

대원제약 (003220)

2019. 7. 15

제약/바이오

2Q19 Preview

Analyst **최석원**

02. 3779-8446

cseogwon@ebestsec.co.kr

2Q19 Preview

동사의 2Q19 매출액은 805 억원(13.9%yoy), 영업이익은 85 억원(+11.6%yoy)을 기록할 것으로 예상된다. 본래 1 분기는 계절적인 성수기(독감)이지만, 올해는 이전보다 독감 환자가 감소하며 관련 매출액이 기대치를 하회했지만, 관련 수요가 이번 2분기로 일부 이연되며 다시 두 자리수의 외형 성장을 보일 것으로 보인다. 단, 영업이익 증가폭은 매출액 증가폭에 미치지 못할 것으로 예상하는데, 이는 R&D 관련 지출 규모의 증가(2018년 R&D 비용처리 209 억원 → 2019년 E 256 억원 추정)에 따른 것이다.

제네릭에 대한 보건복지부의 규제 움직임

지난 3 월 보건복지부에서는 제네릭 의약품 약가제도 개편방안을 발표했다. 이번 개편방안의 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 2 월에 발표한 '제네릭 의약품 허가제도 개편 방안'과 연계하여 추진될 예정이다.

결론적으로 관련 개편 방안이 시행된다면 정도의 차이는 있겠지만, 모든 제약사(특히 중소형제약사)에게는 수익성 하락 요인으로 작용할 것이다. 제네릭에 대한 위탁과 수탁에 대한 부담이 증가할 것이기 때문이다. 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.

투자의견 '매수', 목표주가 '2.3 만원' 유지

개량 신약에 대한 R&D 를 이어가고 있고, 제품에 대한 자체 생산 비중이 높은 점을 감안하여 제네릭 관련 규제 움직임에도 불구하고 동사에 대한 투자의견 '매수'와 목표주가 '2.3 만원'을 유지한다.

Buy(maintain)

목표주가 **23,000 원**

현재주가 **16,250 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(7/12)	2,086.66 pt
시가총액	3,195 억원
발행주식수	19,663 천주
52 주 최고가 / 최저가	20,206 / 14,717 원
90 일 일평균거래대금	5.55 억원
외국인 지분율	25.1%
배당수익률(19.12E)	1.7%
BPS(19.12E)	10,530 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 2.6%
	6 개월 7.7%
	12 개월 -9.7%
주주구성	백승렬외 11 인 38.7%
	FIDELITY 9.8%
	국민연금공단 8.3%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
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	312.9	37.6	38.3	28.4	1,470	19.9	50.3	11.1	6.6	1.5	14.6
2020E	329.0	37.6	38.4	28.7	1,481	0.7	51.5	11.0	6.2	1.4	13.1
2021E	348.7	42.6	43.4	32.4	1,673	13.0	57.4	9.7	5.4	1.2	13.3

자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

2Q19 Preview

표29 분기별/연간 추정치 변경 (단위: 억원)

대원제약						
분기 추정치	기존 추정치		변경치		오차 / 변경	
	2Q19E	3Q19E	2Q19E	3Q19E	2Q19E	3Q19E
매출액	825	777	805	748	-2.4%	-3.7%
영업이익	89	103	85	94	-4.5%	-8.7%
연간 추정치	기존 추정치		변경치		오차 / 변경	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	3,179	3,518	3,129	3,290	-1.6%	-6.5%
영업이익	358	407	376	376	+5.0%	-7.6%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표30 분기별 실적 추이

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
연결 매출액	712	707	646	802	763	805	748	813
본사 매출액	705	698	638	795	756	796	740	805
코대원포르테시럽	71	48	28	69	55	50	29	77
펠루비(서방)정	59	61	56	70	66	67	61	80
에스원엠프	0	0	0	118	32	30	30	31
리피원정	25	26	27	25	28	27	28	26
오티렌(F)정	26	26	26	26	26	27	26	26
클래신시럽/정	23	25	15	35	22	26	15	36
프리비투스현탁액	27	23	12	32	20	24	12	33
메게스트롤현탁액	10	9	13	0	0	10	13	10
알포콜린	0	0	0	94	30	25	25	25
기타	464	480	462	349	477	512	500	461
연결 자회사	7	8	8	7	7	9	8	8
YoY								
연결	13.2%	9.5%	-0.9%	10.0%	7.2%	13.9%	15.9%	1.3%
본사	13.2%	9.1%	-1.6%	9.9%	7.3%	14.1%	16.1%	1.3%
자회사	12.6%	66.1%	104.0%	23.6%	-1.4%	3.0%	2.0%	3.0%
연결 영업이익	88	76	71	72	79	85	94	118
opm	12.4%	10.7%	11.0%	9.0%	10.4%	10.5%	12.5%	14.5%
yoy	84.6%	0.7%	-18.2%	68.8%	-10.3%	11.6%	31.7%	63.8%
R&D	57	71	60	53	76	79	64	61
매출 대비	8.0%	10.0%	9.2%	6.7%	9.9%	9.8%	8.5%	7.5%
영업이익+R&D	145	147	131	125	155	164	157	179
수익성	20.4%	20.8%	20.3%	15.6%	20.3%	20.3%	21.0%	22.0%
EBITDA	111	103	99	99	109	112	122	146
margin	15.6%	14.5%	15.3%	12.4%	14.3%	13.9%	16.3%	17.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

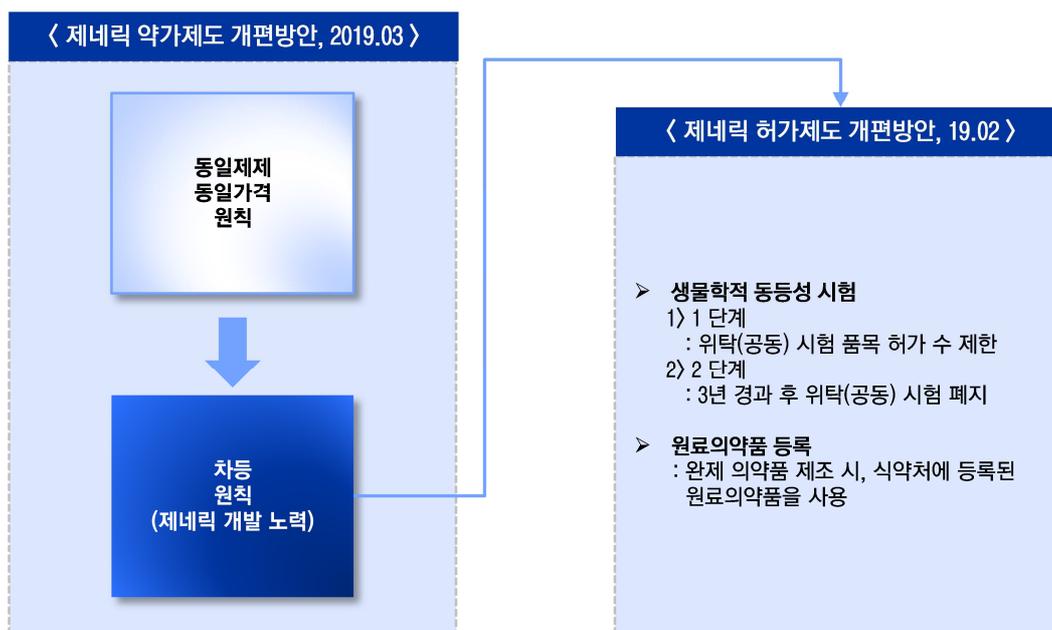
제네릭 허가제도 개편방안(19.02), 약가제도 개편방안(19.03)

지난 3 월 보건복지부에서는 보도자료를 통해 ‘제네릭 의약품 약가제도 개편 방안’을 발표하였다. 이번 개편방안은 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 ‘차등가격 원칙’은 식약처에서 지난 2 월에 발표한 ‘제네릭 의약품 허가제도 개편 방향’과 연계하여 추진될 예정이다. 제네릭 의약품 허가제도 개편 방향의 주요 골자는 크게 2 가지이다.

- 1) 첫 번째는 생물학적 동등성 시험 관련이다. 지금까지 제한이 없었던 공동 생동성 시험 품목 허가 수에 제한을 두는 방안이다. 그리고 최종적으로는 공동 생동성 시험 자체를 폐지하는 방향으로 정책을 시행할 예정이다. → 결론적으로 모든 제네릭 의약품에 대해 자체 생동성 시험을 진행하도록 유도
- 2) 두 번째는 원료의약품에 대한 등록이다. 지난 8 월 발사르탄 사태에서처럼 일부 저품질 원료의약품 사용에 따른 완제 의약품 품질 문제 발생을 차단하기 위해 의약품 동등성 확보가 필요한 의약품에 대해 원료의약품 등록제도(Drug Master File)를 소급 적용한다. → 식약처 고시(원료의약품 등록에 관한 규정)에 등록되어 있는 원료의약품만을 사용할 것을 유도

그림42 ‘제네릭 약가제도 개편방안’과 ‘제네릭 허가제도 개편방안’을 두 축으로 제네릭에 대한 약가 조절할 것으로 판단



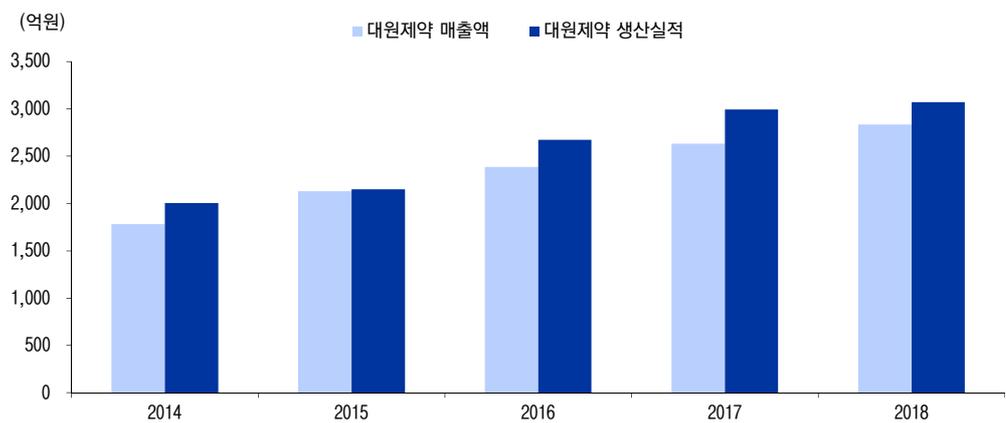
자료: 식약처, 이베스트투자증권 리서치센터

의약품 성분별 일정 개수 내(20 개)에서는 건강보험 등재 순서와 상관없이 위에 언급한 2 개의 기준 요건 ① 자체 생물학적 동등성 시험 실시, ② 등록된 원료의약품 사용)에 대한 충족 여부에 따라 제네릭 의약품 가격이 산정될 것이다.

만약 2 개의 조건을 모두 다 충족한 것으로 판단되는 현재와 같이 제네릭 의약품 가격은 오리지널 의약품 가격의 53.55%로 산정된다. 그리고 1 개씩 기준 요건을 충족하지 못하면 53.55%에서 15%씩 가격을 깎는 방식으로 제네릭 의약품 가격이 산정될 것이다. 하지만 2 개의 조건을 모두 충족했다고 할지라도 건강보험 등재 순서가 21 번째부터의 제네릭 의약품은 최저가의 85% 수준으로 가격이 책정된다.

결론적으로 지금까지 제네릭 의약품 생산을 직접 하기보다 위탁 생산 방식을 주로 이용했던 제약사의 경우는 제품 가격이 인하될 가능성이 높기 때문에 수익성 하락이 예상된다.

그림43 대원제약: 매출액과 생산실적



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

실적 추이

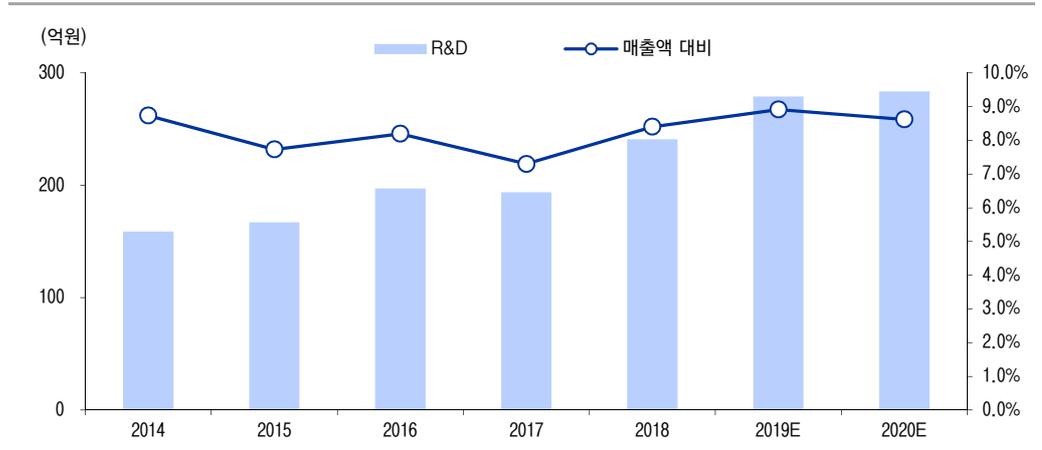
2019 년 외형과 수익성 모두 전년 대비 개선될 것으로 예상된다. 지난 1Q19 실적은 외형과 영업이익 측면에서 아쉬움이 있긴 했지만, 이번 2Q19 부터 다시 두 자리 수의 외형 및 영업이익 성장이 있을 것으로 추정되며, 하반기에도 특별한 비용 이슈 등은 없기 때문이다. 단, 2020 년 수익성은 2019 년 대비 소폭 하락하는 것으로 추정했는데, 이는 동사의 펀더멘탈 이슈라기보단 정부의 제네릭 관련 규제 방안 시행을 감안하여 보수적으로 추정한 결과이다.

표31 연간 실적 추이

(단위: 억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
연결 매출액	2,407	2,655	2,867	3,129	3,290	3,487
본사 매출액	2,384	2,634	2,836	3,098	3,258	3,454
코대원포르테시럽	160	180	215	212	241	262
펠루비(서방)정	89	146	245	274	312	346
에스원엠프	0	0	118	123	129	137
리피원정	107	110	104	108	114	122
오티렌(F)정	122	104	103	105	110	117
클래신시럽/정	92	88	98	99	110	117
프리비투스현탁액	82	75	94	89	99	106
메게스트롤현탁액	42	43	0	32	34	36
알포콜린	0	0	94	105	110	116
기타	1,690	1,890	1,754	1,951	1,999	2,095
연결 자회사	23	21	31	31	32	33
YoY						
연결	11.3%	10.3%	8.0%	9.2%	5.1%	6.0%
본사	11.9%	10.4%	7.7%	9.3%	5.2%	6.0%
자회사	-28.6%	-7.5%	46.0%	1.8%	2.5%	2.5%
연결 영업이익	291	253	307	376	376	426
opm	12.1%	9.5%	10.7%	12.0%	11.4%	12.2%
yoy	26.3%	-13.2%	21.6%	22.2%	0.2%	13.2%
R&D	197	194	241	279	284	349
매출 대비	8.2%	7.3%	8.4%	8.9%	8.6%	10.0%
영업이익+R&D	489	447	548	655	660	775
수익성	20.3%	16.8%	19.1%	20.9%	20.1%	22.2%
EBITDA	366	340	411	489	493	546
margin	15.2%	12.8%	14.4%	15.6%	15.0%	15.7%

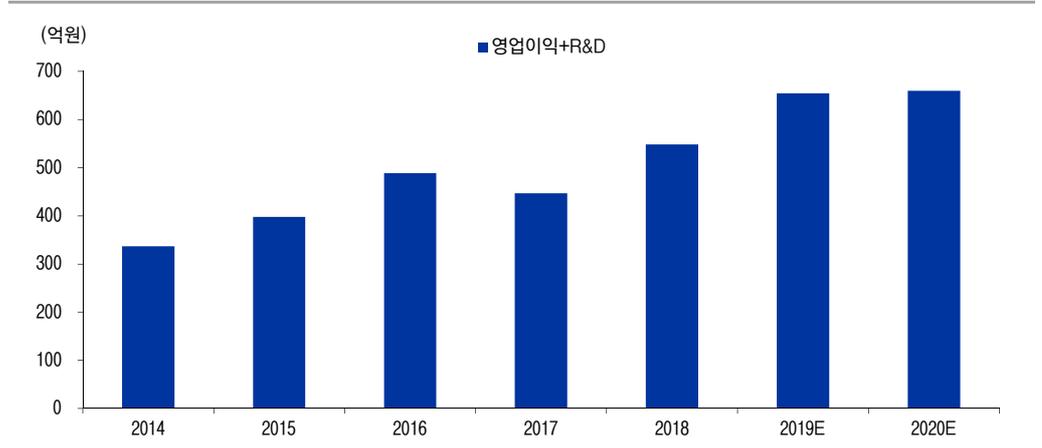
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 R&D 추이



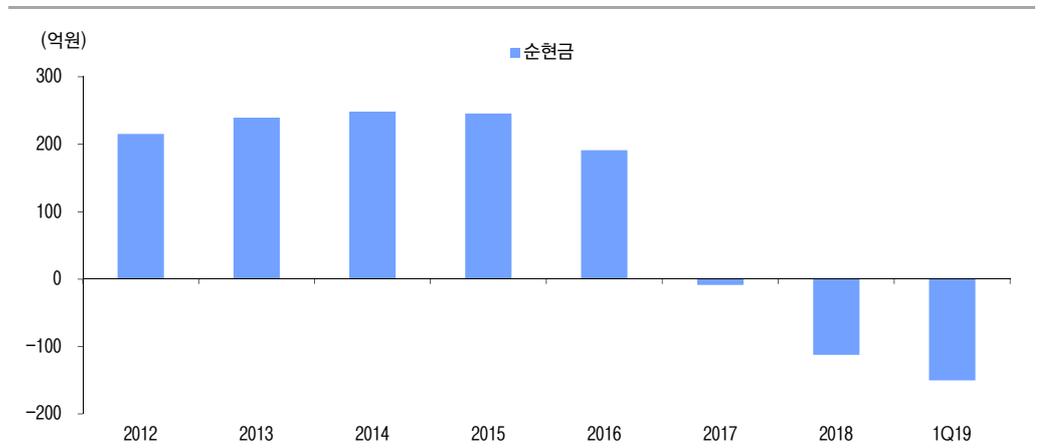
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 '영업이익 + R&D' 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 순현금 추이



주: 순현금 = (단기금융자산 + 현금성) - (단기사채+단기차입금+유동성장기부채) - (사채+장기차입금)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

대원제약 (003220)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	95.8	106.7	122.4	136.7	154.6
현금 및 현금성자산	3.7	14.9	17.0	26.1	37.1
매출채권 및 기타채권	48.1	45.0	45.6	47.9	51.0
재고자산	37.2	44.3	46.8	49.1	52.3
기타유동자산	6.8	2.6	13.0	13.5	14.1
비유동자산	131.4	168.7	195.1	207.1	219.5
관계기업투자등	3.0	1.1	1.1	1.2	1.2
유형자산	108.1	134.7	155.3	164.0	173.2
무형자산	13.9	18.9	22.1	24.8	27.2
자산총계	227.2	275.4	317.4	343.9	374.1
유동부채	39.2	57.7	63.7	65.7	68.2
매입채무 및 기타채무	5.3	19.9	22.6	23.7	25.3
단기금융부채	10.0	19.0	19.0	19.0	19.0
기타유동부채	23.8	18.8	22.1	23.0	23.9
비유동부채	19.9	34.5	47.1	48.2	49.4
장기금융부채	0.0	9.0	18.7	18.7	18.7
기타비유동부채	19.9	25.5	28.4	29.5	30.7
부채총계	59.1	92.2	110.8	114.0	117.6
지배주주지분	168.0	183.5	207.1	230.3	256.9
자본금	9.1	9.5	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	10.3	9.9	9.6	9.6	9.6
이익잉여금	152.1	167.8	191.4	214.7	241.3
비지배주주지분(연결)	0.1	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
자본총계	168.1	183.2	206.6	229.9	256.5

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	4.3	40.0	38.8	40.8	44.2
당기순이익(손실)	10.3	23.3	28.4	28.7	32.4
비현금수익비용가감	31.7	29.9	16.9	14.9	15.8
유형자산감가상각비	7.3	8.2	10.3	11.1	11.7
무형자산상각비	1.4	2.2	2.5	2.8	3.1
기타현금수익비용	-0.1	-0.1	4.1	1.0	1.0
영업활동 자산부채변동	-21.5	-3.9	-4.2	-2.7	-4.0
매출채권 감소(증가)	-14.0	2.6	-0.4	-2.3	-3.1
재고자산 감소(증가)	1.6	-10.8	-2.7	-2.4	-3.2
매입채무 증가(감소)	-1.7	14.2	2.9	1.1	1.6
기타자산, 부채변동	-7.3	-9.9	-4.1	0.8	0.8
투자활동 현금	-19.8	-41.7	-44.2	-26.2	-27.4
유형자산처분(취득)	-14.6	-40.7	-30.3	-19.7	-20.9
무형자산 감소(증가)	-3.0	-1.8	-5.5	-5.5	-5.5
투자자산 감소(증가)	-2.2	1.3	-7.9	-0.3	-0.3
기타투자활동	-0.1	-0.6	-0.5	-0.7	-0.7
재무활동 현금	5.3	12.9	7.5	-5.4	-5.8
차입금의 증가(감소)	10.0	18.0	7.7	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	4.6	0.0	0.0
현금의 증가	-10.3	11.2	2.1	9.2	11.0
기초현금	14.0	3.7	14.9	17.0	26.1
기말현금	3.7	14.9	17.0	26.1	37.1

자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	265.5	286.7	312.9	329.0	348.7
매출원가	113.4	121.2	130.9	138.5	145.5
매출총이익	152.0	165.5	182.1	190.5	203.2
판매비 및 관리비	126.7	134.7	144.5	152.9	160.6
영업이익	25.3	30.7	37.6	37.6	42.6
(EBITDA)	34.0	41.1	50.3	51.5	57.4
금융손익	-0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
이자비용	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
기타영업외손익	-1.9	0.1	0.2	0.2	0.2
세전계속사업이익	23.5	31.2	38.3	38.4	43.4
계속사업법인세비용	13.3	7.9	10.0	9.8	11.0
계속사업이익	10.3	23.3	28.4	28.7	32.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	10.3	23.3	28.4	28.7	32.4
지배주주	10.7	23.7	28.5	28.7	32.4
총포괄이익	10.3	23.2	28.4	28.7	32.4
매출총이익률 (%)	57.3	57.7	58.2	57.9	58.3
영업이익률 (%)	9.5	10.7	12.0	11.4	12.2
EBITDA 마진률 (%)	12.8	14.4	16.1	15.7	16.5
당기순이익률 (%)	3.9	8.1	9.1	8.7	9.3
ROA (%)	4.9	9.4	9.6	8.7	9.0
ROE (%)	6.5	13.5	14.6	13.1	13.3
ROIC (%)	7.2	12.8	13.6	12.6	13.4

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	35.6	12.8	11.1	11.0	9.7
P/B	2.3	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	11.4	7.8	6.6	6.2	5.4
P/CF	9.2	5.8	7.1	7.3	6.6
배당수익률 (%)	1.3	1.7	1.7	1.8	2.0
성장성 (%)					
매출액	10.3	8.0	9.2	5.1	6.0
영업이익	-13.2	21.6	22.2	0.2	13.2
세전이익	-15.2	32.7	22.8	0.3	13.0
당기순이익	-47.9	126.6	21.9	1.1	13.0
EPS	-46.9	120.7	19.9	0.7	13.0
안정성 (%)					
부채비율	35.1	50.4	53.6	49.6	45.9
유동비율	244.6	185.0	192.1	208.1	226.7
순차입금/자기자본(x)	0.5	6.1	5.3	0.6	-3.9
영업이익/금융비용(x)	167.9	343.9	1,289.4	1,250.0	1,414.8
총차입금 (십억원)	10.0	28.0	37.7	37.7	37.7
순차입금 (십억원)	0.8	11.2	11.0	1.4	-10.0
주당지표(원)					
EPS	555	1,226	1,470	1,481	1,673
BPS	8,557	9,334	10,530	11,713	13,066
CFPS	2,140	2,704	2,304	2,216	2,454
DPS	260	260	280	300	320