

KOSDAQ | 제약과생물공학

대한약품 (023910)

수액제 오디세이

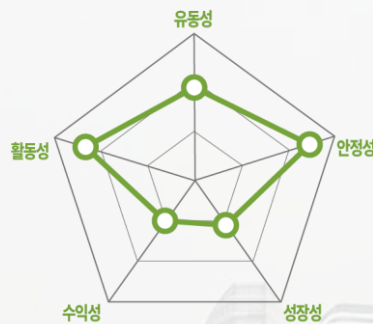
체크포인트

- 동사는 1953년 국내 최초로 수액제를 생산한 이후 기초수액 3사 과점 시장의 주요 사업자로 자리매김. 2025년 매출의 68.4%가 수액제(기초수액·영양수액)에서 발생. 2026년 매출 2,200억원(+5.5% YoY)·영업이익 295억원(-5.4% YoY, OPM 13.4%)·지배주주순이익 250억원(-9.5% YoY, NPM 11.4%) 전망
- 투자포인트 '기초수액 사업의 경쟁력': 동사 주요 기초수액은 퇴장방지의약품으로 지정돼 사후 약가 인하 대상에서 제외되고, 원가 상승 시 상한금액 조정 신청이 가능. 표준화된 제품 특성상 대규모 생산을 통한 원가 경쟁력이 핵심이며, 제한된 시장 규모와 기존 3사의 생산능력도 신규 진입을 어렵게 하는 요인. 정책적 보호와 규모의 경제를 기반으로 과점 구조가 장기간 유지되는 가운데, 동사는 1994년 상장 이후 32년간 영업적자 없이 연평균 8.8%의 매출 성장을 기록했으며 2026년 상반기 말 순현금 1,214억원(시가총액의 76%, 현금성자산 596억원·예금성 금융자산 618억원)을 보유
- 2026F PER 6.4배·PBR 0.5배는 5년 평균 대비 큰 폭 할인된 수준. 이는 자본배분 효율성 저하에 따른 ROE 하락(2018년 22.3%→2026E 8.1%)과 기초수액 중심의 낮은 성장성이 일정 부분 반영된 결과로 판단. 주주환원 정책 확대와 영양수액 매출 확대가 저평가 해소의 관건

주가 및 주요이벤트

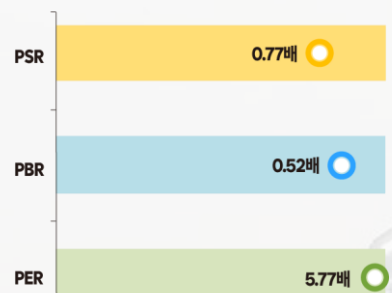


재무지표



주: 2025년 기준, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2025년 기준, PBR은 1Q26 기준, Fnguide WICS 분류상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

80여 년 역사, 국내 최초 수액제 생산업체

동사는 1945년 '조선약품화학공업사'로 창업해 1953년 국내 최초로 수액제를 생산한 제약사로, 1994년 11월 코스닥시장에 상장. 경기도 안산 반월공장 단일 거점에서 기초수액·영양수액·앰플·바이알 등을 생산하며, 2025년 매출의 68.4%가 수액제(기초수액 56.2%·영양수액 12.2%)에서 발생. 2026년 매출 2,200억원(+5.5% YoY)·영업이익 295억원(-5.4% YoY, OPM 13.4%)·지배순이익 250억원(-9.5% YoY, NPM 11.4%) 전망. 의료계 집단행동 영향 완화로 외형은 회복하나 원·부자재 가격과 감가상각비 부담 증가로 이익은 감소할 전망

투자포인트: 기초수액 사업의 경쟁력

① 진입장벽 '정책적 보호와 규모의 경제': 국내 기초수액 시장은 JW생명과학 40% 내외, HK이노엔과 동사가 각각 30% 내외를 차지하는 3사 과점 구조. 동사 주요 기초수액은 퇴장방지의약품으로 지정돼 실거래가 조사 등 사후 약가 인하 대상에서 제외되며, 상한금액은 2009년 일괄 인상 이후 인하 없이 유지. 성분·규격이 표준화돼 제품 차별화 여지가 작고 판가도 정부가 정하는 만큼, 대규모 생산을 통한 원가 경쟁력이 핵심. 2025년 국내 기초수액 시장은 3,000억원대로 3사의 기존 설비만으로 수요가 충족돼 신규 진입 유인이 낮고, 기존 3사 간에도 가격·물량 경쟁을 통해 점유율을 확대할 유인이 크지 않아 과점 구도가 장기간 유지

② 진입장벽이 만든 이익 안정성과 현금 축적: 이러한 구조에서 동사는 1994년 상장 이후 32년간 영업적자를 기록한 해가 없으며, 매출은 같은 기간 연평균 8.8% 증가. 잉여현금흐름도 대규모 증설기(2017~2018년)를 제외하면 매년 플러스를 유지하며 안정적인 현금창출력을 시현. 그 결과 무차입 상태에서 2026년 상반기 말 순현금 1,214억원(현금성자산 596억원·예금성 금융자산 618억원)을 보유하고 있으며, 이는 2026년 8월 20일 기준 시가총액의 76%에 해당

밸류에이션: 사업가치는 연간 영업이익의 수준, 관건은 자본배분 정책개선

2026년 예상 실적 기준 PER 6.4배·PBR 0.5배로, PBR은 최근 5년 평균 0.74배를 32% 밑돌며 2017년 이후 최저 수준이고 PER도 5년 평균 7.0배를 하회. 순현금을 차감한 사업가치(382억원)는 2026년 예상 영업이익(295억원)의 약 1.3배에 그침. 할인의 핵심은 잉여현금에 대한 소극적인 자본배분으로, 본업에 대한 설비투자는 지속하고 있으나 이를 제외한 현금이 성장투자나 주주환원으로 충분히 배분되지 않으면서 ROE는 2018년 22.3%에서 2026E 8.1%로 하락. 피어(JW생명과학·HK이노엔) 대비로 2022년 이후 4년 평균 PBR·PER 모두 3사 중 가장 낮은 수준을 유지. 재평가 여부는 ① 자사주 소각·배당 확대 등 주주환원 정책, ② 성장성과 수익성이 높은 영양수액 매출 확대에 달려 있는 것으로 판단

Forecast earnings & Valuation

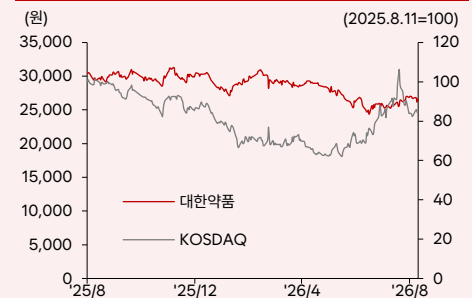
	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액(억원)	1,843	1,959	2,042	2,086	2,200
YoY(%)	75	6.3	4.2	2.2	5.5
영업이익(억원)	330	358	381	312	295
OP 마진(%)	17.9	18.3	18.6	14.9	13.4
지배주주순이익(억원)	250	284	338	276	250
EPS(원)	4,160	4,738	5,627	4,607	4,171
YoY(%)	101	13.9	18.8	-18.1	-9.5
PER(배)	7.4	5.9	4.7	6.3	6.4
PSR(배)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	2.2	1.4	1.8	2.1	1.2
PBR(배)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE(%)	11.7	12.0	12.9	9.6	8.1
배당수익률(%)	2.1	2.7	3.4	3.4	3.8

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (8/20)	26,600원
52주 최고가	31,300원
52주 최저가	24,350원
KOSDAQ (8/20)	840.89p
자본금	30억원
시가총액	1,596억원
액면가	500원
발행주식수	6백만주
일평균 거래량 (60일)	1만주
일평균 거래액 (60일)	3억원
외국인지분율	20.12%
주요주주	이운우 외 9인 39.96%
	FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH
	COMPANY LLC 외 8인 8.14%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.3	-13.4	-10.1
상대주가	-6.1	18.9	-16.9

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

회사개요 및 연혁

**1945년 설립된 국내 최초
수액주사제 기업으로,
퇴장방지의약품인 기초수액을
중심으로 수액제 시장 내
3사 과점 지위 보유**

동사는 수액제를 중심으로 기초의약품과 일반의약품을 제조·판매하는 제약사다. 1945년 10월 '조선약품화학공업사'로 창업한 국내 최초의 수액주사제 생산 업체로, 1963년 5월 주식회사로 전환한 뒤 1994년 11월 코스닥시장에 상장했다. 본사는 서울 영등포구에 위치하며, 생산은 경기도 안산 반월공장 한 곳에서 이뤄진다. 2025년 매출은 2,086억원, 임직원은 737명(평균 근속 10.75년)이다.

핵심 제품은 2025년 기준 매출의 68.4%를 차지하는 수액제로, 기초수액(56.2%)과 영양수액(12.2%)으로 나뉜다. 이중 기초수액은 퇴장방지의약품으로 지정돼 약가 인하 압력에서 상대적으로 자유로우며, 국내 기초수액 시장은 JW생명과학이 40%가량, 동사와 HK이노엔이 각각 30% 내외를 차지하는 3사 과점 구조다. 동사는 이 밖에 주사제·투석액·일반의약품(OTC)·의약품 등을 포함해 총 200여 종의 제품을 제조·판매하고 있다. 주요 판매처는 국내 종합병원과 병·의원, 약국이며, 이 중 병·의원급이 전체 매출의 80% 이상을 차지한다.

연혁

1945~1979	1980~1999	2000~
1945 '조선약품화학공업사' 설립 1948 대한약품화학공업사로 상호 변경 1953 국내 최초 수액제 생산 1953 한국특수초자공업사 설립 1959 전화당 수액 인베트 생산 1960 서울 사무실 개설 1963 주식회사 대한약품화학공업사로 상호 변경 1968 공장 신축 이전 (서울 강서구 방화동) 1968 대한약품공업사로 상호 변경 1970 전해질 수액 (하트만, 다로우) 생산 1972 국방부 군납업체 등록 1974 항생제 제조 허가 취득 (메치실린, 겐타마이신) 1976 국가비상산업동원업체 (보건사회부 제6호) 지정 1977 본사 이전 (서울 서대문구 북아현동) 1978 '대한약품공업주식회사'로 상호 변경 1978 Lupolen 용기 (PE) 수액제 생산	1982 안산 반월 공장 이전 1982 세프라딘 원료합성 성공 1985 본사 이전 (서울 영등포구 양평동) 1986 세프피롬 원료합성 1988 중앙연구소 설립 1988 원료합성전용 공장 준공 1989 PVC 용기 수액제 생산 1992 이윤우 대표이사 취임 1992 ISPP 용기 수액제 생산 1994 KOSDAQ 상장 1995 중국 천진 합작투자회사 '천진대한제약유한공사(天津大韓製藥有限公司)' 설립 1997 '천진대한제약유한공사' 철수 1998 Non-PVC 수액용기 개발	2005 신공장 준공 2008 제13회 소비자의 날 국무총리 표창 2009 제 46회 무역의 날 '수출의 탑' 수상 2013 카지츠스탄 특수수액제 LJO 2015 신공장 증개축 2015 WMS 물류시스템 구축 2018 예비부지 및 건물 확보 2023 이승영 대표이사 취임 2023 제 60회 무역의 날 '수출의 탑' 수상

자료: 대한약품, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주구성

**최대주주 및 특수관계인 지분
39.96%의 안정적인 지배구조
하에 3세 경영으로 전환,
최대주주의 장내매수 지속**

2026년 8월 20일 기준 동사의 최대주주는 이윤우 회장으로 약 150만주(24.96%)를 보유하고 있으며, 장남 이승영 대표이사(6.37%)를 포함한 특수관계인 합산 지분율은 약 240만주, 39.96%다. 외국인 지분율은 20.12%로 코스닥 중소형주로서는 높은 수준이며, 이 가운데 Fidelity Management & Research Company가 48.8만주(8.14%)를 보유하고 있다.

최대주주 및 특수관계인

최대주주인 이윤우 회장(1944년생)은 성균관대 약학과와 고려대 경영대학원을 졸업하고 1969년 7월 입사해 57년째 재직 중이며, 2013년 3월부터 2023년 4월까지 대표이사를 맡았다. 2023년 4월 3일 이윤우 대표이사가 사임하고 장

남 이승영(1973년생) 사내이사가 대표이사로 선임되면서 3세 경영 체제로 전환됐다. 이승영 대표는 뉴욕주립대 스토니브룩 경제학과를 졸업하고 2002년 3월 입사해 24년째 재직 중이다.

주요 외부 투자자

최대 외부주주는 Fidelity Management & Research Company로, 2026년 8월 공시 기준 48.8만주(8.14%)를 보유하고 있다. 5년 이상 8~10% 수준의 지분을 유지해왔으며, 회사와의 정기적인 미팅이나 자본정책 등에 대한 별도 요구 사항은 없는 것으로 파악된다.

내부자 매수 동향

동사의 지분 구조에서 주목할 부분은 최대주주 이윤우 회장의 장내매수가 4년 가까이 이어지고 있다는 점이다. 이 회장은 2022년 10월 7일 이후 지속적으로 지분을 매입해왔으며, 이 기간 지분율은 20.73%에서 24.96%로 4.23%p 상승했다. 장남인 이승영 대표이사도 같은 기간 6,547주를 장내매수해 지분율을 6.26%에서 6.37%로 0.11%p 높였다.

이 회장은 이 기간 장내에서 133,509주(35.8억원), 2023년 시간외매매를 통해 120,000주(32.9억원)를 취득했다. 이에 따른 지분율 상승폭은 각각 2.23%p와 2.00%p다. 장내매수분의 가중평균 매입단가는 약 26,800원이며, 개별 매입단가는 24,000~30,000원 수준이다.

3세 경영 체제와 기업승계 세제

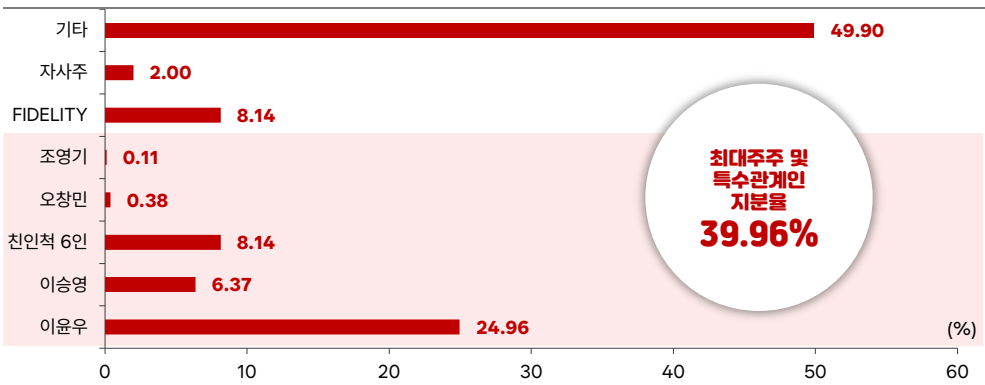
한편, 2023년 장남 이승영 대표로 대표이사가 교체되며 3세 경영 체제로 전환된 만큼, 지배구조 측면에서는 기업승계 관련 세제도 함께 살펴볼 필요가 있다. 국내 기업승계 지원제도는 생전 증여에 적용되는 증여세 과세특례와 상속 시 적용되는 기업상속공제로 나뉘며, 기업 영위기간이 30년 이상인 경우 증여세 과세특례는 기업자산상당액 최대 600억원까지 적용되고, 기업상속공제도 최대 600억원까지 가능하다.

이 회장은 1977년 이후 최대주주 지위를 유지해왔으며, 공개자료 기준 동사는 30년 이상 기업 영위 요건과 상장사 지분 요건인 최대주주 등 20% 이상 10년 이상 보유 등 주요 요건에 부합하는 것으로 판단된다. 현재 시가총액 1,596억원과 이 회장 지분율 24.96%를 적용한 보유지분 가치는 약 398억원으로, 이를 전액 기업자산으로 단순 가정할 경우 증여세 과세특례 적용에 따른 세부담 절감 효과는 100억원 이상으로 추정된다.

이 회장의 장내매수는 기업상속공제 측면에서도 의미가 있다. 현금인 일반 상속재산으로 과세되는 반면, 요건을 충족한 기업주식은 기업상속공제 대상이 될 수 있기 때문이다. 따라서 이 회장의 장내매수는 일반 상속재산인 현금을 기업상속공제 대상이 될 수 있는 주식으로 전환하는 효과가 있는 것으로 판단된다.

다만 실제 세제 혜택은 주식 평가액 전액이 아니라 회사 자산 중 사업과 관련된 부분에 상응하는 금액에 적용된다. 동사는 2026년 상반기 말 기준 현금 및 금융자산 1,249억원을 보유하고 있어, 이 가운데 세법상 사업무관자산으로 분류되는 규모가 클수록 실제 특례·공제 대상 금액은 줄어든다. 따라서 향후 승계가 구체화될 경우 보유 금융자산의 사업 관련성이 실제 세제 혜택을 결정하는 주요 변수로 판단된다.

주주 구성(2026.08.20)



자료: 대한약품, 한국IR협회의 기업리서치센터

기업승계 증여세 과세특례 주요 요건

구분	주요 요건	동사 현황	판단
기업 업종·규모	대상 업종을 영위하는 중소기업 또는 직전 3개년 평균 매출 5,000억원 미만 중견기업	의약품 제조업, 직전 3개년 평균 매출 2,029억원	충족 가능성 높음
증여자 연령	부모 60세 이상	이윤우 회장 1944년생(82세)	충족
기업 경영	부모가 10년 이상 계속 경영	1992년 대표이사 취임 이후 30년 이상	충족 가능성 높음
지분 보유	상장사 최대주주 등 지분 20% 이상을 10년 이상 보유	이 회장 지분 2013년 20.73% → 현재 24.96%	충족 가능성 높음
수증자 연령	자녀 18세 이상	이승영 대표 1973년생	충족
기업 종사대표 취임	신고기한까지 기업 종사, 증여 후 3년 내 대표이사 취임	2002년 입사, 2023년 대표이사 취임	충족 가능성 높음

주: 국세청 기업승계 지원제도, 표의 요건을 모두 충족해야 하며, 증여 후 5년간 기업 유지·지분 유지·대표이사 재직 등 사후관리 요건도 충족해야 특례가 유지된다.

자료: 국세청, 한국IR협회의 기업리서치센터

비즈니스 모델(2025년 기준)

매출비중이 수액제에 집중된

구조로, 기초수액은 판가 결정력이

제한적인 대신 의료기관 이용량에

연동되는 안정적인 수요 유지

사업부문

동사의 2025년 매출은 기초수액 56.2%, 영양수액 12.2%, 애플·바이알 5.7%, 기타제품 25.6%로 구성된다. 이 중 기초수액과 영양수액을 합한 수액제가 68.4%를 차지해, 전사 실적은 수액제 수요와 점유율 변화에 크게 영향을 받는 구조다. 수출은 31억원으로 매출의 1.5%에 그친다. 부문별 수익성은 영양수액, 애플·바이알, 기초수액, 기타제품 순으로 높은 것으로 파악된다. 한편, 동사는 2025년부터 영업 조직의 관리 기준에 맞춰 기존 수액제품·애플·바이알·기타제품 3개 부문을 기초수액·영양수액·애플·바이알·기타제품 4개로 재편했다.

판매경로는 제품군에 따라 나뉜다.

전문약품인 기초수액과 영양수액, 애플·바이알은 종합병원에 입찰 및 DC(Discount·할인)를 통해 납품되고, 일반 병·의원에는 MR(Medical Representative·의약품 영업 담당자)의 영업활동과 납품도매상의 주문을 통해 판매된다.

기타제품에는 OTC(Over The Counter·일반의약품)도매상을 거쳐 약국에서 판매되는 일반의약품, B2B 전담부서가 담당하는 CMO(Contract Manufacturing Organization·의약품 위탁생산) 물량, 특정 거래처에만 한정해 공급하는 총판 제품이 함께 포함된 것으로 파악된다.

① 기초수액(매출비중 56.2%)

기초수액은 수분과 전해질·당질을 공급하기 위해 정맥으로 투여하는 대용량 주사제로, 동사의 주요 품목은 멸균생리식염수·5%포도당주사액·하트만액 등이다.

P(가격 구조): 판가 결정권이 제한적

기초수액은 퇴장방지의약품으로 지정돼 있다. 환자 진료에 반드시 필요하지만 수익성이 낮아 제조사가 생산을 중단할 우려가 있는 의약품을 정부가 별도로 지정해 관리하는 제도다. 지정 품목은 원가 상승분을 근거로 급여 상한금액 인상을 신청할 수 있고, 정부가 주기적으로 시행하는 약가 인하 대상에서는 제외된다.

따라서 판가는 회사가 임의로 결정하기 어렵다. 보험약가는 품목·규격별 급여 상한금액으로 정해지고, 실제 납품가격은 종합병원 입찰과 DC 등을 거쳐 그 이하에서 형성된다. 동사의 주요 기초수액 급여 상한금액은 멸균생리식염수 500mL 1,300원, 5%포도당주사액 500mL 1,385원, 하트만액 1,000mL 1,544원이며, 공시상 판매가격도 이와 동일하다. 과거 기초수액제 28품목의 상한금액이 평균 24% 인상된 2009년 10월 이후로는 대규모 일괄 인상 사례가 확인되지 않는다.

Q(물량 구조): 안정적인 수요

판가 변동이 제한적인 기초수액은 판매물량이 매출의 핵심 변수다. 수술·응급·입원 환자에게 반복적으로 투여되는 필수약품으로, 수요는 의료기관 이용량과 고령인구 증가에 연동되며 경기 변동에는 비탄력적이다.

종합병원과 대학병원은 연간 입찰을 통해 품목별 납품사를 선정하며, 동일 병원에서도 품목별로 공급사가 달라질 수 있다. 낙찰 이후에는 기초수액이 연중 반복적으로 사용되는 만큼 월별 발주량은 비교적 안정적인 편이다.

② 영양수액(매출비중 12.2%)

영양수액은 경구 섭취가 어려운 환자에게 정맥으로 영양소를 공급하는 수액으로, 2025년부터 기초수액과 분리해 집계하고 있다. 퇴장방지의약품 지정 대상은 아니나, 급여 품목은 기초수액과 마찬가지로 정부가 정한 상한금액이 적용돼 평가 인상이 제한된다. 비급여 품목은 상한금액의 적용을 받지 않으나 참여 업체가 많아 가격 인상이 쉽지 않은 것으로 파악된다.

동사는 아미노산 보충용 아르믹스주를 주력으로 하며, 포도당-아미노산-전해질 복합제 등도 판매한다. 아미노산 수액은 성분 구성 외 제품 차별화 여지가 크지 않아 10개 이상 업체가 참여하는 경쟁 시장이나, 동사의 판매 물량이 가장 큰 것으로 파악된다. 2026년부터는 포도당-아미노산-지질을 함께 공급하는 3챔버 제품 판매를 시작했으나, 기존 업체들이 시장을 선점하고 있어 매출 기여는 아직 크지 않다.

③ 앰플·바이알(매출비중 5.7%)

앰플·바이알(용기 형태에 따른 명칭으로, 앰플은 유리를 녹여 봉한 1회용 용기, 바이알은 고무마개로 밀봉한 소형 병)은 1회 투여용 소용량 주사제다. 동사의 주력 품목은 비타민케이1주사액(신생아 출혈성질환 예방)이며, 이 밖에 염산리도카인주사액(국소마취)과 아스코르빈산주사액(비타민 C 보충) 등이 있다.

④ 기타제품(매출비중 25.6%)

기타제품은 세 갈래로 구성된다. 1) 일반의약품: 약국에 공급하는 일반의약품으로는 바네포연고(상처 감염 방지용 항생제 연고)와 렌즈세척액, 다용도 세척용 염화나트륨액 등이 있다. 2) 수탁생산: 수탁생산은 다른 회사 제품을 동사 설비로 생산해 공급하는 것으로, 케토롤락트로메타민주(해열·진통·소염제)와 트라넥삼주사250mg(지혈제) 2개 품목의 계약이 공시돼 있다. 3) 총판: 특정 거래처에 한정해 공급하는 제품으로, 거래처별 취급 품목이 구분되며 조영제가 가장 큰 비중을 차지한다.

주요제품 현황



자료: 대한약품, 한국IR협회의 기업리서치센터

**평가 인상이 어려운 구조 특성 상,
수익성 방어를 위한 비용 절감이
관건**

비용구조

2025년 비용은 1,774억원으로 매출의 85.1%를 차지한다. 매출 대비 비중은 원재료·소모품 사용액 35.2%·인건비 27.9%·감가상각비 4.4%·수도광열비 4.4%·소모품비 4.4%·운임 4.0%·지급수수료 등 기타 7.1% 순이다.

성격별로 보면 원재료 사용액·운임·외주가공비 등 매출에 연동되는 변동비가 44.7%, 인건비·감가상각비·경상연구개발비 등 고정비가 40.5%, 수도광열비·소모품비·지급수수료 등 준변동비가 14.8%를 차지한다. 재량적 성격의 광고선전비·판매촉진비·접대비는 합산 0.4%로, 처방 유도 마케팅이 필요 없는 필수약품 특성이 반영된 것으로 판단된다. 이 같은 비용구조에서는 판관비 절감보다 제조원가 관리가 수익성을 좌우한다. 기초수액은 평가 인상 여력이 제한적인 반면 원재료·인건비·감가상각비 등 제조원가 비중이 높아, 제품 믹스 개선이나 약가 인상이 없다면 수익성 상단을 높이기 어렵다. 따라서 자동화를 통한 생산성 개선과 원가 절감이 핵심이다.

원재료·소모품 사용액(매출비중 35.2%)

원재료는 제품을 담는 용기·포장재와 내용물을 구성하는 원료 및 부자재로 구성된다. 2025년 매입액 762억원 가운데 공시된 5개 품목은 앰플 및 바이알, 수액BAG, 수액병 등 용기·포장재가 대부분이며, 원료인 포도당은 1.4%에 그친다. 나머지 74.2%는 품목 수가 많아 기타로 분류된다.

원료는 대부분 수입에 의존해 환율 영향을 받고, 용기·부자재는 원재료 가격과 수급 여건에 따라 단가가 변동한다. 최근 3년간 용기와 부자재 단가는 대체로 안정적이었으나, 2026년 상반기에는 환율 상승과 중동 사태에 따른 원·부자재 가격 상승으로 공시된 10개 품목 중 6개 품목의 단가가 인상됐다. 같은 기간 제품 판매가격에는 변동이 없어 원재료비 상승이 제조원가 부담으로 이어지고 있다.

인건비(매출 대비 27.9%)

인건비는 종업원급여·퇴직급여·복리후생비로 구성되며, 생산 인력 비중이 높아 대부분 매출원가에 반영된다. 매출 대비 비중은 2021~2024년 24~25%에서 2025년 27.9%로 상승했으며, 금액 기준으로도 전년 대비 14.6% 증가해 매출 증가율 2.2%를 크게 웃돌았다.

2025년 인건비 증가는 통상임금 적용 범위 확대에 따른 인건비 상승과 생산 인력 확충이 함께 영향을 미쳤다. 2024년 12월 대법원 판결 이후 정기상여금의 통상임금 반영 범위가 확대되면서 연장·야간·휴일근로수당 등 제조 인건비 부담이 높아졌고, 수액 라인 증설 과정에서 약 20~30명의 인력이 추가됐다.

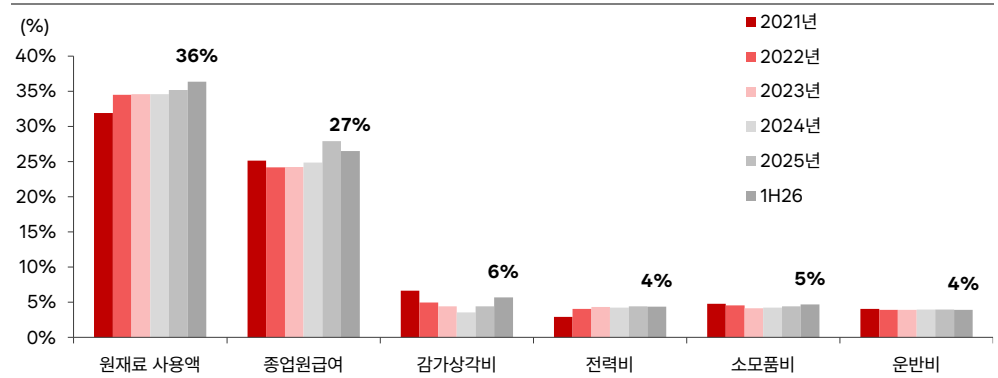
동사는 설비 자동화를 통해 인력 의존도를 낮추고 있으나, 기존 인력을 직접 감축하기보다 자연감소 인력의 충원을 최소화하는 방식이어서 비용 절감 효과는 점진적으로 나타날 전망이다.

기타 비용

원재료와 인건비를 제외하면 감가상각비와 전력비, 소모품비, 운임이 각각 매출의 4% 안팎을 차지한다.

이 가운데 감가상각비는 매출 대비 비중이 2021년 6.6%에서 2024년 3.6%까지 낮아졌다가 반등해 2026년 상반기 5.7%까지 상승했다. 분기 인식액도 2025년 1분기 18억원에서 2026년 2분기 31억원으로 늘었다. 2025년 증설 설비의 감가상각이 본격적으로 반영된 영향으로, 기계장치 내용연수가 5년인 점을 감안하면 당분간 현재 수준의 감가상각비 부담이 이어질 전망이다.

연도별 주요 비용 항목의 매출 대비 비중



자료: 대한약품, 한국IR협회의 기업리서치센터

안산 반월공장을 거점으로 증설을 통한 CAPA 확대, 대규모 투자 마무리 단계로 2026년 이후 CAPEX 축소 및 현금흐름 개선 전망

생산설비

생산 거점 및 라인 구성

동사의 생산은 경기도 안산 반월공장 한 곳에서 이뤄진다. 2Q26 TTM 기준 생산능력은 수액제품 1,400억원, 애플및바이알제품 200억원, 기타제품 100억원으로 총 1,700억원이다. 한편, 수액제품 생산능력은 라인 증설에 따라 2024년 1,100억원에서 1,400억원으로 27.3% 확대됐다.

가동률

2Q26 TTM 기준 가동률은 수액제품 90.2%, 애플및바이알제품 122.0%, 기타제품 41.9%다. 공시 생산능력은 1교대 9시간 기준으로 산출돼 가동률이 100%를 초과하더라도 실제 생산능력 부족을 의미하지는 않는다. 실제 생산은 1교대를 초과해 운영되고 있으며, 수요 증가 시 2교대까지 확대할 수 있어 현재 수요 기준 생산능력에는 여유가 있는 것으로 파악된다.

수액제품 가동률은 2024년 99.8%에서 2Q26 TTM 기준 90.2%로 낮아졌다. 생산실적이 1,097억원에서 1,262억원으로 15.0% 증가했으나, 같은 기간 생산능력이 1,100억원에서 1,400억원으로 27.3% 확대된 데 따른 것이다. 재고자산 산도 2024년말 267억원에서 2026년 상반기말 363억원으로 늘었고, 재고자산 회전율은 5.0회에서 4.2회로 낮아졌다. 자동화 창고 완공으로 적재 공간이 확대되면서 그동안 부족했던 재고를 확보한 결과로 판단된다. 동사가 200여 종의 제품을 취급해 품목별 구색을 유지하는 데 필요한 재고 수준이 높은 점을 감안하면, 현재 재고를 과다한 수준으로 보기는 어렵다.

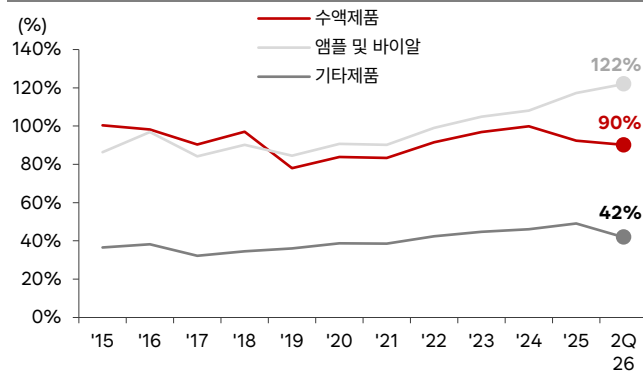
애플및바이알제품은 가동률이 3년 연속 100%를 웃돌았으며, 2Q26 TTM기준으로는 122.0%를 기록했다. 2019년 이후 공시 생산능력이 200억원으로 유지된 가운데 생산실적이 2024년 216억원에서 244억원으로 늘어난 결과다. 다만 이 역시 1교대 기준 생산능력을 적용한 수치로, 수요 확대 시 교대 운영을 늘려 추가 생산이 가능하다.

CAPEX 패턴

가격 결정력이 제한된 사업구조상 설비투자는 생산능력 확보와 자동화를 통한 생산 효율화에 집중돼 왔다. 투자 규모는 특정 시기에 확대되는 패턴을 보인다. 2016~2018년에는 수액BAG 자동화 생산라인 등을 포함해 총 896억원을 집행한 뒤 2019~2022년 투자 규모가 축소됐고, 2023~2025년에는 자동화 창고와 수액BAG 100mL 라인 증설 등을 포함해 총 622억원을 집행했다.

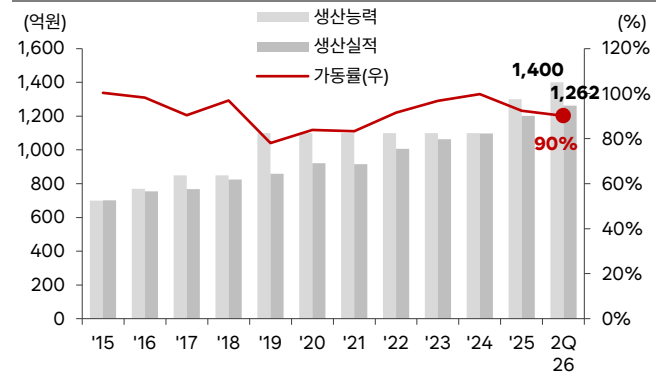
잉여현금흐름은 대규모 투자 집행기에 축소됐다가 이후 회복하는 흐름을 보여왔다. 2017~2018년 마이너스를 기록한 뒤 2019년 180억원, 2020년 283억원으로 회복했으며, 2025년에는 대규모 설비투자로 5억원까지 낮아졌다. 2026년에는 대규모 증설이 마무리되고 투자가 경상적 유지·보수 중심으로 축소되면서 잉여현금흐름도 회복세를 보이고 있다. 추가 대규모 투자계획이 없는 만큼 하반기에도 개선 흐름이 이어질 전망이다.

부문별 가동률 추이



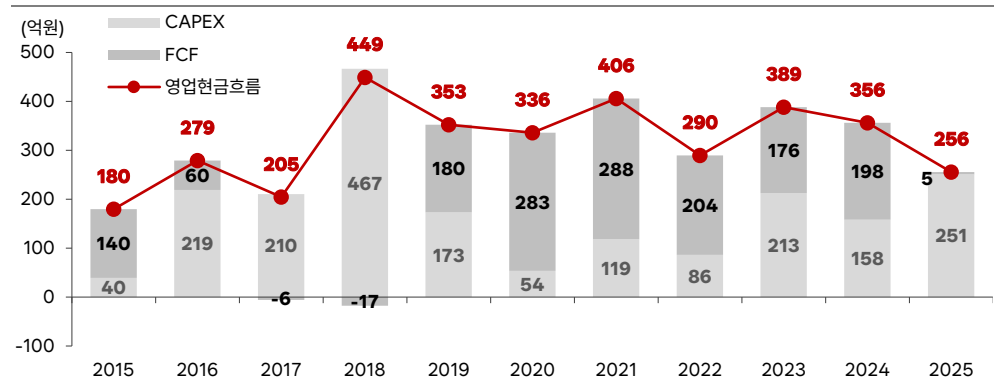
주: 2Q26은 3Q25~2Q26 TTM 기준
자료: 대한약품, 한국IR협의회 기업리서치센터

수액제품 가동률 추이



주: 2Q26은 3Q25~2Q26 TTM 기준
자료: 대한약품, 한국IR협의회 기업리서치센터

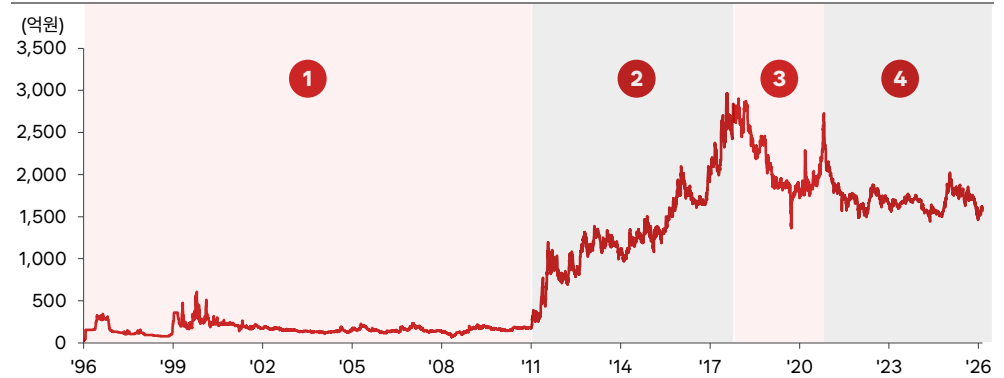
CAPEX 집행과 현금흐름 추이



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

참고자료: 상장 이후 시가총액 추이

시가총액 추이



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

주가 키펙터: 입원 환자 수 · 영양수액 성장 · 원가율 개선

1. 1996~2010년: 필수약품 제조업체로 장기간 시가총액 정체

- 주요 제품인 기초수액제의 경우 엄격한 약가 통제로 수익성 확대에 한계가 있었음. B2B 의료용 기초 소모품 제조업체로 인식되어 장기간 증시에서 소외

2. 2011~2017년: 산업 변화와 기업의 구조적 성장에 따라 기업가치 리레이팅

- 고령화로 국내 입원 환자 수와 평균 입원일수가 상승 추세를 보이며 기초수액제 수요 급증
- 영양수액·Non-PVC 백 비중 확대와 반월공장 자동화 및 수액백 성형 내재화에 따른 수익성 개선으로 구조적 성장
- Fidelity를 비롯한 국내외 자산운용사의 지분 매입이 이어지며 중소형 가치주로 리레이팅

3. 2018~2020년: 리레이팅 이후 팬데믹 발발로 변동성 확대

- 2018년 고점 도달 후 차익실현 물량 출회 및 정부의 약가 재평가 정책 우려 발생
- 2020년 팬데믹 초기 병원 방문객 및 입원 감소로 매출이 27년 만에 역성장

4. 2021년~현재: 테마 소멸 이후 수익성 하락으로 주가 정체

- 코로나19 백신 접종 시 희석용 멸균생리식염수 공급 및 치료 과정의 수액제 수요 증가가 모멘텀으로 작용. 제약·바이오 섹터로 단기 테마성 자금이 유입되며 주가 급등
- 엔데믹 이후 입원 환자 회복으로 본업 실적은 회복됐으나, 팬데믹 테마 소멸과 함께 이전 수준으로 회귀
- 2025년부터 인건비와 감가상각비 부담이 커지고 2026년에는 원·부자재 가격까지 인상되며 수익성 하락



산업 현황

1 국내 수액제 시장

고령화에 기반해 완만한 성장이
지속되고 있으며, 추가 성장은
성숙기의 기초수액보다는
영양수액이 견인할 전망

수액제 종류: 기초수액·영양수액·특수수액

수액제는 수분· 전해질·영양소 또는 약물을 정맥을 통해 체내에 직접 공급하는 100mL 이상의 대용량 주사제다. 용도에 따라 기초수액·영양수액·특수수액으로 구분된다.

기초수액은 수분과 전해질·당질을 보충하는 가장 기본적인 수액이다. 생리식염수, 포도당액, 하트만액(수분과 전해질을 함께 보충하는 수액) 등이 대표적이며, 탈수나 전해질 불균형을 보정하고 주사약물을 희석해 투여하는 데 사용된다.

영양수액은 경구 영양 공급이 어려운 환자에게 영양소를 정맥으로 공급하는 수액이다. 아미노산·지질 등 개별 영양소를 공급하는 제제와 여러 영양소를 함께 공급하는 복합제로 구분된다. 대표적으로 포도당·아미노산·지질을 각각 분리해 담아 투여 직전 혼합하는 3챔버 TPN(Total Parenteral Nutrition, 완전정맥영양)이 있다.

특수수액은 특정 질환의 치료를 목적으로 사용하는 수액이다. 인공혈장대용제와 삼투성이뇨제 등이 대표적이다.

수액은 입원·수술 과정에서 주로 사용되는 의약품으로, 수요가 의료기관 이용량에 연동된다. 그중 기초수액은 의료현장에서 반복적으로 사용돼 수요가 안정적이며, 영양·특수수액은 환자의 상태와 치료 목적에 따라 성분과 제형을 달리할 수 있어 제품 차별화 여지가 크고 부가가치도 높다.

국내 수액제 시장 규모

국내 수액제 시장은 2016년 3,846억원에서 2025년 5,391억원으로 확대되며 9년간 연평균 3.8% 성장했다. 2020년에는 코로나19에 따른 의료기관 이용 감소로 5.8% 역성장했고, 2024년에는 의료계 집단행동에 따른 수술 감소로 성장률이 1.1%에 그쳤으나 2025년에는 5.4% 성장했다(자료: 건강보험심사평가원 '환제의약품 유통정보 통계집', ATC B05B 정맥주사액 공급금액 기준. 생리식염수·포도당액 등 기초수액과 아미노산·지질 등 영양수액을 포함).

제품군별 성장률은 차이가 크다. 기초수액은 입원·수술 등 의료 이용량에 연동되는 성숙 시장으로, 수량 기준 시장 규모가 1.24억 Bag로 전년대 유사한 수준에 머물렀다(자료: IQVIA). 반면 영양수액은 고령화에 따른 정맥영양 수요 증가와 고부가 제형 확대를 기반으로 상대적으로 높은 성장세를 보이고 있다. 실제 3챔버 TPN 시장은 2022년 1,381억원에서 2024년 약 2,000억원으로 확대돼 2년간 연평균 20.4% 성장했다(자료: IQVIA). 이에 따라 향후 수액 시장의 성장은 영양수액이 주도할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

한편 수액 시장은 건강보험 적용 여부에 따라 급여·비급여로도 구분된다. 기초수액과 영양수액 중 급여 품목은 정부가 급여 상한금액을 정하며, 비급여 품목은 해당 상한금액의 적용을 받지 않는다. 비급여 수액에는 의원급에서 영양 보충 목적으로 사용되는 영양주사·영양수액 등이 포함된다. 2016~2025년 급여 수액은 연평균 2.8%, 비급여 수액은 6.2% 성장했으며, 비급여 비중도 26.9%에서 33.0%로 6.1%p 상승했다. 비급여 수액이 영양 보충 목적 제품 중심인 점을 감안하면, 급여·비급여 성장을 격차 역시 영양수액이 시장 성장을 주도하고 있음을 뒷받침하는 것으로 판단된다.

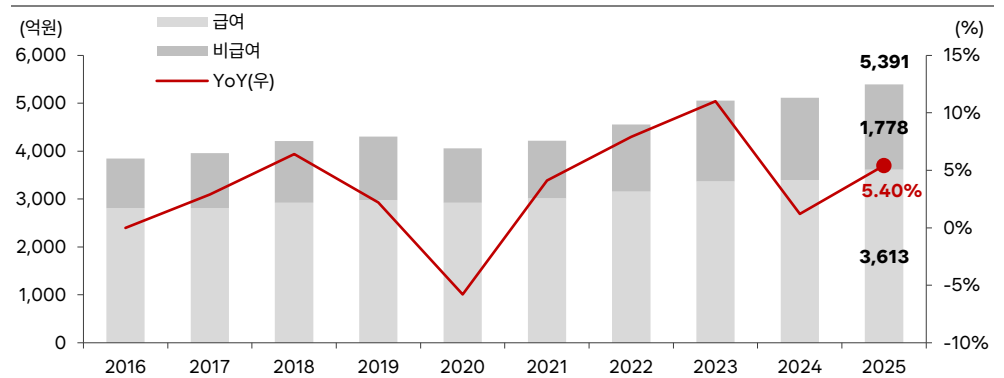
국내 수액제 시장 성장전망

국내 수액제 시장은 고령화를 기반으로 완만한 성장을 이어갈 전망이다. 국내 65세 이상 인구 비중은 2025년 20.3%에서 2036년 30.9%, 2050년 40% 이상으로 상승할 전망이다(자료: 통계청 장래인구추계). 고령층의 높은 의료 이

용량은 입원·수술 과정에서 사용되는 기초수액 수요를 뒷받침하고, 암·위장관 기능부전 등으로 경구 영양 공급이 어려운 환자의 증가는 영양수액 수요 확대에 이어질 것으로 판단된다.

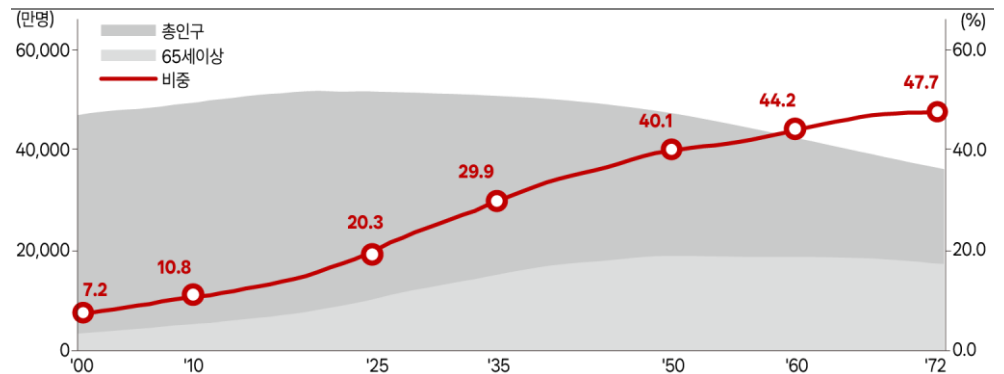
단기적으로는 의료공백 이후 의료 이용량의 회복 속도가 변수다. 2024년 의료계 집단행동으로 시장 성장률이 1.1%까지 낮아졌으나 2025년에는 5.4%로 반등했다. 상급종합병원 진료가 위축되는 동안 비중증 환자가 종합병원으로 이동하면서 전체 진료량이 평년 수준을 회복한 데 따른 것으로 판단된다(자료: 보건복지부). 업계에서도 2026년 들어 의료계 집단행동의 영향이 해소되며 수요가 정상화되는 국면으로 보고 있다.

국내 수액제 시장규모



주: 2020년 성장률 둔화는 코로나19에 따른 의료기관 이용 감소, 2024년 둔화는 의료계 집단행동에 따른 진료량 위축의 영향
자료: 건강보험심사평가원, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 65세 이상 인구 비중 추이 및 전망



자료: 통계청, 한국R협회의 기업리서치센터

기초수액과 다른 영양수액의 경쟁 수출 구조

기초수액은 3사 과점이나,
동사는 기초수액 의존도가 높아
향후 TPN 등의 영양수액 확대
여부가 경쟁 격차 축소의 관건

기초수액은 과점, 영양수액은 제품 경쟁

기초수액은 JW생명과학·HK이노엔·동사 3사가 공급하는 과점 시장으로, 점유율은 JW생명과학이 40%대, HK이노엔과 동사가 각각 30% 내외에서 일정 범위 내 유지되고 있다. 반면 영양수액은 참여 업체가 많고 제품군별 경쟁구도도 다르다. 대표 품목인 3챔버 TPN은 JW생명과학·HK이노엔과 외국계 업체가 시장을 주도한다. 2025년 3분기 IQVIA 수량 기준 점유율은 JW생명과학 44.3%, HK이노엔 21.8%, Baxter(미국) 13.8%, Fresenius Kabi(독일) 13.6%로, 외국계 업체의 합산 점유율은 27.4%에 달한다.

점유율 변동 양상도 기초수액과 다르다. 기초수액은 제품 규격이 표준화돼 있어 변동 폭이 크지 않은 반면, 영양수액은 성분과 제형의 차별화 여지가 있어 신제품 출시와 영업 채널에 따라 점유율이 이동한다. 실제 HK이노엔의 TPN 점유율은 신제품 오마프플러스원을 앞세운 2차 병원 판매 확대에 힘입어 2023년 4분기 16.6%에서 2025년 3분기 21.8%로 5.2%p 상승했다.

수출 여건에서도 제품군별 차이가 나타난다. 기초수액은 부피와 무게에 비해 단가가 낮아 제품 가격 대비 운송비 부담이 큰 반면, TPN은 상대적으로 단가가 높아 해외 판매가 용이하다. 실제 JW생명과학의 2025년 기초수액 수출은 400만원(기초수액 매출 대비 0.01%)에 그친 데 비해 TPN 수출은 149억원(TPN 매출 대비 176%)을 기록했다. 동사도 기초수액 비중이 높아 같은 해 수액제품 매출 1,427억원 가운데 수출은 18억원으로 1.3%에 그쳤다.

제품 믹스가 업체별 성장률을 좌우

2025년 수액 매출은 JW생명과학 2,340억원, 동사 1,427억원, HK이노엔 1,417억원이다. 다만 전사 실적에서 차지하는 비중은 크게 다르다. JW생명과학은 수액 전문업체로 별도 매출 대부분이 수액에서 발생하고, 동사는 68.4%인 반면 HK이노엔은 전사 매출 1조 632억원 가운데 13.3%에 그쳐 케캡 등 전문의약품이 실적의 중심이다.

수액 매출 성장률은 HK이노엔 16.0%, JW생명과학 5.8%, 동사 2~3%로 차이가 나타났다. 격차는 수액 내 제품 믹스와 생산능력 확충 여부에서 비롯된 것으로 판단된다.

동사는 수액 매출의 대부분이 성숙 시장인 기초수액이고, 나머지는 아미노산 중심의 영양수액으로 고성장 제품군인 TPN은 2026년에야 진입했다.

JW생명과학은 기초수액 비중이 28.6%로 가장 낮고 TPN 36.2%, 특수수액 18.1%, 영양수액 8.1%, HEMO 7.2%로 분산돼 있다. 2025년 TPN 11.7%·영양수액 27.5% 성장이 외형을 이끌었으나, 특수수액이 9.4% 감소하며 전체 증가율은 5.8%에 그쳤다.

HK이노엔은 2022년 오송 수액 신공장 가동으로 생산능력을 확보한 뒤 영양·특수수액이 연평균 15.1% 성장해 비중이 2021년 49.7%에서 2025년 57.1%로 높아졌으며, 이를 바탕으로 2025년 수액 매출이 16.0% 성장했다(자료: 한국기업평가).

영양수액이 성장을 견인하는 구조에서 동사는 2026년 첫 3챔버 TPN인 테트라프페리주를 출시하며 시장에 진입했다. 다만 매출 기여는 아직 제한적이고 JW생명과학·HK이노엔과 외국계 업체가 시장을 선점하고 있어 안착에는 시간이 필요할 전망이다. 기초수액 의존도가 높은 만큼 영양수액 매출을 얼마나 확대할 수 있는지가 경쟁사와의 성장률 격차를 줄이는 주요 변수가 될 것으로 판단된다.

국내 주요 수액제 업체 비교

구분	대한약품	JW생명과학	HK이노엔
2025년 수액 관련 매출	1,427억원	2,340억원	1,417억원
수액 매출 YoY	약 +2~3%	+5.8%	+16.0%
전사 매출 내 수액 비중	68.4%	100%	13.3%
수액 내 기초수액 비중	82.2%	28.6%	42.9%
기초수액 M/S	약 30%	약 40%	약 30%
TPN M/S	2026년 신규 진입	44.3%	21.8%
주요 포트폴리오	기초수액 중심, 영양수액	TPN 중심, 기초·영양·특수수액	영양·특수수액 중심, 기초수액
생산거점	안산 반월공장	당진공장	오송·대소공장
국내 판매구조	자체 영업조직	JW중외제약 중심	자체 영업조직
경쟁구도상 특징	기초수액 의존도 높음, TPN 신규 진입	TPN 시장 선두	영양수액 확대

주: 1) TPN 시장점유율은 IQVIA 2025년 3분기 시점 수량 기준. 기초수액 점유율은 업체별 집계 기준 차이를 감안한 추정치. 2) 당사는 2025년 기초수액과 영양수액 합계 기준이며, 사업부문 분류 변경으로 전년 대비 증감률은 동일 분류 환산 기준.
자료: 각 사, 한국기업평가, 한국IR협회의 기업리서치센터



투자포인트

기초수액 사업의 경쟁력

**기초수액 3사 과점 구조 속 정책적
보호와 규모의 경제를 기반으로
32년간 영업적자 없이 순현금
1,214억원(시총 76%) 축적**

동사 기초수액 사업은 정책적 보호와 규모의 경제를 기반으로 3사가 과점하는 시장이다. 주요 기초수액은 퇴장방지의약품으로 지정돼 있으며, 제품 차별화와 가격 결정력이 제한적인 만큼 대규모 생산을 통한 원가 경쟁력이 중요하다. 또한 수요가 입원·수술 등 의료기관 이용량에 연동돼 안정적이고, 시장 규모가 제한돼 신규 진입과 기존 사업자 간 점유율 경쟁 유인도 크지 않다. 이러한 구조에서 동사는 1994년 상장 이후 32년간 영업적자를 기록한 해가 없으며, 이 같은 안정적인 이익 창출을 기반으로 2026년 상반기 말 순현금 1,214억원(현금성자산 596억원·예금성 금융자산 618억원)을 보유하고 있다. 이는 2026년 8월 20일 기준 시가총액의 76%에 해당한다.

진입장벽: 정책적 보호와 규모의 경제

국내 기초수액 시장은 JW생명과학이 40% 내외, HK이노엔과 동사가 각각 30% 내외로 3사가 사실상 과점하고 있다. 국내 제약사 300여 곳과 다국적 제약사 40여 곳이 경쟁하는 시장에서 이러한 구조가 큰 점유율 변화 없이 장기간 유지돼온 배경에는 안정공급을 위한 정책적 보호와 규모의 경제가 작용하는 것으로 판단된다.

첫째, 안정공급을 위한 정책적 보호다. 동사는 1953년 국내 최초로 수액제를 생산한 이후 1972년 국방부 군납업체, 1976년 국가비상산업동원업체(보건사회부 제6호)로 지정되는 등 장기간 필수 수액 공급자로 역할을 이어왔다. 기초수액은 의료현장에서 상시 사용되지만 단가가 낮아, 원가가 오르면 채산성 악화로 공급이 중단될 우려가 있다. 이러한 품목을 정부가 지정해 관리하는 것이 퇴장방지의약품 제도이며, 동사 주요 기초수액이 여기에 해당한다. 지정 품목은 실거래가 조사 등 사후 약가 인하 대상에서 제외되고, 원가 상승 시 상한금액 조정을 신청할 수 있다. 실제로 국내 의약품 가격이 사후관리를 통해 지속적으로 하락해온 것과 달리, 동사 주요 기초수액의 상한금액은 2009년 인상 이후 인하 없이 유지되고 있다.

둘째, 규모의 경제다. 기초수액은 성분과 규격이 표준화돼 제품 차별화 여지가 작고, 판가도 정부가 정하는 만큼 수익성은 원가 경쟁력에 크게 좌우된다. 재료비가 제조원가의 절반가량을 차지하지만 원재료 역시 범용품이어서, 사업자 간 차이는 생산설비의 자동화 수준과 가동 효율에서 발생한다. 수액 생산은 대규모 생산설비 구축에 선투자가 필요하고, 이후에도 설비 유지·보수와 자동화를 위한 지속적인 투자가 요구되는 장치산업이다. 생산량이 늘어날수록 감가상각비·생산인건비 등 고정성 비용이 분산돼 단위당 생산원가가 낮아지는 구조로, 일정 수준 이상의 생산물량을 확보하는 것이 수익성에 중요하다. 이러한 규모의 경제는 제한된 시장 규모와 결합해 진입장벽으로 작용한다. 2025년 국내 기초수액 시장은 약 3,000억원대로 추정되며, 3사의 기존 설비만으로 현재 수요가 충족되고 있다. 신규 사업자가 대규모 생산설비를 구축하더라도 충분한 물량을 확보하지 못하면 고정비 부담으로 투자비 회수가 어려운 구조다.

경쟁 강도: 점유율을 흔들 유인이 크지 않다

신규 진입이 제한적인 것과 별개로, 기존 3사 간 경쟁 강도도 높지 않다. 먼저 가격을 경쟁 수단으로 활용할 유인이 크지 않다. 기초수액은 보험약가 상한이 낮아 추가 할인을 통해 물량을 늘리더라도 수익성 개선으로 이어지기 어렵기 때문이다. 또한 물량 경쟁을 통해 시장 자체를 확대하기도 어렵다. 기초수액 수요는 입원·수술 등 의료기관 이용량에 연동돼 판촉이나 생산능력 확대만으로 수요를 늘리기 어렵다. 여기에 기초수액은 영양수액·TPN 대비 상대적으로 마진이

낮은 제품군인 만큼, 무리하게 점유율을 확대하더라도 이익 기여는 제한적이다. 경쟁사들이 상대적으로 고부가가치인 영양수액과 TPN을 확대하는 것도 같은 맥락으로 판단된다. 실제로 HK이노엔이 2022년 생산능력을 두 배 수준으로 확대했음에도 기초수액 점유율에는 유의미한 변화가 나타나지 않았다.

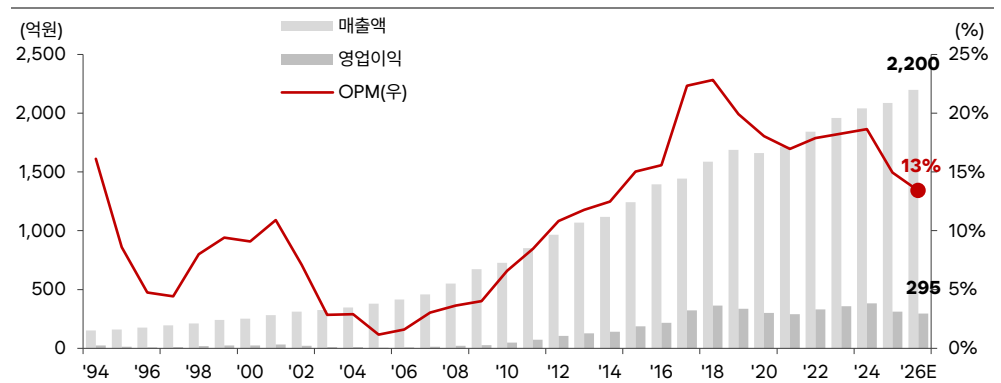
진입장벽이 만든 이익 안정성과 현금 축적

이러한 경쟁구조는 실적의 안정성으로 이어졌다. 동사 매출은 1994년 152억원에서 2025년 2,086억원으로 연평균 8.8% 증가했으며, 1994년 상장 이후 영업적자를 기록한 해가 없다.

현금 창출력도 양호하다. 영업활동현금흐름은 최근 10년간 매년 200억원을 웃돌았고, 잉여현금흐름도 대규모 증설이 있었던 2017~2018년을 제외하면 매년 플러스를 유지했다. 그 결과 차입 없이 현금이 쌓이며 2026년 상반기 말 순현금은 1,214억원으로 시가총액의 76%에 이른다.

한편 2026년 들어 정부는 퇴장방지의약품의 안정적 공급을 위한 지원 방안을 논의하고 있다. 4월 2일 보건복지부·식품의약품안전처·산업통상부는 수액제 등 필수약품 제조업체와 간담회를 개최했으며, 동사를 포함한 4개 제조사가 참석했다. 업계는 플라스틱 레진의 의료용 우선 공급과 원가 상승분을 반영한 재정 지원을 건의했고, 정부는 관련 지원을 추진하겠다고 밝혔다. 다만 2026년 8월 현재 구체적인 지원 방식과 동사 품목의 상한금액 조정은 확정되지 않았다. 원가보전 기준이 현실화될 경우, 장기간 변동이 없던 판가의 인상 여지가 확대된다는 점에서 수익성 개선 요인이 될 수 있다.

대한약품 상장이후 실적추이



주: 2026년 실적은 당사 전망치, 자료: Quantiverse, 한국IR협회의 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

1H26 실적 리뷰: 외형 성장에도 원가 부담 지속

**1H26 매출은 총판 중심 기타제품
확대로 7.8% 늘었으나 수액 매출
감소와 원가율 상승(+3.1%p)으로
영업이익은 5.3% 줄어든
160억원(OPM 14.6%), 환율
효과로 순이익은 138억원 보합
방어**

1H26 동사는 매출 1,093억원(+7.8% YoY), 영업이익 160억원(-5.3% YoY, OPM 14.6%/-2.1%p), 순이익 138억원(보합, NPM 12.6%/-1.0%p)을 기록했다. 기타제품이 외형 성장을 견인한 반면 수액 매출은 감소했고, 감가상각비 증가와 재고자산으로 이월된 원가 축소 등 제조원가 부담이 확대되면서 수익성은 하락했다.

매출

1H26 부문별 매출은 기초수액 613억원(-3.0% YoY), 영양수액 128억원(+1.6%), 앰플·바이알 65억원(+12.1%), 기타 제품 283억원(+45.9%)을 기록했다. 동사 매출은 2~3분기가 상대적으로 높고 1분기와 4분기가 낮은 계절성이 있어, 분기 흐름은 전년 동기 대비로 판단하는 것이 적절하다.

기초수액(-3.0% YoY)은 상반기 기준 역성장했으나 분기 흐름은 개선됐다. 1Q26 -6.7%에서 2Q26 +0.6%로 전년 동기 대비 증가 전환했으며, 3Q25 251억원까지 낮아졌던 분기 매출도 최근 290억~320억원 수준을 회복했다. 의료계 집단행동의 영향이 완화되며 매출이 회복세를 보이는 것으로 판단된다.

영양수액(+1.6% YoY)은 전년 수준에 머물렀다. 2026년 첫 3챗버 종합영양수액(TPN)인 테트라프페리주를 출시했으나, 시장 진입 초기로 매출 기여는 아직 제한적인 것으로 추정된다.

앰플·바이알(+12.1% YoY)은 생산 증가에 힘입어 두 자릿수 성장했다.

기타제품(+45.9% YoY)은 전년 동기 대비 89억원 증가하며 전사 외형 성장을 주도했다. 총판 제품 확대가 성장을 견인했으며, 신규 품목 도입 초기 물량의 영향으로 추정되는 3Q25 급증 이후에도 1Q26과 2Q26 매출이 140억원대를 유지해 이전보다 매출 규모가 확대된 것으로 판단된다.

영업이익

1H26 영업이익은 160억원(-5.3% YoY), OPM은 14.6%(-2.1%p YoY)를 기록했다. 매출원가율이 1H25 67.2%에서 1H26 70.3%로 3.1%p 상승한 것이 수익성 하락의 주요 원인이다.

비용 항목별로는 감가상각비 증가와 재고자산으로 이월된 원가 축소가 원가율 상승에 가장 크게 영향을 미쳤다. 매출 원가에 배분된 감가상각비는 1H25 35억원에서 1H26 59억원으로 24억원(+68%) 증가했다. 또한 재고자산으로 이월된 원가는 같은 기간 42억원에서 25억원으로 17억원 감소해, 그만큼 당기 손익에 반영되는 원가 부담이 확대됐다.

순이익

1H26 순이익은 138억원(보합), NPM은 12.6%(-1.0%p YoY)를 기록했다. 영업이익이 전년 동기 대비 9억원 감소했으나, 원/달러 환율 상승에 따른 외환손익 개선으로 영업외손익이 9억원에서 15억원으로 증가하며 이를 상당 부분 상쇄했다. 다만 최근 환율 변동성이 큰 만큼 하반기 외환손익도 변동 가능성이 있다.

2026년 실적 전망: 매출회복에도 원가 부담으로 이익 감소

매출 2,200억원(+5.5% YoY)에도
원가 부담·유효세율 상승으로
영업이익 295억원(-5.4%)·
순이익 250억원(-9.5%) 전망

2026년 실적은 매출 2,200억원(+5.5% YoY), 영업이익 295억원(-5.4% YoY, OPM 13.4% / -1.5%p), 순이익 250억원(-9.5% YoY, NPM 11.4% / -1.9%p)을 기록할 전망이다. 외형은 기초수익 회복을 중심으로 성장하나, 원·부자재 가격 상승과 감가상각비 증가 등 원가 부담이 매출 증가 효과를 상쇄하며 영업이익은 감소할 것으로 판단된다. 순이익 감소 폭이 더 큰 것은 2025년 투자세액공제에 따른 낮은 유효세율의 기저 영향이다.

매출

2026년 부문별 매출은 기초수익 1,230억원(+4.9% YoY), 영양수익 260억원(+2.0%), 애플·바이알 130억원(+10.2%), 기타제품 570억원(+6.9%)을 기록할 전망이다.

기초수익(+4.9% YoY)은 의료계 집단행동 영향 완화와 3Q25 낮은 기저로 회복할 전망이다. 다만 의료 이용량에 연동되는 성숙 시장인 만큼 큰 폭의 성장은 기대하기 어렵다.

영양수익(+2.0% YoY)은 제한적인 성장에 그칠 전망이다. 2026년 출시한 3챔버 종합영양수익(TPN) 테트라프페리주의 시장 안착에는 시간이 필요해, 하반기에도 매출 기여가 크게 확대되기는 어려울 것으로 판단된다.

애플·바이알(+10.2% YoY)은 상반기 성장 흐름이 이어지며 두 자릿수 증가세를 유지할 전망이다.

기타제품(+6.9% YoY)은 상반기 확대된 매출 규모가 유지되는 것으로 가정했다. 다만 3Q25 신규 품목 도입 초기 물량으로 매출이 209억원까지 증가했던 기저 영향으로 하반기에는 전년 동기 대비 감소할 전망이다.

영업이익

2026년 영업이익은 295억원(-5.4% YoY), OPM은 13.4%(-1.5%p)를 기록할 전망이다. 매출이 5.5% 증가함에도 이익이 감소하는 것은 매출원가율이 2025년 68.9%에서 2026년 70.9%로 2.0%p 상승할 것으로 예상되기 때문이다.

원가 부담은 원·부자재 가격 상승과 감가상각비 증가가 중심이다. 상반기 다수 품목의 원재료 매입단가가 상승했고, 인상분이 2분기 말부터 반영되기 시작해 하반기 원가 부담이 확대될 전망이다. 감가상각비도 2025년 증설 설비의 상각이 본격화되면서 연간 125억원으로 증가할 것으로 추정된다. 이에 따라 하반기 매출원가율은 상반기 70.3%보다 높은 71.5% 내외로 예상된다. 다만 환율과 원·부자재 가격이 하락할 경우 원가 부담은 예상보다 완화될 수 있다.

순이익

2026년 순이익은 250억원(-9.5% YoY), NPM은 11.4%(-1.9%p)를 기록할 전망이다. 영업이익보다 순이익 감소 폭이 큰 것은 유효세율 상승에 따른 영향이다.

유효세율은 21.6%를 적용했다. 2025년 유효세율 16.6%는 설비투자에 따른 투자세액공제가 반영된 결과로, 2026년 설비투자는 약 100억원으로 전년 251억원 대비 축소돼 세액공제 효과도 감소할 것으로 판단된다. 영업외손익은 상반기 발생한 환율 효과를 반영하되, 최근 환율 변동성이 큰 점을 감안해 하반기 추가 외환손익은 가정하지 않았다.

대한약품 실적

(단위: 억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	2022	2023	2024	2025	2026E
매출액	499	515	562	511	527	566	1,843	1,959	2,042	2,086	2,200
YoY	1.8	5.3	2.4	-0.8	5.7	9.9	7.5	6.3	4.2	2.2	5.5
수액	381	377	320	350	354	387	1,412	1,512	1,565	1,427	1,490
기초수액	314	318	251	290	293	320				1,173	1,230
영양수액	67	59	69	60	61	67				255	260
앰플 및 바이알	30	28	31	29	32	33	401	418	458	118	130
기타 제품	86	108	209	130	140	143	22	11	11	533	570
기타	2	2	2	2	2	3	8	8	8	7	10
매출원가	327	354	377	380	369	399	1,240	1,300	1,344	1,438	1,560
매출원가율	65.5	68.8	67.1	74.4	70.0	70.5	67.3	66.4	65.8	68.9	71
매출총이익	172	161	185	130	158	167	602	659	698	648	640
YoY	-2.0	-1.7	-1.3	-23.9	-7.9	3.8	7.5	9.4	5.9	-7.1	(1)
GPM	34.5	31.2	32.9	25.6	30.0	29.5	32.7	33.6	34.2	31.1	29
판매관리비	80	83	79	95	80	87	273	301	317	336	345
판매비율	16.0	16.2	14.0	18.6	15.1	15.4	14.8	15.4	15.5	16.1	15.7
인건비	36	43	36	50	37	43	135	143	153	165	170
관리비	21	19	19	23	19	20	63	77	80	82	80
판매비	22	21	23	22	23	23	75	80	84	88	95
영업이익	92	77	106	36	79	81	330	358	381	312	295
YoY	-8.7	-7.8	-1.8	-59.1	-14.9	4.5	13.4	8.6	6.4	-18.1	-5.4
OPM	18.5	15.0	18.9	7.0	14.9	14.3	17.9	18.3	18.6	14.9	13.4
세전순이익	98	80	112	42	88	87	335	367	423	332	319
법인세비용	22	17	25	-9	18	20	85	83	86	55	69
지배순이익	76	62	87	51	70	68	250	284	338	276	250
YoY	-7.5	-22.6	2.7	-43.5	-8.7	9.6	10.1	13.9	18.8	-18.1	-9.5
NPM	15.3	12.0	15.5	9.9	13.2	12.0	13.5	14.5	16.5	13.3	11.4

자료: 대한약품, 한국IR협회의 기업리서치센터



Valuation

1 히스토리컬 Valuation

유보중심의 자본배분으로
ROE가 2018년 22.3%에서
2026F 8.1%까지 낮아지며,
순현금(시총 76%) 차감한
사업가치는 영업이익의 1.3배에
그치는 2017년 이후 최저
밸류에이션

Valuation 진단: 순현금 제외 시 사업가치는 연간 영업이익 수준

동사 밸류에이션은 PER·PBR과 함께 순현금을 차감한 사업가치를 고려하는 것이 합리적이다. 시가총액 대비 순현금 비중이 높아 두 지표만으로는 사업에 부여된 가치를 가늠하기 어렵기 때문이다. 기업가치는 영업이익치와 보유 현금·유가증권 가치로 나눌 수 있으며, 동사처럼 현금이 축적된 성숙기 기업일수록 두 부분을 분리해 평가할 필요가 있다(자료: A. Damodaran, 『기업 생애주기』).

2026년 8월 20일 종가 기준 시가총액은 1,596억원이다. 2026년 예상 실적 기준 PER은 6.4배, PBR은 0.5배다. PBR은 최근 5년 평균 0.74배를 32% 밑돌며, 2017년 이후 최저 수준이다. PER도 5년 평균 7.0배를 밑돈다.

순현금을 차감하면 사업에 부여된 가치는 더욱 낮아진다. 동사는 차입금이 없고, 2026년 상반기 말 현금성자산 596억원과 예금성 금융자산 618억원을 합한 순현금은 1,214억원이다. 시가총액에서 순현금을 차감한 사업가치는 382억원으로, 2026년 예상 영업이익 295억원의 약 1.3배에 그친다. 32년간 영업적자가 없었던 사업 전체가 1년치 남짓한 영업이익 수준으로 평가되고 있다.

할인 요인: 자본배분 효율성 저하

동사 밸류에이션 할인의 핵심은 자본배분 효율성 저하다. ROE는 2018년 22.3%에서 2025년 9.6%로 낮아졌고, 2026년에는 8.1%가 예상된다. 같은 기간 순이익률은 18.0%에서 13.3%로 낮아졌고, 총자산회전율과 재무레버리지도 함께 하락했다. 특히 재무레버리지 하락 폭이 큰데, 차입 없이 이익을 유보하면서 자기자본이 빠르게 증가한 반면 늘어난 자본이 수익 확대에 이어지지 않은 결과다. 실제 2026년 상반기 말 순현금 1,214억원은 대부분 예금 형태로 보유돼 있으며, 2025년 이자수익은 18억원에 그쳤다.

성숙기 기업의 가치는 사업 확장보다 창출한 현금을 어디에 배분하느냐에 좌우된다. 시장이 성숙할수록 추가 설비로 얻을 수 있는 수익이 제한되면서 재투자 여지가 줄어들기 때문이다(자료: A. Damodaran, 『기업 생애주기』). 자본은 통상 재투자 및 자기주식 매입·소각, 배당 등 기대수익률이 높은 곳에 배분된다. 동사는 세 방향 모두에서 적극적인 집행이 확인되지 않는다. 대규모 설비투자는 2025년 마무리됐으며 이후 확정된 투자계획은 없다. 자기주식 12만주는 취득 이후 소각되지 않았고, 배당은 주당배당금이 2021년 400원에서 2025년 1,000원, 배당성향이 9.5%에서 21.3%로 확대됐으나 순현금 규모와 현금창출력을 감안하면 환원 수준은 여전히 낮은 것으로 판단된다.

현금은 보유 자체보다 향후 활용 방식에 따라 기업가치에 반영되는 수준이 달라진다. 동사는 시가총액의 76%에 해당하는 순현금을 보유하고 있으나 배당 정책이 명문화돼 있지 않고 기업가치 제고 계획도 공시된 바 없다. 최대주주 및 특수관계인 지분이 39.96%로 외부에서 변화를 촉구하기도 어렵다. 자본배분이 개선될 경우 주주가치 상승 여지가 있으나, 시장은 그 실현 가능성을 낮게 평가하고 있다. 보유 현금의 가치가 주가에 충분히 반영되지 못하는 배경이다.

피어밸류: 낮은 멀티플의 이유

**JW생명과학 HK이노엔 대비
PBR·PER 3사 중 최저, 높은
수익성에도 자본 축적으로 ROE가
하락하고 기초수익 편중으로
성장성이 낮은 데 따른 할인**

상대 밸류에이션: 3사 중 가장 낮은 멀티플

피어그룹은 국내에서 기초수익을 생산하는 JW생명과학과 HK이노엔으로 설정했다. 다만 앞서 경쟁구도에서 살펴본 바와 같이, 3사는 수익 사업의 전사 내 비중과 제품 믹스에 차이가 있다. 2025년 기준 동사는 수익 매출의 82.2%가 기초수익인 반면, JW생명과학은 28.6%에 그치고 TPN 등 고부가가치 제품 비중이 높다. HK이노엔은 수익이 전사 매출의 13.3%에 불과하며 케이캡 등 전문의약품이 실적의 중심이다. 따라서 단순 비교에는 한계가 있음을 고려할 필요가 있다.

특정 시점의 멀티플은 실적 변동에 따라 왜곡될 수 있어 과거 추이를 함께 볼 필요가 있다. 2022년 이후 4년 평균 PBR은 동사 0.67배로 JW생명과학 1.08배 대비 38%, HK이노엔 0.96배 대비 30% 낮다. PER도 6.1배로 JW생명과학 7.8배와 HK이노엔 22.5배를 각각 22%, 73% 밑돈다. 2026년 예상 실적 기준으로도 동사는 PBR 0.5배, PER 6.4배로 HK이노엔 0.9배와 13.1배를 밑돈다(JW생명과학은 2026년 컨센서스 미집계). 3사 모두 멀티플이 낮아졌으나, 동사의 멀티플은 이 기간 내내 가장 낮은 수준을 유지했다.

할인 요인: 자본효율성과 성장성

PBR은 개념적으로 ROE와 PER의 곱으로 설명할 수 있다. 따라서 동사의 낮은 멀티플도 ROE에 반영되는 자본효율성과 PER에 반영되는 성장성을 중심으로 살펴볼 필요가 있다.

첫째, 3사 중 동사의 ROE는 추세적으로 하락하고 있다. 2022~2025년 평균 ROE는 JW생명과학 17.0%, 동사 11.6%, HK이노엔 4.6% 순이다. 동사 ROE는 2022년 11.7%에서 2024년 12.9%까지 높아진 뒤 2025년 9.6%, 2026년 8.1%로 낮아질 전망이다. 반면 HK이노엔은 3.3%에서 6.7%로 꾸준히 개선되고 있으며, JW생명과학은 2024년 24.5%까지 상승한 뒤 2025년 13.6%로 낮아졌으나 여전히 동사를 웃돈다.

듀폰 분석을 통해 ROE 구성요인을 나눠보면 차이가 더욱 뚜렷하다. ① 순이익률은 동사가 2022년 13.5%에서 2025년 13.3%로 유지되며 JW생명과학 11.1%, HK이노엔 7.1%를 여전히 웃돈다. ② 반면 총자산회전율은 동사가 66.5%에서 60.0%로 낮아진 반면, JW생명과학은 74.7%에서 81.0%, HK이노엔은 46.9%에서 50.7%로 상승했다. ③ 재무 레버리지도 동사는 122.9%에서 115.8%로 하락해 JW생명과학 144.3%, HK이노엔 157.9%를 밑돈다. 자산 활용도가 낮아지고 자기자본이 누적되면서 ROE가 하락하는 구조다.

둘째, PER 할인에는 성장성 차이가 반영된 것으로 판단된다. PER은 성장성과 리스크 등을 함께 반영하지만, 동사는 무차입 구조로 재무 리스크가 낮음에도 3사 중 가장 낮은 PER을 적용받고 있다. 2022년 이후 3년간 매출 연평균 증가율은 JW생명과학 10.9%, HK이노엔 7.9%인 반면 동사는 4.2%에 그쳤다. 수익 부문만 보면 2025년 성장률은 HK이노엔 16.0%, JW생명과학 5.8%, 동사 2~3%로 격차가 더 크다. 기초수익이 성숙 시장인 만큼 높은 기초수익 매출 비중이 동사의 성장성을 제약하고 있으며, 이것이 낮은 PER의 주요 배경으로 판단된다.

결국 동사는 3사 중 가장 높은 수익성을 유지하고 있음에도 현금과 자기자본 축적으로 자본효율성이 낮아지고, 기초수익 중심의 사업구조로 성장성도 제한되면서 피어 대비 낮은 멀티플이 지속되고 있는 것으로 판단된다.

재평가의 조건: 자본배분 정책 개선과 영양수액 성장

재평가 관건은 ① 저평가 구간

자기주식 매입 배당

확대(이익수익률 15.6%) ②

영양수액 비중 확대를 통한

기초수액 편중 완화

재평가 여부는 두 가지 조건에 달려 있는 것으로 판단된다.

첫째, 자본배분 정책의 개선이다. 앞서 살펴본 세 가지 배분 방향 가운데 재투자는 여력이 크지 않다. 성숙 시장에서 이가 설비투자를 통해 얻을 수 있는 수익이 제한적이기 때문이다.

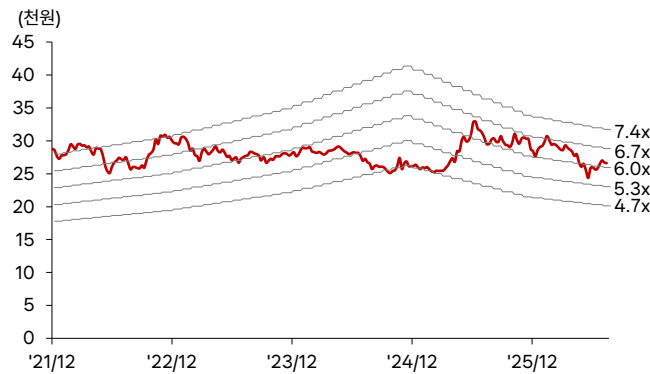
반면 현재 주가는 2026년 예상 PER 6.4배로, 이를 이익수익률로 환산하면 15.6%다. 사업 재투자의 기대수익률이 이를 상회하지 못한다면 자기주식 매입·소각이 보다 효율적인 자본배분 수단이 될 수 있다. 주가가 낮을수록 동일한 금액으로 더 많은 주식을 매입·소각할 수 있어 현재 주가 수준에서는 주당가치 제고 효과도 크다.

배당 역시 주당배당금과 배당성향을 순차적으로 높여온 만큼, 확대 기조가 이어질 경우 주주환원 정책에 대한 신뢰도 높아질 수 있다.

따라서 현 시점에서는 자기주식 소각과 배당 확대가 유효한 자본배분 수단으로 판단되며, 배당정책 명문화와 자기주식 소각 결의 여부가 정책 전환을 확인할 주요 지표다.

둘째, 영양수액 매출 확대다. 앞서 살펴본 PER 할인은 기초수액 편중에서 비롯되는 만큼, 성장성이 높은 영양수액 비중이 올라가면 완화될 여지가 있다. 당사는 2026년 첫 3천배 제품을 출시해 고성장 영역에 진입했다. 영양수액은 부문 가운데 수익성이 가장 높은 것으로 파악돼, 비중 확대는 매출 성장과 마진 개선을 동시에 이끄는 경로가 된다. 향후 이 흐름이 얼마나 가속화되는지가 관찰 지표로 판단된다.

대한약품 PER Band



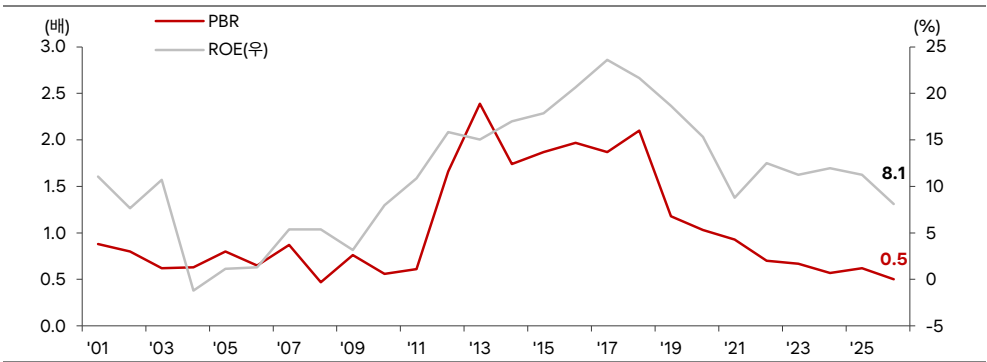
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

대한약품 PBR Band



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

대한약품 ROE, PBR 추이



주: 2026년 값은 당사 전망치

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

피어비교표

		대한약품	JW 생명과학	HK 이노엔
주가(원)		26,600	11,300	42,500
시가총액 (억원)		1,596	1,789	12,040
자산총계 (억원)	2022	2,770	2,529	18,031
	2023	2,943	2,558	18,480
	2024	3,244	3,253	18,896
	2025	3,477	3,182	20,969
	2026F	3,704	-	21,890
자본총계 (지배, 억원)	2022	2,254	1,403	11,642
	2023	2,480	1,594	12,036
	2024	2,760	2,004	12,514
	2025	3,002	2,206	13,284
	2026F	3,194	-	14,060
매출액 (억원)	2022	1,843	1,889	8,465
	2023	1,959	2,069	8,289
	2024	2,042	2,225	8,971
	2025	2,086	2,578	10,632
	2026F	2,200	-	10,985
영업이익(억원)	2022	330	271	525
	2023	358	309	659
	2024	381	359	882
	2025	312	332	1,109
	2026F	295	-	1,304
영업이익률(%)	2022	17.9	14.3	6.2
	2023	18.3	14.9	8.0
	2024	18.7	16.1	9.8
	2025	14.9	12.9	10.4
	2026F	13.4	-	11.9
지배당기순이익(억원)	2022	250	150	381
	2023	284	281	472
	2024	338	440	616
	2025	276	286	757
	2026F	250	-	922
ROE(%)	2022	11.7	11.0	3.3
	2023	12.0	18.8	4.0
	2024	12.9	24.5	5.0
	2025	9.6	13.6	5.9
	2026F	8.1	-	6.7
PER(배)	2022	7.4	12.9	28.1
	2023	5.9	7.2	26.8
	2024	4.7	3.9	16.5
	2025	6.4	7.1	18.5
	2026F	6.4	-	13.1
PBR(배)	2022	0.8	1.3	0.9
	2023	0.7	1.3	1.1
	2024	0.6	0.8	0.8
	2025	0.57	0.90	1.05
	2026F	0.5	-	0.9
PSR(배)	2022	1.0	1.0	1.3
	2023	0.9	1.0	1.5
	2024	0.8	0.8	1.1
	2025	0.8	0.8	1.3
	2026F	0.7	-	1.1
배당수익률(%)	2022	2.1	4.1	0.9
	2023	2.7	3.9	0.8
	2024	3.4	4.6	1.0
	2025	3.4	4.3	0.8

주: 1) 2026년 8월 20일 종가 기준, 2) 대한약품의 2026년 실적은 당사 전망치, JW생명과학은 컨센서스 부재, HK이노엔의 2026년 실적은 컨센서스 기준.

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

⚠ 리스크 요인

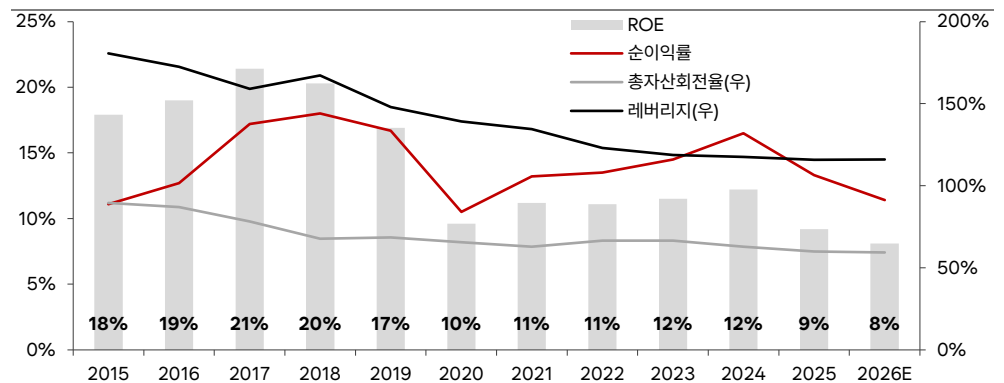
1 자본배분 효율성 저하

이익 유보로 자기자본은 계속
늘지만 순이익 성장이 못 따라가
ROE는 2025년 9.6%에서
2026년 8.1%로 추가 하락,
자본배분 정책 변화 없이는 개선
어려운 구조

동사의 자본효율 저하는 이익 유보에 따른 자본 축적의 영향이 크다. 2026년에도 순이익 250억원 가운데 배당 59억원을 제외한 191억원이 사내에 유보되면서 자기자본은 3,002억원에서 3,194억원으로 증가할 전망이다. 순이익은 9.5% 감소하는 반면 자기자본은 늘어나면서 ROE도 2025년 9.6%에서 2026년 8.1%로 하락할 것으로 예상된다. 현재 자본배분 구조에서는 이러한 자본 축적이 이어질 가능성이 높다. 배당은 명문화된 정책 없이 실적에 연동해 결정되는 것으로 파악되며, 2026년 순이익이 감소할 전망이다 만큼 기존 기조가 유지될 경우 배당 확대 여지도 제한적이다. 잉여현금흐름 회복도 자본효율 측면에서는 개선 요인으로만 보기 어렵다. 대규모 증설이 마무리되면서 잉여현금흐름은 2025년 5억원에서 2026년 250억원 안팎으로 회복될 전망이나, 별도의 투자나 주주환원 확대가 없다면 추가로 창출되는 현금이 다시 자산으로 축적되기 때문이다.

ROE를 유지하려면 자기자본 증가 속도만큼 순이익도 높아야 한다. 2026년 예상 배당성향 24%를 제외한 유보율 76%에 ROE 8.1%를 적용하면 자기자본 증가율은 연 6% 수준으로 산출된다. 순이익도 연간 6% 이상 높아야 현재 ROE가 유지되는 셈이다. 그러나 2022~2025년 순이익은 연평균 3.3% 증가에 그쳤고, 2026년에는 감소할 전망이다. 성숙 시장의 특성상 이익 성장만으로 자본 증가 속도를 따라가기 어려운 만큼, ROE 개선 여부는 자본배분 정책의 변화에 달려 있는 것으로 판단된다.

대한약품 ROE 듀폰 분석(2015~2025)



주: 2026년 값은 당사 전망치

자료: 대한약품, 한국IR협회의 기업리서치센터

판가 인상은 제한적인데
원부자재 감가상각비 부담은
지속돼 매출원가율 상승, 판가
조정이나 제품 믹스 개선 없이는
이익률 회복도 제한적

수익성 하락: 판가 제약 속 원가 부담 확대

동사의 수익성 리스크는 원가 상승을 판가에 즉시 반영하기 어려운 구조에 있다. 기초수액은 정부가 상한금액을 정하고, 영양수액 역시 급여 품목은 가격 규제를 받는 데다 비급여 품목도 경쟁이 치열해 가격 인상이 쉽지 않다. 이에 따라 원가 상승 시 이를 가격으로 전가하기보다 동사가 상당 부분 부담하는 구조다.

반면 2026년에는 원·부자재 가격과 감가상각비 부담이 동시에 확대되고 있다. 원료 대부분을 수입에 의존해 환율 변동에도 노출돼 있으며, 상반기 다수 원재료의 매입단가가 상승했다. 여기에 2025년 증설 설비의 감가상각이 본격 반영되면서 매출원가율은 2025년 68.9%에서 2026년 70.9%로 상승하고, 영업이익률은 14.9%에서 13.4%로 하락할 것으로 전망된다.

추가적인 원가 효율화 여지도 크지 않은 것으로 판단된다. 과거 수액백 성형 내재화를 통해 상당한 원가 절감이 이뤄졌으며, 현재 진행 중인 자동화도 기존 공장을 가동하면서 단계적으로 적용하는 방식이어서 생산성 개선과 인건비 절감 효과는 점진적으로 나타날 전망이다. 반면 증설에 따른 감가상각비 부담은 당분간 이어질 것으로 예상된다.

따라서 판가 조정이나 제품 믹스 개선이 없다면 원가 상승이 수익성에 직접 반영되는 구조가 지속될 전망이다. 원·부자재 가격과 환율이 하향 안정되지 않는 한 이익률 회복 역시 제한적일 것으로 판단된다.

포괄손익계산서

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	1,843	1,959	2,042	2,086	2,200
증가율(%)	7.5	6.3	4.2	2.2	5.5
매출원가	1,240	1,300	1,344	1,438	1,560
매출원가율(%)	67.3	66.4	65.8	68.9	70.9
매출총이익	602	659	698	648	640
매출이익률(%)	32.7	33.6	34.2	31.1	29.1
판매관리비	273	301	317	336	345
판매비율(%)	14.8	15.4	15.5	16.1	15.7
EBITDA	422	445	454	404	420
EBITDA 이익률(%)	22.9	22.7	22.2	19.4	19.1
증가율(%)	4.2	5.4	2.0	-10.9	3.9
영업이익	330	358	381	312	295
영업이익률(%)	17.9	18.3	18.6	14.9	13.4
증가율(%)	13.4	8.6	6.4	-18.1	-5.4
영업외손익	5	9	42	20	24
금융수익	5	4	29	23	26
금융비용	6	1	0	3	2
기타영업외손익	6	6	13	-1	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	335	367	423	332	319
증가율(%)	9.9	9.8	15.2	-21.7	-3.7
법인세비용	85	83	86	55	69
계속사업이익	250	284	338	276	250
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	250	284	338	276	250
당기순이익률(%)	13.5	14.5	16.5	13.3	11.4
증가율(%)	10.1	13.9	18.8	-18.1	-9.5
지배주주지분 순이익	250	284	338	276	250

현금흐름표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동으로인한현금흐름	290	389	356	256	353
당기순이익	250	284	338	276	250
유형자산 상각비	92	87	73	92	125
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	1	0
운전자본의감소(증가)	-78	-21	-72	-134	-18
기타	26	39	17	21	-4
투자활동으로인한현금흐름	2	-180	-726	-376	-98
투자자산의 감소(증가)	1	0	3	64	0
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-86	-213	-158	-251	-100
기타	87	33	-572	-189	2
재무활동으로인한현금흐름	-225	-103	-44	-52	-59
차입금의 증가(감소)	-170	-65	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-21	-38	-43	-52	-59
기타	-34	0	-1	0	0
기타현금흐름	4	1	12	-1	0
현금의증가(감소)	71	106	-402	-173	197
기초현금	838	909	1,015	613	440
기말현금	909	1,015	613	440	636

재무상태표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	1,559	1,599	1,374	1,585	1,838
현금성자산	909	1,015	613	440	636
단기투자자산	68	29	159	456	458
매출채권	313	309	312	310	327
재고자산	249	236	267	339	375
기타유동자산	20	11	22	40	42
비유동자산	1,211	1,343	1,870	1,892	1,866
유형자산	1,132	1,259	1,344	1,534	1,509
무형자산	4	4	4	4	4
투자자산	74	81	522	353	353
기타비유동자산	1	-1	0	1	0
자산총계	2,770	2,943	3,244	3,477	3,704
유동부채	427	413	426	435	463
단기차입금	25	0	0	0	0
매입채무	181	172	178	178	190
기타유동부채	221	241	248	257	273
비유동부채	89	50	58	39	48
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	40	0	0	0	0
기타비유동부채	49	50	58	39	48
부채총계	516	463	484	474	511
자배주주지분	2,254	2,480	2,760	3,002	3,194
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	2	2	2	2	2
자본조정 등	-34	-34	-34	-34	-34
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,256	2,482	2,762	3,005	3,196
자본총계	2,254	2,480	2,760	3,002	3,194

주요투자지표

	2022	2023	2024	2025	2026F
P/E(배)	7.4	5.9	4.7	6.3	6.4
P/B(배)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
P/S(배)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	2.2	1.4	1.8	2.1	1.2
배당수익률(%)	2.1	2.7	3.4	3.4	3.8
EPS(원)	4,160	4,738	5,627	4,607	4,171
BPS(원)	37,566	41,329	45,999	50,036	53,226
SPS(원)	30,711	32,652	34,032	34,769	36,667
DPS(원)	650	750	900	1,000	1,000
수익성(%)					
ROE	11.7	12.0	12.9	9.6	8.1
ROA	9.1	10.0	10.9	8.2	7.0
ROIC	19.8	20.0	20.9	15.9	12.8
안정성(%)					
유동비율	365.2	387.2	322.1	364.3	396.9
부채비율	22.9	18.7	17.5	15.8	16.0
순차입금비율	-40.4	-42.1	-28.0	-29.8	-34.3
이자보상배율	55.6	682.2	21,097.2	11,601.8	17,497.0
활동성(%)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
매출채권회전율	6.1	6.3	6.6	6.7	6.9
재고자산회전율	8.1	8.1	8.1	6.9	6.2

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.
※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
대한약품	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2026.08.26	대한약품 (023910)-수액제 오디세이

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.