



대원제약 (003220)

체질 변경으로 매출 회복은 이미 입증 중

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 0237727463

Buy (유지)

목표주가(유지): 22,000원

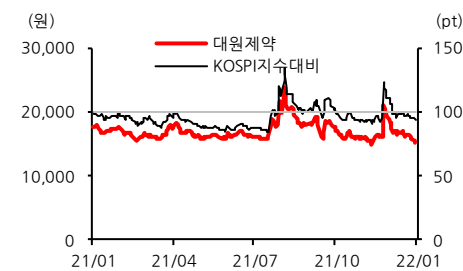
현재 주가(1/20)	15,550원
상승여력	▲41.5%
시가총액	3,300억원
발행주식수	21,225천주
52 주 최고가 / 최저가	24,000 / 14,800원
90 일 일평균 거래대금	198.64억원
외국인 지분율	12.8%
주주 구성	
백승열 (외 11 인)	38.7%
ROBILITYMANAGEMENTRESEARCHCOMPANYLLC(외 3 인)	10.0%
자사주 (외 1 인)	2.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-17.3	-12.4	-4.0	-12.6
상대수익률(KOSPI)	-13.9	-7.4	7.4	-4.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	315	306	334	381
영업이익	36	25	12	26
EBITDA	48	41	29	42
지배주주순이익	27	17	2	18
EPS	1,273	824	71	836
순차입금	33	42	55	47
PER	12.6	22.5	219.8	18.6
PBR	1.7	1.9	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.8	10.6	13.6	8.9
배당수익률	1.6	0.9	1.0	1.0
ROE	14.1	8.5	0.7	8.1

주가 추이



대원제약은 호흡기 질환 의약품의 강자에서 고령화 및 만성질환 의약품으로 확대해나가며 코로나 19 위기를 극복해 나가고 있습니다. 2021 년은 매출액을 회복했으며, 수익성을 회복하는 2022 년이 기대됩니다.

4분기 매출 실적은 코로나 전의 모습으로 회귀

대원제약의 4분기 실적은 매출액 888억 원(YoY +15.4%)과 영업이익 21억원(YoY +13.9%)을 전망한다. 당사는 호흡기 질환 의약품에 강한 중형제약사로 매년 10%의 성장과 안정적인 수익실현이 매력적인 회사였다. 하지만 코로나 19로 인해 호흡기 질환 제품매출의 급격한 감소로 2020년 매출에 어려움을 겪으면서, 고혈압, 당뇨, 관절염 등 고령화 및 만성질환 제품 포트폴리오를 다변화하는 전략을 시작했다. 2021년 2분기부터 제품 포트폴리오 확대전략 효과가 나타나면서 전년동기대비 10% 이상의 성장을 보여왔으며, 4분기도 15% 이상의 성장을 시현했다. 코로나 19 덕분에 바뀐 사업구조는 동사의 장기 안정성에 크게 기여할 것으로 판단된다.

국산 코로나 19 치료제를 준비 중

당사가 고지혈증 치료제로 출시한 '티지페논'(성분명:페노피브레이트콜린)은 작년 111억 원 매출로 첫 블록버스터 의약품 지위 획득이 예상된다. '티지페논'은 지난 11월 식약처로부터 약물재창출 방식을 통한 코로나 19 치료제로 임상 2상을 승인받아 현재 임상시험을 준비 중이다. 국내 병원 4곳에서 임상시험을 진행할 예정이며, 2월 말에 임상시험을 시작해 늦어도 8월까지의 마무리하는 일정이다. 국내에서 이미 판매되고 있는 의약품으로 안전성은 입증되었기 때문에, 임상 2상을 통해 유효성을 입증한다면 다국적제약사의 비싼 신약 대신 가성비 높은 코로나 19 치료제 출현이 가능할 것으로 판단된다.

투자의견 'BUY', 목표주가 22,000원 유지

당사에 대한 투자의견 'BUY'와 목표주가 22,000원을 유지한다. 2022 년은 고령화 및 만성질환 의약품 확대로 변화된 체질의 성과가 온전히 반영되어, 매출액 3,811억 원(YoY +14%)과 영업이익 262억 원(YoY +122%)으로 매출 고성장과 수익성 회복이 전망된다.

[표1] 대원제약 연도별 및 분기별 실적 추이

(단위: 억 원)

	2019	2020	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E
매출	3,153	3,064	3,342	800	742	753	769	743	871	840	888
YoY(%)	11.2	(2.8)	9.1	5.7	(5.1)	0.5	(11.2)	(7.1)	17.5	11.6	15.4
매출원가	1,364	1,411	1,628	354	347	355	355	359	425	409	434
YoY(%)	14.1	3.5	15.4	8.9	1.2	9.5	(4.4)	1.6	22.4	15.4	22.2
매출원가율(%)	43.2	46.1	48.7	44.2	46.9	47.1	46.1	48.4	48.8	48.7	48.9
매출총이익	1,790	1,653	1,715	446	394	398	414	384	446	431	454
YoY(%)	9.1	(7.6)	3.8	3.3	(10.0)	(6.3)	(16.4)	(14.0)	13.2	8.3	9.6
매출총이익률(%)	56.8	53.9	51.3	55.8	53.1	52.9	53.9	51.6	51.2	51.3	51.1
판매비	1,430	1,400	1,597	342	318	344	396	405	397	362	433
YoY(%)	8.0	(2.1)	14.1	(2.2)	(9.4)	1.5	1.5	18.4	24.8	5.4	9.4
판매비율(%)	45.3	45.7	47.8	42.8	42.9	45.6	51.5	54.6	45.5	43.1	48.8
영업이익	360	253	118	103	76	55	18	(22)	49	69	21
YoY(%)	13.5	(29.8)	(53.4)	27.0	(12.3)	(36.8)	(82.5)	적전	(35.3)	26.5	13.9
영업이익률(%)	11.4	8.3	3.5	12.9	10.3	7.3	2.4	(2.9)	5.7	8.2	2.4
순이익	270	175	15	73	43	35	24	(81)	32	61	4
YoY(%)	16.0	(35.2)	(91.4)	24.8	(30.3)	(47.5)	(71.3)	적전	(25.6)	75.6	(83.7)
순이익률(%)	8.6	5.7	0.5	9.2	5.8	4.6	3.1	(11.0)	3.7	7.2	0.4

자료: Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

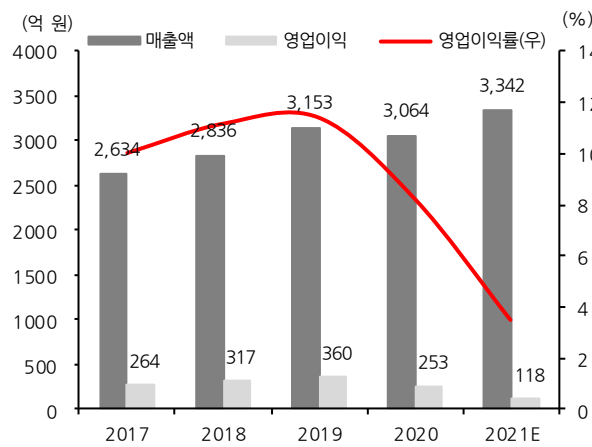
[표2] 대원제약 부문별 매출 추이(별도)

(단위: 억 원)

	2019	2020	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E
주요제품 매출															
펠루비/펠루비 CR	287	264	298	66	69	68	84	64	62	68	70	64	79	75	80
코대원포르테/에스	223	159	171	55	57	37	74	61	21	24	53	35	42	33	61
에스원엠프	136	151	152	32	29	35	40	35	39	39	38	36	37	39	40
알포콜린	126	140	172	30	32	32	32	32	35	45	28	37	40	54	41
오티렌/오티렌 F	113	119	109	26	25	28	34	29	30	30	30	27	28	26	28
레나메진	91	113	135	20	21	25	25	26	27	30	30	29	34	35	37
리파원	108	102	103	28	27	27	26	26	26	26	24	25	26	25	27
티지페논	88	96	111	22	21	23	22	23	24	25	24	26	28	28	29
트윈콤비	85	86	85	22	21	21	21	22	22	22	20	20	22	22	21
주요제품 YoY(%)															
펠루비/펠루비/CR	16.7	(8.0)	12.9	11.9	13.1	23.6	18.3	(3.0)	(10.1)	0.0	(16.7)	0.0	27.4	10.3	14.3
코대원포르테/에스	3.7	(28.7)	7.5	(22.5)	18.8	37.0	7.2	10.9	(63.2)	(35.1)	(28.4)	(42.6)	100.0	37.5	15.1
에스원엠프	14.3	11.0	0.7	18.5	0.0	16.7	21.2	9.4	34.5	11.4	(5.0)	2.9	(5.1)	0.0	5.3
알포콜린	34.0	11.1	22.9	36.4	39.1	33.3	28.0	6.7	9.4	40.6	(12.5)	15.6	14.3	20.0	46.4
오티렌/오티렌F	9.7	5.3	(8.4)	0.0	(3.8)	12.0	30.8	11.5	20.0	7.1	(11.8)	(6.9)	(6.7)	(13.3)	(6.7)
레나메진	28.2	24.2	19.5	33.3	23.5	31.6	25.0	30.0	28.6	20.0	20.0	11.5	25.9	16.7	23.3
리파원	3.8	(5.6)	1.0	12.0	3.8	0.0	0.0	(7.1)	(3.7)	(3.7)	(7.7)	(3.8)	0.0	(3.8)	12.5
티지페논	23.9	9.1	15.6	37.5	23.5	21.1	15.8	4.5	14.3	8.7	9.1	13.0	16.7	12.0	20.8
트윈콤비	39.3	1.2	(1.2)	83.3	90.9	(4.5)	31.3	0.0	4.8	4.8	(4.8)	(9.1)	0.0	0.0	5.0

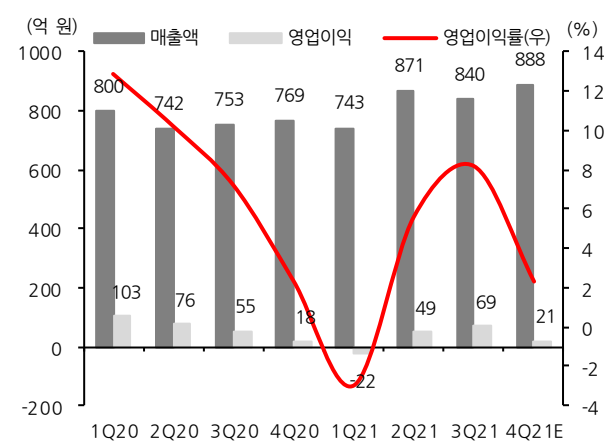
자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



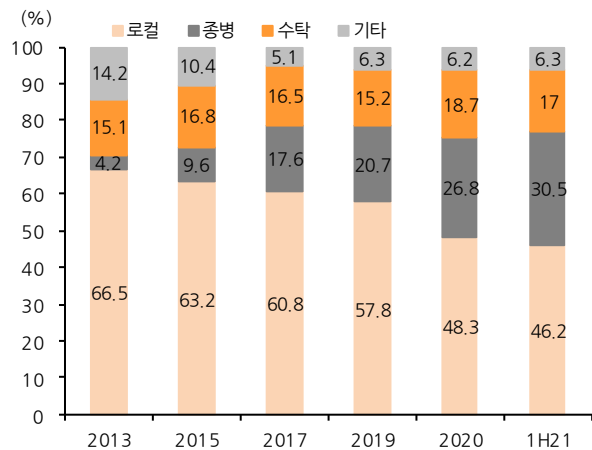
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



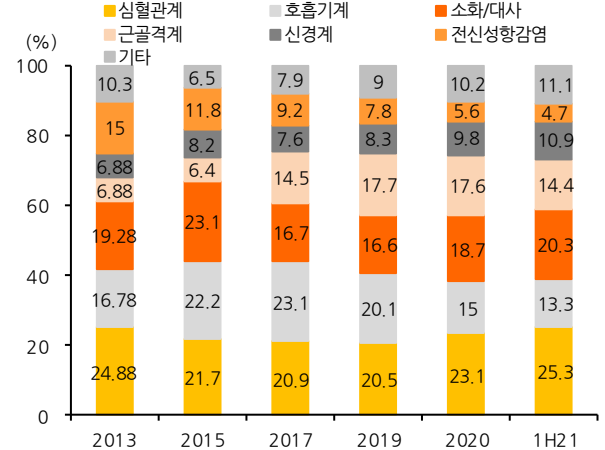
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 사업부별 매출비중 현황



자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 질환군별 매출비중 현황(원외처방 기준)



자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 대원제약 R&D 파이프라인

대구분	소구분	품목 및 프로젝트명	적응증	연구시작일	임상단계					비고
					전임상	1 상	2 상	3 상		
화학합성	신약	DW-4301	고지혈증 (이상지질혈증)	2014 년		완료(한국)	신청(한국)			2 상 변경심의 중
화학합성	신약	DW-4902	자궁근종, 자궁내막증	2016 년		완료(한국,독일)	승인(한국,유럽)			
화학합성	신약	DW-4121	폐암	2021 년	진행(한국)	준비(한국,유럽)				
화학합성	개량신약	DW-1704	순환기계	2017 년			준비(한국)			
화학합성	개량신약	DW-1804	내분비계	2018 년		완료(한국)				
화학합성	개량신약	DW-1805	내분비계	2018 년						선도연구
화학합성	개량신약	DW-1806	내분비계	2018 년						선도연구
화학합성	개량신약	DW-1902	내분비계	2019 년						선도연구

자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	284	315	306	334	381
매출총이익	164	179	165	171	196
영업이익	32	36	25	12	26
EBITDA	42	48	41	29	42
순이자손익	0	0	-1	-1	-1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	31	35	24	11	24
당기순이익	23	27	17	2	18
지배주주순이익	23	27	17	2	18
증가율(%)					
매출액	7.7	11.2	-2.8	9.1	14.0
영업이익	19.9	13.5	-29.8	-53.4	122.4
EBITDA	20.0	13.6	-14.3	-30.2	47.9
순이익	186.4	16.0	-35.2	-91.4	1,073.2
이익률(%)					
매출총이익률	57.8	56.8	53.9	51.3	51.3
영업이익률	11.2	11.4	8.3	3.5	6.9
EBITDA 이익률	14.8	15.1	13.3	8.5	11.1
세전이익률	11.0	11.3	7.7	3.1	6.3
순이익률	8.2	8.6	5.7	0.5	4.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	41	32	26	16	21
당기순이익	23	27	17	2	18
자산상각비	10	12	16	17	16
운전자본증감	-4	-16	-14	-10	-14
매출채권 감소(증가)	3	-3	7	-1	-9
재고자산 감소(증가)	-11	-10	-14	-4	-10
매입채무 증가(감소)	14	1	-1	-3	4
투자현금흐름	-43	-49	-16	-70	-12
유형자산처분(취득)	-41	-33	-11	-6	-4
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-4	-5	-4
투자자산 감소(증가)	3	-6	5	-44	-2
재무현금흐름	13	15	-12	52	-3
차입금의 증가(감소)	18	21	-1	56	0
자본의 증가(감소)	-5	-5	-5	-3	-3
배당금의 지급	-5	-5	-5	-3	-3
총현금흐름	54	58	50	35	35
(-)운전자본증가(감소)	-6	10	11	5	14
(-)설비투자	41	33	11	6	4
(+)자산매각	-2	-4	-4	-5	-4
Free Cash Flow	17	12	24	18	13
(-)기타투자	13	12	8	19	2
잉여현금	4	-1	15	0	11
NOPLAT	24	27	19	2	19
(+) Dep	10	12	16	17	16
(-)운전자본투자	-6	10	11	5	14
(-)Capex	41	33	11	6	4
OpFCF	-1	-4	12	7	17

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	104	119	115	164	190
현금성자산	16	18	10	52	60
매출채권	45	48	41	42	51
재고자산	43	51	63	66	76
비유동자산	168	205	217	229	223
투자자산	15	29	39	56	58
유형자산	134	156	155	148	138
무형자산	19	20	23	26	27
자산총계	272	324	332	393	413
유동부채	57	61	55	71	75
매입채무	19	20	19	17	21
유동성이자부채	19	21	22	37	37
비유동부채	34	61	66	111	112
비유동이자부채	9	30	30	70	70
부채총계	91	122	121	181	188
자본금	10	10	10	11	11
자본잉여금	10	10	9	11	11
이익잉여금	165	185	197	196	210
자본조정	-4	-3	-6	-6	-6
자기주식	-4	-4	-9	-9	-9
자본총계	181	202	211	211	226

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	1,098	1,273	824	71	836
BPS	8,526	9,521	9,937	9,964	10,640
DPS	260	260	160	160	160
CFPS	2,535	2,743	2,369	1,643	1,666
ROA(%)	9.4	9.1	5.3	0.4	4.4
ROE(%)	13.4	14.1	8.5	0.7	8.1
ROIC(%)	13.3	13.0	7.9	0.7	7.8
Multiples(x, %)					
PER	13.2	12.6	22.5	219.8	18.6
PBR	1.7	1.7	1.9	1.6	1.5
PSR	1.1	1.1	1.3	1.0	0.9
PCR	5.7	5.8	7.8	9.5	9.3
EV/EBITDA	7.7	7.8	10.6	13.6	8.9
배당수익률	1.8	1.6	0.9	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	50.4	60.4	57.6	85.7	83.1
Net debt/Equity	6.9	16.3	19.9	25.8	20.8
Net debt/EBITDA	29.6	69.1	102.9	191.3	111.5
유동비율	183.3	195.7	208.7	231.4	252.3
이자보상배율(배)	354.7	134.0	21.4	6.4	10.2
자산구조(%)					
투하자본	86.4	82.9	83.0	69.2	67.9
현금+투자자산	13.6	17.1	17.0	30.8	32.1
자본구조(%)					
차입금	13.4	20.2	19.9	33.6	32.1
자기자본	86.6	79.8	80.1	66.4	67.9

[Compliance Notice]

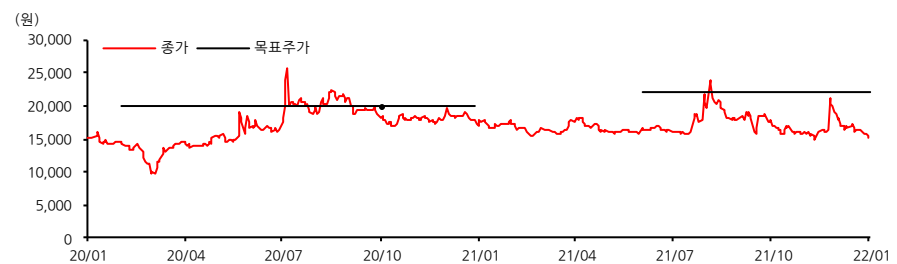
(공표일: 2022년 01월 21일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김형수)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[대원제약 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.02.21	2020.02.21	2020.11.30	2021.06.21	2021.06.21	2021.09.02
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격	신재훈	21,000	21,000	김형수	22,000	22,000
일 시	2022.01.21					
투자의견	Buy					
목표가격	22,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.02.21	Buy	20,038	-14.47	28.57
2021.06.21	Buy	22,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	97.7%	2.3%	0.0%	100.0%