



BUY(Maintain)

목표주가: 190,000원
주가(2/9): 154,800원
시가총액: 32,097억 원



제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (2/9)		1,127.55pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	160,600 원	67,300원
등락률	-3.6%	130.0%
수익률	절대	상대
1M	17.5%	-1.3%
6M	73.3%	24.4%
1Y	65.7%	10.2%

Company Data

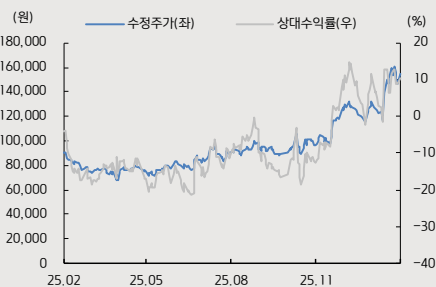
발행주식수	20,735 천주
일평균 거래량(3M)	248천주
외국인 지분율	10.8%
배당수익률(2025E)	0.4%
BPS(2025E)	27,177원
주요 주주	동아쏘시오홀딩스 외 4 인 37.7%

투자지표

(십억 원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	285.0	273.8	331.6	406.5
영업이익	33.5	27.7	55.1	71.9
EBITDA	56.5	53.3	79.6	99.4
세전이익	23.4	42.7	58.9	76.4
순이익	17.5	32.5	54.5	61.9
지배주주지분순이익	19.6	34.7	54.8	62.3
EPS(원)	1,041	1,780	2,721	3,089
증감률(% YoY)	8.8	71.0	52.9	13.5
PER(배)	65.1	50.0	43.8	50.1
PBR(배)	3.32	3.56	4.39	5.20
EV/EBITDA(배)	24.5	33.6	30.8	31.7
영업이익률(%)	11.8	10.1	16.6	17.7
ROE(%)	5.4	7.8	10.4	10.9
순차입금비율(%)	27.3	0.0	-2.5	-9.1

자료: 키움증권

Price Trend



에스티팜 (237690)

이익 레버리지 2027 그날을 기다리며...



최근 주가는 코스닥 활성화 정책 기대감과 RNA 모달리티에 대한 우호적인 투자 심리 속 YTD +35% 상승하였습니다. 전일 발표한 4분기 실적은 컨센서스에 부합하였고, 2026년은 올리고와 저분자 사업의 외형 성장과 제품 믹스 개선이 전망됩니다. 본격적인 영업이익 레버리지 효과는 만성질환 공급이 확대되는 2027년부터로 예상합니다. 주요 고객사의 파이프라인 진전 소식과 오는 3분기 HIV 치료제 STP0404의 2a상 타라인 결과에 따라 주가 리레이팅이 기대됩니다.

>>> 기대치에 부합한 실적

4분기 연결 매출액 1,290억원(YoY +11%, QoQ +58%), 영업이익 264억원(YoY +16%, QoQ +79%, OPM +21%)으로 시장 컨센서스 매출액 1,284억원과 이익 265억원에 부합하였다. 올리고 사업부의 4분기 매출액이 879억 원(YoY +8%, QoQ +28%)으로 성장하면서 실적을 견인하였고, 분기 영업이익률은 8년 만에 +20%를 상회하였다.

>>> 올해 올리고와 저분자 사업부가 견인하는 성장 전망

2026년 연결 매출액은 4,065억 원(YoY +23%), 영업이익은 719억 원(YoY +31%, OPM +18%)이 전망된다. 올리고 사업부의 매출액이 2,814억 원(YoY +18%)이 예상되며, 저분자 의약품 사업부는 상업화 API 수요 증가에 힘입어 605억 원(YoY +130%)까지 고성장이 예상된다. 저분자 사업부의 수익성은 올리고 대비 낮으나, 매출 증가에 따른 고정비 분산 효과가 있어 수익성 개선에 기여할 것으로 기대한다. 저마진의 제네릭 사업부는 감소할 것으로 예상되어 제품 믹스가 개선될 것으로 판단한다.

R&D 측면에서는 HIV 치료제 STP0404(Pirmitegravir)의 2a상 환자 모집이 3~4월 중 완료될 것으로 보여, 오는 6월 또는 3분기 중 타라인 발표를 할 수 있을 것으로 전망된다. 긍정적인 결과 확인된다면, 글로벌 제약사와의 기술이전 가능성이 높아져 신약가치 재평가로 이어질 것으로 기대한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 19만 원 상향

동사는 코스닥 150지수 구성 종목으로 코스닥 유동성의 수혜를 받고 있다는 점이 긍정적이다. 최근 RNA 모달리티 기반 비만 데이터 발표가 이어지고, 빅 파마의 RNA 모달리티 투자 확대 등으로 주목도가 올라가고 있는 가운데 동사는 RNA 원료인 올리고뉴클레오타이드 CDMO 글로벌 3위 기업이라는 점에서 시장의 관심이 높아지고 있다. 본격적인 영업이익 레버리지 효과는 만성질환 공급이 확대가 예상되는 2027년 이후부터로 예상되나, 동사가 공급하는 것으로 추측되는 올리고 파이프라인들의 임상 타라인 및 허가 승인 소식이 이어진다면 주가에 추가 상승 모멘텀이 되겠다. 동사에 대한 목표주가 산정 방식을 공장 가동율 기반의 DCF에서 과거 3개년 평균 PER 60배를 적용하여 19만원으로 상향하고, 투자의견 BUY 유지한다.

실적 세부 내역 1

(단위, 억 원)

구 분	1Q25	2Q25P	3Q25	4Q25P	키움증권 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	524	683	819	1,290	1,288	0%	1,284	0%
yoy	1%	53%	33%	11%	11%		11%	
영업이익	10	129	147	264	249	6%	265	0%
yoy	-45%	-522%	142%	16%	9%		16%	
OPM	2%	19%	18%	20%	19%		21%	
지배주주순이익	10	54	176	308	181	70%	265	16%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위 억 원)

	25.1Q	25.2Q	25.3Q	25.4Q	2025	26.1QE	26.2QE	26.3QE	26.4QE	2026E
Small Molecule	11	67	1	184	263	72	138	78	318	605
Oligonucleotide	376	435	686	879	2,376	507	572	669	1,066	2,814
mRNA	6	7	14	4	31	12	5	11	5	32
제네릭 API	53	89	24	90	256	32	52	37	84	205
신소재, CRO 등	78	85	94	132	389	88	115	91	114	408
매출액	524	683	819	1,290	3,316	712	881	886	1,586	4,065
YOY	1%	53%	33%	11%	21%	36%	29%	8%	23%	23%
매출원가	332	362	449	812	1,955	439	459	477	983	2,358
원가율	63%	53%	55%	63%	59%	62%	52%	54%	62%	58%
매출총이익	193	320	370	478	1,360	272	422	409	604	1,707
매출총이익율	37%	47%	45%	37%	41%	38%	48%	46%	38%	42%
판관비	182	191	223	214	810	242	242	240	264	988
판관비율	35%	28%	27%	17%	24%	34%	27%	27%	17%	24%
영업이익	10	129	147	264	551	30	181	169	339	719
OPM	2%	19%	18%	20%	17%	4%	20%	19%	21%	18%
YOY	-45%	-522%	142%	16%	99%	190%	40%	15%	28%	30%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
영업가치	3,085	fw12m EPS 1Q26~4Q26 (원)
Target Multiple	60	평균 fw12m PER ('23~'25 년)
목표주가	190,000	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	285.0	273.8	331.6	406.5	532.7
매출원가	172.9	177.6	195.5	235.8	297.6
매출총이익	112.1	96.2	136.0	170.7	235.1
판관비	78.6	68.5	81.0	98.8	127.1
영업이익	33.5	27.7	55.1	71.9	107.9
EBITDA	56.5	53.3	79.6	99.4	131.8
영업외손익	-10.2	15.1	3.8	4.5	6.0
이자수익	2.4	4.6	5.1	6.6	8.0
이자비용	6.1	7.7	7.7	7.7	7.7
외환관련이익	6.4	18.0	9.0	9.0	9.0
외환관련손실	4.6	4.7	4.1	4.1	4.1
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-8.3	4.9	1.5	0.7	0.8
법인세차감전이익	23.4	42.7	58.9	76.4	113.9
법인세비용	5.8	10.3	4.4	14.5	21.6
계속사업손손익	17.5	32.5	54.5	61.9	92.3
당기순이익	17.5	32.5	54.5	61.9	92.3
지배주주순이익	19.6	34.7	54.8	62.3	92.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	14.3	-3.9	21.1	22.6	31.0
영업이익 증감율	87.7	-17.3	98.9	30.5	50.1
EBITDA 증감율	59.4	-5.7	49.3	24.9	32.6
지배주주순이익 증감율	8.9	77.0	57.9	13.7	49.0
EPS 증감율	8.8	71.0	52.9	13.5	49.1
매출총이익율(%)	39.3	35.1	41.0	42.0	44.1
영업이익율(%)	11.8	10.1	16.6	17.7	20.3
EBITDA Margin(%)	19.8	19.5	24.0	24.5	24.7
지배주주순이익율(%)	6.9	12.7	16.5	15.3	17.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1.3	109.5	73.2	50.5	47.0
당기순이익	17.5	32.5	54.5	61.9	92.3
비현금항목의 가감	50.7	45.2	31.1	42.6	44.7
유형자산감가상각비	22.3	24.6	23.0	26.3	23.0
무형자산감가상각비	0.7	0.9	1.6	1.2	0.9
지분법평가손익	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
기타	27.7	19.9	6.5	15.1	20.8
영업활동자산부채증감	-64.8	36.7	-5.3	-38.3	-68.6
매출채권및기타채권의감소	-25.7	53.0	-14.7	-19.1	-32.2
재고자산의감소	-13.2	-12.9	1.0	-28.5	-47.9
매입채무및기타채무의증가	-0.4	-7.3	6.0	7.3	9.9
기타	-25.5	3.9	2.4	2.0	1.6
기타현금흐름	-2.1	-4.9	-7.1	-15.7	-21.4
투자활동 현금흐름	-82.4	-86.5	-38.7	11.3	11.3
유형자산의 취득	-43.2	-82.8	-50.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.4	2.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-40.0	-17.5	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	11.3	11.3	11.3	11.3
재무활동 현금흐름	81.4	-11.0	-12.4	-12.4	-12.4
차입금의 증가(감소)	92.5	0.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-9.4	-9.4	-10.1	-10.1	-10.1
기타	-1.7	-2.4	-2.3	-2.3	-2.3
기타현금흐름	-0.4	1.4	-8.7	-8.7	-8.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-0.1	13.3	13.5	40.8	37.3
기초현금 및 현금성자산	50.2	50.1	63.4	76.9	117.7
기말현금 및 현금성자산	50.1	63.4	76.9	117.7	155.0

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	348.4	330.1	354.9	441.3	557.1
현금 및 현금성자산	50.1	63.4	76.9	117.7	155.0
단기금융자산	40.0	57.5	57.5	57.5	57.5
매출채권 및 기타채권	122.1	69.8	84.6	103.7	135.8
재고자산	120.7	127.0	126.0	154.5	202.4
기타유동자산	15.5	12.4	9.9	7.9	6.4
비유동자산	327.1	391.8	417.2	389.7	365.8
투자자산	13.8	11.3	11.3	11.3	11.3
유형자산	277.0	336.1	363.2	336.8	313.8
무형자산	13.5	16.5	14.9	13.8	12.9
기타비유동자산	22.8	27.9	27.8	27.8	27.8
자산총계	675.4	721.9	772.1	831.0	922.9
유동부채	83.7	133.3	139.3	146.5	156.5
매입채무 및 기타채무	38.3	34.5	40.5	47.8	57.7
단기금융부채	30.6	73.4	73.4	73.4	73.4
기타유동부채	14.8	25.4	25.4	25.3	25.4
비유동부채	204.8	85.6	85.6	85.6	85.6
장기금융부채	165.0	47.5	47.5	47.5	47.5
기타비유동부채	39.8	38.1	38.1	38.1	38.1
부채총계	288.5	218.9	224.9	232.1	242.1
지배지분	384.6	503.1	547.7	599.7	682.2
자본금	9.4	10.1	10.1	10.1	10.1
자본잉여금	225.9	315.6	315.6	315.6	315.6
기타자본	11.2	14.4	14.4	14.4	14.4
기타포괄손익누계액	2.3	3.7	3.5	3.3	3.1
이익잉여금	135.7	159.4	204.2	256.4	339.1
비지배지분	2.4	-0.1	-0.5	-0.8	-1.4
자본총계	386.9	503.0	547.2	598.9	680.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,041	1,780	2,721	3,089	4,605
BPS	20,445	24,966	27,177	29,757	33,853
CFPS	3,626	3,984	4,246	5,186	6,796
DPS	500	500	500	500	500
주기배수(배)					
PER	65.1	50.0	43.8	50.1	33.6
PER(최고)	89.4	67.9	49.2		
PER(최저)	57.9	33.7	24.5		
PBR	3.32	3.56	4.39	5.20	4.57
PBR(최고)	4.55	4.84	4.93		
PBR(최저)	2.95	2.40	2.45		
PSR	4.47	6.33	7.25	7.67	5.86
PCFR	18.7	22.3	28.1	29.9	22.8
EV/EBITDA	24.5	33.6	30.8	31.7	23.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	53.7	31.0	18.5	16.3	10.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3
ROA	2.8	4.6	7.3	7.7	10.5
ROE	5.4	7.8	10.4	10.9	14.5
ROIC	7.4	4.1	9.5	10.4	14.9
매출채권회전율	2.6	2.9	4.3	4.3	4.4
재고자산회전율	2.5	2.2	2.6	2.9	3.0
부채비율	74.6	43.5	41.1	38.8	35.6
순차입금비율	27.3	0.0	-2.5	-9.1	-13.5
이자보상배율	5.5	3.6	7.1	9.3	13.9
총차입금	195.6	120.9	120.9	120.9	120.9
순차입금	105.5	0.0	-13.6	-54.3	-91.6
EBITDA	56.5	53.3	79.6	99.4	131.8
FCF	-50.3	0.6	20.2	47.4	42.7

Compliance Notice

- 당사는 2월 9일 현재 '에스티팜(237690)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

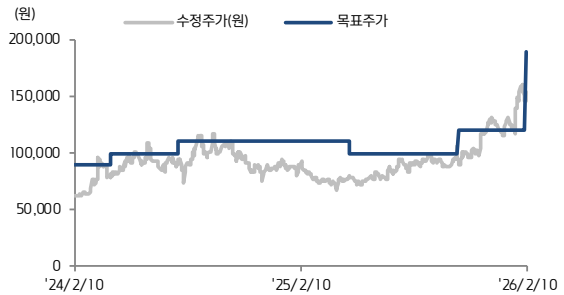
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
에스티팜	2024-04-08	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-8.40	9.60
(237690)	2024-07-26	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-8.12	6.36
	2024-11-04	Outperform(Downgrade)	110,000원	6개월	-13.36	6.36
	2025-04-30	BUY(Upgrade)	100,000원	6개월	-13.78	5.70
	2025-10-22	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-0.30	33.83
	2026-02-10	BUY(Maintain)	190,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

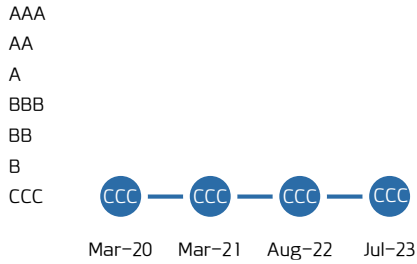
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/01/01~2025/12/31)

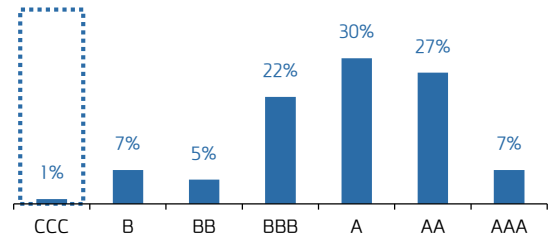
매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터
Universe: MSCI ACWI Index 헬스케어 장비 및 공급 81개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	2.8	5.7		
환경	6.9	9.2	5.0%	
탄소 배출	6.9	9.2	5.0%	
사회	3.6	5.2	40.0%	▼0.3
인력 자원 개발	3.9	4.5	24.0%	▼0.1
제품 안전과 품질	3.2	6.3	16.0%	▼0.6
지배구조	1.9	5.7	55.0%	▲0.7
기업 지배구조	1.3	6.6		
기업 활동	6.6	5.9		▲1.7

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
	There are no recent new controversies or updates to ongoing controversies for this company.

자료: 키움증권 리서치센터

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (헬스케어 장비 및 공급)	탄소 배출	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Joinn Laboratories China Co Ltd	●	●	●●●●	●●	●	BB	◀▶
Syngene International Ltd	●●	●	●●●●	●	●	BB	▼
Shanghai Medicilon Inc	●	●	●●●●	●●	●	B	◀▶
에스티팜	●	●●	●	●	●●	CCC	◀▶
레고켐바이오	●	●●	●●●●	●	●	CCC	◀▶
셀리버리	●	●	●●●●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●
등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
자료: MSCI, 키움증권 리서치센터