

에스티팜 (237690.KQ)

대사질환으로 확장하는 RNA 치료제

투자의견

BUY(유지)

목표주가

170,000 원(상향)

현재주가

139,600 원(01/23)

시가총액

2,890(십억원)

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

- 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 17만원으로 상향: 2027년 예상 EPS(종전 2026년)에 Target P/E 40배 적용
- 투자 포인트: 올리고뉴클레오타이드 CDMO로서 글로벌 고객사에 임상용에서 상업화 스케일까지 API 공급
 - ① 대사질환 치료제로 적응증을 확장하면서 구조적 성장계도가 진입한 RNA 치료제 시장 확대 시대의 수혜주
 - ② 2025년 분기별 실적에서 수익성 전환과 성장 궤도에 진입한 것을 보여줌: 영업이익률 20%에 근접
 - ③ 고객사 파이프라인 상업화로 원료 올리고뉴클레오타이드 수출 확대가 실적 성장의 핵심 동력으로 자리잡음
 - ④ 2028년까지 연평균 30%yoy에 가까운 영업이익 성장 전망
- 이상지질혈증 치료제로 적응증을 확장하는 RNA 치료제
 - ① 렉비오(인클리시란, PCSK9 저해 siRNA, 노바티스)에 이어 FCS(familial Chylomicronemia Syndrome), sHTG(severe HyperTriGlyceridermia)에서도 상업화되며 심장대사질환 분야에 RNA 신약들이 영역을 확장하고 있음
 - ② 트린골자(올레자르센, APOC-III 타겟 ASO, 아이오니스)의 적응증 확대(FCS → sHTG), 아이오니스는 peak sales를 \$2bn 이상으로 제시. 에스티팜이 최근 수주받은 원료 의약품일 것으로 추정됨, 수주액은 초도 물량으로 1년 내 \$56.3mn(852억원으로 2026년 12월까지 공급 예정, 에스티팜 2025년 예상 매출액의 약 24%에 해당)
 - ③ 리덴플로(플로자시란, APOC-III 타겟 siRNA, 애로우헤드)로 FCS에서 신약 승인 후 sHTG 임상 3상 진행 중, 2026년 말 신약 승인 신청 후 2027년 하반기 적응증 확대 예상
 - ④ 2027년에는 펠라카르센(Lp(a) 타겟 siRNA, 노바티스)의 상업화 기대, 임상 3상 Lp(a)/HORIZON임상 진행 중, 2026년 상반기 임상 결과 확인 후 2027년 상업화 예상, 에스티팜이 현재 임상 원료를 공급 중인 것으로 추정됨

주가(원,01/23) 139,600
시가총액(십억원) 2,890

발행주식수 20,702천주
52주 최고가 144,200원
최저가 66,600원
52주 일간 Beta 0.49
60일 일평균거래대금(십억원) 266억원
외국인 지분율 0.0%
배당수익률(2025E) 0.4%

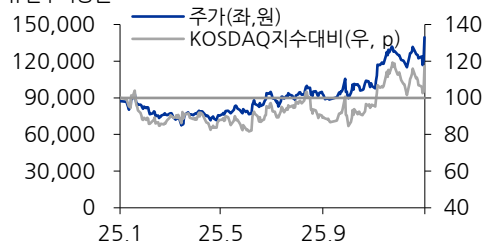
주주구성
동아쏘시오홀딩스 (외 5인) 37.7%
국민연금공단 (외 1인) 5.0%

주가상승(%) 1M 6M 12M
상대기준 3.7 25.1 22.4
절대기준 11.8 47.3 59.7

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	-
목표주가	170,000	130,000	▲
영업이익(25)	49	49	-
영업이익(26)	65	65	-

12월 결산(십억원)	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액	274	335	391	440
영업이익	28	49	65	86
세전손익	43	47	69	89
당기순이익	32	41	62	80
EPS(원)	1,722	2,101	3,191	4,124
증감률(%)	65.4	22.0	51.9	29.2
PER(배)	51.6	66.4	43.7	33.9
ROE(%)	7.8	8.2	11.5	13.3
PBR(배)	3.6	5.3	4.8	4.3
EV/EBITDA(배)	34.8	39.2	31.7	25.3

자료: 유진투자증권



투자의견 BUY 유지, 목표주가 17 만원으로 상향

목표주가 상향: 에스티팜의 목표주가를 2027 년 예상 EPS(중전 2026 년)에 Target P/E 40 배(유지)를 적용하여 상향한다. 2025 년 실적에서 올리고 CDMO 중심의 수익성 개선이 확인되고, 수주 잔고 및 신규 프로젝트 확보로 중기 실적 가시성이 높아졌다고 판단하여 밸류에이션 적용 기준연도를 2027 년으로 이연하였다. 제 2 올리고 등이 2025 년 하반기부터 일부 임상용 시료 생산을 위해 조기 가동을 시작하면서 2027 년 이후에는 가동률 상승 및 공정 효율화, 상업화 물량 생산 확대로 성장 궤도 구간에 본격 진입할 전망이다.

구조적 성장 궤도에 진입한 RNA 치료제 시장 확대 추세에 부합, 영업이익률 20%대, 이익 성장률 30%yoy 예상

에스티팜의 투자 포인트는 다음과 같다. 첫째, 대사질환 치료제로 적응증을 확장하면서 구조적 성장 궤도에 진입한 RNA 치료제 시장 확대 시대의 수혜주이다. 이상지질혈증 영역에서는 이미 RNA 기반 상업화 제품이 존재하며, 2024 년 말~2025 년에 FCS 에서 APOC-III 표적 올리고 치료제 2 개가 FDA 에 승인되며 심장 대사(cardio-metabolic)치료제 영역에서 RNA 상업화가 확대되고 있다. 둘째, 2025 년 분기별 실적에서 20%에 근접하는 영업이익률을 기록하며 수익성 전환과 성장 궤도에 진입한 것이 확인되고 있다. 셋째, 고객사들의 파이프라인 상업화로 원료 올리고뉴클레오타이드 수출 확대가 실적 성장을 견인하고 있다. 지난 1 월 23 일 미국 바이오텍과 1 년 이내 공급량이 825 억원에 달하는 상업화 물량의 올리고 API 계약을 체결했고, 이는 아이오니스의 트린골자가 sHTG 적응증으로 판매되는 상업화 원료 초도 물량인 것으로 추정된다. 아이오니스는 트린골자의 peak sales 를 \$2bn 이상으로 예상하고 있어 동 원료 생산량은 추가로 증가할 것으로 예상된다. 넷째, 위와 같은 매출 성장 및 수익성 개선으로 2028 년까지 연평균 30%yoy 에 가까운 영업이익 성장률이 예상된다.

도표 1. 에스티팜 시가총액(좌), 영업이익(우) 및 이벤트 차트



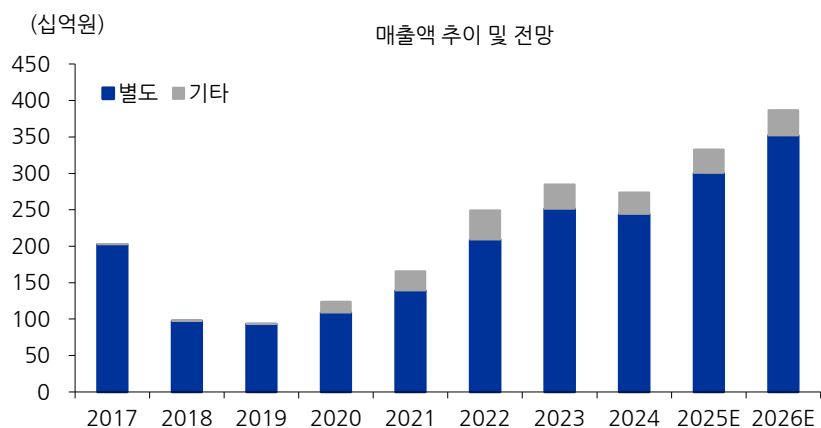
주: 예상 영업이익은 당사 추정치 기준
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 2. 에스티팜 4Q25 연결 실적 Preview (연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E					2024	2025E		2026E	
				당사 예상치	yoy	qoq	시장 컨센서스	과리율		당사 예상치	yoy	당사 예상치	yoy
매출액	52	68	82	132	113.9	93.4	127	4.1	274	335	22.2	391	16.9
영업이익	1.0	12.9	14.7	20.1	230.1	55.8	25.9	(22.3)	28	49	76.2	65	33.6
지배순이익	1.0	5.4	17.6	17.2	17.6	217.1	24.3	(29.3)	35	41	18.8	64	56.0
영업이익률	2.0	18.9	18.0	15.3	113.9	93.4	20.4	(5.2)	10.1	14.6	4.5	16.7	2.1
지배순이익률	2.0	7.9	21.5	13.0	230.1	55.8	19.2	(6.1)	12.7	12.3	(0.4)	16.4	4.1

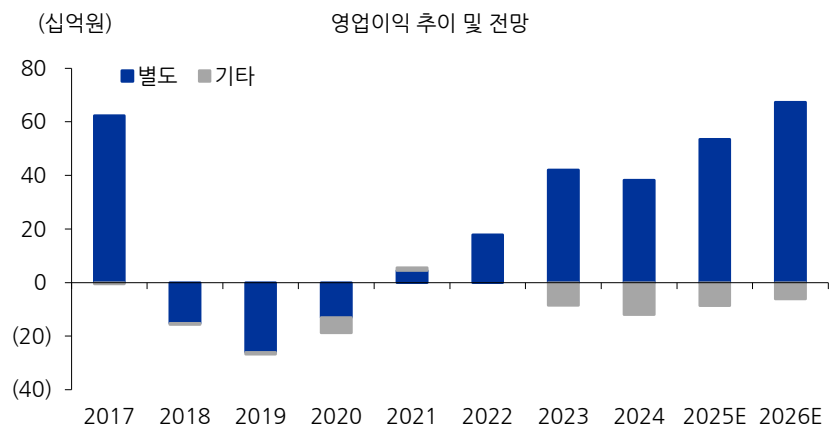
자료: 에스티팜, FnGuide, 유진투자증권

도표 3. 에스티팜 연도별 매출액 추이 및 전망



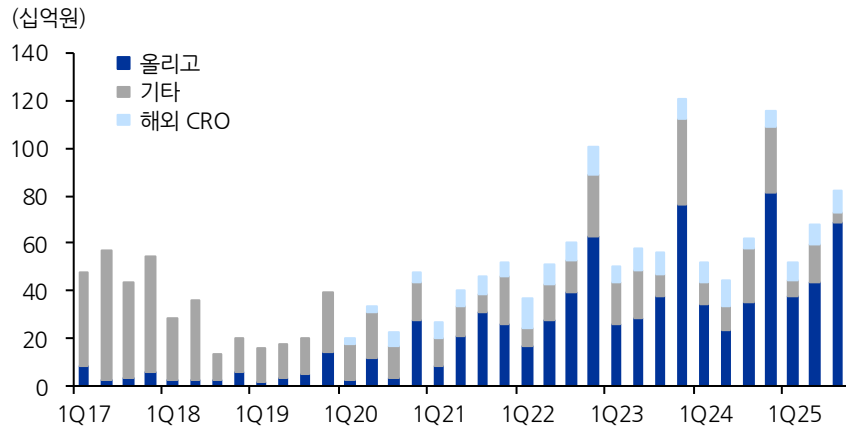
자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 4. 에스티팜 연도별 영업이익 추이 및 전망



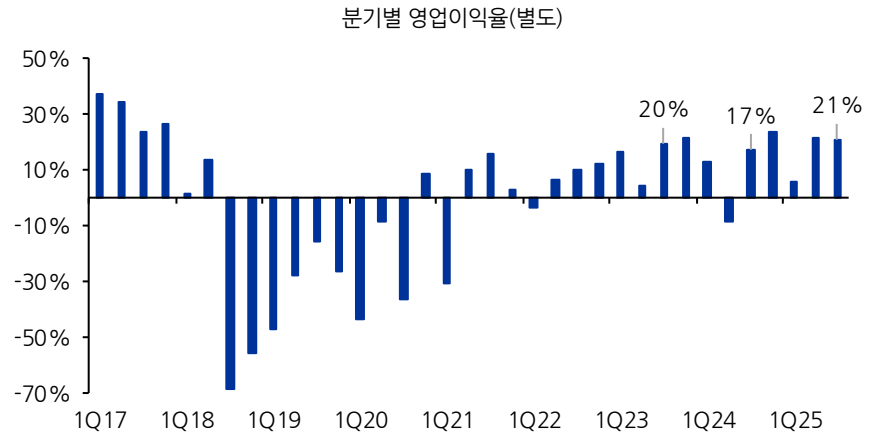
자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 5. 에스티팜 부문별 분기별 매출액 추이(연결 기준)



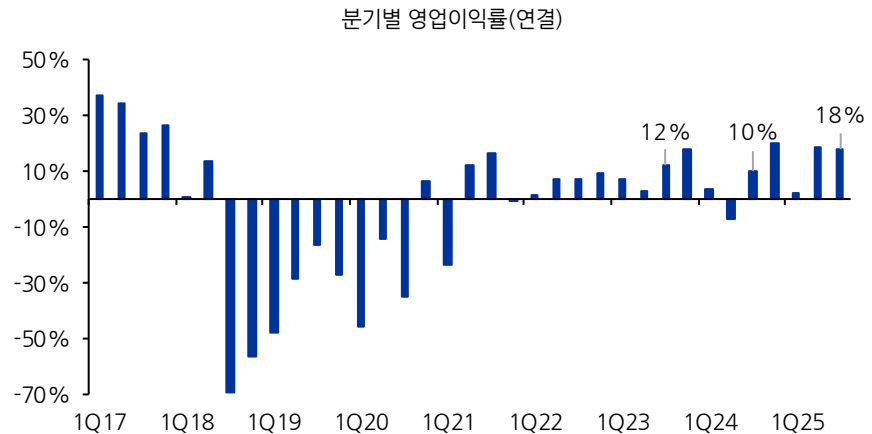
자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 6. 에스티팜 분기별 영업이익률 추이(별도 기준)



자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 7. 에스티팜 분기별 영업이익률 추이(연결 기준)



자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 8. 2023~2026 년 올리고 프로젝트 수주 현황(2026 년 1 월 말 기준)

프로젝트(적응증)	수주연도	기간	수주 총액(\$mn)	수주 잔고(\$mn)	진행률
고지혈증	2023	2023.03~2024.12	48.5	0.0	100%
	2024	2024.08~2025.12	63.3	33.5	47%
척수성 근위축증	2023	2023.03~2024.05	9.0	9.0	0%
	2025	2025.02~2025.06	4.3	0.0	100%
골수 이형성 증후군	2023	2023.02~2024.06	8.6	0.0	100%
		2023.05~2024.12	27.3	6.1	78%
		2023.06~2024.12	8.6	0.0	100%
	2024	2024.08~2025.12	35.7	11.0	69%
		2024.12~2026.12	10.5	10.5	0%
	2025	2025.01~2027.12	14.5	14.5	0%
		2025.03~2026.06	27.8	27.8	0%
		2025.06~2026.09	13.3	13.3	0%
		2025.07~2026.12	7.7	7.7	0%
가족성 킬로미크론혈증	2024	2024.06~2024.12	4.5	0.0	100%
	2025	2025.03~2025.12	11.0	11.0	0%
		2025.06~2026.04	16.6	16.6	0%
고중성지방혈증	2024	2024.11~2025.06	18.0	0.0	100%
	2025	2025.04~2025.10	13.1	13.1	0%
	2026	2026.01~2026.12	56.3	56.3	0%
유전성 혈관부종	2024	2024.06~2024.12	1.7	0.0	100%
		2024.11~2025.12	1.7	1.7	0%
동맥경화증	2023	2023.01~2024.03	14.5	0.0	100%
	2024	2024.06~2024.12	3.1	0.0	100%
	2025	2025.03~2026.03	14.7	9.5	35%
만성 B형 간염	2023	2023.02~2023.12	7.8	0.0	100%
	2025	2025.03~2025.09	15.2	0.0	100%
기타	2023~2026년 현재		15.3	2.9	81%
합계(\$mn, 2023년~2026년 현재)			472.5	244.5	48%
합계(십억원, 환율 1,400원/달러 가정)			661.5	342.3	

자료: 에스티팜, 유진투자증권

주: 당사가 집계한 수주 현황에는 2025 년 4 분기에 납품된 수주는 반영되지 않아 에스티팜이 제시한 금액과 차이가 있을 수 있음(에스티팜은 2025 년 3 분기 실적 발표에서 당시 올리고 수주 잔고를 약 2,780 억원으로 언급)

도표 9. 에스티팜 전환사채 발행 현황

회차	발행일	전환청구 기간	전환가액 (발행당시)	미상환 총액	2026 년 1 월 23 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

심장대사질환 치료제로 적응증을 확장하는 RNA 치료제

심장대사 영역에서 RNA 치료제 상업화 확대

심장대사 영역에서 RNA 치료제는 상업화가 시작됐다. 이상지질혈증 치료제로 LDL-C (Low-Density Lipoprotein Cholesterol)를 강하하는 기전의 렉비오(PCSK9 siRNA)는 0-3개월 후 6개월마다 유지요법으로 승인돼 있고, TG(Triglycerides, 중성 지방)를 강하하는 트린골자(ASO), 리덴플로(siRNA)는 FCS 에서 APOC-III 를 타겟하여 각각 월/분기 1 회 투여로 승인됐다. Lp(a) 저해제는 아직 상업화된 RNA 치료제는 없지만 펠라카르센이 임상 3 상 진행 중이다. 질레베시란(AGT siRNA)도 고혈압 치료제로 임상 3 상 진행 중이다.

간 표적 전달 기술 의 표준화로 RNA 신약 개발 가속화

이처럼 RNA 치료제들이 심혈관 대사 질환에서 적응증을 확장 가능하게 하는 것은 '간 표적 전달'의 표준화다. GalNAc 결합을 통한 siRNA/ASO 는 간세포 (ASGPR)에 약물의 유입을 높여 효능을 끌어올리고, 분기·반기 등 저빈도 투여를 가능하게 하면서 주사 투여 횟수 감소시키고 복약 순응도를 개선하였다. IQVIA 는 심장대사질환(cardiometabolic)에서 RNA 파이프라인이 침투할 수 있는 영역 이 약 1/3 까지 가능할 것으로 전망하고 있다. 또한 LDL-C/TG/Lp(a)처럼 유전적 요인에 기반한 잔여 위험을 타겟별로 분해해 공략하기 쉬운 구조가 플랫폼 확장을 가속한다.

2026 년: 트린골자 와 리덴플로의 적응증 확장에 주목

2026 년에는 TG 강하 기전의 트린골자와 리덴플로가 FCS 치료제에서 sHTG 치료제로 적응증을 확장하는 것에 관심을 가져야 한다. 아이오니스는 트린골자를 sHTG 치료제로서 Breakthrough Therapy 지정에 기반하여 FDA 에 신약 승인 신청 예정이며, 애로우헤드도 sHTG(≥ 500 mg/dL) 환자 대상으로 SHASTA 3 상을 진행 중이다. 이처럼 RNA 치료제들의 임상적 혜택이 입증될 경우, 심장대사 RNA 의 처방 스펙트럼이 확장되며 새로운 치료제 시장이 생성될 것이다.

이상지질혈증 치료제: 3 가지 관점에서 RNA 치료제 개발 중

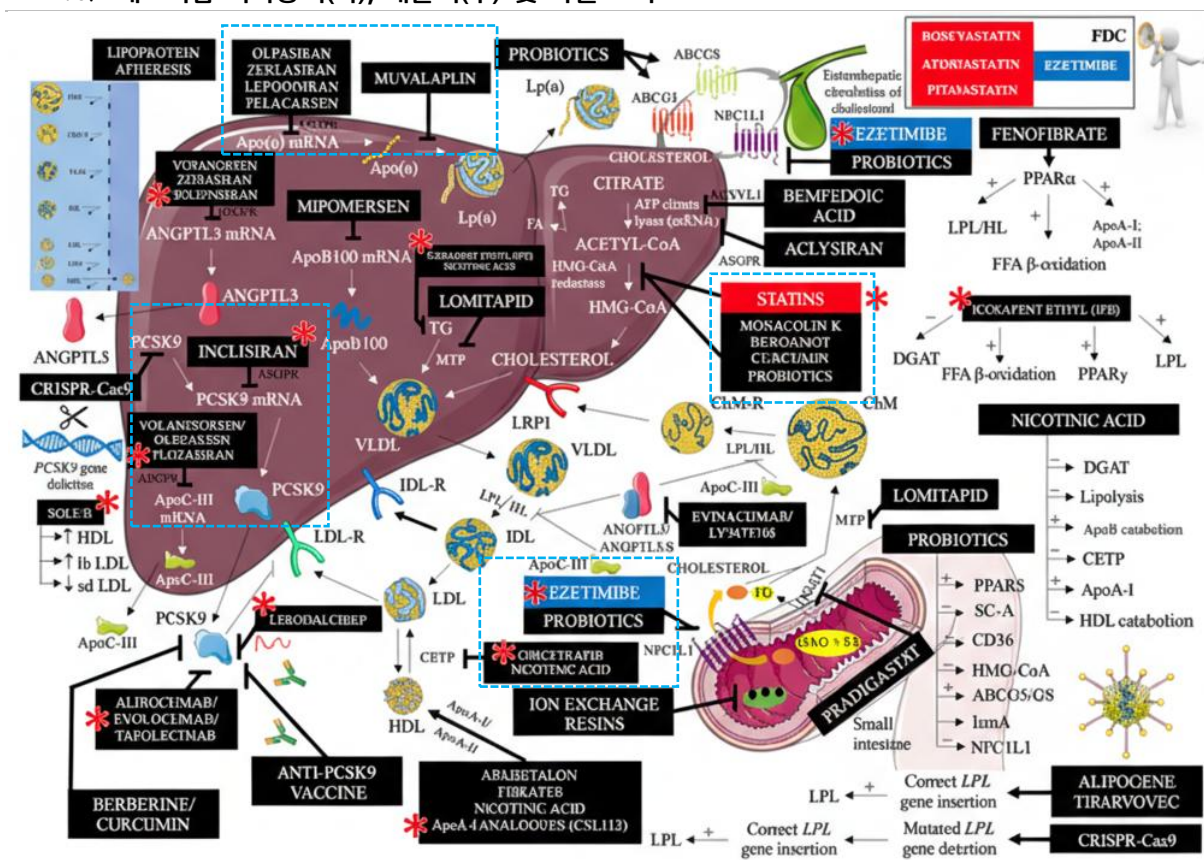
이상지질혈증
치료의 개인화가
가능해진다

3 가지 축에서
신약 개발 중

RNA 치료제들이 이상지질혈증 치료의 개인화를 가능하게 하고 있다. 지난 2024 년 4 월 6~8 일까지 애틀랜타에서 개최된 미국 심장학회(ACC) 과학 세션에서 여러가지 획기적인 임상 시험 결과가 발표되면서 새로운 이상지질혈증 치료제들의 상업화를 뒷받침하고 있다.

이상지질혈증 치료는 전통적으로 LDL-C(동맥경화 위험) 중심으로 발전해 왔으나, 최근에는 간을 표적으로 하는 RNA 치료제(ASO/siRNA)가 상업화되면서, 지질 관리의 축이 LDL-C 관점, TG 관점, Lp(a)관점으로 다변화되는 흐름이 나타나고 있다. 특히 RNA 치료제는 간 표적 전달(GalNAc 등)을 통해 약효 지속기간을 늘려 저빈도 투여(예: 반기 1 회) 같은 차별적 편의성을 제공할 수 있다는 점이 상업적 포지셔닝의 핵심이다.

도표 10. 에스티팜 시가총액(좌), 매출액(우) 및 이벤트 차트



자료: Breaking new ground in lipid management: Insights from the 2024 American College of Cardiology Scientific Sessions

1. LDL-C 강화 기전: PCSK9 pathway에 관여

첫 번째 관점은 LDL-C(PCSK9 pathway)를 강화(낮추는) 것이다. PCSK9 을 억제하면 LDL 수용체(LDLR) 분해가 줄어들어 혈중 LDL 제거가 증가하며, 이 기전으로 RNA 치료제를 상업화 사례가 노바티스의 렉비오(성분명 인클리시란, PCSK9 siRNA)이다. 렉비오는 첫 회 투여 후 3 개월, 이후 6 개월 간격으로 투여하고 LDL-C 강화의 지속성을 보이는 첫 RNA 치료제이다. 렉비오는 2021 년 12 월 FDA 승인 이후, 출시 3 년차인 2025 년 예상 매출액은 \$1bn 을 상회할 것으로 예상된다(2025 년 3 분기 누적 \$863mn 2024 년 3 분기 누적 \$531mn). 초기에는 낮은 침투율로 상업화 성공 여부에 대한 우려가 있었지만 2025 년 7 월 FDA 라벨 업데이트로 '스타틴 병용'요건이 제거되어 단독요법(1 차 치료제)으로 처방이 가능해지면서 처방 확대에 따라 매출이 증가하고 있는 것으로 추정된다. 향후 LDL-C 축에서 RNA 치료제의 확장 여부는 고위험군(ASCVD/HeFH) 침투율, 장기 순응도(반기 1 회 투여의 지속 사용), 비용-효과성 및 보험/급여 접근성에 좌우될 가능성이 높다. 다만 2026 년 이후에는경구 PCSK9 저해제의 등장으로 경쟁 환경이 구조적으로 변화할 수 있다. MSD(NYSE: MRK)가 경구 저분자 화합물로 PCSK9 저해제 enlicitide decanote(MK-0616)에 대해 2025 년 11 월 8 일 임상 3 상(CORALreef Lipids)에서 안전성 및 유효성 측면에서 긍정적 결과를 확보하였기 때문이다. MSD 는 2026 년 FDA 허가 신청을 준비하고 있으며, 경구라는 복용의 편의성 앞세워 블록버스터 의약품 후보로 기대하고 있다. 이 외에도 아스트라제네카는 경구 소분자 PCSK9 저해제 AZD7080(laroprovstat)를 임상 3 상 단계에서 개발하고 있으며, 2027 년 상반기 중 주요 결과 확인이 가능할 전망이다.

2. TG 강화 기전

두 번째 관점은 TG(APOC-III 관련)를 낮추는 것으로 "ASCVD"보다도 매우 높은 TG 에서의 급성췌장염 위험을 낮추는 것이 목표이며, 현재까지 RNA 치료제가 출시되면서 가능하게 된 치료 영역이다. 2024 년 12 월 FDA 가 아이오니스의 트린골자(성분명 올레자르센, ASO)을 FCS 에서 승인했고, 2025 년 11 월에는 애로우헤드의 리데미플로(플로자시란, siRNA)가 동일 적응증으로 승인되면서 APOC-III 저해 RNA 치료제가 실제 상업화 궤도에 진입했다. 또한 아이오니스는 올레자르센의 sHTG 적응증과 관련해 FDA 혁신 치료제 지정(BTD, Breakthrough Therapy designation)을 받았고, 2026 년 1 월 JPM 헬스케어 컨퍼런스에서 진행된 IR 에서는 sHTG 에서 연간 peak net sales 가이드언스를 \$2B 이상으로 상향했다. FCS(타겟 환자 미국 내 최대 3 천여명)에서 sHTG(타겟 환자 미국 내 최대 3 백만명)로 적응증 확장이 성공적으로 이어질 경우, TG 강화 치료에서 RNA 치료제의 시장 크기와 원료(API) 수요는 구조적으로 달라질 수 있고, 그 원료 생산을 국내 에스티팜이 담당하고 있다. 애로우헤드의 리데미플로는 sHTG 적응증에 대한 임상 3 상을 진행 중이며, 임상 결과는 2026 년 하반기에 확인, 2027 년 상반기 FDA 승인이 기대된다.

3. Lp(a) 강화 기전: 유전적 요인으로 인 한 잔여위험 감소가 목적

한편, 아직까지는 상업화되지 않았지만 후기 임상 진행되고 있고 2027 년 관련 치료제가 상업화될 것으로 예상되고 있는 세 번째 관점은 Lp(a)를 낮추는 것이다. Lp(a)는 유전적 요인이 큰 독립적 위험인자로 알려져 있으나 현재까지는 치료제가 없다. 현재 펠라카르센(HORIZON 임상 3 상, 노바티스/아이오니스), 올파시란(OCEAN(a)-Outcomes, 임상 3 상, 암젠) 등 주요 Lp(a) 표적 치료제가 임상 3 상에서 효과를 검증 중이며, 성공 시 LDL-C/TG 로 설명되지 않는 유전적 잔여 위험(residual risk)을 겨냥한 새로운 치료제가 출시될 예정이다. 펠라카르센의 임상 3 상 결과는 2026 년 상반기 확인 가능할 것으로 예상되며, FDA 승인을 통한 신약 출시는 2027 년으로 예상된다. 에스티팜은 현재 펠라카르센의 임상 원료를 생산 중이다.

도표 11. 이상지질혈증 치료에서 스타틴/ PCSK9/ APOC-III/ Lp(a) 의 역할 및 기전

타겟 분류	치료제 or 파이프라인	치료 목적	치료 기전	혈중 변화	임상 근거	설명
Statin (스타틴, HMG-CoA reductase 억제)	■ 아토바스타틴 ■ 로수바스타틴 등	■ LDL-C (apoB)과다 → ASCVD(심근경색, 뇌졸중 등 죽상동맥경화성 심혈관질환) 리스크의 기본 원인	■ 긴 내 콜레스테롤 합성 억제 → LDL수용체 발현/재활용을 높임 → 혈중 LDL 제거	■ 고강도 스타틴 처방 시 LDL-C 50% 이상 감소, 중등도:30~49% 감소	■ ASCVD 사건 감소 근거 중요 (표준 요법)	■ 가장 큰 시장 ■ 가장 확실한 임상 효과를 제시함 ■ 표준 요법
PCSK9 억제	■ mAb: 레파타, 프랄루엔트 ■ siRNA: 렉비오	■ 스타틴 처방 후에서 남는 잔여 LDL-C(apoB) 리스크 감소시키는 것이 목적	■ PCSK9 을 억제해 LDL 수용체 분해를 억제 → LDL 수용체 재활용 → 혈중 LDL 제거율 상승 ■ mAb는 단백질 중화, siRNA는 간에서 PCSK9 합성 자체를 억제	■ 스타틴과 같이 처방 시 evolucumab은 LDL-C를 약 59% 감소, 인클리시란은 장기적으로 LDL-C를 50%까지 낮춤	■ CV outcomes (ASCVD 사건 감소) 근거 확보, MACE 감소 적응증 포함, 인클라시란은 LDL-C 저하 적응증	■ 고가의 주사제로 접근성이 높지만 강력한 LDL 저하 + 사건 감소 근거로 고위험 군에서 사용 확대가 핵심
APOC-3 억제	■ ASO: 트린골자 ■ siRNA: 리덴플로	■ TG가 매우 높을 때 급성 췌장염 리스크 증가	■ 간에서 apoC-III 단백질 감소 → TG-rich particle 감소율을 높임	■ FCS에서 TG 저하가 적응증의 핵심 ■ sHTG 임상에서는 TG를 췌장염 위험 역치(500mg/dL) 아래로 내리는 것을 중요하게 평가	■ FCS: TG 저하 승인 ■ sHTG: TG 저하 및 AP 사건 감소 데이터가 학회와 논문에서 제시	■ 희귀질환 FCS에서 대규모 환자sHTG 타겟으로 적응증 확장되면서 RNA 치료제 시장의 확대 기대
Lp(a) 타겟	■ 펠라카르센(ASO) ■ 올파시란(siRNA) ■ 레포디시란(siRNA) ■ 무발라플린(경구)	■ Lp(a)는 ASCVD 및 대동맥판막 협착 위험 인자임. Lp(a)를 감소하여 유전적 잔여 리스크 감소하는 것,	■ ASO/siRNA는 간에서 apo(a) 생성을 감소시켜 Lp(a) particle을 감소시킴 ■ 저분자 화합물은 Lp(a) 형성을 억제함	■ Lp(a) > 50mg/dL를 high-risk로 제시	■ Lp(a)를 낮추면 ASCVD 발생 사건이 줄어드는지 대규모 임상 3상 진행 중	■ 잠재적 시장은 매우 크지만 아직 상업화까지 관문이 존재

자료: 유진투자증권

RNA 치료제 신약 연구개발 기업들 파이프라인

RNA 치료제를 개발하는 글로벌 바이오텍: 앨라일람, 아이오니스, 애로우헤드

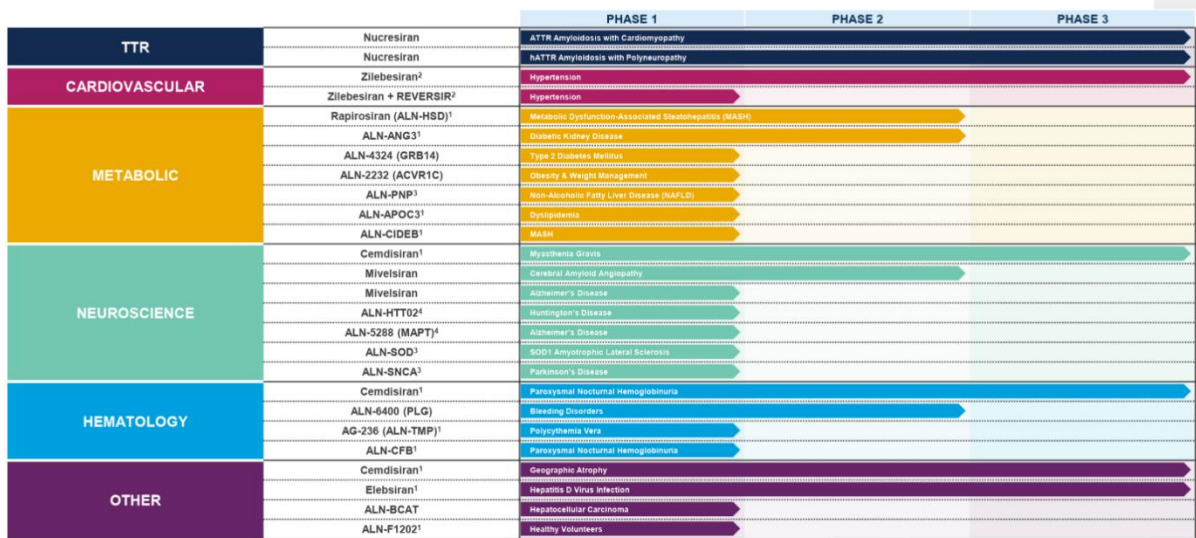
앨라일람, 아이오니스, 애로우헤드는 'RNA-targeted' 모달리티를 연구개발하여 상업화한 대표적인 바이오텍들이다. 앨라일람, 애로우헤드는 siRNA 기반 RNA interference(RNAi) 기전으로 연구개발 중이며, 아이오니스는 ASO(antisense oligonucleotide) 플랫폼을 기반으로 간·중추신경계 등에서 RNA 를 표적하는 파이프라인을 구축하였다. 세 기업들이 진행 중인 연구들의 공통점은 간 (hepatocyte) 표적에서 임상 성공 확률과 개발 효율이 높은 GalNAc/리간드 기반 전달을 적극 활용하고, 희귀질환에서 임상·규제·상업화를 검증한 뒤 이상지질혈증·고혈압·비만·신경계 등의 치료제 시장으로 적응증을 확장하며, 후기 임상/상업화 단계에서 빅파마와 파트너십을 체결하여 리스크를 분산한다는 점이다.

앨라일람: TTR, 심혈관, 대사, 신경과학, 혈액 등 분야에서 siRNA 치료제 개발

앨라일람은 TTR(Transthyretin)-심혈관·대사·신경과학·혈액·기타 6 개 축으로 siRNA 치료제를 개발 중이다. TTR 영역은 이미 상업화된 치료제인 온파트로(ONPATRO), 앰뷰트라(AMVUTTRA)와 함께 차세대 TTR silencer 인 누크레스란(nucresiran)이 ATTR-CM 및 hATTR-PN 에서 Phase 3로 진행 중이다. 심혈관 영역에는 렉비오가 노바티스를 파트너사로 상업화되었으며, 질레베시란은 임상 3상 중인 고혈압 치료제로 로슈가 파트너사이다. MASH 치료제(임상 2 상), 당뇨/비만/NAFLD/이상지질혈증 타깃 후보들(임상 1 상)도 임상 중이다. 신경과학영역에서는 알츠하이머 치매, 헌팅턴, 파킨슨 치료제 등을 개발 중이며, 혈액·기타 영역까지 포트폴리오를 확장하였다.

도표 12. 앨라일람 파이프라인

Industry Leading Pipeline of RNAi Therapeutics

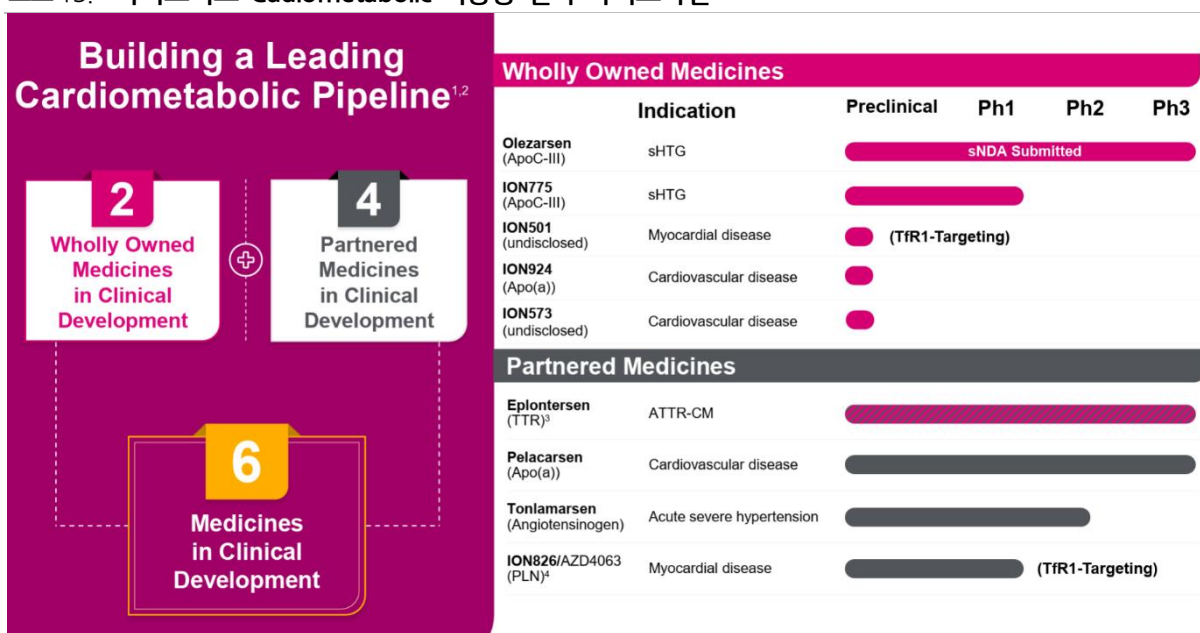


자료: 앨라일람, 유진투자증권

아이오니스: 심장대사
질환과 신경학 두 축
으로 ASO 신약 개발
중

아이오니스는 심장대사질환과 신경학 두 축에서, 자체 개발하거나 파트너사와 공동 개발하며 임상하거나 상업화하고 있다. 심장대사질환 분야는 APOC-III 타겟의 올레자르센을 sHTG 적응증으로 적응증을 확대하여 상업화 예정이며, 추가 APOC-III 후보(ION775)와 Apo(a) 표적 프로그램(ION924), 파트너사에게 기술 이전한 eplontersen, pelacarsen, tonlamarsen 등이 있다.

도표 13. 아이오니스 Cardiometabolic 적응증 신약 파이프라인

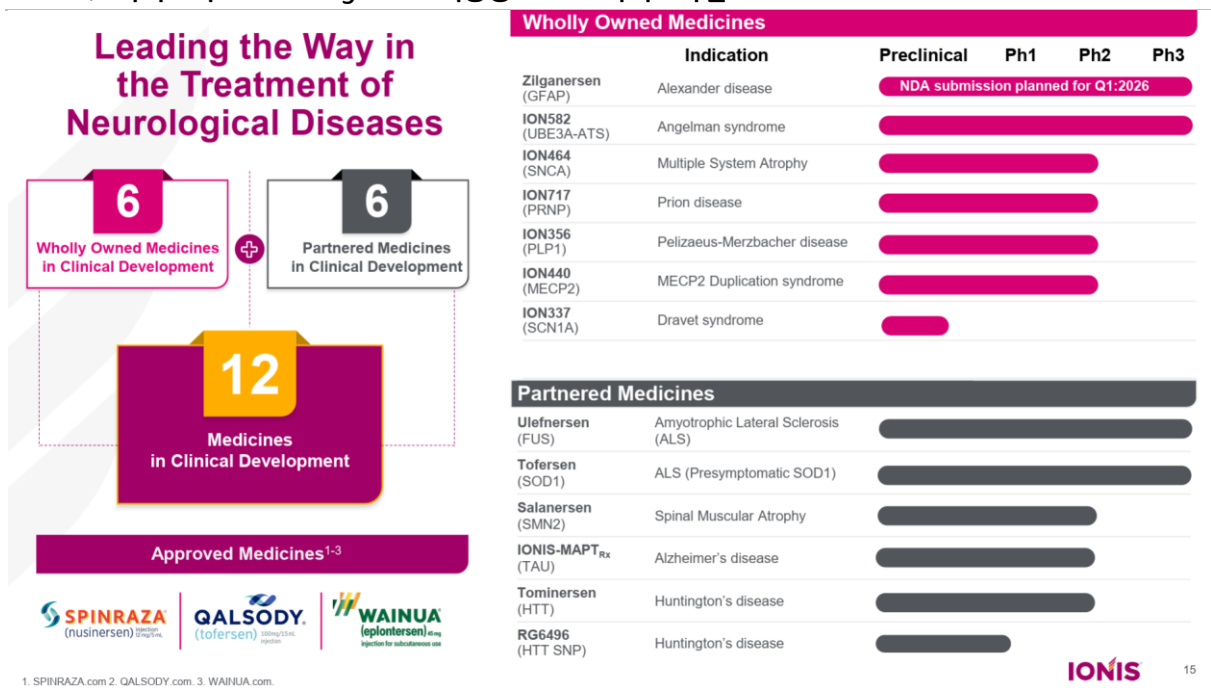


자료: 아이오니스, 유진투자증권

아이오니스: 신경학 분야에서 희귀질환 치료제 상업화 및 개발 중

신경학 분야에서는 상업화된 제품이 3 개가 있으며, 자체 개발 중인 6 개의 파이프라인과 파트너사가 개발 중인 6 개의 파이프라인이 있다. 상업화된 제품인 스피라자, 칼소디, 와이누아는 희귀 질환 치료제이다. 이 외 상업화를 앞두고 있는 파이프라인인 zilganersen(적응증: 알렉산더병, 신경계 퇴행성 뇌질환)은 2026년 1분기 신약 허가 승인 신청 예정이다.

도표 14. 아이오니스 neurological dx 적응증 siRNA 파이프라인

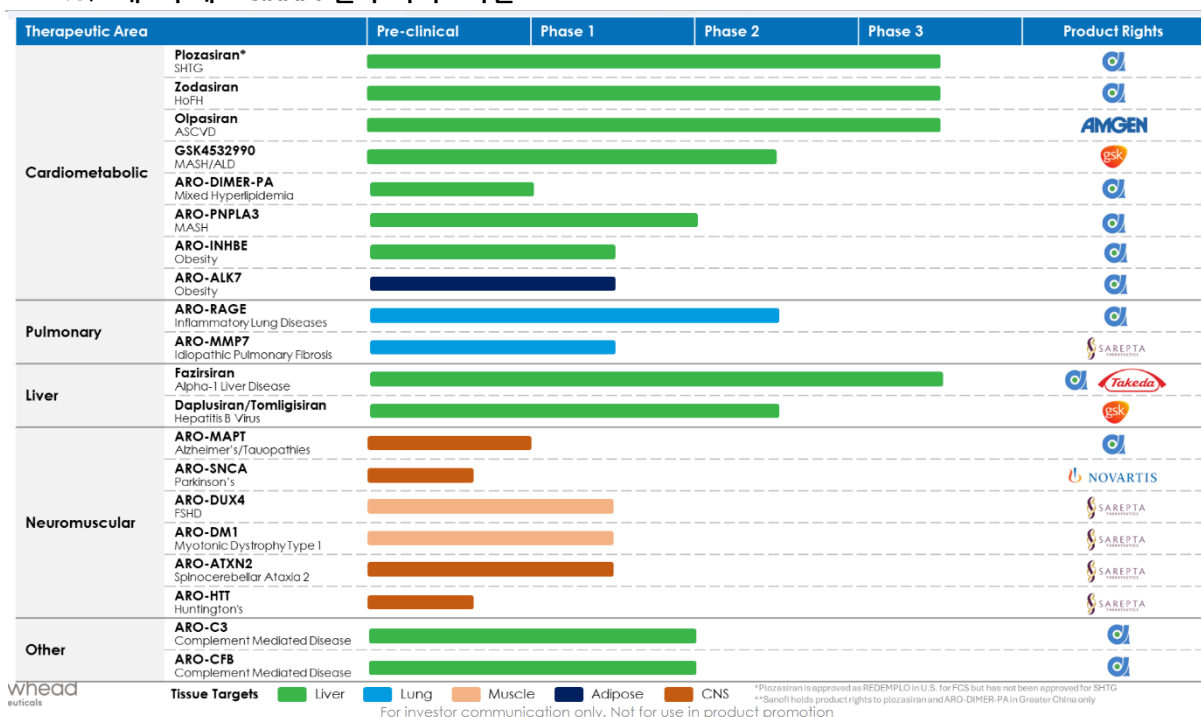


자료: 아이오니스, 유진투자증권

애로우헤드: 심장대사/
폐/간/신경근육 등 다
양한 질환에서 신약후
보물질 개발 중

애로우헤드는 심장대사질환/폐질환/간질환/신경근육질환/기타 질환에서 신약 후보물질들을 개발 중이다. 심장대사질환 파이프라인의 핵심은 APOC-III 타겟의 siRNA 인 플로자시란으로 FCS에서는 상업화하였으며, sHTG에서는 임상 3상 진행 중이다. 또한 ANGPTL3 표적 조다시란은 HoFH(Homozygous Familial Hypercholesterolemia, 동형접합 가족성 고콜레스테롤혈증) 적응증으로 임상 3상, Lp(a) 타겟 올파시란은 파트너사 암젠이 임상 3상을 진행 중이다. 간질환 치료제로는 타케다와 공동개발 중이며, 신경근육/중추신경계로 확장하는 퇴행성 뇌질환 치료제, 근질환 치료제, 비만 치료제 등이 파이프라인을 구성하고 있다.

도표 15. 애로우헤드 siRNA 신약 파이프라인



자료: 애로우헤드, 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
기타영업손익	(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	66.4	43.7	33.9
PBR	3.3	3.6	5.3	4.8	4.3
EV/ EBITDA	24.7	34.8	39.2	31.7	25.3
배당수익률	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
PCR	18.7	23.1	35.5	29.9	25.0
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 기관투자자 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	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)

