	58
감가상각비	22	25	33	32	28
외환손익	1	-3	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-65	37	-19	-26	-48
기타현금흐름	25	18	16	18	18
투자활동 현금흐름	-82	-87	-29	-1	2
투자자산	-1	-39	-2	-3	-3
유형자산 증가 (CAPEX)	-43	-83	-29	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-38	35	1	2	5
재무활동 현금흐름	81	-11	-18	-18	-18
단기차입금	1	9	0	0	0
사채 및 장기차입금	74	-84	0	0	0
자본	30	90	0	0	0
현금배당	-9	-9	-10	-10	-10
기타현금흐름	-15	-17	-8	-8	-8
연결범위변동 등 기타	0	1	13	3	2
현금의 증감	0	13	29	51	41
기초 현금	50	50	63	92	143
기말 현금	50	63	92	143	184
NOPLAT	34	28	45	59	77
FCF	-42	27	34	66	56

자료: 유안타증권

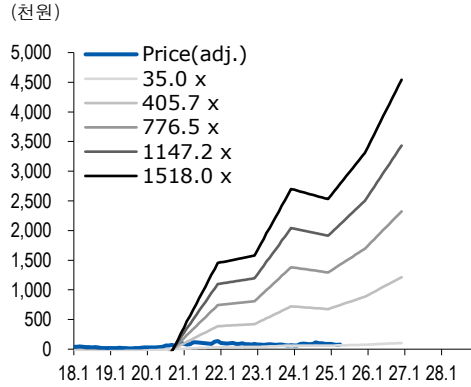
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	348	330	366	433	516
현금및현금성자산	50	63	92	143	184
매출채권 및 기타채권	122	70	75	99	117
재고자산	121	127	127	117	136
비유동자산	327	392	388	358	332
유형자산	277	336	332	300	271
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	21	26	27	30	34
자산총계	675	722	754	791	848
유동부채	84	133	144	153	167
매입채무 및 기타채무	38	35	42	48	55
단기차입금	21	30	30	30	30
유동성장기부채	8	42	42	42	42
비유동부채	205	86	86	82	79
장기차입금	8	0	0	0	0
사채	151	43	43	43	43
부채총계	289	219	230	236	246
지배지분	385	503	525	558	607
자본금	9	10	10	10	10
자본잉여금	226	316	316	316	316
이익잉여금	136	159	183	217	267
비지배지분	2	0	-1	-3	-5
자본총계	387	503	524	555	603
순차입금	120	14	-15	-67	-109
총차입금	210	135	135	135	135

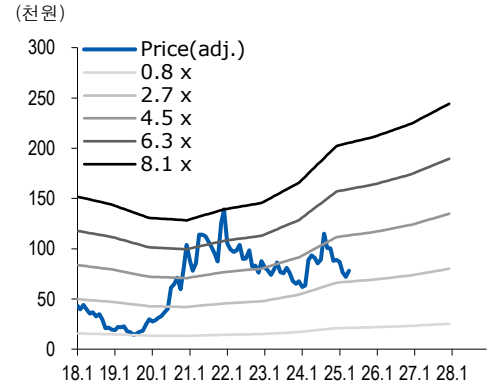
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,041	1,780	1,667	2,180	2,992
BPS	20,445	24,966	26,071	27,692	30,126
EBITDAPS	3,006	2,731	3,918	4,590	5,275
SPS	15,152	14,036	15,810	18,469	21,300
DPS	500	500	500	500	500
PER	74.2	49.2	46.9	35.9	26.1
PBR	3.8	3.5	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	27.9	32.3	19.8	16.3	13.8
PSR	5.1	6.2	4.9	4.2	3.7

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	14.3	-3.9	16.4	16.8	15.3
영업이익 증가율 (%)	87.7	-17.4	61.6	32.7	30.3
지배순이익 증가율 (%)	8.8	77.3	-3.2	30.8	37.3
매출총이익률 (%)	39.3	35.1	36.4	36.3	36.7
영업이익률 (%)	11.8	10.1	14.0	16.0	18.0
지배순이익률 (%)	6.9	12.7	10.5	11.8	14.0
EBITDA 마진 (%)	19.8	19.5	24.8	24.9	24.8
ROIC	5.5	4.2	6.7	8.9	12.1
ROA	3.1	5.0	4.6	5.7	7.4
ROE	5.4	7.8	6.5	8.1	10.4
부채비율 (%)	74.6	43.5	43.8	42.4	40.8
순차입금/자기자본 (%)	31.2	2.8	-2.8	-11.9	-18.0
영업이익/금융비용 (배)	5.5	3.6	5.6	7.2	9.2

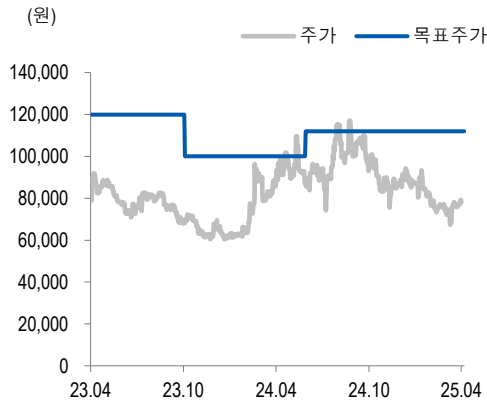
P/E band chart



P/B band chart



에스티팜 (237690) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-04-30	BUY	112,000	1년		
2024-06-26	BUY	112,000	1년		
2023-11-01	BUY	100,000	1년	-23.85	9.60
2023-02-21	BUY	120,000	1년	-34.25	-23.50

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자등급 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-04-29

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.