

에스티팜 (237690)

홍가혜

kahye0.hong@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

170,000

하향

현재주가

98,500

(26.07.28)

제약업종

일시적 원가 부담, 컨센서스 하회

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 170,000원으로 하향
- 2Q26 일회성 원가 부담으로 영업이익 컨센서스 하회
- 하반기 원가 정상화와 신규 수주에 따른 성장 기대

투자의견 매수 유지, 목표주가 170,000원으로 하향

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 대비 17.6% 하향한 170,000원을 제시함. 목표주가는 12mF EBITDA 1,055억원에 Target EV/EBITDA 35배 ('21-'26 평균)를 적용하여 산출함. 최근 일회성 원가 부담으로 단기 이익 가시성이 낮아진 점을 반영해 적용 멀티플을 기존 대비 보수적으로 조정함

2Q26 Review: 일회성 원가 부담으로 컨센서스 하회

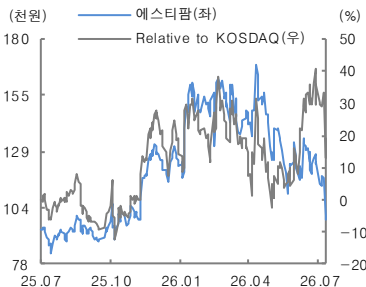
2Q26 연결 매출액 1,085억원(+62% qoq, +59% yoy), 영업이익 183억원(+59%qoq, +42% yoy)를 기록. CDMO 사업에서 올리고뉴클레오타이드(796억원, +83% yoy)와 Small Molecule(175억원, +163% yoy) 모두 생산물량이 증가하며 외형 성장을 견인함. 다만, 고난도 임상 프로젝트의 생산 기간 장기화에 따른 고정비 부담 증가로 약 40~50억원 규모의 일회성 원가 부담이 발생한 것으로 추정됨. 이에 따라 영업이익률은 16.9%(-2.1%p yoy)를 기록하며 당사 추정치와 시장 컨센서스를 모두 하회함.

하반기 수익성 개선과 신규 수주를 기대

2026년 매출액 4,110억원(+24% yoy), 영업이익 709억원(+29% yoy, OPM 17.3%) 전망. 하반기에는 일회성 원가 부담이 해소되는 가운데 제2올리고동 대형 생산라인이 본격 가동되며 점진적인 수익성 개선이 가능할 것으로 예상됨. 또한 연내 7건 이상의 신규 계약을 목표로 하며, 기존 프로젝트의 적응증 확장에 따른 추가 수주 기대감도 유효한 상황. 특히 최근 Oligo Conjugation과 같은 고난도 프로젝트를 수주하며 기술 경쟁력을 입증하고 있어 중장기 수주 경쟁력은 강화되고 있는 것으로 판단됨. 하반기 원가율 개선과 추가 수주 성과가 주요 모멘텀으로 작용할 전망.

KOSDAQ	705.85
시가총액	2,056십억원
시가총액비중	0.36%
자본금(보통주)	10십억원
52주 최고/최저	168,700원 / 82,700원
120일 평균거래대금	228억원
외국인지분율	11.20%
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 5 인 37.40% 국민연금공단 6.04%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.1	-41.6	-34.6	10.4
상대수익률	1.2	0.6	5.1	25.8



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	274	332	411	521	610
영업이익	28	55	71	91	122
세전순이익	43	59	78	94	124
총당기순이익	32	55	73	87	116
지배지분순이익	35	55	73	87	116
EPS	1,780	2,706	3,487	4,175	5,536
PER	50.0	44.1	28.6	23.9	18.0
BPS	25,796	29,197	31,457	35,089	40,125
PBR	3.4	4.1	3.1	2.8	2.5
ROE	7.8	10.0	11.6	12.6	14.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

(단위: 십억원, %)

구분	2Q25	1Q26	2Q26					3Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	68	67	104	109	59.0	62.0	105	100	22.1	-7.8
영업이익	13	12	19	18	41.7	58.7	20	16	8.7	-12.6
순이익	5	15	17	13	138.4	-14.1	16	15	-12.7	18.6

자료: 에스티팜, FnGuide, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	416	533	411	521	-1.2	-2.3
판매비와 관리비	108	138	99	130	-8.3	-5.8
영업이익	74	104	71	91	-4.0	-12.7
영업이익률	17.8	19.5	17.3	17.5	-0.5	-2.1
영업외손익	-1	-3	7	3	흑자조정	흑자조정
세전순이익	73	102	78	94	6.8	-7.6
지배지분순이익	68	94	73	87	6.8	-7.6
순이익률	16.4	17.7	17.7	16.7	1.3	-1.0
EPS(지배지분순이익)	3,267	4,524	3,487	4,175	6.7	-7.7

자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

표 1. 에스티팜 목표주가 산출

(십억원, 천주, 배, %)

항목	Value	비고
12mF EBITDA (십억원)	105.6	2026E~2027E 추정 기준
Target EV/EBITDA (배)	35	12mF EV/EBITDA 평균('21~'26.06)
목표 EV (십억원)	3,708	-
순차입금 (십억원)	25	2026E 기준
목표 시가총액 (십억원)	3,693	-
유통주식수 (천주)	20,876	-
목표주가 (원)	170,000	-
현재주가 (원)	98,500	-
Upside	72.6%	-

자료: 대신증권 Research Center

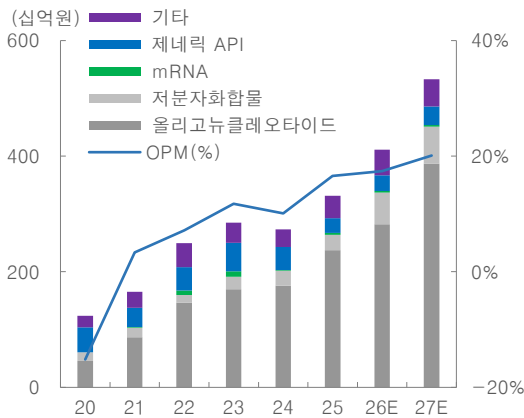
표 1. 에스티팜 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	52	68	82	129	67	109	100	136	332	411	521
(% yoy)	1.4	53.1	32.7	11.5	27.7	59.0	22.1	5.0	21.2	23.9	26.8
매출총이익	19	32	37	48	31	39	42	58	136	170	221
매출총이익률(%)	36.8	46.9	45.2	37.1	46.5	36.0	42.0	42.6	41.1	41.4	42.4
(% yoy)	1.4	109.5	64.6	21.7	61.6	22.2	13.6	20.4	41.6	24.8	30.0
영업이익	1	13	15	26	12	18	16	25	55	71	91
영업이익률(%)	2.0	18.9	18.0	20.3	17.2	16.9	16.0	18.5	16.6	17.3	17.5
(% yoy)	-45.5	-522.3	141.6	15.3	1,024.6	41.7	8.7	-4.3	98.4	29.2	28.2
순이익	1	5	18	31	15	13	15	29	55	73	87
순이익률(%)	2.0	7.9	21.5	24.0	22.5	12.2	15.3	21.7	16.6	17.8	16.7
(% yoy)	-83.3	436.8	20.2	140.8	1,343.2	143.5	-12.7	-5.1	58.4	32.7	19.4

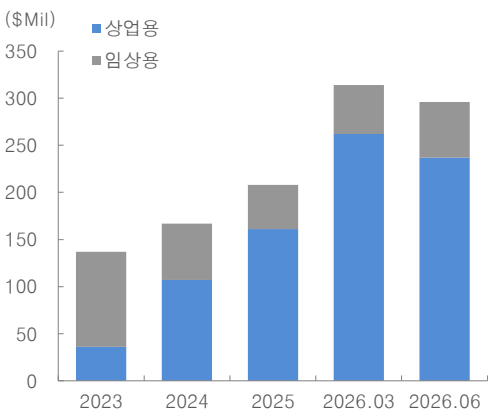
주: 순이익은 지배주주기준, 당사 추정치
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

그림 1. 사업부문별 매출 추이 및 전망



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

그림 2. CDMO 사업 수주잔고 추이



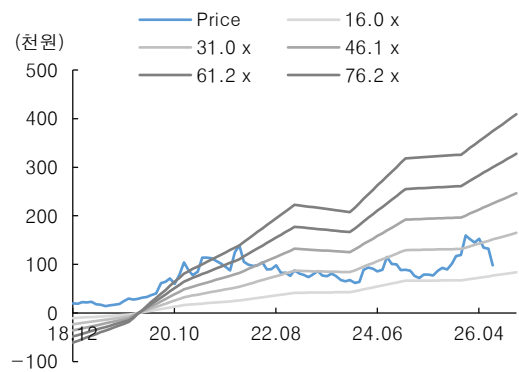
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

표 2. 에스티팜 신약 파이프라인 현황

파이프라인명	모달리티	적응증	개발단계	Catalyst
STP0404	Small molecule	HIV-1 치료제	미국 임상 2a 상	임상 2a 상 Top-line 결과 도출 완료('26.07) 임상 결과 학회 발표 예정('26.10)
STP1002	Small molecule	항암제	미국 임상 1 상 완료	-
STP2104	mRNA 백신	COVID-19	한국, 남아공 임상 1 상 완료	-

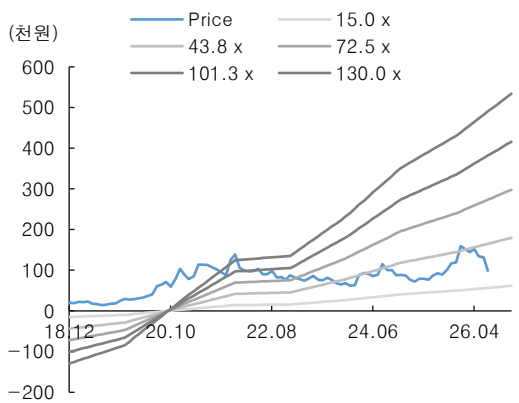
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

그림 3. 에스티팜 12mF EV/EBITDA band chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 4. 에스티팜 12mF PER band chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	274	332	411	521	610
매출원가	178	195	241	300	335
매출총이익	96	136	170	221	275
판매비와관리비	68	81	99	130	153
영업이익	28	55	71	91	122
영업이익률	10.1	16.6	17.3	17.5	19.9
EBITDA	53	85	93	114	145
영업외손익	15	4	7	3	3
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	35	18	17	18	18
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-19	-13	-9	-15	-15
외환관련손실	5	9	7	7	7
기타	-2	-1	-1	0	0
법인세비용차감전순손익	43	59	78	94	124
법인세비용	-10	-4	-6	-7	-9
계속사업순손익	32	55	73	87	116
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	32	55	73	87	116
당기순이익률	11.9	16.5	17.7	16.7	19.0
비지배지분순이익	-2	0	0	0	0
지배지분순이익	35	55	73	87	116
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	32	56	74	88	117
비지배지분포괄이익	-2	0	0	0	0
지배지분포괄이익	34	56	74	88	117

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	1,780	2,706	3,487	4,175	5,536
PER	50.0	44.1	28.6	23.9	18.0
BPS	25,796	29,197	31,457	35,089	40,125
PBR	3.4	4.1	3.1	2.8	2.5
EBITDAPS	2,731	4,173	4,482	5,468	6,962
EV/EBITDA	33.9	29.1	22.3	18.4	14.3
SPS	14,036	16,319	19,714	24,956	29,195
PSR	6.3	7.3	5.0	3.9	3.4
CFPS	3,984	5,024	5,490	6,260	7,758
DPS	500	500	500	500	500

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-3.9	21.2	23.9	26.8	17.0
영업이익 증가율	-17.4	98.4	29.2	28.2	33.5
순이익 증가율	85.3	68.1	33.2	19.9	32.6
수익성					
ROIC	4.1	9.1	10.3	11.5	13.8
ROA	4.0	7.3	8.7	10.2	12.0
ROE	7.8	10.0	11.6	12.6	14.7
안정성					
부채비율	43.5	32.0	28.2	28.5	28.7
순차입금비율	28	0.4	3.9	6.2	2.3
이자보상배율	3.6	13.6	76.3	101.4	130.9

자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	330	373	423	512	637
현금및현금성자산	63	31	20	21	75
매출채권 및 기타채권	70	99	122	154	180
재고자산	127	169	210	266	311
기타유동자산	70	74	71	71	71
비유동자산	392	410	417	429	440
유형자산	336	357	366	378	390
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	56	53	52	51	50
자산총계	722	783	840	941	1,078
유동부채	133	165	161	185	217
매입채무 및 기타채무	35	33	38	42	46
차입금	30	31	43	63	89
유동상채무	8	0	0	0	0
기타유동부채	60	100	81	80	82
비유동부채	86	25	23	23	23
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	43	0	0	0	0
기타비유동부채	42	25	23	23	23
부채총계	219	190	185	209	240
자배지분	503	593	656	733	838
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	316	358	358	358	358
이익잉여금	159	204	267	343	448
기타지분변동	18	21	21	21	21
비자배지분	0	0	0	-1	-1
자본총계	503	593	655	732	837
순차입금	14	3	25	45	19

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	109	14	52	42	87
당기순이익	32	55	73	87	116
비현금항목의 가감	45	48	42	44	46
감가상각비	26	30	22	23	24
외환손익	-3	1	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	22	17	18	19	21
자산부채의 증감	37	-79	-56	-81	-65
기타현금흐름	-5	-9	-6	-8	-10
투자활동 현금흐름	-87	-26	-26	-31	-31
투자자산	-39	8	0	0	0
유형자산	-83	-47	-30	-35	-35
기타	35	13	4	4	4
재무활동 현금흐름	-11	-20	-57	9	15
단기차입금	25	11	11	20	26
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-24	-19	0	0	0
유상증자	90	40	0	0	0
현금배당	-9	-10	-10	-10	-10
기타	-93	-43	-59	-1	-1
현금의 증감	13	-33	-11	1	54
기초 현금	50	63	31	20	21
기말 현금	63	31	20	21	75
NOPLAT	21	51	66	85	113
FCF	-36	34	58	73	102

[Compliance Notice]

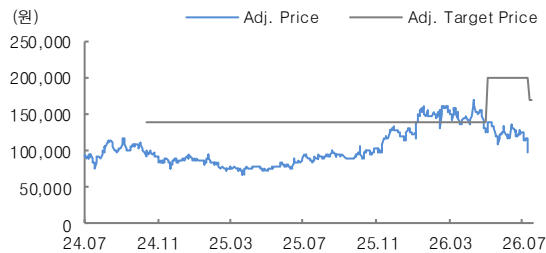
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:홍가혜)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

에스티팜(237690) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.07.29	26.05.29	26.05.20	25.12.01	25.11.28	25.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	170,000	200,000	200,000	140,000	140,000	140,000
과리율(평균%)		(38.30)	(32.16)	0.83		(27.61)
과리율(최대/최소%)		(30.15)	(30.15)	20.50	(100.00)	(16.43)
제시일자	25.04.30	25.04.28	24.11.16	24.10.28		
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy		
목표주가	140,000	140,000	140,000	140,000		
과리율(평균%)	(37.75)	(43.86)	(40.20)	(31.67)		
과리율(최대/최소%)	(24.50)	(43.57)	(27.93)	(27.93)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260726)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.4%	7.6%	0.0%

- 산업 투자의견**
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상