

에스티팜 (237690.KQ)

3Q25P Review: 이익 구조의 전환

투자의견

BUY(유지)

목표주가

130,000 원(유지)

현재주가

100,800 원(10/29)

시가총액

2,086(십억원)

바이오/제약 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

RA 이다빈_02)368-6144_db23@eugenefn.com

- **투자의견 BUY 및 목표주가 13만원 유지:** 구조적으로 성장하는 RNA 치료제 시장의 수혜주
 - ① 올리고뉴클레오타이드 수출 확대가 실적 성장의 핵심 동력으로 고마진 구조가 지속되고 있음
 - ② **2025년은 수익성 전환과 성장 궤도 진입의 시작:** 2분기에 이어 3분기에도 영업이익률이 20%에 근접
 - ③ 2026년에도 주요 글로벌 고객사들의 생산 확대와 신약 승인에 따라 매출 성장은 지속될 전망
 - ④ 에이즈 치료제 신약 후보 피르미테그라비르(Pirmitegravir, STP-0404)의 기술 이전도 기대
- **2025년 3분기 잠정 실적 발표:** 연결 매출액 819억원(+32.7%yoy), 영업이익 147억원(+141.6%yoy, 영업이익률 18.0%)로 당사 및 시장 컨센서스를 큰 폭 상회. 고수익 올리고 매출 증가에 따라 영업이익률이 큰 폭으로 상승하면서 2025년 초 제시한 매출 가이던스(당사 예상치와 유사)를 무난히 달성할 전망. 고객사 RNA 신약(올레자르센으로 추정됨)의 적응증 확대(sHTG, severe Hypertriglyceridemia)로 2026년 실적 고성장에 대한 기대가 가능함
- **피르미테그라비르:** 글로벌 임상 2a 중간 결과가 10월 IDWeek(Infectious Diseases Week) 2025에서 초록으로 공개
 - HIV-1 ALLINI(allosteric integrase inhibitor, 비촉매부위 인테그라제 억제제)로서 인체 내 항바이러스 활성을 입증
 - 단독 효과는 기존 치료제들(INSTI 기전)보다 낮지만 기전 차이에 따른 내성 극복 가능성과 병용 요법을 통한 효과 극대화 전략은 여전히 유효, 기존 항바이러스 제제를 보완한 글로벌 제약사로 기술 이전 가능성 기대
 - 고용량(600mg) 코호트 데이터를 확인할 필요가 있음, 2026년 초 공개 전망

주가(원,10/29) 100,800
시가총액(십억원) 2,086

발행주식수 20,697천주
52주 최고가 108,500원
최저가 66,600원
52주 일간 Beta 0.21
60일 일평균거래대금(십억원) 164억원
외국인 지분율 6.2%
배당수익률(2025E) 0.5%

주주구성
동아쏘시오홀딩스 (외 5인) 37.7%
에스티팜우리사주 (외 1인) 0.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	6.0	4.8	-14.7
절대기준	12.5	28.9	6.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	130,000	130,000	-
영업이익(25)	49	48	▲
영업이익(26)	65	62	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	285	274	335	391
영업이익	34	28	49	65
세전손익	23	43	47	69
당기순이익	18	32	41	62
EPS(원)	1,041	1,722	2,101	3,191
증감률(%)	8.8	65.4	22.0	51.9
PER(배)	65.1	51.6	48.0	31.6
ROE(%)	5.4	7.8	8.2	11.5
PBR(배)	3.3	3.6	3.8	3.5
EV/EBITDA(배)	24.7	34.8	28.7	23.1

자료: 유진투자증권

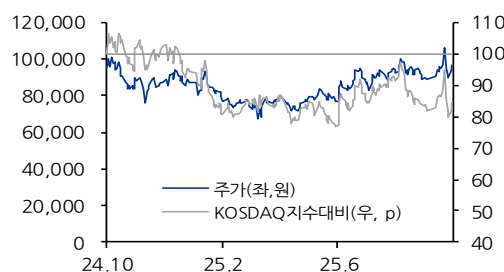


도표 1. 에스티팜 3Q25 실적 Review 및 4Q25 실적 전망(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	3Q25P					4Q25E			2024	2025E		2026E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq		당사 예상치	yoy	당사 예상치	yoy
매출액	81.9	59.8	37.0	67.0	22.2	132	113.9	61.2	274	335	22.2	391	16.9
영업이익	14.7	4.1	260.6	8.1	81.5	20.1	230.1	36.7	28	49	76.2	65	33.6
지배순이익	20.5	8.6	139.0	13.6	50.0	17.2	17.6	(16.1)	35	42	22.0	64	51.9
영업이익률	18.0	6.8	11.2	12.1	5.9	15.3	5.4	(2.7)	10.1	14.6	4.5	16.7	2.1
지배순이익률	25.0	14.3	10.7	20.3	4.6	13.0	(10.7)	(12.0)	12.7	12.7	(0.0)	16.4	3.8

자료: 에스티팜, FnGuide, 유진투자증권
주: 2025년 3분기 잠정 실적은 당기순이익 기준

도표 2. 에스티팜 실적 추정치 조정: 소폭 조정

(단위: 십억원, %, %p)	2024	NEW			OLD			Change		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	274	335	391	440	344	388	450	(26)	08	(22)
영업이익	28	49	65	86	48	62	82	1.3	4.7	4.6
지배순이익	35	42	64	83	42	62	80	2.0	4.0	4.3
영업이익률	10.1	14.6	16.7	19.6	14.0	16.0	18.3	0.6	0.6	1.3
지배순이익률	12.7	12.7	16.4	18.9	12.1	15.9	17.7	0.6	0.5	1.2

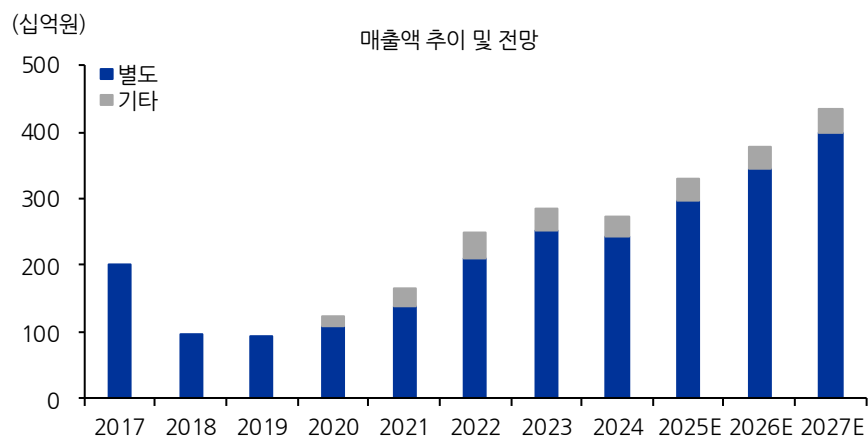
자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 3. 에스티팜 시가총액(좌), 매출액(우) 및 이벤트 차트



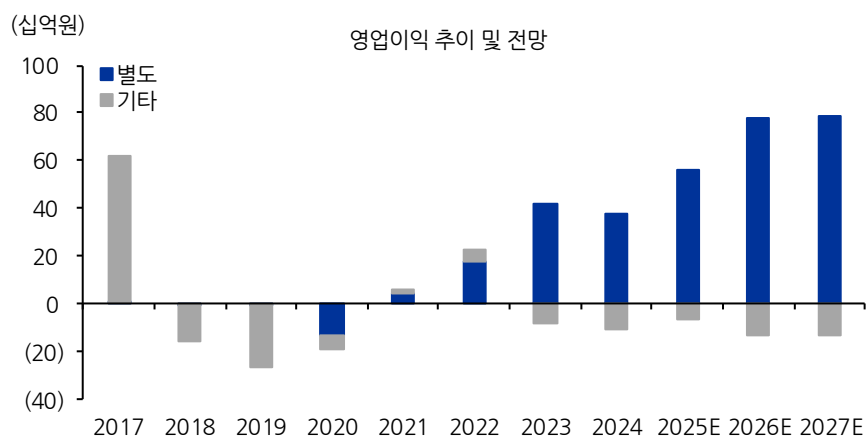
자료: Quantivise, 유진투자증권
주: 2025E 예상 실적은 당사 추정치

도표 4. 에스티팜 연도별 매출액 추이 및 전망



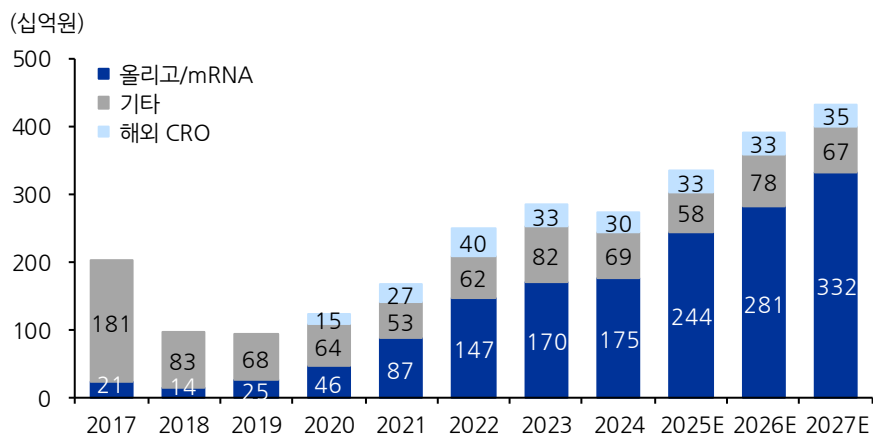
자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 5. 에스티팜 연도별 영업이익 추이 및 전망



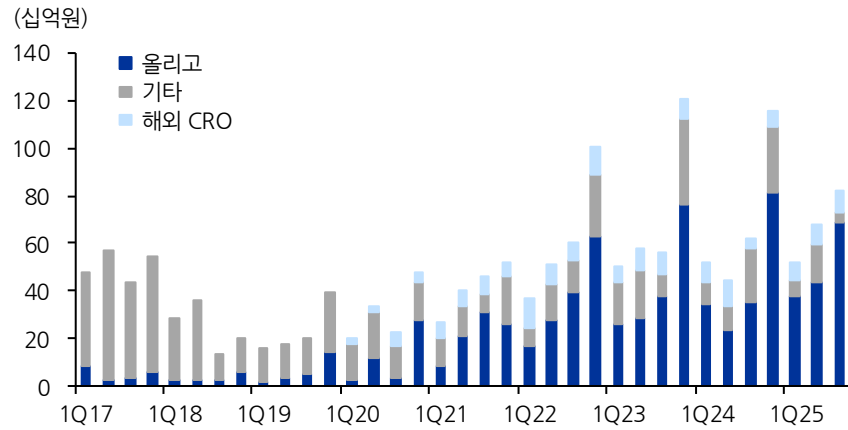
자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 6. 에스티팜 부문별 연간 매출액 추이 및 전망



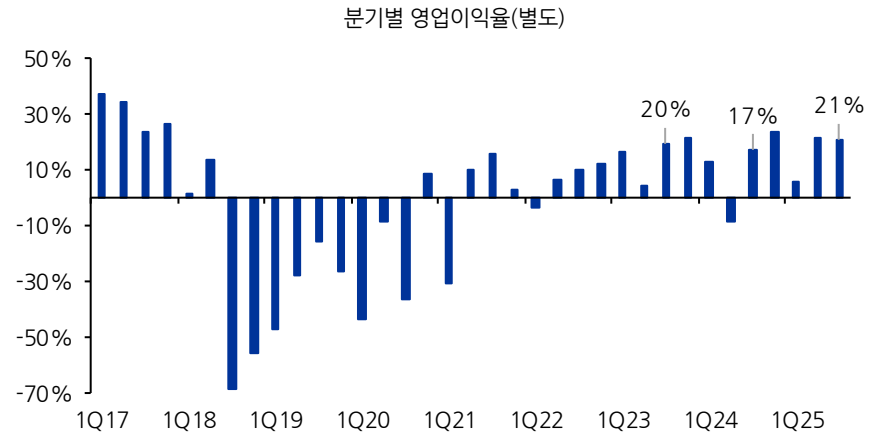
자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 7. 에스티팜 부문별 분기별 매출액 추이(연결 기준)



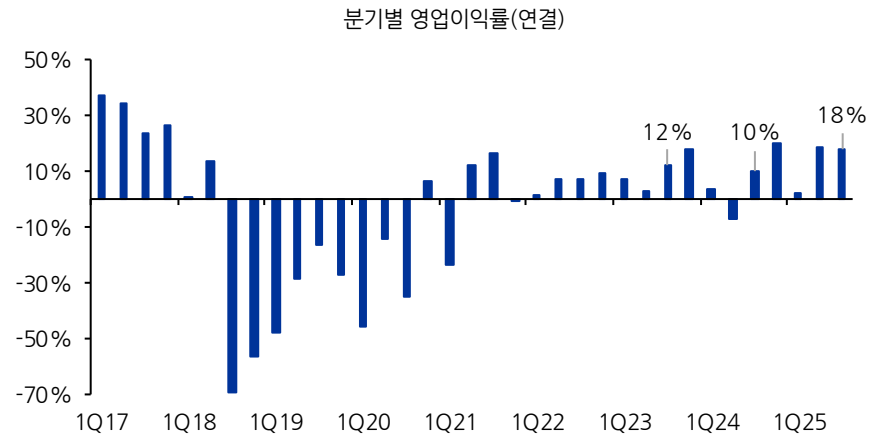
자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 8. 에스티팜 분기별 영업이익률 추이(별도 기준)



자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 9. 에스티팜 분기별 영업이익률 추이(연결 기준)



자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 10. 2023~2025 년 올리고 프로젝트 수주 현황(2025 년 10 월 말 기준)

프로젝트(적응증)	수주연도	기간	수주 총액(\$mn)	수주 잔고(\$mn)	진행률
고지혈증	2023	2023.03~2024.12	48.5	-	100%
	2024	2024.08~2025.12	63.3	63.3	0%
척수성 근위축증	2023	2023.03~2024.05	9.0	9.0	100%
골수 이형성 증후군	2023	2023.02~2024.06	8.6	-	100%
		2023.05~2024.12	27.3	15.8	58%
		2023.06~2024.12	8.6	-	100%
	2024	2024.08~2025.12	35.7	10.6	30%
		2024.12~2026.12	10.5	10.5	0%
	2025	2025.03~2026.12	27.5	27.5	0%
		2025.06~2026.09	13.3	13.3	0%
		2025.08~2026	7.7	7.7	0%
가족성 킬로미크론혈증	2024	2024.06~2024.12	4.5	-	100%
고중성지방혈증	2024	2024.11~2025.06	19.3	19.3	0%
	2025	2025.04~2025.10	13.1	13.1	0%
유전성 혈관부종	2024	2024.06~2024.12	1.7	-	100%
		2024.11~2025.12	1.7	1.7	0%
동맥경화증	2023	2023.01~2024.03	14.5	-	100%
	2024	2024.06~2024.12	3.1	-	100%
	2025	2025.03~2026.03	14.7	14.7	0%
만성 B형 간염	2025	2025.03~2025.09	15.2	15.2	0%
기타	2023~2025년 현재		52.4	39.6	24%
합계(\$mn, 2023년~2025년 현재)			400.2	261.3	35%
합계(십억원, 환율 1,400원/달러 가정)			560.3	365.8	

자료: 에스티팜, 유진투자증권

주: 당사가 집계한 수주 현황에는 2025 년 3 분기에 납품된 수주는 반영되지 않아 에스티팜이 제시한 금액과 차이가 있을 수 있음(에스티팜은 2025 년 3 분기 실적 발표에서 현재 올리고 수주 잔고를 약 2,780 억원으로 언급)

도표 11. 에스티팜 전환사채 발행 현황

회사	발행일	전환청구 기간	전환가액 (발행당시)	미상환 총액	2025 년 9 월 24 일 기준 전환가액 / 전환 가능 주식 수 (현재 주식 수 대비 %)
1회	2020.12.11	2021.12.11 ~2025.11.11	98,183 원	2025.09.08 상환완료	-
2회	2023.08.09	2024.08.09 ~2028.07.09	79,648 원	624.8 억원	79,648원/784,402 주 (3.9%)
합계	-	-	-	624.8 억원	784,402주 (현재 주식 수의 약 3.9%)

자료: 에스티팜 사업보고서, 유진투자증권

에스티팜(237690.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	675	722	760	821	899
유동자산	348	330	346	394	500
현금성자산	90	73	68	69	139
매출채권	122	70	87	106	119
재고자산	121	127	130	158	179
비유동자산	327	392	414	427	399
투자자산	37	39	33	34	36
유형자산	277	336	365	377	349
기타	13	17	16	15	15
부채총계	289	219	228	235	240
유동부채	84	133	143	149	153
매입채무	38	35	25	30	34
유동성이자부채	31	73	93	93	93
기타	15	25	26	26	26
비유동부채	205	86	85	86	86
비유동이자부채	180	62	64	64	64
기타	25	24	21	22	22
자본총계	387	503	532	586	659
지배지분	385	503	533	587	660
자본금	9	10	10	10	10
자본잉여금	226	316	316	316	316
이익잉여금	136	159	192	246	319
기타	13	18	15	15	15
비지배지분	2	(0)	(1)	(1)	(1)
자본총계	387	503	532	586	659
총차입금	210	135	157	157	157
순차입금	120	62	89	88	18

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	1	109	51	52	82
당기순이익	18	32	41	62	80
자산상각비	23	26	27	29	29
기타비현금성손익	28	20	10	3	4
운전자본증감	(65)	37	(21)	(42)	(31)
매출채권감소(증가)	(26)	53	(21)	(19)	(14)
재고자산감소(증가)	(13)	(13)	(6)	(28)	(20)
매입채무증가(감소)	(0)	(7)	14	5	4
기타	(25)	4	(9)	(0)	(0)
투자현금	(82)	(87)	(33)	(41)	(2)
단기투자자산감소	(40)	(9)	12	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	43	83	47	54	4
유형자산처분	0	0	0	14	4
무형자산처분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	81	(11)	(14)	(10)	(10)
차입금증가	91	(1)	(4)	0	0
자본증가	(9)	(9)	(10)	(10)	(10)
배당금지급	9	9	10	10	10
현금 증감	(0)	13	3	0	71
기초현금	50	50	63	66	66
기말현금	50	63	66	66	137
Gross Cash flow	68	78	79	94	113
Gross Investment	107	41	67	83	32
Free Cash Flow	(39)	37	12	11	81

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	285	274	335	391	440
증가율(%)	14.3	(3.9)	22.2	16.9	12.5
매출원가	173	178	201	234	259
매출총이익	112	96	133	157	181
판매 및 일반관리비	79	68	84	92	95
기타영업손익	11	(13)	23	9	3
영업이익	34	28	49	65	86
증가율(%)	87.7	(17.4)	76.3	33.6	32.0
EBITDA	57	53	76	94	115
증가율(%)	59.5	(5.8)	42.5	23.9	22.0
영업외손익	(10)	15	(2)	4	3
이자수익	2	5	4	8	7
이자비용	6	8	8	8	8
지분법손익	0	(0)	0	0	0
기타영업외손익	(6)	18	3	4	4
세전순이익	23	43	47	69	89
증가율(%)	21.4	83.0	10.5	46.5	29.2
법인세비용	6	10	6	7	9
당기순이익	18	32	41	62	80
증가율(%)	0.0	85.3	25.7	52.6	29.2
지배주주지분	20	35	42	64	83
증가율(%)	8.8	77.3	22.0	51.9	29.2
비지배지분	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)
EPS(원)	1,041	1,722	2,101	3,191	4,124
증가율(%)	8.8	65.4	22.0	51.9	29.2
수정EPS(원)	1,041	1,722	2,101	3,191	4,124
증가율(%)	8.8	65.4	22.0	51.9	29.2

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,041	1,722	2,101	3,191	4,124
BPS	20,445	24,966	26,434	29,125	32,749
DPS	500	500	500	500	500
밸류에이션(배, %)					
PER	65.1	51.6	48.0	31.6	24.4
PBR	3.3	3.6	3.8	3.5	3.1
EV/ EBITDA	24.7	34.8	28.7	23.1	18.3
배당수익률	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
PCR	18.7	23.1	25.6	21.6	18.0
수익성(%)					
영업이익률	11.8	10.1	14.6	16.7	19.6
EBITDA이익률	19.8	19.5	22.7	24.1	26.1
순이익률	6.1	11.9	12.2	15.9	18.3
ROE	5.4	7.8	8.2	11.5	13.3
ROIC	5.5	4.0	7.2	9.2	11.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	31.0	12.3	16.7	15.1	2.7
유동비율	416.0	247.7	241.5	264.7	326.3
이자보상배율	5.5	3.6	6.3	8.4	11.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	2.6	2.9	4.3	4.1	3.9
재고자산회전율	2.5	2.2	2.6	2.7	2.6
매입채무회전율	7.2	7.5	11.3	14.3	13.7

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

