

대원제약

(003220)

May 24, 2021 / 21-16

극동예치팜 인수, 시너지 기대

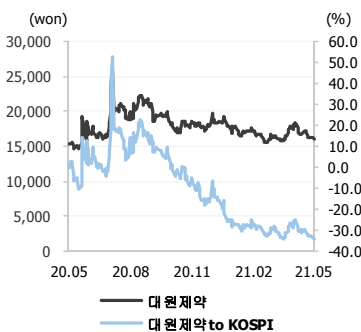
- ▶ 건강기능식품 전문기업 극동예치팜 자본 인수로 사업 다각화 추진
- ▶ '뉴베인', '큐어반' 등의 신제품 출시효과로 매출 성장 기대
- ▶ '21년 예상실적 매출액 3,598억원(+16.6% YoY), 영업이익 288억원(+19.5% YoY) 전망

Buy (유지)

목표주가 21,000원(+31.7%)

현재가 (원)	15,950
액면가 (원)	500
자본금 (억원)	106
시가총액 (억원)	3,385
상장주식수 (만주)	2,122
외국인보유비중 (%)	17.5
60일 평균거래량 (주)	126,204
	25,763
52주 최고/최저 (원)	14,599
주요주주	백승열 14.38 %

Stock Performance



극동예치팜 인수를 통해 건강기능식품 시장 진출

- ▶ 5/12일 극동예치팜 주식 및 출자증권 취득결정 공시. 극동예치팜 자본 59,793주(지분율 83.5%)를 141억원에 취득. 극동예치팜은 건강기능식품 제조 및 판매 전문기업으로 제조 관련 특허 4건 보유. '19년까지 연평균 성장률 16.7%로 고성장이며 매출액 272억원, 영업이익 15억원 시현. 향후 건강기능식품 시장 전망이 긍정적이고, 대원제약 제품 및 영업망을 활용한 시너지 효과 기대.

2021년 매출액 3,598억원, 영업이익 288억원 전망

- ▶ 1Q21 실적은 매출액 750억원(-6.9% YoY), 영업손실 23억원(적전 YoY), 당기순손실 81억원(적전 YoY)으로 시장 컨센서스 하회. 이는 코로나19 영향에 따른 호흡기 부문 매출 감소와 정기세무조사 관련 일회성 비용 지출 및 연구개발비 증가 영향. 코로나19 백신 도입으로 일상생활이 가능해짐에 따라 호흡기 부문 매출은 점차 회복될 전망.
- ▶ 2021년 예상 실적은 매출액 3,598억원(+16.6% YoY), 영업이익 288억원(+19.5% YoY, OPM 8.0%)으로 전망. 인수 자회사 극동예치팜 실적은 매출액 275억원(+17.0% YoY), 영업이익 2억원(흑전 YoY)으로 추정. 코로나19 영향으로 부진했던 본업의 매출 회복과 건강기능식품 부문 사업 다각화로 외형 성장 예상. 특히, 정맥 순환 개선제 '뉴베인'의 폭발적인 매출 성장 기대.

투자의견 'Buy', 목표주가 21,000원 유지

- ▶ 당사는 동사의 투자의견 Buy, 목표주가 21,000원(무상증자 권리락 이전 목표주가 22,000원) 유지. 1분기 부진한 실적을 기록했으나, ETC 부문 매출 회복과 신제품 출시효과로 실적 개선 전망. 또한 극동예치팜 인수를 통한 시너지 효과 기대. 향후 실적 개선 및 연구성과 도출이 가능하다는 점에서 투자 매력도는 높다고 판단.

결산월	매출액	영업이익	세전이익	지배주주순이익	EPS	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
12월	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2018	2,867	307	312	237	1,119	13.0	8.4	1.9	13.5
2019	3,178	351	354	273	1,286	12.5	8.6	1.8	14.1
2020	3,085	241	236	176	831	22.3	11.8	2.1	8.4
2021E	3,598	288	296	230	1,085	14.9	7.4	1.5	10.0
2022E	4,043	356	362	289	1,361	11.9	6.6	1.4	11.2

투자포인트 및 실적전망

▶ 중장기 성장 모멘텀

- 1) 사업다각화
- 2) ETC 부문 매출 회복
- 3) OTC 신제품 출시 효과
- 4) 파이프라인 연구성과 도출

▶ 동사의 투자포인트는 다음과 같다. 1) 극동예치팜 자본출자를 통한 건강기능식품 부문 사업다각화 추진, 2) '21년 코로나19 영향으로 부진했던 호흡기 부문 매출 회복, 2) '뉴베인', '큐어반' 등 OTC 브랜드 신제품 출시효과, 4) '테로샤', '신버로' 등 도입 상품의 매출 확대, 5) 'DW-4301', 'DW-4902' 임상 개시 및 'DW-4121' 임상 준비 등 R&D 파이프라인 성과 도출에 대한 기대감 등이 있다.

▶ '21년 예상 실적은 매출액 3,598억원(+16.6% YoY), 영업이익 288억원(+19.5% YoY, OPM 8.0%)으로 전망한다. 이는 '21년 코로나19 백신 도입으로 일상생활이 가능해짐에 따라 부진했던 ETC 부문 매출 회복과 '뉴베인', '큐어반' 신제품 출시효과에 기인한다. 또한 이번에 인수된 극동예치팜의 올해 실적은 매출액 275억원(+17.0% YoY), 영업이익 2억원(흑전 YoY)으로 추정한다. '21년 기존 납품처 매출 회복과 더불어 대원제약과의 시너지 효과로 실적 개선이 전망된다. 향후 대원제약의 OTC, 건강기능식품 제품 및 영업망을 활용한 시너지가 예상된다.

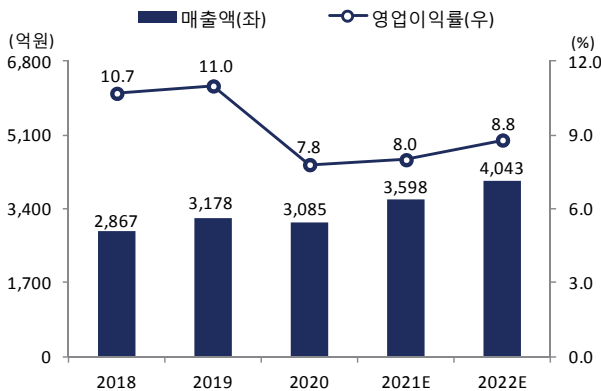
표 1 _ 주요 품목 분기별 매출액

(단위 : 억원)

품목	적응증/대상질환	2019	2020	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
펠루비, 펠루비CR	해염소염진통제	287	264	66	69	68	84	64	62	68	70	64
코대원포르테	진해거담제	223	159	55	57	37	74	61	21	24	53	35
에스원엠프	위염, 위식도역류질환	136	151	32	29	35	40	35	39	39	38	36
알포콜린	퇴행성뇌기질성정신증후군 등	126	140	30	32	32	32	32	35	45	28	37
오티렌, 오티렌F	위염 등	112	119	26	25	28	34	29	30	30	30	27
레나메진	투석지연	91	113	20	21	25	25	26	27	30	30	29
리피원	고지혈증	108	102	28	27	27	26	26	26	26	24	25
티지페논	중성지방혈증	88	96	22	21	23	22	23	24	25	24	26
트윈콤비	고혈압	85	86	22	21	21	21	22	22	22	20	20
전사 매출액 합계		3,153	3,063	756	781	749	867	800	742	753	768	743

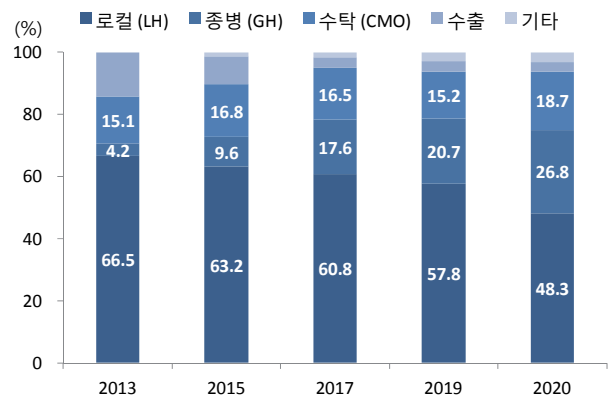
자료 : 대원제약, 부국증권 리서치센터

그림 1 _ 매출액 및 영업이익률 추이



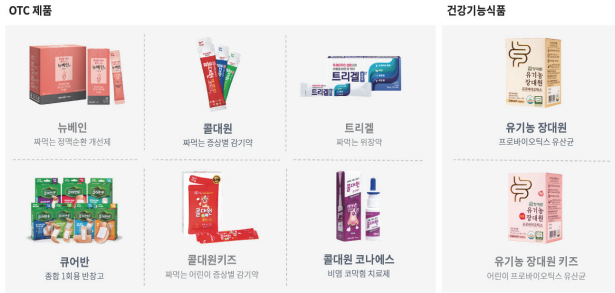
자료 : 대원제약, 부국증권 리서치센터 추정

그림 2 _ 사업부별 매출 비중



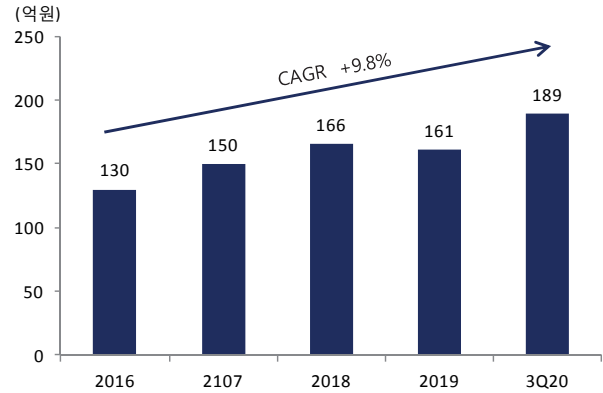
자료 : 대원제약, 부국증권 리서치센터

그림 3_ OTC 및 건강기능식품 주요 제품



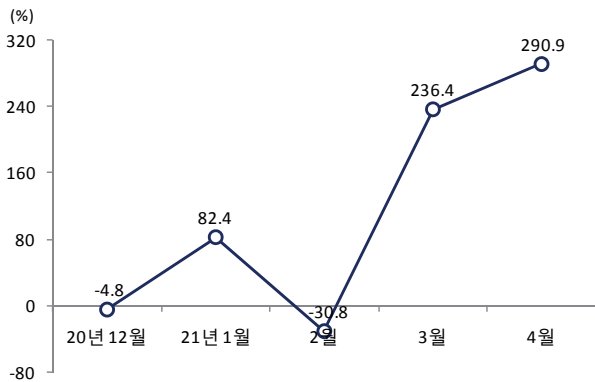
자료 : 대원제약

그림 4_ 정맥 순환 개선제 시장현황



자료 : 업계자료, 부국증권 리서치센터

그림 5_ '뉴베인' 월별 성장률 추이



자료 : 대원제약, 부국증권 리서치센터

그림 6_ '뉴베인' 특징점 및 마케팅 활동



자료 : 대원제약

그림 7_ 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 부작용을 경감
- 높은 간 선택성**
근육 조직 등 타 신체부위가 아닌 간에서의 대사율 높음
→ 약물 자체의 부작용 감소 (근독성 감소)

자료 : 대원제약, 부국증권 리서치센터

그림 8_ 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		2상 개시: 22년까지 임상 진행 완료 예정				
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 활성형성호르몬, 에스트라디올 억제율
→ LH와 FSH 분비 차단 · 감소 → 증상의 개선 또는 약화를 지연

자료 : 대원제약, 부국증권 리서치센터

표 2 _ 신약 파이프라인

분류	파이프라인	적응증	2021				2022				2023				2024				
			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
신약 (NCE)	DW-4301	고지혈증																	
	DW-4902	자궁내막증																	
	DW-4121	폐암																	
	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

극동에치팜 인수로 건강기능식품 관련 사업다각화 추진

▶ 극동에치팜 인수, 시너지 효과 기대

▶ 대원제약은 지난 5/12일 건강기능식품 제조 및 판매 전문기업 극동에치팜의 주식 및 출자증권 취득 결정을 공시했다. 취득예정일인 5/26일, 59,793주(지분비율 83.51%)를 141억원에 인수하는 것이다. 동사는 이와 관련된 자금을 마련하기 위해 5/20일 총 120억원 규모 전환사채권발행 결정을 공시했다. 5/24일 자금 납입 예정이며, 이를 활용해 5/26일 극동에치팜 주식 및 출자증권을 취득할 예정이다.

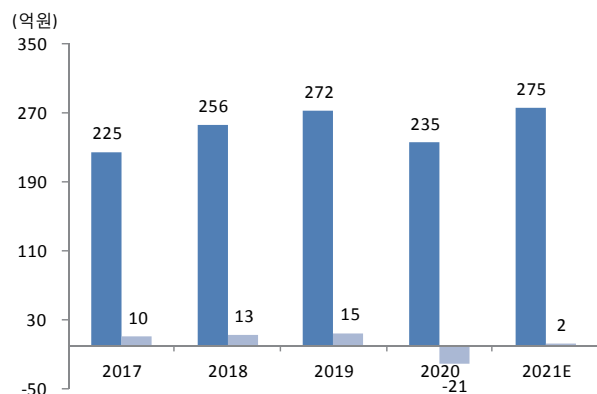
극동에치팜은 1996년 설립된 건강기능식품 전문 제조회사로 제조 특허 4건과 총남 예산에 1공장(고형제)과 2공장(액제)을 운영하고 있다. 극동에치팜은 국내 건강기능식품 시장 성장과 함께 '19년까지 5년간 연평균 성장률 16.7%로 고성장하며, 매출액 272억원, 영업이익 15억원의 실적을 시현했다. 다만, '20년 건강기능식품 트렌드 변화에 따른 기존 납품처 매출 감소 등 영향으로 매출액 235억원(-13.6% YoY), 영업손실 21억원(적전 YoY)의 부진한 실적을 기록했다. 올해 실적은 매출액 275억원(+17.0% YoY), 영업이익 2억원(흑전 YoY)으로 추정된다. 기존 납품처 매출 회복과 더불어 대원제약과의 시너지 효과로 실적 개선이 전망된다. 향후 건강기능식품 시장 전망이 매우 긍정적이고, 대원제약 OTC 및 건강기능식품 제품 및 영업망을 활용한 시너지 효과가 기대된다. 이번 인수는 대원제약의 기존 ETC 중심의 사업구조에서 탈피해, 건강기능식품으로 사업 다각화를 추진하기 위한 목적으로 진행됐다. 대원제약은 지난 '17년 프로바이오틱스 유산균 '장대원'을 출시하며 건강기능식품 시장에 진출한 바 있고, 향후 극동에치팜의 제품 포트폴리오를 활용해 장대원의 브랜드화 혹은 신규 브랜드 런칭 등이 가능할 것으로 예상된다.

표 3 _ 극동에치팜 기업 개요

구분	내용
법인명	극동에치팜㈜
설립	1996년 2월
자본금	358 백만원
업종	건강기능식품 제조업, 식품 제조업 등
주주구성	대원제약 83.51%
사업장	1공장(3개동): 충청남도 예산군(고형제) - 4,958m ² /4,130m ² (건축)
	2공장(2개동): 충청남도 예산군(액제) - 10,935m ² /12,211m ² (건축)
	서울사무소: 서울특별시 성동구 성수동

자료 : 대원제약, 극동에치팜, 부국증권 리서치센터

그림 9 _ 매출액 및 영업이익 추이



자료 : 대원제약, 극동에치팜, 부국증권 리서치센터 추정

표 4 _ 주요 거래처 요약

거래처명	주요품목
지엔엠라이프	유기농양배추브로콜리진액중심, 각종 고형제 등 대부분 극동 발주 중
연세생활건강	제중원 홍삼 중심, 각종 건기식 병행, 연세대 연세우유 산하 건기식 법인
에이치엘사이언스	석류 제품
씨스팜	초록입홍합추출오일 등 관절기능성 제품 중심 성장
네이처스토리	수입프리미엄 제품 중심, 자체 라인업 확장 기반 성장
웅진릴리에프	웅진그룹 산하 건기식 판매법인 화장품 중심 → 건기식 추가 중

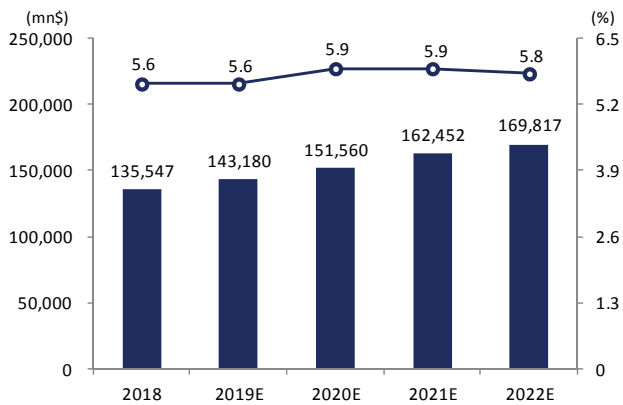
자료 : 대원제약, 극동에치팜, 부국증권 리서치센터

그림 10 _ 주요 생산품목



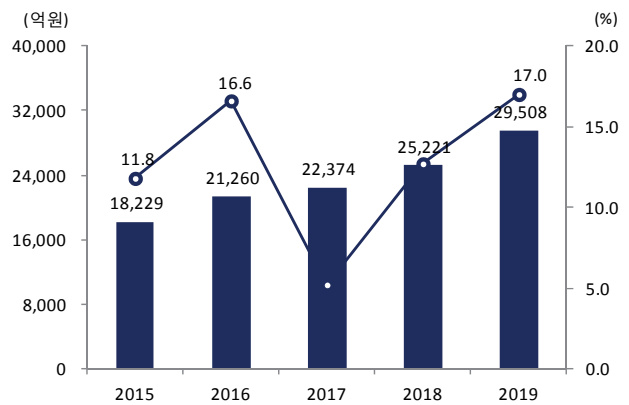
자료 : 대원제약, 극동에치팜

그림 11 _ 세계 건강기능식품 시장 규모



자료 : 한국건강기능식품협회, 부국증권 리서치센터

그림 12 _ 국내 건강기능식품 시장 규모



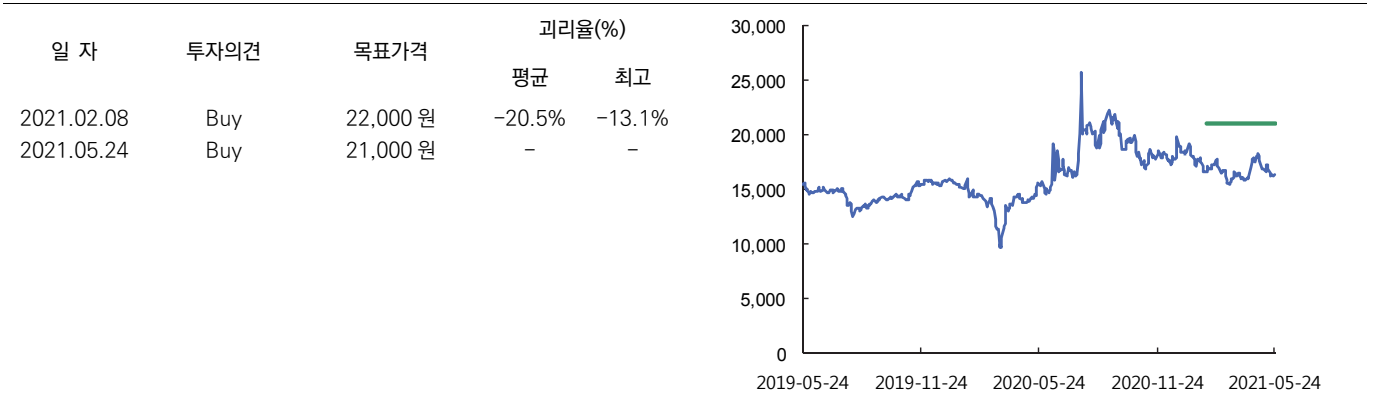
자료 : 식품의약품안전처, 부국증권 리서치센터

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 5월 24일에 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 주관사로 참여한 적이 없습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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. 5. 24)

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)

	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,215	1,173	1,474	1,911
현금 및 현금성자산	130	104	229	513
매출채권	408	372	434	488
재고자산	522	638	744	836
비유동자산	2,060	2,179	2,254	2,085
관계기업투자등	17	22	164	165
유형자산	1,565	1,548	1,456	1,270
무형자산	205	237	246	254
자산총계	3,275	3,352	3,727	3,997
유동부채	606	550	599	646
매입채무	89	107	125	140
단기금융부채	208	224	219	219
비유동부채	616	664	666	667
장기금융부채	303	300	300	300
기타비유동부채	8	9	11	12
부채총계	1,221	1,215	1,265	1,314
지배주주지분	2,049	2,139	2,468	2,694
자본금	98	101	101	101
자본잉여금	96	93	93	93
이익잉여금	1,883	2,005	2,344	2,579
비지배주주지분	-7	-12	-16	-21
자본총계	2,042	2,128	2,452	2,673

현금흐름표

(단위: 억원)

	2019	2020	2021E	2022E
영업활동으로 인한 현금흐름	310	250	350	383
당기순이익(손실)	269	172	366	284
비현금수익비용가감	308	322	182	288
유형자산감가상각비	96	132	231	187
무형자산상각비	22	24	29	30
영업활동으로 인한 자산 및 부채의 변동	-168	-143	-128	-111
매출채권 감소(증가)	-31	67	-69	-60
재고자산의(증가)감소	-99	-139	-106	-92
매입채무 감소(증가)	9	-12	32	28
투자활동으로 인한 현금흐름	-477	-149	-177	-33
유형자산처분(취득)	-329	-113	0	0
무형자산감소(증가)	-36	-40	-38	-38
장단기금융자산의 감소(증가)	-106	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	148	-126	-48	-65
장단기금융부채의 감소(증가)	209	-12	-5	0
자본의 증가(감소)	0	-51	0	0
배당금지급	-49	-50	-31	-54
현금의 증가	-19	-26	124	284
기초현금	149	130	104	229
기말현금	130	104	229	513

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2019	2020	2021E	2022E
매출액	3,178	3,085	3,598	4,043
매출원가	1,377	1,426	1,594	1,779
매출총이익	1,802	1,659	2,004	2,264
판매비와관리비	1,450	1,418	1,716	1,908
조정영업이익	351	241	288	356
기타수익	0	0	0	0
기타비용	0	0	0	0
영업이익	351	241	288	356
이자손익	0	-10	-10	-7
외환손익	0	-1	0	0
관계기업등 투자손익	1	5	1	1
세전계속사업이익	354	236	296	362
법인세비용	85	64	70	78
계속사업이익	269	172	226	284
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	269	172	226	284
지배주주	273	176	230	289
EBITDA	469	398	548	573
FCF	-90	60	319	351
EBITDA 마진율(%)	14.8	12.9	15.2	14.2
영업이익률(%)	11.0	7.8	8.0	8.8
지배주주귀속 순이익률(%)	8.6	5.7	6.4	7.1

주요투자지표

(단위: 억원)

	2019	2020	2021E	2022E
P/E(x)	12.5	22.3	14.9	11.9
P/CF(x)	8.7	11.8	7.0	6.8
PBR(x)	1.8	2.1	1.5	1.4
EV/EBITDA(x)	8.6	11.8	7.4	6.6
EPS(원)	1,286	831	1,085	1,361
CFPS(원)	1,842	1,570	2,310	2,380
BPS(원)	8,703	8,976	10,797	11,850
DPS(원)	260	160	260	0
매출액증가율(%)	10.9	-2.9	16.6	12.4
EBITDA 증가율(%)	14.0	-15.2	37.7	4.5
조정영업이익증가율(%)	14.2	-31.4	19.4	23.7
지배주주순이익증가율(%)	14.9	-35.4	30.6	25.4
EPS 증가율(%)	14.9	-35.4	30.6	25.4
매출채권회전율(회)	8.1	7.9	8.9	8.8
재고자산회전율(회)	6.6	5.3	5.2	5.1
ROA(%)	8.9	5.2	6.4	7.4
ROE(%)	14.1	8.4	10.0	11.2
부채비율(%)	59.8	57.1	51.6	49.1
순차입금/자기자본(%)	15.6	19.4	11.6	0.0
영업이익/이자비용(x)	130.7	20.4	24.0	30.0

여백 페이지입니다



www.bookook.co.kr

서울시 영등포구 국제금융로 6길 17

T. 02-368-9200