제약·바이오/화장품

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(000520)

삼일제약

BUY(유지)

단기 실적은 아쉽지만

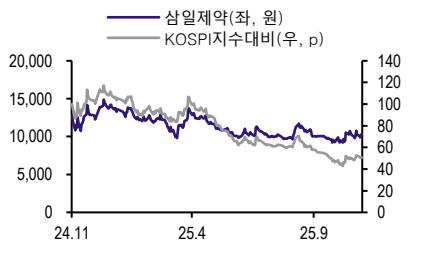
목표주가	13,000원(하향)
현재주가(11/27)	10,290원
상승여력	26.3%
시가총액	223십억원
발행주식수	21,692천주
52주 최고가 / 최저가	14,880 / 9,210원
3개월 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	3.5%
주요주주	
허승범 (외 11인)	26.0%
자사주 (외 1인)	2.1%
삼일제약우리사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.8	4.7	-8.7	-15.7
상대수익률(KOSPI)	7.1	-20.4	-59.9	-75.0

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	196	220	224	246
영업이익	6	0	-16	1
EBITDA	12	7	-4	8
지배기업순이익	2	-6	-14	-2
EPS	109	-259	-673	-74
순차입금	175	142	158	169
PER	61.3	-	-	-
PBR	0.8	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA	23.4	57.9	-	46.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	1.3	-3.7	-8.5	-1.0
컨센서스 영업이익	-	-	-	-
컨센서스 EPS	-	-	-	-

주가추이



올해 연결 영업적자는 불가피

삼일제약의 단기 실적 흐름이 아쉽다. 올해 내내 연결 영업적자가 예상되는데 베트남 점안제 CMO 공장 초기 비용 부담 증가에 따른 것이며 올해 3분기의 경우 별도 기준 영업이익도 전분기 흑자 기조에서 적자로 전환하였다(25년 3분기 연결/별도 영업이익: -52억/-7억원 vs. 25년 2분기 연결/별도 영업이익: -31억/9억원). 3분기 별도 적자의 주된 원인은 주력 품목 탑라인의 감소와 마케팅 비용의 증가에 있는 것으로 보이는데, 아필리부(아일리아 시밀러)의 특허소송 이슈 및 노스판패취(진통제 계열)의 판권 종료에 따른 매출액 감소, 3분기 추계학회 등 관련 영업 비용 증가로 적자 전환하였다. 한편 25년 4분기에는 적극적인 비용 통제가 이루어질 것으로 예상, 별도 기준 영업이익 흑자전환을 기대하지만 연결 기준은 여전히 영업적자 기조를 이어갈 것으로 본다(25년 연간 삼일제약 연결 매출액/영업이익 추정치: 2,244억/-156억원).

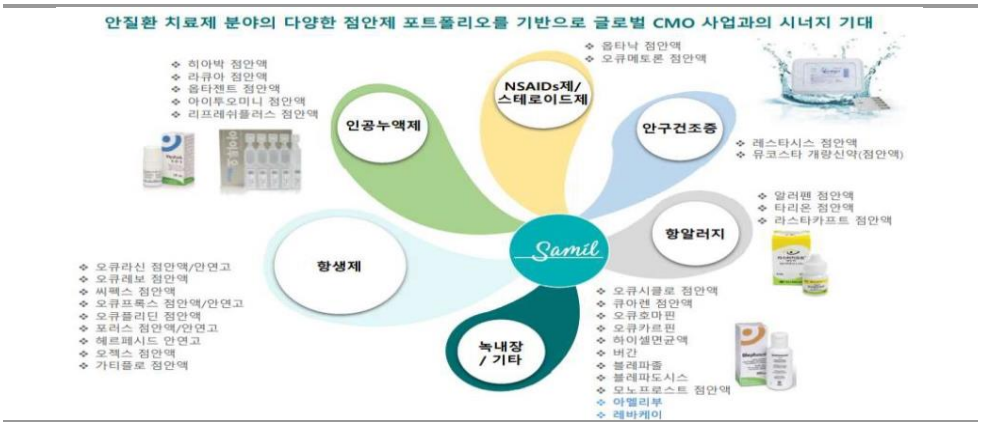
점안제 CMO 사업 기대감 여전히 유효

삼일제약의 단기 영업적자 흐름은 아쉽지만 주력 사업으로 부상한 점안제 CMO 사업의 모멘텀은 여전히 기대해볼만 하다고 판단한다. 2024년 10월 대만의 Formosa Pharmaceuticals와 5년간 약 280억원 규모의 CMO 계약을 체결한 이후 올해 10월 28~30일 독일 프랑크푸르트에서 열린 세계의약품 전시회에서는 APP13007의 독점 유통 및 판매 협력에 대한 논의(대상국가: 한국, 베트남)를 진행하며 향후 매출 본격화 시 빠른 램프업을 예고하였다. 또한 베트남 CMO 공장 한국 GMP 승인은 26년 상반기 예정, 미국과 유럽 GMP 승인도 26년 말 예정되어 있고 추가 CMO 계약 논의도 진행중인 것으로 파악, 26년 상반기에는 계약 체결이 가능할 것으로 예상한다. 한편 골관절염 치료제 로어시비빈트의 경우 올해 12월 FDA NDA 제출이 예정되어 있어 상업화 기대감 또한 유효하다고 판단한다.

삼일제약 투자의견 BUY 유지, 목표주가 13,000원

올해 연결 영업적자를 반영, 실적 추정치 하향 조정에 따라 삼일제약 목표주가는 기존 14,500원에서 13,000원으로 하향하지만 중장기 점안제 CMO 사업 모멘텀을 여전히 긍정적으로 보아 투자의견은 BUY로 유지한다.

그림 1 **삼일제약 점안제 사업 현황**

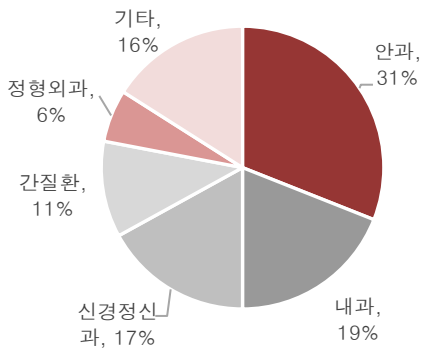


자료: 삼일제약, 흥국증권 리서치센터

그림 2 **삼일제약 점안제 CMO공장(베트남) 요약**

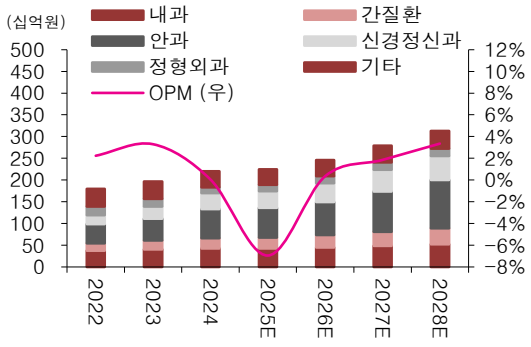
자료: 삼일제약, 흥국증권 리서치센터

그림 3 **삼일제약 질환 별 매출 비중 (2024년 말)**



자료: 삼일제약, 흥국증권 리서치센터

그림 4 **삼일제약 매출액 추이 및 전망**



자료: 삼일제약, 흥국증권 리서치센터

표 1 삼일제약 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
연결 매출액	**180**	**196**	**220**	**224**	**246**	**279**	**313**	**349**	**386**	**430**	**478**
내과	37	40	42	43	45	48	52	56	61	66	71
간질환	17	21	24	25	29	33	37	41	46	52	59
안과	44	50	67	69	75	93	111	128	147	169	193
신경정신과	21	28	37	38	44	50	55	61	67	74	81
정형외과	19	18	13	15	16	17	17	20	21	23	25
기타	41	39	36	35	37	39	41	43	45	47	49
연결 매출액 YoY	*34%*	*9%*	*12%*	*2%*	*10%*	*14%*	*12%*	*11%*	*11%*	*11%*	*11%*
연결 영업이익	**4.0**	**6.5**	**0.1**	**-15.6**	**0.9**	**5.2**	**10.5**	**16.9**	**24.5**	**33.8**	**44.7**
영업이익률	*2.2%*	*3.3%*	*0.1%*	*-6.9%*	*0.4%*	*1.9%*	*3.4%*	*4.9%*	*6.4%*	*7.9%*	*9.4%*

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 삼일제약 사업 가치 산정 (단위: 십억원)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
NOPLAT	-12	1	4	8	13	19	26	35	45
(+) D&A	8	8	9	10	12	14	16	19	22
(-) Capex	10	10	8	5	6	6	6	6	6
(-) Change in working capital	37	38	38	39	39	39	40	40	41
Free cash flows (FCF)	-52	-39	-33	-25	-20	-12	-3	8	20
Discounted FCF	-48	-34	-27	-19	-14	-8	-2	4	11
PV of FCF	-137								
PV of terminal value	583								
Enterprise value	**446**								

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 3 삼일제약 목표주가 산정 SOTP Valuation

(십억원)		비고
삼일제약 value (A)	**446**	
Non-core assets		
(-) Net debt (B)	163	FY25~26E 순부채 평균
(-) Preferred shares (C)	0	
Fair value of equity (A-B-C)	**283**	
No. of total shares (m)	21.7	
NAV/Share (W)	13,029	
목표주가 (원)	**13,000**	
현재주가 (원)	10,290	
상승여력	26.3%	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**196**	**220**	**224**	**246**	**279**
증가율 (Y-Y,%)	9.3	11.9	2.1	9.6	13.5
영업이익	**6**	**0**	**(16)**	**1**	**5**
증가율 (Y-Y,%)	61.1	(98.3)	적전	흑전	498.0
EBITDA	12	7	(4)	8	13
영업외손익	(5)	(4)	(3)	(3)	(3)
순이자수익	(4)	(5)	(9)	(10)	(11)
외화관련손익	(0)	(0)	(0)	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	1	(4)	(18)	(2)	2
당기순이익	**2**	**(6)**	**(14)**	**(2)**	**2**
지배기업당기순이익	**2**	**(6)**	**(14)**	**(2)**	**2**
증가율 (Y-Y,%)	흑전	적전	적지	적지	흑전
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	16.9	17.8	7.7	7.8	8.3
영업이익증가율(3Yr)	(0.3)	(34.4)	n/a	(48.9)	257.6
EBITDA증가율(3Yr)	3.3	13.0	n/a	(10.9)	20.0
순이익증가율(3Yr)	7.5	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	3.3	0.1	(6.9)	0.4	1.9
EBITDA마진(%)	6.0	3.4	(1.7)	3.4	4.6
순이익률 (%)	0.8	(2.6)	(6.4)	(0.6)	0.7
NOPLAT	**5**	**0**	**(11)**	**1**	**4**
(+) Dep	5	7	12	8	8
(-) 운전자본투자	12	4	3	6	6
(-) Capex	24	5	7	10	10
OpFCF	(26)	(2)	(9)	(7)	(4)

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	81	91	99	115	137
현금성자산	1	8	12	21	32
매출채권	36	36	37	40	45
재고자산	33	35	36	39	44
비유동자산	290	304	289	294	299
투자자산	51	52	51	53	55
유형자산	236	246	234	236	239
무형자산	3	6	5	4	4
자산총계	**371**	**395**	**388**	**409**	**436**
유동부채	169	107	149	161	175
매입채무	37	37	39	41	45
유동성이자부채	125	64	106	116	125
비유동부채	74	112	79	90	101
비유동이자부채	51	86	64	74	84
부채총계	**243**	**219**	**229**	**251**	**276**
자본금	8	11	11	11	11
자본잉여금	44	86	86	86	86
이익잉여금	28	20	6	4	6
자본조정	48	59	57	57	57
자기주식	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)
자본총계	**128**	**176**	**160**	**158**	**160**
투하자본	302	317	317	326	336
순차입금	175	142	158	169	177
ROA	0.5	(1.5)	(3.7)	(0.4)	0.4
ROE	1.3	(3.7)	(8.5)	(1.0)	1.2
ROIC	1.6	0.0	(3.6)	0.2	1.2

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	109	(259)	(673)	(74)	89
BPS	8,395	8,119	7,354	7,281	7,368
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	61.3	n/a	n/a	n/a	116.1
PBR	0.8	1.6	1.4	1.4	1.4
EV/ EBITDA	23.4	57.9	n/a	46.8	31.4
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	7.1	20.1	49.6	34.1	22.1
PSR	0.5	1.3	1.0	0.9	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	190.0	124.3	143.3	158.9	172.8
Net debt/Equity	136.8	80.5	99.0	107.0	110.9
Net debt/EBITDA	1,477.3	1,922.5	n/a	2,016.9	1,391.5
유동비율	48.1	85.6	66.1	71.3	78.4
이자보상배율	1.8	0.0	n/a	0.1	0.5
이자비용/매출액	1.8	2.3	4.0	4.1	4.0
자산구조					
투하자본(%)	85.3	83.9	83.4	81.5	79.4
현금+투자자산(%)	14.7	16.1	16.6	18.5	20.6
자본구조					
차입금(%)	57.9	46.0	51.6	54.6	56.7
자기자본(%)	42.1	54.0	48.4	45.4	43.3

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**12**	**3**	**(1)**	**1**	**4**
당기순이익	2	(6)	(14)	(2)	2
자산상각비	5	7	12	8	8
운전자본증감	(1)	(8)	(4)	(6)	(6)
매출채권감소(증가)	(0)	(1)	(1)	(3)	(5)
재고자산감소(증가)	(8)	(3)	(2)	(3)	(5)
매입채무증가(감소)	7	(2)	1	2	5
투자현금	**(20)**	**(6)**	**(8)**	**(12)**	**(12)**
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(24)	(5)	(7)	(10)	(10)
유무형자산감소	5	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	**8**	**8**	**16**	**20**	**20**
차입금증가	16	15	21	20	20
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(1)	4	7	9	11
총현금흐름(Gross CF)	**14**	**14**	**4**	**7**	**10**
(-) 운전자본증가(감소)	12	4	3	6	6
(-) 설비투자	24	5	7	10	10
(+) 자산매각	5	(0)	(0)	(0)	(0)
Free Cash Flow	(17)	5	(5)	(9)	(6)
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	(17)	5	(6)	(9)	(6)

삼일제약 - 주가 및 당사 목표주가 변경

최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-11-11	담당자변경			
2024-11-11	Buy	19,000	(34.0)	(21.3)
2025-05-29	Buy	14,500	(29.2)	(19.3)
2025-11-28	Buy	13,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 09월 30일 기준)

Buy (97.1%)	Hold (2.9%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286