

에스티팜(237690.KQ)

매수(유지)

대세에 영향은 없겠지만 아쉬운 실적

분석의 기본 가정

- 예상치 못한 고정비 부담으로 기대 대비 수익성 감소하였으나 일회성 영향으로 판단

2Q26 Review: 예상 가능했으나 소통이 부족했던 고정비 부담의 충격

2분기 연결기준 매출은 전년비 58.9% 증가한 1,085억원, 영업이익은 전년비 41.7% 증가한 183억원, 영업이익률 16.9%으로, 매출은 당사 추정치를 5.8% 상회하였으나 영업이익은 14.9% 하회하는 실적 기록. 올리고(796억원), 스몰몰쿨(175억원)의 상업화 품목 중심 출하와 신규 품목 매출 발생으로 매출액은 추정치를 상회하였으나, 장기간 공정개발로 고정비 부담이 크게 증가한 특정 품목의 매출이 발생하며 일회성으로 제조원가가 상승, 예상대비 수익성이 크게 악화됨. 일반적으로 공정개발-PPQ 배치 생산에 소요되는 기간은 1~2개월로 고정비 부담이 크지 않으나, 해당 프로젝트의 경우 공정 개선 작업과 시생산을 병행하며 8개월 이상이 소요되어, 장기간의 가동률 저하에 따라 높은 고정비를 배부 받은 케이스임. 해당 원가 상승분은 약 57억원으로 이를 제거한 영업이익은 약 240억원(OPM 22.1%) 수준으로 추정됨. 생산/출하 스케줄 상 예측이 가능했을 것이나 시장과 소통이 부족했던 점이 아쉬움

수주 전망은 여전히 긍정적, 3분기 중 제2올리고동 2차 증설 결정 기대

상반기 신규 수주 8건과 ADC 링커 컨주게이션 수주도 확보하며 수주 전선에는 이상 없음. 하반기 7건 이상 신규 수주를 목표로 하고 있음을 언급하여 올리고/스몰몰쿨/컨주게이션으로 수주 확대 기대함. 제2올리고동 가동 이후 현재까지 총 13개의 신규 프로젝트에서 매출이 발생하고 있어 3분기 중 제2올리고동의 2차 증설 발표 기대함. 2분기 기준 올리고의 경우 수주잔고 \$2.3억 중 상업화 품목 비중이 81%에 달하고 있어 임상물질의 상업화 전환이 매우 빠르게 진행되고 있는 점이 긍정적임. 하반기 제2올리고동의 대형 라인 가동 시작으로 3분기에는 규모의 경제에 따른 수익성 개선도 기대됨

투자 의견 매수, 목표주가 217,000원 유지

일회성 원가 부담에 기대치를 하회하는 실적을 기록하였으나 하반기 동사의 모멘텀에는 변동 없음. 하반기 중 수주 지속, 가동률 증가 및 공장 증설, 고객사 품목(동맥경화증) 임상 3상 결과 공개, 에이즈 치료제 STP-0404 탐라인 데이터 발표 등이 예상됨. 투자 의견 매수, 목표주가 217,000원 유지함

제약/바이오 담당 정유경

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

현재주가(7/28) 98,500원
목표주가(12M, 유지) 217,000원

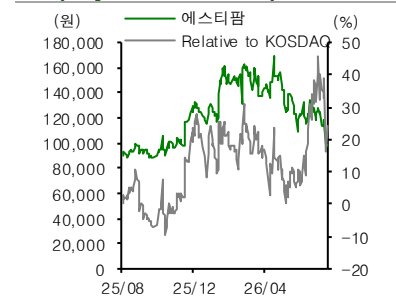
Key Data (기준일: 2026. 7. 28)

KOSPI(pt)	6023.66
KOSDAQ(pt)	705.85
액면가(원)	500
시가총액(억원)	20,563
발행주식수(천주)	20,877
평균거래량(3M, 주)	136,712
평균거래대금(3M, 백만원)	17,704
52주 최고/최저	168,700 / 82,700
52주 일간Beta	0.7
배당수익률(26F, %)	0.3
외국인지분율(%)	11.2
주요주 지분율(%)	
동아쏘시오홀딩스 외 3 인	37.4 %
국민연금	6.0 %

Company Performance

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

Company vs KOSDAQ composite



결산기(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	274	332	410	483	597
영업이익(십억원)	28	55	77	97	130
세전순익(십억원)	43	59	87	108	144
지배순이익(십억원)	35	55	65	81	107
EPS(원)	1,780	2,706	3,118	3,862	5,132
증감율(%)	71.0	52.0	15.3	23.8	32.9
ROE(%)	7.8	10.0	10.4	11.7	13.9
PER(배)	50.0	44.1	31.6	25.5	19.2
PBR(배)	3.6	4.2	5.4	4.8	4.3
EV/EBITDA(배)	34.5	29.7	27.5	24.7	20.1

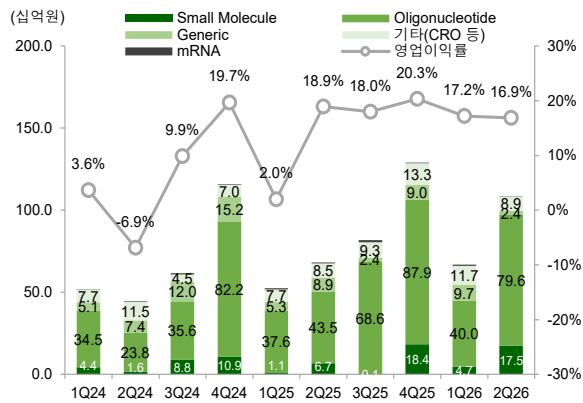
도표 1. 에스티팜 품목별 매출 구분 (연결기준)

(단위: 백만원)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	2025		2026F	
									yoy		yoy
신약	Oligonucleotide	37,598	43,499	68,606	87,931	40,023	79,638	237,634	35.0%	285,161	20.0%
API	Small Molecule	1,149	6,660	82	18,403	4,745	17,456	26,293	2.4%	36,810	40.0%
CMO	mRNA	571	700	1,383	430	747	63	3,084	107.8%	3,393	10.0%
제네릭 API		5,333	8,894	2,416	9,002	9,660	2,400	25,646	-35.4%	47,412	84.9%
기타 (CRO포함)		7,769	8,498	9,388	13,204	11,787	8,929	38,989	26.5%	37,240	-2.9%
합계		52,420	68,251	81,875	128,971	66,961	108,486	331,646	21.1%	410,017	23.6%

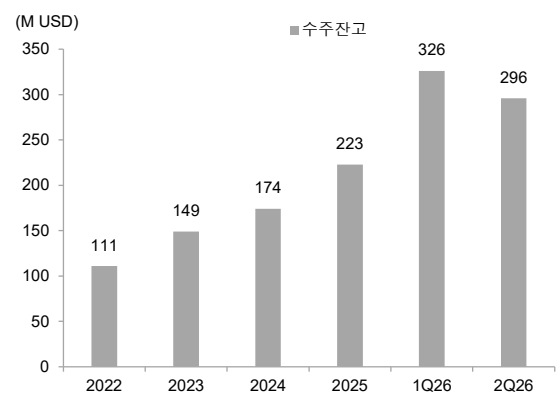
자료: 에스티팜, 신영증권 리서치센터

도표 2. 에스티팜 매출 및 영업이익률 추이



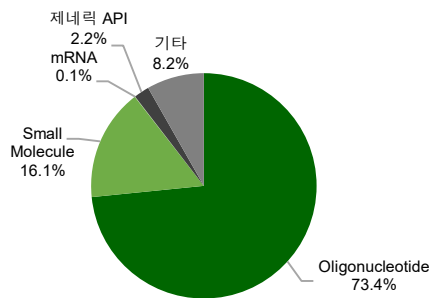
자료: 에스티팜, 신영증권 리서치센터

도표 3. 수주잔고 추이



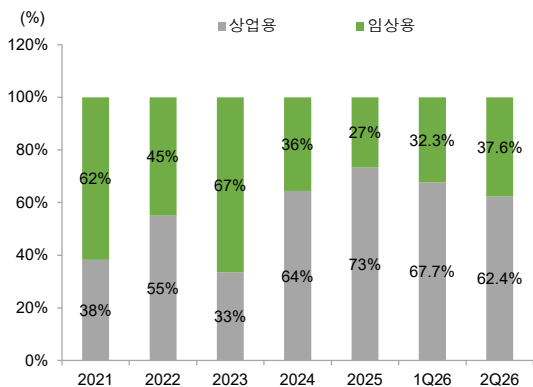
자료: 에스티팜, 신영증권 리서치센터

도표 4. 2Q26 품목별 매출 비중



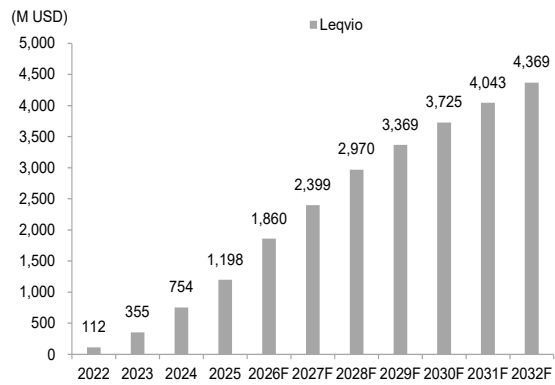
자료: 에스티팜, 신영증권 리서치센터

도표 5. 올리고 수주 유형별 매출 비중 추이



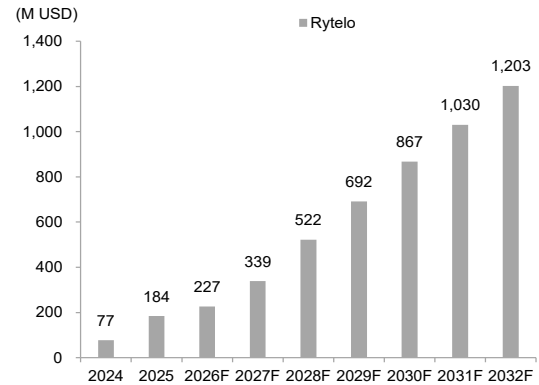
자료: 에스티팜, 신영증권 리서치센터

도표 6. 레비오 실적 및 매출 전망



자료: Global Data

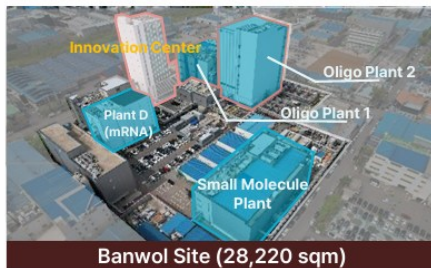
도표 7. 라이텔로 실적 및 매출 전망



자료: Global Data

도표 8. 에스티팜 설비 현황

생산시설	Chemical Plant	증설계획(~ '28)	Oligo Plant	증설계획(~ '29)	mRNA Plant
	SM, Generic, Monomer	Specialty Monomer	Oligo, sgRNA	Oligo, sgRNA	mRNA
Capacity	96 reactors, 376,250 L	Kilo-lab, Ligation Line	6 Lines (Large 4, Mid 1, Small 1)	~ 2 Lines	Max. 100M Dose/Yr



- **Small Molecule/Oligonucleotide/mRNA/LNP**
- 3 oligo lines (Oligo Plant 2) added in 2025
- 2 OEL3A Kilo-scale lines (Small Molecule) by 1H26
- Regularly inspected by US-FDA since 2006



- **8 Small Molecule 생산 시설**
- Extended Plants planned by 2028 (capacity expansion with OEL3A & automation)
- Regularly inspected by US-FDA since 2006

자료: 에스티팜, 신영증권 리서치센터

에스티팜(237690.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,738	3,317	4,100	4,834	5,970
증가율(%)	-3.9	21.1	23.6	17.9	23.5
매출원가	1,776	1,955	2,460	2,949	3,701
원가율(%)	64.9	58.9	60.0	61.0	62.0
매출총이익	962	1,362	1,640	1,885	2,268
매출총이익률(%)	35.1	41.1	40.0	39.0	38.0
판매비와 관리비 등	685	813	868	920	966
판매비율(%)	25.0	24.5	21.2	19.0	16.2
영업이익	277	549	772	965	1,302
증가율(%)	-17.3	98.2	40.6	25.0	34.9
영업이익률(%)	10.1	16.6	18.8	20.0	21.8
EBITDA	533	848	1,240	1,359	1,641
EBITDA 마진(%)	19.5	25.6	30.2	28.1	27.5
순금융손익	167	44	106	122	141
이자손익	-32	-6	95	138	176
외화관련손익	133	-24	-13	-13	-13
기타영업외손익	-17	-6	-4	-5	-5
종속및관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전 계속사업이익	427	587	873	1,083	1,439
계속사업손익 법인세비용	103	42	211	262	348
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	325	546	662	821	1,090
증가율(%)	85.7	68.0	21.2	24.0	32.8
순이익률(%)	11.9	16.5	16.1	17.0	18.3
지배주주지분 당기순이익	347	550	649	805	1,070
증가율(%)	77.0	58.5	18.0	24.0	32.9
기타포괄이익	-2	12	22	22	22
총포괄이익	323	558	684	842	1,112

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

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,301	3,727	4,817	5,948	7,299
현금및현금성자산	634	305	1,169	1,732	2,220
매출채권 및 기타채권	698	991	1,048	1,238	1,530
재고자산	1,270	1,695	1,832	2,160	2,668
비유동자산	3,918	4,099	3,631	3,287	3,008
유형자산	3,361	3,572	3,118	2,785	2,513
무형자산	165	170	156	146	138
투자자산	257	115	115	115	115
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,219	7,826	8,448	9,235	10,307
유동부채	1,333	1,648	1,690	1,738	1,803
단기차입금	300	310	310	310	310
매입채무및기타채무	345	334	376	425	489
유동성장기부채	422	455	455	455	455
비유동부채	856	248	248	248	248
사채	433	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,189	1,896	1,938	1,987	2,051
지배주주지분	5,031	5,934	6,502	7,224	8,212
자본금	101	104	104	104	104
자본잉여금	3,156	3,582	3,582	3,582	3,582
기타포괄이익누계액	37	49	70	92	114
이익잉여금	1,594	2,042	2,588	3,288	4,254
비지배주주지분	-1	-4	8	24	45
자본총계	5,030	5,930	6,510	7,248	8,256
총차입금	1,349	941	941	941	941
순차입금	479	489	-833	-1,396	-1,884

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	1,095	140	954	709	644
당기순이익	325	546	662	821	1,090
현금유출이없는비용및수익	452	476	597	530	525
유형자산감가상각비	246	285	454	383	332
무형자산상각비	9	14	14	10	7
영업활동관련자산부채변동	367	-794	-190	-518	-799
매출채권의감소(증가)	530	-305	-57	-190	-292
재고자산의감소(증가)	-129	-528	-138	-328	-508
매입채무의증가(감소)	-73	13	42	49	65
투자활동으로인한현금흐름	-865	-263	-92	-146	-156
투자자산의 감소(증가)	-50	142	0	0	0
유형자산의 감소	2	1	0	0	0
CAPEX	-828	-471	0	-50	-60
단기금융자산의감소(증가)	429	159	5	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-110	-201	-131	-131	-131
장기차입금의증가(감소)	-242	-188	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	1	0	0
기타현금흐름	14	-4	132	132	132
현금의 증가	133	-329	863	564	488
기초현금	501	634	305	1,169	1,732
기말현금	634	305	1,169	1,732	2,220

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	1,780	2,706	3,118	3,862	5,132
BPS	24,966	28,666	31,194	34,660	39,396
DPS	500	500	500	500	500
Multiples (배)					
PER	50.0	44.1	31.6	25.5	19.2
PBR	3.6	4.2	5.4	4.8	4.3
EV/EBITDA	34.5	29.7	27.5	24.7	20.1
Financial Ratio					
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	71.0%	52.0%	15.3%	23.8%	32.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	-5.7%	59.1%	46.2%	9.6%	20.8%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	7.3%	10.0%	10.6%	11.9%	14.1%
ROE(지배순이익 기준)	7.8%	10.0%	10.4%	11.7%	13.9%
ROIC	4.2%	7.6%	10.2%	12.8%	16.3%
WACC	9.9%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%
안전성(%)					
부채비율	43.5%	32.0%	29.8%	27.4%	24.8%
순차입금비율	9.5%	8.2%	-12.8%	-19.3%	-22.8%
이자보상배율	3.6	13.6	19.1	23.9	32.3

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
 중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 $\pm 10\%$ 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
 중립 : 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, 기관투자자 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 소제에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20260630)	매수 : 90.45%	중립 : 9.55%	매도 : 0%

[당사와의 이해관계 고지]

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

