

## 대원제약 (003220/KS)

## 겨울의 강자, 26년 수익성 개선에 주목

제약 / 바이오 이선경 / seonkyoung.lee@sks.co.kr / 3773-9089

**Signal:** 감기 환자수 증가에 따른 매출 성장**Key:** 연결 종속회사의 실적 부진, 현재 정상화 진행중**Step:** 26년 실적 회복 기대

## 매수(신규편입)

목표주가: 15,000 원(신규편입)

현재주가: 12,340 원

상승여력: 21.6%

## STOCK DATA

|              |             |
|--------------|-------------|
| 주가(25/11/27) | 12,340 원    |
| KOSPI        | 3,986.91 pt |
| 52주 최고가      | 15,730 원    |
| 60일 평균 거래대금  | 5 억원        |

## COMPANY DATA

|                  |          |
|------------------|----------|
| 발행주식수            | 2,243 만주 |
| 시가총액             | 2,768 억원 |
| 주요주주             |          |
| 백승열(외 11)        | 37.69%   |
| FIDELITY         |          |
| MANAGEMENT &     | 9.99%    |
| RESEARCH         |          |
| COMPANY LLC(외 3) |          |
| 외국인 지분율          | 13.60%   |

## 주가 및 상대수익률



## 영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|----|-------|-------|-------|
| 매출액       | 억원 | 5,986 | 6,339 | 6,725 |
| 영업이익      | 억원 | 6     | 196   | 314   |
| 순이익(자배주주) | 억원 | -164  | 59    | 142   |
| EPS       | 원  | -724  | 263   | 633   |
| PER       | 배  | -17.0 | 46.9  | 19.5  |
| PBR       | 배  | 1.0   | 1.0   | 1.0   |
| EV/EBITDA | 배  | 19.1  | 10.4  | 7.9   |

## 진해 거담제 1위 기업, 감기 환자 급증에 따른 4분기 회복 기대

동사는 국내 대표하는 진해 거담제 1위 기업으로 매출의 계절적 영향을 최소화하기 위해 대사성 질환(당뇨, 고지혈) 중심의 제품군 확대와 더불어 소비자 헬스케어 중심의 사업 다각화를 추진하고 있다. 이를 위해 건기식 ODM 사업을 영위하고 있는 대원헬스케어(21년 극동예치팜 인수), 화장품 사업을 영위하고 있는 에스디생명공학(23년 인수, 24 계열사 편입)을 연결 종속회사로 보유하고 있다.

동사의 연결기준 3분기 매출액은 1,439 억원(-8.3% YoY, +0.1% QoQ), 영업이익은 -104 억원(적전 YoY, 적지 QoQ, OPM -7.2%)으로 부진한 흐름을 지속하고 있는 실정이다. 다만 1)최근 호흡기 질환 환자 증가로 인한 호흡기 질환 품목의 성장과 2)홈쇼핑에서 5회 연속 완판 행진을 기록하고 있는 알부민 킵 등 판매 채널 다각화를 통해 성장하고 있는 건기식 사업부, 3)일본/미국/태국 등 글로벌 시장 확대 및 적자 자회사 청산을 통해 적자폭이 감소되고 있는 에스디생명공학의 영향으로 4분기 실적은 회복될 수 있다고 판단된다.

## 건기식/화장품 연결 회사의 적자폭 감소 주목, 26년 정상화 기대

24년 연결 종속회사로 편입된 에스디생명공학의 영향으로 연결 종속회사의 영업이익은 23년 -17 억원에서 24년 -128.5 억원으로 적자폭이 크게 확대되었다. 에스디생명공학은 25년 8월까지 경영 정상화를 목표로 비용 감소를 위한 적자 자회사 청산 및 매출 성장을 위한 채널/국가 다각화를 추진하고 있으며, 이에 따라 25년 3분기 누적 연결 자회사의 영업이익은 -69 억원으로 적자폭이 축소되고 있는 상황이다. 이러한 흐름은 26년까지 지속될 수 있을 것으로 판단, 에스디생명공학의 회복에 주목할 필요가 있다.

## 투자의견 매수, 목표주가 15,000 원으로 커버리지 개시

26년은 연결 자회사의 정상화에 따른 실적 본격화 및 호흡기 1위 기업에서 만성질환/근골격계 질환으로 치료 영역 확장을 통해 외형 성장과 수익성 개선이 기대되는 상황이다. 이에따라 대원제약에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 15,000 원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 26년 EBITDA 추정치 414 억원에 12 배를 적용, 26년 추정 순차입금 1,620 억원을 적용해 산출했다.

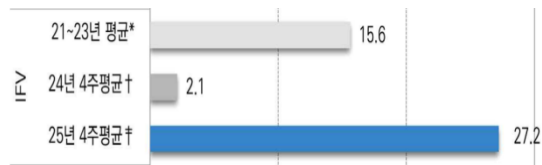
## 대원제약 분기별 실적추정

(단위: 억원, %)

| 구분          | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25   | 4Q25E | 2024   | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 매출액         | 1,583 | 1,379 | 1,568 | 1,452 | 1,578 | 1,439 | 1,439  | 1,530 | 5,983  | 5,986 |
| YoY         | 27.6  | 3.7   | 21.6  | 3.1   | -0.3  | 4.3   | -8.2   | 5.3   | 13.5   | 0.1   |
| 별도 매출액      | 1,415 | 1,208 | 1,412 | 1,327 | 1,414 | 1,285 | 1,278  | 1,364 | 5,361  | 5,342 |
| 연결 자회사 매출액  | 158   | 138   | 157   | 145   | 158   | 144   | 144    | 153   | 456    | 488   |
| 영업이익        | 149.8 | -12.8 | 113.8 | 29.4  | 94    | -14   | -103.7 | 30    | 282    | 6     |
| YoY         | 66.8  | 적전    | 68.8  | -54.4 | -37.2 | 적지    | 적전     | 2.3%  | -12.4% | -97.7 |
| OPM         | 9.5   | -0.9  | 7.3   | 2.0   | 6.0   | -1.0  | -7.2   | 2.0   | 4.7    | 0.1   |
| 별도 영업이익     | 175.8 | 90.3  | 140.1 | 83.1  | 112.6 | 16.5  | -83.9  | 45.6  | 408.9  | 90.9  |
| 별도 OPM      | 12.4  | 0.7   | 10.0  | 6.3   | 8.0   | 1.3   | -6.6   | 3.3   | 7.6    | 1.7   |
| 연결 자회사 영업이익 | -26   | -21.8 | -27.7 | -53.7 | -18.6 | -30.6 | -19.7  | -15.6 | -128.5 | -84.5 |

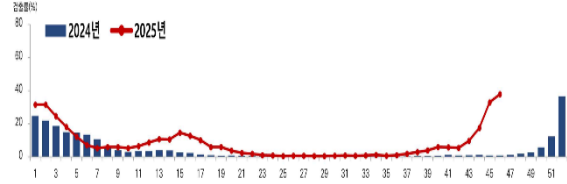
자료: 대원제약, SK 증권

## 의원급 주별 인플루엔자바이러스 검출률 현황



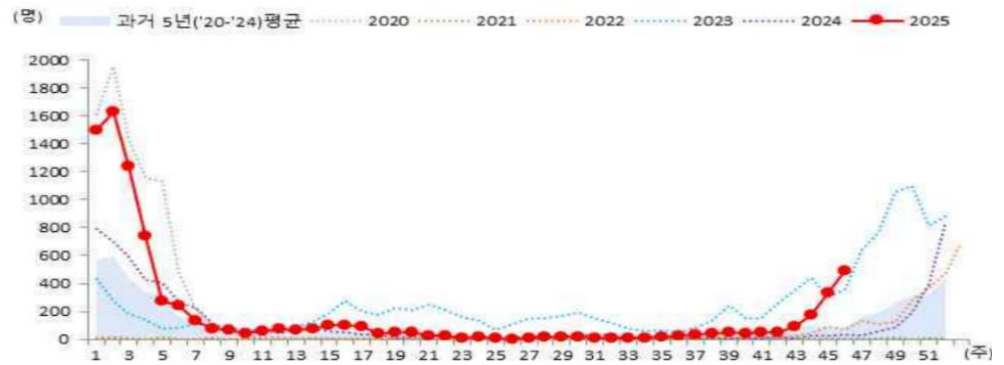
자료: 질병관리청(46 주 11월 15일 기준), SK 증권

## 검사전문 의료기관 인플루엔자바이러스 검출률 현황



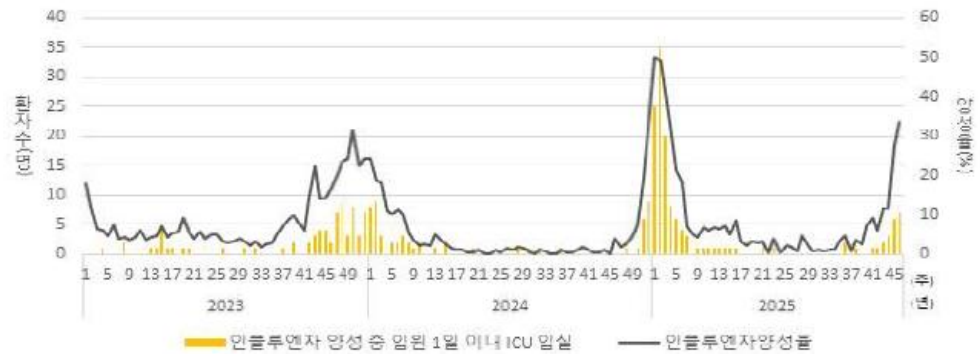
자료: 질병관리청(46 주 11월 15일 기준), SK 증권

## 병원급 의료기관 인플루엔자바이러스 입원환자 현황



자료: 질병관리청(46 주 11월 15일 기준), SK 증권

## 입원환자의 인플루엔자 양성률 및 중환자실 입실 현황



자료: 질병관리청(46 주 11월 15일 기준), SK 증권

## 대원제약 주요 품목 원외처방액 현황

(단위: 억원)

| 브랜드명               | 분류      | 2022     | 2023 | 2024 | GR     | 3Q24 | 2Q25 | 3Q25 | QoQ    | YoY    |
|--------------------|---------|----------|------|------|--------|------|------|------|--------|--------|
| 코대원 F/S            | 진해거담제   | 566      | 804  | 932  | +16.0% | 216  | 198  | 162  | -18.0% | -24.8% |
| 펠루비/펠루비CR          | 해열진통소염제 | 412      | 475  | 622  | +30.9% | 151  | 143  | 143  | -0.1%  | -5.2%  |
| 에스원엠프              | 위식도역류질환 | 200      | 188  | 191  | +1.9%  | 49   | 55   | 52   | -5.1%  | +7.3%  |
| 신바로                | 골관절염    | 137      | 162  | 174  | +7.2%  | 43   | 55   | 56   | +2.7%  | +32.3% |
| 레나메진               | 투석지연제   | 151      | 154  | 173  | +12.3% | 45   | 46   | 51   | +9.1%  | +11.9% |
| 티지페논               | 고중성지방혈증 | 134      | 147  | 165  | +12.2% | 42   | 43   | 45   | +4.2%  | +7.1%  |
| 클래신                | 항생제     | 71       | 110  | 164  | +49.2% | 44   | 25   | 18   | -25.9% | -57.8% |
| 타바로켓               | 이상지질혈증  | 23.11 출시 |      |      | -      | 37   | 44   | 49   | +12.2% | +30.9% |
| 테로사 <sup>[3]</sup> | 골다골증치료제 | 70       | 90   | 102  | +13.7% | 27   | 45   | 23   | -48.9% | -14.8% |

자료: 대원제약, SK 증권

## 대원제약 R&amp;D 파이프라인 현황

|                         | Stage  | Candidate                                       | Pre-clinical           | Phase1 | Phase2                    | Phase3          |
|-------------------------|--------|---|------------------------|--------|---------------------------|-----------------|
| New Drug Pipeline       | 소화기 질환 |   |                        |        |                           | DW4421<br>P-CAB |
|                         | 당뇨/비만  | DW4321<br>Triple agonist                        |                        |        | DW4222<br>미토콘드리아 기능 개선    |                 |
|                         | 심혈관 질환 | DW4422<br>Undisclosed                           |                        |        |                           |                 |
|                         | 자궁근종   |   |                        |        | DW4902<br>GnRH antagonist |                 |
|                         | 항암     | DW4423<br>NSCLC<br>DW4521<br>TPD/ Breast Cancer | DW4121<br>CAGE활성억제     |        |                           |                 |
| New Technology Pipeline | 당뇨/비만  | DW5324<br>Oral formulation                      |                        |        |                           |                 |
|                         | 안과/호흡기 | DW1121<br>Inhalation                            | DW1023<br>Contact Lens |        |                           |                 |

자료: 대원제약, SK 증권

## 재무상태표

| 12월 결산(억원)     | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 2,093 | 2,576 | 2,515 | 2,892 | 3,361 |
| 현금및현금성자산       | 300   | 171   | 181   | 613   | 993   |
| 매출채권 및 기타채권    | 732   | 777   | 819   | 880   | 950   |
| 재고자산           | 1,051 | 1,132 | 1,041 | 947   | 985   |
| <b>비유동자산</b>   | 2,987 | 3,258 | 3,338 | 3,134 | 2,950 |
| 장기금융자산         | 808   | 338   | 339   | 342   | 345   |
| 유형자산           | 1,581 | 2,035 | 2,100 | 1,928 | 1,769 |
| 무형자산           | 415   | 548   | 563   | 517   | 475   |
| <b>자산총계</b>    | 5,080 | 5,834 | 5,853 | 6,025 | 6,311 |
| <b>유동부채</b>    | 1,827 | 2,008 | 2,071 | 2,225 | 2,402 |
| 단기금융부채         | 1,106 | 1,208 | 1,273 | 1,368 | 1,477 |
| 매입채무 및 기타채무    | 401   | 411   | 578   | 621   | 670   |
| 단기충당부채         | 37    | 44    | 46    | 50    | 54    |
| <b>비유동부채</b>   | 610   | 980   | 1,158 | 1,180 | 1,205 |
| 장기금융부채         | 355   | 701   | 864   | 864   | 864   |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 장기충당부채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>부채총계</b>    | 2,437 | 2,988 | 3,229 | 3,405 | 3,607 |
| <b>지배주주지분</b>  | 2,662 | 2,753 | 2,548 | 2,542 | 2,620 |
| 자본금            | 111   | 112   | 112   | 112   | 112   |
| 자본잉여금          | 135   | 172   | 180   | 180   | 180   |
| 기타자본구성요소       | -151  | -151  | -151  | -151  | -151  |
| 자기주식           | -151  | -151  | -151  | -151  | -151  |
| 이익잉여금          | 2,558 | 2,621 | 2,393 | 2,388 | 2,465 |
| 비지배주주지분        | -19   | 93    | 76    | 78    | 83    |
| <b>자본총계</b>    | 2,643 | 2,846 | 2,624 | 2,621 | 2,703 |
| <b>부채와자본총계</b> | 5,080 | 5,834 | 5,853 | 6,025 | 6,311 |

## 현금흐름표

| 12월 결산(억원)        | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>   | 517  | 300  | -62   | 438   | 365   |
| 당기순이익(손실)         | 235  | 90   | -181  | 61    | 147   |
| 비현금성항목등           | 381  | 528  | 458   | 281   | 275   |
| 유형자산감가상각비         | 148  | 161  | 185   | 173   | 158   |
| 무형자산감각비           | 28   | 40   | 49    | 46    | 42    |
| 기타                | 205  | 327  | 224   | 63    | 74    |
| 운전자본감소(증가)        | -46  | -270 | -211  | 114   | -15   |
| 매출채권및기타채권의감소(증가)  | -66  | -33  | -31   | -61   | -70   |
| 재고자산의감소(증가)       | -158 | -66  | 78    | 94    | -38   |
| 매입채무및기타채무의증가(감소)  | -14  | 19   | 7     | 43    | 50    |
| 기타                | -104 | -96  | -257  | -35   | -85   |
| 법인세납부             | -52  | -48  | -129  | -18   | -42   |
| <b>투자활동현금흐름</b>   | -683 | -430 | 16    | 24    | 23    |
| 금융자산의감소(증가)       | -6   | -152 | 263   | 26    | 23    |
| 유형자산의감소(증가)       | -121 | -341 | -224  | 0     | 0     |
| 무형자산의감소(증가)       | -83  | -182 | -64   | 0     | 0     |
| 기타                | -473 | 245  | 40    | -2    | -0    |
| <b>재무활동현금흐름</b>   | 195  | -3   | 79    | -27   | -3    |
| 단기금융부채의증가(감소)     | 108  | 56   | -22   | 95    | 109   |
| 장기금융부채의증가(감소)     | 204  | 89   | 241   | 0     | 0     |
| 자본의증가(감소)         | 18   | 38   | 8     | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -73  | -64  | -64   | -64   | -64   |
| 기타                | -61  | -122 | -83   | -57   | -48   |
| <b>현금의 증가(감소)</b> | 30   | -129 | 10    | 432   | 380   |
| 기초현금              | 270  | 300  | 171   | 181   | 613   |
| 기말현금              | 300  | 171  | 181   | 613   | 993   |
| FCF               | 396  | -41  | -286  | 438   | 365   |

자료 : 대원제약, SK증권 추정

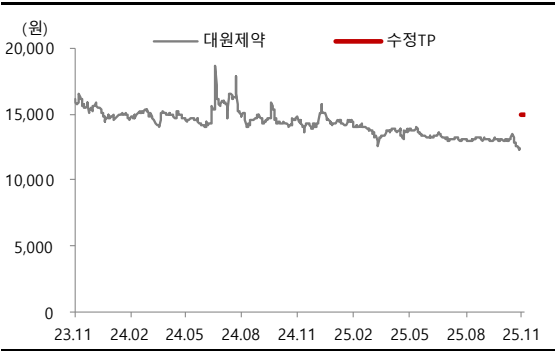
## 포괄손익계산서

| 12월 결산(억원)      | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 5,270 | 5,982 | 5,986 | 6,339 | 6,725 |
| <b>매출원가</b>     | 2,697 | 3,108 | 3,296 | 3,427 | 3,490 |
| <b>매출총이익</b>    | 2,572 | 2,873 | 2,690 | 2,912 | 3,235 |
| 매출총이익률(%)       | 48.8  | 48.0  | 44.9  | 45.9  | 48.1  |
| <b>판매비와 관리비</b> | 2,250 | 2,591 | 2,683 | 2,716 | 2,921 |
| <b>영업이익</b>     | 322   | 282   | 6     | 196   | 314   |
| 영업이익률(%)        | 6.1   | 4.7   | 0.1   | 3.1   | 4.7   |
| <b>비영업손익</b>    | -64   | -121  | -110  | -117  | -124  |
| 순금융손익           | -33   | -78   | -66   | -45   | -32   |
| 외환관련손익          | 1     | 2     | 1     | 2     | 5     |
| 관계기업등 투자손익      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 258   | 162   | -104  | 79    | 189   |
| 세전계속사업이익률(%)    | 4.9   | 2.7   | -1.7  | 1.2   | 2.8   |
| <b>계속사업법인세</b>  | 24    | 61    | 75    | 18    | 42    |
| <b>계속사업이익</b>   | 235   | 101   | -179  | 61    | 147   |
| <b>중단사업이익</b>   | 0     | -11   | -2    | 0     | 0     |
| <b>*법인세효과</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | 235   | 90    | -181  | 61    | 147   |
| 순이익률(%)         | 4.5   | 1.5   | -3.0  | 1.0   | 2.2   |
| <b>지배주주</b>     | 239   | 142   | -164  | 59    | 142   |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 4.5   | 2.4   | -2.7  | 0.9   | 2.1   |
| 비지배주주           | -5    | -52   | -17   | 2     | 5     |
| 총포괄이익           | 203   | 66    | -166  | 61    | 147   |
| 지배주주            | 208   | 119   | -149  | 59    | 142   |
| 비지배주주           | -5    | -53   | -17   | 2     | 5     |
| <b>EBITDA</b>   | 498   | 483   | 241   | 414   | 514   |

## 주요투자지표

| 12월 결산(억원)             | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E   | 2027E  |
|------------------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |         |        |
| 매출액                    | 10.0   | 13.5   | 0.1    | 5.9     | 6.1    |
| 영업이익                   | -25.1  | -12.4  | -97.7  | 2,959.8 | 60.4   |
| 세전계속사업이익               | -33.3  | -37.4  | 적전     | 흑전      | 140.8  |
| EBITDA                 | -20.2  | -3.0   | -50.2  | 71.9    | 24.2   |
| EPS                    | -25.9  | -36.8  | 적전     | 흑전      | 140.8  |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |         |        |
| ROA                    | 4.9    | 1.7    | -3.1   | 1.0     | 2.4    |
| ROE                    | 9.2    | 5.2    | -6.2   | 2.3     | 5.5    |
| EBITDA마진               | 9.4    | 8.1    | 4.0    | 6.5     | 7.6    |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |         |        |
| 유동비율                   | 114.6  | 128.3  | 121.4  | 130.0   | 139.9  |
| 부채비율                   | 92.2   | 105.0  | 123.1  | 129.9   | 133.5  |
| 순차입금/자기자본              | 43.8   | 50.8   | 64.8   | 53.0    | 42.2   |
| EBITDA/이자비용(배)         | 10.8   | 5.2    | 3.2    | 7.3     | 10.7   |
| 배당성향                   | 26.6   | 45.3   | -39.2  | 109.0   | 45.3   |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |         |        |
| EPS(계속사업)              | 1,078  | 681    | -724   | 263     | 633    |
| BPS                    | 12,675 | 12,946 | 12,031 | 12,007  | 12,354 |
| CFPS                   | 1,869  | 1,530  | 314    | 1,237   | 1,527  |
| 주당 현금배당금               | 300    | 300    | 300    | 300     | 300    |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |         |        |
| PER                    | 14.5   | 20.9   | -17.0  | 46.9    | 19.5   |
| PBR                    | 1.2    | 1.1    | 1.0    | 1.0     | 1.0    |
| PCR                    | 8.4    | 9.3    | 39.4   | 10.0    | 8.1    |
| EV/EBITDA              | 9.3    | 9.8    | 19.1   | 10.4    | 7.9    |
| 배당수익률                  | 1.9    | 2.1    | 2.4    | 2.4     | 2.4    |

| 일시         | 투자의견 | 목표주가    | 목표가격<br>대상시점 | 과리율    |                |
|------------|------|---------|--------------|--------|----------------|
|            |      |         |              | 평균주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2025.11.28 | 매수   | 15,000원 | 6개월          |        |                |



COMPLIANCE NOTICE

작성자(이선경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

|  |    |        |    |       |    |       |
|--|----|--------|----|-------|----|-------|
| SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 11 월 28 일 기준) | 매수 | 93.33% | 중립 | 6.67% | 매도 | 0.00% |
|--|----|--------|----|-------|----|-------|