제약·바이오/화장품

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(000520)

삼일제약

BUY(유지)

CMO + 로어시비빈트 모멘텀 유효

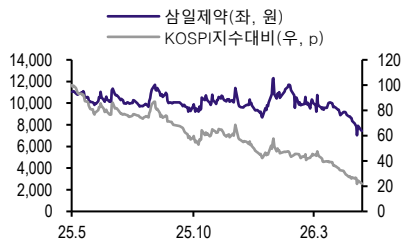
목표주가	10,000원(하향)
현재주가(05/27)	7,450원
상승여력	34.2%
시가총액	162십억원
발행주식수	21,692천주
52주 최고가 / 최저가	12,310 / 7,030원
3개월 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	4.1%
주요주주	
허승범 (외 14인)	25.9%
자사주 (외 1인)	1.5%
삼일제약우리사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-20.7	-33.4	-27.6	-33.9
상대수익률(KOSPI)	-45.1	-65.1	-134.0	-245.9

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	220	210	235	267
영업이익	0	-22	-8	1
EBITDA	7	-13	1	10
지배주주순이익	-6	-35	-18	-11
EPS	-259	-1,598	-862	-502
순차입금	142	158	166	174
PER	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	1.6	1.6	1.4	1.6
EV/EBITDA	57.9	n/a	223.9	34.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-3.7	-22.4	-14.9	-10.0
컨센서스 영업이익	-	-	0	0
컨센서스 EPS	-	-	0	0

주가추이



임상비용 증가에 따른 실적 부진

삼일제약의 2025년 연결 매출액/영업이익은 2,103억/-222억원(-4% YoY/적자전환)을 시현하였으며(별도 기준 영업이익 0.2억원) 일부 품목 매출액 감소와 임상비용 증가로 인한 영업이익 감소를 실적 부진의 핵심 원인으로 본다. 2025년 부문별 매출액을 살펴보면 내과/간질환/안과/신경정신과/정형외과 매출액은 각각 406억/281억/603억/380억/107억원(-4% YoY/+18% YoY/-10% YoY/+4% YoY/-20% YoY)을 시현하였으며 간질환 및 신경정신과 탑라인 성장세가 안정적인 한 해였다(신경정신과 전담 영업팀 구성 및 신제품 라인업 확대를 통한 신규매출 창출). 베트남 점안제 CMO 공장 초기 비용 및 임상 비용 증가, 아필리부/노스판패취 등 일부 품목의 매출액 감소 영향으로 2025년 영업실적은 부진하였지만 향후 적극적 비용 통제와 비안과 영역의 안정적인 매출 및 특화 영역의 균형 잡힌 성장을 통해 실적 턴어라운드를 기대해본다.

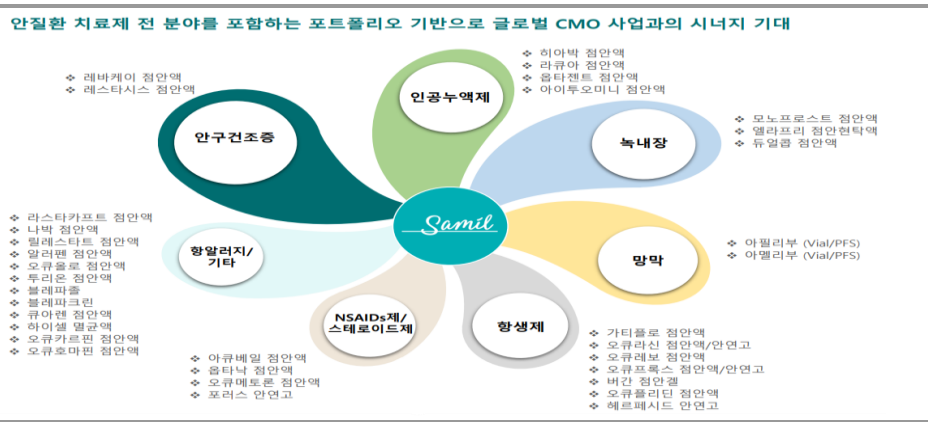
점안제 CMO 및 로어시비빈트 기대감 유효

삼일제약의 단기 실적 부진 흐름은 아쉽지만 주력 사업으로 부상한 베트남 점안제 CMO 사업의 중장기 이익 성장 모멘텀은 여전히 기대해볼만 하다고 판단한다. 2024년 10월 대만 Formosa Pharmaceuticals와 5년간 약 280억원 규모의 CMO 계약을 체결한 이후 2026년 상반기 아시아 주요 제약사들과의 CMO 신규 수주 논의가 진행되고 있어 향후 CMO 사업의 본격적인 램프업을 기대하고 있다. 또한 베트남 CMO 공장 한국 GMP 인증도 임박한 상태로 연내 승인된다면 국내 생산 물량을 베트남 공장으로 이관하여 본격 상업 생산에 나설 것으로 전망한다. 한편 골관절염 치료제 로어시비빈트의 경우 2025년 12월 31일 미국 FDA NDA 신청이 완료되었으며 FDA 승인 이후 삼일제약이 보유한 로어시비빈트 한국 독점 판권을 통해 국내 무릎 관절염 시장에서 가파른 매출액 성장을 전망한다.

삼일제약 투자의견 BUY 유지, 목표주가 10,000원

2025년 및 올해 1분기 연결 적자 지속, 단기 실적 부진을 반영하여 기존 실적 추정치를 하향조정함에 따라 목표주가를 10,000원으로 하향하였지만 CMO 및 로어시비빈트 모멘텀을 긍정적으로 보아 투자의견 BUY 유지.

그림 1 **삼일제약 점안제 사업 현황**

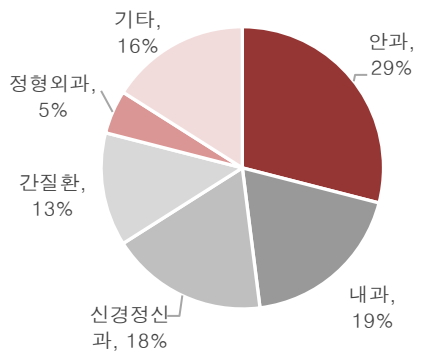


자료: 삼일제약, 흥국증권 리서치센터

그림 2 **삼일제약 점안제 CMO공장(베트남) 요약**

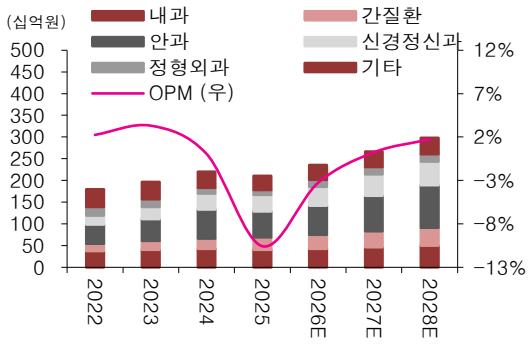
자료: 삼일제약, 흥국증권 리서치센터

그림 3 **삼일제약 질환 별 매출 비중 (2025년)**



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	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
연결 매출액	**180**	**196**	**220**	**210**	**235**	**267**	**298**	**332**	**368**	**409**	**455**
내과	37	40	42	41	43	46	50	54	58	63	68
간질환	17	21	24	28	33	37	41	46	52	58	67
안과	44	50	67	60	66	82	98	113	129	149	170
신경정신과	21	28	37	38	44	49	55	60	66	73	80
정형외과	19	18	13	11	16	17	17	20	21	23	25
기타	41	39	36	33	34	36	38	40	42	44	46
연결 매출액 YoY	*34%*	*9%*	*12%*	*-4%*	*12%*	*13%*	*12%*	*11%*	*11%*	*11%*	*11%*
연결 영업이익	**4.0**	**6.5**	**0.1**	**-22.2**	**-7.7**	**0.6**	**5.2**	**10.8**	**17.4**	**25.5**	**35.2**
영업이익률	*2.2%*	*3.3%*	*0.1%*	*-10.6%*	*-3.3%*	*0.2%*	*1.7%*	*3.2%*	*4.7%*	*6.2%*	*7.7%*

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 삼일제약 사업 가치 산정 (단위: 십억원)

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
NOPLAT	-6	0	4	8	14	20	27	29	30
(+) D&A	9	9	9	10	12	12	12	13	13
(-) Capex	10	10	10	9	8	8	8	8	7
(-) Change in working capital	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6
Free cash flows (FCF)	-1	6	9	16	23	30	38	40	42
Discounted FCF	-1	5	7	12	16	19	22	22	21
PV of FCF	123								
PV of terminal value	265								
Enterprise value	**389**								

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 3 삼일제약 목표주가 산정 SOTP Valuation

(십억원)		비고
삼일제약 value (A)	**389**	
Non-core assets		
(-) Net debt (B)	170	FY26~27E 순부채 평균
(-) Preferred shares (C)	0	
Fair value of equity (A-B-C)	**219**	
No. of total shares (m)	21.7	
NAV/Share (W)	10,076	
목표주가 (원)	**10,000**	
현재주가 (원)	7,450	
상승여력	34.2%	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**220**	**210**	**235**	**267**	**298**
증가율 (Y-Y,%)	11.9	(4.3)	12.0	13.3	11.9
영업이익	**0**	**(22)**	**(8)**	**1**	**5**
증가율 (Y-Y,%)	(98.3)	적전	적지	흑전	723.9
EBITDA	7	(13)	1	10	14
영업외손익	(4)	(15)	(12)	(12)	(12)
순이자수익	(5)	(9)	(9)	(9)	(10)
외화관련손익	(0)	(0)	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	(4)	(37)	(20)	(11)	(7)
당기순이익	**(6)**	**(35)**	**(18)**	**(11)**	**(6)**
지배기업당기순이익	**(6)**	**(35)**	**(18)**	**(11)**	**(6)**
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	적지	적지	적지
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	17.8	5.4	6.2	6.7	12.4
영업이익증가율(3Yr)	(34.4)	n/a	n/a	77.2	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	13.0	n/a	(50.2)	9.5	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	0.1	(10.6)	(3.3)	0.2	1.7
EBITDA마진(%)	3.4	(6.2)	0.6	3.6	4.7
순이익률 (%)	(2.6)	(16.5)	(7.8)	(4.0)	(2.1)
NOPLAT	**0**	**(16)**	**(6)**	**0**	**4**
(+) Dep	7	9	9	9	9
(-) 운전자본투자	4	(8)	6	6	6
(-) Capex	5	7	10	10	10
OpFCF	(2)	(6)	(12)	(7)	(3)

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	91	82	93	106	114
현금성자산	8	6	9	11	8
매출채권	36	36	40	45	51
재고자산	35	35	39	44	49
비유동자산	304	290	292	295	298
투자자산	52	48	50	52	54
유형자산	246	236	238	240	241
무형자산	6	5	5	4	3
자산총계	**395**	**372**	**386**	**402**	**412**
유동부채	107	185	187	189	191
매입채무	37	38	41	45	49
유동성이자부채	64	142	141	139	136
비유동부채	112	53	86	111	126
비유동이자부채	86	23	35	47	59
부채총계	**219**	**238**	**273**	**300**	**317**
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	86	86	86	86	86
이익잉여금	20	(16)	(35)	(45)	(52)
자본조정	59	52	50	50	50
자기주식	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자본총계	**176**	**133**	**112**	**102**	**95**
투하자본	317	291	278	275	281
순차입금	142	158	166	174	187
ROA	(1.5)	(9.0)	(4.8)	(2.7)	(1.6)
ROE	(3.7)	(22.4)	(14.9)	(10.0)	(6.4)
ROIC	0.0	(5.3)	(2.0)	0.2	1.4

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	(259)	(1,598)	(862)	(502)	(298)
BPS	8,119	6,143	5,184	4,692	4,401
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	1.6	1.6	1.4	1.6	1.7
EV/ EBITDA	57.9	n/a	223.9	34.6	24.6
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	20.1	n/a	16.8	15.0	30.7
PSR	1.3	1.0	0.7	0.6	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	124.3	178.9	243.0	294.7	331.9
Net debt/Equity	80.5	118.7	148.0	170.9	195.7
Net debt/EBITDA	1,922.5	n/a	11,362.0	1,794.9	1,318.5
유동비율	85.6	44.3	49.8	56.2	59.6
이자보상배율	0.0	n/a	n/a	0.1	0.5
이자비용/매출액	2.3	4.2	3.8	3.6	3.4
자산구조					
투하자본(%)	83.9	84.3	82.6	81.3	82.0
현금+투자자산(%)	16.1	15.7	17.4	18.7	18.0
자본구조					
차입금(%)	46.0	55.3	60.9	64.6	67.1
자기자본(%)	54.0	44.7	39.1	35.4	32.9

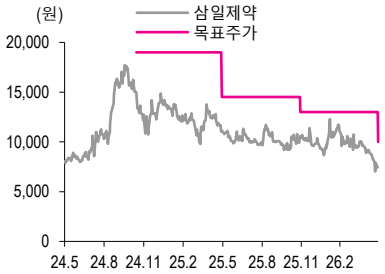
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	**3**	**1**	**4**	**5**	**(1)**
당기순이익	(6)	(35)	(18)	(11)	(6)
자산상각비	7	9	9	9	9
운전자본증감	(8)	7	(6)	(6)	(6)
매출채권감소(증가)	(2)	2	(4)	(5)	(5)
재고자산감소(증가)	(3)	(1)	(4)	(5)	(5)
매입채무증가(감소)	(2)	0	3	4	4
투자현금	**(6)**	**(8)**	**(12)**	**(12)**	**(12)**
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(5)	(7)	(10)	(10)	(10)
유무형자산감소	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	**8**	**9**	**11**	**10**	**10**
차입금증가	15	15	11	10	10
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	4	1	3	2	(3)
총현금흐름(Gross CF)	**14**	**(4)**	**10**	**11**	**5**
(-) 운전자본증가(감소)	4	(8)	6	6	6
(-) 설비투자	5	7	10	10	10
(+) 자산매각	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Free Cash Flow	5	(4)	(6)	(5)	(11)
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	5	(4)	(6)	(5)	(11)

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	(24.2)	(5.3)
2026-05-28	Buy	10,000		

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 (2026년 03월 31일 기준)

Buy (96.2%)	Hold (3.8%)	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