

에스티팜 (237690)

2Q26 Review:
일회성 원가를 걷어내면 양호한 실적

제약/바이오

Analyst 김준영

junyoung.kim@meritz.co.kr

RA 김현비

hyunbee.kim@meritz.co.kr

2Q26 Review

2Q26 연결 매출액 1,085억원(YoY +58.9%), 영업이익 183억원(YoY +41.7%)을 기록하며 영업이익이 당사 추정치 207억원 대비 하회하였다. 이는 임상시료 생산부터 pre-PPQ 및 PPQ 배치까지 장기간 생산된 특정 품목이 2분기에 출하되면서 누적 원가가 일시에 반영된 영향이다. 해당 품목은 통상 1~2개월인 고정비 배부 기간이 8개월 이상 적용된 특이 사례로, 향후 상업화 단계에서는 생산 방식과 라인이 변경되는 만큼 동일한 원가 부담의 반복 가능성은 제한적이다.

Oligonucleotide 매출액은 796억원으로 전년 대비 83.1% 증가했으며, 상업화 프로젝트 비중은 62%를 기록하였다. 제2올리고동 가동 이후 총 13개 신규 프로젝트에서 매출이 발생했고, 상반기 신규 수주 8건에 이어 하반기에도 7건 이상의 신규 수주를 목표로 하고 있다. 6월 말 수주잔고는 약 3억달러로 상업화 프로젝트가 80% 이상이며, Oligonucleotide 수주잔고도 약 2.4억달러를 유지하였다. 2분기 중 796억원의 올리고 매출을 인식하고도 올리고 수주잔고가 사실상 유지됐다는 점에서 신규 수주가 출하 물량을 대부분 보충한 것으로 판단한다. Small Molecule 매출액도 상업화 품목 확대와 ADC용 linker 매출 약 20억원에 힘입어 175억원으로 증가했으며, 회사는 3분기와 4분기에도 상업화 매출이 지속될 것으로 전망하였다. 동사 최초의 Conjugation 프로젝트 수주와 추가 프로젝트 논의는 사업 영역이 단순 올리고 합성에서 linker 및 고난이도 conjugation으로 확장되고 있음을 보여준다.

투자 의견 Buy, 적정주가 23만원 유지

동사에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 23만원을 유지한다. 하반기 수익성 개선 요인은 1) 특정 프로젝트의 일회성 원가 소멸과 2) 제2올리고동 대형라인 본격 가동에 따른 영업 레버리지다. 운영 인력과 공정연구 비용은 배치 규모와 관계없이 이미 투입되고 있어 대형라인 가동에 따른 추가 비용 상승은 제한적인 반면 배치당 생산량과 매출 증가 효과는 크게 나타날 전망이다. 일부 프로젝트의 일정 지연으로 과거 예상했던 2027년 성장 속도에는 변동 가능성이 있으나 Oligonucleotide와 Small Molecule의 상업화 물량이 동반 확대되는 2027~2028년 고성장 방향성은 유지되고 있다. RNA 시장 성장에 따른 지속적인 수주 가능성을 주목하자.

Meritz Research 2026. 7. 29

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	230,000원
현재주가 (7.28)	98,500원
상승여력	133.5%

표1 에스티팜 2Q26P 테이블

(십억원)	2Q26P	2Q25	(% YoY)	1Q26	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	108.5	68.3	58.9	67.0	62.0	110.5	(1.8)	104.9	3.4
영업이익	18.3	12.9	41.7	11.5	58.7	20.7	(11.6)	19.9	(7.8)
세전이익	18.1	6.9	161.9	17.7	2.4	25.0	(27.7)	16.4	10.4
당기순이익	13.2	5.4	145.8	15.2	(13.2)	19.8	(33.2)	15.5	(14.8)
영업이익률(%)	16.9	18.9		17.2		18.7		18.9	
세전이익률(%)	16.7	10.1		26.4		22.6		15.6	
순이익률(%)	12.2	7.9		22.7		17.9		14.8	

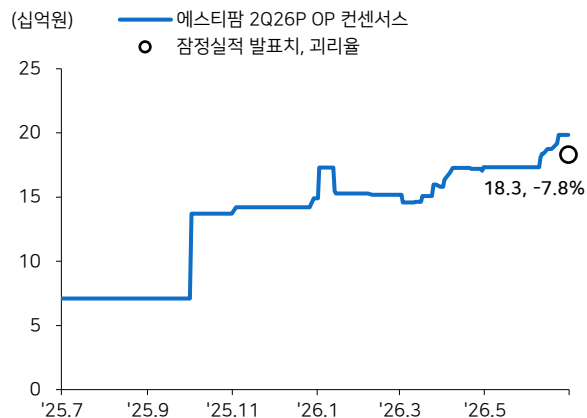
자료: QuantiWise, 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

표2 에스티팜 2026E 연간 실적 테이블

(십억원)	2026E	2025	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	418.7	331.7	26.2	420.7	(0.5)	419.8	(0.3)
영업이익	74.8	54.9	36.2	77.3	(3.2)	79.6	(6.0)
세전이익	82.0	58.7	39.6	90.0	(8.9)	86.8	(5.5)
당기순이익	65.4	54.6	19.8	71.5	(8.5)	71.9	(9.1)
영업이익률(%)	17.9	16.6		18.4		19.0	
세전이익률(%)	19.6	17.7		21.4		20.7	
순이익률(%)	15.6	16.4		17.0		17.1	

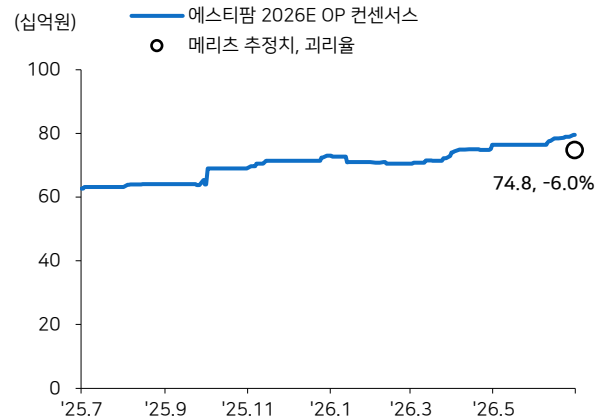
자료: QuantiWise, 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q26P 영업이익, 컨센서스 7.8% 하회



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 6.0% 하회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 에스티팜 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	52.4	68.3	81.9	129.1	67.0	108.5	103.5	139.7	331.7	418.7
% YoY	1.4	53.1	32.8	11.5	27.7	59.0	26.4	8.2	21.2	26.2
Oligonucleotide	37.5	43.5	68.6	88.0	40.4	79.6	71.0	97.1	237.6	288.1
Small Molecule	1.1	6.7	0.1	18.4	4.7	17.5	12.0	14.0	26.3	48.2
mRNA	0.6	0.7	1.4	0.4	0.7	0.1	1.0	1.1	3.1	2.9
제네릭 API	5.3	8.9	2.5	9.0	9.7	2.4	7.0	12.0	25.7	31.1
기타	7.7	8.4	9.3	13.2	11.7	8.9	12.5	15.5	38.6	48.6
매출총이익	19.3	32.0	37.0	47.9	31.1	39.1	41.1	57.0	136.2	168.3
GPM (%)	36.8	46.9	45.2	37.1	46.5	36.0	39.7	40.8	41.1	40.2
영업이익	1.0	12.9	14.7	26.3	11.5	18.3	17.1	27.9	54.9	74.8
% YoY	(45.2)	(522.2)	141.3	15.3	1019.4	41.6	15.9	6.3	98.3	36.2
OPM (%)	2.0	18.9	18.0	20.3	17.2	16.9	16.5	20.0	16.6	17.9
당기순이익	0.7	5.4	17.5	31.0	15.2	13.2	16.9	20.1	54.6	65.4
% YoY	(86.9)	490.1	27.5	149.4	2040.8	145.8	(3.3)	(35.2)	68.1	19.8
NPM (%)	1.4	7.9	21.3	24.0	22.6	12.2	16.3	14.4	16.5	15.6

자료: 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

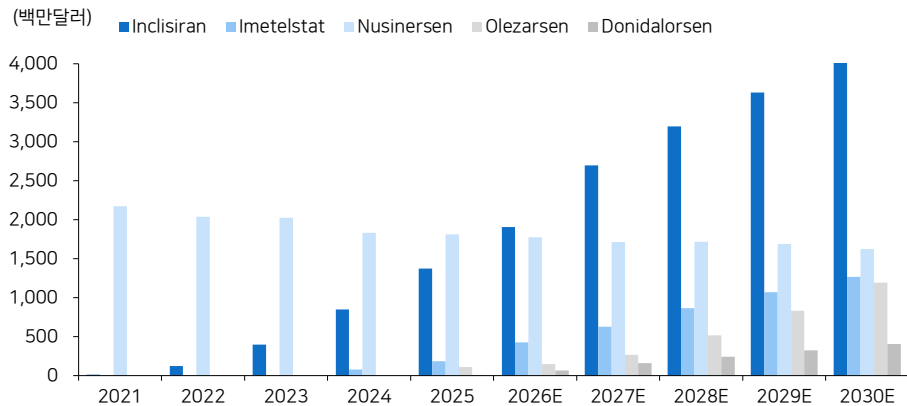
표4 에스티팜 DCF valuation

(십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	74.8	101.6	130.5	168.8	204.2	255.7	301.8	357.4	411.0	473.9
- EBIT에 대한 세금	15.7	21.3	27.4	35.4	42.9	53.7	63.4	75.0	86.3	99.5
- CAPEX	60.0	80.0	70.0	50.0	70.0	80.0	70.0	60.0	50.0	50.0
- 순운전자본 증가(감소)	13.0	14.1	14.8	18.3	23.1	26.6	28.8	30.2	32.8	32.7
+ 감가상각비	38.0	41.0	43.0	44.0	48.8	53.3	56.6	58.3	63.7	66.3
+ 무형자산 상각비	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6
FCFF	24.4	27.6	61.8	109.5	117.6	149.2	196.8	251.1	306.3	358.5
NPV of FCFF	937.7									
PV of Terminal value	3,741.1									
에스티팜의 영업가치	4,678.8									
순차입금	21.8									
주주가치	4,657.0									
주식수(천 주)	20,697									
적정 주가	230,000원									

주: 영구성장률 3.0%, WACC 7.7% 가정

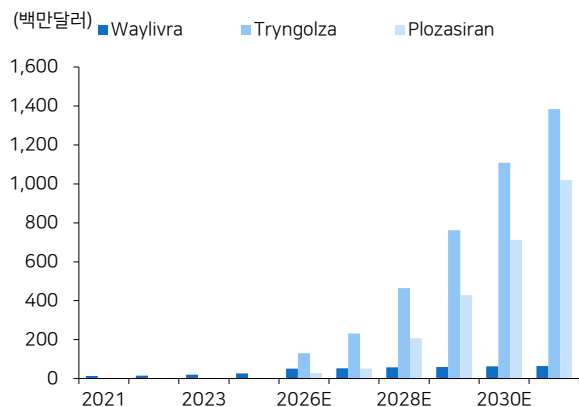
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 예상 수주 제품별 매출 추이 및 전망



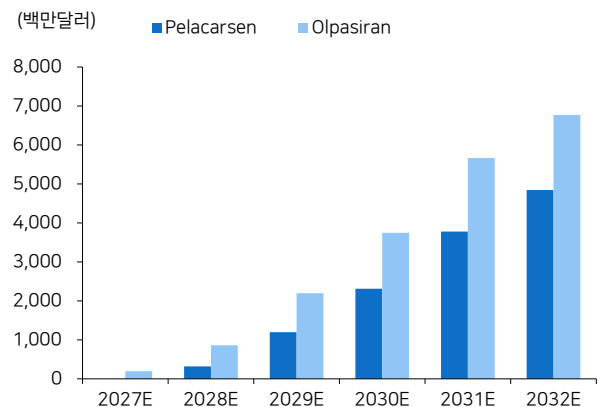
자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

그림4 ApoC3 타겟 RNA 치료제 매출 전망



자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Lp(a) 타겟 RNA 치료제 매출 전망



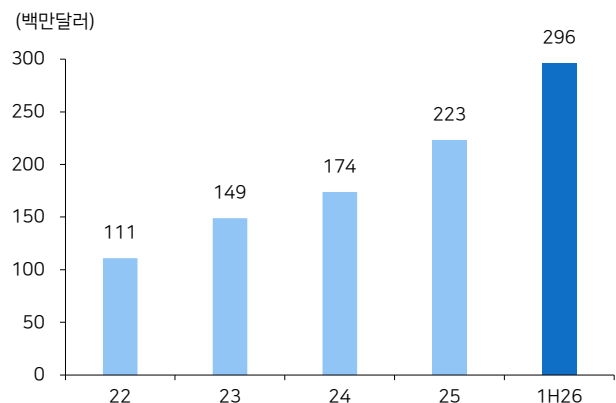
자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

그림6 에스티팜의 주요 CDMO 프로젝트

#	고객사	적용증	임상단계			승인
			P1	P2	P3	
Oligonucleotide API						
1	Client A	고지혈증				
		CVRR	적용증 확장			
2	Client B	척수성근위축증				
		골수이형성증후군				
3	Client C	골수성유종	적용증 확장			
		가족성킬로미크론혈증				
4	Client D	중증 고중성지방혈증	적용증 확장			
		유전성혈관부종				
5	Client D	동맥경화증				
6	Client A	신장질환				
7	Client F	만성B형간염				
8	Client E	만성B형간염				
9	Client F	헌팅틴병				
10	Client F					
Small Molecule API						
1	Client G	미공개				
2	Client H	미토콘드리아 결핍증후군				

자료: 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

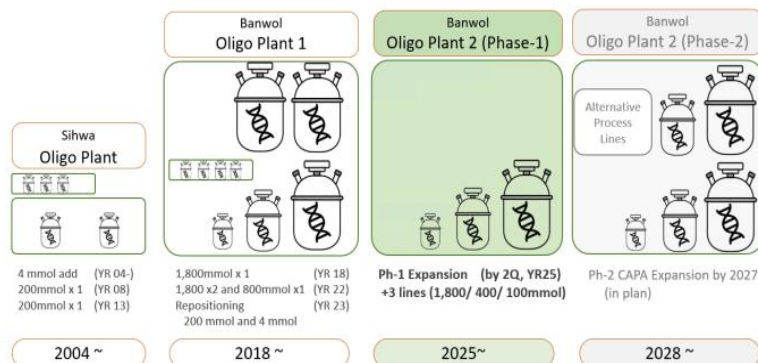
그림7 수주 잔고 추이



자료: 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

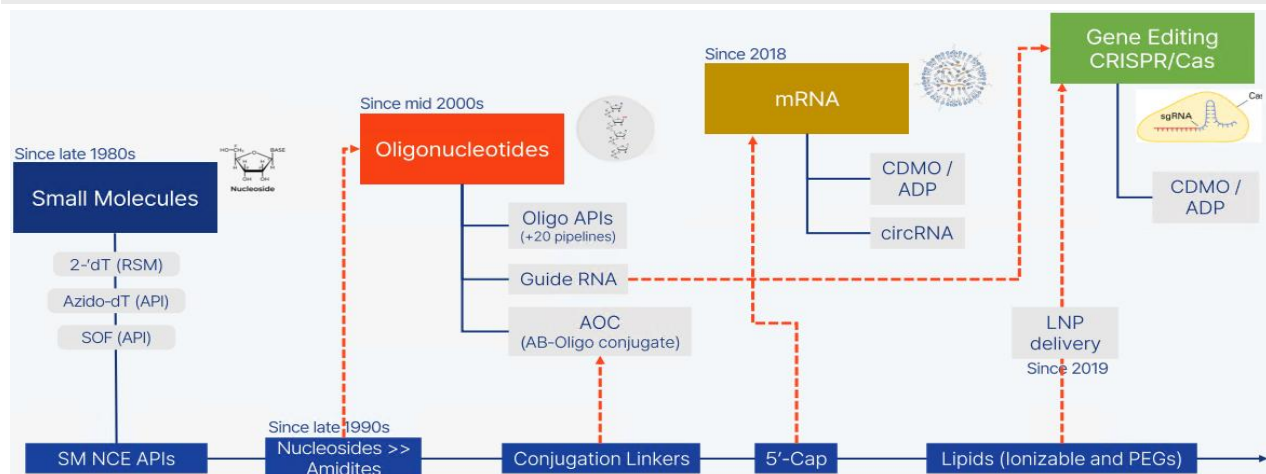
그림8 올리고뉴클레오타이드 캐파 증성 계획

Banwol Site



자료: 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

그림9 에스티팜의 사업 영역

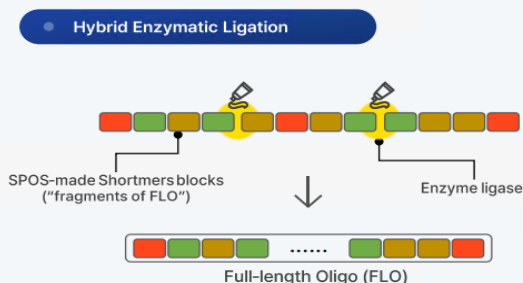


자료: 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

그림10 효소합성법과 액체합성법

Hybrid Enzymatic Ligation

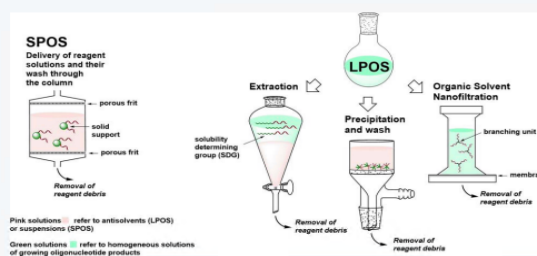
- ☑ Phosphoramidite 기반 방식으로 shortmer 및 oligomer fragment 합성
 - ☑ 효소를 통해 shortmer들을 full-length oligo로 연결
- * 기술 상용화를 위해 글로벌 제약사/고객사 총 3사와 공동 연구 진행 중



Liquid Phase Oligonucleotide Synthesis

- ☑ Blockmer/shortmer를 Small Molecule 방식으로 대량 합성
 - ☑ 보다 효율적인 Enzymatic Ligation 공정을 위한 차세대 올리고 생산법
- * LPOS 전용 액상 resin 라이선스 확보로 연구개발 진행 중

LPOS - 액체합성법



자료: Siyu Wang, et al. Nature Reviews Drug Discovery 2025, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

에스티팜 (237690)

KOSDAQ	705.85pt
시가총액	20,563억원
발행주식수	2,088만주
유동주식비율	62.15%
외국인비중	11.20%
52주 최고/최저가	168,700원/82,700원
평균거래대금	177.0억원

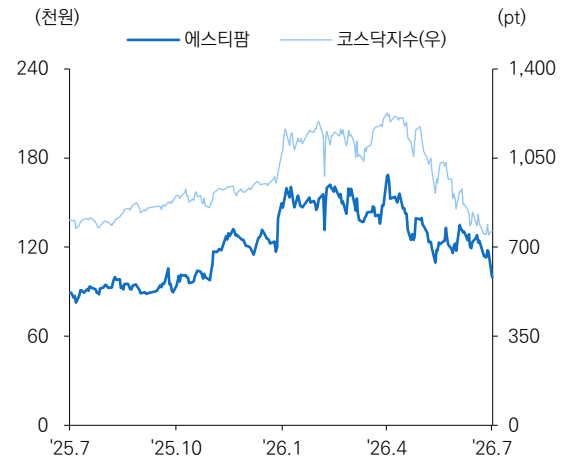
주요주주(%)

동아쏘시오홀딩스 외 5 인	37.40
국민연금공단	6.04

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.1	-34.6	10.4
상대주가	1.2	5.1	25.8

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	273.8	27.7	34.7	1,780	71.0	24,966	50.0	3.56	33.9	7.8	43.5
2025	331.7	54.9	55.0	2,706	52.0	28,666	44.1	4.16	29.1	10.0	32.0
2026E	418.7	74.8	64.9	3,112	15.0	31,182	31.7	3.16	19.6	10.4	36.1
2027E	512.8	101.6	89.9	4,304	38.3	34,987	22.9	2.82	15.6	13.0	33.7
2028E	611.6	130.5	115.9	5,550	28.9	40,037	17.7	2.46	12.6	14.8	31.3

에스티팜 (237690)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	273.8	331.7	418.7	512.8	611.6
매출액증가율(%)	-3.9	21.2	26.2	22.5	19.3
매출원가	177.6	195.5	250.3	298.5	354.0
매출총이익	96.2	136.2	168.3	214.3	257.5
판매관리비	68.5	81.3	93.5	112.7	127.0
영업이익	27.7	54.9	74.8	101.6	130.5
영업이익률(%)	10.1	16.6	17.9	19.8	21.3
금융손익	16.7	4.4	7.9	13.0	16.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.7	-0.6	-0.6	-1.2	-1.2
세전계속사업이익	42.8	58.7	82.1	113.4	146.2
법인세비용	10.3	4.2	16.6	22.7	29.2
당기순이익	32.5	54.6	65.5	90.7	116.9
지배주주지분 순이익	34.7	55.0	64.9	89.9	115.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	109.5	14.0	40.7	96.7	79.5
당기순이익(손실)	32.5	54.6	65.5	90.7	116.9
유형자산상각비	24.6	28.5	30.1	29.2	29.3
무형자산상각비	1.0	1.4	1.4	1.3	1.3
운전자본의 증감	36.7	-79.4	-61.4	-24.5	-67.9
투자활동 현금흐름	-86.5	-26.3	-60.4	-62.5	-43.5
유형자산의증가(CAPEX)	-82.8	-47.1	-35.5	-58.0	-38.0
투자자산의감소(증가)	-5.0	14.2	-6.4	-4.0	-5.0
재무활동 현금흐름	-11.0	-20.1	12.5	-8.1	-6.7
차입금의 증감	-75.2	-40.9	36.5	2.3	3.7
자본의 증가	90.3	42.9	16.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	13.3	-32.9	-6.3	26.1	29.3
기초현금	50.1	63.4	30.6	24.3	50.4
기말현금	63.4	30.6	24.3	50.4	79.6

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	330.1	372.7	468.0	527.6	637.5
현금및현금성자산	63.4	30.6	24.3	50.4	79.6
매출채권	67.9	96.7	153.1	176.3	213.4
재고자산	127.0	169.5	189.8	199.3	239.2
비유동자산	391.8	409.9	418.2	450.0	462.9
유형자산	336.1	357.3	361.4	390.2	398.9
무형자산	16.5	17.0	16.5	15.6	14.8
투자자산	25.7	11.5	17.9	21.9	26.9
자산총계	721.9	782.6	886.2	977.7	1,100.4
유동부채	133.3	164.8	167.4	175.0	185.3
매입채무	10.7	11.8	12.8	14.7	17.8
단기차입금	30.0	31.0	31.3	31.3	31.3
유동성장기부채	8.3	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	85.6	24.8	67.7	71.4	77.3
사채	43.3	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	40.0	40.0	40.0
부채총계	218.9	189.6	235.1	246.3	262.6
자본금	10.1	10.4	10.4	10.4	10.4
자본잉여금	315.6	358.2	374.4	374.4	374.4
기타포괄이익누계액	3.7	4.9	5.7	5.7	5.7
이익잉여금	159.4	204.2	248.2	327.6	433.0
비지배주주지분	-0.1	-0.4	0.1	0.9	2.0
자본총계	503.0	593.0	651.1	731.3	837.8

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	14,036	16,319	20,082	24,562	29,295
EPS(지배주주)	1,780	2,706	3,112	4,304	5,550
CFPS	3,984	5,024	5,570	6,892	8,463
EBITDAPS	2,732	4,173	5,096	6,329	7,715
BPS	24,966	28,666	31,182	34,987	40,037
DPS	500	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	50.0	44.1	31.7	22.9	17.7
PCR	22.3	23.7	17.7	14.3	11.6
PSR	6.3	7.3	4.9	4.0	3.4
PBR	3.56	4.16	3.16	2.82	2.46
EBITDA(십억원)	53.3	84.8	106.3	132.1	161.1
EV/EBITDA	33.9	29.1	19.6	15.6	12.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.8	10.0	10.4	13.0	14.8
EBITDA 이익률	19.5	25.6	25.4	25.8	26.3
부채비율	43.5	32.0	36.1	33.7	31.3
금융비용부담률	2.8	1.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	3.6	13.6			
매출채권회전율(x)	2.9	4.0	3.4	3.1	3.1
재고자산회전율(x)	2.2	2.2	2.3	2.6	2.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

에스티팜 (237690) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%) 평균 최고(최저)	주가 및 적정주가 변동추이
2025.10.30	산업분석	Buy	140,000	김준영	-4.5 20.5	
2026.04.30	기업브리프	Buy	230,000	김준영	- -	