

대원제약
(003220.KS)

Analyst 하태기

투자의견 : 매수(유지)

애심종목

심전대보탕

비중확대

Trading

Attention

증장기

단기축소

High risk/High return

Cyclical

Structural change

Turnaround

목표주가: 28,000원(상향)/ 현재주가 : 23,300원 (상승여력 +20.2%)

Peer 제약사 대비 상대적 주가 저평가 매력 있다

주가가 상승했지만 Peer기업대비 상대적으로 소외되었다

대원제약은 처방의약품 중심 제약사이지만 2017년에 OTC(감기약, 유산균) 사업에 진출, 외형이 연평균 7~8%씩 안정적으로 성장해 왔다. 2020년 상반기에는 코로나19로 호흡기제품 중심으로 매출이 정체되었다. 그러나 오랫동안 실적과 주가에서 비교 기업이었던 유나이티드제약 주가는 코로나19 테마에 편입되면서 주가가 엄청나게 급등(최근 3개월 376% 상승, PER 48배), 시가총액이 1.6조원이 되었다. 대원제약의 시총은 현재 4,700억원(최근 3개월 47.2% 상승, PER 18.7배)이다. 주가 상승 가능성은 없을까?

상품도입과 신제품, 그리고 OTC로 코로나19 환경 대처, 4Q20부터 실적 회복 예상

코로나19환경 영향으로 기존 주력 제품 매출은 부진하지만 새로운 품목의 성장이 기대된다.

첫째, 주력 품목인 호흡기 매출이 부진하다. 고성장해 왔던 주력 제품인 코데원포르테(진해거담, 시럽제)가 코로나19 영향으로 감기환자가 감소하여 2020년 상반기 중에 82억원(YoY -27.3%), 펠루비(소염진통) 매출이 126억원(YoY -6.7%)으로 감소했다. 이러한 영향으로 2020년 상반기 매출액은 1,553억원(YoY +0.2%), 영업이익 175억원(YoY +6.9%)에 머물렀고, 특히 2Q20은 매출액은 747억원(YoY -5.1%), 영업이익 74억원(YoY -12.3%)으로 부진했다. 3Q20 영업실적도 2Q20과 유사한 수준이 될 전망이다.

둘째, 상품매출 확대, 코데원포르테 복합제 출시, OTC(일반의약품) 성장으로 대응하고 있다. 상품도입을 늘리고 있다 2019년에 도입한 상품 신바로(골관절염제) 매출이 2020년에 130억원(YoY +30%)으로 전망된다. 신규 상품 테로사(골형성촉진제)가 2020년 5월에, 콤포나(천식치료제 세레타이드 제네릭)가 7월에 출시되었고, 2020년 연간 매출액이 각각 50억원 내외로 추정된다. 향후 추가적인 **상품도입도 가능할 것으로 예상된다.** 특히 코데원포르테 복합제도 4Q20에 출시된다. 가격이 단일제보다 두배정도 되므로 2021년 매출성장에 크게 기여할 것이다. 콜대원(감기약), 장대원(유산균) 등 OTC 매출액은 2019년에 100억원이었고, 2020년에는 130억원으로 성장할 전망이다. 4Q20부터 실적 회복이 가능할 전망이다.

셋째, 판관비 등 비용을 타이트하게 관리하고 있다. 약 1천억원을 투자, 진천공장 가동으로 투자수요가 없다. 타이트한 판관비 관리로 판관비율 2019년 45.6%에서 2020년 43%대로 하향될 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	286.7	30.7	31.2	23.3	1,173	120.8	41.1	13.0	7.8	1.7	13.5
2019	317.8	35.1	35.4	26.9	1,348	14.9	46.9	12.5	7.9	1.7	14.1
2020E	321.1	34.7	32.9	24.7	1,247	-7.5	49.7	18.7	9.9	2.1	11.9
2021E	345.4	39.5	39.3	29.8	1,503	20.6	54.8	15.5	8.1	1.9	13.1
2022E	377.8	43.4	43.2	32.8	1,654	10.0	58.8	14.1	7.1	1.7	13.0

자료: 대원제약, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

신약 Pipeline 확충, 4Q20에 주가 상승 모멘텀 있다 → 목표주가 28,000원으로 상향

동사의 주가는 상대적 주가 기준으로 저평가된 것으로 판단된다. 호흡기 비중이 높아 코로나19 환경하에서 일시적으로 실적이 부진한 상황이지만 코로나19 극복 시 단기간에 회복될 수 있다.

최근 제약사별로 신약 Pipeline 가치가 상향되는 추세이다. **동사의 주가 밸류에이션에서도 R&D부분이 부각될 수 있다.** 연간 R&D비용이 2019년 257억원(매출액 대비 8.4%)이었으며, 2020년에는 300억원(매출액 대비 9.0%)으로 증가했다. 현재 신약 Pipeline 진행 상황을 보면 다음과 같다.

첫째, 고지혈증치료제(DW-4301)를 개발 중이다. 2018년 10월에 국내 임상 1상(단회투여) 완료했다. 2020년 하반기 현재 다회투여 1상 마무리 단계이며, 2021년에 임상 2상진입을 목표로 하고 있다.

둘째, 자궁내막증 신약 Pipeline DW-4902는 티움바이오에서 L/I하여 공동으로 개발 중이다. 현재 국내 2상 IND 신청했고 10월 승인이 목표이다. 유럽(독일) 임상 2a상 IND 신청했다.

셋째, 라파스와 당뇨, 비만 패치형 개량신약을 공동으로 개발하고 있다. 2024년 임상 1상 목표이다.

따라서 2020년 4분기 중에 주가 밸류에이션에서 저평가 매력과 신약 Pipeline 가치 반영으로 주가 상승 모멘텀이 발생할 수 있을 전망이다. 6개월 목표주가는 28,000원(표2)원으로 상향 조정한다. 기존 목표가 격에 R&D부분을 추가했다.

[표 1] 대원제약 신약 Pipeline 현황

Pipeline	계약상대방	대상지역	계약일	계약금액	진행 단계
DW-4301 고지혈증치료제	Sun Pharmaceutical Industries	국내외	2014.11.14		국내 임상 1상(단회) 완료, 국내 임상 1상(반복) 진행 중
DW-4902 자궁내막증치료제	티움바이오	국내	2019.2.25	40억원	국내 임상 2상 IND 신청, 2020년 10월 승인 목표, 유럽 2a상 IND 신청

자료: 대원제약, 상상인증권

[표 2] 대원제약 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

Forward 추정 순이익	272	
적정 PER(배)	16.0	(시럽제품 특화 및 성장)
기업가치	4,350	
R&D가치 평가	900	연간 R&D 3년 금액
바이오투자 등	166	
기업가치 합계	5,416	
발행주식수(주)	20,243,603	
자기주식(주)	619,195	
유통주식수(주)	19,624,408	
적정주가(원)	27,599	

자료: 대원제약, 상상인증권

<신약 Pipeline 가치 평가>

참고로 티움바이오(321550,KQ)는 자궁내막증과 자궁근종, 특발성 폐섬유증이 주력 Pipeline이다. 이 중에서 자궁내막증치료제는 국내시장에 대해서 대원제약이 L/I한 것이다. 티움바이오의 현재 시가총액은 4,389억원이다. 또한 현재까지 고지혈증치료제(DW-4301)에 200억원 이상의 R&D비용이 투입되었고, 국내 고지혈증치료제 시장이 약 1.5조원 내외이다. 아직 임상 1상마무리 단계이지만 신제품개발에 성공한다면 상당한 가치를 창출할 수 있을 것이다. 대원제약의 신약 Pipeline은 아직 초기 단계라 가치를 정확하게 평가하기 어렵지만, 동사의 시가총액에 최소 1천억원 이상의 가치를 부여할 수 있을 것이다. 이는 동사의 R&D비용 3년 수치와 비슷한 수준이다.

[표 3] 대원제약 주요 제품 매출추이

(단위: 억원)

사업부문	매출유형	2017	2018	1Q	2Q	3Q	4Q	2019	1Q	2Q	3QE	4QE	2020E
의약품	코대원 포르테시럽	180	215	55	58	36	74	223	61	21	35	70	187
	(증감률)	11.8%	19.4%	-22.5%	20.8%	33.3%	7.2%	3.7%	10.9%	-63.8%	-3.0%	-5.0%	-16.0%
	클래신건조시럽	88	98	22	26	17	38	103	20	6	19	41	86
	(증감률)	-3.3%	11.4%	-4.3%	4.0%	13.3%	8.6%	5.1%	-9.1%	-76.9%	9.0%	9.0%	-16.6%
	리피원정	109	104	28	27	27	26	108	26	26	30	29	110
	(증감률)	0.0%	-4.6%	12.0%	3.8%	-3.6%	4.0%	3.8%	-7.1%	-3.7%	10.0%	10.0%	2.1%
	에스원엠프	136	118	32	29	35	40	136	35	38	38	43	154
	(증감률)	63.9%	-13.2%	18.5%	0.0%	16.7%	21.2%	15.3%	9.4%	31.0%	9.0%	7.0%	13.2%
	오티렌F정	104	103	26	25	28	33	112	29	30	29	34	122
	(증감률)	-16.8%	-1.0%	0.0%	-3.8%	7.7%	32.0%	8.7%	11.5%	20.0%	4.0%	4.0%	9.3%
	펠루비서방정	145	246	66	69	68	84	287	65	61	66	88	280
	(증감률)	59.3%	69.7%	11.9%	15.0%	19.3%	20.0%	16.7%	-1.5%	-11.6%	-3.0%	5.0%	-2.4%
	레나메진(투석)	53.0	71	20	21	25	28	91	26	28	27	30	111
	(증감률)	-36.1%	34.0%	33.3%	23.5%	31.6%	40.0%	28.2%	30.0%	33.3%	8.0%	8.0%	22.2%
	(증감률)	2.4%	-78.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	-100.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	0.0%
OTC	알포콜린 연질캡슐(추정치)	85	94	25	25	40	37	126	32	35	34	30	130
	(증감률)	18.1%	10.6%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	-15.0%	-20.0%	3.5%
	티지페논(중성지방혈증)	44	71	22	21	23	22	88	23	24	26	26	100
	(증감률)	91.3%	61.4%	37.5%	23.5%	21.1%	15.8%	23.9%	4.5%	14.3%	14.0%	20.0%	13.2%
	코대원정(추정치)	35	42	14	9	9	19	50	15	9	10	23	57
	(증감률)	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	8.5%	4.2%	20.0%	20.0%	14.1%
	기타	1,530	1,686	454	478	448	472	1,854	474	469	443	486	1,872
	(증감률)	-20.1%	10.2%	15.4%	17.7%	7.2%	0.9%	10.0%	4.5%	-1.9%	-1.0%	3.0%	1.0%
	합계 매출	2,655	2,867	763	788	755	873	3,178	806	747	757	900	3,211
	(증감률)	10.3%	8.0%	7.2%	11.4%	16.9%	8.8%	10.9%	5.6%	-5.1%	0.2%	3.2%	1.0%

자료: 대원제약, 상상인증권

[표 4] 대원제약 분기별 요약 영업실적(연결기준)

12월 결산	2019				2020E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	763	788	755	873	806	747	757	900
영업이익	79	84	84	104	101	74	77	95
세전이익	80	84	85	105	98	59	78	95
순이익	57	63	63	85	73	44	58	72
YoY(%)								
매출액	7.2	11.4	16.9	8.8	5.6	-5.1	0.2	3.2
영업이익	-10.3	11.2	17.7	43.9	27.4	-12.3	-8.0	-8.7
세전이익	-10.0	12.9	20.3	33.6	22.4	-29.5	-8.6	-10.0
순이익	-14.3	18.6	26.6	35.4	27.7	-29.6	-8.1	-15.8

자료: 대원제약, 상상인증권

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	106.7	121.5	132.5	163.5	197.4
현금 및 현금성자산	14.9	13.0	24.1	67.7	93.1
매출채권 및 기타채권	45.0	48.1	44.4	42.8	46.9
재고자산	44.3	52.2	54.3	42.8	46.9
기타유동자산	2.6	8.3	9.7	10.1	10.6
비유동자산	168.7	206.0	208.2	205.6	203.5
관계기업투자등	1.1	7.2	6.8	7.1	7.4
유형자산	134.7	156.5	153.2	147.7	142.9
무형자산	18.9	20.5	24.5	26.1	27.6
자산총계	275.4	327.5	340.8	369.1	400.9
유동부채	57.7	61.7	56.9	59.3	62.1
매입채무 및 기타채무	19.9	20.9	20.8	22.5	24.7
단기금융부채	19.0	20.8	20.4	20.4	20.4
기타유동부채	18.8	20.0	15.8	16.4	17.1
비유동부채	34.5	61.6	65.0	66.4	67.8
장기금융부채	9.0	30.3	30.8	30.8	30.8
기타비유동부채	25.5	31.3	34.2	35.6	37.0
부채총계	92.2	123.3	121.9	125.7	130.0
지배주주지분	183.5	204.9	219.8	244.3	271.9
자본금	9.5	9.8	10.1	10.1	10.1
자본잉여금	9.9	9.6	9.3	9.3	9.3
이익잉여금	167.8	188.3	208.2	232.7	260.3
비지배주주지분(연결)	-0.3	-0.7	-0.9	-0.9	-0.9
자본총계	183.2	204.2	218.8	243.4	270.9
현금흐름표					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	40.0	31.0	40.5	61.5	43.9
당기순이익(손실)	23.3	26.9	24.7	29.8	32.8
비현금수익비용가감	29.9	30.8	24.8	16.2	16.5
유형자산감가상각비	8.2	9.6	12.5	12.4	12.4
무형자산상각비	2.2	2.2	2.5	2.8	3.0
기타현금수익비용	-0.1	-0.1	9.8	1.0	1.1
영업활동 자산부채변동	-3.9	-16.8	-3.3	15.4	-5.3
매출채권 감소(증가)	2.6	-3.1	3.9	1.6	-4.1
재고자산 감소(증가)	-10.8	-9.9	-3.0	11.5	-4.1
매입채무 증가(감소)	14.2	0.9	0.2	1.8	2.1
기타자산, 부채변동	-9.9	-4.8	-4.3	0.6	0.6
투자활동 현금	-41.7	-47.7	-17.9	-12.6	-13.3
유형자산처분(취득)	-40.7	-32.9	-9.5	-6.9	-7.6
무형자산 감소(증가)	-1.8	-3.6	-4.2	-4.5	-4.5
투자자산 감소(증가)	3.6	0.6	-2.7	-0.3	-0.3
기타투자활동	-2.9	-11.7	-1.5	-1.0	-1.0
재무활동 현금	12.9	14.8	-11.4	-5.3	-5.3
차입금의 증가(감소)	18.0	20.9	-0.6	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-4.7	-4.9	-5.3	-5.3	-5.3
배당금의 지급	4.7	4.9	5.3	5.3	5.3
기타재무활동	-0.4	-1.2	-5.5	0.0	0.0
현금의 증가	11.2	-1.9	11.1	43.6	25.3
기초현금	3.7	14.9	13.0	24.1	67.7
기말현금	14.9	13.0	24.1	67.7	93.1

자료: 대원제약, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	286.7	317.8	321.1	345.4	377.8
매출원가	121.2	137.7	148.2	153.9	168.1
매출총이익	165.5	180.2	172.8	191.5	209.7
판매비와 관리비	134.7	145.0	138.2	152.0	166.2
영업이익	30.7	35.1	34.7	39.5	43.4
(EBITDA)	41.1	46.9	49.7	54.8	58.8
금융손익	0.2	0.0	-0.8	-0.8	-0.8
이자비용	0.1	0.3	1.2	1.1	1.1
관계기업등 투자손익	0.2	0.1	0.4	0.4	0.4
기타영업외손익	0.1	0.2	-1.4	0.1	0.1
세전계속사업이익	31.2	35.4	32.9	39.3	43.2
계속사업법인세비용	7.9	8.5	8.1	9.4	10.4
계속사업이익	23.3	26.9	24.7	29.8	32.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.3	26.9	24.7	29.8	32.8
지배주주	23.7	27.3	25.2	30.4	33.5
총포괄이익	23.2	27.9	24.7	29.8	32.8
매출총이익률 (%)	57.7	56.7	53.8	55.4	55.5
영업이익률 (%)	10.7	11.0	10.8	11.4	11.5
EBITDA마진률 (%)	14.4	14.8	15.5	15.9	15.6
당기순이익률 (%)	8.1	8.5	7.7	8.6	8.7
ROA (%)	9.4	9.1	7.6	8.6	8.7
ROE (%)	13.5	14.1	11.9	13.1	13.0
ROIC (%)	12.8	12.6	11.4	13.6	15.6

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	13.0	12.5	18.7	15.5	14.1
P/B	1.7	1.7	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	7.8	7.9	9.9	8.1	7.1
P/CF	8.9	8.2	9.5	10.2	9.6
배당수익률 (%)	1.7	1.5	1.1	1.1	1.1
성장성 (%)					
매출액	8.0	10.9	1.0	7.6	9.4
영업이익	21.6	14.2	-1.3	14.1	9.9
세전이익	32.7	13.3	-7.0	19.3	10.0
당기순이익	126.6	15.4	-7.9	20.5	10.0
EPS	120.8	14.9	-7.5	20.6	10.0
안정성(%)					
부채비율	50.4	60.4	55.7	51.7	48.0
유동비율	185.0	196.9	232.8	275.5	317.6
순차입금/자기자본	6.1	15.6	8.2	-10.7	-19.1
영업이익/금융비용	343.9	130.7	28.0	34.6	38.0
총차입금 (십억원)	28.0	51.2	51.2	51.2	51.2
순차입금 (십억원)	11.2	31.9	18.0	-25.9	-51.7
주당지표(원)					
EPS	1,173	1,348	1,247	1,503	1,654
BPS	9,067	10,124	10,856	12,070	13,431
CFPS	2,627	2,849	2,446	2,276	2,434
DPS	260	260	260	260	260

Stock Data

KOSPI(9/7)	2,384.2pt
시가총액	4,717억원
발행주식수	20,244천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	27,000/10,150원
90일 일평균거래대금	399억원
외국인 지분율	18.6%
배당수익률(20.12E)	1.1%
BPS(20.12E)	10,856원

주가수익률

(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	8.8	7.6	56.3	58.8
상대수익률	6.3	6.2	39.5	30.1

주주구성

백승열 (외 11 인)	38.7%
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC (외 3인)	10.0%
국민연금공단 (외 1인)	5.1%

Stock Price





Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 하태기)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 기관투자가 또는 제3자에게 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 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	51.1%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	1.9%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	47.0%	
		합계		100.0%	