



Buy(Maintain)

목표주가: 17,000원

주가(7/29): 13,180원

시가총액: 2,956억 원

의료기기 Analyst 신민수
alstn0527@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/29)	3,230.57pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	17,830 원	12,540원
등락률	-26.1%	5.1%
수익률	절대	상대
1M	-0.5%	-5.8%
6M	-8.0%	-27.8%
1Y	-17.3%	-29.2%

Company Data

발행주식수	22,428 천주
일평균 거래량(3M)	46천주
외국인 지분율	14.1%
배당수익률(2025E)	2.3%
BPS(2025E)	13,293원
주요 주주	백승열 외 11 인 37.7%

투자지표

(십억 원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	527.0	598.2	677.9	734.1
영업이익	32.2	28.2	42.0	47.2
EBITDA	49.8	48.3	65.6	67.6
세전이익	25.8	16.2	39.6	45.8
순이익	23.5	9.0	31.7	36.7
지배주주지분순이익	23.9	14.2	31.7	36.7
EPS(원)	1,088	637	1,412	1,635
증감률(% YoY)	-25.6	-41.4	121.6	15.8
PER(배)	14.4	22.4	9.3	8.0
PBR(배)	1.31	1.16	0.99	0.90
EV/EBITDA(배)	9.3	9.8	6.5	5.8
영업이익률(%)	6.1	4.7	6.2	6.4
ROE(%)	9.2	5.2	11.0	11.8
순차입금비율(%)	43.8	50.8	39.4	26.7

자료: 키움증권

Price Trend



대원제약 (003220)

계절성 타며 기다리는 2분기



2Q25 실적은 매출액 1,559억, 영업이익 64억을 기록할 것으로 추정합니다. 기존 '펠루비', '코대원포르테/에스' 제품의 선전, 해외 제약사 파이프라인 상품 유통 계약 체결 등으로 외형 성장을 이어가고 있습니다. 전사 비용을 효율화시키고 있어 이익률 개선세가 이어지는 와중에 R&D는 꾸준히 진행될 예정입니다. 목표주가는 이전 대비 -5.6% 하향한 17,000원을 제시합니다.

>>> 해외 제약사 제품 취급하며 외형 성장 이어가기

2Q25 실적은 매출액 1,559억(YoY +13.0%, QoQ -1.2%), 영업이익 64억(YoY 흑전, QoQ -31.9%, 영업이익률 4.1%)으로 추정한다. 기존 제품들인 '펠루비'와 '코대원포르테/에스'가 선전하고 있고, 해외 제약사의 파이프라인을 상품 형태로 가져오는 co-promotion 제품들도 규모를 키우고 있다.

'펠루비': 2Q25 매출액 92억(YoY +5.7%, QoQ -39.5%)으로 추정한다.
>> '25년 연간 매출액 604억(YoY flat)을 전망한다.

'코대원포르테/에스': 2Q25 매출액 200억(YoY +21.2%, QoQ -31.3%)으로 추정한다.
>> '25년 연간 매출액 1,146억(YoY +25.7%)을 전망한다.

'25년 연간 매출액 6,779억(YoY +13.3%), 영업이익 420억(YoY +49.0%, 영업이익률 6.2%)을 전망한다. '25년 초에 AstraZeneca로부터 천식 치료제 '심비코트'와 '풀미코트' 유통 파트너십을 체결하여 호흡기계 질환에서의 강점을 강화하고 있다. 각각 분기 매출액 45억, 20억 수준으로 외형 성장에 보탬이 될 전망이다. 또한, 5월부터 Bayer의 여성호르몬 치료제 '안젤릭정'과 '크리멘징' 유통 계약을 체결하여 6월부터 실제 판매가 개시되었다. 해당 제품 2개는 연간 100~200억의 매출액을 더해줄 것으로 기대할 수 있다.

>>> 비용 효율화 속 지속되는 R&D, 목표주가 -5.6% 하향

'25년 EPS 전망치 1,412원과 목표 PER 12배를 적용하여 목표주가 17,000원(기존 18,000원 대비 -5.6% 하향)을 제시한다.

전반적으로 비용을 효율화시키며 이익률 개선세를 이어갈 전략을 가지고 있다. 그러면서도 제약사의 근본인 연구개발은 꾸준히 진행할 예정이다. 소화기계 질환 치료제의 대체로 떠오르는 P-CAB 제재, 티움바이오와 협업을 진행 중인 자궁근종 치료제 DW4902 등이 주요 파이프라인으로 R&D가 진행 중이다.

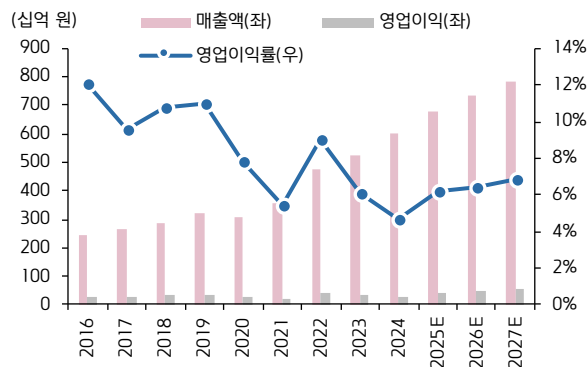
자회사의 상장폐지 심의 관련 내용이 있으나 언론 보도를 통해 알린 것처럼 동사는 이에 대한 이의 신청 및 기업 개선을 위해 최선을 다하겠다고 밝힌 상황이다.

대원제약 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	158.3	138.0	156.8	145.1	157.8	155.9	172.7	191.5	598.2	677.9	734.1
YoY	27.6%	3.7%	21.6%	3.0%	-0.3%	13.0%	10.1%	32.0%	13.5%	13.3%	8.3%
펠루비	19.6	8.7	15.9	16.4	15.2	9.2	16.0	20.0	60.6	60.4	62.8
코대원포르테/에스	22.5	16.5	24.1	28.2	29.1	20.0	28.0	37.5	91.2	114.6	135.7
알포콜린	3.7	3.3	3.4	4.9	4.7	4.1	4.1	4.1	15.4	16.9	17.9
에스원애플	4.7	4.6	4.9	5.0	4.8	4.6	4.7	5.0	19.1	19.1	19.8
레나메진	3.9	3.8	4.0	4.7	4.4	4.4	4.3	4.5	16.3	17.6	18.2
티지페논	3.4	3.4	3.5	4.5	4.2	3.8	3.8	3.8	14.8	15.5	15.7
리피원	2.5	2.4	2.5	2.6	2.4	2.7	2.6	2.7	10.0	10.4	11.2
오티렌/오티렌 F	2.8	2.8	2.6	2.1	2.9	2.7	2.7	5.9	10.3	14.2	15.0
클래신	3.3	3.5	3.1	5.2	3.2	3.7	3.3	3.0	15.2	13.2	14.7
기타	92.1	89.0	92.7	71.5	86.9	100.7	103.1	105.1	345.3	395.8	423.3
매출원가	77.3	74.6	81.6	77.3	83.1	83.5	91.5	101.3	310.8	359.4	386.4
매출원가율	48.8%	54.1%	52.1%	53.3%	52.7%	53.6%	53.0%	52.9%	52.0%	53.0%	52.6%
매출총이익	81.0	63.4	75.2	67.8	74.7	72.4	81.1	90.2	287.3	318.5	347.8
매출총이익률	51.2%	45.9%	47.9%	46.7%	47.3%	46.4%	47.0%	47.1%	48.0%	47.0%	47.4%
판매비와관리비	66.0	64.7	63.8	64.6	65.3	66.0	69.6	75.6	259.1	276.5	300.5
판매비율	41.7%	46.9%	40.7%	44.5%	41.4%	42.3%	40.3%	39.5%	43.3%	40.8%	40.9%
영업이익	15.0	-1.4	11.4	3.2	9.4	6.4	11.6	14.7	28.2	42.0	47.2
YoY	66.8%	적전	68.8%	-50.1%	-37.2%	흑전	1.8%	355.9%	-12.4%	49.0%	12.4%
영업이익률	9.5%	-1.0%	7.3%	2.2%	6.0%	4.1%	6.7%	7.7%	4.7%	6.2%	6.4%
당기순이익	9.0	-2.3	5.6	-2.3	4.9	4.4	9.6	12.8	10.1	31.7	36.7
YoY	-5.6%	적전	5.8%	적전	-45.3%	흑전	69.6%	흑전	-56.9%	213.5%	15.8%
당기순이익률	5.7%	-1.6%	3.6%	-1.6%	3.1%	2.8%	5.5%	6.7%	1.7%	4.7%	5.0%

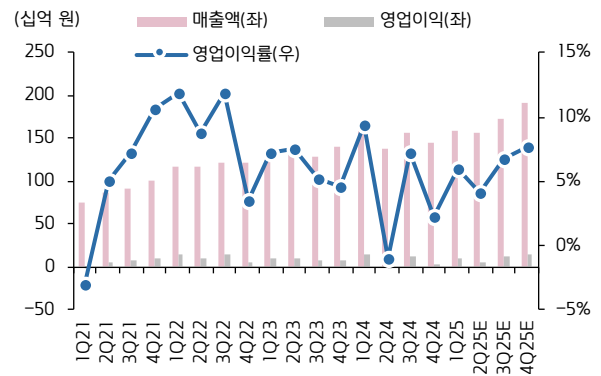
자료: 대원제약, 키움증권 리서치센터

대원제약 연간 실적 추이 및 전망



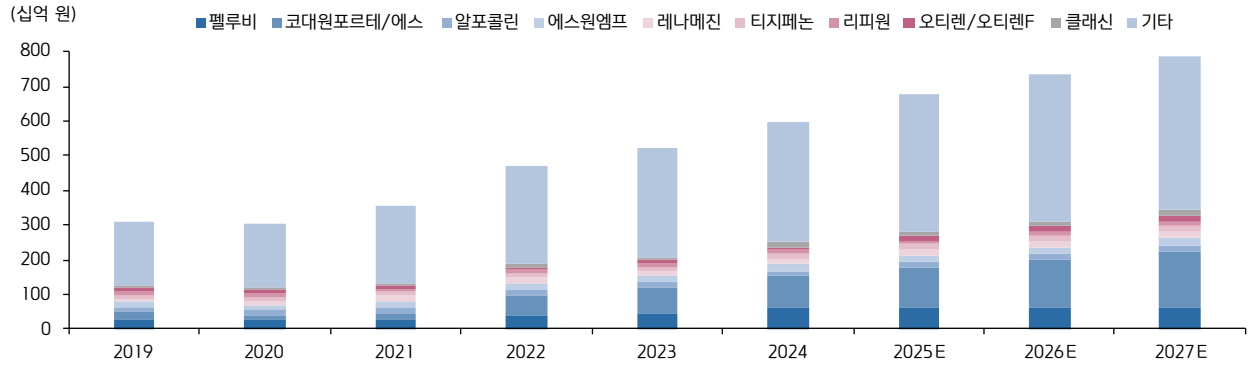
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

대원제약 분기 실적 추이 및 전망



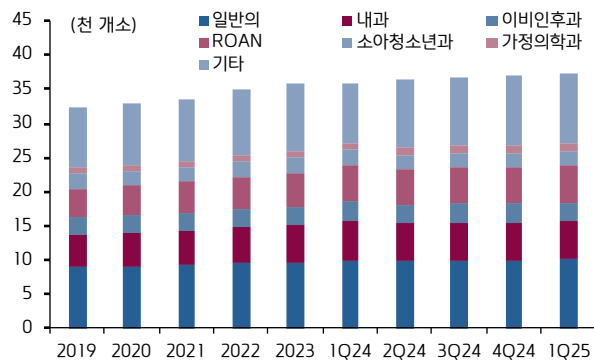
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

대원제약 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 대원제약, 전자공시, 키움증권 리서치센터

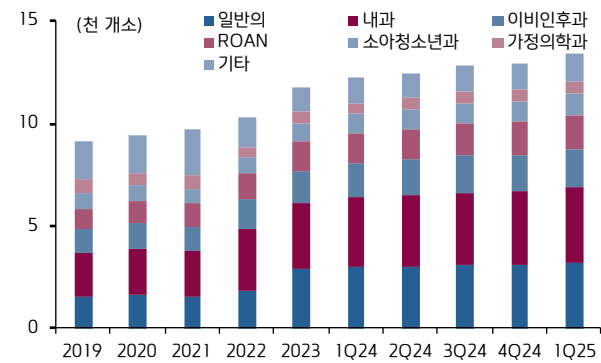
로컬 진료과별 기관수



주) ROAN: 정형외과, 신경외과, 통증의학과, 재활의학과

자료: 대원제약, 키움증권 리서치센터

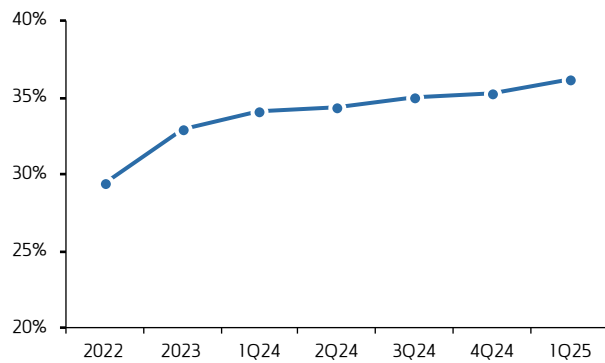
로컬 진료과별 대원제약 가동처 현황



주) ROAN: 정형외과, 신경외과, 통증의학과, 재활의학과

자료: 대원제약, 키움증권 리서치센터

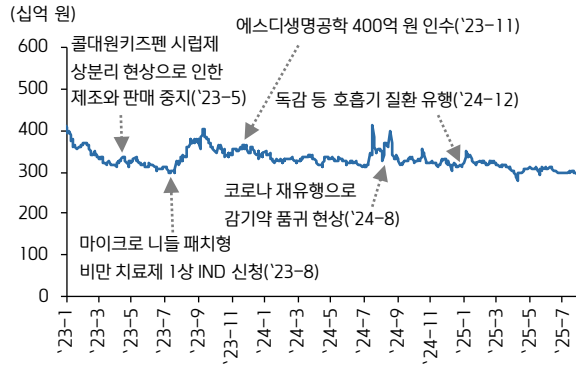
로컬 병원 대원제약 거래처 비율



주) ROAN: 정형외과, 신경외과, 통증의학과, 재활의학과

자료: 대원제약, 키움증권 리서치센터

대원제약 시가총액 추이 분석



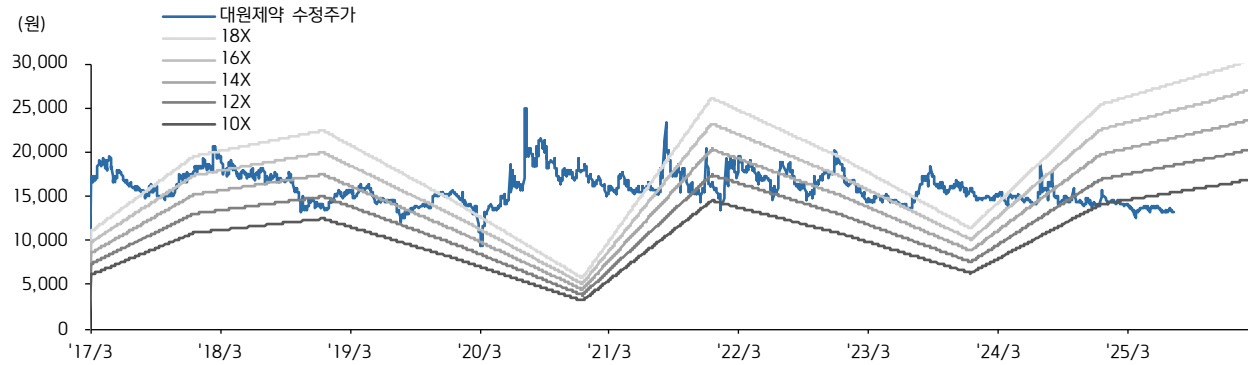
자료: FnGuide, 대원제약, 언론보도, 키움증권 리서치센터

대원제약 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치	1,412 원
목표 PER	12.0 배
목표 주가	16,948 원
조정	17,000 원
현재 주가	13,180 원
상승 여력	29.0%

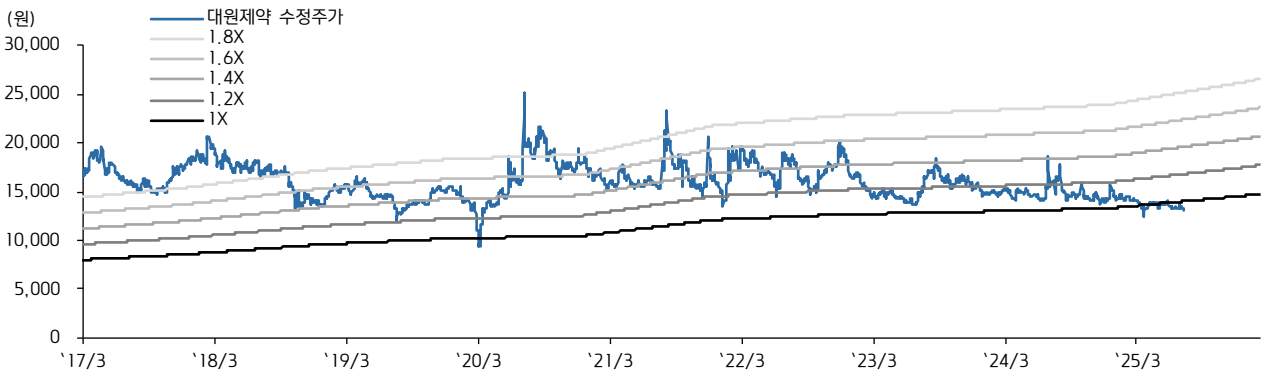
자료: 키움증권 리서치센터

대원제약 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 대원제약, 키움증권 리서치센터

대원제약 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 대원제약, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	527.0	598.2	677.9	734.1	785.7
매출원가	269.7	310.8	359.4	386.4	412.2
매출총이익	257.2	287.3	318.5	347.8	373.6
판관비	225.0	259.1	276.5	300.5	319.5
영업이익	32.2	28.2	42.0	47.2	54.1
EBITDA	49.8	48.3	65.6	67.6	71.6
영업외손익	-6.4	-12.1	-2.4	-1.4	-0.2
이자수익	1.3	1.5	2.3	3.4	4.6
이자비용	4.6	9.3	6.7	6.7	6.7
외환관련이익	0.6	0.8	0.5	0.5	0.5
외환관련손실	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-3.3	-4.4	2.1	2.0	2.0
법인세차감전이익	25.8	16.2	39.6	45.8	53.9
법인세비용	2.4	6.1	7.9	9.2	10.8
계속사업순손익	23.5	10.1	31.7	36.7	43.1
당기순이익	23.5	9.0	31.7	36.7	43.1
지배주주순이익	23.9	14.2	31.7	36.7	43.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	10.0	13.5	13.3	8.3	7.0
영업이익 증감율	-25.1	-12.4	48.9	12.4	14.6
EBITDA 증감율	-20.2	-3.0	35.8	3.0	5.9
지배주주순이익 증감율	-25.2	-40.6	123.2	15.8	17.4
EPS 증감율	-25.6	-41.4	121.6	15.8	17.6
매출총이익율(%)	48.8	48.0	47.0	47.4	47.5
영업이익율(%)	6.1	4.7	6.2	6.4	6.9
EBITDA Margin(%)	9.4	8.1	9.7	9.2	9.1
지배주주순이익율(%)	4.5	2.4	4.7	5.0	5.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	51.7	30.0	48.9	57.2	62.1
당기순이익	23.5	9.0	31.7	36.7	43.1
비현금항목의 가감	38.1	52.8	52.6	49.6	47.2
유형자산감가상각비	14.8	16.1	17.8	15.2	13.0
무형자산감가상각비	2.8	4.0	5.8	5.1	4.5
지분법평가손익	-0.5	-1.3	0.0	0.0	0.0
기타	21.0	34.0	29.0	29.3	29.7
영업활동자산부채증감	-4.6	-27.0	-23.1	-16.5	-15.2
매출채권및기타채권의감소	-6.6	-3.3	-10.3	-7.3	-6.7
재고자산의감소	-15.8	-6.6	-15.1	-10.6	-9.8
매입채무및기타채무의증가	-1.4	1.9	3.3	2.5	2.3
기타	19.2	-19.0	-1.0	-1.1	-1.0
기타현금흐름	-5.3	-4.8	-12.3	-12.6	-13.0
투자활동 현금흐름	-68.3	-43.0	0.9	0.8	0.7
유형자산의 취득	-12.3	-34.9	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.2	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-8.3	-18.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-48.2	36.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	20.2	-29.0	-1.5	-1.5	-1.6
기타	-19.9	2.3	2.4	2.3	2.3
재무활동 현금흐름	19.5	-0.3	-17.2	-17.2	-17.2
차입금의 증가(감소)	32.8	16.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-7.3	-6.4	-6.4	-6.4	-6.4
기타	-6.1	-10.7	-10.8	-10.8	-10.8
기타현금흐름	0.0	0.3	-10.7	-10.8	-10.7
현금 및 현금성자산의 순증가	3.0	-12.9	21.9	30.1	35.0
기초현금 및 현금성자산	27.0	30.0	17.1	38.9	69.0
기말현금 및 현금성자산	30.0	17.1	38.9	69.0	104.0

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	209.3	257.6	307.4	358.0	412.2
현금 및 현금성자산	30.0	17.1	38.9	69.1	104.0
단기금융자산	0.2	29.3	30.7	32.3	33.9
매출채권 및 기타채권	73.2	77.7	88.0	95.3	102.0
재고자산	105.1	113.2	128.2	138.9	148.6
기타유동자산	0.8	20.3	21.6	22.4	23.7
비유동자산	298.7	325.8	302.2	281.8	264.3
투자자산	84.6	48.6	48.6	48.6	48.5
유형자산	158.1	203.5	185.6	170.4	157.4
무형자산	41.5	54.8	49.0	43.9	39.4
기타비유동자산	14.5	18.9	19.0	18.9	19.0
자산총계	508.0	583.4	609.5	639.9	676.5
유동부채	182.7	200.8	204.1	206.6	208.9
매입채무 및 기타채무	54.3	54.8	58.1	60.6	62.9
단기금융부채	110.6	120.8	120.8	120.8	120.8
기타유동부채	17.8	25.2	25.2	25.2	25.2
비유동부채	61.0	98.0	98.0	98.0	98.0
장기금융부채	35.5	70.1	70.1	70.1	70.1
기타비유동부채	25.5	27.9	27.9	27.9	27.9
부채총계	243.7	298.8	302.1	304.6	306.9
지배지분	266.2	275.3	298.1	326.0	360.3
자본금	11.1	11.2	11.2	11.2	11.2
자본잉여금	13.5	17.2	17.2	17.2	17.2
기타자본	-15.1	-15.1	-15.1	-15.1	-15.1
기타포괄손익누계액	0.9	-0.1	-2.5	-4.9	-7.3
이익잉여금	255.8	262.1	287.3	317.6	354.3
비지배지분	-1.9	9.3	9.3	9.3	9.3
자본총계	264.3	284.6	307.4	335.3	369.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,088	637	1,412	1,635	1,923
BPS	11,996	12,274	13,293	14,535	16,064
CFPS	2,800	2,774	3,760	3,846	4,026
DPS	300	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	14.4	22.4	9.3	8.0	6.8
PER(최고)	18.3	32.5	11.3		
PER(최저)	12.4	20.9	8.8		
PBR	1.31	1.16	0.99	0.90	0.82
PBR(최고)	1.66	1.69	1.20		
PBR(최저)	1.13	1.09	0.93		
PSR	0.65	0.53	0.44	0.40	0.38
PCFR	5.6	5.1	3.5	3.4	3.3
EV/EBITDA	9.3	9.8	6.5	5.8	5.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	27.1	71.1	20.3	17.5	14.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.9	2.1	2.3	2.3	2.3
ROA	4.9	1.7	5.3	5.9	6.6
ROE	9.2	5.2	11.0	11.8	12.6
ROIC	9.2	4.8	8.5	9.6	11.0
매출채권회전율	7.5	7.9	8.2	8.0	8.0
재고자산회전율	5.4	5.5	5.6	5.5	5.5
부채비율	92.2	105.0	98.3	90.9	83.1
순차입금비용	43.8	50.8	39.4	26.7	14.3
이자보상배율	7.0	3.0	6.3	7.1	8.1
총차입금	146.0	190.9	190.9	190.9	190.9
순차입금	115.8	144.6	121.2	89.6	53.0
EBITDA	49.8	48.3	65.6	67.6	71.6
FCF	20.5	-42.1	34.1	41.6	45.5

Compliance Notice

- 당사는 7월 29일 현재 '대원제약(003220)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

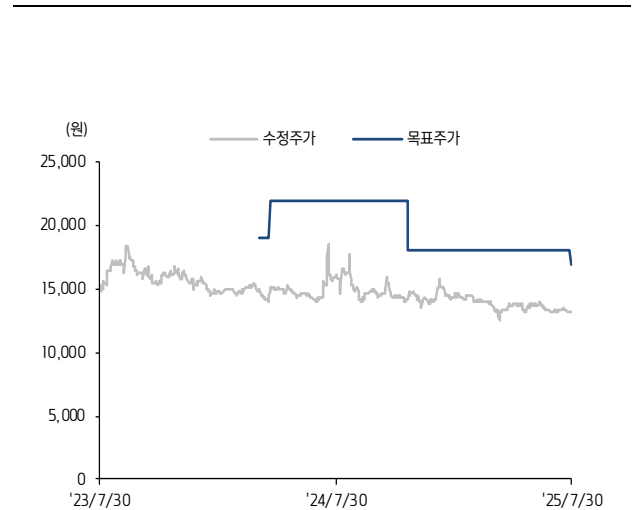
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대원제약 (003220)	2024-04-01	Buy(Initiate)	19,000원	6개월	-24.00	-20.84
	2024-04-18	Buy(Maintain)	22,000원	6개월	-31.69	-15.32
	2024-11-18	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-19.81	-12.61
	2025-02-24	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-21.54	-12.61
	2025-07-30	Buy(Maintain)	17,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%