

대원제약

(003220)

Feb 08, 2021 / 21-05

매출 회복 + R&D 모멘텀 부각

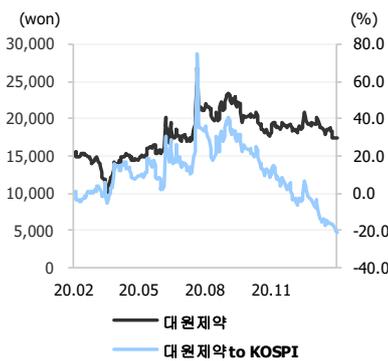
- ▶ 폐암 신약후보물질 'LB-217' 계약 체결로 중장기 성장동력 마련
- ▶ '21년 '코대원포르테에스시럽', '뉴베인' 등 신제품 출시효과로 매출 성장 기대
- ▶ '21년 예상실적 매출액 3,438억원(+11.4% YoY), 영업이익 338억원(+42.6% YoY) 전망

Buy (신규)

목표주가 22,000원(+23.9%)

현재가 (원)	17,750
액면가 (원)	500
자본금 (억원)	101
시가총액 (억원)	3,593
상장주식수 (만주)	2,024
외국인보유비중 (%)	18.0
60일 평균거래량 (주)	217,836
52주 최고/최저 (원)	27,000 / 10,150
주요주주	백승열 14.4 %

Stock Performance



차세대 폐암치료제 'LB-217' 계약 체결로 성장동력 마련

- ▶ 1/21일 엘베이스社 차세대 폐암치료제 'LB-217' 라이선스 및 공동개발 계약 체결. 'LB-217'은 Beclin1, CAGE 결합을 억제해 항암제 내성 발현을 지연시키는 물질. 'LB-217' 투입한 폐암 세포주에서 표적항암제 'Osimertinib', 'Erlotinib' 적용 시 폐암 세포주 성장 억제 결과 확인. 향후 비소세포폐암 환자 대상 표적치료제 및 면역항암제 병용투여 시 치료효과 증진 기대. '21년 다국가 임상 1/2상 진행 계획으로 중장기 R&D 모멘텀 확보.

2021년 매출 회복과 R&D 성과 기대

- ▶ 4Q20 실적은 매출액 778억원(-10.3% YoY), 영업이익 12억원(-88.6% YoY), 당기순이익 35억원(-58.3% YoY)으로 시장 컨센서스 하회. 이는 코로나19 영향에 따른 호흡기 부문 매출 감소 및 'DW-4301', 'DW-4902' 등 파이프라인 임상 진행에 따른 연구개발비 증가 영향.
- ▶ 2021년 예상 실적은 매출액 3,438억원(+11.4% YoY), 영업이익 338억원(+42.6% YoY, OPM 9.8%), 당기순이익 265억원(+42.5% YoY)으로 전망. 코로나19 백신 도입으로 부진했던 ETC 부문 매출 회복 예상. 또한 '코대원포르테에스시럽', '뉴베인' 등 OTC 품목의 신제품 출시효과로 매출성장 기대. 다만, 신약개발 등 연구개발비 증가 영향으로 영업이익은 다소 부진할 전망.

투자의견 'Buy', 목표주가 22,000원으로 커버리지 개시

- ▶ 동시에 대해 목표주가 22,000원, 투자의견 Buy를 제시하며 커버리지 개시. 목표주가 22,000원은 12Fwd EPS에 Peer Group 평균 PER 16.4배를 적용해 산출. 코로나19 백신 도입으로 ETC 주요 품목들의 매출 회복이 예상되고, '코대원포르테에스시럽' 등 신제품 출시효과 및 개량신약 3품목 발매로 실적 개선 기대. 또한 'DW-4902', 'DW-4301' 임상 개시 등 다수 R&D 파이프라인 성과 가시화가 가능하다는 점에서 투자 매력도는 높다고 판단.

결산월	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	지배주주순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	2,655	253	235	107	531	36.2	12.0	2.5	6.5
2018	2,867	307	312	237	1,173	13.0	8.4	1.9	13.5
2019	3,178	351	354	273	1,348	12.5	8.6	1.8	14.1
2020E	3,085	237	238	189	935	20.7	12.6	2.0	9.0
2021E	3,438	338	342	269	1,327	13.6	9.0	1.6	11.5

투자포인트 및 실적전망

▶ '21년 제약 부문 매출 회복 및 연구개발 모멘텀 부각

- ▶ 동사의 투자포인트는 다음과 같다. 1) '21년 코로나19 영향으로 부진했던 호흡기 부문 매출 회복, 2) '뉴베인', '큐오반', '코대원포르테에스시럽' 등 OTC 브랜드 신제품 출시효과, 3) '테로사', '신바로', '콤포나' 등 도입 상품의 매출 확대, 4) 연내 개량신약 3품목 발매와 'DW-4301', 'DW-4902' 임상 개시 및 'LB-217' 임상 신청 등 개발중인 다수 R&D 파이프라인 성과 기대감 등이 있다.
- ▶ '21년 예상 매출액은 3,438억원(+11.4% YoY), 영업이익 338억원(+42.6% YoY, OPM 9.8%), 당기순이익 265억원(+42.5% YoY)으로 추정한다. 이는 '21년 코로나19 백신 도입으로 매출이 감소했던 '코대원포르테', '펠루비' 등 매출 회복과 '코대원포르테에스시럽' 신제품('21년 개량신약 3개 품목 출시 예정) 출시 효과에 기인한다.

표 1 _ 목표주가 산정

(단위 : 원, %)

(원)	비고
EPS	1,327 2021(E) EPS
적용 P/E(배)	16.4 21F Peer Group 평균 P/E 적용(중견 제약사)
주당 적정가치	21,763
목표주가	22,000
현재주가	17,750
상승여력(%)	23.9%

자료 : 부국증권 리서치센터 추정

표 2 _ 분기별 실적추정 (연결기준)

(단위 : 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2019	2020P	2021E
매출액	763	788	755	873	806	747	757	775	3,178	3,085	3,438
영업이익	79	84	84	104	101	74	50	12	351	237	338
순이익	57	63	63	85	73	44	34	35	270	186	265
영업이익률	10.4%	10.7%	11.1%	11.9%	12.5%	9.9%	6.7%	1.7%	11.0%	7.7%	9.8%
(증감률, YoY)											
매출액	7.2%	11.4%	16.9%	8.8%	5.6%	-5.1%	0.3%	-11.2%	10.9%	-2.9%	11.4%
영업이익	-10.3%	11.2%	17.7%	43.9%	27.4%	-12.3%	-39.9%	-58.8%	14.2%	-32.4%	42.6%
순이익	-14.3%	18.6%	26.6%	35.4%	27.7%	-29.6%	-47.0%	-59.0%	15.4%	-30.7%	42.5%

자료 : 대원제약, 부국증권 리서치센터 추정

기업개요

▶ **호흡기 부문 특화된 중견제약사**

▶ 대원제약은 1958년 1월 설립되어 1999년 12월 상장된 중견제약사다. 전문의약품(ETC) 중심의 제품 포트폴리오를 구축하고 있고, 주요 품목으로는 해열소염진통제 ‘펠루비’, 진해거담제 ‘코대원포르테’, 위염, 위식도역류질환 ‘에스원엠프’, 고지혈증 ‘리피원’ 등이 있다. 2007년 4월 국내 12호 신약으로 허가받은 ‘펠루비’는 연간 200억원 이상의 매출을 올리는 블록버스터 제품이며, 이외에도 100억원 이상 실적을 보이는 제품 7개를 보유하고 있다. 매출 비중(3Q20)은 심혈관계 23.0%, 호흡기계 15.0%, 소화기계 18.6%, 근골격계 17.6%, 신경계 9.9%, 전신성항암 5.7%, 기타 10.2% 순이다. 동사는 심혈관, 호흡기, 소화기, 근골격계 부문으로 특화되어 있을 뿐 아니라 오픈 이노베이션을 통한 신약 개발과 품목 도입 등을 진행하고 있다. ‘21년 코로나19 백신이 도입되며 부진했던 호흡기계 매출이 회복될 것으로 전망된다.

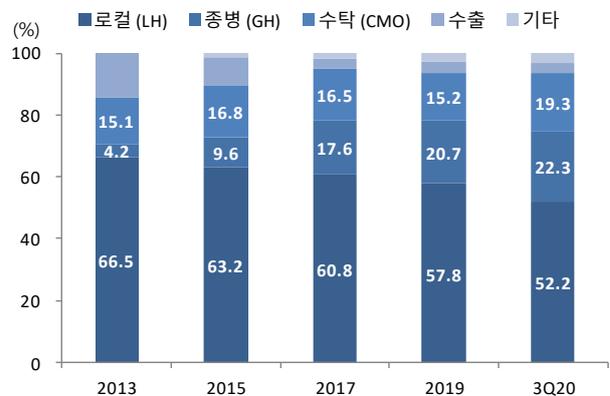
▶ 동사가 개발중인 파이프라인으로는 고지혈증 치료제 ‘DW-4301’ 임상 2상, 자궁근종 및 자궁내막증 치료제 ‘DW-4902’ 임상 2상 단계에 있으며, 지난 1/21일 엘베이스社로부터 도입한 차세대 폐암치료제 ‘LB-217’이 다국가 임상 1/2상 신청 예정에 있다. 이외에도 비만 등 질환을 적응증으로 하는 GLP-1(Glucagon-like peptide-1) 패치와 안구건조증 치료용 렌즈를 개발하고 있다.

그림 1 _ 매출액 및 영업이익률 추이



자료 : 대원제약, 부국증권 리서치센터 추정

그림 2 _ 사업부별 매출 비중



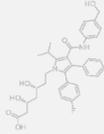
자료 : 대원제약, 부국증권 리서치센터

표 3 _ 주요 품목 분기별 매출액

품목	적응증/대상질환	2018	2019	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
펠루비, 펠루비CR	해열소염진통제	245	287	55	71	66	69	68	84	64	62	68
코대원포르테	진해거담제	215	223	27	69	55	57	37	74	61	21	24
에스원엠프	위염, 위식도역류질환	118	136	30	33	32	29	35	40	35	39	39
알포콜린	퇴행성뇌기질성정신증후군 등	94	126	24	25	30	32	32	32	32	35	45
오티렌, 오티렌F	위염 등	103	112	25	26	26	25	28	34	29	30	30
레나메진	투석지연	71	91	19	20	20	21	25	25	26	27	30
리피원	고지혈증	104	108	27	26	28	27	27	26	26	26	26
티지페논	중성지방혈증	71	88	19	19	22	21	23	22	23	24	25
트윈콤비	고혈압	60	85	22	16	22	21	21	21	22	22	22
전사 매출액 합계		2,836	3,153	638	795	756	781	749	867	800	742	753

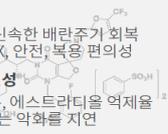
자료 : 대원제약, 부국증권 리서치센터

그림 3 _ 고지혈증 치료제 ‘DW-4301’

Pre-clinical	P1a (SAD)	P1b (MAD)	P2	P3	허가·약가 신청	발매 (2024E)
작용기전	HMG-CoA reductase inhibitor (Statin)					
목표 적응증	고지혈증 등					
개발단계	임상 1b상 완료 → 2상 IND 신청					
Co-developer						
 낮은 약물간 상호작용 낮은 CYP450 대사율 → CYP 대사 타 약물과의 간섭 부작용 경감						
 높은 간 선택성 근육 조직 등 타 신체부위가 아닌 간에서의 대사율 높음 → 약물 자체의 부작용 감소 (근독성 감소)						

자료 : 대원제약, 부국증권 리서치센터

그림 4 _ 자궁근종 치료제 ‘DW-4902’

Pre-clinical	P1	P2a (국내, 해외)	P2b (해외)	P3	허가·약가 신청	발매 (2024E)
작용기전	Gonadotropin-releasing hormone antagonist					
목표 적응증	자궁근종, 자궁내막증 등 (향후 확대)					
개발단계	국내 2상 IND 승인, 유럽(러시아 등) 2a상 IND 승인					
Co-developer						
 장기간 사용 가능한 안전한 경구제 경구형 (주사제 대비 편의성), 즉효성, 복용 중단시 신속한 배란주기 회복 → GnRH agonist 대비 초기 호르몬 상승 부작용 X, 안전; 복용 편의성						
 타 GnRH antagonist 대비 우수한 효능 및 안전성 Elagolix 등 선행 물질 대비 우수한 황체형성호르몬, 에스트라디올 억제율 → LH와 FSH 분비 차단 · 감소 → 증상의 개선 또는 약화를 지연						

자료 : 대원제약, 부국증권 리서치센터

표 4 _ 신약 파이프라인

분류	파이프라인	적응증	2021				2022				2023				2024				
			1Q	2Q	3Q	4Q													
신약 (NCE)	DW-4301	고지혈증																	
	DW-4902	자궁내막증																	
	DW-4801	(Classified)																	
	DW-4021	(Classified)																	
신약 (Other)	(GLP-1)	비만 등																	
	(Contactlens)	안구건조증																	
개발신약 (IMD)	DW-2802	심혈관계																	
	DW-1502	신경계																	
	DW-1809	근골격계																	
	-	혈액·조혈기관																	
	DW-1808	근골격계																	
	DW-1903	소화기계																	
	DW-2701	내분비계																	
	DW-1806	내분비계																	
	-	내분비계																	
	DW-1703	내분비계																	
	DW-1804	내분비계																	
	DW-1902	내분비계																	
	DW-1805	내분비계																	
	DW-1704	순환기계																	
DW-5703	내분비계																		

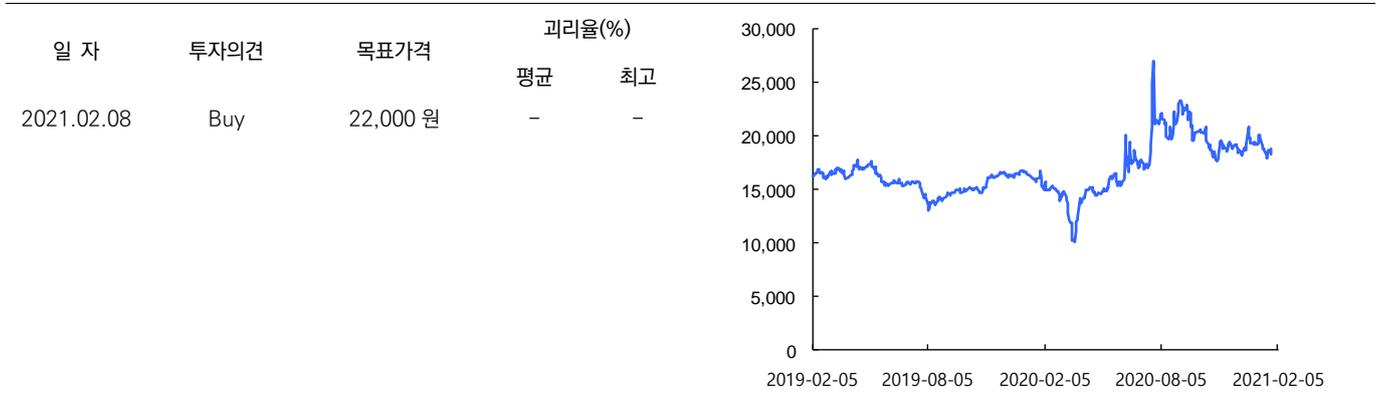
자료 : 대원제약, 부국증권 리서치센터

Compliance Note

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 증가상승이 예상되는 경우	기업분석
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 증가상승이 예상되는 경우	
Hold (중립)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우	
Sell (매도)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 증가 하락이 예상되는 경우	
Overweight (비중 확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때	산업분석
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때	
Underweight (비중 축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때	

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이



본 자료는 2021년 2월 8일에 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 본 자료 발간일 기준 지난 1년간 기업의 주권 최초 상장과 관련하여 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 신호섭

본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적차와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

당사 조사분석자료 투자의견 비중(%)

(기준일 2021. 2. 8)

투자의견	Buy(매수)	Hold(중립)	Sell(매도)	합계
비중(%)	87.5%	12.5%	-	100%

* 당사의 기업분석보고서 투자의견 비율은 연간누적으로 집계하여 기재하오니, 참고하시기 바랍니다.

추정 재무제표

재무상태표

(단위: 억원)

	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,067	1,215	1,256	1,575
현금 및 현금성자산	149	130	93	293
매출채권	381	408	432	481
재고자산	443	522	524	584
비유동자산	1,687	2,060	2,110	2,175
관계기업투자등	6	17	19	20
유형자산	1,347	1,565	1,572	1,628
무형자산	189	205	230	242
자산총계	2,754	3,275	3,366	3,750
유동부채	566	606	588	627
매입채무	69	89	87	97
단기금융부채	190	208	203	198
비유동부채	345	616	636	637
장기금융부채	90	303	324	324
기타비유동부채	4	8	8	9
부채총계	911	1,221	1,224	1,264
지배주주지분	1,835	2,049	2,153	2,500
자본금	95	98	101	101
자본잉여금	99	96	93	93
이익잉여금	1,678	1,883	2,021	2,379
비지배주주지분	-3	-7	-11	-14
자본총계	1,832	2,042	2,142	2,486

현금흐름표

(단위: 억원)

	2018	2019	2020E	2021E
영업활동으로 인한 현금흐름	400	310	275	293
당기순이익(손실)	233	269	186	405
비현금수익비용가감	299	308	240	44
유형자산감가상각비	82	96	99	85
무형자산상각비	22	22	25	26
영업활동으로 인한 자산 및 부채의 변동	-39	-168	-65	-79
매출채권 감소(증가)	26	-31	-18	-58
재고자산의(증가)감소	-108	-99	-16	-60
매입채무 감소(증가)	142	9	-2	23
투자활동으로 인한 현금흐름	-417	-477	-189	-34
유형자산처분(취득)	-407	-329	-106	0
무형자산감소(증가)	-18	-36	-20	-38
장단기금융자산의 감소(증가)	5	-106	-58	0
재무활동으로 인한 현금흐름	129	148	-122	-60
장단기금융부채의 감소(증가)	180	209	-9	-5
자본의 증가(감소)	0	0	-51	0
배당금지급	-47	-49	-50	-51
현금의 증가	112	-19	-37	199
기초현금	37	149	130	93
기말현금	149	130	93	293

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,867	3,178	3,085	3,438
매출원가	1,212	1,377	1,385	1,492
매출총이익	1,655	1,802	1,700	1,946
판매비와관리비	1,347	1,450	1,463	1,608
조정영업이익	307	351	237	338
기타수익	0	0	0	0
기타비용	0	0	0	0
영업이익	307	351	237	338
이자손익	1	0	-2	1
외환손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	2	1	2	1
세전계속사업이익	312	354	238	342
법인세비용	79	85	52	77
계속사업이익	233	269	186	265
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	233	269	186	265
지배주주	237	273	189	269
EBITDA	411	469	360	449
FCF	-37	-90	147	256
EBITDA 마진율(%)	14.4	14.8	11.7	13.0
영업이익률(%)	10.7	11.0	7.7	9.8
지배주주귀속 순이익률(%)	8.3	8.6	6.1	7.8

주요투자지표

(단위: 억원)

	2018	2019	2020E	2021E
P/E(x)	13.0	12.5	20.7	13.6
P/CF(x)	9.0	8.7	12.6	9.6
PBR(x)	1.9	1.8	2.0	1.6
EV/EBITDA(x)	8.4	8.6	12.6	9.0
EPS(원)	1,173	1,348	935	1,327
CFPS(원)	1,687	1,932	1,544	1,875
BPS(원)	8,143	9,125	9,548	11,562
DPS(원)	260	260	260	260
매출액증가율(%)	8.0	10.9	-2.9	11.4
EBITDA 증가율(%)	21.0	14.0	-23.3	24.6
조정영업이익증가율(%)	21.6	14.2	-32.5	42.5
지배주주순이익증가율(%)	121.0	14.9	-30.6	41.8
EPS 증가율(%)	121.0	14.9	-30.6	41.8
매출채권회전율(회)	7.1	8.1	7.3	7.5
재고자산회전율(회)	7.0	6.6	5.9	6.2
ROA(%)	9.3	8.9	5.6	7.5
ROE(%)	13.5	14.1	9.0	11.5
부채비율(%)	49.8	59.8	57.2	50.9
순차입금/자기자본(%)	6.1	15.6	14.8	4.6
영업이익/이자비용(x)	343.9	130.7	68.2	94.5



www.bookook.co.kr

서울시 영등포구 국제금융로 6길 17

T. 02-368-9200