

2023. 5. 17



Company Analysis | 제약/바이오

Analyst 강하나

02 3779 8808_kangx687 @ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향) 21,000 원

현재주가 14,700 원

상승여력 42.9 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(5/16)	2,480.24 pt
시가총액	3,229 억원
발행주식수	21,965 천주
52주 최고가/최저가	20,200 / 14,340 원
90일 일평균거래대금	13.75 억원
외국인 지분율	14.5%
배당수익률(23.12E)	1.2%
BPS(23.12E)	12,880 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -0.4%
	6개월 -17.3%
	12개월 -10.3%
주주구성	백승열 (외 11인) 38.5%
	FIDELITY MANAGEMENT 10.0%
	자사주 (외 1인) 4.5%

Stock Price



대원제약 (003220)

1Q23 Review: Not bad

1Q23 Review: 아직까지는 문제 없지만

1Q23 실적은 연결 매출액 1,241억원(+6.0% yoy, +1.3% qoq), 영업이익 90억원(-35.3% yoy, +109.3% qoq)으로 컨센서스를 하회했다. 매출액은 콜대원 및 호흡기계 전문의약품, 건강기능식품의 성장으로 견조한 성장세를 유지했으나 1)영업사원 인센티브 증가, 2)콜대원과 뉴베인, 건강기능식품 마케팅 비용 지속, 그리고 3)연구개발비용 증가로 영업이익률이 저조했다. 국내 호흡기계 1위를 유지하면서 트윈데믹의 수혜를 받고 있으나 2H23에는 호흡기계 의약품 매출 부진에 대한 우려가 있다.

강력한 마케팅으로 만들어진 대원제약 브랜드 밸류

대원제약은 코로나19와 감기 환자의 증가로 호흡기계 1위 제약사로 자리를 잡았고 브랜드 밸류까지 얻게 되었다. 많은 관심을 받기 시작한 2021년부터 극동예치팜을 포함한 일반의약품 광고를 꾸준히 진행했으며 옥외광고를 통해 기업가치가 증대된 대표적인 국내 전통 제약사다. 광고를 꾸준히 활용하여 2021년에 자회사로 편입된 '극동예치팜(건강기능식품)'과의 시너지도 기대되며 올해 출시를 앞둔 개량신약이 다수 있기 때문에 수익성도 코로나19 이전과 대비해서는 개선될 것이다. 콜대원으로 대원제약이라는 기업에 대한 선호도가 높아졌기 때문에 국내 제약사로서의 입지는 탄탄해졌다는 판단이다.

투자의견 Buy, 목표주가 21,000원으로 하향

우리나라 대표 호흡기계 제약사로서 트윈데믹 수혜를 꾸준히 받을 수 있는 기업이고, 날씨가 따뜻해지면서 마스크를 벗게 되거나 공기 오염 악화로 호흡기계 의약품 매출이 급감하지는 않을 것이다. 그러나 엔데믹 선언으로 인한 호흡기계 의약품 매출 소폭 감소와 마케팅 비용증가로 2023년 예상 EPS를 1,340원으로 조정하여 목표주가를 21,000원으로 기존 대비 8.7% 하향한다. 그러나 당뇨병 치료제들의 출시가 2023~2024년에 다수 있기 때문에 호흡기계 매출 감소를 넘어서는 성장세를 보일 가능성이 있으므로 투자의견 Buy를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	354	479	485	480	487
영업이익	19	43	39	35	35
순이익	7	31	28	26	26
EPS (원)	329	1,486	1,340	1,257	1,266
증감률 (%)	-61.5	351.0	-9.8	-6.2	0.7
PER (x)	49.2	10.8	11.0	11.7	11.6
PBR (x)	1.6	1.4	1.1	1.1	1.0
영업이익률 (%)	5.5	9.0	7.9	7.3	7.3
EBITDA 마진 (%)	10.5	13.0	11.7	11.0	10.9
ROE (%)	3.2	13.1	10.6	9.1	8.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

대원제약 1Q23 Review

표1 대원제약 1Q23 Review

(십억원)	1Q23	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	기준추정치	컨센서스
연결 매출액	124.1	117.1	+6.0%	122.5	+1.3%	135.5	131.5
별도 매출액	118.2	110.9	+6.6%	115.7	+2.2%	131.3	-
연결 영업이익	9.0	13.9	-35.3%	4.3	+109.3%	13.6	13.7
별도 영업이익	9.6	15.2	-36.8%	5.6	+71.4%	14.5	-

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 (변경 후) 대원제약 분기실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
연결 매출액	117.1	117.0	122.2	122.5	124.1	120.2	115.7	124.5	478.9	484.5	479.5
본사 매출액	110.9	109.2	116.9	115.7	118.2	113.3	108.2	117.0	452.7	456.7	449.2
yoY	56.1%	27.7%	34.8%	23.6%	18.0%	11.9%	-6.0%	1.1%	35.2%	0.9%	-1.6%
펠루비/펠루비CR	9	9	10	11	10	10	11	11	39	42	41
코대원포르테/에스	13	11	14	18	16	14	11	9	56	50	41
에스원앰프	6	5	5	5	5	5	5	6	21	21	20
알포콜린	5	5	5	5	5	6	6	5	20	22	23
오티렌/오티렌F	4	3	3	4	3	5	4	5	14	17	18
레나메진	4	4	4	4	4	4	5	4	16	17	18
리피원	3	2	3	3	2	3	3	4	11	12	11
티지페논	3	3	3	3	3	3	3	4	12	13	12
기타	64	67	70	64	69	63	60	69	265	261	266
연결 자회사 (극동에치팜 외)	6	8	5	6	6	7	8	8	25	28	30
연결 영업이익	13.9	10.2	14.6	4.3	9.0	11.2	10.1	8.2	43.0	38.5	35.1
opm	12.5%	9.5%	11.9%	3.5%	7.3%	9.3%	8.7%	6.6%	9.0%	7.9%	7.3%
yoY	56.1%	124.4%	130.8%	-59.8%	-35.3%	9.8%	-30.8%	90.7%	121.6%	-10.5%	-8.8%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 (변경 전) 대원제약 분기실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
연결 매출액	117	117	122	123	136	129	115	117	354	479	494
본사 매출액	111	109	117	116	131	122	110	111	339	453	474
펠루비/펠루비CR	9	9	10	11	13	13	13	14	30	39	53
코대원포르테/에스	13	11	14	18	15	15	12	12	17	56	54
에스원앰프	6	5	5	5	6	5	5	6	21	21	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	3	4	4	3	4	11	12	15
기타	64	67	70	64	70	59	53	56	211	265	238
연결 자회사 (극동에치팜 외)	6	8	5	6	5	7	5	6	15	25	23
연결 영업이익	14	10	15	4	14	12	12	10	19	43	48
opm	12.5%	9.5%	11.9%	3.3%	10.7%	9.3%	9.6%	8.5%	5.4%	9.0%	9.7%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 대원제약 2Q23 R&D 파이프라인: 내분비계 개량신약

주 연구과제명	DW-1902	DW-1806	DW-1804	DW-1805
주요 제품군	다파원 F	다파시타 F	자누리틴 F	트라리틴 F
구분 1	염변경	염변경 등	염변경	제형변경
구분 2	복합,서방	복합,서방	복합,서방	복합,서방
발매예정	23.04.08 발매	23.09 발매예정	23.09 발매예정	24.06 발매예정
진행경과	허가완료	허가완료	허가완료	허가 진행 중
발매제품수	3	2	4	3
시장규모(22년)	795 억원	-	1,763 억원	1,252 억원
계열/성분	SGLT-2 다파글리플로진 (아스트라, 포시가)	다파+시타	DPP-4 시타글립틴 (MSD, 자누비아)	DPP-4 리나글립틴 (베링거, 트라젠타)

자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

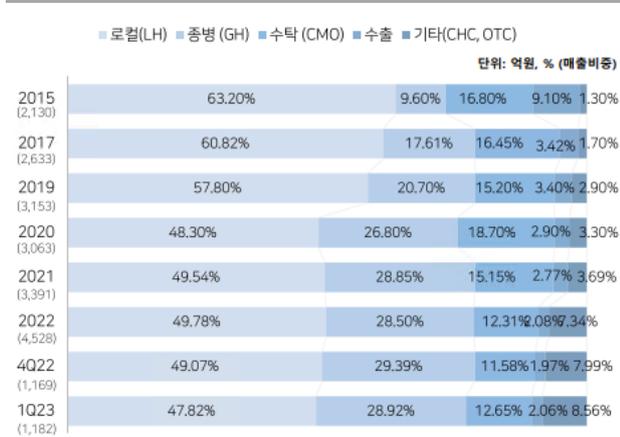
그림2 2Q23 호흡기계 품목 매출 추이

- 상위 10개사 원외처방액 추이 (5개년) [단위: 억원]

판매사	품목	18년	19년	20년	21년	22년	CAGR	비고
대원제약	코대원 F/S	234	245	193	199	550	23.80%	진해거담
안국약품	시네츄라	357	339	223	178	350	-0.54%	진해거담
삼아제약	씨투스	122	151	187	218	293	24.48%	천식,비염
일동제약	피레스파	171	215	229	241	283	13.46%	폐섬유증
유한양행	코푸	239	226	176	127	267	2.89%	진해거담
대웅제약	엘도스	138	134	105	96	141	0.44%	진해거담
코오롱	포스터	88	101	115	118	129	10.13%	기관지천식
동구바이오	알레스틴	60	75	81	84	122	19.69%	항히스타민
한미약품	몬테리진	72	80	89	93	115	12.40%	기관지천식
동아제약	투리온	63	94	87	86	95	10.56%	항히스타민
기타		5,436	5,531	4,328	3,987	5,887	2.01%	-
합계		6,981	7,191	5,815	5,427	8,232	4.21%	-

자료: Ubist, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 대원제약 사업부별 매출 비중



자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 대원제약 질환군별 매출 비중



자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

대원제약 (003220)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	180	196	214	222	248
현금 및 현금성자산	42	16	39	53	77
매출채권 및 기타채권	54	67	62	60	61
재고자산	70	92	91	87	89
기타유동자산	15	22	22	22	21
비유동자산	249	258	249	245	242
관계기업투자등	27	36	36	36	36
유형자산	164	157	146	137	130
무형자산	40	40	42	47	51
자산총계	430	454	463	467	491
유동부채	102	128	114	95	96
매입채무 및 기타채무	39	45	46	40	40
단기금융부채	52	43	43	43	43
기타유동부채	11	40	25	12	13
비유동부채	109	77	77	77	77
장기금융부채	72	51	51	51	51
기타비유동부채	37	26	26	26	26
부채총계	211	205	191	172	173
지배주주지분	219	250	273	296	319
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	10	10	10	10	10
이익잉여금	205	231	255	277	300
비지배주주지분(연결)	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	218	249	272	295	318

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	22	11	36	31	41
당기순이익(손실)	7	31	28	26	26
비현금수익비용가감	42	-20	18	18	17
유형자산감가상각비	15	16	15	14	13
무형자산상각비	3	3	3	4	4
기타현금수익비용	23	-40	-1	-1	-1
영업활동 자산부채변동	-17	0	-9	-13	-2
매출채권 감소(증가)	-9	-12	5	2	-1
재고자산 감소(증가)	-4	-22	1	5	-2
매입채무 증가(감소)	0	6	1	-6	0
기타자산, 부채변동	-4	29	-15	-13	1
투자활동 현금	-42	-28	-9	-14	-14
유형자산처분(취득)	-4	-9	-4	-6	-6
무형자산 감소(증가)	-8	-3	-5	-9	-8
투자자산 감소(증가)	-12	-16	0	1	0
기타투자활동	-18	0	0	0	0
재무활동 현금	49	-9	-4	-4	-3
차입금의 증가(감소)	53	-9	0	0	0
자본의 증가(감소)	-3	0	-4	-4	-3
배당금의 지급	3	4	-4	-4	-3
기타재무활동	-2	0	0	0	0
현금의 증가	31	-26	23	14	24
기초현금	10	42	16	39	53
기말현금	42	16	39	53	77

자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	354	479	485	480	487
매출원가	178	241	263	262	266
매출총이익	176	238	222	217	221
판매비 및 관리비	157	195	184	182	185
영업이익	19	43	39	35	35
(EBITDA)	37	62	57	53	53
금융손익	-1	-2	-2	-2	-2
이자비용	2	3	3	3	3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-3	-2	-1	-1
세전계속사업이익	17	39	35	33	33
계속사업법인세비용	11	8	7	7	7
계속사업이익	7	31	28	26	26
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	31	28	26	26
지배주주	7	31	28	26	26
총포괄이익	7	31	28	26	26
매출총이익률 (%)	49.8	49.7	45.8	45.3	45.3
영업이익률 (%)	5.5	9.0	7.9	7.3	7.3
EBITDA 마진률 (%)	10.5	13.0	11.7	11.0	10.9
당기순이익률 (%)	1.9	6.4	5.7	5.4	5.4
ROA (%)	1.8	6.9	6.0	5.6	5.4
ROE (%)	3.2	13.1	10.6	9.1	8.5
ROIC (%)	3.1	12.8	11.2	10.1	10.0

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	49.2	10.8	11.0	11.7	11.6
P/B	1.6	1.4	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.3	6.4	6.3	6.5	6.0
P/CF	7.4	32.5	6.9	7.1	7.3
배당수익률 (%)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
성장성 (%)					
매출액	14.8	35.2	1.2	-1.0	1.5
영업이익	-19.4	121.4	-10.5	-8.8	1.1
세전이익	-27.5	125.9	-9.8	-6.3	1.2
당기순이익	-61.6	362.9	-9.8	-6.2	0.7
EPS	-61.5	351.0	-9.8	-6.2	0.7
안정성 (%)					
부채비율	96.7	82.4	70.0	58.4	54.4
유동비율	176.7	152.8	187.9	233.6	259.8
순차입금/자기자본(x)	31.6	23.4	12.8	7.0	-1.0
영업이익/금융비용(x)	9.3	15.0	14.5	13.2	13.3
총차입금 (십억원)	124	94	94	94	94
순차입금 (십억원)	69	58	35	21	-3
주당지표 (원)					
EPS	329	1,486	1,340	1,257	1,266
BPS	10,332	11,763	12,880	13,935	15,009
CFPS	2,203	494	2,144	2,068	2,025
DPS	194	190	170	160	160

대원제약 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2021.11.08	변경	강하나										
		2021.11.08	Buy	23,000원	-8.3		-24.5							
		2022.11.09	Buy	23,000원	-12.2		-29.0							
		2023.05.17	Buy	21,000원										

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 기관투자자 또는 제 3자에게 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 (향후12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	91.3% 8.7%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자이견 비율은 2022. 4. 1 ~ 2023. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)