에스티팜(237690.KQ)

매수(유지)

이것이 진정한 CDMO의 모습

분석의 기본 가정

- 상업화 품목 증가로 제2올리고동 가동률 상승, 신규 고객사/품목 수주 전망

제약/바이오 담당 정유경

T.02)2004-9253 / jamie.choung@shinyoung.com

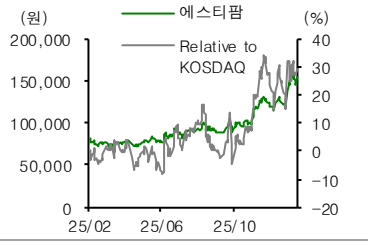
현재주가(2/9)	**154,800원**
목표주가(12M, 상향)	**172,000원**

Key Data	(기준일: 2026. 2. 9)
KOSPI(pt)	5298.04
KOSDAQ(pt)	1127.55
액면가(원)	500
시가총액(억원)	32,097
발행주식수(천주)	20,769
평균거래량(3M,주)	247,588
평균거래대금(3M, 백만원)	32,012
52주 최고/최저	160,600 / 67,300
52주 일간Beta	0.7
배당수익률(26F,%)	0.3
외국인지분율(%)	10.9
주요주주 지분율(%)	
동아쏘시오홀딩스 외 3 인	38.7 %
국민연금	5.0 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.5	61.6	73.3	73.7
KOSDAQ대비 상대수익률	-1.3	25.7	24.4	14.5

Company vs KOSDAQ composite



4Q25 Review: 컨센서스 부합

4분기 연결기준 매출 1,290억원(+11.4% yoy), 영업이익 264억원(+15.9% yoy) OPM 20.5%, 연간으로는 매출 3,316억원(+21.1% yoy), 영업이익 551억원(+98.9% yoy) OPM 16.6%으로 컨센서스 부합하는 실적 기록. 4분기 올리고 매출 879억원(비중 68.2%), 스몰몰큘 184억원(14.2%)으로 전체 매출의 82.4%에 달하며 성장 견인. 특히 고마진인 올리고의 상업화 품목 비중이 4분기 80%, 연간 73%에 달하며 안정적인 실적 성장 및 규모의 경제 효과로 인한 수익성 제고로 이어짐. 그동안 임상물질을 공급한 품목들이 허가 단계에 들어가며 2025년 총 7개의 상업화 신약 API를 공급하게 됨으로써 안정적인 두 자릿수 매출 성장과 10% 중반의 영업이익률 시현함. CRO 자회사도 연간 매출 385억원으로 전년비 29.7% 성장하고 영업손실은 크게 감소하여 수익성 제고에 기여함

2026년: 상업물질 수주 증가, 신규 고객사/품목 수주 기대

고객사의 유전성혈관부종 및 미토콘드리아결핍증후군 치료제 등 품목허가와 기존 품목의 적응증 확대 등 상업물질 수주 가시성이 지속 높아지고 있는 점이 긍정적임. 1월부터 830억원 규모의 올리고 공급 계약을 수주하며 수주잔고가 올리고 약 3천억원, 스몰몰큘 약 800억원으로 4천억원에 육박하며 증가 중. 동사가 1차 공급자(BLA 승인 공장)인 품목도 꾸준히 증가할 전망이고 실제 70~80%의 매출이 상업화 품목에서 발생하고 있어 수주의 체질 개선이 지속 기대됨. 연중 신규 고객사 수주가 이어지고 하반기에 접어들며 고지혈증 치료제 등 시장 규모가 큰 품목의 수주 가시성이 높아질 것. 고객사 품목의 상업허가, 임상 데이터 발표에 더해 3분기를 향하며 동사 에이즈 치료제 STP-0404의 탑라인 데이터 발표도 기대함

투자의견 매수, 목표주가 172,000원으로 상향

매출에서 상업물질 비중이 확대되며 안정적인 10% 중후반대 영업이익률을 기록하며 본격적인 수익성 제고, 안정화 구간에 접어든 것으로 판단함. 제2올리고동이 2H25부터 가동되어 상업물질 비중이 80%이상 유지되면 풀가동이 예상되는 2029년부터는 20%대 영업이익률도 가능할 전망임. 이 같은 실적 성장 가시성을 반영하여 2028F EBITDA 추정치를 939억원으로 상향 조정하여 목표주가 172,000원으로 상향함

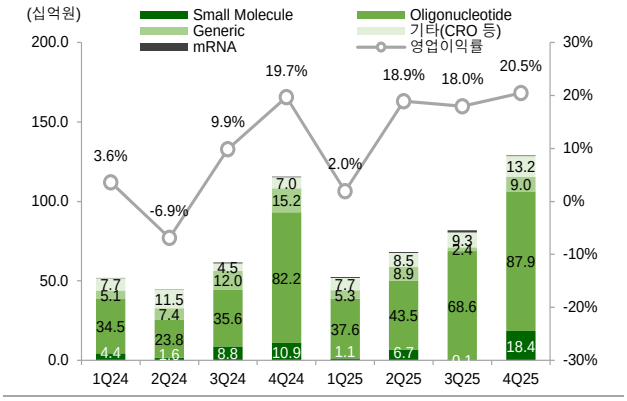
결산기(12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액(십억원)	285	274	332	396	456
영업이익(십억원)	34	28	55	68	86
세전손익(십억원)	23	43	59	78	98
지배순이익(십억원)	20	35	53	58	73
EPS(원)	1,041	1,780	2,574	2,786	3,503
증감율(%)	8.8	71.0	44.6	8.3	25.7
ROE(%)	5.4	7.8	10.2	10.2	11.7
PER(배)	65.1	50.0	60.1	55.6	44.2
PBR(배)	3.3	3.6	4.5	5.4	4.9
EV/EBITDA(배)	24.5	34.5	31.4	36.3	30.4

도표 1. 에스티팜 품목별 매출 구분 (연결기준) (단위: 백만원)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2024	yoy	2025P	yoy
신약 API CMO	Oligonucleotide	37,598	43,499	68,606	87,931	176,085	3.8%	237,634	35.0%
	Small Molecule	1,149	6,660	82	18,403	25,688	18.5%	26,293	2.4%
	mRNA	571	700	1,383	430	1,484	-84.3%	3,084	107.8%
제네릭 API		5,333	8,894	2,416	9,002	39,682	-20.0%	25,646	-35.4%
기타 (CRO포함)		7,769	8,498	9,388	13,204	30,811	-11.2%	38,338	24.4%
합계		52,420	68,251	81,875	128,971	273,751	-3.9%	330,995	20.9%

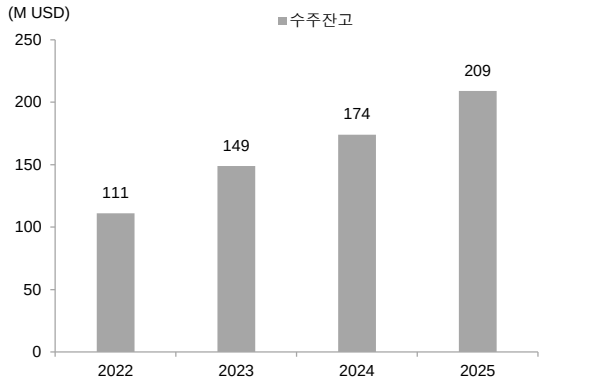
자료: 에스티팜, 신영증권 리서치센터

도표 2. 에스티팜 매출 및 영업이익률 추이



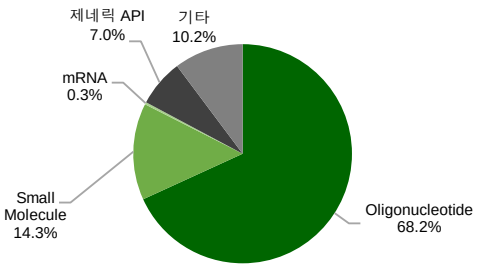
자료: 에스티팜, 신영증권 리서치센터

도표 3. 수주잔고 추이



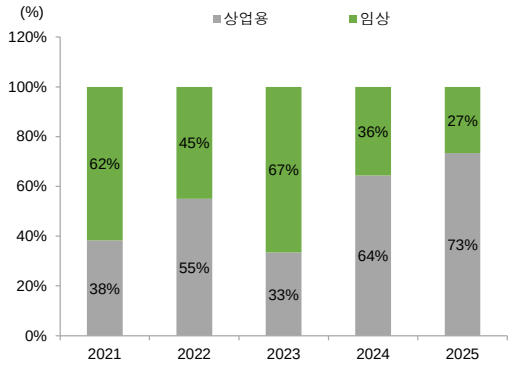
자료: 에스티팜, 신영증권 리서치센터

도표 4. 4Q25 품목별 매출 비중



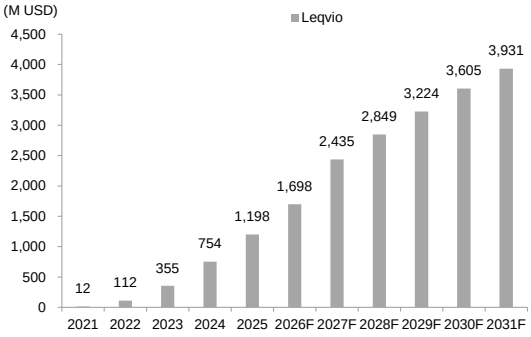
자료: 에스티팜, 신영증권 리서치센터

도표 5. 올리고 수주 유형별 매출 비중 추이



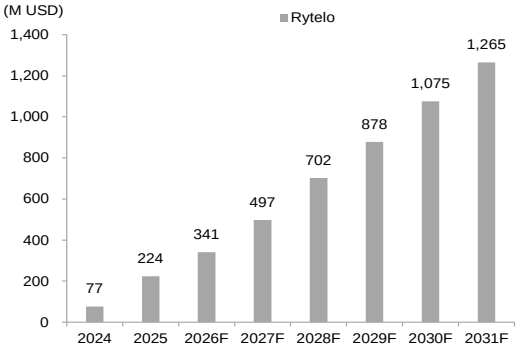
자료: 에스티팜, 신영증권 리서치센터

도표 6. 렉비오 실적 및 매출 전망



자료: Global Data

도표 7. 라이텔로 실적 및 매출 전망



자료: Global Data

에스티팜(237690.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	**2,850**	**2,738**	**3,316**	**3,958**	**4,563**
증가율(%)	14.3	-3.9	21.1	19.4	15.3
매출원가	**1,729**	**1,776**	**1,955**	**2,414**	**2,783**
원가율(%)	60.7	64.9	59.0	61.0	61.0
매출총이익	**1,121**	**962**	**1,361**	**1,543**	**1,780**
매출총이익률(%)	39.3	35.1	41.0	39.0	39.0
판매비와 관리비 등	**786**	**685**	**810**	**867**	**919**
판관비율(%)	27.6	25.0	24.4	21.9	20.1
영업이익	**335**	**277**	**551**	**677**	**861**
증가율(%)	87.2	-17.3	98.9	22.9	27.2
영업이익률(%)	11.8	10.1	16.6	17.1	18.9
EBITDA	**565**	**533**	**790**	**885**	**1,049**
EBITDA마진(%)	19.8	19.5	23.8	22.4	23.0
순금융손익	**-103**	**167**	**44**	**106**	**122**
이자손익	-37	-32	-13	-6	8
외화관련손익	18	133	106	106	106
기타영업외손익	**2**	**-17**	**-6**	**-4**	**-5**
종속및관계기업 관련손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**234**	**427**	**589**	**778**	**978**
계속사업손익법인세비용	**58**	**103**	**44**	**188**	**237**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**175**	**325**	**545**	**590**	**742**
증가율(%)	0.0	85.7	67.7	8.3	25.8
순이익률(%)	6.1	11.9	16.4	14.9	16.3
지배주주지분 당기순이익	196	347	534	579	728
증가율(%)	8.9	77.0	53.9	8.4	25.7
기타포괄이익	**19**	**-2**	**-12**	**-12**	**-12**
총포괄이익	**194**	**323**	**533**	**578**	**730**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
유동자산	**3,484**	**3,301**	**4,061**	**4,753**	**5,568**
현금및현금성자산	501	634	730	872	1,135
매출채권 및 기타채권	1,221	698	1,167	1,396	1,615
재고자산	1,207	1,270	1,500	1,790	2,064
비유동자산	**3,271**	**3,918**	**3,679**	**3,520**	**3,392**
유형자산	2,770	3,361	3,132	2,981	2,859
무형자산	135	165	156	148	141
투자자산	208	257	257	257	257
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**6,754**	**7,219**	**7,740**	**8,273**	**8,959**
유동부채	**837**	**1,333**	**1,422**	**1,481**	**1,541**
단기차입금	209	300	300	300	300
매입채무및기타채무	383	345	434	493	554
유동성장기부채	83	422	422	422	422
비유동부채	**2,048**	**856**	**856**	**856**	**856**
사채	1,514	433	433	433	433
장기차입금	83	0	0	0	0
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**2,885**	**2,189**	**2,278**	**2,337**	**2,397**
지배주주지분	**3,846**	**5,031**	**5,453**	**5,916**	**6,528**
자본금	94	101	104	104	104
자본잉여금	2,259	3,156	3,156	3,156	3,156
기타포괄이익누계액	23	37	25	13	1
이익잉여금	1,357	1,594	2,025	2,500	3,123
비지배주주지분	**24**	**-1**	**9**	**20**	**34**
자본총계	**3,869**	**5,030**	**5,462**	**5,936**	**6,562**
총차입금	**2,101**	**1,349**	**1,349**	**1,349**	**1,349**
순차입금	**1,059**	**479**	**116**	**-8**	**-267**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**13**	**1,095**	**27**	**184**	**328**
당기순이익	**175**	**325**	**545**	**590**	**742**
현금유출이없는비용및수익	**507**	**452**	**189**	**297**	**311**
유형자산감가상각비	223	246	230	201	182
무형자산상각비	7	9	9	8	7
영업활동관련자산부채변동	**-648**	**367**	**-650**	**-508**	**-495**
매출채권의감소(증가)	-257	530	-469	-229	-219
재고자산의감소(증가)	-132	-129	-230	-290	-274
매입채무의증가(감소)	-4	-73	89	59	60
투자활동으로인한현금흐름	**-824**	**-865**	**-352**	**-457**	**-480**
투자자산의 감소(증가)	-67	-50	0	0	0
유형자산의 감소	1	2	0	0	0
CAPEX	-432	-828	0	-50	-60
단기금융자산의감소(증가)	-481	429	73	17	4
재무활동으로인한현금흐름	**814**	**-110**	**-121**	**-127**	**-127**
장기차입금의증가(감소)	1,000	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	3	0	0
기타현금흐름	**-4**	**14**	**542**	**542**	**542**
현금의 증가	**-1**	**133**	**96**	**142**	**263**
기초현금	502	501	634	730	872
기말현금	501	634	730	872	1,135

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	1,041	1,780	2,574	2,786	3,503
BPS	20,445	24,966	26,256	28,485	31,431
DPS	500	500	500	500	500
Multiples (배)					
PER	65.1	50.0	60.1	55.6	44.2
PBR	3.3	3.6	4.5	5.4	4.9
EV/EBITDA	24.5	34.5	31.4	36.3	30.4

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	8.8%	71.0%	44.6%	8.3%	25.7%
EBITDA(발표기준) 증가율	59.2%	-5.7%	48.2%	12.0%	18.5%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	4.8%	7.3%	10.4%	10.3%	11.9%
ROE(지배순이익 기준)	5.4%	7.8%	10.2%	10.2%	11.7%
ROIC	7.5%	4.2%	9.6%	9.1%	10.8%
WACC	9.9%	10.7%	10.8%	10.9%	10.9%
안전성(%)					
부채비율	74.6%	43.5%	41.7%	39.4%	36.5%
순차입금비율	27.4%	9.5%	2.1%	-0.1%	-4.1%
이자보상배율	5.5	3.6	7.1	8.7	11.1

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목
- **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
- **중립** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
- **매도** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업
- **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
- **중 립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
- **비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20251231)	매수 : 87.18%	중립 : 11.54%	매도 : 1.28%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
에스티팜	-	-	-	-	-	-	-	-

에스티팜 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-02-10	매수	172000		
2024-11-05	매수	118000	-27.8	-10.42