에스티팜 (237690)

하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

3Q26Re: 아쉬운 수익성

3Q26Re: 아쉬운 수익성

연결 기준 매출액 976억원(+19.1%YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 157억원(+6.6%, OPM 16.1%)로 컨센서스 대비 매출액은 부합했으나 영업이익은 하회. 원달러 환율 하락, 제네릭 API 등 수익성이 낮은 품목 비중 증가로 영업이익률 감소.

올리고 API는 상업화 프로젝트 497억원(+45.6%), 임상 프로젝트 193억원(-44.1%)으로 상업화 프로젝트 비중이 커졌으나 임상 프로젝트가 크게 감소하며 전체로는 지난해와 유사한 690억(+0.6%)를 기록. 수주 잔고에서 상업화 프로젝트의 비중이 높게 유지되고 있어 상업화 프로젝트의 높은 비중은 이후에도 지속될 것으로 전망.

차곡차곡 쌓이는 수주 잔고

3Q26에는 4건의 신규 올리고 API 수주 체결. 신규 수주 중 AOC 프로젝트도 포함되면서 conjugation 포트폴리오 확대 예상. AOC는 siRNA, ASO 등 올리고 기반 치료제와 항체 접합체로 기존 올리고 치료제들이 특정 장기로만 전달이 가능했던 한계를 해소할 수 있는 모달리티로 기대. Avidity biosciences, Dyne therapeutics 등이 TfR 항체에 siRNA, ASO를 결합한 AOC로 근육 질환에서 임상적 유효성 확인. 신규 수주를 포함해 26년 누적 12건의 수주 계약 체결.

2건의 mRNA 관련 수조도 체결하며 9월말 기준 수주 잔고는 3.25억 달러로 2Q26말 2.96억 달러 대비 증가. 수주 잔고 중 상업화 프로젝트 비중은 77%로 분기 실적 변동성 완화 지속될 전망.

투자 의견 Buy, 목표 주가 18만원으로 하향

매수 의견을 유지하며, 목표 주가는 기존 20만원에서 18만원으로 하향. 목표 주가 하향은 원달러 환율 하락에 따른 동사 수익성 하락에 기인.

BUY (M)

목표주가	180,000원 (D)
직전 목표주가	200,000원
현재주가 (10/27)	80,400원
상승여력	124%

시가총액	16,785억원
총발행주식수	20,876,638주
60일 평균 거래대금	138억원
60일 평균 거래량	140,164주
52주 고/저	168,700원 / 80,400원
외인지분율	13.78%
배당수익률	0.42%
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 5 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.9)	(19.5)	(14.6)
상대	(0.0)	(17.2)	3.7
절대 (달러환산)	(9.6)	(10.7)	(7.6)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q26P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	98	19.2	-10.0	99	-1.4
영업이익	16	6.6	-14.2	18	-10.7
세전계속사업이익	3	-86.5	-84.4	25	-88.9
지배순이익	1	-94.7	-92.9	14	-93.5
영업이익률 (%)	16.1	-1.9 %pt	-0.8 %pt	17.8	-1.7 %pt
지배순이익률 (%)	1.0	-20.5 %pt	-11.2 %pt	14.5	-13.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	274	332	409	482
영업이익	28	55	69	88
지배순이익	35	55	47	67
PER	49.2	33.0	35.5	25.2
PBR	3.5	3.1	2.6	2.4
EV/EBITDA	32.3	21.4	15.7	13.0
ROE	7.8	10.0	7.6	9.8

자료: 유안타증권

3Q26 에스티팜 실적 리뷰 (단위: 십억원)

	3Q26P	3Q25	YoY	2Q26	QoQ	컨센서스	차이	당사 추정	차이
매출액	97.6	81.9	+19.1%	108.5	-10.1%	99.0	-1.4%	106.1	-8.0%
영업이익	15.7	14.7	+6.6%	18.3	-14.3%	17.6	-10.7%	20.3	-22.7%
영업이익율	16.1%	18.0%	-1.9%pt	16.9%	-0.8%pt	17.8%	-1.7%pt	19.1%	-3.0%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

에스티팜(연결) 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	2025	2026E	2027E
연결 매출액	52.4	68.3	81.9	129.0	67.0	108.5	97.6	135.6	331.4	408.6	482.2
증가율(yoy)	1.4%	53.1%	32.7%	11.5%	27.9%	59.2%	19.1%	5.1%	21.4%	23.3%	18.0%
저분자 신약	1.1	6.7	0.1	18.4	4.7	17.5	11.6	16.4	26.3	50.2	55.5
올리고-상업용	32.4	37.2	34.1	70.6	27.1	49.7	49.7	80.4	174.3	207.0	265.0
올리고-임상	5.1	6.3	34.5	21.3	5.4	29.9	19.3	21.0	63.3	83.1	88.4
제네릭	5.3	8.9	2.4	9.0	9.7	2.4	7.7	6.9	25.6	26.8	27.8
mRNA	0.6	0.7	1.4	0.4	0.7	0.1	0.5	1.2	3.2	2.5	7.8
기타	7.7	8.3	9.4	13.3	11.7	8.9	8.8	9.6	38.7	39.0	37.8
매출총이익	19.2	32.0	37.0	47.8	31.1	39.1	36.8	48.8	136.0	155.8	180.4
영업이익	1.0	12.9	14.7	26.3	11.5	18.3	15.7	23.6	55.0	69.1	88.4
증가율(yoy)	(45.5%)	흑전	141.6%	15.3%	1024.6%	41.7%	6.6%	(10.7%)	98.4%	25.7%	27.9%
영업이익률	2.0%	18.9%	18.0%	20.3%	17.3%	16.9%	16.1%	17.4%	16.6%	16.9%	18.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

에스티팜 실적 추정 변경 내역 (단위: 십억원)

	수정 전			수정 후			수정 전 대비		
	4Q26E	26E	27E	4Q26E	26E	27E	4Q26E	26E	27E
매출액	128.6	410.2	490.9	135.6	408.6	482.2	+5.4%	-0.4%	-1.8%
영업이익	24.7	74.8	107.3	23.6	69.1	88.4	-4.5%	-7.6%	-17.6%
OPM	19.2%	18.2%	21.8%	17.4%	16.9%	18.3%	-1.8%pt	-1.3%pt	-3.5%pt

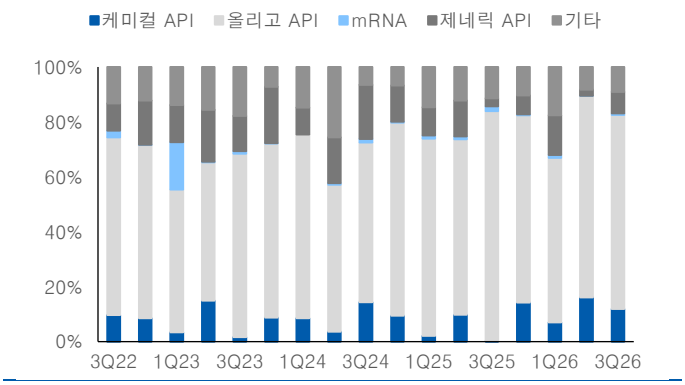
자료: 유안타증권 리서치센터

에스티팜 목표주가 산정 (단위: 십억원, 천주, 원)

부문	기업가치	비고
1. 영업가치	3,689	27년 EBITDA 1,190억원 EV/EBITDA 31x
2. 순차입금	(67)	26년말 예상
3. 총 가치	3,756	1-2
4. 총 주식수	20,877	
5. 주당 가치	179,911	3/4
6. 목표 주가	180,000	

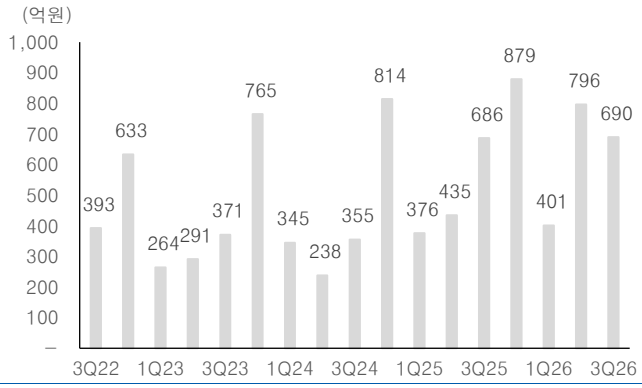
자료: 유안타증권 리서치센터

부문별 매출 비중



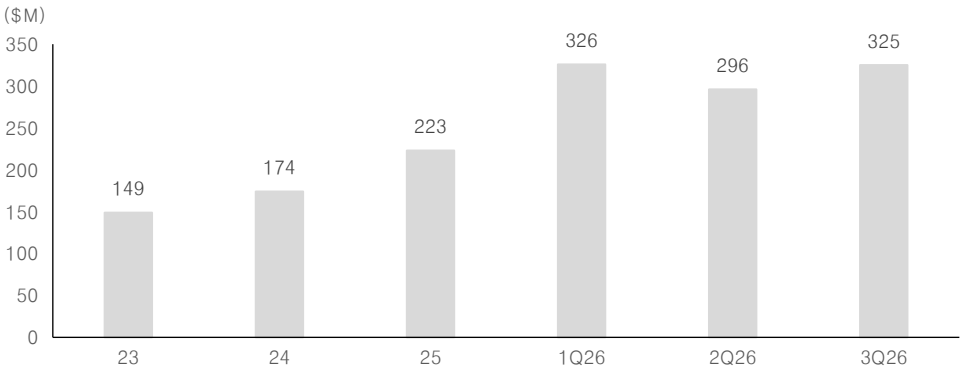
자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

올리고뉴클레오타이드 API 매출



자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

수주 잔고 추이



자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

에스티팜 (237690) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**274**	**332**	**409**	**482**	**549**
매출원가	178	195	253	302	335
매출총이익	96	136	156	180	214
판관비	68	81	87	92	96
영업이익	**28**	**55**	**69**	**88**	**118**
EBITDA	53	85	103	119	146
영업외손익	15	4	-7	-1	-1
외환관련손익	13	-2	-13	0	0
이자손익	-3	-1	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	5	7	6	-1	-1
법인세비용차감전순손익	43	59	62	88	117
법인세비용	10	4	15	21	29
계속사업순손익	32	55	47	66	88
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	32	55	47	66	88
지배지분순이익	**35**	**55**	**47**	**67**	**89**
포괄순이익	32	56	49	68	90
지배지분포괄이익	34	56	49	68	90

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

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**109**	**14**	**159**	**148**	**163**
당기순이익	32	55	47	66	88
감가상각비	25	28	32	30	27
외환손익	-3	1	11	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	37	-79	46	32	28
기타현금흐름	18	9	23	20	20
투자활동 현금흐름	**-87**	**-26**	**-56**	**1**	**1**
투자자산	-39	8	0	0	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-83	-47	-15	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	35	13	-41	1	1
재무활동 현금흐름	**-11**	**-20**	**-18**	**-8**	**-8**
단기차입금	9	14	1	2	2
사채 및 장기차입금	-81	-55	-5	0	0
자본	90	43	19	0	0
현금배당	-9	-10	-10	-10	-10
기타현금흐름	-20	-12	-22	0	0
연결범위변동 등 기타	1	0	-71	-78	-76
현금의 증감	**13**	**-33**	**15**	**63**	**79**
기초 현금	50	63	31	45	108
기말 현금	63	31	45	108	188
NOPLAT	**28**	**55**	**69**	**88**	**118**
FCF	**27**	**-33**	**144**	**148**	**163**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**330**	**373**	**452**	**556**	**681**
현금및현금성자산	63	31	45	108	188
매출채권 및 기타채권	70	99	104	119	135
재고자산	127	169	178	203	230
비유동자산	392	410	386	356	328
유형자산	336	357	342	312	285
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	26	12	8	9	10
자산총계	**722**	**783**	**839**	**912**	**1,009**
유동부채	133	165	165	178	192
매입채무 및 기타채무	35	33	35	40	45
단기차입금	30	31	31	31	31
유동성장기부채	42	0	0	0	0
비유동부채	86	25	25	28	31
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	43	0	0	0	0
부채총계	**219**	**190**	**190**	**206**	**224**
지배지분	503	593	649	707	787
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	316	358	377	377	377
이익잉여금	159	204	241	297	375
비지배지분	0	0	0	-1	-1
자본총계	**503**	**593**	**649**	**706**	**785**
순차입금	**14**	**3**	**-67**	**-128**	**-205**
총차입금	135	94	90	92	94

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	1,780	2,706	2,263	3,192	4,257
BPS	24,966	28,666	31,091	33,850	37,674
EBITDAPS	2,731	4,173	4,931	5,720	6,993
SPS	14,036	16,319	19,599	23,099	26,275
DPS	500	500	500	500	500
PER	**49.2**	**33.0**	**35.5**	**25.2**	**18.9**
PBR	**3.5**	**3.1**	**2.6**	**2.4**	**2.1**
EV/EBITDA	**32.3**	**21.4**	**15.7**	**13.0**	**10.1**
PSR	**6.2**	**5.5**	**4.1**	**3.5**	**3.1**

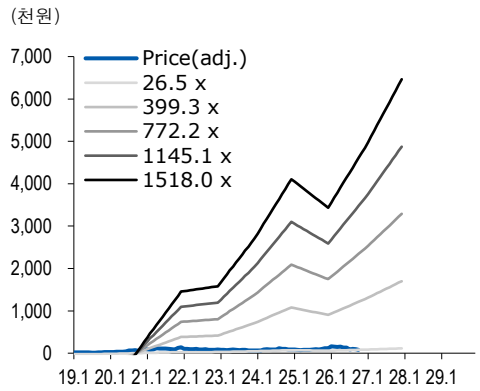
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	**-3.9**	**21.2**	**23.2**	**18.0**	**13.7**
영업이익 증가율 (%)	**-17.4**	**98.4**	**25.8**	**27.9**	**33.1**
지배순이익 증가율 (%)	**77.3**	**58.4**	**-14.2**	**41.2**	**33.4**
매출총이익률 (%)	35.1	41.1	38.1	37.4	39.0
영업이익률 (%)	**10.1**	**16.6**	**16.9**	**18.3**	**21.5**
지배순이익률 (%)	12.7	16.6	11.5	13.8	16.2
EBITDA 마진 (%)	19.5	25.6	25.2	24.8	26.6
ROIC	4.2	9.4	9.5	11.6	15.4
ROA	5.0	7.3	5.8	7.6	9.3
ROE	**7.8**	**10.0**	**7.6**	**9.8**	**11.9**
부채비율 (%)	43.5	32.0	29.3	29.2	28.5
순차입금/자기자본 (%)	2.8	0.4	-10.3	-18.1	-26.1
영업이익/금융비용 (배)	3.6	13.6	0.0	0.0	0.0

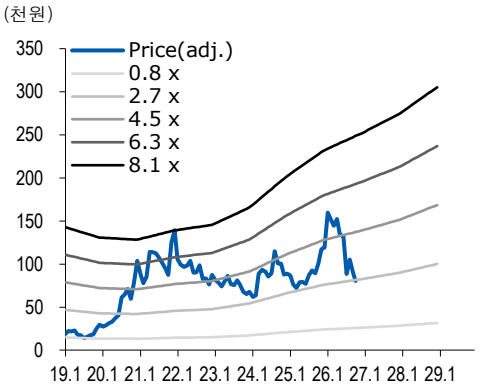
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

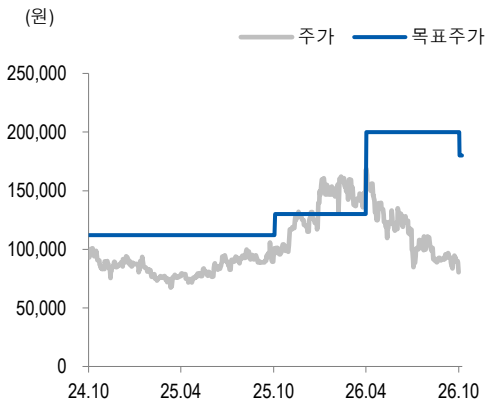
P/E band chart



P/B band chart



에스티팜 (237690) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-10-28	BUY	180,000	1년		
2026-04-28	BUY	200,000	1년	-43.92	-18.30
2025-10-30	BUY	130,000	1년	2.69	28.85
2025-06-26	1년 경과 이후		1년	-18.66	-5.63
2024-06-26	BUY	112,000	1년	-21.68	4.46

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

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

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.9
Hold(중립)	3.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-10-27

※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 대상법인의 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.