

제약·바이오/화장품

R.A.

이지원

송지원

02)6742-3584

02)739-5935

leejw9205@heungkuksec.co.kr

bd21312@heungkuksec.co.kr

(000520)

삼일제약

BUY(유지)

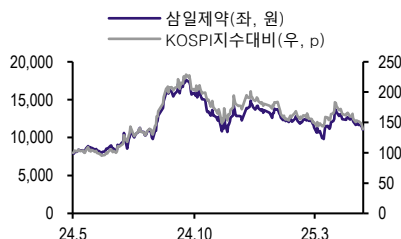
점안제 CMO 기대감 유효

목표주가	14,500원(하향)
현재주가(05/28)	11,040원
상승여력	31.3%
시가총액	239십억원
발행주식수	21,692천주
52주 최고가 / 최저가	17,700 / 7,870원
3개월 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	5.0%
주요주주	
허승범 (외 11인)	26.0%
자사주 (외 1인)	2.1%
삼일제약우리사주 (외 1인)	0.2%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	-14.2 -8.7 -13.5 37.7
상대수익률(KOSPI)	-19.0 -14.1 -20.1 39.6

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	196	220	259	299
영업이익	6	0	4	9
EBITDA	12	7	12	17
지배기업순이익	2	-6	1	5
EPS	109	-259	52	223
순차입금	175	142	154	160
PER	61.3	n/a	213.9	49.6
PBR	0.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	23.4	57.9	34.0	23.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	1.3	-3.7	0.6	2.7
컨센서스 영업이익	-	-	-	-
컨센서스 EPS	-	-	-	-

주가추이



점안제 CMO 사업 램프업 기대감 상승 중

삼일제약의 핵심 미래 사업부문으로 꼽히는 베트남 점안제 CMO 공장이 2024년 9월 베트남 GMP, WHO GMP를 획득한 이후 대만 포모사 제약 (Formosa Pharmaceuticals)과의 CMO 계약 체결에 대한 기대감이 지속적으로 상승하고 있다. 이미 작년 10월 Formosa와 향후 5년간 약 280억원 규모의 점안제 CMO 계약을 체결하면서 좋은 출발을 보여주었던 삼일제약의 CMO 사업이 2026년부터 본격적인 궤도에 올라설 것으로 예상된다. Formosa는 2025년 3월 인도 3위 제약사 Cipla와 자사 안과용 항염증제 APP13007의 11개 국가 독점 판권 부여 계약을 체결하였으며 5월 초에는 캐나다 제약사 Apotex와 멕시코 독점 공급 라이선스 계약을 체결하였는데 이로서 총 21개국에 대한 판권 계약을 확보한 것으로 보인다. Formosa의 잇따른 계약 체결로 인해 WHO GMP 기준을 따르는 국가들에 공급되는 APP13007의 삼일제약 향 CMO 계약 체결 가능성이 높아졌다고 본다. CMO 매출이 본격화되는 시기는 2026년 1분기로 예상하고 있으며 삼일제약은 관련 가이드스를 올해 말 제시할 것으로 전망한다. Formosa의 점안제 신약 APP13007은 경쟁 제품 대비 뛰어난 유효성과 우수한 약물 설계를 기반으로 향후 빠른 상업화가 기대되는 가운데 핵심 CMO 파트너 삼일제약의 중장기 이익 성장에 큰 기여를 할 것으로 예상된다.

신경정신과 라인업 강화, 견조한 본업 탐라인 성장세

삼일제약의 미래 성장 동력인 CMO 사업과 더불어 본업의 탐라인 성장세 또한 견조할 것으로 전망한다. 특히 신경정신과 라인업 강화 전략이 돋보이는데 전담 영업팀 구성, 산도스 코리아로부터 41개 품목 허가권/판권 양수 등 신제품 확대를 통한 신규 매출 창출이 기대된다. 핵심 사업부문 안과의 탐라인 역시 향후 견조한 성장세를 유지할 것으로 추정하며 삼일제약의 2025~2026년 매출액을 2,586~2,986억원으로 추정한다(+15~18% YoY).

삼일제약 투자 의견 BUY/목표주가 14,500원

베트남 공장 초기 비용 부담 증가에 따라 TP는 14,500원으로 하향하지만 현재 실적 추정치에는 점안제 CMO 매출액이 충분히 반영되지 않은 상태로 추후 APP13007 CMO 계약 체결 시 이익 추정치와 TP를 상향할 예정이다.

그림 1 삼일제약 점안제 사업 현황



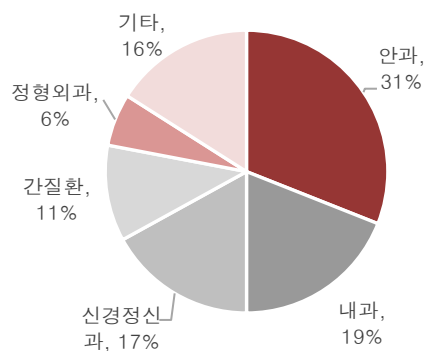
자료: 삼일제약, 흥국증권 리서치센터

그림 2 삼일제약 점안제 CMO공장(베트남) 요약



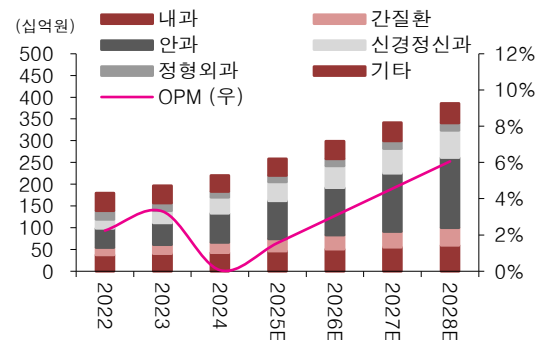
자료: 삼일제약, 흥국증권 리서치센터

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	259	299	341	385	431	479	535	597
내과	37	40	42	47	51	55	59	64	69	75	80
간질환	17	21	24	28	32	36	41	45	51	57	65
안과	44	50	67	87	109	134	161	185	213	245	279
신경정신과	21	28	37	44	50	57	63	69	76	84	93
정형외과	19	18	13	15	16	17	17	20	21	23	25
기타	41	39	36	38	40	42	44	47	49	51	54
연결 매출액 YoY	34%	9%	12%	18%	15%	14%	13%	12%	11%	12%	12%
연결 영업이익	4.0	6.5	0.1	4.0	9.1	15.5	23.3	32.5	43.4	56.5	71.9
영업이익률	2.2%	3.3%	0.1%	1.6%	3.1%	4.6%	6.1%	7.6%	9.1%	10.6%	12.1%

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 삼일제약 사업 가치 산정

(단위: 십억원)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
NOPLAT	3	7	12	18	25	34	44	56	68
(+) D&A	8	8	9	10	12	14	16	19	22
(-) Capex	10	10	8	5	6	5	6	6	6
(-) Change in working capital	49	51	52	54	55	57	59	60	62
Free cash flows (FCF)	-48	-46	-39	-30	-24	-14	-4	9	22
Discounted FCF	-45	-40	-32	-23	-17	-9	-3	5	12
PV of FCF	-151								
PV of terminal value	622								
Enterprise value	471								

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 3 삼일제약 목표주가 산정 SOTP Valuation

(십억원)	비고
삼일제약 value (A)	471
Non-core assets	
(-) Net debt (B)	157 FY25~26E 순부채 평균
(-) Preferred shares (C)	0
Fair value of equity (A-B-C)	314
No. of total shares (m)	21.7
NAV/Share (W)	14,470
목표주가 (원)	14,500
현재주가 (원)	11,040
상승여력	31.3%

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	196	220	259	299	341
증가율 (Y-Y,%)	9.3	11.9	17.7	15.4	14.4
영업이익	6	0	4	9	16
증가율 (Y-Y,%)	61.1	(98.3)	3,449.5	127.1	70.6
EBITDA	12	7	12	17	23
영업외손익	(5)	(4)	(3)	(3)	(3)
순이자수익	(4)	(5)	(17)	(18)	(20)
외화관련손익	(0)	(0)	0	0	0
지분법손익	0	0	(0)	(0)	(0)
세전계속사업손익	1	(4)	1	6	13
당기순이익	2	(6)	1	5	10
지배기업당기순이익	2	(6)	1	5	10
증가율 (Y-Y,%)	흑전	적전	흑전	331.4	107.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	16.9	17.8	12.9	15.0	15.8
영업이익증가율(3Yr)	(0.3)	(34.4)	(0.0)	12.1	416.1
EBITDA증가율(3Yr)	3.3	13.0	8.7	12.2	46.5
순이익증가율(3Yr)	7.5	n/a	n/a	41.6	n/a
영업이익률(%)	3.3	0.1	1.6	3.1	4.6
EBITDA마진(%)	6.0	3.4	4.5	5.6	6.8
순이익률 (%)	0.8	(2.6)	0.4	1.6	2.9
NOPLAT	5	0	3	7	12
(+) Dep	5	7	8	8	8
(-) 운전자본투자	12	4	7	7	8
(-) Capex	24	5	10	10	10
OpFCF	(26)	(2)	(6)	(2)	2

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	81	91	107	129	156
현금성자산	1	8	11	20	33
매출채권	36	36	42	49	56
재고자산	33	35	41	47	54
비유동자산	290	304	308	313	317
투자자산	51	52	55	57	59
유형자산	236	246	248	251	253
무형자산	3	6	5	5	5
자산총계	371	395	415	442	474
유동부채	169	107	80	52	24
매입채무	37	37	43	48	54
유동성이자부채	125	64	31	(3)	(37)
비유동부채	74	112	161	211	260
비유동이자부채	51	86	134	182	231
부채총계	243	219	241	262	285
자본금	8	11	11	11	11
자본잉여금	44	86	86	86	86
이익잉여금	28	20	21	26	36
자본조정	48	59	57	57	57
자기주식	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)
자본총계	128	176	175	179	189
투하자본	302	317	328	338	350
순차입금	175	142	154	160	161
ROA	0.5	(1.5)	0.3	1.1	2.1
ROE	1.3	(3.7)	0.6	2.7	5.3
ROIC	1.6	0.0	1.0	2.1	3.5

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	109	(259)	52	223	462
BPS	8,395	8,119	8,054	8,272	8,723
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	61.3	n/a	213.9	49.6	23.9
PBR	0.8	1.6	1.4	1.3	1.3
EV/ EBITDA	23.4	57.9	34.0	23.9	17.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	7.1	20.1	33.4	17.9	12.9
PSR	0.5	1.3	0.9	0.8	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	190.0	124.3	137.8	146.3	150.4
Net debt/Equity	136.8	80.5	87.9	89.0	85.3
Net debt/EBITDA	1,477.3	1,922.5	1,329.9	956.0	695.9
유동비율	48.1	85.6	134.7	248.6	645.2
이자보상배율	1.8	0.0	0.2	0.5	0.8
이자비용/매출액	1.8	2.3	6.5	6.1	5.8
자산구조					
투하자본(%)	85.3	83.9	83.3	81.6	79.2
현금+투자자산(%)	14.7	16.1	16.7	18.4	20.8
자본구조					
차입금(%)	57.9	46.0	48.5	50.0	50.6
자기자본(%)	42.1	54.0	51.5	50.0	49.4

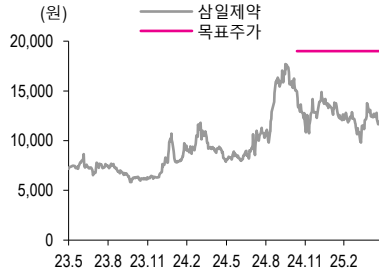
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	12	3	0	6	11
당기순이익	2	(6)	1	5	10
자산상각비	5	7	8	8	8
운전자본증감	(1)	(8)	(7)	(7)	(8)
매출채권감소(증가)	(0)	(1)	(6)	(7)	(7)
재고자산감소(증가)	(8)	(3)	(6)	(6)	(7)
매입채무증감(감소)	7	(2)	6	6	6
투자현금	(20)	(6)	(12)	(12)	(12)
단기투자자산감소	0	0	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(24)	(5)	(10)	(10)	(10)
유무형자산감소	5	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	8	8	15	15	15
차입금증가	16	15	15	15	15
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(1)	4	3	8	13
총현금흐름(Gross CF)	14	14	7	13	19
(-) 운전자본증가(감소)	12	4	7	7	8
(-) 설비투자	24	5	10	10	10
(+) 자산매각	5	(0)	(0)	(0)	(0)
Free Cash Flow	(17)	5	(10)	(4)	1
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	(17)	5	(10)	(4)	1

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	(33.9)	(21.3)
2025-05-29	Buy	14,500		

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
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 03월 31일 기준)

Buy (94.6%)	Hold (5.4%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 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 중간사로 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.

흥국씨앳체

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



<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