

대원제약

(003220)

Analyst

하태기(제약/바이오)

02-3779-3513

teagi.ha@sangsanginib.com

BUY(유지)

목표주가(유지) **23,000원**

종가(22.11.23) 17,500원

상승여력 31.4%

Stock Data

KOSPI(11/23)	2,418.0pt
시가총액	3,822억원
액면가	500원
52주 최고가	23,225원
52주 최저가	13,341원
외국인지분율	18.9%
최대주주지분율	38.8%
유동주식비율	57.6%

Stock Price



계절적 성수기, 주가는 저평가

2022년 고마진 제품 매출 성장, 수익성도 대폭 개선

2022년 3분기 누적으로 매출액이 3,563억원(YoY +40.7%), 영업이익 387억원(YoY +344.2%)으로 성장했다. 3분기만 보면 매출액이 1,222억원(YoY +35%), 영업이익 146억원(YoY +124.3%)으로 성장했다.

펠루비/코대원포르테 대폭 성장

첫째, 주력품목 펠루비, 코대원포르테 매출성장 폭이 크다. 자체 개발 해열소염진통제 펠루비가 특히 만료(2021년)에도 3분기에 92억원(YoY +22.7%)으로 성장했다. 매출이 1분기에 가수요로 피크를 기록하고, 2분기에 정체되지만, 3분기부터 다시 높은 성장세를 보이고 있다. 4분기 매출전망도 긍정적이어서 연간으로는 383억원(YoY +33.4%)으로 성장할 전망이다.

자체 개발 제품 진해거담제 코대원포르테도 3분기 178억원(YoY +439.4%)으로 성장했다. 위드코로나로 영업환경이 개선되었고, 마진이 좋은 코대원포르테S로 전환되면서, 연간 573억원(YoY +243.1%)으로 성장할 전망이다. 호흡기 이외에도 순환기, 항생제, 상품, 수탁매출 등 전문의약품 매출이 크게 회복되는 상황이다.

둘째, OTC에서는 종합감기약 콜대원(콜대원 키즈포함) 매출 전망이 여전히 좋다. 과거 콜대원시럽 매출이 연간 70억원 미만이었으나 코로나로 수요가 급증, 2022년 상반기 220억원내외로 추정되고, 겨울 성수기 매출 증가로, 2022년 연간 295억원 내외 전망된다..

셋째, 매출성장과 함께 수익성도 좋다. 당초 인센티브지출 등 판관비 증가, 원가상승, 자회사 극동에이치팜(건기식 ODM)의 공장리뉴얼에 따른 비용증가 등으로 수익성 악화가 우려되었다. 그러나 공장효율화, 판관비 지출억제 등으로 3분기 영업이익이 대폭 증가하여 영업이익률이 11.9%로 개선되었다.

2022년 연간 연결기준 매출액은 4,801억원(YoY +35.5%), 영업이익 508억원(YoY +161.6%)으로 전망된다. 영업이익률은 10.6%로 추정된다. 2023년에도 호흡기 강점을 배경으로 높은 영업실적 성장이 가능할 것으로 전망된다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	308.5	24.1	17.2	808	22.3	10.9	1.7	8.4	0.8
2021	354.2	19.4	6.6	320	50.7	11.3	1.6	3.2	1.2
2022E	480.1	50.8	36.5	1,783	9.9	6.4	1.6	16.5	1.1
2023E	524.8	56.1	39.8	1,874	9.4	5.4	1.4	15.5	1.1
2024E	570.3	61.2	43.6	2,053	8.6	4.6	1.2	14.8	1.1

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

**PER 9배대로
주가저평가
→ 매수관점유지**

신약 Pipeline 데이터 확인에는 시간이 필요

동사는 중형 제약사로서 연간 300억원(개발비 포함) 내외의 R&D비용을 투입, 신약/개량신약을 개발하고 있다. 주요 신약 Pipeline 개발 내용을 보면 첫째, 고지혈증치료제(DW-4301)를 개발 중이며, 현재 국내 임상 2상 단계에 있다. 둘째, 자궁내막증치료제 신약 Pipeline DW-4902는 티움바이오에서 L/I하여, 현재 국내 임상 2상이 진행 중이다. 임상 결과 확인에는 아직 많은 시간이 필요한 상황이다.

주가는 저평가 수준, 영업실적 성장, 상대적 수익률 강세 유지 전망

우호적인 영업환경을 맞이하며 2022년 영업실적이 대폭 성장했다. 겨울 성수기를 맞아 호흡기 매출이 성장할 전망이다.

2023년 추정 이익 기준 PER은 9배대이다. 과거 코로나 이전 4년 평균 PER은 평균 15배 이상으로, 현재 PER 수준은 역사적으로 낮은 수준이다. 따라서 주가는 저평가된 것으로 판단된다.

동사는 호흡기에서 강한 중견제약사로 성장했다. 향후 전문의약품뿐만 아니라 콜대원시럽 성공으로 OTC 역량이 강화되었고, 건식식부문을 포함한 향후 헬스케어사업 전반으로 확장할 수 있는 잠재력이 있어 보인다. 주가 밸류에이션에 프리미엄을 부여할 수 있는 부분이다.

주가는 코로나시대를 맞아 시장평균대비 상대적으로 높은 수익률을 유지해 왔다. 2022년 4분기와 2023년에도 실적이 개선되면서 상대적 수익률 강세를 유지할 전망이다.

표 1. 매출 추이

(단위 : 억원)

매출유형	2019				2020E				2021				2022			
	2019	2019	2020E	1Q	2Q	3Q	4Q	2021	1Q	2Q	3Q	4QE	2022E			
코대원포르테시럽	223	223	159	35	42	33	57	167	134	116	178	145	573			
(증감률)	23.9%	0.0%	-28.7%	-42.6%	100.0%	37.5%	7.5%	5.0%	282.9%	176.2%	439.4%	154.4%	243.1%			
리피원정(고지혈증)	104	108	102	25	26	26	25	102	27	28	30	27	111			
(증감률)	-4.6%	3.8%	-5.6%	-3.8%	0.0%	0.0%	4.2%	0.0%	6%	6%	6%	6%	8.4%			
에스원엘프(위염 위식도염)	118	136	151	36	37	39	102	214	60	50	60	112	282			
(증감률)	-13.2%	15.3%	11.0%	2.9%	-5.1%	0.0%	168.4%	41.7%	66.7%	35.1%	53.8%	10.0%	31.9%			
오티렌F정(위염 등)	103	112	119	27	28	26	43	124	28	23	22	45	118			
(증감률)	-1.0%	8.7%	6.3%	-6.9%	-6.7%	-13.3%	43.3%	4.2%	3.7%	-17.9%	-15.4%	4.0%	-5.1%			
펠루버서방정(해열소염진통제)	246	287	264	64	79	75	69	287	125	71	92	95	383			
(증감률)	69.7%	16.7%	-8.0%	0.0%	27.4%	10.3%	-1.4%	8.7%	95.3%	-10.1%	22.7%	37.7%	33.4%			
레나메진(투석)	71	91	113	29	34	35	30	128	36	35	30	34	135			
(증감률)	34.0%	28.2%	24.2%	11.5%	25.9%	16.7%	0.0%	13.3%	24.1%	2.9%	-14.3%	12.0%	5.2%			
알포콜린 연질캡슐(퇴행성뇌기질성정신증)	94	126	140	37	40	54	23	154	42	39	40	30	151			
(증감률)	10.6%	7.0%	11.1%	15.6%	14.3%	20.0%	-17.9%	10.0%	13.5%	-2.5%	-25.9%	30.0%	-2.0%			
티지페논(중성지방혈증)	71	88	96	26	28	28	23	105	29	31	30	26	116			
(증감률)	61.4%	23.9%	9.1%	13.0%	16.7%	12.0%	-4.2%	9.4%	11.5%	10.7%	7.1%	12.0%	10.2%			
트윈콤비(고혈압)		85	86	20	22	22	19	83	20	22	22	22	86			
(증감률)							-5.0%	-3.5%	0.0%	0.0%	0.0%	15.8%	3.6%			
콜대원시럽(추정)	42	62	69	20	11	10	32	73	70	80	70	75	295			
(증감률)	20.0%	49.1%	11.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	4.9%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	305.2%			
기타(극동예이치팜 등)	2,107	1,767	1,786	431	530	557	587	2,105	600	676	648	628	2,552			
(증감률)	12.5%	15.0%	1.1%	-7.9%	17.3%	27.3%	37.2%	17.9%	22.0%	15.0%	8.0%	7.0%	21.2%			
합계 매출	3,178	3,085	3,085	750	877	905	1,010	3,542	1,171	1,170	1,222	1,237	4,801			
(증감률)	10.9%	-2.9%	-2.9%	-1.7%	11.4%	19.9%	15.7%	14.8%	56.1%	33.5%	35.0%	22.6%	35.5%			

자료: 대원제약, 연결기준, 상생인증권

표 2. 분기별 요약실적

12월결산 (억원)	2021				2022E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE
매출액	750	877	905	1,010	1,171	1,170	1,222	1,237
영업이익	- 23	45	65	107	139	102	146	121
세전이익	- 17	41	65	82	134	96	141	116
순이익	- 81	29	62	56	102	71	107	85
YoY(%)								
매출액	-7.0	17.4	19.6	30.3	56.1	33.5	35.0	22.6
영업이익	적전	-39.5	28.9	584.4	흑전	127.4	124.3	13.2
세전이익	적전	-30.6	32.0	172.0	흑전	135.0	116.6	40.3
순이익	적전	-33.4	83.1	167.1	흑전	141.5	73.5	52.2

자료: 대원제약, 연결기준, 상상인증권

표 3. 주가 밸류에이션

(단위 : 억원, 배)

Forward 추정 순이익(지배주주)	395	
적정 PER(배)	12.5	호흡기 성장, OTC부문 역량 증대
기업가치	4,936	(코로나 이전 4년 평균 PER 15이상)
발행주식수(주)	21,842,836	
자기주식(주)	624,742	
유통주식수(주)	21,218,094	
적정주가(원)	23,263	

자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	117.3	180.4	208.9	256.3	308.4
현금 및 현금성자산	10.4	41.7	14.1	60.2	92.6
매출채권 및 기타채권	41.7	54.5	60.3	51.8	58.1
재고자산	63.8	69.7	84.5	92.2	103.5
기타유동자산	1.4	14.5	50.1	52.1	54.2
비유동자산	217.9	249.2	253.8	248.8	245.0
관계기업투자등	24.1	26.5	34.7	36.1	37.6
유형자산	154.8	163.7	157.2	148.9	141.9
무형자산	23.7	40.4	41.9	42.9	43.9
자산총계	335.2	429.6	462.7	505.1	553.4
유동부채	56.0	102.1	117.5	122.5	129.6
매입채무 및 기타채무	27.8	39.4	48.2	52.6	59.0
단기금융부채	22.4	51.7	53.3	53.3	53.3
기타유동부채	5.8	10.9	16.0	16.7	17.3
비유동성부채	66.4	109.1	108.0	109.7	111.4
장기금융부채	30.0	72.2	67.3	67.3	67.3
기타비유동부채	36.4	36.9	40.7	42.3	44.1
부채총계	122.4	211.2	225.5	232.2	241.0
지배주주지분	213.9	219.3	239.1	274.8	314.3
자본금	10.1	10.6	10.9	10.9	10.9
자본잉여금	9.3	9.5	9.2	9.2	9.2
이익잉여금	200.5	204.8	238.4	274.0	313.5
비지배주주지분(연결)	-1.2	-0.9	-1.9	-1.9	-1.9
자본총계	212.8	218.4	237.2	272.9	312.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	25.0	22.4	39.9	63.7	50.6
당기순이익(손실)	17.2	6.6	36.5	39.8	43.6
비현금수익비용가감	32.2	41.5	28.5	18.3	17.7
유형자산감가상각비	13.2	14.7	15.4	14.4	13.7
무형자산상각비	2.4	3.1	3.8	3.3	3.4
기타현금수익비용	15.4	22.7	6.2	-1.4	-1.3
영업활동 자산부채변동	-14.3	-16.8	-17.7	5.6	-10.7
매출채권 감소(증가)	6.7	-8.9	-5.2	8.5	-6.3
재고자산 감소(증가)	-13.9	-4.1	-16.2	-7.8	-11.3
매입채무 증가(감소)	-1.2	-0.1	6.8	4.4	6.4
기타자산, 부채변동	-5.9	-3.6	-3.1	0.5	0.5
투자활동 현금	-14.9	-41.6	-55.0	-13.5	-14.2
유형자산처분(취득)	-11.3	-4.1	-8.3	-6.1	-6.6
무형자산 감소(증가)	-4.0	-7.6	-4.9	-4.4	-4.4
투자자산 감소(증가)	5.6	-12.4	-32.8	-2.3	-2.4
기타투자활동	-5.2	-17.5	-9.0	-0.8	-0.8
재무활동 현금	-12.6	48.5	-12.6	-4.1	-4.0
차입금의 증가(감소)	-1.2	53.4	-4.4	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-10.1	-3.0	-5.8	-4.1	-4.0
배당금의 지급	5.0	3.1	4.1	4.1	4.0
기타재무활동	-1.3	-1.9	-2.3	0.0	0.0
현금의 증가	-2.6	31.3	-27.6	46.1	32.4
기초현금	13.0	10.4	41.7	14.1	60.2
기말현금	10.4	41.7	14.1	57.0	84.1

손익계산서

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	308.5	354.2	480.1	524.8	570.3
매출원가	142.6	177.7	241.7	262.7	285.2
매출총이익	165.9	176.5	238.4	262.2	285.2
판매비 및 관리비	141.8	157.0	187.6	206.0	223.9
영업이익	24.1	19.4	50.8	56.1	61.2
(EBITDA)	39.8	37.2	70.0	73.8	78.3
금융손익	-1.0	-1.5	-2.3	-3.3	-3.2
이자비용	1.2	2.1	3.9	4.4	4.4
관계기업등 투자손익	0.5	0.4	0.8	1.0	1.0
기타영업외손익	0.0	-1.2	-0.6	-0.2	-0.2
세전계속사업이익	23.6	17.1	48.7	53.7	58.9
계속사업법인세비용	6.4	10.5	12.2	14.0	15.3
계속사업이익	17.2	6.6	36.5	39.8	43.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	17.2	6.6	36.5	39.8	43.6
지배주주	17.6	7.0	37.8	39.8	43.6
총포괄이익	19.1	7.0	35.2	39.8	43.6
매출총이익률 (%)	53.8	49.8	49.7	50.0	50.0
영업이익률 (%)	7.8	5.5	10.6	10.7	10.7
EBITDA 마진률 (%)	12.9	10.5	14.6	14.1	13.7
당기순이익률 (%)	5.6	1.9	7.6	7.6	7.6
ROA (%)	5.3	1.8	8.5	8.2	8.2
ROE (%)	8.4	3.2	16.5	15.5	14.8
ROIC (%)	7.7	3.1	14.5	16.2	18.0

주요투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표					
P/E	22.3	50.7	9.9	9.4	8.6
P/B	1.7	1.6	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	10.9	11.3	6.4	5.4	4.6
P/CF	7.8	8.0	5.9	6.6	6.3
배당수익률(%)	0.8	1.2	1.1	1.1	1.1
성장성(%)					
매출액	-2.9	14.8	35.5	9.3	8.7
영업이익	-31.4	-19.4	161.6	10.4	9.1
세전이익	-33.2	-27.5	184.3	10.3	9.6
당기순이익	-36.0	-61.6	452.4	8.9	9.6
EPS	-35.4	-60.4	457.3	5.1	9.6
안정성(%, 십억원)					
부채비율	57.5	96.7	95.0	85.1	77.2
유동비율	209.4	176.7	177.9	209.2	237.9
순차입금/자기자본	19.4	31.6	25.5	4.6	-7.0
영업이익/금융비용	20.4	9.3	13.0	12.8	14.0
총차입금	52.5	124.0	120.6	120.6	120.6
순차입금	41.3	69.0	60.5	12.6	-21.7
주당지표(원)					
EPS	808	320	1,783	1,874	2,053
BPS	10,568	10,332	10,949	12,580	14,389
CFPS	2,261	2,203	2,979	2,659	2,806
DPS	148	194	190	190	190



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 하태기)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

구분	투자이건 기준 및 기간	투자등급	투자이건 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대
	향후 12개월 시장대비	Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지
	상대수익률	Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소
기업 (Company)	투자등급 3 단계	BUY	95.8%	절대수익률 15% 초과
	향후 12개월	HOLD	4.2%	절대수익률 +15%~ -15%
	절대수익률	SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
	합계		100%	

* 비고: 2022년 10월 4일부터 상신증권의 기업투자이건 체계가 기존 5단계 (단기주가상승, 중장기주가상승, 단기주가하락, 단기주가박스권, Attention)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다