

대한약품 (023910)

고령화로 확정된 Q 성장 기대

- 수액제 및 앰플 제조업체. 퇴장방지의약품으로 적정마진 보장
- 시총대비 현금성 자산 60% 수준. 24년 예상 P/E 5.5배로 저평가
- 엔데믹 + 고령화로 수액제 수요 향후에도 꾸준할 전망

대한민국 대표 수액제 제조업체

대한약품은 수액주사제를 국내 최초로 생산한 업체로 현재 수액제 및 앰플을 제조 및 납품하고 있다. 수액제는 환자에게 필요한 수분, 전해질, 포도당 등을 인체에 공급하는 주사제를 뜻한다. 수액제는 기초의약품이자 퇴장방지의약품으로 선정되어 제조원가에 마진을 보전 받는 형태로 약가인하로부터 자유롭다는 특징을 가지고 있다.

현금성 자산 + 밸류에이션 메리트

3Q23 기준 동사 보유 현금 및 현금성 자산은 1,000억원에 이르는 상황으로 시가총액의 60%에 이른다. 현재 시가총액 대비 현금성 자산 비중은 역시 최고치에 이르고 있다.

또, 동사의 24년 예상 P/E는 5배로 과거 하단이 7배 수준이었다는 점을 고려하면, 실적 개선 + 높은 현금성 자산에도 불구하고 낮은 시가총액 수준에 머무르고 있다. 24년 EPS에 P/E 8배를 적용. 목표주가 41,000원을 제시한다.

부족한 수액제. 예정된 Q 증가

수액제는 기초 의약품으로서 고령화와 병원 입원일수에 비례해서 늘어나는 성격을 지니고 있다. 현재, 코로나 종식 이후, 엔데믹에 따른 병원 입원일수 회복 및 독감 유행에 따라 수액제는 부족을 겪고 있는 상황이다. 동사의 경우도 추가적인 증설이 계획되어 있는 상황이다.

대한민국의 65세 이상 고령인구는 23년 1,100 만 명 → 35년 1,900 만 명으로 지속적으로 증가가 예상되는 만큼 수액제에 대한 수요는 꾸준하게 증가할 것으로 전망한다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,715	1,843	1,966	2,145	2,392
영업이익	291	330	353	380	407
세전순이익	304	335	361	394	427
총당기순이익	227	250	281	307	333
지배지분순이익	227	250	281	307	333
EPS	3,778	4,160	4,690	5,117	5,547
PER	7.6	7.4	5.9	5.5	5.0
BPS	33,801	37,566	41,619	46,099	51,009
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5
ROE	11.8	11.7	11.8	11.7	11.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 대한약품, 대신증권 Research Center



박장욱

jangwook.park@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

41,000

현재주가

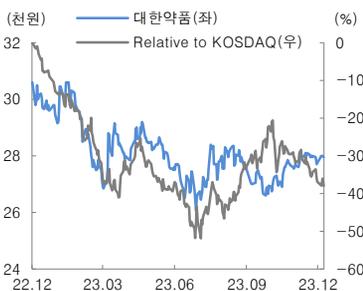
27,800

(24.01.08)

스몰캡 업종

KOSDAQ	878.33
시가총액	1,677억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	30억원
52주 최고/최저	30,600원 / 26,050원
120일 평균거래대금	3억원
외국인지분율	16.40%
주요주주	이윤우 외 9인 38.68% FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 7인 8.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	3.5	2.0	-6.8
상대수익률	-6.7	-5.6	3.5	-27.9



Contents

기업소개	3
투자포인트 1. 꾸준한 Q성장. - 고품화 수혜주	4
투자포인트 2. 높은 현금성 자산 + 밸류 메리트	6
이슈. 엔데믹. 수액제 부족	8
실적추정	9

1. 기업개요

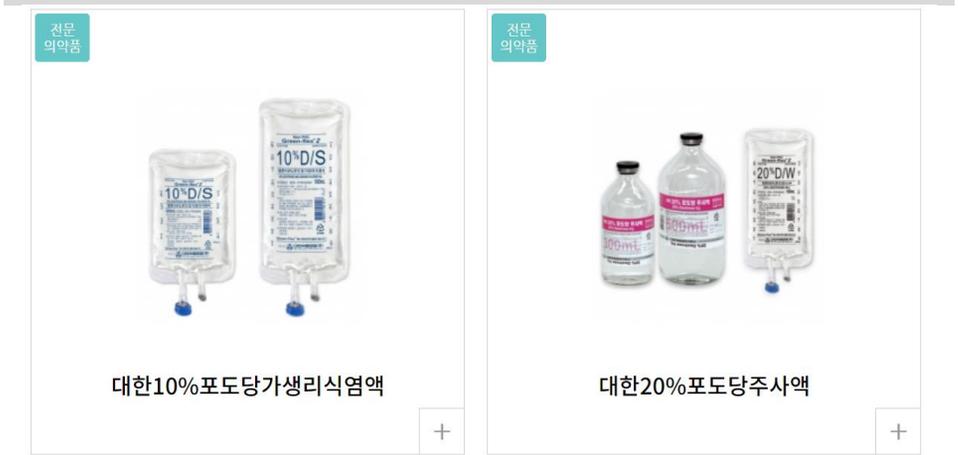
수액 및 앰플 제조 사업자.

수액제 - 100ml 이상
대용량 주사제. 기초,
영양, 특수수액제로
분류

동사는 수액제 및 앰플제를 제조 및 판매하는 사업자다. 수액제는 100ml 이상의 용량을 가진 대용량 주사제를 말하며, 수술환자나 응급환자 등의 치료를 위해 반드시 필요한 기초 의약품에 속한다. 구성 성분 및 역할에 따라 기초수액제, 영양수액제, 특수수액제 세 가지로 분류된다. 기초수액제는 수분, 전해질, 당을 공급하는 역할을, 영양수액제는 아미노산, 지질, 단백질, 비타민, 무기질 등의 영양소를 공급하는 역할, 특수수액제는 사고, 수술 중 생기는 출혈 및 이로 인해 생기는 쇼크 치료 등에 사용된다.

동사의 지분구조는 이윤우 외 9인 39%, Fidelity 8% 이외 자사주 및 기타주주로 구성되어 있다. 매출 구성은 수액제가 약 80% 정도로 대부분의 매출을 차지하며, 나머지 19%를 앰플제 기타 1% 미만 매출로 구성되어 있다.

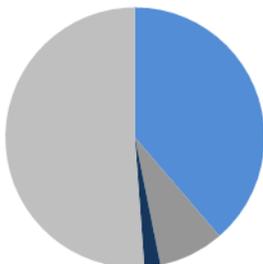
그림 1. 동사제조 수액제품



자료: 대한약품, 대신증권 Research Center

그림 2. 주주구성

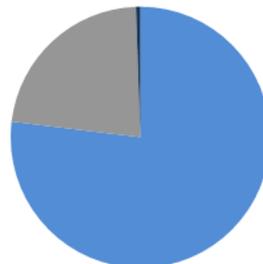
■ 이윤우 외 9인 ■ Fidelity ■ 자사주 ■ 기타주주



주: 3Q23 기준
자료: 대한약품, 대신증권 Research Center

그림 3. 매출액 구성

■ 수액제 ■ 앰플제 ■ 기타제품



주: 3Q23 기준
자료: 대한약품, 대신증권 Research Center

II. 투자포인트 1) 꾸준한 Q 성장

고령인구 증가와 함께 Q 성장 동반 전망

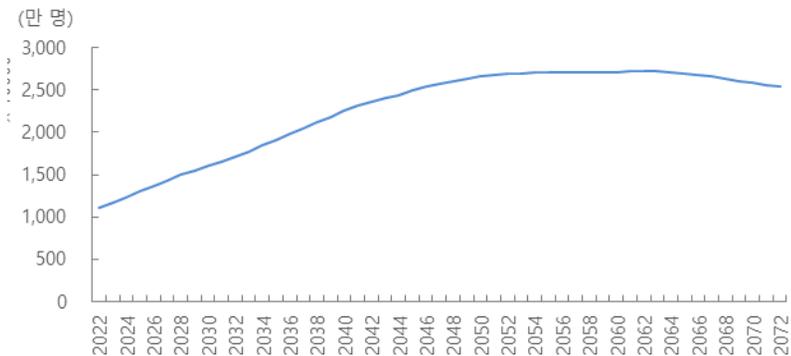
고령인구 증가 →
 입원일수 증가 →
 수액제 수요 증가

수액제는 환제에게 수분과 전해질, 포도당, 아미노산 등 인체에 필요한 수분과 영양소를 공급하는 역할을 한다. 수액제는 사회 전체의 고령인구 수가 증가하고, 평균 병원일수가 증가할 때, 같이 비례해서 증가하는 경향을 지니고 있다.

통계청에 따르면, 23년 현재 대한민국의 65세 이상 고령인구 수는 1,100 만명 수준에서 2035년 1,900 만 명으로 72% 증가할 예정이며, 2060년까지 지속해서 증가할 것으로 예상된다. 고령인구 수의 증가는 전체 병원 입원일수의 증가로 이어져 수액제의 수요 증가로 이어질 것으로 예상된다.

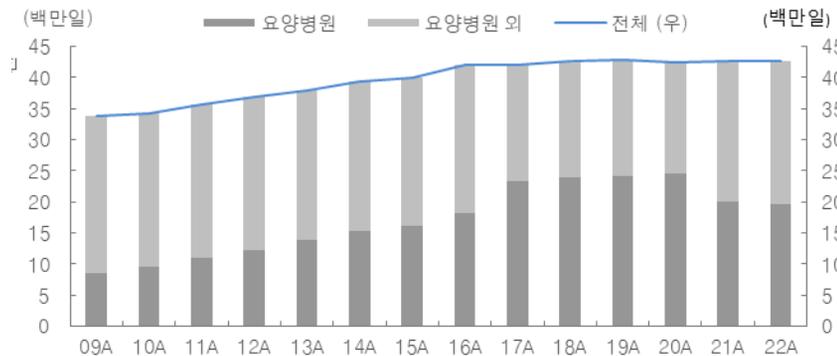
의료급여 진료 통계에 따르면, 고령인구 증가에 따라, 대한민국 전체 병원 입원일 수는 09년 33천만일 → 22년 42천만일로 증가한 상황이다. 코로나 이후, 병원 입원일수가 일부 감소했으나 최근 엔데믹으로 코로나 이전 수준의 입원일 수 회복이 나타나고 있다.

그림 4. 대한민국 고령인구 (65세 이상) 인구수 추이 전망



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 5. 대한민국 병원 및 요양병원 입원일수 추이



자료: 의료급여 진료 통계, 대신증권 Research Center

퇴장 방지 의약품 – 적절한 마진 보존

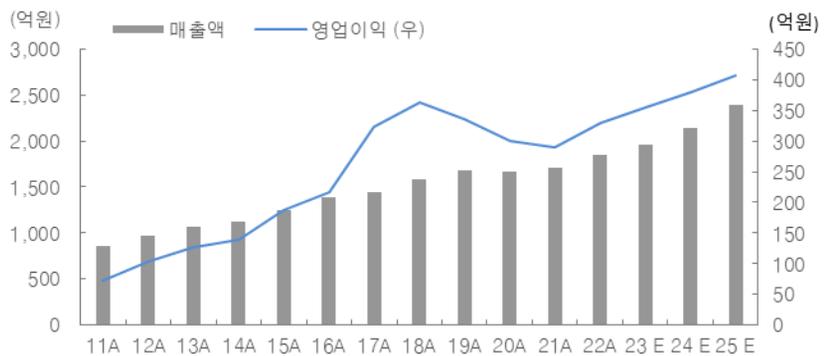
제한적인 약가인하 리스크

수액제는 기초의약품으로써 퇴장방지의약품에 등록되어 있어, 제조원가에 일정 마진을 보존받는 형태를 취하고 있다. 현재 의료재원상황을 보면, 원재료 상승에 따른 판가 인상이 나타나기에는 어려움이 있지만, 기초의약품만큼 약가인하 리스크도 제한적일 것으로 판단한다. 제한적 P 하락 속 Q 성장에 따른 수혜를 예상한다.

지속적인 Q 증가에 따라, 캐파역시 꾸준하게 상승해오고 있다. 현재 동사는 1교대 기준 풀 캐파에 가까운 상황으로 추가 증설을 통한 캐파 확대가 예상된다. 추가 증설에서 실제 캐파 증대까지는 약 1여년의 시간이 소요되어, 25년부터 그 효과가 나타날 것으로 기대된다.

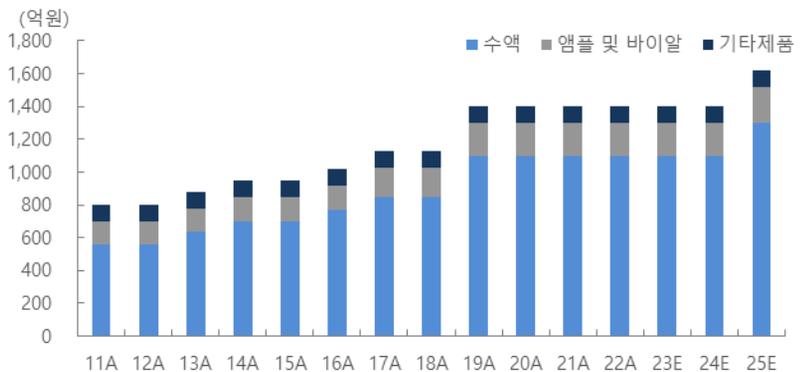
캐파 확장 이전에도 인원투입 증가 등을 통해서 추가적인 매출 성장이 나타날 수 있는 상황이다.

그림 6. 연간 실적추이



자료: 대한약품, 대신증권 Research Center

그림 7. 연간 캐파추이



주: 1교대 기준
자료: 대한약품, 대신증권 Research Center

Ⅲ. 투자 포인트 2) 현금성 자산 + 밸류 메리트

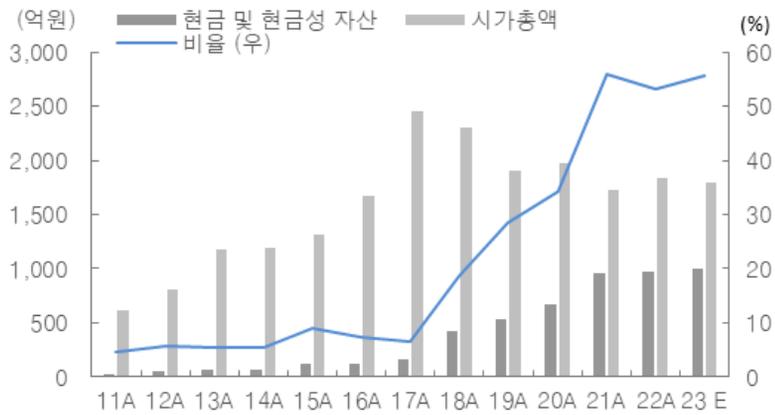
시총대비 많은 현금 + 밸류에이션 메리트

시가총액 대비 현금성 자산 60% 수준 역대 최대치 수준

3Q23 기준 동사의 현금 및 현금성 자산은 997억원으로 1,000억원에 이르는 상황이다. 현재 1,000억원 수준으로 전체 시가총액의 60% 수준에 이르러 시가총액 대비 현금성 자산의 비중은 역대 최대 수준까지 증가한 상황이다.

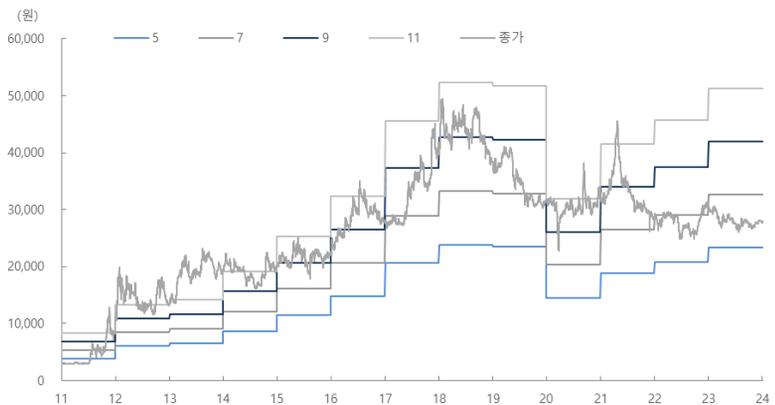
현금성 자산이 증가한 반면에 밸류에이션 밴드는 낮아져 24E P/E 5.5배에 머무르고 있는 상황이다. 과거 밴드 하단이 7배 수준이었다는 것을 고려한다면, 저평가 구간에 위치한 것으로 판단한다.

그림 8. 대한약품 현금성 자산, 시가총액 괴리



자료: dataguide, 대한약품, 대신증권 Research Center

그림 9. 대한약품 P/E 밴드 추이



자료: dataguide, 대한약품, 대신증권 Research Center

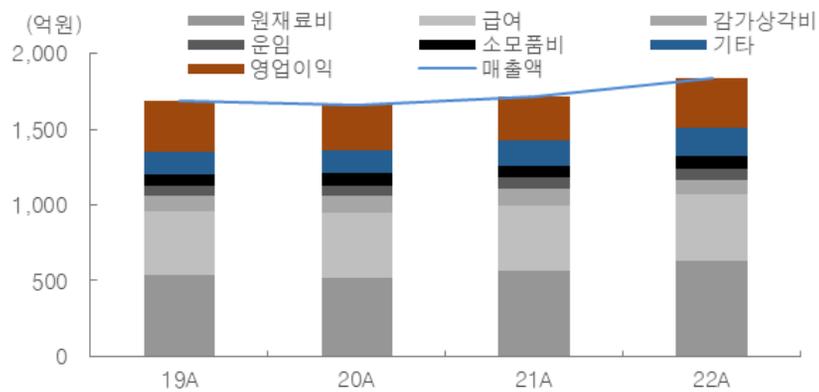
실적 성장 + DPS 성장

실적 성장에 따라 영업이익 레벨 꾸준한 성장 중

동사 원가에서 큰 비중을 차지하는 것은 시설투자비와 인건비 부문이 차지하고 있다. 시설투자비의 경우, 대부분 매출원가로 원가반영이 되고 있다. 최근에는 재료비 상승 등에 따라서 마진율이 소폭 하락했으나, 지속적인 매출액의 증가에 따라서 영업이익규모는 꾸준하게 성장하고 있다.

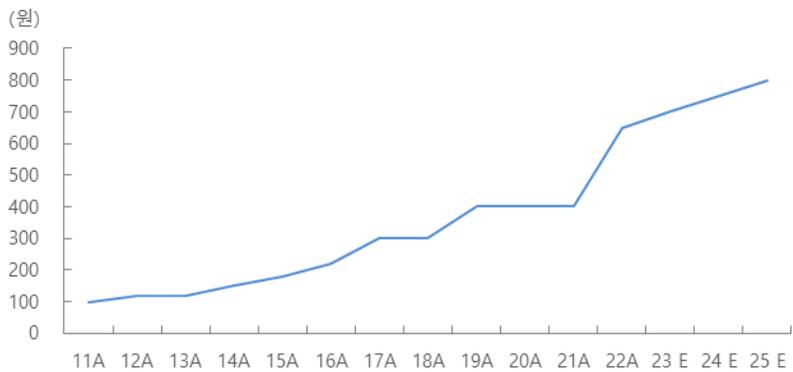
실적 성장에 따라 DPS도 동반해서 성장하고 있다. 동사의 경우, 정해진 배당정책은 없으나, 평균 15% 정도의 배당성향을 유지하고 있다. 이를 고려하여 미래 DPS를 추정하였다. 아직 정해진바 없으나, 주주환원율의 개선시, 추가적인 기업 재평가가 나타날 가능성도 존재한다.

그림 10.대한약품 실적 Break down 추이



자료: dataguide,대한약품, 대신증권 Research Center

그림 11.대한약품 DPS 추이 및 전망



자료: dataguide,대한약품, 대신증권 Research Center

IV. 이슈 – 수액제 부족 현상

이슈 수액제 부족 현상

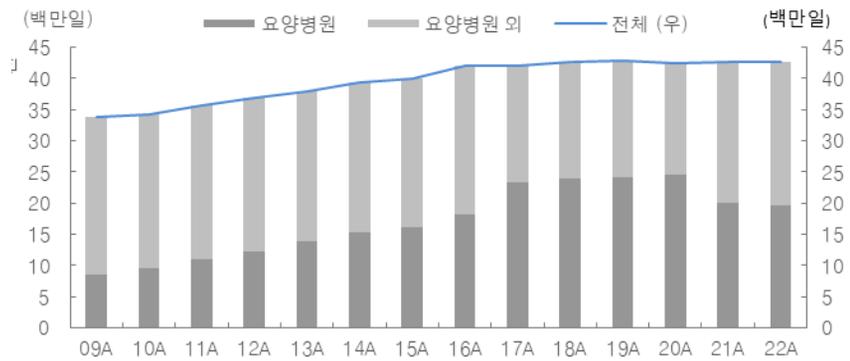
엔데믹 + 독감으로 수액제 부족

코로나 효과로 전체 병원 입원 일 수는 19년 42.7 백만일에서 20년, 21년 각각 42.4백만, 42.6백만일로 감소하였다. 코로나 이후, 엔데믹에 따라 22년 전체 병원 입원일 수는 42.7백만 일로 다시 회복한 상황이며, 23년도에는 엔데믹에 더해 독감 유행에 따라 입원 일 수가 재차 상승한 것으로 파악된다.

현재 수액제 부족 현상이 나타나고 있으며, 향후 고령화에 따른 중장기적인 수요 증가까지 고려한다면, 수액제의 Q 증가는 확정적으로 판단한다.

국내 기초 수액제 제조업체는 JW생명과학, HK이노엔 그리고 동사로 세 기업이 현재 독과점하고 있는 상황이다.

그림 12. 대한민국 병원 및 요양병원 입원일수 추이



자료: 의료급여 진료 통계, 대신증권 Research Center

VI. 실적 추정

꾸준한 실적 성장 전망

목표주가 41,000원
현재 주가 대비 48%
업사이드 보유

고령화 + 엔데믹에 따른 수액제의 수요가 꾸준함에 따라 꾸준한 실적 성장을 전망하였다. 24년 신규 캐파 증설을 반영하여 25년부터 캐파 증설 효과를 가정하였으며, 그 이전에는 투입인원 증가 등에 따른 매출 개선 효과를 가정하였다.

실적 성장에 따라 DPS도 성장하여 예상 DPS는 23년 700원, 24년 750원을 추정하였다. 현재 주가 수준에서 배당수익률은 2.5 ~ 2.7% 다.

목표주가는 24년 예상 EPS 5,117원에 목표 PER 8배를 적용하여 산정하였다. 목표주가 41,000원 현재 주가 27,800 원 대비 48 %의 업사이드를 보유한 것으로 판단한다.

그림 13. 대한약품 실적추정

(단위: 억원)

	18A	19A	20A	21A	22A	23 E	24 E	25 E
매출액	1,587.2	1,687.6	1,660.8	1,714.6	1,842.7	1,966.3	2,144.9	2,392.1
매출총이익	602.5	595.0	565.4	560.4	602.4	648.9	729.3	803.8
영업이익	362.2	336.4	299.6	290.7	329.7	353.9	379.6	406.7
영업외손익	9.7	34.9	-74.3	13.7	4.8	7.0	14.0	20.0
계속사업이익	371.9	371.3	225.3	304.3	334.5	360.9	393.6	426.7
법인세비용	86.7	89.6	51.5	77.6	84.9	79.4	86.6	93.9
당기순이익	285.2	281.7	173.8	226.7	249.6	281.5	307.0	332.8
GPM	38.0%	35.3%	34.0%	32.7%	32.7%	33.0%	34.0%	33.6%
OPM	22.8%	19.9%	18.0%	17.0%	17.9%	18.0%	17.7%	17.0%
NPM	18.0%	16.7%	10.5%	13.2%	13.5%	14.3%	14.3%	13.9%

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,715	1,843	1,966	2,145	2,392
매출원가	1,154	1,240	1,317	1,416	1,588
매출총이익	560	602	649	729	804
판매비와관리비	270	273	296	350	397
영업이익	291	330	353	380	407
영업이익률	17.0	17.9	18.0	17.7	17.0
EBITDA	405	422	441	468	494
영업외손익	14	5	8	14	20
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	5	5	6	6	6
외환관련이익	7	6	1	1	1
금융비용	-5	-6	-4	2	8
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	13	6	6	6	6
법인세비용차감전순이익	304	335	361	394	427
법인세비용	-78	-85	-79	-87	-94
계속사업순이익	227	250	281	307	333
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	227	250	281	307	333
당기순이익률	13.2	13.5	14.3	14.3	13.9
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	227	250	281	307	333
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	4	32	32	32	32
포괄순이익	230	282	313	339	365
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	230	282	313	339	365

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,778	4,160	4,690	5,117	5,547
PER	7.6	7.4	5.9	5.5	5.0
BPS	33,801	37,566	41,619	46,099	51,009
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5
EBITDAPS	6,746	7,029	7,355	7,796	8,241
EV/EBITDA	2.5	2.2	1.2	0.7	0.2
SPS	28,577	30,711	32,770	35,748	39,868
PSR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
CFPS	7,412	7,623	8,007	8,448	8,893
DPS	400	650	700	750	800

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	3.2	7.5	6.7	9.1	11.5
영업이익 증가율	-3.0	13.4	7.1	7.6	7.1
순이익 증가율	30.4	10.1	12.7	9.1	8.4
수익성					
ROC	15.1	17.4	19.0	19.9	20.6
ROA	11.1	12.0	12.3	12.4	12.5
ROE	11.8	11.7	11.8	11.7	11.4
안정성					
부채비율	34.4	22.9	19.7	14.0	9.7
순차입금비율	-35.9	-40.4	-45.1	-49.0	-52.1
이자보상배율	61.9	55.6	93.4	-162.3	-48.1

재무상태표

(단위: 억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,475	1,559	1,801	1,981	2,196
현금및현금성자산	838	909	1,154	1,296	1,445
매출채권 및 기타채권	292	322	344	374	417
재고자산	206	249	266	290	324
기타유동자산	140	79	37	20	11
비유동자산	1,250	1,211	1,189	1,172	1,160
유형자산	1,138	1,132	1,130	1,128	1,127
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	112	79	59	44	33
자산총계	2,725	2,770	2,989	3,153	3,356
유동부채	461	427	527	535	549
매입채무 및 기타채무	273	319	331	349	373
차입금	27	25	23	21	19
유동성채무	68	0	100	100	100
기타유동부채	93	82	73	64	57
비유동부채	236	89	-35	-147	-254
차입금	140	40	-60	-160	-260
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	96	49	25	13	6
부채총계	697	516	492	387	296
자본지분	2,028	2,254	2,497	2,766	3,061
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	2	2	2	2	2
이익잉여금	1,996	2,256	2,500	2,768	3,063
기타자본변동	0	-34	-34	-34	-34
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,028	2,254	2,497	2,766	3,061
순차입금	-729	-911	-1,127	-1,354	-1,596

현금흐름표

(단위: 억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	406	290	331	344	356
당기순이익	227	250	281	307	333
비현금항목의 가감	218	208	199	200	201
감가상각비	114	92	88	88	88
외환손익	-7	-4	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	111	120	112	113	114
자산부채의 증감	-7	-78	-72	-84	-98
기타현금흐름	-32	-90	-77	-79	-80
투자활동 현금흐름	-115	2	-33	-53	-65
투자자산	-59	-40	20	15	11
유형자산					-118
기타	62	128	33	19	11
재무활동 현금흐름	-74	-225	-40	-140	-140
단기차입금	-10	-2	-2	-2	-2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	-100	-100	-100	-100
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-21	-21	-38	-38	-38
기타	-43	-102	100	0	0
현금의 증감	224	71	246	142	149
기초 현금	614	838	909	1,154	1,296
기말 현금	838	909	1,154	1,296	1,445
NOPLAT	217	246	275	296	317
FCF	212	252	277	298	319

자료: 대한약품, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박장욱)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

대한약품(023910) 투자의견 및 목표주가 변경 내용		투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240106)													
		구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)										
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td>24.01.09</td></tr> <tr><td>투자의견</td><td>Buy</td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자	24.01.09	투자의견	Buy	목표주가		과리율(평균%)		과리율(최대/최소%)		비율	91.0%	9.0%	0.0%
제시일자	24.01.09														
투자의견	Buy														
목표주가															
과리율(평균%)															
과리율(최대/최소%)															
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td></td></tr> <tr><td>투자의견</td><td></td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자		투자의견		목표주가		과리율(평균%)		과리율(최대/최소%)		산업 투자의견 - Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상 - Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상 - Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상			
제시일자															
투자의견															
목표주가															
과리율(평균%)															
과리율(최대/최소%)															
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td></td></tr> <tr><td>투자의견</td><td></td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자		투자의견		목표주가		과리율(평균%)		과리율(최대/최소%)		기업 투자의견 - Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상 - Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상 - Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상			
제시일자															
투자의견															
목표주가															
과리율(평균%)															
과리율(최대/최소%)															
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td>00.06.29</td></tr> <tr><td>투자의견</td><td></td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자	00.06.29	투자의견		목표주가		과리율(평균%)		과리율(최대/최소%)					
제시일자	00.06.29														
투자의견															
목표주가															
과리율(평균%)															
과리율(최대/최소%)															