



기업분석 | 제약/바이오

Analyst

강하나

02 3779 8808

kangx687@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	23,000 원
현재주가	18,200 원

컨센서스 대비(4Q22E)

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(1/5)	2,264.65 pt
시가총액	3,998 억원
발행주식수	21,965 천주
52주 최고가/최저가	20,200 / 13,536 원
90일 일평균거래대금	63.98 억원
외국인 지분율	20.6%
배당수익률(22.12E)	1.2%
BPS(22.12E)	11,711 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 8.6%
	6개월 16.7%
	12개월 34.9%

주주구성	백승열 (외 1인)	38.5%
	FIDELITY MANAGEMENT	10.0%
	자사주 (외 1인)	4.5%

Stock Price



대원제약 (003220)

4Q22 Preview: 나가야 했던 비용이 많았지만...

4Q22 Preview: 일회성 비용 증가로 영업이익 컨센서스 하회

4Q22 실적은 연결 매출액 1,282억원(+26.9% YoY, +4.9% QoQ), 영업이익 74억원(-30.8% YoY, -49.3% QoQ)으로 컨센서스를 하회할 것이라 전망한다. 매출액은 콜대원 및 호흡기계 전문의약품, 건강기능식품의 성장으로 견조한 성장세를 유지할 것이나 1)영업사원 인센티브 증가, 2)고위급 임원 5명 이상 퇴사로 인한 퇴직금 지급, 3)콜대원과 뉴베인 마케팅 계약에 따른 일회성 비용 증가로 영업이익은 감소할 전망이다. 12월 중순 이후 트윈데믹이 심각해지면서 독감 및 코로나19 재확진 환자가 증가함에 따라 1Q23에는 기저효과로 매출액과 영업이익 고성장이 기대되기 때문에 4Q22 실적은 일시적인 현상이라 판단한다.

중국과 대만에 콜대원이 나가신다

대원제약의 대표 호흡기계 의약품인 콜대원/코대원포르테와 지사제 포타겔은 대만/중국 의약품 등록을 진행 중에 있다. 2년 동안 중국은 자국 제약사와 중국 생산/개발 의약품 공급을 우선시 했었기 때문에 국내 제약사들의 중국 출시가 힘들었다. 그러나 최근 트윈데믹이 심각해지고 코로나19 신종변이 XBB1.5의 등장으로 설사가 유발되고 있다는 보고가 계속되어 감기약과 지사제 한국 직접 구매 사례와 중국 등록가능성이 대두되고 있다는 점에 주목해야 한다. 짜먹는 제형에 대한 선호도가 높고, 유통이 편리하다는 점에서 콜대원과 포타겔의 중국 등록과 판매가 1Q23안에 판결날 수 있을 것이라고 예상한다.

투자의견 Buy, 목표주가 23,000원 유지

우리나라를 대표하는 호흡기계 대표 제약사로서 중국의 트윈데믹 수혜를 받을 확률이 높은 기업이라고 예상한다. 중국 등록과 판매에 따라 매출 성장도 기대되지만 수출이 증가하게 되면 기존 짜먹는 제형 제품들(포타겔, 뉴베인 등)까지 미래 유통망이 확보되는 것이기 때문에 기업 가치가 증대될 것이다. 2022년은 매 분기 서프라이즈를 기록하여 +35% yoy를, 1H23까지는 트윈데믹으로 인해 성장세가 유지될 수 있을 것이라고 예상하므로 투자의견 Buy와 목표주가 23,000원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	309	354	486	494	500
영업이익	24	19	46	47	51
세전계속사업손익	24	17	43	45	48
순이익	17	7	33	35	37
EPS (원)	856	329	1,620	1,677	1,808
증감률 (%)	-34.4	-61.5	392.0	3.5	7.8
PER (x)	21.1	49.2	11.2	10.9	10.1
PBR (x)	1.7	1.6	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (x)	10.9	11.3	7.0	6.4	5.9
영업이익률 (%)	7.8	5.5	9.4	9.5	10.1
EBITDA 마진 (%)	12.9	10.5	13.5	13.6	14.5
ROE (%)	8.4	3.2	14.3	13.1	12.6
부채비율 (%)	57.5	96.7	88.6	78.7	67.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 대원제약 4Q22 Preview

(억원)	4Q22E	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	기존추정치	컨센서스
연결 매출액	1,282	1,010	26.9%	1,222	4.9%	1,292	1,243
별도 매출액	1,234	936	31.8%	1,169	5.6%	1,241	-
연결 영업이익	74	107	-30.8%	146	-49.3%	136	126
별도 영업이익	79	110	-28.2%	158	-50.0%	142	-

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 (변경 후)대원제약 분기실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
연결 매출액	117	117	122	128	136	129	115	117	354	484	494
본사 매출액	111	109	117	123	131	122	110	111	339	460	474
yoy	56.1%	27.7%	34.8%	26.7%	18.0%	11.9%	-6.0%	-9.8%	14.8%	35.7%	3.0%
펠루비/펠루비CR	9	9	10	12	13	13	13	14	30	40	53
코대원포르테/에스	13	11	14	15	15	15	12	12	17	53	54
에스원앰프	6	5	5	6	6	5	5	6	21	22	22
알포콜린	5	5	5	5	5	6	6	6	15	20	23
오티렌/오티렌F	4	3	3	4	5	5	5	5	12	14	20
레나메진	4	4	4	4	5	5	5	4	13	16	19
리피원	3	2	3	3	3	3	3	4	10	11	13
티지페논	3	3	3	4	4	4	3	4	11	13	15
기타	64	67	70	70	70	59	53	56	211	271	238
연결 자회사 (극동예치팜 외)	6	8	5	6	5	7	5	6	15	25	23
연결 영업이익	14	10	15	7	14	12	11	10	19	46	47
opm	12.5%	9.5%	11.9%	5.5%	10.7%	9.3%	9.6%	8.5%	5.4%	9.8%	9.5%
yoy	56.1%	124.4%	130.8%	-23.4%	-0.1%	20.0%	-26.7%	22.0%	111.1%	148.4%	+2.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 (변경 전)대원제약 분기실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2020	2021	2022E
연결 매출액	117	117	122	129	309	354	485
본사 매출액	111	109	117	122	306	339	459
yoy	56.1%	27.7%	34.8%	27.7%	-2.9%	14.8%	35.4%
펠루비/펠루비CR	9	9	10	12	26	30	40
코대원포르테/에스	13	11	14	14	16	17	52
에스원앰프	6	5	5	6	15	21	22
알포콜린	5	5	5	5	14	15	20
오티렌/오티렌F	4	3	3	4	12	12	14
레나메진	4	4	4	4	11	13	16
리피원	3	2	3	3	10	10	11
티지페논	3	3	3	4	10	11	13
기타	64	67	70	70	192	211	271
연결 자회사 (극동예치팜 외)	6	8	5	7	2	15	26
연결 영업이익	14	10	15	14	25	19	53
opm	12.5%	9.5%	11.9%	11.1%	7.8%	5.6%	11.5%
yoy	56.1%	124.4%	130.8%	30.8%	-19.4%	111.1%	178.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

대원제약 (003220)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	117	180	202	223	225
현금 및 현금성자산	10	42	50	82	81
매출채권 및 기타채권	42	54	66	56	59
재고자산	64	70	71	70	69
기타유동자산	1	15	15	15	16
비유동자산	218	249	265	274	297
관계기업투자등	24	27	36	37	37
유형자산	155	164	154	145	137
무형자산	24	40	49	66	97
자산총계	335	430	467	497	521
유동부채	56	102	110	109	100
매입채무 및 기타채무	28	39	46	47	40
단기금융부채	22	52	52	52	52
기타유동부채	6	11	12	10	9
비유동부채	66	109	109	110	110
장기금융부채	30	72	72	72	72
기타비유동부채	36	37	37	38	38
부채총계	122	211	219	219	211
지배주주지분	214	219	249	279	311
자본금	10	11	11	11	11
자본잉여금	9	10	10	10	10
이익잉여금	200	205	234	264	297
비지배주주지분(연결)	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	213	218	248	278	311

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	25	22	41	64	48
당기순이익(손실)	17	7	33	35	37
비현금수익비용가감	32	42	13	20	21
유형자산감가상각비	13	15	16	15	14
무형자산상각비	2	3	4	5	8
기타현금수익비용	15	23	-8	-1	-1
영업활동 자산부채변동	-14	-17	-5	10	-11
매출채권 감소(증가)	7	-9	-11	10	-3
재고자산 감소(증가)	-14	-4	-2	1	2
매입채무 증가(감소)	-1	0	7	1	-7
기타자산, 부채변동	-6	-4	1	-2	-3
투자활동 현금	-15	-42	-28	-28	-44
유형자산처분(취득)	-11	-4	-6	-6	-6
무형자산 감소(증가)	-4	-8	-13	-22	-38
투자자산 감소(증가)	6	-12	-9	0	0
기타투자활동	-5	-18	0	0	0
재무활동 현금	-13	49	-4	-4	-5
차입금의 증가(감소)	-1	53	0	0	0
자본의 증가(감소)	-10	-3	-4	-4	-5
배당금의 지급	5	3	4	4	5
기타재무활동	-1	-2	0	0	0
현금의 증가	-3	31	9	32	-1
기초현금	13	10	42	50	82
기말현금	10	42	50	82	81

자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	309	354	486	494	500
매출원가	143	178	252	262	265
매출총이익	166	176	234	231	235
판매비 및 관리비	142	157	188	184	185
영업이익	24	19	46	47	51
(EBITDA)	40	37	65	67	72
금융손익	-1	-1	-2	-2	-2
이자비용	1	2	3	3	3
관계기업등 투자손익	1	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업이익	24	17	43	45	48
계속사업법인세비용	6	11	10	10	11
계속사업이익	17	7	33	35	37
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	7	33	35	37
지배주주	18	7	33	35	37
총포괄이익	19	7	33	35	37
매출총이익률 (%)	53.8	49.8	48.1	46.9	47.0
영업이익률 (%)	7.8	5.5	9.4	9.5	10.1
EBITDA마진률 (%)	12.9	10.5	13.5	13.6	14.5
당기순이익률 (%)	5.6	1.9	6.9	7.0	7.4
ROA (%)	5.3	1.8	7.4	7.2	7.3
ROE (%)	8.4	3.2	14.3	13.1	12.6
ROIC (%)	7.7	3.1	13.2	13.4	13.6

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	21.1	49.2	11.2	10.9	10.1
P/B	1.7	1.6	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.9	11.3	7.0	6.4	5.9
P/CF	7.7	7.4	8.4	7.1	6.6
배당수익률 (%)	0.8	1.2	1.2	1.2	1.3
성장성 (%)					
매출액	-2.9	14.8	37.1	1.6	1.4
영업이익	-31.4	-19.4	134.7	3.3	7.4
세전이익	-33.2	-27.5	153.0	3.5	7.8
당기순이익	-36.0	-61.6	405.0	3.5	7.8
EPS	-34.4	-61.5	392.0	3.5	7.8
안정성(%)					
부채비율	57.5	96.7	88.6	78.7	67.8
유동비율	209.4	176.7	184.0	204.7	223.6
순차입금/자기자본 (x)	19.4	31.6	24.4	10.2	9.5
영업이익/금융비용 (x)	20.4	9.3	14.7	15.1	16.3
총차입금 (십억원)	52	124	124	124	124
순차입금 (십억원)	41	69	60	28	30
주당지표 (원)					
EPS	856	329	1,620	1,677	1,808
BPS	10,568	10,332	11,711	13,134	14,676
CFPS	2,327	2,203	2,178	2,559	2,768
DPS	153	194	210	220	240

대원제약 목표주가 추이			투자의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
						최고	최저	평균				최고	최저	평균
						대비	대비	대비				대비	대비	대비
25,000			2021.11.08	신규	강하나									
20,000			2021.11.08	Buy	23,000									
15,000			2022.11.09	Buy	23,000	-8.3		-24.5						
10,000														
5,000														
0														
21/01														
21/07														
22/01														
22/07														

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 강하나)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.0% 7.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)