



# 대원제약 (003220)

코로나 19의 위기를 극복하고, 2분기 최대 매출 전망

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 0237727463

**Buy** (신규)

목표주가(신규): 22,000원

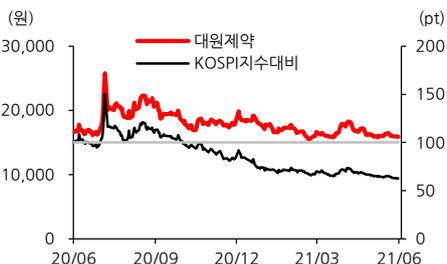
현재 주가(6/18)	15,900원
상승여력	▲38.4%
시가총액	3,375억원
발행주식수	21,225천주
52 주 최고가 / 최저가	25,763 / 15,500원
90 일 일평균 거래대금	20.67억원
외국인 지분율	16.8%
주주 구성	
백승열 (외 1인)	38.7%
ROBILITYMANAGEMENT&RESEARCHCOMPANYLLC(외 3인)	10.0%
자사주 (외 1인)	2.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.5	-4.5	-13.4	-9.9
상대수익률(KOSPI)	-5.4	-11.1	-31.3	-63.1

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020	2021E
매출액	284	315	306	341
영업이익	32	36	25	34
EBITDA	42	48	41	51
지배주주순이익	23	27	17	18
EPS	1,098	1,273	824	838
순차입금	12	33	42	40
PER	13.2	12.6	22.5	19.0
PBR	1.7	1.7	1.9	1.5
EV/EBITDA	7.7	7.8	10.6	7.4
배당수익률	1.8	1.6	0.9	1.0
ROE	13.4	14.1	8.5	8.2

주가 추이



대원제약은 호흡기 의약품에 강점을 가진 중견제약사입니다. 코로나 19로 2020 년은 역성장했지만, 진료과 다변화, 사업다각화, 신제품 출시로 올해는 매출 11% 성장, 영업이익률 10%의 실적 시현이 기대됩니다. 본 모습으로 돌아올 동시에 대한 투자심리가 개선될 것으로 전망합니다.

투자 포인트

호흡기계통 의약품의 강자로 전체 매출에서 20% 넘게 차지하던 호흡기 관련 의약품 매출이 코로나 19 방역효과로 15%로 매출 비중이 감소해 8년째 이어오던 성장을 멈추어 2020년엔 2.8%의 역성장을 보였다. 하지만 코로나 19 위기 극복을 위해 1) 심혈관계, 소화/대사계 의약품 등 타진료과 제품 마케팅 강화 2) 사업다각화를 위한 건강기능식품 업체(극동에이치팜) 인수 3) 일반의약품 라인업 확대를 위해 신제품(뉴베인, 큐어반)을 출시했다. 이를 바탕으로 2021년 매출액은 3,408억 원(별도기준)으로 11% 이상의 성장과 영업이익 342억 원(영업이익률 10%)이 전망된다. 동사의 본 모습으로의 회귀가 예상되는 시점이다. 지난 5월에 인수한 극동에이치팜(인수목적: 건강기능식품 진출확대, 지분율 83.5%)의 실적이 반영된 연결 매출액은 3,650억 원 이상을 달성할 것으로 추정된다.

2분기 매출액 893억 원으로 역사적 최고 실적 달성

별도기준으로 2분기 매출액은 893억 원(YoY +20.4%), 영업이익은 130억 원(YoY +70.4%)으로 분기 최고 실적을 달성할 것으로 예상된다. 코로나19 백신 접종으로 해열, 진통효과가 있는 제품들이 전년동기 대비 20%이상 성장할 것으로 추정된다. 그리고 동사가 상품으로 도입·판매중인 신바로(녹십자, 골관절염치료제), 아카브/투베로(보령제약, 고혈압/고지혈 복합제)등 고령화, 만성질환 제품군들의 고른 매출 확대가 기대된다. 1분기에 발생된 법인세 추납액 51억 원은 일회성으로 추후 발생 우려가 없다. 2분기부터 안정적인 실적시현이 가능 할 전망이다.

투자의견 'Buy', 목표주가 22,000원 제시

동사에 대한 투자의견 'Buy', 목표주가 22,000원으로 신규커버리지를 개시한다. 동사의 5년 평균 PSR 1.3배에 프리미엄 10%를 적용하여 목표주가를 산정했다. 코로나 19로 인한 위기를 극복하고, 최고의 실적달성이 기대되는 시점으로 동사에 대한 관심 제고가 필요한 시점이다.

## 목표가 산출 및 실적 전망

[표1] 목표가 산출

(단위: 억원, 배, 천주)

구분	산출내역	비고
1. 기업가치(A+B)	4,873	
A. 매출액	3,408	
B. Target PSR	1.4	동사의 5년 평균 PSR 1.3에 10% 프리미엄 반영
2. 순차입금	401	
3. 목표기업가치(1-2)	4,472	
4. 주식수(C-D)	20,600	2021년 1분기말 기준
C. 발행주식수	21,224	
D. 자기주식수	624	
5. 목표주가(3/4)(원)	22,000	
6. 현재주가(원)	15,900	
7. 상승여력	38.4%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 대원제약 연도별 및 분기별 실적 추이

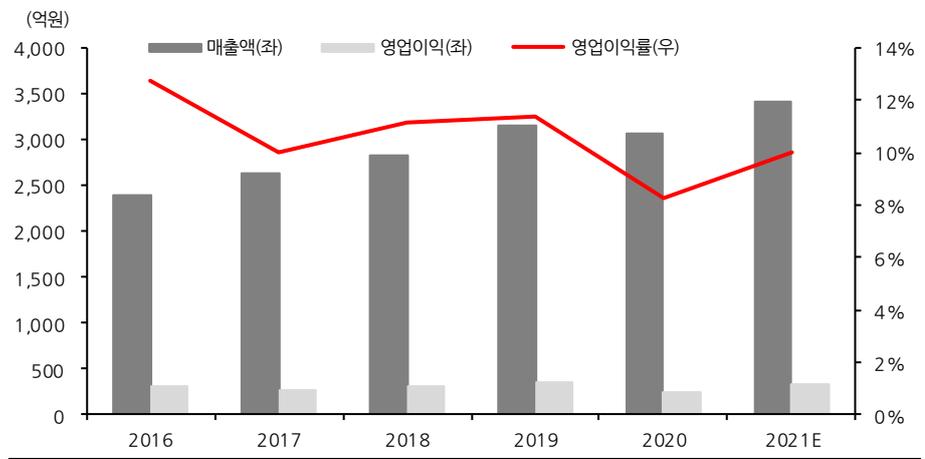
(단위: 억원)

	2019	2020	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출	3,153	3,064	3,408	800	742	753	769	743	893	861	911
YoY(%)		-2.8	11.2					-7.1	20.4	14.4	18.4
펠루비	287	264	291	65	62	91	46	64	72	75	80
리피원	108	102	123	26	26	24	27	25	31	33	34
오티렌	112	119	135	29	30	40	19	27	35	37	36
코대원포르테시럽	223	134	120	61	21	39	13	35	29	32	24
에스원엠프	136	151	166	35	38	50	28	36	40	44	46
알포콜린	126	140	162	32	35	48	25	37	44	42	39
기타	2,161	2,154	2,412	552	530	462	611	520	642	598	652
매출원가	1,364	1,411	1,562	354	347	355	355	359	400	394	408
YoY(%)		3.5	10.7					1.6	15.1	11.2	14.9
매출원가율(%)	43.2	46.1	45.8	44.2	46.9	47.1	46.1	48.4	44.8	45.8	44.8
매출총이익	1,790	1,653	1,846	446	394	398	414	384	493	467	503
YoY(%)		-7.6	11.7					-14.0	25.1	17.2	21.4
매출총이익률(%)	56.8	53.9	54.2	55.8	53.1	52.9	53.9	51.6	55.2	54.2	55.2
판관비	1,430	1,400	1,504	342	318	344	396	405	363	344	392
YoY(%)		-2.1	7.5					18.4	14.2	0.1	-1.0
판관비율(%)	45.3	45.7	44.1	42.8	42.9	45.6	51.5	54.6	40.7	39.9	43.0
영업이익	360	253	342	103	76	55	18	-22	130	123	111
YoY(%)		-29.8	35.2					적자전환	70.4	124.3	501.7
영업이익률(%)	11.4	8.3	10.0	12.9	10.3	7.3	2.4	-2.9	14.5	14.3	12.2
순이익	270	175	178	73	43	35	24	-81	94	89	76
YoY(%)		-35.2	1.7					적자전환	118.8	157.2	216.8
순이익률(%)	8.6	5.7	5.2	9.2	5.8	4.6	3.1	-11.0	10.5	10.3	8.4

주: 별도기준

자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

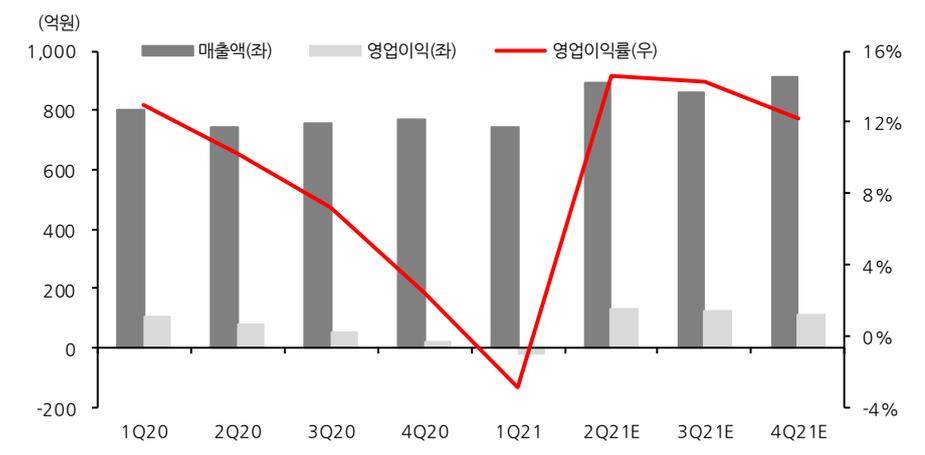
[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



주: 별도기준

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



주: 별도기준

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 대원제약 R&D 파이프라인

대구분	소구분	품목 및 프로젝트명	적응증	임상단계				비고
				전임상	1상	2상	3상	
화학합성	신약	DW-4301	고지혈증 (이상지질혈증)		완료(한국)	신청(한국)		
화학합성	신약	DW-4902	자궁근종, 자궁내막증		완료(한국, 독일)	승인(한국) 준비(독일)		
화학합성	신약	DW-4121	폐암	진행(한국)	준비(한국, 유럽)			
화학합성	개량신약	펠루비서방정	해열진통소염계				진행(한국)	
화학합성	개량신약	DW-1703	내분비계					허가신청(한국)
화학합성	개량신약	DW-1704	순환기계			준비(한국)		
화학합성	개량신약	DW-2701	내분비계					허가신청(한국)
화학합성	개량신약	DW-1804	내분비계		완료(한국)			
화학합성	개량신약	DW-1805	내분비계					선도연구
화학합성	개량신약	DW-1806	내분비계					선도연구
화학합성	개량신약	DW-1902	내분비계					선도연구

자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

## 기업 개요

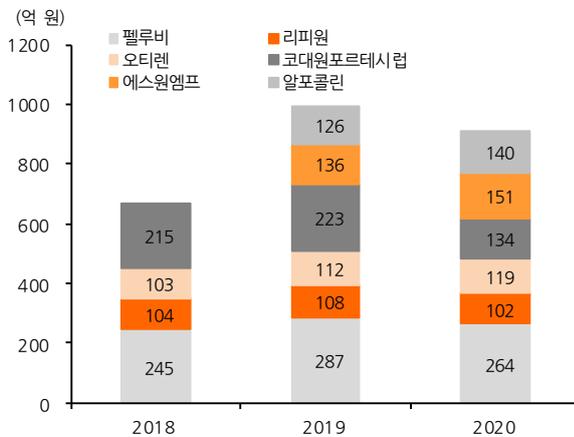
의약품 제조 및 판매와 소규모 CMO사업에도 진출

대원제약은 1958년 설립되어 1999년 유가증권시장에 상장된 중견 제약회사이다. 동사는 의약품과 건강기능식품의 제조 및 판매를 주요사업으로 영위하고 있으며, 국내 제약사의 의약품을 위탁생산하는 CMO사업에도 진출해 있다. 종속회사 대원메디테크와 베트남 해외법인은 보청기 등 의료기기 판매사업을하고 있으며, 바이오의약품 연구기업 다나젠(2021년 1분기 기준 지분을 29%)에도 지분투자를 진행하여 신약개발업에도 진출해 있다.

전문의약품이 대부분을 차지, 대표품목은 펠루피

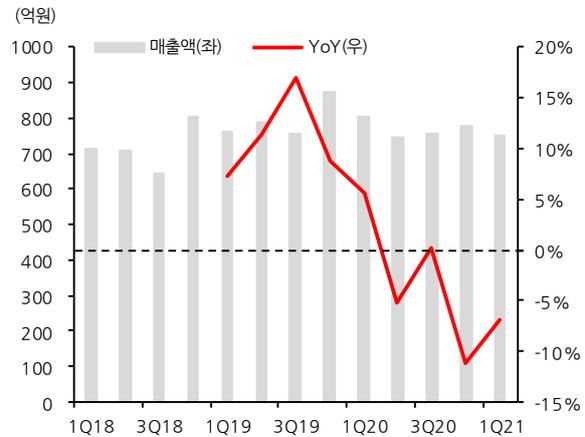
사업부문은 제약사업과 의료기기(보청기)사업으로 구성되어 있지만 제약사업의 비중이 99% 내외로 대부분을 차지하며, 의약품 중에서도 전문의약품(ETC)에 특화하여 매출액의 대부분이 ETC가 차지하고 있다. 순환기, 호흡기 및 소염진통 등 다양한 질환군에 대한 전문의약품을 보유하여 다각화된 제품 포트폴리오를 보유하고 있다. 특히 2007년 출시된 국내 12호 신약 소염진통제 펠루피가 동사의 안정적인 매출에 기여하고 있으며, 2021년 1분기 기준 펠루피의 매출은 64억 원으로 전체 매출의 8.5%를 차지한다.

[그림1] 대원제약 주요품목 매출 추이



자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 대원제약 분기별 매출 추이

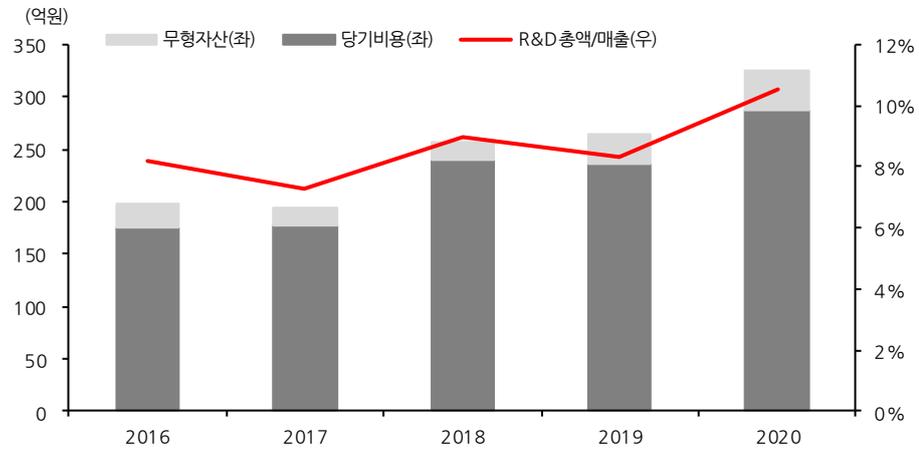


자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

파이프라인 확보를 위해 라이선스-인 계약 체결

동사는 단순 제품개발을 넘어 신약 및 개량신약의 독자적 개발에 초점을 두고자 R&D 투자를 확대하고 있다. 전체매출 대비 R&D투자 비율은 지속적으로 증가하여 2020년 별도 기준 전년 동기 대비 2.2%p 증가한 10.5%를 기록하였다. 특히 2019년에는 티움 바이오로부터 DW-4902에 대한 L/I 계약을 체결하여 국내와 독일 임상2상 시험을 준비중에 있으며, 2021년 1월에는 엘베이스로부터 DW-4121을 L/I하여 국내와 유럽에서 전임상 진행 및 임상1상을 준비하는 등, L/I 위주의 파이프라인 확보 전략을 구축해 나가고 있다.

[그림3] 대원제약 R&D 비용 추이



주: 별도기준  
 자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

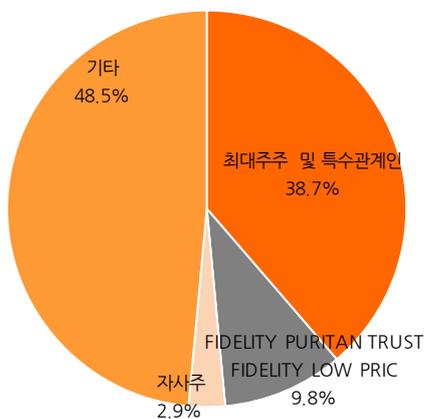
안정적인 주주구성

2021년 1분기 기준 최대주주 및 특수관계인 지분율은 39%로 비교적 높은 편에 속하기 때문에 경영권과 관련된 리스크는 적다. 외국계 자산운용사인 Fidelity가 2010년부터 약 10%의 지분율을 유지하며 지분 5%이상 최대주주로 이름을 올리고 있으며, 2020년 7월 까지 국민연금 또한 지분 5.1%를 보유하고 있었지만 장내매도를 통해 4.6%로 지분율을 낮춘 바 있다. 2021년 5월 120억 원 규모의 전환사채를 발행하였지만, 전체 주식 수 대비 전환가능 주식수의 비율이 3% 내외로 오버행 리스크도 제한적이다.

R&D투자 확대를 위한  
 배당축소

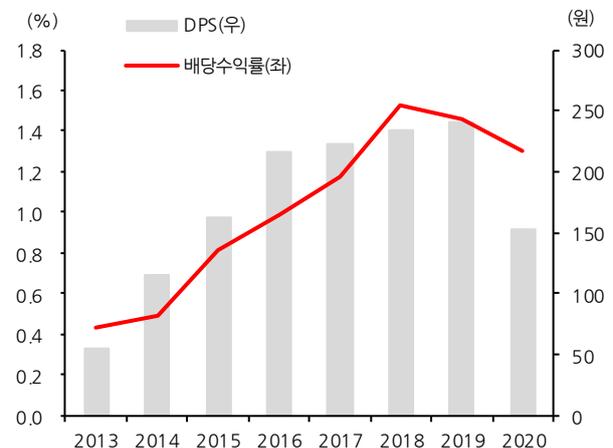
안정적인 매출구조를 바탕으로 높은 배당성향을 유지하는 것은 중견제약사들의 특징이다. 대원제약 또한 과거 14년 연속으로 배당을 지급하였으며, 최근 3개년 회계연도 기준 19%의 높은 현금배당성향을 가지고 있다. 2020년 현금배당은 160원으로 2018년과 2019년 260원에 비해 축소되었지만, 이는 2020년 코로나 19로 인한 일회성 병원 매출 감소와 R&D투자 증가가 원인이다.

[그림4] 대원제약 주요 주주 현황



자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 대원제약 배당수익률 및 DPS 추이



자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**손익계산서**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
매출액	263	284	315	306	341
매출총이익	151	164	179	165	185
영업이익	26	32	36	25	34
EBITDA	35	42	48	41	51
순이자손익	0	0	0	-1	-1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-1	0	0	0	0
세전계속사업손익	22	31	35	24	33
당기순이익	8	23	27	17	18
지배주주순이익	8	23	27	17	18
<b>증가율(%)</b>					
매출액	10.4	7.7	11.2	-2.8	11.2
영업이익	-13.2	19.9	13.5	-29.8	35.2
EBITDA	-7.4	20.0	13.6	-14.3	24.2
순이익	-58.4	186.4	16.0	-35.2	1.7
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	57.3	57.8	56.8	53.9	54.2
영업이익률	10.0	11.2	11.4	8.3	10.0
EBITDA 이익률	13.3	14.8	15.1	13.3	14.9
세전이익률	8.5	11.0	11.3	7.7	9.8
순이익률	3.1	8.2	8.6	5.7	5.2

**현금흐름표**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
<b>영업현금흐름</b>	5	41	32	26	27
당기순이익	8	23	27	17	18
자산상각비	9	10	12	16	17
운전자본증감	-21	-4	-16	-14	-11
매출채권 감소(증가)	-14	3	-3	7	-4
재고자산 감소(증가)	1	-11	-10	-14	-8
매입채무 증가(감소)	-1	14	1	-1	1
<b>투자현금흐름</b>	-21	-43	-49	-16	-36
유형자산처분(취득)	-15	-41	-33	-11	-11
무형자산 감소(증가)	-3	-2	-4	-4	-2
투자자산 감소(증가)	-1	3	-6	5	-12
<b>재무현금흐름</b>	5	13	15	-12	26
차입금의 증가(감소)	10	18	21	-1	27
자본의 증가(감소)	-5	-5	-5	-5	-3
배당금의 지급	-5	-5	-5	-5	-3
<b>총현금흐름</b>	43	54	58	50	44
(-)운전자본증가(감소)	16	-6	10	11	5
(-)설비투자	15	41	33	11	11
(+)자산매각	-3	-2	-4	-4	-2
Free Cash Flow	9	17	12	24	25
(-)기타투자	8	13	12	8	17
잉여현금	1	4	-1	15	8
<b>NOPLAT</b>	10	24	27	19	18
(+) Dep	9	10	12	16	17
(-)운전자본투자	16	-6	10	11	5
(-)Capex	15	41	33	11	11
OpFCF	-13	-1	-4	12	19

주: IFRS 별도 기준

**재무상태표**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
<b>유동자산</b>	94	104	119	115	158
현금성자산	8	16	18	10	40
매출채권	48	45	48	41	45
재고자산	36	43	51	63	70
<b>비유동자산</b>	130	168	205	217	227
투자자산	9	15	29	39	52
유형자산	108	134	156	155	151
무형자산	14	19	20	23	23
<b>자산총계</b>	224	272	324	332	385
<b>유동부채</b>	39	57	61	55	78
매입채무	5	19	20	19	20
유동성이자부채	10	19	21	22	37
<b>비유동부채</b>	20	34	61	66	81
비유동이자부채	0	9	30	30	42
<b>부채총계</b>	58	91	122	121	159
자본금	9	10	10	10	11
자본잉여금	10	10	10	9	9
이익잉여금	150	165	185	197	212
자본조정	-4	-4	-3	-6	-6
자기주식	-4	-4	-4	-9	-9
<b>자본총계</b>	166	181	202	211	225

**주요지표**

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
<b>주당지표</b>					
EPS	384	1,098	1,273	824	838
BPS	7,828	8,526	9,521	9,937	10,617
DPS	260	260	260	160	160
CFPS	2,023	2,535	2,743	2,369	2,062
ROA(%)	3.7	9.4	9.1	5.3	5.0
ROE(%)	5.0	13.4	14.1	8.5	8.2
ROIC(%)	6.3	13.3	13.0	7.9	7.5
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	47.7	13.2	12.6	22.5	19.0
PBR	2.3	1.7	1.7	1.9	1.5
PSR	1.5	1.1	1.1	1.3	1.0
PCR	9.1	5.7	5.8	7.8	7.7
EV/EBITDA	11.1	7.7	7.8	10.6	7.4
배당수익률	1.4	1.8	1.6	0.9	1.0
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	35.2	50.4	60.4	57.6	70.7
Net debt/Equity	1.1	6.9	16.3	19.9	17.8
Net debt/EBITDA	5.0	29.6	69.1	102.9	79.0
유동비율	242.3	183.3	195.7	208.7	201.9
이자보상배율(배)	175.5	354.7	134.0	21.4	25.5
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	90.4	86.4	82.9	83.0	72.6
현금+투자자산	9.6	13.6	17.1	17.0	27.4
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	5.7	13.4	20.2	19.9	26.1
자기자본	94.3	86.6	79.8	80.1	73.9

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2021년 06월 21일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김형수)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 대원제약 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2020.02.21	2020.02.21	2020.11.30	2021.06.21	2021.06.21
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격	신재훈	21,000	21,000	김형수	22,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.02.21	Buy	20,038	-14.47	28.57
2021.06.21	Buy	22,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%