



대원제약 (003220)

3분기만에 2021년 매출을 초과달성

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 0237727463 / RA 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 0237727613

Buy (유지)

목표주가(유지): 25,000원

현재 주가(11/15)	18,000원
상승여력	▲38.9%
시가총액	3,932억원
발행주식수	21,843천주
52 주 최고가 / 최저가	20,548 / 13,536원
90 일 일평균 거래대금	20.81억원
외국인 지분율	18.3%

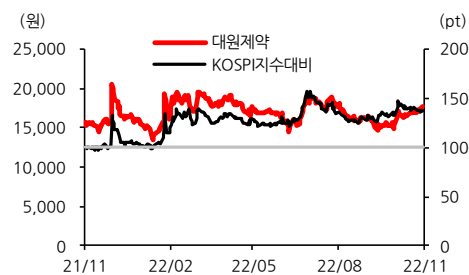
주주 구성	
백승열 (외 11 인)	38.8%
FIDELITY (외 3 인)	10.0%
자사주 (외 1 인)	3.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	17.3	1.1	2.0	15.2
상대수익률(KOSPI)	5.2	3.0	6.7	32.5

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	309	354	476	481
영업이익	24	19	51	56
EBITDA	40	37	70	74
지배주주순이익	18	7	37	39
EPS	831	320	1,751	1,831
순차입금	41	69	49	20
PER	21.7	50.7	10.3	9.8
PBR	1.7	1.6	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.9	11.3	6.3	5.6
배당수익률	0.8	1.2	1.1	1.1
ROE	8.4	3.2	15.8	14.4

주가 추이



대원제약의 3 분기는 호흡기 제품 중심으로 전통적 비수기였으나, 코로나 19 재유행으로 다시 한번 실적 서프라이즈를 기록했습니다. 4 분기 트윈데믹이 예상되어 매출은 또다시 견조할 전망입니다. 동사에 대한 투자 의견과 목표주가 25,000 원을 유지합니다.

3분기 Review: 영업이익 기준 컨센서스 63% 상회

대원제약의 3분기 연결 실적은 매출 1,222억 원(YoY +35.0%) 영업이익 146억 원(YoY +125.0%)으로, 영업이익 기준 컨센서스를 63% 상회했다. 2분기에 이어 전문의약품(ETC)에서는 ‘펠루비’(해열진통제)와 ‘코대원’(진해거담제) 주요 호흡기 제품이 각각 27%, 248% 성장했다. 일반의약품(OTC)에서는 ‘콜대원’이 연간 300억 원(기존 70억 원)제품으로 성장하며 외형성장을 이끌었다. 영업이익률은 12%로 YoY 4.8%p 증가했다. 극동예치팜 공장 가동이 4분기로 지연되면서 비용부담이 이어졌지만, 코대원 포르테에 비해 높은 약가를 받는 에스5제 복합 개량신약)로 제품전환이 이뤄지면서 수익성 증가에 기여했다. 별도 실적은 매출 1,169억 원(YoY +39.1%), 영업이익 158억 원(YoY +128.5%)로 이번 3개 분기 만에 작년 전체매출 수준에 도달했으며, 영업이익률은 13.5%로 3개 분기 연속 2자리 수를 달성했다.

4분기는 감기 환자향 수요까지 추가될 예정

동사의 2022년 매출액은 4,764억 원(YoY +34.5%), 영업이익 508억 원(YoY +161.4%)으로 기존 전망치 대비 각각 6%, 23% 상향했다. 3분기 비수기에도 호실적을 달성했으며, 성수기인 4분기에는 코로나19 및 감기 환자향 수요도 견조할 것으로 판단한다. 다만, 4분기 특별 인센티브와 신규 R&D파이프라인 강화 등으로 영업이익은 QoQ -17.7% 감소할 전망이다.

투자의견 ‘Buy’, 목표주가 25,000원 유지

동사에 대한 투자의견 ‘Buy’, 목표주가 25,000원을 유지한다. 매년 무상증자(3%)와 현금배당(200원 이상 예상)으로 주주 환원책을 실시하고 있다. 더불어 60억 원의 자사주를 매입 중으로 주가가치는 더해질 전망이다. 연초 대비 YTD수익률은 8.9%(코스피 -16.9%)로 견조한 흐름을 보였지만, 동사의 성장성을 감안할 때 상승여력은 여전히 존재한다는 판단이다.

[표1] 회사발표치 vs. 한화추정치 vs. 컨센서스

	3Q22						
	회사 발표치	컨센서스	차이(억 원)	차이(% , %p)	한화추정치	차이(억 원)	차이(% , %p)
매출액	1,222	1,094	128	11.7	1,069	153	14.3
영업이익	146	89	57	63.4	81	65	80.2
영업이익률	11.9	8.2	-	3.8	7.6	-	4.4

자료: Quantwise, 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 대원제약 연도별 및 분기별 실적 추이

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
매출	3,085	3,542	4,764	806	747	757	775	750	877	905	1,010	1,171	1,170	1,222	1,200
YoY(%)	(2.9)	14.8	34.5	5.6	(5.1)	0.3	(11.2)	(7.0)	17.4	19.6	30.3	56.1	33.5	35.0	18.9
매출원가	1,426	1,777	2,401	358	351	357	359	363	429	469	516	591	591	614	605
YoY(%)	3.6	24.7	35.1	9.1	1.2	9.1	(4.0)	1.3	22.1	31.5	43.6	62.7	37.9	30.8	17.2
매출원가율(%)	46.2	50.2	50.4	44.4	47.0	47.2	46.4	48.4	48.9	51.9	51.1	50.5	50.5	50.2	50.4
매출총이익	1,659	1,765	2,363	448	396	400	415	387	448	436	494	580	580	608	595
YoY(%)	(7.9)	6.3	33.9	3.0	(10.1)	(6.5)	(16.7)	(13.6)	13.2	9.0	18.8	49.9	29.3	39.5	20.6
매출총이익률(%)	53.8	49.8	49.6	55.6	53.0	52.8	53.6	51.6	51.1	48.1	48.9	49.5	49.5	49.8	49.6
판매비	1,418	1,570	1,855	347	322	350	400	410	404	371	386	441	478	462	475
YoY(%)	(2.2)	10.7	18.1	(2.4)	(9.6)	1.7	1.2	18.0	25.3	6.1	(3.3)	7.6	18.4	24.6	22.9
판매비율(%)	46.0	44.3	38.9	43.0	43.1	46.2	51.6	54.6	46.0	41.0	38.3	37.6	40.8	37.8	39.6
영업이익	241	194	508	101	74	50	16	(23)	45	65	107	139	102	146	120
YoY(%)	(31.4)	(19.4)	161.4	27.4	(12.3)	(39.9)	(84.9)	적전	(39.5)	28.9	584.4	후전	127.4	125.0	12.4
영업이익률(%)	7.8	5.5	10.7	12.5	9.9	6.7	2.0	(3.0)	5.1	7.2	10.6	11.9	8.7	12.0	10.0
순이익	172	66	358	73	44	34	21	(81)	29	62	56	102	71	107	78
YoY(%)	(36.0)	(61.6)	441.3	27.7	(29.6)	(47.0)	(75.3)	적전	(33.4)	83.1	167.1	후전	141.5	73.9	38.7
순이익률(%)	5.6	1.9	7.5	9.1	5.9	4.4	2.7	(10.8)	3.4	6.8	5.6	8.7	6.1	8.8	6.5

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

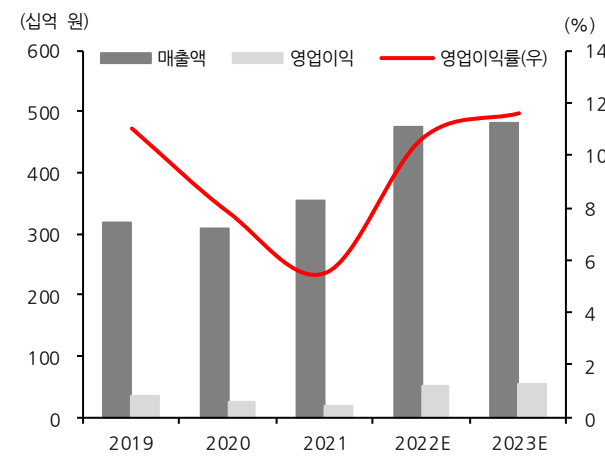
[표3] 대원제약 주요제품별 매출 추이(별도)

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
주요제품 매출															
펠루비/펠루비 CR	319	325	388	80	75	82	82	78	81	79	87	95	92	100	101
코대원포르테/에스	193	199	491	75	35	31	52	47	46	40	66	120	109	139	123
오티렌,오티렌 F	153	144	131	37	38	40	38	35	36	36	37	35	33	33	30
레나메진	115	141	148	26	27	32	30	32	32	38	39	36	36	38	38
리파원	100	110	124	24	24	26	26	25	26	28	31	30	31	33	30
주요제품 YoY(%)															
펠루비/펠루비/CR	11.1	1.9	19.4	21.2	8.7	20.6	(2.4)	(2.5)	8.0	(3.7)	6.1	21.8	13.6	26.6	16.1
코대원포르테/에스	(13.5)	3.1	146.7	36.4	(38.6)	(16.2)	(29.7)	(37.3)	31.4	29.0	26.9	155.3	137.0	247.5	86.4
오티렌,오티렌F	35.4	(5.9)	(9.0)	42.3	52.0	42.9	11.8	(5.4)	(5.3)	(10.0)	(2.6)	0.0	(8.3)	(8.3)	(18.9)
레나메진	26.4	22.6	5.0	30.0	28.6	28.0	20.0	23.1	18.5	18.8	30.0	12.5	12.5	0.0	(2.6)
트윈콤비	13.6	10.0	12.7	9.1	14.3	13.0	18.2	4.2	8.3	7.7	19.2	20.0	19.2	17.9	(3.2)

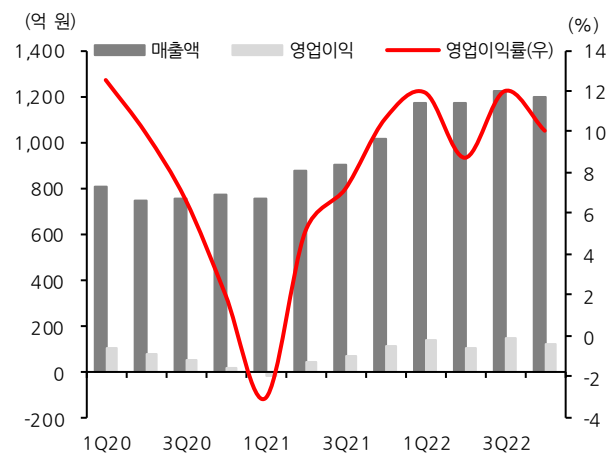
자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



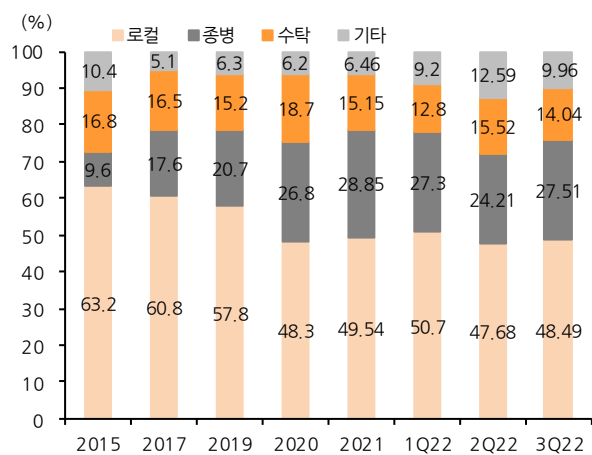
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



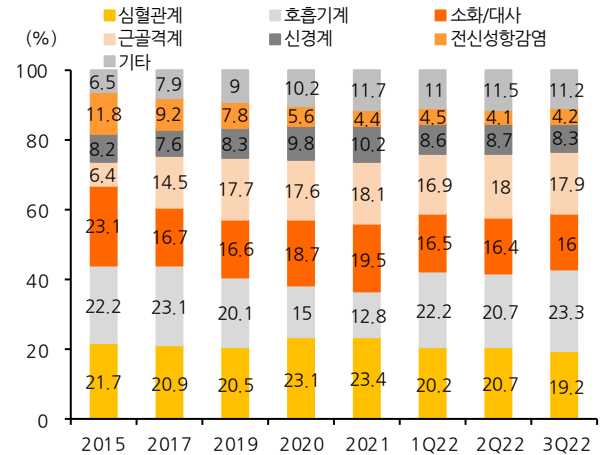
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 사업부별 매출비중 현황



자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 질환군별 매출비중 현황(원외처방 기준)



자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 대원제약 R&D 파이프라인

대구분	소구분	품목 및 프로젝트명	적응증	연구 시작일	임상단계				비고
					전임상	1 상	2 상	3 상	
화학합성	신약	DW-4301	고지혈증	2014년			진행(한국)		한국 2 상 유럽 2a 상
화학합성	신약	DW-4902	자궁근종, 자궁내막증	2016년			진행(한국, 유럽)		
화학합성	신약	DW-4121	폐암	2021년		준비(한국, 유럽)			
화학합성	신약	DW-4221	당뇨	2021년			종료(중국)		
화학합성	신약	DW-4222	비만	2022년			진행(한국)		허가완료
화학합성	기타	DW-1704	순환기계	2017년			준비(한국)		
화학합성	기타	DW-1804	내분비계	2018년		완료(한국)			
화학합성	기타	DW-1805	내분비계	2018년		완료(한국)			
화학합성	기타	DW-1806	내분비계	2018년		완료(한국)			허가완료
화학합성	기타	DW-1902	내분비계	2019년		완료(한국)			
화학합성	기타	DW-1122	내분비계	2021년					
화학합성	기타	DW-1125	고지혈증	2021년		완료(한국)		진행(한국)	

주: 기타= 자료제출의약품

자료: 의약품안전나라, 대원제약, DART, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	318	309	354	476	481
매출총이익	180	166	176	236	237
영업이익	35	24	19	51	56
EBITDA	47	40	37	70	74
순이자손익	0	-1	-2	-3	-6
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	1	0	1	0
세전계속사업손익	35	24	17	47	49
당기순이익	27	17	7	36	37
지배주주순이익	27	18	7	37	39
증가율(%)					
매출액	10.9	-2.9	14.8	34.5	1.0
영업이익	14.2	-31.4	-19.4	161.4	10.3
EBITDA	14.0	-15.2	-6.4	87.4	6.6
순이익	15.4	-36.0	-61.6	441.3	4.4
이익률(%)					
매출총이익률	56.7	53.8	49.8	49.6	49.2
영업이익률	11.0	7.8	5.5	10.7	11.6
EBITDA 이익률	14.8	12.9	10.5	14.7	15.5
세전이익률	11.1	7.7	4.8	9.9	10.2
순이익률	8.5	5.6	1.9	7.5	7.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	31	25	22	49	55
당기순이익	27	17	7	36	37
자산상각비	12	16	18	19	18
운전자본증감	-17	-14	-17	-17	-3
매출채권 감소(증가)	-3	7	-9	-7	-2
재고자산 감소(증가)	-10	-14	-4	-13	-3
매입채무 증가(감소)	1	-1	0	4	2
투자현금흐름	-48	-15	-42	-47	-17
유형자산처분(취득)	-33	-11	-4	-9	-11
무형자산 감소(증가)	-4	-4	-8	-7	-9
투자자산 감소(증가)	1	6	-13	-24	5
재무현금흐름	15	-13	49	-19	-32
차입금의 증가(감소)	21	-1	53	-13	-28
자본의 증가(감소)	-5	-10	-3	-4	-4
배당금의 지급	-5	-5	-3	-4	-4
총현금흐름	58	49	48	71	58
(-)운전자본증감(감소)	10	11	3	11	3
(-)설비투자	33	11	4	9	11
(+)자산매각	-4	-4	-8	-7	-9
Free Cash Flow	12	23	34	44	34
(-)기타투자	19	9	32	12	2
잉여현금	-7	15	2	31	33
NOPLAT	27	18	7	38	42
(+) Dep	12	16	18	19	18
(-)운전자본투자	10	11	3	11	3
(-)Capex	33	11	4	9	11
OpFCF	-4	11	19	37	46

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	122	117	180	207	213
현금성자산	19	11	55	61	62
매출채권	48	42	54	62	64
재고자산	52	64	70	81	85
비유동자산	206	218	249	254	258
투자자산	29	39	45	52	54
유형자산	156	155	164	157	154
무형자산	20	24	40	45	50
자산총계	328	335	430	461	472
유동부채	62	56	102	107	91
매입채무	31	28	39	45	47
유동성이자부채	21	22	52	48	29
비유동부채	62	66	109	103	96
비유동이자부채	30	30	72	63	54
부채총계	123	122	211	210	186
자본금	10	10	11	11	11
자본잉여금	10	9	10	9	9
이익잉여금	188	200	205	238	272
자본조정	-3	-6	-6	-6	-6
자기주식	-4	-9	-9	-9	-9
자본총계	204	213	218	251	285

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	1,286	831	320	1,751	1,831
BPS	10,423	10,568	10,332	11,539	13,130
DPS	241	153	194	190	190
CFPS	2,717	2,327	2,203	3,230	2,677
ROA(%)	9.1	5.3	1.8	8.3	8.3
ROE(%)	14.1	8.4	3.2	15.8	14.4
ROIC(%)	12.9	7.7	3.1	14.5	15.7
Multiples(x, %)					
PER	12.1	21.7	50.7	10.3	9.8
PBR	1.5	1.7	1.6	1.6	1.4
PSR	1.0	1.2	1.0	0.8	0.8
PCR	5.7	7.7	7.4	5.6	6.7
EV/EBITDA	7.9	10.9	11.3	6.3	5.6
배당수익률	1.5	0.8	1.2	1.1	1.1
안정성(%)					
부채비율	60.4	57.5	96.7	84.0	65.4
Net debt/Equity	15.8	19.4	31.6	19.5	7.1
Net debt/EBITDA	68.6	103.9	185.4	70.0	27.3
유동비율	196.9	209.4	176.7	192.5	234.7
이자보상배율(배)	130.7	20.4	9.3	12.8	8.0
자산구조(%)					
투하자본	82.2	82.0	72.3	70.3	70.2
현금+투자자산	17.8	18.0	27.7	29.7	29.8
자본구조(%)					
차입금	20.1	19.8	36.2	30.5	22.4
자기자본	79.9	80.2	63.8	69.5	77.6

[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 11월 16일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김형수, 유영술)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[대원제약 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.11.30	2021.06.21	2021.06.21	2021.09.02	2022.01.21	2022.02.28
투자의견	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	21,000	김형수	22,000	22,000	22,000	25,000
일 시	2022.05.30	2022.06.10	2022.08.19	2022.11.16		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	25,000	25,000	25,000	25,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.06.21	Buy	21,424	-21.57	9.09
2022.02.28	Buy	24,346		

[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: 2022년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%