

| 바이오 |

에스티팜(237690.KQ)

에스티팜?

2025 Review: 당사는 '25년 매출액 3,316억 원(YoY +21.1%), 영업이익 551억 원(YoY +98.9%)을 기록하며 수익성 중심의 펀더멘털 레벨업을 입증했다. 올리고 상업화 매출 확대와 저분자 신규 프로젝트 인식을 트리거로, 임상과 상업화 파이프라인 확장에 따른 압도적인 수주 락인 효과가 본격화될 것으로 판단한다.

[Investment Point 1] Q진화, 가라 올리고

'27E 올리고 CDMO 매출 6,996억 원(YoY +96%)을 전망한다. 라이텔로·렉비오의 1차 치료제 안착, 트린골자의 만성질환 확산으로 기존 상업화 약물의 폭발적 성장이 진행 중이다. 여기에 블록버스터급 임상 3종의 '27~'28년 상업화로 소량 임상용에서 톤 단위 상업용으로 물량이 전환되며, 중장기 성장 레버리지가 완성될 전망이다.

[Investment Point 2] P개선으로 최종 진화

고정비 희석과 원가 해자가 맞물리며 수익성 레버리지가 본격화된다. CDMO 프로젝트와 고마진 상업화 프로젝트가 전환되면서 매출 믹스를 개선할 전망이다. 또한 제2올리고동 가동률 상승에 따른 고정비 희석, 3중 원가 해자가 동시에 작동하며 이익 전환율을 확대시킬 것으로 판단한다.

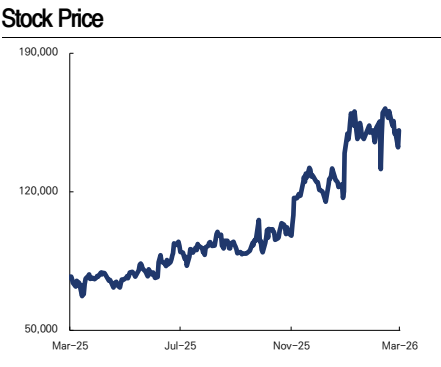
[Valuation] Peer P/E Valuation

[DCF Valuation] WACC 10.57%를 적용한 DCF 기준 목표주가 231,000원, **상승여력 53%, 투자 의견 BUY**를 제시한다. 임상 파이프라인의 '27~'28년 상업화 전환에 따른 대규모 수주 가시성 확보와 CAPA 증설·원재료 내재화를 통한 비용구조 개선이 중장기 현금흐름의 신뢰성을 높이고 있다. 이는 동사 가치의 하단을 제시하는 추정임을 밝힌다.

[PER Valuation] Peer PER 28.97배를 적용한 목표주가 275,000원, **상승여력 82%, 투자 의견 BUY**를 제시한다. 올리고 API CDMO 특성상 수주 이벤트가 실적과 주가에 즉각 반영되는 구조인 만큼, 매출 성장 궤적·누적 수주잔고·고객사 파이프라인 상업화 진행 등 동사 가치에 영향을 미치는 모든 흐름을 이익 추정치에 집약하여 평가하는 PER 방식이 본질 가치를 가장 균형 있게 반영한다고 판단한다.

투자의견	BUY
목표주가	231,000원
현재주가(03.24)	151,000원
상승여력	53.0%

Stock Data	
KOSPI(03/24)	5,553.92
KOSDAQ(03/04)	1121.44
시가총액	3조 1,419억 원
발행주식(주)	20,807,345주
52주 최고/최저(₩)	171,500원/66,600원
배당수익률(%)	0.33%
주요주주(%)	동아쏘시오홀딩스 37.46%
	국민연금공단 5%
주가상승률(%)	1개월 -5.69% 6개월 52.73% 12개월 87.99%



Investment Fundamentals						(백만원 원 %, 배)
FYE Dec	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	
매출액	284,992	273,751	331,681	505,303	847,535	
영업이익	33,512	27,693	54,933	91,172	236,726	
당기순이익	17,523	32,463	54,563	73,741	189,061	
EPS	1,041	1,780	2,706	3,647	9,190	
PER	65.1	50	44	57	23	
PBR	3.3	3.6	4	3	2	
OPM	11.8	10.1	16.6	18	27.9	
ROE	5.4	7.8	9.4	11.6	26.9	

Research Team 3		
팀장	41기 김동은	dongun419@cau.ac.kr
팀원	40기 원호상	hswon6658@cau.ac.kr
	41기 김민우	ehmnoostu49@cau.ac.kr
	42기 류찬이	cjfrost@cau.ac.kr
	42기 이동현	idonnie@cau.ac.kr
	42기 서정민	evaseo0708@cau.ac.kr

CONTENTS

I . Intro	1
II . Industry Analysis	2
III . Company Overview	8
IV . Investment Point	10
1. Q진화, 가라 올리고	10
2. P개선으로 최종 진화	14
V . Check Point	16
보여줄게, 신약도.	14
VI . Valuation	17
VII . Estimation Logic	19

I . Intro

“고금리·고유가 환경에서도 정책·실적 모멘텀이 겹친 코스닥 바이오를 주목해야 한다.”

1. 불확실성의 시대, 바이오를 주목하는 이유

고유가·고금리 국면의 확실한 대안
매크로 불확실성 속 차별적 주가 흐름

현재 글로벌 금융시장은 금리 동결 기조와 지정학 리스크가 맞물리며 복합 불확실성이 높아지고 있다. 한국은행은 기준금리 2.50%, 미국 연준은 정책금리 3.75%로 동결했다. 중동발 지정학 리스크는 유가를 분쟁 이전 대비 50% 이상 끌어올리며 인플레이션 우려를 다시 자극하고 있다.

이처럼 금리 부담이 지속되고 경기민감 업종의 이익 가시성이 낮아지는 구간에서, 구조적으로 성장모멘텀을 보유한 업종 선별이 중요하다. 현재 바이오 섹터는 매크로 변수와 높은 동행성을 보이며 동반 상승하고 있다. 이는 과거 금리 인상에 위축되던 모습과 달리, 현재의 바이오 섹터가 고유가·고금리라는 하방 압력을 압도하는 강력한 기초 체력과 기술 진보를 보유하고 있음을 시사한다.

의약품 수요는 경기 사이클보다 인구 구조와 질병 유병률에 의해 결정되는 만큼, 매크로 불확실성이 심화될수록 실적의 회소성과 성장 차별성은 더욱 선명하게 부각될 것으로 판단한다.

2. 코스닥 바이오: 정책·실적·수급의 삼박자

정책 수혜에 따른 낙수효과
- 퇴직연금 벤처투자 허용: 400조
- 국민성장펀드: 150조

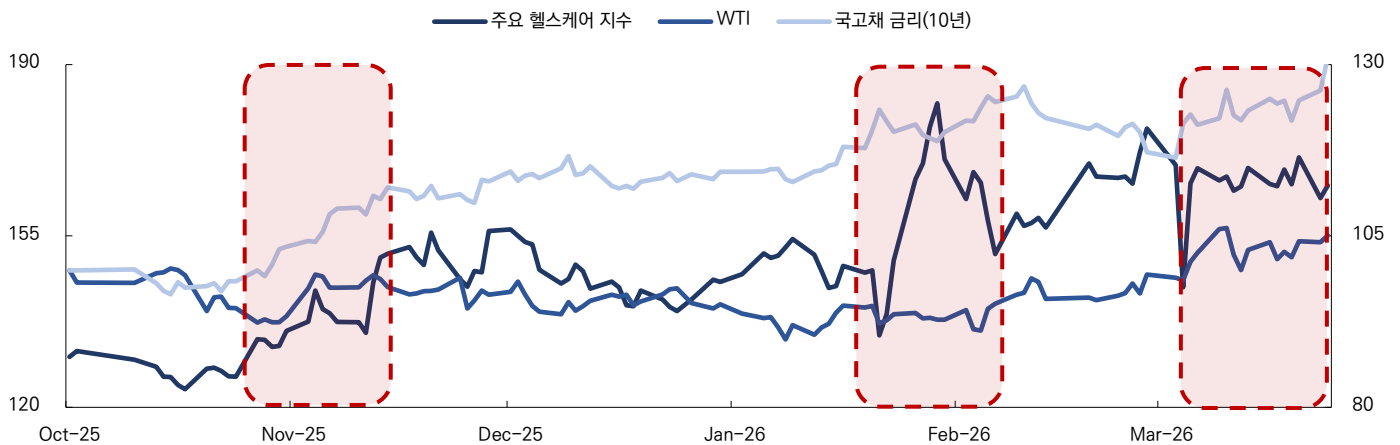
국내 주식시장 내에서는 코스닥 바이오가 정책 지원, 실적 개선, 유동성 유입이 동시에 맞물리는 핵심 업종으로 부각된다. 정부는 퇴직연금 벤처투자 허용, 국민성장펀드, 모태펀드 등을 통해 코스닥 시장 활성화를 추진 중이며, 코스닥 150 지수 내 바이오 비중은 약 40%로 1위를 차지해 직접적인 정책 수혜 섹터로 주목받을 것으로 전망한다.

'26.03 코스닥 액티브 ETF 상장 모멘텀

국내 바이오 섹터는 실적과 수급이 동시에 뒷받침되는 구간에 진입했다. '25년 국내 제약·바이오 기업들의 기술수출 규모는 약 21조 원으로 사상 최고치를 돌파했으며, ADC·비만치료제·RNA 편집 등 차세대 분야에서 조 단위 기술수출이 현실화되고 있다. 이 같은 실적 가시성을 바탕으로 수급 여건도 개선되고 있다. '26년 3월 코스닥 액티브 ETF가 잇달아 상장하며 기술이전 잠재력이 높은 바이오텍 중심으로 유동성이 유입될 수 있는 구조적 기반이 마련됐다.

[자료 1-1] 주요 헬스케어 지수 -WTI-국고채 금리(10년) 비교

(Oct-25=100)



출처: investing.com, RFS Team 3

II. Industry Analysis

바이오 산업에서 투자 가능한 기업을 선별하는 기준은 명확해지고 있다. 매출 가시성이 확보된 파이프라인, 검증된 현금흐름, 그리고 구조적 성장이 뒷받침되는 모달리티다. 본 리서치팀은 이 세 가지 조건을 동시에 충족하는 영역으로 RNA 치료제 밸류체인에 주목하며, 해당 섹터 내에서 가장 직접적인 수혜가 예상되는 기업을 선정하는 것을 목표로 산업분석을 진행한다.

1. 바이오를 왜 안 사. 영어로 하면 Buy잖아.

NME: New Molecular Entity

바이오 투자 심리는 이벤트 기대감에서 수익성 검증으로 무게중심을 옮기고 있다. NME의 임상 3상 실패율은 약 49.4%, 임상 1부터 최종 FDA 승인까지의 누적 성공률은 평균 5.7%에 불과하다. 반면, 시장은 임상 실패 리스크를 사전에 충분히 반영하지 못해, 부정적 이벤트 발생 시 주가 조정폭이 더 크고 장기화되는 경향을 보인다.

글로벌 RNA 치료제 시장 규모
'24년 71억 달러 → '30년 261억 달러

이 같은 기대-실망 비대칭은 국내 시장에서 반복적으로 확인된다. HLB는 승인 기대감이 반영되며 '23년 10월 27,550원에서 '24년 3월 129,000원까지 상승했으나, 리보세라닙의 FDA 승인 불발 당일 하한가를 기록하며 시가총액 3조 7,538억 원이 하루 만에 증발했다. 신라젠 역시 '19년 8월 펙사백 임상 3상 중단 권고 이후 3거래일 연속 하한가를 기록하며, 44,550원에서 15,300원까지 급락했다.

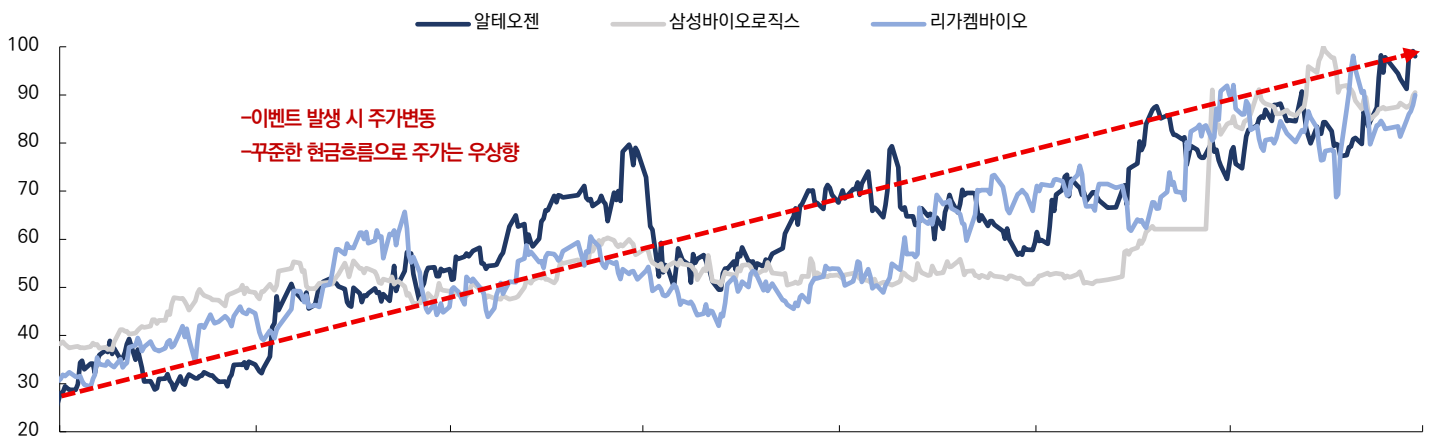
반복된 손실 경험으로 시장은 임상 파이프라인 자체보다, 해당 파이프라인이 실제 매출과 현금흐름으로 연결될 수 있는지에 더 주목하고 있다고 판단한다. 시장은 임상 단계에 있더라도 글로벌 빅파마와의 기술이전 계약, 마일스톤 수취, 상업화 공급 계약 등 현금흐름으로 전환 가능한 신호가 확인된 기업에 선별적으로 프리미엄을 부여하는 방향으로 변화하고 있다.

〈글로벌 RNA 라이선싱 딜 규모〉
최근 3년 누적 계약 규모
→ 약 250억 달러 돌파

이 조건을 충족하면서 동시에 구조적 성장성까지 갖춘 치료 모달리티로, RNA 기반 치료제가 부상하고 있다. RNA 치료제는 하나의 작용 기전으로 다양한 질환에 적용 가능하여 파이프라인 확장성이 높다. 또한, 글로벌 제약사들의 기술이전-공동연구 수요가 집중되며, 현금흐름 창출 경로도 가시화되고 있다. ①확대되는 만성질환 시장, ②RNA 치료 기술의 구조적 우위, ③빅파마의 본격적인 투자 확대라는 세 축이 동시에 수렴하고 있다는 점에서, 지금 RNA 치료제를 주목해야 하는 이유는 분명하다.

[자료 2-1] 바이오 선도주들의 주가 흐름

(단위: Index)



2.RNA: 내 유전자가 안된다면, 바꿔 끼워도 좋다

①만성질환 치료 수요의 구조적 확대

글로벌 제약 산업에서 최근 가장 빠르게 성장한 영역 중 하나는 비만 치료제 시장이다. 전 세계 성인 비만 인구는 약 8억 9천만 명 이상으로 추정되며, GLP-1 계열 치료제를 중심으로 글로벌 비만 치료제 시장은 '30년까지 1,000억 달러 규모로 확대될 전망이다.

그러나 비만 치료제의 폭발적 성장은 역설적으로 더 근본적인 만성질환의 치료 수요를 확인시켜준다. 비만은 당뇨, 심혈관 질환, 지방간, 암 등과 복합적으로 연결된 대사질환이며, GLP-1 치료제는 증상 완화에는 효과적이거나 만성질환의 근본 원인인 유전자 발현 수준의 이상을 교정하지는 못한다. 즉, 비만 치료제 시장의 확대는 향후 제약 수요가 증상 관리에서 발병 원인의 근본적 교정으로 이동할 것임을 의미하며, 이 수요를 가장 직접적으로 겨냥하는 모달리티가 RNA 기반 치료제다.

②RNA치료제의 기전적 우위

기존 의약품이 도달하지 못했던, 질병 기전의 상위 단계에 개입할 수 있다는 점에서 RNA 기반 치료제는 우위를 지닌다. 기존 화학합성 의약품과 항체 치료제는 주로 단백질 발현 이후 단계에서 작용하며, 표적화 가능한 유전자는 전체 인간 게놈의 0.05%에 불과하다. 반면 RNA 치료제는 유전자가 단백질로 발현되기 이전 mRNA 단계에서 직접 발현을 억제할 수 있어, 기존 의약품으로는 접근이 불가능했던 undruggable 표적까지 치료 범위를 확장할 수 있다.

RNA 치료제는 증상 조절을 넘어 질환의 발병 기전에 직접 개입한다는 점에서, 근본적인 접근이 요구되는 만성질환 영역에서 전략적 가치가 높다. 동시에, 글로벌 빅파마들이 RNA 치료 기술에 본격적으로 자본을 투입하는 핵심 근거가 되고 있다.

③글로벌 빅파마의 RNA 기술 확보 경쟁

글로벌 제약사들의 RNA 치료 기술에 대한 투자 확대 역시 주목해야 할 요인이다. Novartis는 '25년 10월 Avidity Biosciences를 120억 달러에 인수하기로 합의했으며, 이는 단일 RNA 치료제 기업 인수 규모로는 역대 최대 수준이다. Roche 또한 Ascidian Therapeutics와 최대 18억 달러 규모의 RNA 엑손 편집 치료제 공동연구 계약을 체결하며, RNA 기술 내재화에 속도를 내고 있다. 빅파마의 대규모 자본 투입은 단순한 트렌드가 아닌, RNA 치료 기술이 차세대 핵심 모달리티로 수렴되고 있다는 산업 전반의 판단을 반영한다.

GLP-1: 증상 완화 및 투약 지속성 한계
RNA: 유전자 수준의 근본 원인 교정

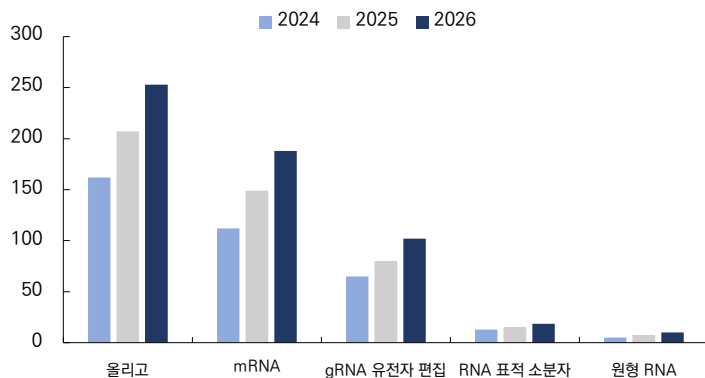
〈타겟 가능 시장 규모〉
기존 의약품: 전체의 0.05%
RNA 치료제: 전체의 99% 이상

만성질환으로의 확장성 무궁
근본적 치료 패러다임 전환

공격적 자본 유입은 필연적

[자료 2-2] 임상중인 RNA 치료제 연도별 변화

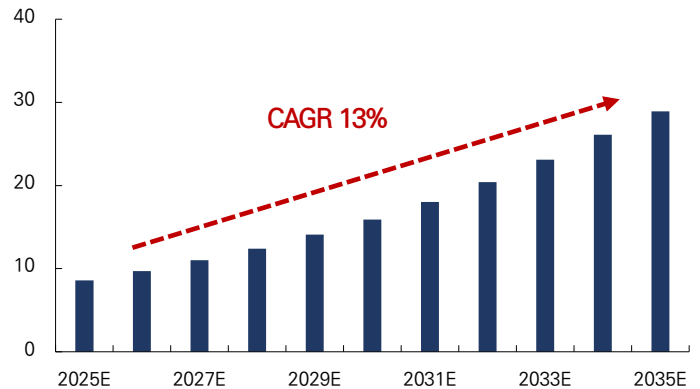
(단위: 열 개)



출처: 각사, RFS Team 3

[자료 2-3] RNA 치료제 시장 전망

(단위: 십억 달러)



출처: 각사, RFS Team 3

3. RNA: 적응증은 300명일지 몰라도 만성질환은 300만 명이다.

RNA 치료제 시장은 승인 품목 증가와 파이프라인 확장을 바탕으로 상업화 저변이 빠르게 넓어지고 있다. '98년 첫 승인 이후 '25년까지 FDA 기준 24개의 올리고 치료제가 허가됐고, 개발 프로그램도 89건에 달한다. 전임상을 포함한 글로벌 RNA 치료제 파이프라인도 약 1,298건으로 증가한 만큼, 원료 및 제조 수요의 증가는 이미 진행형이다.

적응증 확장이 바꾸는 수요의 체급

희귀질환(20만) → 만성질환(2,500만)
타겟 환자 규모: 125배 이상 확대

적용 적응증 역시 희귀질환을 넘어 심혈관·대사질환 등으로 확장되고 있다. 초기 올리고 치료제가 희귀 유전질환 중심으로 상업화됐다면, 최근에는 Leqvio의 고콜레스테롤혈증, Amvuttra의 ATTR-CM 적응증 확대를 통해 보다 큰 심혈관 시장으로 침투하는 흐름이 확인된다. 이는 RNA 치료제가 더 이상 소수 환자를 대상으로 한 Proof-of-Concept 단계에 머무르지 않고, 대규모 환자군을 보유한 만성질환 시장으로 진입하고 있음을 의미한다.

적응증 확장은 수요의 체급 변화로 이어진다. FDA 기준 희귀질환은 미국 내 환자 수 20만 명 미만에 그치지만, 고콜레스테롤혈증과 같은 대사질환은 미국 성인 고위험군 기준 약 2,500만 명 이상의 잠재 치료군을 보유하고 있다. 타겟 환자 규모가 단순 계산으로도 최소 125배 이상 확대될 수 있다는 점에서, RNA 치료제의 상업적 임팩트가 과거와는 전혀 다른 차원으로 진입하고 있다.

여기에 투여 구조까지 고려하면 수요 확대의 폭은 더욱 가파르다. 기존 소분자 만성질환 치료제가 대체로 일일 복용에 기반하는 반면, siRNA 계열 올리고 치료제는 긴 작용 지속성을 바탕으로 분기 또는 반기 단위 투여가 가능해 복약 부담을 크게 낮춘다. 만성질환 치료에서 순응도는 실제 시장 침투율을 좌우하는 핵심 변수로써, 기존 치료제의 낮은 순응도로 인해 치료를 중단하거나 시작조차 못했던 잠재 환자군이 RNA 치료제로 흡수될 것으로 전망된다.

[자료 2-4] FDA 승인 RNA 치료제 누적 수



출처: PMIC, RFS Team 3

[자료 2-5] 미국 주요 희귀질환 및 만성질환 환자 규모 비교

구분	질환	미국 환자 수
희귀질환	겸상적혈구병	10만 명
희귀질환	낭포성섬유증	4만 명
희귀질환	혈우병	3.3만 명
만성질환	고혈압	1억 1,990만 명
만성질환	고콜레스테롤혈증	2,500만 명
만성질환	당뇨병	3,840만 명
만성질환	만성콩팥병	3,550만 명

출처: CDC, OFF, RFS Team 3

공급 병목의 구조화

그러나 공급은 이 수요를 따라가지 못하고 있다고 판단한다. GMP 설비 구축에는 5,000만~1억 5,000만 달러의 초기 자본이 요구되며, 상위 5개사가 전체 생산 CAPA의 65%를 점유하고 있다. 여기에 '24년 기준 올리고 제조 분야 전문 인력 공백이 15,000명 이상으로 추산되는 점까지 감안하면, 신규 진입자의 단기 CAPA 확대는 제한적일 수밖에 없다. 이에 따라 제약사들도 단기 발주보다 장기 공급계약을 통해 생산물량을 선제적으로 확보하려는 전략을 강화하고 있다.

공급자 우위 시장의 고착화

플랫폼보다 어려운 것, 결국 생산이다

RNA 치료제 상업화의 핵심 병목은 올리고 제조 공정에 있다. 합성·정제·CMC·GMP로 이어지는 각 단계는 독립적인 기술 장벽을 형성하며 이 전 구간을 상업화 수준으로 구현할 수 있는 기업은 전 세계적으로 극히 제한적이다.

[25단계 합성 기준]

99% 수율 시: 최종 77.7%

98% 수율 시: 최종 60.3%

1% 차이가 생산성 17% 결정

①**합성 수율의 누적 구조**: 올리고 제조가 일반 합성 의약품과 근본적으로 다른 이유는 단계별 합성 수율 (step-wise yield) 구조에 있다. 올리고는 20~30개의 염기를 하나씩 이어 붙이는 방식으로 합성되는데, 각 단계의 수율이 누적되기 때문에 단 1%의 공정 효율 차이도 최종 생산성에는 기하급수적인 영향을 미친다. 올리고 길이가 길어질수록 수율 감소는 더욱 가파르게 나타난다.

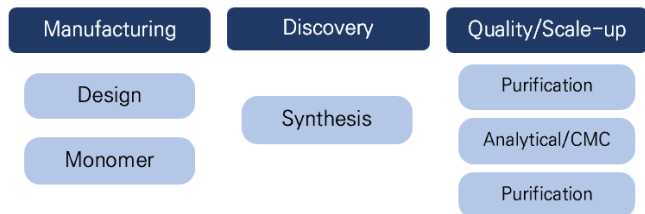
②**정제·CMC의 기술 장벽**: 합성만큼 까다로운 것이 정제다. 합성 과정에서는 주성분과 염기 길이가 단 하나만 차이 나는 N-1 불순물(shortmer)이 대량으로 발생하는데, 화학적 성질이 매우 유사해 일반적인 정제 공정으로는 분리가 어렵다. 상업화 단계에서는 수만 명에게 투여될 의약품을 생산해야 하는 만큼 규제기관은 높은 순도 기준과 엄격한 불순물 관리 체계를 요구하며, 이를 충족하기 위한 고해상도 정제 기술과 정밀 분석 기반의 CMC 역량은 단기간에 구축이 불가능하다.

③**자본으로 살 수 없는 해자**: 결국 이 영역은 자본만으로는 해결되지 않는다. 임상 단계에서는 gram 단위 생산이 가능하면 충분하지만, 상업화 이후에는 kg 단위를 넘어 ton-scale 생산이 요구된다. 이때 중요한 것은 단순한 생산 능력이 아니라, 매 배치마다 동일한 품질을 재현할 수 있는 공정 재현성이다. GMP 생산 체계를 구축하기까지는 통상 3~5년 이상의 시간이 소요되며, 이는 경험과 데이터의 축적 없이는 대체 불가능한 진입 장벽이다.

CMC: 의약품의 화학 특성, 제조 방법, 품질 관리 체계를 아우르는 지표

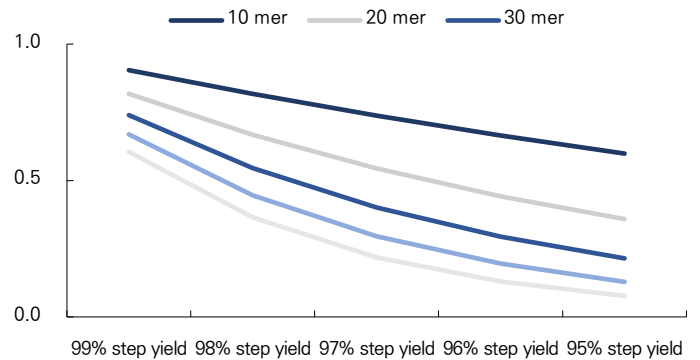
생산 규모: gram → kg → ton
GMP 구축 및 안정화: 최소 3~5년

[자료 2-6] 올리고 벨류체인



출처: RFS Team 3

[자료 2-7] 올리고 길이에 따른 누적 수율 변화



출처: RFS Team 3

검증된 트랙 레코드를 보유한 소수 올리고 CDMO만이 구조적 해자를 갖는다. 상업화 수준의 생산 역량을 갖춘 기업은 에스티팜, Thermo Fisher, Agilent, Nitto AVECIA 등 소수에 불과하며, 이 기술적 난도는 자본을 투입해도 단기간에 따라올 수 없는 진입 장벽으로 작용한다.

본 리서치팀은 수요의 구조적 확대와 공급의 기술적 한계가 동시에 심화되는 이 국면에서, 해당 기업들의 전략적 가치가 섹터 내에서 가장 가파르게 재평가될 것으로 판단한다.

4. 경쟁자는 넘어지고, 우리는 날아오른다

**생물보안법: 미국 안보를 위해 적대적
외국 바이오 기업과 거래를 제한하는 법안**

K-CDMO:

- 1)글로벌 수준의 GMP 운영 역량
- 2)미국·유럽 규제기관 실사 통과 경험
- 3)검증된 공정 재현성 및 납기 준수

글로벌 바이오 공급망은 지정학적 리스크를 계기로 빠르게 재편되고 있다. 미국 의회에서 논의되고 있는 생물보안법은 중국계 바이오 기업과의 협력 제한을 주요 내용으로 하고 있으며, 이에 따라 WuXi AppTec 등 중국 CDMO에 대한 의존도를 낮추려는 움직임이 본격화되고 있다.

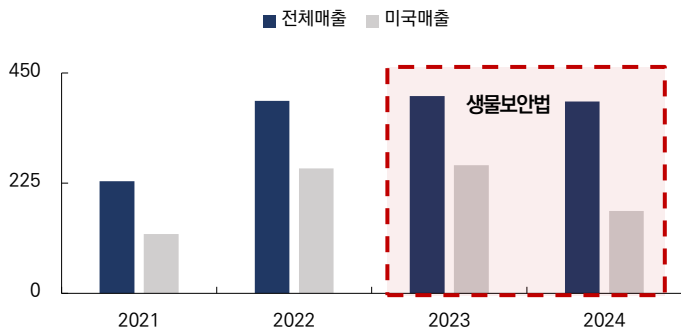
중국 CDMO에 대한 높은 의존도는 공급망 재편을 더 이상 미룰 수 없게 만드는 핵심 요인이다. 실제로 WuXi AppTec은 글로벌 제약 산업에서 매우 높은 영향력을 갖고 있다. 글로벌 Top20 제약사 중 17곳이 WuXi 고객사이며, 회사는 6,000개 이상의 글로벌 고객을 확보하고 있다.

특히 미국은 글로벌 의약품 시장의 약 53%를 차지하는 최대 시장으로, 미국 정책 변화는 글로벌 바이오 생산 공급망에 직접적인 영향을 미친다. 이에 따라 글로벌 제약사들은 기존 중국 파트너를 대체할 신뢰할 수 있는 생산 파트너와 검증된 제조 트랙 레코드를 동시에 갖춘 기업을 찾고 있다.

탈중국 공급망 재편의 현실적 대안은 결국 검증된 한국 CDMO다. 글로벌 제약사 입장에서 중국 CDMO를 대체하는 과정은 단순한 벤더 교체가 아니라, 규제 리스크를 최소화하면서 동일한 품질과 납기, 공정 재현성을 확보할 수 있는 파트너를 다시 선정하는 작업이다. 이 과정에서 한국 CDMO는 미국·유럽 고객사 대응 경험, 높은 GMP 기준, 상업화 생산 이력을 동시에 갖춘 유력한 대안이다.

[자료 2-8] WuXi AppTec 전체 및 미국 매출 추이

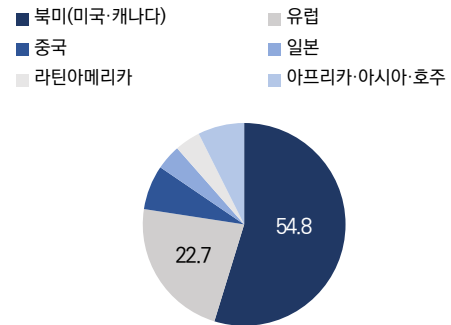
(단위: 억 위안)



출처: WuXi AppTec, RFS Team 3

[자료 2-9] 글로벌 의약품 시장 비중

(단위: %)



출처: EFFIA, RFS Team 3

그렇다면 어떤 기업에 주목해야 하는가?

RNA 치료제 산업의 흐름을 종합하면, 수요의 구조적 확대에도 불구하고 공급 병목이 심화되는 국면에 놓여 있으며, 이에 따라 올리고 CDMO 시장의 수익성 증대가 기대되는 시점이다. 본 리서치팀은 그 중에서도 ①기술적 해자를 보유한 기업과 ②수요 확장의 직접 수혜를 누릴 수 있는 기업에 투자할 것을 제안한다.

①기술적 해자를 보유한 기업: 올리고 CDMO 산업은 합성·정제·CMC·GMP로 이어지는 전 공정이 독립적인 기술 장벽을 형성하며, 이 전 구간을 상업화 수준으로 구현할 수 있는 기업은 전 세계적으로 극히 제한적이다. 글로벌 빅파마는 상업화 물량을 검증된 트랙 레코드 없이는 위탁하지 않는 만큼, 기술적 해자를 보유한 기업이 수주 우선권과 가격 결정력을 동시에 확보할 수 있다고 판단한다.

②수요 확장의 직접 수혜를 누릴 수 있는 기업: RNA 치료제의 적응증이 희귀질환에서 고콜레스테롤혈증·당뇨 등 만성질환으로 확장되며, 타겟 환자군이 최소 125배 이상 확대되는 국면에 진입하고 있다. 이 수요 체급의 변화는 올리고 원료 수요의 급증으로 직결되며, 상업화 CAPA를 선제적으로 확보한 기업이 이 물량을 온전히 흡수할 수 있다고 판단한다.

▶ Top-pick: 에스티팜(237690.KQ)

모노머:

(Monomer, 뉴클레오사이드 파스포아미다이트):
핵산(유전자) 조립용 레고 블록

본 리서치팀은 바이오 CDMO Top-Pick으로 에스티팜(237690.KQ)를 제시한다.

동사는 ①국내 유일의 상업화 수준 올리고 CDMO로, 합성·정제·CMC 전 공정에 걸친 기술 축적과 복수의 글로벌 빅파마항 공급 이력을 보유하고 있어 신규 수주 경쟁에서의 진입 장벽이 이미 구축되어 있다. ②RNA 치료제의 적응증 확장에 따른 수요 체급 변화 국면에서, 상업화 CAPA를 선제적으로 확보한 기업으로서 물량 흡수 여력이 가장 크다고 판단한다. ③WuXi AppTec 등 중국 CDMO의 공급망 이탈로 발생하는 글로벌 수주 재배분 국면까지 고려하면, 멀티플 리레이팅 근거가 섹터 내에서 가장 분명한 기업으로 판단한다.

[자료 2-10] 에스티팜 주가분석

(단위: 원)



출처: investing.com, RFS Team 3

III . Company Overview

동사는 글로벌 탑 올리고와 저분자 신약 CDMO 역량을 바탕으로, '25년 매출액 3,310억 원 (YoY+ 21.1%), 영업이익 551억 원 (YoY +98%)을 기록했다. 렉비오, 트린골자 등 상업화 약물의 성장에 따라 원료의약품 수요 증가가 본격화되며 동사의 구조적 성장이 시작될 것으로 판단한다.

기업개요

글로벌 1위 올리고 CAPA
↓
상업화 시장 독점적 지위

동사는 기존 저분자 화합물 중심에서 올리고뉴클레오타이드 치료제 원료 생산으로 사업 구조를 고도화한 글로벌 CDMO 기업이다. 한국을 기반으로 미국, 유럽 대형 제약사 및 바이오텍을 대상으로 임상용 신약부터 상업용 원료의약품, 관련 공정 개발 및 원스톱 서비스를 제공하고 있다.

Business Model

원료-API 수직계열화
①모노머 내재화
②공정 최적화 통한 고마진

동사는 RNA 신약 개발부터 상업화에 기반이 되는 핵심 원료 개발 및 공급자로, 임상 초기 단계부터 고객사와 협력해 최적화된 공정을 설계하고 상업화 원료 생산에 이르는 전 밸류체인을 지원한다.

임상 과정에서 동사의 원료가 채택되면 완제 제약사의 품질 규격은 곧바로 CDMO의 제조 기준에 맞춰지고, 이후 신약의 글로벌 허가 역시 해당 원료의 공정 데이터를 바탕으로 진행된다. 따라서 신약 승인 이후 공급처를 변경하려면 막대한 비용과 상업화 지연이 발생한다. 이에 따라 약물 출시 이후 폭발하는 원료 수요는 임상 파트너의 생산 라인에 귀속되며, 강력한 진입 장벽을 구축한다.

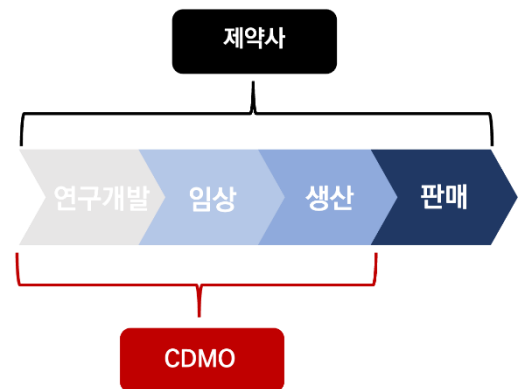
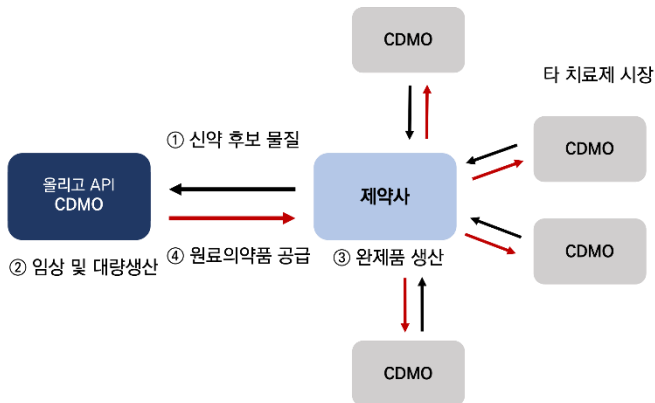
이러한 락인 효과는 약물이 적응증과 처방 환자군을 넓힐수록 동사의 구조적인 위탁생산 볼륨 증가로 직결된다. 최근 올리고핵산 치료제가 단발성 희귀질환을 넘어 장기 투약이 필요한 만성질환 영역으로 팽창하면서 대규모 원료 물량이 지속적으로 요구되고 있다. 이 과정에서 발생하는 매출은 출발물질 합성부터 API 수직계열화 역량을 바탕으로, 상업화 파이프라인의 확장에 따라 수직 상승하는 구조다.

자체 신약 파이프라인과 차세대 모달리티 플랫폼 역시 파트너십 초기 단계에 원료 독점권을 확정하는 동일한 수익 구조를 취한다. 신약 후보물질의 초기 기술 수출 계약 시 원료 독점 공급권을 명시하여 파트너사의 약물 판매 기간 동안 매출을 장기적으로 인식한다. 여기에 독자적인 mRNA 캡핑 기술과 유전자 가위 필수 원료 시장 선점 효과가 결합되어 동사의 중장기적인 실적 가시성을 확고하게 담보한다.

mRNA 캡핑: mRNA 5' 말단에 특수 구조를 형성하여 안정성을 높이는 공정

[자료 3-1] RNA 치료제 밸류체인

[자료 3-2] 제약바이오 시장 밸류체인



사업부별 분석

동사의 사업부는 올리고, 저분자, 제네릭 세 부문으로 크게 나눌 수 있다.

올리고는 동사 매출의 약 71%를 차지하는 핵심 사업부로, 글로벌 제약사와 바이오텍을 대상으로 RNA 치료제의 원료의약품 올리고 CDMO를 담당하고 있다.

올리고 매출 비중: 71%
올리고 상업화 비중: 73%

①**상업화**: 올리고 매출 중 상업 프로젝트 비중은 약 73%를 차지한다. 노바티스의 렉비오, 제론의 라이텔로 등 글로벌 기업의 RNA 치료제 원료를 납품하며, 치료제의 판매량 및 시장 점유율에 연동되어 대규모 물량이 지속적으로 출하되는 구조를 갖는다.

②**임상**: 올리고 매출 중 임상 프로젝트 비중은 약 27%를 차지하며 고객사 파이프라인의 임상 단계 진척에 따라 연구 및 임상 시약을 납품하는 구조를 가진다. 동사는 중증고중성지방혈증, 만성B형간염 등 20개 이상의 임상 파이프라인을 보유하고 있으며, 해당 프로젝트들의 상업화 진입 시 대규모 독점 물량으로 전환되는 잠재적 밸류업 특성을 보유하고 있다.

차세대 성장 동력으로서의 입지 강화

2)**저분자**는 동사 매출 중 약 8%를 차지, '25년도 매출 264억 원(YoY +69%) 기록하며 오랜 업력과 고도화된 cGMP 인증 시설을 기반으로 동사의 미래 먹거리 사업으로 확장하고 있다.

반복 매출 기반 안정적 Cash Flow

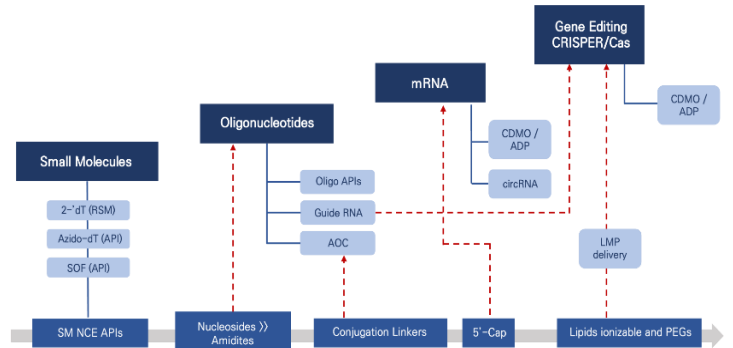
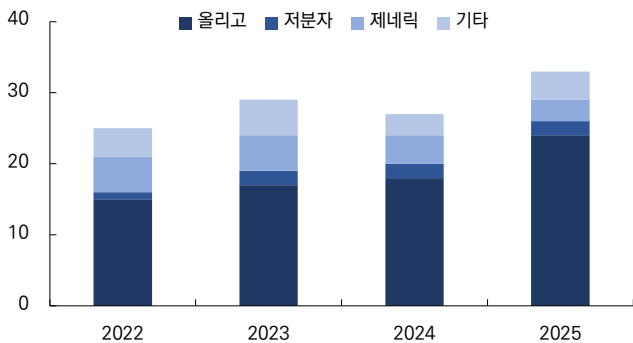
3)**제네릭**은 동사 매출 중 약 8%를 차지하는 사업부로, 특허 만료 의약품 원료 위주의 물량 공급을 통해 반복적인 매출이 발생한다. 전사 포트폴리오가 고마진의 올리고 중심으로 재편됨에 따라 외형 성장성은 다소 낮으나, 화학합성 생산 라인의 기본 가동률을 일정하게 유지시켜 고정비 부담을 분산하고 꾸준한 현금 흐름을 창출하는 것이 특징이다.

[자료 3-3] 에스티팜 매출액

(단위: 백억 원)

[자료 3-4] CDMO 포트폴리오 확장

(단위: 건)



출처: 각사, RFS Team 3

출처: 각사, RFS Team 3

[자료 3-5] 올리고뉴클레오타이드 계열 핵심 약품 종류

약품 종류	적응증	개발사	FDA 승인 시기	상업화 여부
렉비오	고지혈증 (이상지질혈증)	Novartis/ Ionis	2021.12	상업화
라이텔로	저위험~중위험 골수이형성증후군(MDS)	Geron	2024.06	상업화
트린골자	가족성 킬로미크론혈증(FCS)	Ionis	2024.12	상업화
비프로비르센	만성 B 형 간염(CHB)	GSK/ Ionis	2026 허가 예정	임상
펠라가르센	고 Lp(a) 심혈관질환	Novartis	2026 NDA 예정	임상
세팍세르센	IgA 신병증(진행성 만성 신장질환)	Inois/ Roche	미승인(3상 진행 중)	임상

출처: 각사, RFS Team 3

IV. Investment Point

Investment Point 1. Q진화, 가라 올리고

기존 상업화 3종의 적응증 확대와 블록버스터급 파이프라인의 상업화 전환으로 인한 동사의 '27E 올리고 CDMO 부문 매출 6,996억 원(YoY +96%)을 전망한다. 선제적 CAPA 증설을 바탕으로 중장기 수주 우위 선점과 대체 불가능한 공급 레퍼런스 강화를 동시에 이룰 것으로 기대한다.

1. 올리고 년 내꺼다.

기존 상업화 약물들의
시장 확장으로 인한 Q 증가

동사는 RNA 시장 개화에 따른 폭발적인 Q 상승 국면에 진입할 것으로 판단한다. 이는 1) 기존 상업화 약물의 1차 치료제 시장 진입과 글로벌 확장으로 인한 생산량 확대와, 2) 블록버스터급 신규 RNA 약물의 상업화에 따른 추가적인 대형 물량 수요에 기인한다.

1)..... 오잉? 상업화의 상태가.....: 상업화의 진화

기존 상업화 약물들의 적응증 확대와 시장 침투율 확대 시기가 맞물리며, 동사의 상업화 올리고향 '27년 매출 6,996억 원(YoY+ 96%) 예상한다. 상업화 올리고향 매출 비중이 '25년 73%까지 확대된 가운데, ①라이텔로, ②렉비오, ③트린글자의 시장 확장이 동사의 수익을 견인할 전망이다.

①라이텔로

ESA: 적혈구 생성을 촉진하는
표준 1차 빈혈 치료제

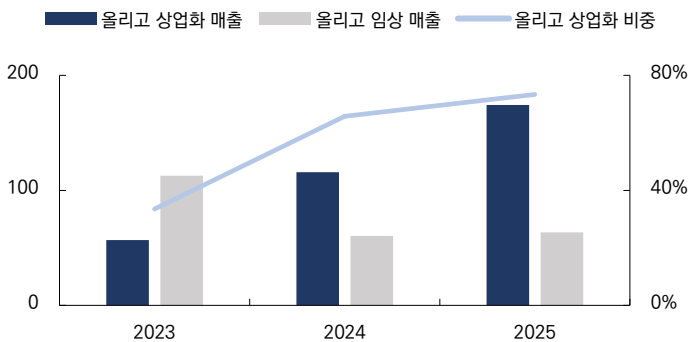
'27년 1차 치료제 시장에 본격 안착을 기대하며, 라이텔로향 동사 원료 매출 1,406억 원(YoY+ 45%) 전망한다. 라이텔로는 ESA 부적합 LR-MDS 환자를 대상으로 NCCN 가이드라인 내 1차 치료 옵션으로 기재되어 있으며, 정식 1차 승인 이전임에도 임상적 유효성을 인정받았다. RS 상태와 무관한 광범위한 적응증과 약 1년에 달하는 TI 유지 기간을 바탕으로, 만성 빈혈 및 수혈 의존성 문제를 안고 있는 환자들에게 독보적인 대안으로 자리매김할 것으로 판단한다.

RS: 철분이 고리 모양으로
침착된 비정상 세포
↓
MDS 환자군 핵심 분류 기준

유럽 시장에서는 1H26 주요국 급여 등재를 기점으로, 레블로질을 빠르게 대체하며 시장에 안착할 것으로 전망한다. RS+ 환자군에 강점이 집중된 레블로질과 달리, 라이텔로는 적응증과 치료 지속성 측면에서 구조적 우위를 보유하고 있어 초기 치료 시장 내 대체 속도가 빠를 것으로 판단한다. 향후 유럽 내 1차 적응증 확대 승인 시 레블로질이 독점하던 점유율을 흡수하며 강력한 외형 성장을 기대한다.

[자료 4-1] 올리고향 매출 추이

(단위: 십억 원) [자료 4-2] 라이텔로, 레블로질 비교



	라이텔로	레블로질
타겟 환자군	RS 여부와 무관	RS+ 환자 대상
수혈 독립 기간	약 51.6주	약 30.6주
NCCN 가이드라인	1차 치료 옵션 등재 (유효성 인정)	1차 치료 옵션
시장 지위	빠른 대체 및 점유율 흡수 예상	기존 점유율 독점

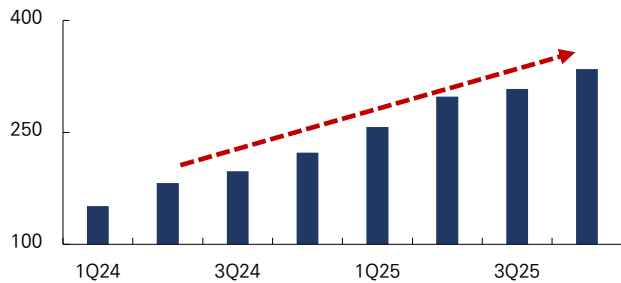
②렉비오

스타틴 병용 없이 단독 요법으로 처방 가능해짐에 따라, 1차 치료제 적응증 확장을 기점으로 동사의 렉비오 向 27E 매출 951억 원(YoY+ 26%)을 전망한다. '25년 7월 FDA 라벨 업데이트로 스타틴 불내성·거부 환자 까지 처방 대상이 확대되었다. 특히 미국 내 ASCVD 환자의 약 80%가 LDL-C 목표치를 달성하지 못하고 있어, 렉비오의 실질 수요 기반은 충분할 것으로 판단한다. 또한, 1차 의료기관으로의 처방 접근성이 확대 되는 만큼 '29E까지 30% 이상의 수량 성장세가 지속될 전망이다.

'25년 12월 중국 공보험 등재로 단가가 기존 대비 약 1/6 수준으로 인하되며, 중국 내 대규모 고지혈증 환자군으로의 본격적인 시장 침투가 예상된다. 렉비오는 중국 공보험 등재에 따라 기존 380만원에서 40~60 만원으로 단가가 대폭 인하되며 경제성이 크게 개선되었고, 이에 따라 병원 처방 채택 속도가 가속화될 것으로 판단한다. 또한, 중국 내 심혈관 질환자 3.3억명 중 7~8%에만 도달하여도 잠재 환자군이 약 2,310만 명의 환자 기반이 존재하는 만큼, 중장기적으로 동사의 렉비오 向 공급 물량의 가파른 증가세가 전망된다.

[자료 4-3] 노바티스 렉비오 向 매출 추이

(단위: 백만 USD)



출처: 노바티스, RFS Team3

[자료 4-4] 기존 상업화 파이프라인

	라이텔로	렉비오	트린골자
개발사	제론	노바티스	아이오니스
적응증	골수이형성증후군 (MDS)	고지혈증(LDL-C 저하)	가족성 키로미크론혈증(FCS) & 중증 고중성지방혈증(sHTG) 승인 기대
효능	TI 약 1년, 경쟁 약물 대비 약 1.7배	LDL-C 수치 50% 이상 감소, 연 2회 투여 편의성	중성지방(TG) 최대 70% 이상 감소 (APOC3 억제 기전)

출처: 각사, RFS Team3

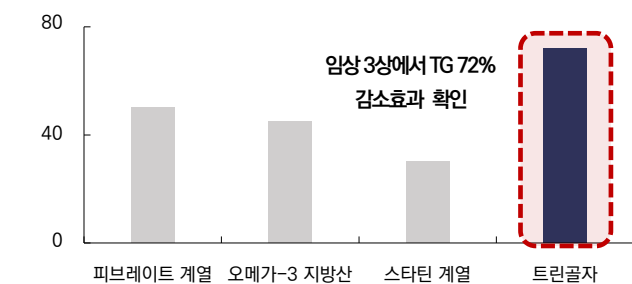
③트린골자

sHTG 적응증의 4Q26 FDA 승인이 기대되며, 동사의 트린골자 向 27E 매출 1,524억원 (YoY +41%)를 전망한다. FDA는 트린골자의 sHTG 적응증 sNDA를 우선심사로 수리하며, '26년 6월 PDUFA 심사가 예정 되어 있어 승인 가시성이 높은 것으로 판단한다. 미국 내 sHTG 환자 약 300만 명 중 1/3 이상이 고위험군 으로, 기존 미국 FCS 타겟 환자군 약 3,000명 대비 330배 확대를 기대한다.

임상 3상에서 확인된 72%의 중성지방 감소 효과와 LICA 기술 기반의 우수한 안전성을 바탕으로, 트린골 자는 미충족 수요가 높은 sHTG 환자군의 사실상 유일한 대안으로 기능할 전망이다. 피브레이트 등 기존 치료제는 중성지방 감소 효과가 25~50%에 그치며, 간 손상·근육통 등 부작용과 급성 췌장염 예방의 한계 가 명확하다. 트린골자는 이를 압도하는 임상적 우위를 확보하여 승인 직후 빠른 시장 침투를 기대한다.

[자료 4-5] 최대 TG 감소율

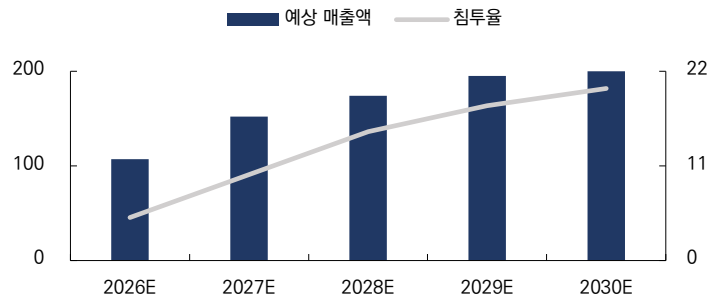
(단위: %)



출처: 노바티스, RFS Team3

[자료 4-6] 트린골자 向 예상매출액 및 침투율

(단위: 십 억, %)



출처: 각사, RFS Team3

2)야생의 올리고 신약이 나타났다

동사의 올리고 CDMO 매출은 핵심 파트너사인 아이오니스의 파이프라인 상업화가 본격화되는 '30E 기준 약 1.8조 원을 상회할 전망이다. 현재 ①비프로비르센, ②펠라카르센, ③세팍세르센 등 3대 핵심 품목 모두 임상 3상 결과 발표 및 FDA 승인 단계에 진입하였다. '26년 기준 상업화 약물의 본격적인 확장으로 시작해, '27E 핵심 임상용 라인의 상업화에 따라 수백kg 단위의 폭발적인 수주 스케일업이 본격화될 것으로 판단한다.

KEY 임상 3종의 상업화 임박에 따른 중장기적 수주 확보 전망

①비프로비르센: '26년 5월 임상 3상 종료와 함께 '30E 816억 원 규모의 핵심 매출원으로 자리매김할 전망이다. 만성 B형 간염은 전 세계 3억 명 환자 기준 현행 기능적 완치율이 2~8% 수준에 불과하다. 이를 치료하기 위한 GSK의 만성 B형 간염 치료제는 임상 3상에서 주요 목표를 달성했으며, 4Q26 FDA 승인이 전망된다.

본 리서치팀은 비프로비르센 상업화를 통한 신규 약물 매출 성장을 전망한다. 이는 1)6개월 한정 투약으로 기능적 완치를 가능하게 하는 최초의 단일 약물이라는 점, 2)미국·중국·일본 3대 시장 신속심사 지정에 기인한다. 따라서 '27E 209억 원의 비프로비르센 매출은 '30E 816억 원, '34E 1,250억 원까지 성장하며, 동사의 대규모 원료 수주를 창출할 전망이다.

NDA: New Drug Application

②펠라카르센: '27E 상업화에 따라 '30E 6,992억 원의 올리고 수요를 창출하는 블록버스터가 될 것으로 기대한다. 노바티스의 심혈관 질환 치료제 펠라카르센은 Lp(a) 수치를 낮출 수 있는 전 세계 최초의 약물로, Lp(a)는 식이요법이나 기존 지질강화제로 개선이 불가능한 유전적 위험인자다.

최초 승인 약물이 곧 표준치료제가 되는 구조인에서 상업화는 사실상 확정적이며, 1H26 임상 3상 발표 및 2H27 승인이 예상된다. '27E 1,600억 원의 수주를 시작으로 '30E 7,000억 원까지 성장하며, 전 세계 800만 명에 달하는 환자군을 타깃으로 동사 수익성 개선의 핵심 축이 될 것으로 사료된다.

③세팍세르센: '28E 상업화 예정으로, 동사의 중장기 실적을 한층 더 강화할 핵심 파이프라인이다. Roche가 주도하는 IgAN 치료제 세팍세르센은 임상 2상에서 단백뇨 43% 감소 및 신장 기능 안정을 입증했으며, 보체 인자 B 억제 계열에서 임상 3상에 진입한 유일한 ASO 치료제다.

'28E 세팍세르센의 승인 및 상업화가 유력하다고 판단한다. 2H26 임상 3상 결과 발표 및 '27E NDA 제출을 거쳐 표준 심사 기간 약 6~10개월을 고려할 시, '28년 허가 및 상업화 개시가 가능할 전망이다. 나아가 '30E 약 4,000억 원 규모의 신규 수주 창출이 예상되며, 올리고 원료 시장 내 독보적 지배력을 유지하는 강력한 해자가 될 전망이다.

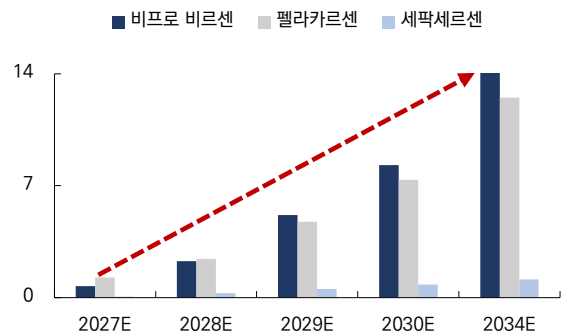
[자료 4-7] 주요 임상용 약물

약물	파트너사	약물 효능	2027E 매출	상업화 예정
비프로비르센	GSK	B 형 간염 단백질 생성을 차단하고 면역계를 활성화해 바이러스를 제거	209	2027E
펠라카르센	노바티스	심혈관 위험인자인 혈중 Lp(a)를 간에서 최대 80% 이상 감소	1,604	2027E
세팍세르센	아이오니스	신장 염증을 유발하는 보체를 간에서 억제해 단백뇨 감소 및 신기능 보존	1,298	2028E

출처: 각사, RFS Team 3

[자료 4-8] 약품별 예상 매출

(단위: 억 달러)



출처: Bloomberg, RFS Team 3

2. CAPA에 몸을 올리고 마음껏 날아라!

1) RNA시장에 남는건 큰 CAPA뿐이야

올리고 CAPA:8mole
↓
글로벌 경쟁사:4mole

cGMP: FDA의 우수의약품
제조/관리 기준

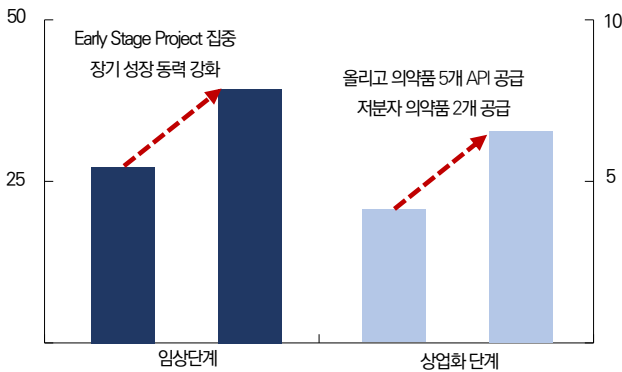
동사는 '25년 제2올리고동 증설을 통해 약 8mole CAPA를 확보하며, 글로벌 경쟁사 대비 약 2배 수준의 생산 규모를 선제적으로 보유한다. RNA 치료제가 만성질환 영역으로 확장됨에 따라, '27년 이후 수 백 kg 단위 공급 수요가 예상되지만, cGMP 인증과 고난도 공정, 대규모 설비 구축에는 3~5년이 소요돼 신규 진입은 제한적이다. 동사는 선제적인 공장 증설을 통한 CAPA를 바탕으로, 수주 경쟁에서 압도적 우위를 점할 것으로 판단한다.

제2올리고동 P2 증설을 통해 전체 생산 능력을 14mole까지 확대할 계획으로, '28년 이후 독보적 지위는 한층 공고해질 것으로 판단한다. 특히 글로벌 제약사들의 공급망 안정성 요구가 강화되며, 품질·규제 대응 역량을 갖춘 소수 CDMO로 수주가 집중되는 흐름이 나타난다. 비중국 업체 선호 기조가 강화되며 수주 재편과 함께, 동사는 수요 확대 흐름과 공급자 제한 환경의 수혜를 동시에 누릴 것으로 전망한다.

[자료 4-9] 임상용, 상업화 파이프라인 추이

(단위: 개) [자료 4-10] CAPA 경쟁사 비교

(단위: mol, kg)



연도	니토 덴코 아베시아		에스티팜		애질런트	
	CAPA	생산량	CAPA	생산량	CAPA	생산량
2021	3mol	1,400kg	1.8mol	800kg	2.3mol	1,000kg
2021			3.6mol	1,600kg		
2022	4.6mol	2,000kg	6.4mol		4.6mol	2,000kg
2025			8mol			
2026 Capa 합산: ~13,000kg						

출처: 각사, RFS Team 3

출처: 각사, RFS Team 3

2) 파이프라인 끊임없이 올리고

맞춤형 공장 증설을 통한
임상용 수주 확보



중장기 상업용 수주 락인

동사는 선제적인 공장 증설을 통해 올리고 치료제 초기 임상 프로젝트를 선점하며, 대체 불가능한 진입 해자를 구축할 전망이다. 동사는 대규모 라인 중심이던 반월공장의 증설 방향을 유연한 멀티 생산 라인업으로 과감히 변경하였다. 이를 통해 수십개의 잠재 파이프라인 초기 임상 수요를 흡수하기 위한 유연성을 갖추었다고 판단한다. 이러한 전략적 포지셔닝을 통해 고단가의 임상용 라인 수주부터 상업화 전환까지 이어지는 강력한 수주 락인 효과를 창출할 것으로 사료된다.

에스티팜 임상용 파이프라인
'25년 27개 → '26년 36개

기확보한 수십개의 임상 파이프라인은 잠재적 수주 잔고로, 동사의 글로벌 RNA 치료제 성장을 독점적으로 향유하는 기반이 될 것으로 판단한다. 동사의 임상용 파이프라인은 작년 27개에서 올해 36개로 빠른 확장을 기록하며 미래 수익의 가시성을 높였다. 올리고 CDMO 산업의 특성상 임상 단계에서 결정된 공급사를 교체하는 것은 규제 리스크와 시간 비용 측면에서 사실상 불가능에 가깝기 때문에, 락인 구조를 통한 폭발적인 장기적 성장이 가능할 것으로 전망한다.

Investment Point 2. P개선으로 최종 진화

비용 구조 전반적으로 개선되며 동사의 이익은 매출 대비 더 큰 폭으로 증가할 전망이다. 이는 생산량 증가에 따른 고정비 희석과 다각도의 변동비 절감에 기인한다. 매출 성장세 지속과 주원재료 내재화에 힘입어, 수익성 개선 추세는 중장기적으로 이어질 것으로 판단한다.

지금이다! 이 모델! 이 구조! 이 순간!

'26년 에스티팜에 주목해야 하는 이유는 명확하다. ①수주잔고로 이미 확정된 매출, ②고정비 희석과 ③3중 원가 해자가 동시에 작동하며, 영업이익률 상승 국면 진입이 가시화되고 있다.

동사의 올리고 CDMO 매출은 '21년 이후 CAGR +29%의 고성장을 이어왔으며, '26년 상업용 고마진 API 비중 확대와 함께 전사 이익률의 질적 전환이 가시화될 전망이다. '25년 상업화 프로젝트 비중이 전체 올리고 매출의 73%까지 확대됐으며, 이러한 흐름은 '26년에도 지속될 것으로 판단한다.

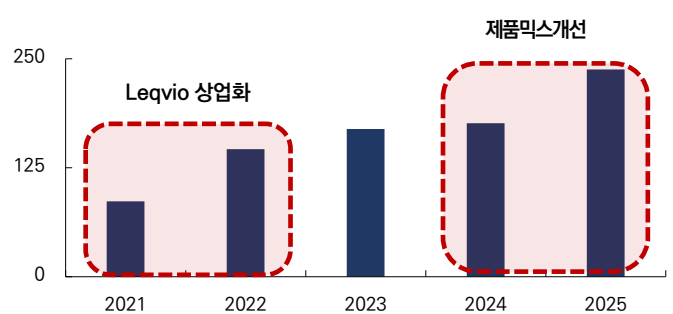
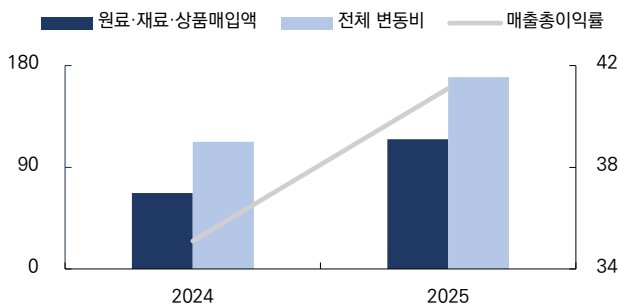
즉, 동사는 매출이 늘수록 이익이 더 빠르게 커지는 레버리지 구간에 들어섰고, 경쟁사가 단기에 복제할 수 없는 원가 구조가 이 흐름을 방어한다. 본 리서치팀은 동사를 단순한 CDMO 수혜주가 아닌 이익 성장을 가속, 비대칭 업사이드를 동시에 보유한 player로 판단한다.

[자료 4-11] 변동비, 매출총이익률 추이

(단위: 십억 원, %)

[자료 4-12] 올리고 CDMO 매출 성장 추이

(단위: 십억 원)



출처: 에스티팜 DART, RFS Team 3

출처: 에스티팜 DART, RFS Team 3

①수주잔고: 레버리지 작동의 전제조건 확보

영업 레버리지 실현의 전제는 매출 증가의 가시성이다. 동사는 '26년 3월 글로벌 제약사와 897억 원 규모의 단일 최대 계약을 추가 수주하며 총 수주잔고 4,635억 원을 확보했다. 또한 현재 상업화 프로젝트 7건은 임상 대비 매출 인식 규모가 5~10배 크고, 수익성이 월등히 높다. FDA 승인에 따른 상업 전환이 '26년~'27년에 집중되어 있어, 임상 3건·상업화 7건 총 43건의 CDMO 프로젝트가 동사의 매출을 견인할 전망이다.

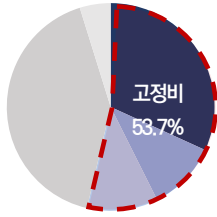
②고정비 희석: 레버리지의 구조적 원천

올리고 CDMO는 집약적 산업이다. 동사의 고정비는 전체 영업비용의 약 54%를 차지하며, 생산량이 증가할수록 단위당 고정비가 빠르게 희석되는 구조이다. '25년 매출원가 증가율이 매출 증가율을 하회한 것은 이 구조가 실제로 작동하기 시작했다는 신호이며, '26년 그 기울기가 더 가팔라질 것으로 판단한다. 즉, 제2올리고동 가동률의 상승은 추가적인 설비 투자 없이 매출 증가분의 상당 부분이 영업이익으로 직결되는 국면으로의 진입을 의미한다.

[자료 4-13] 비용구조특징

(단위: %)

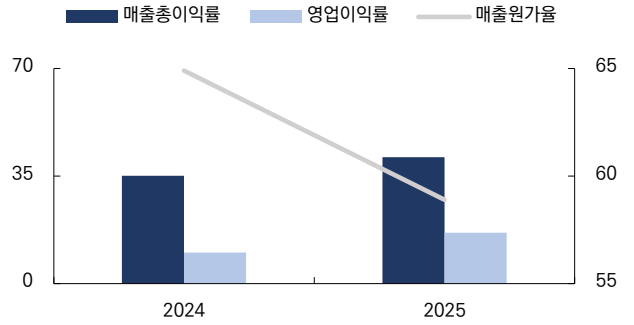
■ 종업원급여 ■ 감가상각비 ■ 시설유지관리비



출처: 에스티팜 DART, RFS Team 3

[자료 4-14] 매출총이익률, 영업이익률, 매출원가율 추이

(단위: %)



출처: 에스티팜 DART, RFS Team 3

③ 경쟁사 대비 구조적 원가

동사는 글로벌 올리고 CDMO 경쟁사 대비 3가지 비용 이점을 동시에 보유하고 있으며, 이는 동일 매출 규모 대비 이익 전환율을 구조적으로 높이는 요인이다.

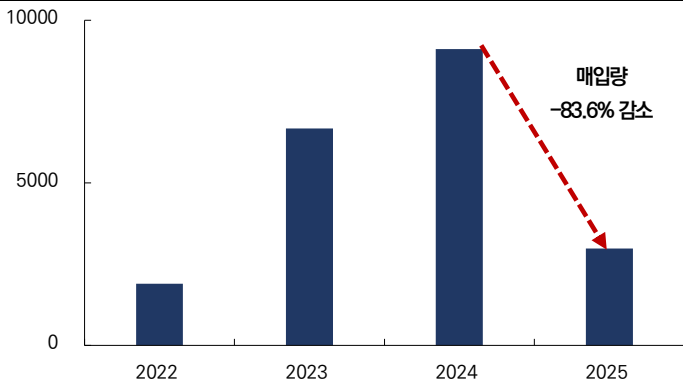
1) 포스포라미다이트 내재화: 동사는 올리고 원료의약품 출발물질인 포스포라미다이트에서 최종 API까지 원스탑 GMP 생산이 가능한 전 세계 유일한 player다. Bachem·Agilent·Nitto·Avecia 등 모든 경쟁사가 포스포라미다이트를 외부 조달에 의존하고 있으나, 동사는 이를 내재화함으로써 원가 구조상 우위를 확보하였다고 판단한다. 실제 동사의 '25년 포스포라미다이트 외부 매입량이 YoY -83.6% 급감했다.

2) 아세트ونی트릴 회수 시스템: 올리고 공정은 제품 1kg 생산에 아세트ونی트릴 약 1,500kg이 소요되는 고비용 구조이다. 경쟁사 대부분이 이를 1회 사용 후 폐기하는 반면, 동사의 제2올리고동은 냉각수 없는 증류 시스템을 내장하고 있어 아세트ونی트릴을 회수·재사용 가능하다. **생산규모가 커질수록 이러한 시스템의 차이는 원가에 직접적으로 반영되며, 중동 지정학 리스크 등 외부 변수에 의한 원재료 가격 충격을 최소화할 것으로 예상된다.**

3) 20년 공정 축적에 따른 학습 곡선 효과: 동사는 '04년부터 올리고 사업을 영위하며 수율 개선·불량률 감소·배치 최적화 노하우를 20년간 누적해왔다. 올리고 합성은 스텝수가 수십~수백 개에 달하는 고난도 공정으로, 각 단계의 커플링 효율과 불순물 제거가 최종 수율을 결정한다. 이에 따라 동사의 노하우는 신규 진입자가 설비를 갖추더라도 단기에 복제할 수 없다고 판단하며, 공정 숙련도는 곧 동사의 원가 경쟁력으로 직결되어 강력한 해자를 형성할 전망이다.

[자료 4-15] 포스포라미다이트 외부 매입 추이

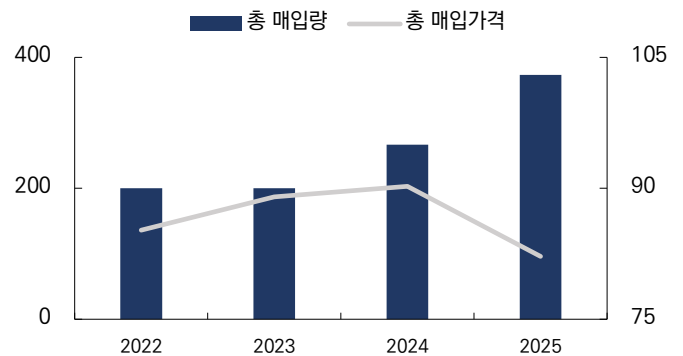
(단위: 개)



출처: 에스티팜 DART, RFS Team 3

[자료 4-16] 주 원재료 총 매입량 및 매입가격 추이

(단위: 억 원, 천 개)



출처: 에스티팜 DART, RFS Team 3

V. Check Point

동사는 안정적 CDMO 현금흐름을 기반으로 신약 파이프라인을 운영하는 글로벌 올리고 CDMO 유일의 하이브리드 기업으로 판단한다.

보여줄게, 신약도.

1. Why?: 다른 올리고 CDMO는 아무도 신약을 개발하지 않는가

CDMO업계는 자체 신약 파이프라인을 보유하지 않는 것이 업계의 불문율로 여겨진다. 글로벌 CDMO의 자체 신약 파이프라인을 보유하지 않는 이유는, 고객사의 기술·공정 정보를 전 CDMO가 경쟁 신약을 개발하는 순간 고객 이탈의 빌미가 되기 때문이다

그러나 동사는 이 불문율을 정면 돌파할 수 있는 조건을 갖췄다. ①'25년 말 기준 올리고 수주잔고 2,040억 원, ②'26년 1월 단독 수주 830억 원, ③초기 임상 신규 프로젝트 수 YoY +40% 증가로 이미 수요가 공급을 초과하는 국면이다. 이를 통해 동사는 공급자 우위를 확보했으며 리스크 없는 신약개발 매커니즘을 확보 것으로 판단한다.

2. 기다려라, 등가교환이다! CDMO가 리스크 흡수할 테니, 신약이 업사이드를 만들어!

동사는 일반 바이오텍과 다르게 신약개발이 존립의 문제가 아닌, 리스크 없는 새로운 매출동력으로 작용한다. '25년 연간 매출 3,316억 원(YoY +21.1%), 영업이익 551억 원(YoY +98.9%)의 안정적 이익 구조 위에서 신약 개발이 진행되는 이상, 임상 실패 시에도 기업 본체와 CDMO 사업에는 영향이 없다. 리스크는 CDMO가 흡수하고, 업사이드는 신약이 창출하는 비대칭 구조를 완성하며 동사는 두 기업형태의 장점만 흡수할 것을 기대한다.

동사의 자체 신약 STP-0404는 ALLINI 기전으로는 세계 최초로 HIV-1 환자 임상에 진입하고 개념 증명을 달성한 First-in-class 후보물질이다. 기존 INSTI 계열과 결합 부위 자체가 달라 교차내성이 발생하지 않으며, WHO 데이터 기준 실사용 환경에서 돌루테그라비르 내성률이 이미 3.9~19.6%에 달해 신규 기전에 대한 수요가 확인된다. 현재 코호트 3 투약이 진행 중이며 3Q26내에 최종 톱라인 발표 후 L/O 추진 시 기술이전 향 매출이 발생한다.

단, 본 리서치팀은 STP-0404를 실적 추정에 반영하지 않았다. 임상 2a상 단계 약물의 최종 승인까지 성공 확률은 BIO·Informa Pharma Intelligence에 따르면 2상에서 3상으로 진입하는 약품의 성공률은 28.9% 수준으로, 현단계에서 이를 추정에 반영하기엔 무리가 있다고 판단하였다. 이에 따라 임상 성공 및 L/O 계약 체결 시 현 밸류에이션에 전혀 반영되지 않은 순수 업사이드로 작용할 것으로 전망한다

수요 > 공급
→ 압도적 수주 기반 공급자 우위 확보

INSTI: 통합효소 억제제
ALLINI: 올로스테릭 통합효소 억제제

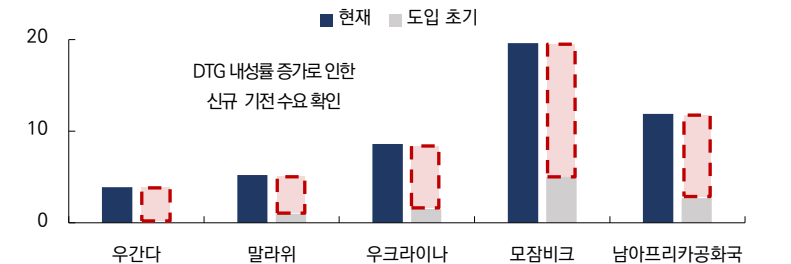
돌루테그라비르(DTG):
전 세계 1위 에이즈 약물

[자료 5-1] STP-0404, 기존 치료제 비교

	기존 표준 치료제	STP-0404
대표 약물	돌루테그라비르, 빅테그라비르	피르미테그라비르
작용 기전	통합효소 활성 부위 저해	통합효소 비활성 부위 저해
바이러스 차단	바이러스 DNA 의 숙주 세포 삼입 차단	인테그라제 변형 유도 복제 원천 차단
내성 이슈	교차 내성 발생 (내성률 3.9~19.6%)	교차 내성 없음 (기존 내성자에게 유효)

출처: 연문 종합, RFS Team 3

[자료 5-2] DTG 내성률



출처: WHO, RFS Team 3

VI. Valuation

DCF Valuation

WACC 10.57%, 목표주가 231,000원, **상승여력 53.0%로, 투자 의견 BUY를 제시한다.**

동사의 중장기 현금흐름의 가시성이 높아지고 있다. 이는 **임상 파이프라인의 '27~'28년 상업화 전환으로 대규모 상업용 올리고 수주에 기인한다.** 더하여 ①글로벌 수요 대응을 위한 CAPA 증설, ②원재료 내재화 및 고정비 분산 효과에 따른 비용구조 개선 병행으로 수익성이 개선될 전망이다.

이에 따라 동사는 중장기 현금흐름을 비교적 신뢰성 있게 추정할 수 있는 단계에 진입한 것으로 판단하나, 수요 현실화에 대한 불확실성을 감안하여 보수적인 가정 하에 DCF 기반 가치평가를 적용하였다.

[자료 6-1] DCF Valuation

DCF Valuation	(단위: 백만 원, %)
WACC	10.57%
Terminal growth rate(g)	2.00%
Σ PV of FCF	718,490
기업가치(EV)	4,717,269
(-)타인자본가치 (순차입금)	8,848
주주가치(Equity Value)	4,708,421
발행주식수	20,807,345
목표주가:	231,000
적정주가:	231,029
현재주가(03.24):	151,000
상승(하락)여력:	53.0%
투자 의견	BUY

PER Valuation

Peer PER 28.97배, 목표주가 275,000원, **상승여력 82%로, 투자 의견 BUY를 제시한다.**

▶ Why PER?

올리고 API CDMO 특성상 고객사의 신약 허가-상업화 수주 이벤트가 실적과 직결되며, 시장 역시 수주 공시 시점에 주가가 즉각 반응하는 구조를 보인다. 이는 미래 이익 가시성보다 현재 이익 창출력과 성장성이 주가에 더 직접적으로 반영됨을 의미하며, 안정적 수주 기반 위에서 반복 발생하는 이익을 기준으로 한 PER 방식이 동사의 본질 가치를 가장 적절하게 반영한다고 판단한다.

PER 방식은 매출 성장 궤적, 누적 수주잔고, 고객사 파이프라인 상업화 진행 상황 등 동사 가치에 영향을 미치는 모든 흐름이 이익 추정치에 집약되어 멀티플로 평가받는 구조인 만큼, 현재와 미래를 가장 균형 있게 반영하는 방법론이다.

한편 DCF 기준 '27년 추정 주가 231,000원은 보수적 가정을 반영한 가치의 하단으로, 이 기준으로도 현 주가 대비 유의미한 상승여력이 존재한다는 점이 투자 논거의 신뢰도를 뒷받침한다.

▶ Peer 선정: Bachem (BANB.SW) & Agilent Technologies (A.US)

동사와 동일한 올리고뉴클레오타이드 API CDMO 산업 내에서 Bachem과 Agilent Technologies를 Peer로 선정하였다. Bachem은 스위스 SIX 상장사로, 펩타이드 및 올리고뉴클레오타이드 API의 개발-생산-인허가 지원을 핵심 사업으로 영위하는 순수 올리고 CDMO 기업이다.

개발 단계부터 상업 생산까지 전주기를 커버하는 사업 구조와 글로벌 제약사 대상 장기 공급 계약 기반의 수익 모델이 에스티팜과 가장 유사하다. Agilent Technologies는 올리고뉴클레오타이드 합성 CDMO 부문에서 에스티팜의 직접 경쟁사로 거론되는 기업으로, 에스티팜 증설 발표 당시 주가 변동의 직접적 트리거가 될 만큼 시장이 양사를 동일 경쟁 구도로 인식하고 있다는 점에서 Peer로서의 대표성을 지닌다.

[자료 6-2] PER Valuation

PER Valuation			(단위: 백만 원, %)
2027E 당기순이익	197,401 (백만원)	(A)	
Target PER	28.97 (배)	(B)	
적정 기업가치	5,719,319 (백만원)	(C) = (A)*(B)	
발행 주식 수	20.807345 (백만주)	(D)	
목표주가	275,000 원	(E) = (C)/(D)	
적정주가	274,870		
현재주가	151,000 원		26.03.24 기준
Upside	82.1 %		

VII. Estimation Logic

매출 추정

동사의 매출은 Oligo, Small Molecule, mRNA, Generic 사업부로 구분하여 추정했다.

Oligo 부문은 라이텔로, 렉비오, 트린골자, 펠라카르센, 세팍세르센, 비프로비르센, 도니달로르센을 개별 추정하였으며, 계약이 명시되지 않은 품목은 기타로 분류하여 3개년 이동평균을 적용했다.

[자료 7-1] 매출 추정 종합 Table

(단위: 백만 원)

매출 추정 종합 Table							
(단위: 백만 원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출	273,751	331,681	505,303	855,818	1,320,470	1,797,384	1,993,127
YoY(%)		21.2%	52.3%	69.4%	54.3%	36.1%	10.9%
올리고	106,777	197,338	356,683	707,619	1,167,385	1,648,158	1,847,583
YoY(%)		84.8%	80.7%	98.4%	65.0%	41.2%	12.1%
of Revenue(%)	39.0%	59.5%	70.6%	82.7%	88.4%	91.7%	92.7%
Small molecule	25,700	26,046	29,491	32,119	35,095	37,190	39,456
YoY(%)		1.34%	13.23%	8.91%	9.27%	5.97%	6.09%
of Revenue(%)	9.4%	7.9%	5.8%	3.8%	2.7%	2.1%	2.0%
mRNA	1,500	3,100	3,546	4,057	4,641	5,310	6,074
YoY(%)		106.67%	14.40%	14.40%	14.40%	14.40%	14.40%
of Revenue(%)	0.5%	0.9%	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
Generic	39,700	25,600	25,747	27,306	26,073	20,730	13,377
YoY(%)		-35.52%	0.58%	6.05%	-4.52%	-20.49%	-35.47%
of Revenue(%)	14.5%	7.7%	5.1%	3.2%	2.0%	1.2%	0.7%
Elimination & Other	100,074	79,597	89,836	84,717	87,276	85,996	86,636
YoY(%)		-20.46%	12.86%	-5.70%	3.02%	-1.47%	0.74%
of Revenue(%)	36.6%	24.0%	17.8%	9.9%	6.6%	4.8%	4.3%

출처: RFS Team3

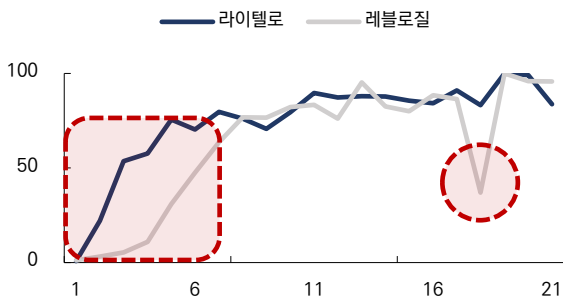
1. Oligo

① **라이텔로**: 동사의 '27년 라이텔로' Oligo 매출 1,485억 원을 전망한다. 라이텔로의 환자 수 추정은 동일 적응증 내 선행 상용화 제품인 레블로질을 벤치마크로 설정하였다. 투약 용량은 kg당 7.1mg이며, 환자군의 86%가 60~70대 이상임을 감안해 해당 연령대 미국인 평균 체중인 72kg을 적용했다. 투약 주기는 4주 1회로, 연간 13회 투약 기준 1회 553.8mg 투약을 가정하여 월별 환자 수를 도출했다. 레블로질 역시 동일한 방식으로 월간 투약량 103.9mg을 산출하여 환자 수를 추정했다.

양 약물의 시장 파이가 상이함을 고려하여, 출시 후 21개월 시점의 환자 수 최대값을 100으로 정규화한 후 성장률을 비교했다. 레블로질은 출시 초기 3개월간 성장이 더딘 시장 개척 구간이 관찰되었으며, 이를 반영하여 3개월 후행 조정 및 결측치 1건을 제외했다. 조정 이후 상관계수 0.96의 높은 동행성이 확인되었고, 추가 검증을 위해 로그 변환 기반 슬로프 함수를 초기 6개월 구간과 7~20개월 구간으로 분리, 비교했다.

[자료 7-2] 레블로질, 라이텔로 성장률 비교

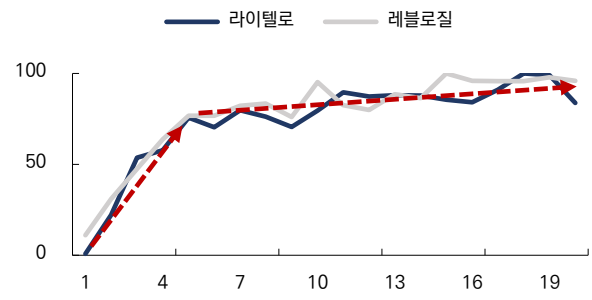
(단위: Index)



출처: RFS Team3

[자료 7-3] 레블로질, 라이텔로(3개월 후행, 결측치 제거)

(단위: Index)



출처: RFS Team3

초기는 라이텔로의 값이 더 높아 빠른 성장을 증명했고, 7~20개월 구간은 양 약물 모두 0.01로 수렴했다. 이를 근거로 이후 구간의 성장률은 TTM을 적용하였다. 2차 치료제 시장을 타겟하는 '27년까지 성장률에 10%를 할인한 성장률을 1차 치료제 개화시기인 '28년부터 10% 프리미엄을 성장률에 적용하여 라이텔로의 연간 환자 수를 추정했다.

환자 수 확보 이후, 혈액암 RNA 치료제 1회 투약 시 소요되는 올리고 6,800mg을 적용하여 연간 투약량 (mg)을 산출하고 kg 단위로 환산했다. 단위(P)는 '23~'25년 기납품액을 기준으로 납품 후 2분기의 리드타임을 가정하여 역산했으며, '24~'25년 평균 P를 각 추정 연도에 적용했다. 최종 매출은 Q×P 산출 후 리드타임을 반영하여 각 연도에 배분했다.

[자료 7-4] 필요 라이텔로 및 올리고 추정 Table

(단위: 명, mg, kg, 원, 백만 원)

필요 라이텔로 및 올리고 추정 Table								
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
환자 수(명)	2,423	6,891	8,836	10,307	18,946	26,216	30,320	30,320
라이텔로 총 처방량 (mg)	1,342,132	3,816,024	4,893,312	5,708,103	10,492,490	14,518,610	16,791,023	16,791,023
라이텔로(kg)	1	4	5	6	10	15	17	17
올리고(kg)	16	47	60	70	129	178	206	206
리드타임 2Q 인식 전 수익 인식 시기별 매출 Table								
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
기납품액(원)	23,466,426,660	73,229,764,260						
P(백만 원)	1,423.95	1,562.86	1,493.4	1,493.4	1,493.4	1,493.4	1,493.4	1,493.4
리드타임 고려 매출(백만 원)	23,466	73,230	89,730	104,671	192,403	266,231	307,901	307,901
리드타임 고려 후 수익 인식 시기별 매출 Table								
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
라이텔로 매출(백만 원)	52,999	81,480	97,200	148,537	229,317	287,066	307,901	

출처: RFS Team3

②**렉비오**: 동사의 '27년 렉비오 Oligo 매출 950억 원(YoY +126%)을 전망한다.

앵커 약물 선정은 동사 IR에서 직접 언급한 엔스트레토(Enstretto)를 기준으로 삼았다. 렉비오 매출 성장률 을 직접 추정하는 대신, 동사가 앵커 약물로 제시한 엔스트레토의 연도별 성장률을 렉비오에 차용하여 미 래 매출 경로를 설정했다.

납기 물량 및 매출 인식 시점 파악은 과거 공시 기반 수주 데이터로부터 각 연도별 실제 납기 금액을 역산 하는 방식을 취했다. 예를 들어, '22년 납기 총액 64,382(단위 기준)는 당해 연도를 포함한 3개년치 수요를 사전에 대비한 물량으로 판단했다. 이는 ①올리고 생산 및 납기에 수반되는 리드타임과 ②통상적인 공급 계약 기간이 평균 약 2년임을 고려한 것이며, 결과적으로 렉비오 매출과의 상관관계가 가장 높게 도출된 분할 기준과 일치했다.

연도별 Oligo 사용량 도출은 파악된 납기 총액을 3개년 균등 분배하는 방식으로 산출했다. 이후 연도에도 동일한 논리를 일관 적용했다. 이를 통해 렉비오 처방에 실질적으로 소요된 연도별 Oligo 투입량을 추정할 수 있었다. 예를 들어, '22년 Oligo 사용 추정량은 21,461, '23년은 37,212로 도출되었다.

회귀 분석 및 미래 Oligo 수요 추정은 위와 같이 파악한 연도별 Oligo 추정량과 렉비오 실제 매출액 간의 단순 회귀 분석을 통해 검증했다. 분석 결과 양 변수 간 매우 유의미한 상관관계가 확인되었으며, 도출된 회귀식에 엔스트레토 성장률을 차용한 렉비오 미래 매출 추정치를 대입하여 '26년 이후 동사가 인식해야 할 연도별 Oligo 수요를 추정했다.

[자료 7-5] 렉비오 매출과 에스티팜 렉비오 Oligo 매출 상관관계 Table

노바티스 렉비오 매출액과 에스티팜 렉비오 Oligo 매출액 상관관계 Table	
독립변수(X)	종속변수(Y)
112	21,461
355	37,212
754	53,778
1,198	61,102
1,713	75,728

출처: RFS Team 3

[자료 7-6] 회귀분석 통계량

회귀분석 통계량	
다중 상관계수	0.98
결정계수	0.95
조정된 결정계수	0.94
표준 오차	5233.33
관측수	5.00

출처: RFS Team 3

동사 매출 환산은 위 과정의 역산을 통해 도출했다. 미래 연도별 Oligo 수요 추정치에 3개년 분배 논리를 역으로 적용하여 각 연도에 실제 매출로 인식되어야 할 물량을 산출하고, 이에 단가(P)를 적용하여 최종 연 도별 매출액을 추정했다.

[자료 7-7] 렉비오 Oligo 총매출 안분 Table

(단위: 백만 원)

에스티팜 렉비오 Oligo 총매출 안분 Table									
(단위: 백만 원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
64,382	21,461	21,461	21,461						
47,255		15,752	15,752	15,752					
49,697			16,566	16,566	16,566				
86,354				28,785	28,785	28,785			
89,784					29,928	29,928	29,928		
109,018						36,339	36,339	36,339	
150,682							50,227	50,227	50,227
173,027								57,676	57,676
104,995									34,998
	21,461	37,212	53,778	61,102	75,278	95,052	116,495	144,242	142,901

출처: RFS Team 3

③**트린골자**: 동사의 '27년 트린골자向 Oligo 매출 1,524억 원(YoY +41%)을 전망한다. 트린골자는 '26년 6월 적응증 확장을 통해 희귀 유전성 질환 중심에서 만성 고중성지방혈증 치료제로 전환될 것으로 판단한다. 이는 '26년 1월 체결된 계약 규모가 5,600만 달러이며, 공시상 적응증이 중증고중성지방혈증(sHTG)으로 명기된 점에 기인한다. 이를 고려하여 추정 모형을 희귀 질환과 만성 질환으로 이원화했다.

①**만성질환(sHTG)**: 미국 전체 인구 중 TG 1,000mg/dL 이상 비율인 0.18%를 적용하여 위험 환자 풀을 산출했다. TG 1,000mg/dL 초과 시 급성췌장염 발생 위험이 10~20%로 증가한다는 점을 감안하면, 예방 목적의 선제적 치료 수요가 형성될 것으로 판단한다. 고위험군 환자 중 췌장염 위험도가 높은 환자들부터 침투할 것으로 판단해 시장 침투율은 초기 5%에서 최대 20%까지 점진적으로 확대되는 경로를 가정했으며, 연간 투약 기준으로 환자 수에 12를 곱하여 총 누적환자 수를 산출했다.

②**희귀질환**: 적응증 특성상 진단율이 낮고 환자 풀이 제한적인 점을 감안하여, 현재 환자 수를 보수적으로 동결 적용했다.

[자료 7-8] 만성질환向 트린골자 Q 추정을 위한 Raw Data

(명, %) [자료 7-9] 트린골자 kg 당 올리고 비중

만성질환向 트린골자 Q 추정을 위한 Raw Data	
미국 인구수	341,784,857
TR>1,000mg 비율	0.18%
급성 췌장염의 확률이 있는 잠정 인구	615,213
그 중에서 췌장염 걸릴 확률	0.1~0.2%

트린골자 kg 당 올리고 비중
1.041666667

출처: RFS Team 3

출처: RFS Team 3

올리고 투약량 환산 시, 임상에서 80mg과 50mg 두 용량이 병행 검토된 점을 고려하여 보수적 추정을 위해 50mg을 적용했다. 연간 환자 1인당 1g의 올리고가 투약되는 것으로 가정하여 kg 단위로 환산했다. '25년 1분기 상업화 개시를 기준으로, '24년 물량은 상업화 준비 물량으로 처리했다. '25년 희귀 질환向 물량은 소규모인 점을 감안하여, '26년 만성 질환 전환 이후 물량에도 동일하게 적용했다. 리드타임은 1년을 가정하여 연도별 매출에 반영했다.

[자료 7-10] 트린골자向 올리고 Q 추정 Table

(단위: 명, %, mg, kg, 백만 원)

트린골자 침투율 추정							
	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
처방 사람 수	354	354	354	354	354	354	354
만성질환(1년 누적 환자 수)		369,128	738,255	1,107,383	1,291,947	1,476,511	1,476,511
침투율		5%	10%	15%	18%	20%	20%
트린골자 向 올리고 Q							
mg	28,320	18,484,702	36,941,085	55,397,467	64,625,658	73,853,849	73,853,849
Kg	0	18	37	55	65	74	74
올리고 kg	0.03	19.25	38.48	57.71	67.32	76.93	76.93
P	2,435.31	2,435	2,435	2,435	2,435	2,435	2,435
리드타임전 매출(백만 원)	72	46,892	93,711	140,531	163,941	187,351	187,351
기납품으로 소화가능 물량		19.28	44.14	62.59	71.82	81.05	81.05
에스티팜 트린골자 매출(백만 원)	40,326	107,487	152,434	174,907	197,381	197,381	-

출처: RFS Team 3

④펠라카르센/세팍세르센/비프로비르센: 동사의 '27년 해당 품목군 Oligo 매출 3,111억 원을 전망한다.

상기 3개 품목은 임상에서 상업화로 전환 중인 약물로, 벤치마크 적용이 적절하지 않다고 판단하여 블룸버그 컨센서스 매출 기반의 간접 추정 방식을 채택했다. 구체적으로는 투약 주기 및 용량이 유사한 벤치마크 제품의 컨센서스 매출에서 단가(P)를 역산하여 투약 횟수(Q)를 도출했다.

[자료 7-11] 약물 Bloomberg 컨센서스 Table

(단위: 백만 USD)

약물 Bloomberg 컨센서스 Table												
(단위: 백만USD)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Tryngolza					116	152.7	320.3	585.9	809.5	1033.7	1249	1430
Donidalsoren						98.4	233.9	344.9	416	453.5	471	471.9
Pelacarsen						0.4	71.1	229	517.3	829.3	999.1	1089.5
Bepirovirsen							125.3	242	475.5	736.4	995.5	1196.8
Sefaxersen						6.3	6.8	29	53.9	82.7	91.1	98.8
Leqvio	12	112	355	754	1198	1730.3	2259.9	2786.4	3173	3537.2	3843.6	4049.6
Imetelstat				77	183.9	226.8	353.7	422	579	778.9	967.3	1110.1

출처: Bloomberg, RFS Team3

올리고 투약량은 트린골자와 유사한 투약 구조를 준용하여 연간 1인당 1g을 가정하고 kg으로 환산했다. 리드타임은 각 품목의 기납품 시점과 상업화 시기의 근접도에 따라 반영 여부를 달리하였으며, 1년을 기준 리드타임으로 적용하여 연도별 매출을 산출했다.

[자료 7-12] 펠라카르센向, 세팍세르센向, 비프로비르센向 매출 추정 Table

(단위: 백만 원)

에스티팜 펠라카르센 向 매출 추정 Table						
(단위: 백만 원)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
	14,402	35,407	160,427	362,398	580,971	699,925
에스티팜 세팍세르센 向 매출 추정 Table						
(단위: 백만 원)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
		30,437	129,805	241,259	370,169	407,768
에스티팜 비프로비르센 向 매출 추정 Table						
(단위: 백만 원)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
		10,845	20,947	41,157	63,740	86,167

출처: RFS Team3

④도니달로르센

환자 풀 모수 설정은 처방 가능 대상 및 판매 지역을 기준으로 설정했다. 도니달로르센은 12세 이상 환자에 한하여 처방 가능하며, 판매 지역은 미국·유럽·APAC으로 한정된다.

이에 따라 ①각 지역의 12세 이상 인구에 ②HAE 발생률(인구 10만명당 1.22명)을 적용하여 지역별 HAE 환자 풀을 도출한 뒤, ③도니달로르센이 장기예방요법(LTP) 목적으로만 처방 가능한 점을 고려하여 LTP 대상 비율 58.8%를 적용했다.

시장 점유율 추정은 '25년 실적을 역산하는 방식을 취했다. 먼저, 공시 순매출액 \$7,789,000에 희귀질환 치료제 중앙값 리베이트율 23%를 환원하여 리베이트 차감 전 총매출액 \$10,115,584를 산출했다. 이를 약가 \$57,462로 나눠 처방 Unit 수를 도출했으며, 도니달로르센의 투약 주기(4주 1회)와 '25년 판매 개시 월(9월)을 고려하여, 9월 처방 환자는 연내 4회·10월 3회·11월 2회·12월 1회 투약한다고 가정했다.

처방 시점을 특정할 수 없으므로 평균 투약 횟수 2.5회로 나누어 '25년 처방 환자 수를 70명으로 산출했다. '25년은 미국 단독 판매 시기이므로, 미국 내 LTP 대상 환자 풀 2,138명 대비 점유율 3%가 도출된다.

[자료 7-13] 도니달로르센 침투 풀 추정 Table

(단위: 명, %)

도니달로르센 침투 풀 추정 Table						
	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
미국 12세 이상 인구	297,991,420	299,481,377	300,948,784	302,403,640	303,865,945	305,315,408
유럽 12세 이상 인구	648,942,400	648,533,800	648,115,200	647,686,600	647,248,000	646,799,400
APAC 12세 이상 인구	3,975,191,220	4,006,121,800	4,037,052,380	4,067,982,960	4,098,913,540	4,129,844,120
미국 HAE 환자 수	3,635	3,654	3,672	3,689	3,707	3,725
유럽 HAE 환자 수	7,917	7,912	7,907	7,902	7,896	7,891
APAC HAE 환자 수	48,497	48,875	49,252	49,629	50,007	50,384
미국 LTP 풀	2,138	2,148	2,159	2,169	2,180	2,190
유럽 LTP 풀	4,655	4,652	4,649	4,646	4,643	4,640
APAC LTP 풀	28,516	28,738	28,960	29,182	29,404	29,626
미국 점유율	3%	12%	14%	17%	20%	25%
유럽 점유율		3%	12%	14%	17%	20%
APAC 점유율			3%	12%	14%	17%

출처: RFSTeam3

점유율 확장 경로는 다음과 같이 설정했다. '25년 4개월 판매 실적을 연환산하면 점유율 9%가 가능하다. 이에 동사 IR에서 제시한 스위칭 환자 비율 20%를 가산하여 '26년 점유율을 확정하고, 이후 연도에는 매년 1.2배 적용을 통해 점유율 확장 경로를 가정했다. 도출된 연도별·지역별 점유율에 각 지역 LTP 풀을 곱하여 처방 수를 산출했다.

Oligo 수요 및 매출 환산은 처방 Unit 합계에 1회 투약용량 80mg을 곱해 필요 Oligo량을 구한 뒤 kg 단위로 환산했다. 단가(P)는 라이텔로·트린골자 추정에서 역산한 P를 준용했다

[자료 7-14] 도니달로르센向 매출 추정 Table

(단위: 백만 원)

에스티팜 도니달로르센 向 매출 추정 Table						
(단위: 백만 원)	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
	28	417	1,851	4,589	5,540	6,689

출처: RFSTeam3

2. Small molecule

동사의 Small Molecule 매출은 소아근위축증(SMA)향과 기타로 구분하여 추정하였다.

소아근위축증향은 에브리스디(Evrysdi, risdiplam) 매출 성장률을 차용하여 추정했다. SMA 치료제 시장은 이미 성숙 확장 단계에 진입해 있으나, 에브리스디는 일단 복용을 시작하면 생을 마감할 때까지 중단이 불가능한 약물적 특성상 처방 환자의 이탈이 구조적으로 제한된다.

이는 매출의 하방 경직성을 강화하는 요인으로 작용한다. 성장률 가정은 복수의 리서치 기관이 제시한 SMA 시장 CAGR 전망치의 평균과, 에브리스디 연도별 매출 성장률의 평균을 산술 평균하여 도출했다. 이는 시장 전체의 구조적 성장 모멘텀과 에브리스디 개별 약물의 실적 궤적을 동시에 반영하되, 과도한 낙관을 배제한 보수적 추정을 의도한 것이다.

기타향은 저분자(Small Molecule) 시장 전반의 성장률을 적용하여 추정했다. 복수 리서치 기관이 제시한 글로벌 Small Molecule CDMO 시장 성장률 전망치의 평균을 기준 성장률로 설정하여 연도별 매출을 산출했다.

[자료 7-15] 소아근위축증 시장 CAGR

(단위: 십억 USD, 년, %)

리서치 기관	24년 시장 규모	예측 규모	예측 연도	CAGR
Grand View Research	\$4.4B	\$13.1B	2030	18.0%
Data Bridge	\$4.6B	\$18.7B	2030	19.1%
IMARC Group (7MM)	\$3.4B	\$14.3B	2035	13.8%
PMI	\$1.4B	\$5.6B	2034	14.8%
평균				16%

출처: 각 기관, RFS Team 3

[자료 7-16] Small Molecule 시장 CAGR

(단위: 년, 십억 USD, %)

리서치사	기준연도	기준시장규모	목표연도	목표시장규모	CAGR
Grand View Research	2024	\$4.4B	2030	\$13.1B	18%
iHealthcareAnalyst	2024	N/A	2033	\$27.5B	19%
IMARC Group	2024	\$3.4B	2035	\$14.3B	14%
GlobalData	2023	\$2.7B	2033	\$3.0B	1%
PMI	2024	\$1.4B	2034	\$5.6B	15%
평균					13%

출처: 각 기관, RFS Team 3

[자료 7-17] EvrysdI 매출 추정 Table

(단위: 백만 원, %)

EvrysdI	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
블룸버그	1419	1631	1757	1874.9	2003.8	2128	2223.5	2302.6	2375.3	2430.2	2243.3
단위 환전(백만 원)	2057550	2364950	2547650	2718605	2905510	3085600	3224075	3338770	3444185	3523790	3252785
YoY		10%	10%	10%	10%	10%	0%	0%	0%	0%	-10%

출처: Bloomberg, RFS Team3

[자료 7-18] Small Molecule向 매출 추정 Table

(단위: 백만 원, %)

(단위: 백만 원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Small Molecule	25,700.0	26,045.5	29,490.8	32,119.5	35,095.4	37,189.6	39,455.8
YoY%		1%	13%	9%	9%	6%	6%
소아	17,376.6	17,573.3	19,895.2	22,523.9	25,499.8	27,594.0	29,860.1
YoY%		1%	13%	13%	13%	8%	8%
기타	7,214.0	8,472.2	9,595.6	9,595.6	9,595.6	9,595.6	9,595.6
YoY%		17%	13%	0%	0%	0%	0%

출처: RFS Team3

2. mRNA

동사의 mRNA 매출은 글로벌 mRNA 시장 성장률을 적용하여 추정했다. mRNA CDMO 시장은 코로나19 백신 수요의 기저 효과로 인한 단기 변동성을 소화한 이후, 감염병 백신을 넘어 항암·희귀질환·개인 맞춤형 치료제 영역으로 적응증이 확장되면서 구조적 성장 국면에 재진입하고 있다. 복수의 리서치 기관이 제시한 글로벌 mRNA CDMO 시장 성장률 전망치의 평균을 기준 성장률로 설정하고, 이를 동사의 기준연도 mRNA 매출에 연도별로 적용하여 추정치를 산출했다.

3. 제네릭

동사의 제네릭 사업부 매출은 여타 사업부문과의 생산 설비 공유 구조를 반영하여 간접 추정하는 방식을 취했다.

추정 방식의 배경은 설비 구조에 있다. 제네릭은 올리고·Small Molecule·mRNA 등 여타 사업 품목과 동일한 겸용(Multi-purpose) 생산 라인을 공유하고 있어, 고수익 CDMO 사업부문의 수주가 확대될수록 제네릭에 배분 가능한 생산 용량은 구조적으로 축소된다. 이러한 기회비용적 특성을 반영하기 위해, 별도의 성장률을 적용하는 대신 전체 매출에서 제네릭이 차지하는 비중의 감소 추세를 이용한 간접 산출 방식을 채택했다.

추정 절차는 다음과 같다. 먼저, 과거 연도별 실적을 기반으로 전체 매출 대비 제네릭 매출 비중의 추세를 도출했다. 여타 사업부문의 수주 확대와 비례하여 동 비중이 점진적으로 감소하는 경향이 확인되며, 이 추세를 연장하여 미래 연도별 제네릭 매출 비중을 가정했다. 이후, 앞서 추정한 올리고·Small Molecule·mRNA·자체 신약 사업부문의 연도별 매출 합산치에 도출된 제네릭 비중을 적용하여 제네릭 사업부 매출을 역산했다.

[자료 7-19] Generic, mRNA向 매출 추정 Table

(단위: 백만 원, %)

(단위: 백만원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
제네릭 YoY%	49600	39,700.0	25,600.0	25,747.2	27,305.7	26,072.7	20,730.3	13,377.5
전체매출 YOY	169600	176,300.0	237,600.0	382,819.4	736,359.2	1,196,194.7	1,669,840.0	1,862,109.5
제네릭 제외 전체매출 전체매출 대비비중	71%	77%	89%	93%	96%	98%	99%	99%
전체매출 중 제네릭 % of OE	29%	23%	11%	7%	4%	2%	1%	1%
제네릭매출				25,747.24	27,305.70	26,072.74	20,730.32	13,377.47
(단위: 백만원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
mRNA	9400.0	1500.0	3100.0	3546.4	4057.1	4641.3	5309.6	6074.2

출처: RFS Team3

비용 추정

비용 추정은 인건비·감가상각비·무형자산 상각비·연구개발비를 중점적으로 추정하였으며, 수선비·지급수수료·광열비·소모품비 등 매출연동성이 큰 항목은 과거 3개년 % of Sales 최고값을, 기타수익·비용 등 일회성 성격의 항목은 3개년 평균을 일괄 적용하였다. 영업외손익 중 이자수익·비용은 한·미 금리 연동 구조를 활용한 평균이자율 추정과 이동평균 기반 잔액 추정을 결합하여 산출하였으며, 외환·자산처분 등 예측 불가 항목은 이동평균으로 처리하였다.

[자료 7-20] 비용 추정 종합 Table

(단위: 백만 원, %)

(단위: 백만 원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출 YoY%	284,992	273,751	331,681	505,303	855,818	1,320,470	1,797,384	1,993,127
매출원가 % of Sales	60.7%	64.9%	58.9%	58.2%	52.7%	48.8%	47.9%	48.0%
매출총이익	112,115	96,163	136,203	206,275	405,002	676,052	935,608	1,036,171
판매비와 관리비 % of Sales	27.6%	25.0%	24.5%	21.3%	18.4%	16.7%	16.0%	15.9%
영업이익 OPM(%)	11.8%	10.1%	16.6%	19.5%	28.9%	34.5%	33.1%	36.1%
금융수익	9,378	35,322	17,770	20,281	23,497	20,196	21,244	21,650
금융원가	19,699	18,604	13,363	15,457	13,975	14,043	14,289	14,151
기타수익	601	647	524	591	587	567	582	579
기타비용	437	2,311	1,139	1,296	1,582	1,339	1,405	1,442
법인세차감전순이익	23,354	42,747	58,725	102,875	256,098	461,013	654,653	726,563
법인세비용 법인세율(%)	25.0%	24.1%	7.1%	22.7%	22.9%	24.2%	24.8%	25.0%
당기순이익	17,523	32,464	54,564	79,573	197,401	349,667	492,186	545,113

출처: RFS Team3

① **재고자산의 사용:** '24년 대비 '25년 실적에서 동 비율이 실제로 0.1%p 하락한 점을 확인하였으며, 이를 추정의 출발점으로 삼았다. '26년 이후에도 포스포라미다이트 내재화 완성, 아세토니트릴 회수 시스템 본격 가동 등 구조적 원가 개선 요인이 지속되는 만큼 해당 추세가 이어질 근거는 충분하다고 판단한다. 다만 개선 속도가 가속화될 가능성도 배제할 수 없으나 이를 추정에 과도하게 반영하는 것은 보수적 관점에서 적절하지 않다고 판단하였다. 이에 직전 연도의 실적 개선폭인 0.1%p를 매년 균일하게 적용하는 방식을 채택하였다.

② **인건비:** 인건비는 '1인당 급여 × 인원수'를 기본 산식으로 채택하였다. 1인당 급여의 경우 국회예산정책처가 제시하는 연도별 임금상승률 전망치를 적용하여 추정하였다. 인원수는 YoY 증감의 뚜렷한 추세가 확인되지 않아 3개년 평균을 기본값으로 적용하되, 단순 평균 사용 시 인원수 성장세를 과소평가할 가능성을 고려하여 최저 수치를 제외한 후 5%를 가산한 값을 보수적 기본값으로 설정하였다.

한편 제2올리고동 증설 시점에는 '24년 증설 당시 기록된 YoY +14%의 인원 증가율을 동일하게 적용하였다. 이는 증설 규모와 생산 복잡도가 유사하다는 전제하에 채택한 가정이다. 품질 생산직 인건비는 매출원가에, 사무 영업직 및 연구개발직 인건비는 판매관리비에 각각 귀속된다고 판단하여 구분 반영하였다.

[자료 7-21] 인건비 추정 Table

(단위: 백만 원, %)

인건비 추정 Table (단위: 백만 원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
인건비 of 매출원가	48,018	48,141	53,622	60,710.10962	67,839.26911	71,027.59958	84,585.71788	91,996.85923
품질생산	36,628	29,226	39,267	42,541	46,133	50,029	58,791	63,767
	76.3%	60.7%	73.2%	70.1%	68.0%	70.4%	69.5%	69.3%
인건비 of 판매비	30,617	28,453	34,352	36,620.43964	38,791.52738	38,919.23729	40,642.63934	42,077.07866
사무영업, 연구개발 직원	10,756	7,342	13,699	12,306	12,838	13,827	13,849	14,404
	35.1%	25.8%	39.9%	33.6%	33.1%	35.5%	34.1%	34.2%

출처: RFS Team3

② **감가상각비:** 감가상각비는 개별 자산 단위의 합리적 추정이 불가하여, '24~'25년 2개년 평균을 베이스로 삼고 공장 증설분을 직접 가산하는 방식을 채택하였다. '24년 대비 '25년 감가상각비 증가액 38억 원의 주된 요인은 신규 공장 완공에 따른 자산 반영이다.

동 공장은 '25년 9월에 완공되어 '25년에는 4개월분만 비용이 인식되었다. 이를 연간 기준으로 환산하면 3배를 적용해야 하며, 이에 따라 연환산 추가 감가비는 115억 원으로 산출된다. '26년부터는 해당 금액을 베이스에 온전히 가산하여 반영하였으며, 이후 연도에도 동일하게 유지하였다.

'29년 예정된 신규 증설 완공 시점부터는 변경 이전 계획(1차 800억원, 2차 700억원)을 참고하여 기존 증설분 감가비의 7/8 수준을 추가 인식하였다. 동일한 방법론을 매출원가와 판매관리비에 각각의 비중을 따라 안분하여 반영하였다.

[자료 7-22] 감가상각비 추정 Table

(단위: 백만 원, %)

감가상각비 추정 Table (단위: 백만 원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
감가상각비 합계	24,636	28,482	38,098	44,830	53,003	70,552	83,414
매출원가	22,002	25,860	34,308	40,536	47,828	63,730	75,309
% of Dep.	89.31%	90.79%	90.05%	90.42%	90.24%	90.33%	90.28%
판매관리비	2,634	2,622	3,790	4,293	5,175	6,822	8,105
% of Dep.	10.69%	9.21%	9.95%	9.58%	9.76%	9.67%	9.72%

출처: RFS Team3

③ **무형자산 상각비**: 무형자산 상각비는 매출액 대비 일정 비중을 유지하고 있어, 1차적으로 과거 3개년 % of Sales 평균을 기본값으로 산출하였다. 여기에 신규 취득분을 추가로 반영하였다. 동사의 무형자산 상각비는 산업재산권과 소프트웨어가 주요 구성 항목으로, '22~'25년 4개년 신규 취득액 평균을 기반으로 '26년 취득액을 추정하였으며 이후 연도에는 4개년 이동평균을 순차 적용하였다. 상각 방식은 산업재산권 10년, 소프트웨어 6년의 정액법을 각각 적용하여 산출한 후 합산하였다. 매출원가와 판매관리비는 각각의 비중에 따라 안분하여 반영하였다.

[자료 7-23] 무형자산 상각비 추정 Table

(단위: 백만 원, %)

무형자산 상각비 추정 Table									
(단위: 백만 원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출원가			315	293	8	15	24	29	37
% of total Amort.			33.26%	20.92%	27.09%	24.00%	25.55%	24.77%	25.16%
판매관리비			632	1,106	22	46	69	89	109
% of total Amort.			66.74%	79.08%	72.91%	76.00%	74.45%	75.23%	74.84%
산업재산권 신규 감가상각					19	40	64	85	106
소프트웨어 신규 감가상각					11	20	29	34	39
합계					30	61	93	119	146
(단위: 백만 원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
산업재산권 취득	56	143	339	204	186	218	237	211	213
소프트웨어 취득	129	55	79	10	68	53	53	46	55

출처: RFS Team3

[자료 7-24] 금융손익 추정 Table

(단위: 백만 원, %)

금융손익 추정 Table								
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
이자수익	2,440	4,571	3,453	2,946	2,696	2,712	2,704	2,708
기타	6,938	30,751	14,317	17,335	20,801	17,484	18,540	18,942
합계	9,378	35,322	17,770	20,281	23,497	20,196	21,244	21,650
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
이자비용	6,106	7,738	4,036	4,194	3,490	3,685	3,587	3,636
기타	13,593	10,866	9,327	11,262	10,485	10,358	10,702	10,515
합계	19,699	18,604	13,363	15,457	13,975	14,043	14,289	14,151
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
AC금융자산		145,081	133,588					
FVPL 금융자산		65,616	66,183					
합계		210,697	199,772	205,234	202,503	203,869	203,186	203,527
평균이자율		2.2%	1.7%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
기준금리 대비 평균이자율 배수		0.63	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
AC금융부채		151,984	111,271					
FVPL 금융부채		14,045	12,806					
합계		166,029	124,077	145,053	134,565	139,809	137,187	138,498
평균이자율		4.7%	3.3%	2.9%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
기준금리 대비 평균이자율 배수		1.36	1.20	1.28	1.24	1.26	1.25	1.26
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
한국 연평균 금리		3.42%	2.71%	2.26%	2.09%	2.09%	2.09%	2.09%
미국 연평균 금리		5.12%	4.05%	3.38%	3.13%	3.13%	3.13%	3.13%
한미 금리 상대수준		67%	67%	67%	67%	67%	67%	67%

출처: RFS Team3

연구개발비: 연구개발비는 매출 성장에 연동되는 변동비적 성격과 인프라·핵심 인력 유지에 따른 고정비적 성격이 혼재된 준변동비 구조를 지닌다. 외형 성장 국면에서 영업 레버리지 효과가 발현될 경우 % of Sales 기준 비중이 점진적으로 축소되는 경향이 확인된다. 본 리서치팀은 이러한 레버리지 효과를 추정에 반영하고자 과거 3개년 실적치 중 % of Sales 최저값을 적용하였다.

광고선전비·판매비·관리비·기타: 별적인 합리적 추정이 어려운 항목들로, 매출액 대비 일정한 비율을 유지하는 경향이 확인된다. 보수적 추정 원칙에 따라 이전 3개년 % of Sales 중 최고값을 적용하였다.

영업외손익: 수익·비용은 금융자산·부채 잔액과 평균이자율의 곱으로 산출하는 Bottom-up 방식을 채택하였다. AC-FVPL 금융자산·부채 합계를 기준으로 과거 평균이자율을 역산하였으며, 미국 연평균 금리 예측치와 한·미 금리 간 상대 수준을 활용하여 한국 금리를 추정하고, 이를 기반으로 향후 평균이자율을 산출하였다. 자산·부채 잔액은 이동평균으로 추산하였다. 외환관련손익·자산처분 및 평가손익·리스해지관련손익 등 예측이 불가한 기타 금융손익은 이동평균을, 기타수익·비용은 3개년 평균을 각각 적용하였다.

포괄손익계산서 (단위: 억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	2,738	3,317	5,053	8,558
매출원가	1,776	1,955	2,990	4,508
매출총이익	962	1,362	2,063	4,050
판매비와관리비	685	813	1,075	1,574
영업이익	277	549	988	2,476
금융수익	353	178	203	235
금융원가	186	134	155	140
기타영업외손익	-17	-6	-10	-8
종속및관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	427	587	1,029	2,561
법인세비용	103	42	233	587
계속사업이익	325	546	796	1,974
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	325	546	796	1,974
지배주주순이익	303	539	792	1,968
비지배주주순이익	-22	-7	-4	-6
기타포괄이익	0	10	0	0
총포괄이익	325	556	796	1,974
EBITDA	533	848	1,424	2,999
FCF	-77	-439	-1,862	575
매출총이익률(%)	35	41	41	47
영업이익률(%)	10	17	20	29
순이익률(%)	12	16	16	23
EBITDA마진율(%)	19	26	28	35
현금흐름표	2024A	2025A	2026E	2027E
영업활동으로인한현금흐름	1095	1101	-67	3087
당기순이익(손실)	325	546	796	1974
감가상각비	256	299	436	523
기타현금수익비용	609	753	478	1163
매출채권감소(증가)	530	-287	-668	-980
재고자산감소(증가)	-129	-425	-2003	-152
매입채무증가(감소)	-73	12	256	-2
기타영업활동	-423	203	638	561
투자활동으로인한현금흐름	-865	-864	-3192	-8221
유형자산처분(취득)	2	-510	-612	-675
무형자산감소(증가)	2	-5	-8	4
투자자산의감소(증가)	-29	-31	-27	-46
기타투자활동	-840	-318	-2545	-7504
재무활동으로인한현금흐름	-110	-551	3254	5402
차입금의증가(감소)	-9	-545	2922	5002
자본의증가(감소)	-94	374	0	0
배당금의지급	-94	-101	0	0
기타재무활동	87	-279	332	400
현금의증가	120	-314	-5	268
기초현금	-477	-357	43	38
기말현금	-357	43	38	306

예상 재무상태표 (단위: 억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
유동자산	3,301	3,187	5,554	6,993
현금 및 현금성자산	634	43	38	306
매출채권	680	967	1,635	2,615
재고자산	1,270	1,695	3,698	3,850
기타유동자산	717	482	183	222
비유동자산	3,918	4,304	7,060	14,758
투자자산	257	289	316	362
무형자산	165	170	178	174
유형자산	3,361	3,572	3,748	3,900
기타비유동자산	135	273	2,818	10,322
자산총계	7,219	7,491	12,614	21,751
유동부채	1,333	1,340	2,300	4,000
매입채무	106	118	374	372
단기금융부채	734	761	1,126	2,228
기타유동부채	493	461	800	1,400
비유동부채	856	311	3,200	7,500
장기금융부채	615	43	2,600	6,500
기타비유동부채	241	268	600	1,000
부채총계	2,189	1,651	5,500	11,500
자본금	101	103	103	103
자본잉여금	3,156	3,527	3,527	3,527
이익잉여금	1,594	2,017	2,813	4,787
기타자본	179	192	671	1,834
자본총계	5,030	5,839	7,114	10,251
투자지표	2024A	2025A	2026E	2027E
PER(배)	49.9	46.5	48.5	33.0
PBR(배)	3.6	4.2	4.9	4.3
PSR(배)	6.3	7.3	7.4	6.1
EV/EBITDA(배)	33.9	28.8	28.2	20.6
EPS	1780	2566	3067	4511
BPS	24966	28246	30712	34723
SPS	14036	16313	20039	24556
DPS	500	500	0	0
배당수익률 (%)	0.6	0.4	0.0	0.0
매출액증가율(%)	-3.9	21.1	52.3	69.4
영업이익증가율(%)	-17.3	98.2	80.0	150.6
순이익증가율(%)	71.0	68.0	45.8	148.0
매출채권회전율	2.9	4.0	3.9	4.0
재고자산회전율	2.2	1.3	1.1	1.2
매입채무회전율	19.3	17.5	12.2	12.1
ROE(%)	6.5	9.4	11.2	19.3
ROA(%)	4.5	7.3	6.3	9.1
ROIC(%)	4.9	10.0	11.2	16.1
부채비율 (%)	43.5	28.3	77.3	112.2
유동비율 (%)	247.6	237.8	241.5	174.8
이자보상배율(%)	3.6	4.1	6.4	17.7