

Analyst 김형수 · 02)6923-7339 · knkhs79@capefn.com

**대원제약 (003220KS | Buy 신규 | TP 22,000원 신규)****코로나 보릿고개 끝이 보인다**

대원제약은 1958년 1월에 설립된 중견제약사로 신약과 개량신약을 꾸준히 개발, 출시하고 있는 제제기술력을 확보한 기업입니다. 코로나 백신 및 치료제 출시가 기대되는 2021년도에는 동사의 성공스토리가 이어질 것으로 전망됩니다. 대원제약에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 22,000원으로 커버리지를 개시합니다.

**회사소개**

- 1958년 1월 부산에서 창업. 1961년 8월 법인전환
- 최대주주(백승열) 및 특수관계인 38.7% / 2019년 매출 기준 로컬 57.8%, 종병 20.7%, 수탁 15.2%, 수출 3.4% 구성
- 자체개발 국산신약 12호 '펠루비'와 제제기술을 바탕으로 다수의 개량신약을 출시

**투자포인트**

- '코데원포르테에스시럽' 신제품 출시로 높은 보험약가 확보. 2021년 매출 및 수익성 확대 전망
- 2020년 말 신규 오리지날 도입품목 추가 예정으로 매출 성장가능성 높음
- 2021년 상반기 코로나 백신 출시에 따른 일상으로의 회귀에 따라 기존 호흡기 및 감기환자 발생 전망

**투자의견 'BUY', 목표주가 22,000원으로 커버리지 개시**

- 신제품 3개(코데원포르테에스시럽, 도입품목 2개) 출시로 2021년 성장스토리 복귀 전망
- 2020년 매출액 3,213억원(YoY +1.1%), 영업이익 338억원(YoY -3.7%)으로 코로나 영향에도 실적 선방
- 2020년 예상매출액, 3년 평균 PSR 1.4, 투자지분가치(상장 비상장 구분)를 반영하여 목표주가 22,000원 산정

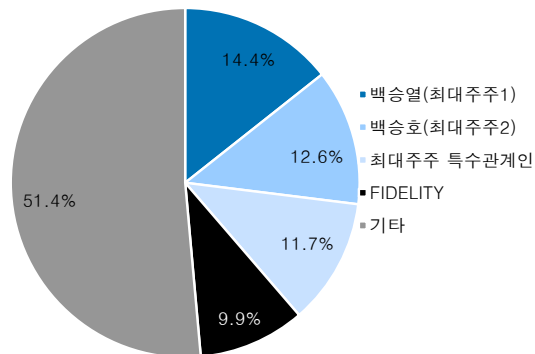
**Stock Data****경영실적 전망**

| 결산기(12월)  | 단위    | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | (십억원) | 287   | 318   | 321   | 357   | 386   |
| 영업이익      | (십억원) | 31    | 35    | 34    | 38    | 41    |
| 영업이익률     | (%)   | 10.7  | 11.0  | 10.5  | 10.6  | 10.6  |
| 순이익       | (십억원) | 24    | 27    | 24    | 29    | 32    |
| EPS       | (원)   | 1,173 | 1,348 | 1,166 | 1,436 | 1,569 |
| 증감률       | (%)   | 121.0 | 14.9  | -13.5 | 23.2  | 9.3   |
| PER       | (배)   | 13.0  | 12.5  | 15.9  | 13.0  | 11.9  |
| PBR       | (배)   | 1.6   | 1.6   | 1.7   | 1.5   | 1.4   |
| ROE       | (%)   | 13.3  | 13.9  | 10.9  | 12.2  | 12.1  |
| EV/EBITDA | (배)   | 7.8   | 7.9   | 8.4   | 7.3   | 6.5   |
| 순차입금      | (십억원) | 12    | 32    | 18    | 4     | -16   |
| 부채비율      | (%)   | 50.4  | 60.4  | 55.0  | 53.0  | 50.2  |

CAPE

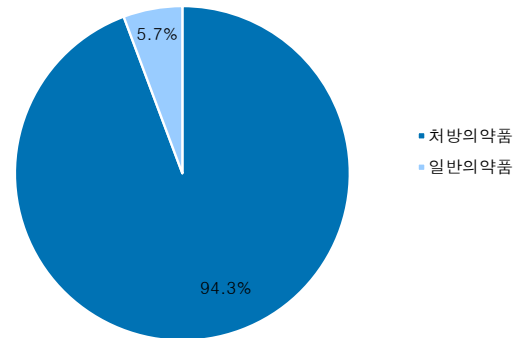
## 회사소개

그림1. 주주현황



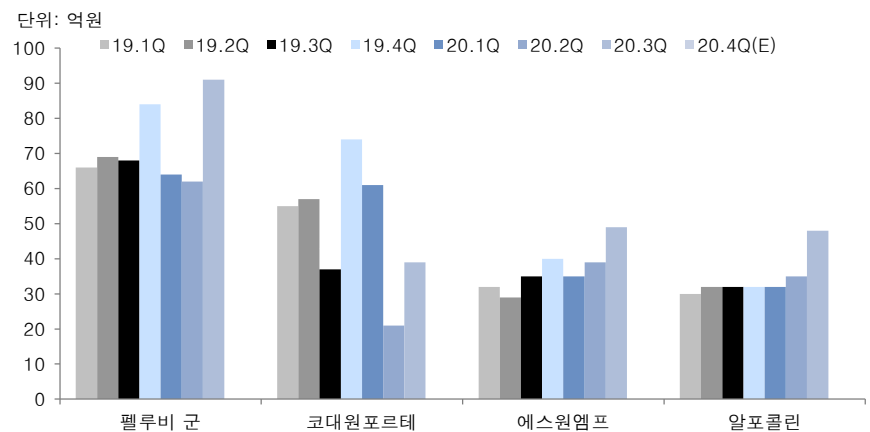
자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치센터

그림2. 사업부별 매출 비중



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치센터

그림3. 주요제품 매출 현황



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치센터

표1. 대원제약 연구개발 현황

| 회사   | 구분      | 연구시작 | 프로젝트명   | 적응증          | 개발단계                         |
|------|---------|------|---------|--------------|------------------------------|
| 대원제약 | 합성신약    | 2014 | DW-4301 | 고지혈증(이상지질혈증) | 임상1 (완료)                     |
| 대원제약 | 합성신약    | 2016 | DW-4902 | 자궁근종, 자궁내막증  | 임상2 IND신청(국내),<br>임상1b완료(독일) |
| 대원제약 | 개량/복합신약 | 2017 | 펠루비서방정  | 해열진통소염제      | 허가변경 완료                      |
| 대원제약 | 개량/복합신약 | 2017 | DW-1704 | 내분비계         | 선도연구                         |
| 대원제약 | 개량/복합신약 | 2018 | DW-1805 | 내분비계         | 선도연구(제제연구)                   |
| 대원제약 | 개량/복합신약 | 2018 | DW-1806 | 내분비계         | 선도연구(제제연구)                   |
| 대원제약 | 개량/복합신약 | 2019 | DW-1902 | 내분비계         | 임상1                          |

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치센터

표2. 오픈이노베이션 현황

| 회사   | 계약현황  | 계약체결일       | 파트너사                               | 품목      | 적응증          |
|------|-------|-------------|------------------------------------|---------|--------------|
| 대원제약 | 라이선스인 | 2014.11.14. | Sun Pharmaceutical Industries Ltd. | DW-4301 | 고지혈증(이상지질혈증) |
| 대원제약 | 라이선스인 | 2019.02.25. | (주)티움바이오                           | DW-4902 | 자궁근종, 자궁내막증  |

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

## 실적전망

### 4 분기 실적 전망

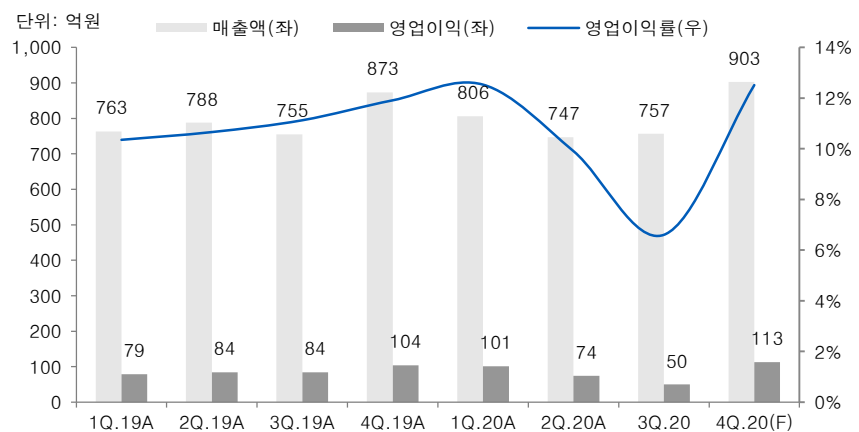
표3. 분기별 실적 전망

(단위:억원)

| 구분    | 1Q.19A | 2Q.19A | 3Q.19A | 4Q.19A | 1Q.20A | 2Q.20A | 3Q.20 | 4Q.20(F) | YoY   | QoQ    |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|----------|-------|--------|
| 매출액   | 763    | 788    | 755    | 873    | 806    | 747    | 757   | 903      | 3.4%  | 19.3%  |
| 영업이익  | 79     | 84     | 84     | 104    | 101    | 74     | 50    | 113      | 8.7%  | 126.0% |
| 순이익   | 57     | 63     | 63     | 85     | 73     | 44     | 37    | 79       | -7.1% | 113.5% |
| 영업이익률 | 10.4%  | 10.7%  | 11.1%  | 11.9%  | 12.5%  | 9.9%   | 6.6%  | 12.5%    |       |        |
| 순이익률  | 7.5%   | 8.0%   | 8.3%   | 9.7%   | 9.1%   | 5.9%   | 4.9%  | 8.7%     |       |        |

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 분기별 실적 전망



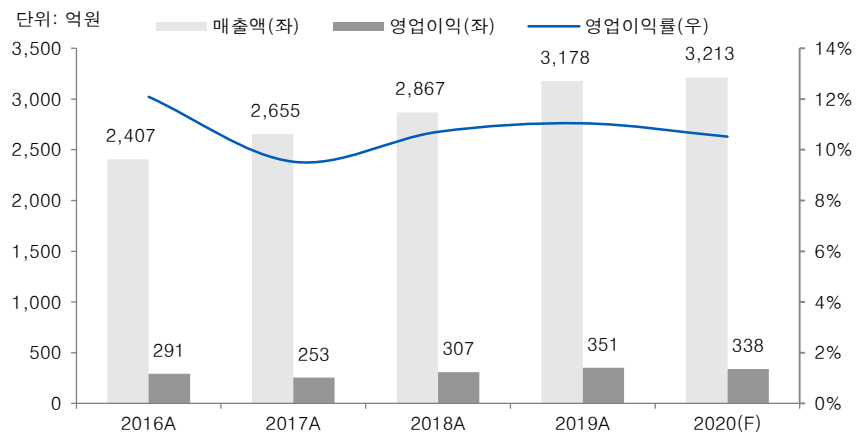
자료: 케이프투자증권 리서치본부

## 연간 실적 전망

| 표4. 연도별 실적 전망 |       |       |       |         | (단위:억원) |
|---------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 구분            | 2017A | 2018A | 2019A | 2020(F) | YoY     |
| 매출액           | 2,655 | 2,867 | 3,178 | 3,213   | 1.1%    |
| 영업이익          | 253   | 307   | 351   | 338     | -3.7%   |
| 순이익           | 103   | 233   | 269   | 233     | -13.4%  |
| 영업이익률         | 9.5%  | 10.7% | 11.0% | 10.5%   |         |
| 순이익률          | 3.9%  | 8.1%  | 8.5%  | 7.3%    |         |

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 연도별 실적 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

대원제약 | 코로나 보릿고개 끝이 보인다

| 재무상태표       |       |       |       |       | 포괄손익계산서         |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)       | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | (십억원)           | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 유동자산        | 122   | 133   | 159   | 188   | 매출액             | 318   | 321   | 357   | 386   |
| 현금및현금성자산    | 13    | 24    | 38    | 56    | 증가율(%)          | 10.9  | 1.1   | 11.2  | 7.9   |
| 매출채권 및 기타채권 | 48    | 45    | 50    | 54    | 매출원가            | 138   | 140   | 155   | 167   |
| 재고자산        | 52    | 56    | 62    | 67    | 매출총이익           | 180   | 182   | 202   | 218   |
| 비유동자산       | 206   | 211   | 217   | 221   | 매출총이익률(%)       | 56.7  | 56.6  | 56.6  | 56.6  |
| 투자자산        | 15    | 15    | 15    | 16    | 판매비와 관리비        | 145   | 148   | 164   | 177   |
| 유형자산        | 156   | 158   | 162   | 166   | 영업이익            | 35    | 34    | 38    | 41    |
| 무형자산        | 20    | 24    | 26    | 26    | 영업이익률(%)        | 11.0  | 10.5  | 10.6  | 10.6  |
| 자산총계        | 328   | 345   | 376   | 409   | EBITDA          | 47    | 47    | 52    | 55    |
| 유동부채        | 62    | 58    | 62    | 65    | EBITDA M%       | 14.8  | 14.6  | 14.4  | 14.3  |
| 매입채무 및 기타채무 | 31    | 28    | 31    | 33    | 영업외손익           | 0     | -3    | 0     | 0     |
| 단기차입금       | 20    | 20    | 20    | 20    | 지분법관련손익         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유동성장기부채     | 1     | 0     | 0     | 0     | 금융손익            | 0     | -1    | 0     | 0     |
| 비유동부채       | 62    | 64    | 68    | 71    | 기타영업외손익         | 0     | -2    | 0     | 0     |
| 사채 및 장기차입금  | 30    | 30    | 30    | 30    | 세전이익            | 35    | 31    | 38    | 41    |
| 부채총계        | 123   | 122   | 130   | 137   | 법인세비용           | 8     | 7     | 9     | 10    |
| 지배기업소유지분    | 205   | 223   | 247   | 274   | 당기순이익           | 27    | 23    | 29    | 31    |
| 자본금         | 10    | 10    | 10    | 10    | 지배주주순이익         | 27    | 24    | 29    | 32    |
| 자본잉여금       | 10    | 10    | 10    | 10    | 지배주주순이익률(%)     | 8.5   | 7.2   | 8.0   | 8.1   |
| 이익잉여금       | 188   | 207   | 231   | 257   | 비지배주주순이익        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타자본        | -3    | -3    | -3    | -3    | 기타포괄이익          | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 비지배지분       | -1    | -1    | -2    | -2    | 총포괄이익           | 26    | 23    | 29    | 31    |
| 자본총계        | 204   | 222   | 246   | 272   | EPS 증가율(% , 지배) | 14.9  | -13.5 | 23.2  | 9.3   |
| 총차입금        | 51    | 51    | 51    | 51    | 이자손익            | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 순차입금        | 32    | 18    | 4     | -16   | 총외화관련손익         | 0     | 0     | 0     | 0     |

| 현금흐름표            |       |       |       |       | 주요지표         |        |        |        |        |
|------------------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원)            | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |              | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 영업활동 현금흐름        | 31    | 37    | 39    | 43    | 총발행주식수(천주)   | 19,663 | 20,244 | 20,244 | 20,244 |
| 영업에서 창출된 현금흐름    | 41    | 45    | 48    | 53    | 시가총액(십억원)    | 340    | 397    | 397    | 397    |
| 이자 수취            | 0     | 0     | 0     | 0     | 주가(원)        | 16,804 | 19,600 | 19,600 | 19,600 |
| 이자 지급            | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS(원)       | 1,348  | 1,166  | 1,436  | 1,569  |
| 배당금 수입           | 0     | 0     | 0     | 0     | BPS(원)       | 10,309 | 11,223 | 12,407 | 13,724 |
| 법인세부담액           | -10   | -7    | -9    | -10   | DPS(원)       | 260    | 260    | 260    | 260    |
| 투자활동 현금흐름        | -48   | -20   | -20   | -19   | PER(X)       | 12.5   | 15.9   | 13.0   | 11.9   |
| 유동자산의 감소(증가)     | -4    | -2    | -1    | -1    | PBR(X)       | 1.6    | 1.7    | 1.5    | 1.4    |
| 투자자산의 감소(증가)     | -9    | 0     | 0     | 0     | EV/EBITDA(X) | 7.9    | 8.4    | 7.3    | 6.5    |
| 유형자산 감소(증가)      | -33   | -11   | -14   | -15   | ROE(%)       | 13.9   | 10.9   | 12.2   | 12.1   |
| 무형자산 감소(증가)      | -4    | -7    | -5    | -3    | ROA(%)       | 8.9    | 6.9    | 7.9    | 8.0    |
| 재무활동 현금흐름        | 15    | -6    | -5    | -5    | ROIC(%)      | 11.9   | 10.5   | 11.2   | 11.7   |
| 사채 및 차입금증가(감소)   | 23    | -1    | 0     | 0     | 배당수익률(%)     | 1.5    | 1.3    | 1.3    | 1.3    |
| 자본금및자본잉여금 증감     | 0     | 0     | 0     | 0     | 부채비율(%)      | 60.4   | 55.0   | 53.0   | 50.2   |
| 배당금 지급           | -5    | -5    | -5    | -5    | 순차입금/자기자본(%) | 15.8   | 8.2    | 1.6    | -5.7   |
| 외환환산으로 인한 현금변동   | 0     | 0     | 0     | 0     | 유동비율(%)      | 196.9  | 230.5  | 256.1  | 286.3  |
| 연결범위변동으로 인한 현금증감 | 0     | 0     | 0     | 0     | 이자보상배율(X)    | 130.7  | 98.3   | 110.7  | 119.8  |
| 현금증감             | -2    | 11    | 14    | 19    | 총자산회전율       | 1.1    | 1.0    | 1.0    | 1.0    |
| 기초현금             | 15    | 13    | 24    | 38    | 매출채권 회전율     | 6.8    | 6.9    | 7.6    | 7.5    |
| 기말현금             | 13    | 24    | 38    | 56    | 재고자산 회전율     | 6.6    | 6.0    | 6.1    | 6.0    |
| FCF              | -2    | 26    | 25    | 27    | 매입채무 회전율     | 4.6    | 4.8    | 5.3    | 5.2    |

자료: 케이프투자증권