

대원제약 (003220)

유비무환

2019. 5. 7

제약/바이오

Analyst 최석원

02. 3779-8446

cseogwon@ebestsec.co.kr

Buy(maintain)

목표주가 23,000 원

현재주가 17,800 원

기업 개요

동사는 개량신약 중심의 ETC 포트폴리오를 기반으로 2012년 일괄 약가인하 정책이 나온 이후 지금까지 매년 안정적인 성장을 이뤄오고 있다. 동사 ETC부문의 특징은 다른 제약사보다 특히 호흡기 관련 의약품 비중이 높다는 것이다. 반대로 소화/대사 질환 관련 의약품 비중은 매우 낮은데, 이를 보완하기 위한 R&D 파이프라인을 준비하고 있다.

또한 포트폴리오 다각화를 위해 '콜대원'으로 잘 알려져 있는 OTC를 론칭(2015년)하여 시장에서 잘 안착시키고 있고 2017년에는 PB(프로바이오텍스)까지 론칭하여 영업 중이다. 2011년 진출했던 보청기 사업은 예상과 달리 실적이 부진하지만 올해부터 B2B 시장으로 고객군을 전환하면서 외형과 수익성 개선을 기대하고 있다.

유비무환

지난 3월 보건복지부에서는 제네릭 의약품 약가제도 개편방안을 발표했다. 이번 개편 방안의 핵심은 현재 '동일제제-동일가격 원칙'을 기준으로 하는 제네릭 의약품의 가격 제도가 제네릭 개발 노력(책임성 강화 및 시간, 비용, 투자 등)에 따른 '차등가격 원칙'으로 바뀐다는 점이다. 그리고 이러한 '차등가격 원칙'은 지난 2월에 발표한 '제네릭 의약품 허가제도 개편 방안'과 연계하여 추진될 예정이다.

아직 관련 제도가 언제부터 실시될지 구체적인 시행일이 확정된 것은 아니고, 관련 제도의 세부방안도 변경될 가능성이 있기 때문에 이 제도가 시행되었을 경우 국내 전통 중소형 제약사에 미칠 영향을 선불리 예단하기는 어렵다. 하지만 이번 제도 개편을 추진하려는 정부의 궁극적인 목적을 생각해본다면, 동사와 같이 자체 개량 신약을 개발/판매하고 있고, ETC 부문에서 자체 생산 비중이 높으며, 로컬 병원/의원(LH)에서 탄탄한 영업망을 보유하고 있는 경우 중장기적인 관점에서 오히려 수혜를 볼 수 있을거라 판단한다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(5/3)	2,196.32 pt
시가총액	3,500 억원
발행주식수	19,663 천주
52 주 최고가 / 최저가	20,254 / 14,717 원
90 일 일평균거래대금	9.17 억원
외국인 지분율	25.5%
배당수익률(19.12E)	1.6%
BPS(19.12E)	10,465 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 6.9%
	6개월 3.6%
	12개월 2.6%
주주구성	백승렬외 10인 38.7%
	FIDELITY 9.8%
	국민연금공단 7.3%

Stock Price



Financial Data

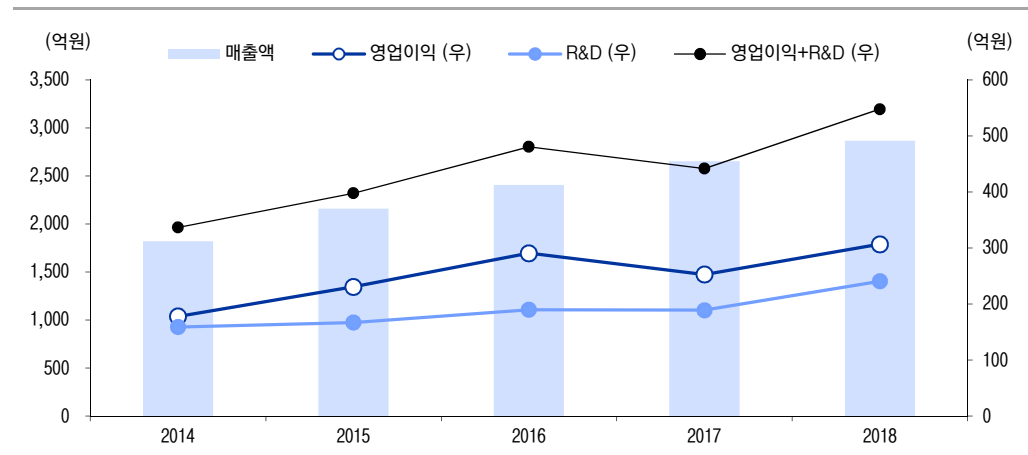
	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
(십억원)											
2017	265.5	25.3	23.5	10.3	555	-46.9	34.0	35.6	11.4	2.3	6.5
2018	286.7	30.7	31.2	23.3	1,226	120.7	41.1	12.8	7.8	1.7	13.5
2019E	317.9	35.8	36.4	27.1	1,401	14.2	47.8	12.7	7.1	1.7	13.9
2020E	351.8	40.7	41.3	30.8	1,592	13.6	53.5	11.2	6.2	1.5	14.1
2021E	389.9	50.9	51.5	38.4	1,985	24.7	64.6	9.0	5.0	1.3	15.5

자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

기업 개요: 본업에서의 수익성 유지 + 꾸준한 R&D + 자체 생산 능력 보유

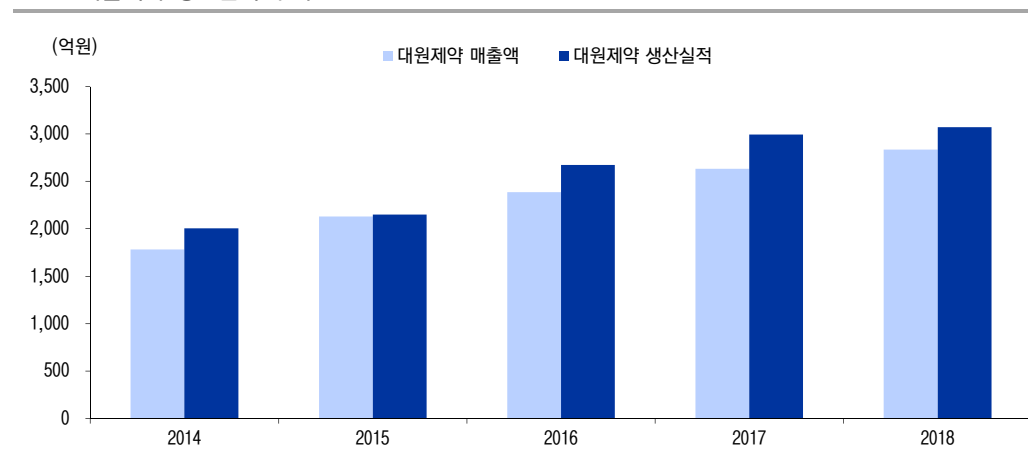
아직 정부의 제네릭 의약품 약가제도 개편방안이 언제부터 실시될지 구체적인 시행일이 확정된 것은 아니고, 관련 제도의 세부방안도 변경될 가능성이 있기 때문에 이 제도가 시행되었을 경우 국내 전통 중소형 제약사에 미칠 영향을 선불리 예단하기는 어렵다. 하지만 이번 제도 개편을 추진하려는 정부의 궁극적인 목적을 생각해본다면, 동사와 같이 자체 개량 신약을 개발/판매하고 있고, ETC 부문에서 자체 생산 비중이 높으며, 로컬 병원/의원(LH)에서 탄탄한 영업망을 보유하고 있는 경우 중장기적인 관점에서 오히려 수혜를 볼 수 있을거라 판단한다.

그림21 매출액, 영업이익, R&D, 영업이익+R&D 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 매출액과 생산실적 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

대원제약 (003220)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	95.8	106.7	119.2	136.4	159.6
현금 및 현금성자산	3.7	14.9	34.5	41.7	53.8
매출채권 및 기타채권	48.1	45.0	39.6	44.3	49.7
재고자산	37.2	44.3	42.5	47.5	53.2
기타유동자산	6.8	2.6	2.7	2.8	2.9
비유동자산	131.4	168.7	175.3	187.3	200.7
관계기업투자등	3.0	0.6	0.7	0.7	0.7
유형자산	108.1	134.7	144.1	154.8	166.9
무형자산	13.9	18.9	19.9	20.7	21.5
자산총계	227.2	275.4	294.5	323.7	360.4
유동부채	39.2	57.7	53.5	56.2	59.1
매입채무 및 기타채무	5.3	19.9	16.1	18.0	20.1
단기금융부채	10.0	19.0	19.0	19.0	19.0
기타유동부채	23.8	18.8	18.4	19.2	20.0
비유동부채	19.9	34.5	35.6	36.7	37.8
장기금융부채	0.0	9.0	9.0	9.0	9.0
기타비유동부채	19.9	25.5	26.6	27.7	28.8
부채총계	59.1	92.2	89.1	92.8	96.9
지배주주지분	168.0	183.5	205.8	231.2	263.8
자본금	9.1	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	10.3	9.9	9.9	9.9	9.9
이익잉여금	152.1	167.8	190.1	215.5	248.1
비지배주주지분(연결)	0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
자본총계	168.1	183.2	205.4	230.8	263.5

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	4.3	40.0	47.2	37.5	45.0
당기순이익(손실)	10.3	23.3	27.1	30.8	38.4
비현금수익비용가감	31.7	29.9	16.0	13.8	14.7
유형자산감가상각비	7.3	8.2	9.7	10.4	11.2
무형자산상각비	1.4	2.2	2.3	2.4	2.5
기타현금수익비용	-0.1	-0.1	4.0	1.0	1.0
영업활동 자산부채변동	-21.5	-3.9	4.1	-7.1	-8.2
매출채권 감소(증가)	-14.0	2.6	5.4	-4.7	-5.3
재고자산 감소(증가)	1.6	-10.8	1.8	-5.1	-5.7
매입채무 증가(감소)	-1.7	14.2	-3.8	1.9	2.2
기타자산, 부채변동	-7.3	-9.9	0.7	0.7	0.7
투자활동 현금	-19.8	-41.7	-22.7	-24.8	-27.1
유형자산처분(취득)	-14.6	-40.7	-19.1	-21.1	-23.4
무형자산 감소(증가)	-3.0	-1.8	-3.3	-3.3	-3.3
투자자산 감소(증가)	-2.2	1.3	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	-0.1	-0.6	-0.4	-0.4	-0.5
재무활동 현금	5.3	12.9	-4.9	-5.4	-5.8
차입금의 증가(감소)	10.0	18.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-4.5	-4.7	-4.9	-5.4	-5.8
배당금의 지급	4.5	4.7	4.9	5.4	5.8
기타재무활동	-0.2	-0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-10.3	11.2	19.6	7.3	12.1
기초현금	14.0	3.7	14.9	34.5	41.7
기말현금	3.7	14.9	34.5	41.7	53.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	265.5	286.7	317.9	351.8	389.9
매출원가	113.4	121.2	133.2	146.9	160.2
매출총이익	152.0	165.5	184.7	204.9	229.7
판매비 및 관리비	126.7	134.7	148.9	164.2	178.8
영업이익	25.3	30.7	35.8	40.7	50.9
(EBITDA)	34.0	41.1	47.8	53.5	64.6
금융손익	-0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
이자비용	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	-1.9	0.1	0.2	0.2	0.2
세전계속사업이익	23.5	31.2	36.4	41.3	51.5
계속사업법인세비용	13.3	7.9	9.2	10.5	13.1
계속사업이익	10.3	23.3	27.1	30.8	38.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	10.3	23.3	27.1	30.8	38.4
지배주주	10.7	23.7	27.1	30.8	38.4
총포괄이익	10.3	23.2	27.1	30.8	38.4
매출총이익률 (%)	57.3	57.7	58.1	58.2	58.9
영업이익률 (%)	9.5	10.7	11.3	11.6	13.1
EBITDA 마진률 (%)	12.8	14.4	15.0	15.2	16.6
당기순이익률 (%)	3.9	8.1	8.5	8.8	9.9
ROA (%)	4.9	9.4	9.5	10.0	11.2
ROE (%)	6.5	13.5	13.9	14.1	15.5
ROIC (%)	7.2	12.9	13.8	14.8	16.9

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	35.6	12.8	12.7	11.2	9.0
P/B	2.3	1.7	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	11.4	7.8	7.1	6.2	5.0
P/CF	9.2	5.8	8.1	7.8	6.6
배당수익률 (%)	1.3	1.7	1.6	1.7	1.8
성장성 (%)					
매출액	10.3	8.0	10.9	10.7	10.8
영업이익	-13.2	21.6	16.3	13.8	25.0
세전이익	-15.2	32.7	16.5	13.6	24.7
당기순이익	-47.9	126.6	16.5	13.6	24.7
EPS	-46.9	120.7	14.2	13.6	24.7
안정성 (%)					
부채비율	35.1	50.4	43.4	40.2	36.8
유동비율	244.6	185.0	222.8	242.7	270.0
순차입금/자기자본(x)	0.5	6.1	-4.1	-6.8	-10.6
영업이익/금융비용(x)	167.9	343.9	-3,782.9	-	-
총차입금 (십억원)	10.0	28.0	28.0	28.0	28.0
순차입금 (십억원)	0.8	11.2	-8.5	-15.8	-28.0
주당지표 (원)					
EPS	555	1,226	1,401	1,592	1,985
BPS	8,557	9,334	10,465	11,758	13,417
CFPS	2,140	2,704	2,195	2,269	2,704
DPS	260	260	280	300	320