에스티팜 (237690) – 투자의견 BUY, 목표주가 190,000원

- **2026년 outlook:** 2026년 매출액 4,146억원(+25.1% y-y, 올리고뉴클레오타이드 CMO 매출액 2,810억원 (+18.2 % y-y)), 영업이익 709억원(+28.8% y-y) 전망, 안산 반월 공장 증설이 완료되며 생산 Capa가 기존 대비 2배 수준으로 확대, 이에 따라 매출 인식 가능한 물량도 큰 폭으로 확대될 것으로 예상. 주요 고객사인 글로벌 빅파마와의 장기 공급 계약 기반 수주 잔고가 뒷받침되고 있어 매출 가시성 매우 높으며, 가동률 상승으로 원가 구조도 점진적으로 개선될 것으로 전망.
- **올리고뉴클레오타이드 시장 전망:** RNA 기반 치료제 시장은 구조적 성장 국면에 접어들었음. 희귀 질환 중심이던 초기 적응증이 심혈관, 종양학, 중추신경계, 감염병 등으로 빠르게 확장 중이며, FDA와 EMA 승인 건수도 매년 증가함. 특히 GalNAc 접합 기술의 고도화로 피하주사 투여가 가능해지면서 환자 편의성이 크게 개선되고, 기전적 특성으로 인해 임상 성공률도 상승하는 추세임. 글로벌 올리고뉴클레오타이드 CDMO 시장은 2030년까지 연평균 20% 이상씩 성장할 것으로 전망(Towards Heatlchare)되며, 공급 가능한 GMP 생산 설비를 보유한 업체 수가 제한적이라는 점에서 우수한 생산 역량을 갖춘 에스티팜에게 구조적 수혜가 예상됨.
- **투자의견 BUY 유지, 목표주가 19만원 유지:** 이미 확정된 물량이 실적의 하단을 지지하는 만큼 하방 경직성은 있으나, 추가적인 실적 업사이드 역시 단기적으로 크지 않을 수 있음. 그럼에도 주목해야 하는 이유는 아이오니스 파마슈티컬스(IONS US)와의 협력 모멘텀 때문임. 에스티팜은 아이오니스 파이프라인의 원료 공급 파트너로서 장기적 물량 확대 수혜를 받을 수 있는 위치. 단기 실적보다는 아이오니스 파이프라인의 임상 성공 및 상업화 속도에 연동된 중장기 성장 스토리에 대한 평가가 밸류에이션 프리미엄의 핵심 변수.

AT A GLANCE

현재주가	**148,800원**
시가 총액	3,092십억원
Shares (float)	20,777천주
120일-평균 거래대금	27십억원
52주 최저/최고	67,300원/160,600원
상대수익률 (3m/6m)	4.5% /10.4%
배당률 (25P)	0.4%
BVPS (25P)	28,377원
유통주식비율	62.0%
외국인 지분	10.7%
최대주주	동아쏘시오홀딩스 외 (37.5%)

Key data

	2024	2025P	2026E	2027E
매출액 (십억원)	274	332	415	513
영업이익 (십억원)	28	55	71	117
지배주주순이익 (십억원)	35	55	74	114
EPS (adj) (원)	1,780	2,700	3,565	5,486
EPS (adj) growth (%)	71.0	51.7	32.1	53.9
EBITDA margin (%)	19.5	25.7	25.1	28.9
ROE (%)	7.8	10.1	12.0	16.2
P/E (adj) (배)	50.0	44.2	41.8	27.1
P/B (배)	3.6	4.2	4.7	4.1
EV/EBITDA (배)	34.8	29.6	29.7	20.1
Dividend yield (%)	0.6	0.3	0.3	0.3

참고: 3월 5일 종가 기준
자료: 에스티팜, 삼성증권 추정

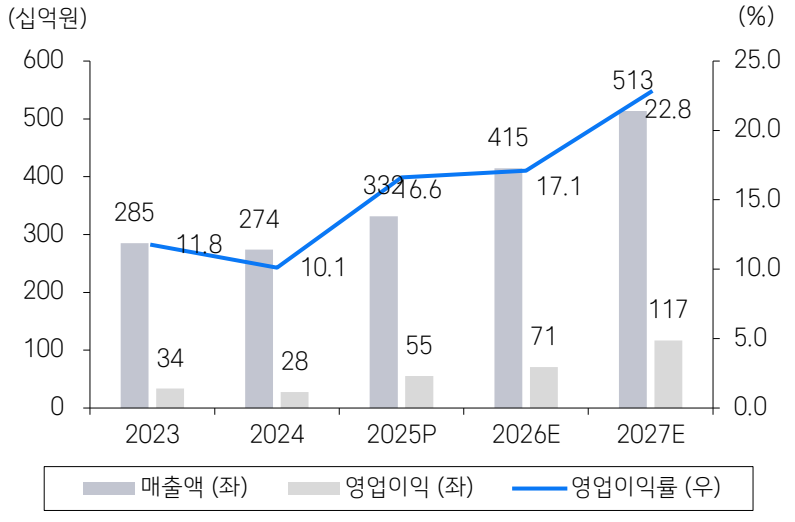
#에스티팜

에스티팜, 글로벌 Top-tiered 올리고뉴클레오타이드 CMO

▶ 고객사 상업화 물량 증대에 따른 실적 성장 및 생산 역량 강화

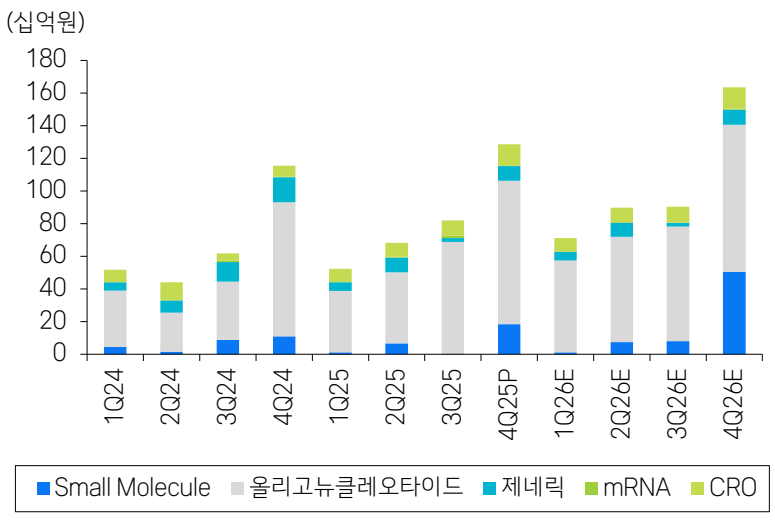
- 상업용 올리고 API 공급 확대에 따라 2026년 매출액 4,146억원(+25.1% y-y, 올리고뉴클레오타이드 CMO 매출액 2,810억원 (+18.2 % y-y)), 영업이익 709억원(+28.8% y-y)으로 수익성 대폭 개선될 전망.
- 2026년부터 본격 가동될 신규 생산 라인을 통해 글로벌 수요에 선제적으로 대응하며, 단일 공장 기준 세계 최대 수준의 생산 능력 확보.
- 대규모 증설을 통한 단위당 생산 원가 절감 및 상업화 단계로 전환되는 파이프라인이 늘어남에 따라 가동률 상승으로 인한 수익성 개선 기대. 고도의 공정 기술을 필요로 하는 올리고 CDMO 시장 내 Top-tier 입지를 굳히며, 2027년 매출액 5,000억원 도달 기대.

에스티팜 실적 추이 및 전망



자료: 에스티팜, 삼성증권 추정

에스티팜 사업부별 매출 추이 및 전망



자료: 삼성증권 정리

#에스티팜

글로벌 빅파마향 CMO 물량 확대 전망

▶ 주요 고객사 제품 처방 확대 기대

- Rytelo(Imetelstat): 저위험 및 중간-1 위험군의 MDS(골수형성이상증후군) 환자 중 수혈 의존증 빈혈 치료제로 판매 중.
- Leqvio(Inclisiran): 2026년 이후 대규모 심혈관 결과 시험(CVOT)이 도출됨에 따라 본격적인 보험 급여 및 처방 확대 예상.
- Tryngolza(Olezarsen): 2025년 FCS(가족성 킬로미크론혈증 증후군) 적응증으로 출시 후 빠르게 침투 중이며, 2025년 매출액 1.1억 달러 기록. 2026년 sHTS(고중성지방혈증) 적응증 확대 시 타겟 환자군이 수만 명 단위로 급증하여 매출 성장 예상.

에스티팜의 주요 고객사 및 제품

구분	비고
제론	• Rytelo(Imetelstat): telomerase 억제 • 저위험 및 중간-1 위험층의 MDS 환자 중 수혈 의존성 빈혈을 나타내며 ESA에 내성이 있거나 사용할 수 없는 성인 대상으로 승인 • 미국 외 유럽 시장 진출 준비(1H26) • MF(골수섬유증) P3 진행 중; AML(급성골수성백혈병)은 P2 진행 중
노바티스	• Leqvio(Inclisiran): PCSK9 억제 • 동맥경화성 심혈관 질환 또는 이형접합 가족성 고콜레스테롤 보조요법, Statin+ezetimibe 이후이상지질혈증 고위험군

자료: 삼성증권 정리

에스티팜의 주요 고객사 및 제품

구분	비고
바이오젠	• Spinraza(Nusinersen): SMN2 유전자 스플라이싱 조절 • SMA 치료제로 유아-성인 승인. 4개월 유지 투약 • 경쟁약물로 Zolgensma(단회, 유전자 치료제), Evrysdi(경구용), Apitegromab(Review 중) • 바이오젠은 차세대 약물 Salanersen: 연 1회, P3 진행 중
아이오니스	• TRYNGOLZA(Olezarsen): ApoC-III 억제 • FCS(가족성킬로미크론혈증 증후군)로 발매. 월 1회 투약 • sHTG, HTG(비유전성 중증 및 고증등도 고중성지방혈증)로 P3 결과 발표(25.9.2) 및 PDUFA(26.6) • 1인당 연간 1g 올리고 필요(FCS는 전세계 5,000명 수준, HTG는 20-30만명으로 연간 200~300kg 필요) • 경쟁 약물로는 애로우헤드의 Plozasiran(FCS, P3)

자료: 삼성증권 정리

올리고뉴클레오타이드 수요 예측

아이오니스 파이프라인 개발 현황 및 필요한 연간 생산량 산출

치료제	질환	타겟	단계	한번 투약 (mg)	투약 간격 (1년)	1인 연간 투약량 (mg)	타겟 환자 수 (1년)*	연간 필요 생산량 (kg)	비고
Spinraza(Nusinersen)	**SMA**	**SMN2**	**판매**	**12**	**7**	**84**	**10,000**	**1**	**바이오젠**
Waylivra(Volanersorsen)	가족성 중성지방혈증*	ApoCIII	판매	284	52	14,768	2,000	29	유럽 SOBI
WAINUA(Eplontersen)	유전성 아밀로이드증**	TTR	판매	285	48	13,680	5,000	74	아스트라제네카
Tryngolza(Olezarsen)	**가족성 중성지방혈증**	**ApoCIII**	**판매**	**45**	**26**	**2,340**	**4,000**	**9**	**독자 상업화**
Tegsedi(Inotersen)	유전성 아밀로이드**	TTR	판매	80	52	2,080	10,000	20	독자 상업화
Pelacarsen	**심혈관 질환**	**Apo(a)**	**P3**	**80**	**12**	**960**	**1,000,000**	**960**	**노바티스**
Sefaxersen	**IgA 신병증**	**Factor B**	**P3**	**80**	**26**	**82,080**	**8,000**	**16.6**	**로슈**
Bepirovirsen	**B형 간염 치료제**	**HBV**	**P3**	**300**	**6**	**1,800**	**1,000,000**	**1,800**	**GSK**
Tonlamarsen	고혈압	Angiotensinogen	P2	120	4	480	10,000	4.8	Kardigan
Vupanorsen	고지혈증 치료제	ANGPTL3	P2	80	12	960	1,380,000	1,325	화이자
ION449(AZD8233)	이상지질혈증	PCSK9	P2	120	2	360	1,380,000	497	아스트라제네카
IONIS-MAPTrx	알츠하이머, 치매	TAU	P2	100	4	400	1,500,000	600	바이오젠
Tominersen	헌팅튼	HTT	P2	200	12	2,400	1,000	2.4	로슈
ION306	SMA	SMN2	P2	20	7	140	10,000	1.4	바이오젠
Olezarsen	**심혈관 질환**	**ApoCIII**	**P3**	**50**	**12**	**600**	**1,000,000**	**600**	
Donidarsen	**유전성 혈관 부종**	**PKK**	**P3**	**80**	**12**	**960**	**20,000**	**20**	
Zilganersen	알렉산더	GFAP	P3	100	6	600	3,000	1.8	
IONS582	엔젤만	UBE3A-ATS	P2	100	12	1,200	1,000	12	
ION269	알츠하이머	APP	P2	200	12	2,400	1,500,000	2,400	
ION717	프리온(광우병)	PRNP	P2	100	12	1,200	2,000	2.4	
ION356	펠리저우스-머즈바허	PLP1	P2	80	6+	480	1,000	0.48	
ION859	파킨슨	LRRK2	P2	200	12	2,400	500,000	1,200	
ION464	다계통 위축증/파킨슨	SNCA	P2	150	12	1,800	1,000,000	180	
ION440	MECP2 중복 증후군	MECP2	P2	60	6	360	300,000	1.1	

참고: 임상 2상 단계의 물질은 투약 용량 및 투약 간격 변동 가능; 미국, 유럽, 일본, 중국 등 선진국 내 타겟 환자 수의 10~20%로 가정; *, 유전적으로 LPL 결합된 극소수 환자만;
**, Tegsedi는 hATTR-PN, Wainua는 hATTR-PN, ATTR-CM

자료: 각 사 자료, 삼성증권 추정

#에스티팜

에스티팜 품목별 수주 잔고

품목 (단위: 1천)	수주 일자	납기	적응증	결제 통화	수주총액	기납품액	수주잔고
올리고핵산치료제 신약 원료의약품 (Oligonucleotide)	2023.05	2025.12	혈액암(상업화)	USD	18,691	12,635	6,056
	2024.07	2025.12	혈액암(상업화)	USD	27,758	22,038	5,720
	2024.07	2025.12	혈액암(상업화)	USD	7,971	2,656	5,315
	2024.08	2026.12	고지혈증(상업화)	USD	63,263	29,719	33,544
	2024.12	2026.12	혈액암(상업화)	USD	10,486	-	10,486
	2024.11	2025.12	유전성 혈관부종(3상)	USD	1,687	-	1,687
	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	2025.12	가족성 킬로미크론혈증	USD	11,040	-	11,040
	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
	2025.06	2025.12	당뇨병	USD	1,690	-	1,690
	2025.07	2026.12	혈액암(상업화)	USD	7,688	-	7,688
	2025.08	2026.08	헌팅턴증후군	CHF	1,240	-	1,240
	2026.01	2026.12	중증 고중성지방혈증	USD	56,340	-	56,340
글로벌제약사의 설비 투자 무상 지원 및 설비사용 수수료 지급	2020.1	2030.12	-	CHF	54,353	35,702	18,651
모노머	2024.10.	2025.12	MOR-PA	USD	3,980	717	3,263
저분자 화학합성 신약 원료의약품	2024.04	2025.06	소아 근위축증	USD	4,333	3,905	428
	2024.07	2025.09		USD	2,889	-	2,889
	2025.01	2025.10.		USD	7,222	-	7,222
	2025.05	2026.09		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
제네릭 원료의약품	2024.12	2025.12	MRI 조영제	USD	7,665	-	7,665
	2025.07	2026.10.		USD	7,194	-	7,194
합계				USD	357,523	76,876	280,647
				CHF	61,296	35,702	25,594

참고: 3분기 사업보고서 기준, 신규 수주 반영; 납품 완료한 수주는 제외
자료: 에스티팜, 삼성증권 정리