상상인증권

2019.05.16

대원제약
(003220.KS)

Senior Analyst
하태기

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 26,000원(유지) /현재주가: 17,050원 (상승여력: 52.5%)

PM Grade :	Increase	Trading Up	Short-term Reduce

2019년 영업실적 성장지속 전망 유효하다

2019년 1분기 영업실적은 매출은 증가, 영업이익은 감소

대원제약은 전통적으로 ETC 중심의 중견 제약사이며, 2017년에 OTC(감기약, 유산균) 사업에도 진출했다. ETC부문이 안정적으로 성장하는 가운데 감기약 콜대원매출이 증가하면서 OTC부문도 자리를 잡는 모습이다. 2019년 1분기 매출액은 7.3% 증가한 763억원, 영업이익이 10.5% 감소한 79억원이다.

2019년 1분기 수익성 정체되었으나, 2분기 회복부터 회복되고 연간 전망도 긍정적

2019년 1분기 매출액 증가율이 두자리에 미치는 못한 원인은 1분기 감기유행이 덜해서 동사의 주력품목인 호흡기계 제품매출이 정체된 데 원인이 있다. 1분기 주력품목의 매출은 **첫째, 펠루비(소염진통)가 11.9**% 성장한 66억원이다. 2019년 연간으로는 14% 성장한 281억원으로 추정된다. 둘째, 콜대원포르테(진해거담)는 시럽제의 장점이 있다. 1분기 중에 22.5% 감소한 55억원인데 이는 일시적 요인이므로 평가된다. **둘째, 상품을 도입하여 종병매출 증가가 기대된다. 2019년 8월에 골형성촉진제 테로사가 출시되었는데 2019년에 50억원의 매출이 가능할 전망이고, 또한 골관절염제 신바로 판매로 2019년 100억원의 매출이 기대된다**. 셋째, 고지혈증치료제 리피원정은 12.0% 증가한 28억원이다.

수익성이 정체를 보였다. 영업이익이 10.5% 감소한 79억원이다. 금년 1분기 중 수익성 정체 요인은 첫째, 1분기 중에 감기환자가 평년대비 감소, 펠루비와 코대원포르테 등과 같은 주력 제품매출이 예상을 밑돌았기 때문이다. 둘째, 연구개발비가 크게 증가했기 때문이다. R&D비용총액은 78억원(무형자산처리분 포함)으로 전년동기대비 24.8% 증가했다. 셋째, 수탁매출 일부 단가상승요인이 작용했다.

2019년 2분기에는 호흡기제품(감기관련 진해거담, 해열제)의 매출회복으로 연결 매출액이 전년동기대비 8.4% 성장한 766억원, 연결 영업이익은 16.0% 증가한 88억원으로 전망된다. 2019년에도 혈액순환기계, 개량신약 역량을 강화하고, 상품 신바로, 도입상품 테로사 출시, **프로바이오틱스 성장** 등으로 연간 매출액은 9.5% 성장한 3,139억원, 영업이익이 9.1% 증가한 335억원으로 추정된다.

연간실적 호조와 R&D강화, 주가 저평가 매력 살아 있다

2019년 연간 영업실적 전망이 여전히 긍정적이고, 프로바이오틱스 성장 가능성, 전략적인 개량신약 개발/마케팅으로 성장이 계속될 것이다. 또한 신약 Pipeline인 DW-4301(고지혈증)과 오픈이노베이션 형태의 R&D 전략으로 새로운 신약개발도 추진될 예정이어서 주가 전망이 밝다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	265.5	25.3	23.5	10.3	547	-46.9	34.0	36.1	11.4	2.3	6.5
2018	286.7	30.7	31.2	23.3	1,208	120.8	41.1	13.0	7.8	1.7	13.5
2019E	313.9	33.5	34.7	27.2	1,412	16.9	45.0	12.1	7.3	1.6	14.3
2020E	346.6	35.9	36.9	28.4	1,476	4.5	47.1	11.6	6.1	1.5	13.3
2021E	379.0	38.6	39.7	30.6	1,542	4.5	49.6	11.1	5.4	1.4	12.9

자료 : 대원제약, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

성장을 위해 상품도입, 장기적으로 신약개발도 추진 중

개량신약 이외에, 신약 Pipeline(DW-4301, 고지혈증제, 2018년 10월에 국내 임상 1상 완료, 하반기 2상 진입 전망)을 보유 중이다. 최근 신약 쪽에도 다양한 Pipeline 확보를 위해 투자를 진행하고 있어, **1년 내에는 의미 있는 신약 Pipeline을 확보할 가능성이 있다.** 2019년 8월에는 1일 1회 자가주사형태의 부갑상선호르몬 계열 **골형성촉진제 테로사**(릴리의 포스테오 바이오시밀러, 테로사, 독일 리히터 헬름 바이오텍사 개발)를 도입/출시할 예정이다. 2019년에 50억원의 매출을 기대한다. 또한 GC녹십자로부터 골관염제 **신바로정**을 공급받아 종병과 의원채널에 매출한다. 2019년 매출규모는 100억원으로 추정된다. **R&D비용은 2018년 260억원이고, 2019년 300억원으로 추정**된다.

OTC 브랜드 자리 잡아, BEP를 넘어 향후 이익발생 구간으로 넘어갈 전망

한편 OTC에서는 연 50억원 내외 광고비를 투입하여 종합감기약 콜대원이 자리를 잡았다. **2019년 신규 OTC 브랜드 3종이 준비 중**이다. 프로바이오틱스도 약국채널 진출로 매출이 크게 성장할 가능성이 있다. OTC 매출액은 2017년 25억원, 2018년 50억원이고, 2019년에는 80억원으로 추정된다.

[표 1] 제품별 매출 추이 (단위: 억원)

				2018					2019				
사업부문	매출유형	2016	2017	1Q	2Q	3Q	4QE	2018E	1QE	2QE	3QE	4QE	2019E
의약품	코대원포르테시럽	161	180	71	48	27	69	215	55	53	30	72	210
	(증감률)	40.0%	11.8%	42.0%	2.1%	-6.9%	40.0%	19.4%	-22.5%	10.0%	10.0%	5.0%	-2.3%
	클래신건조시럽	91	88	23	25	15	35	98	22	28	17	40	107
	(증감률)	160.0%	-3.3%	9.5%	13.6%	-11.8%	25.0%	11.4%	-4.3%	13.0%	13.0%	13.0%	8.9%
	리피원정	109	109	25	26	28	25	104	28	29	31	28	115
	(증감률)	14.7%	0.0%	-13.8%	-7.1%	0.0%	4.2%	-4.6%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.5%
	프리비투스현탁액	83	**75**	27	23	12	25	**87**	**20**	**25**	**13**	**27**	**85**
	(증감률)	12.2%	-9.6%	35.0%	23.0%	23.0%	15.0%	16.4%	-25.9%	7.0%	7.0%	7.0%	-3.2%
	오티렌F정	125	104	26	26	26	25	103	26	27	27	26	106
	(증감률)	5.9%	-16.8%	4.0%	0.0%	-3.7%	-3.8%	-1.0%	0.0%	4.0%	4.0%	4.0%	3.0%
	펠루비서방정	91	**145**	**59**	**60**	**57**	**70**	**246**	**66**	**69**	**66**	**81**	**281**
	(증감률)	75.0%	59.3%	126.9%	90.0%	90.0%	30.0%	69.7%	11.9%	15.0%	15.0%	15.0%	14.2%
	베포스타정	83.0	**101.0**	16.0	19.0	20.0	27.0	82	17	21	22	29	89
	(증감률)	53.7%	21.7%	-23.8%	-24.0%	-20.0%	-10.0%	-18.8%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
	(증감률)	28.8%	2.4%	-4.3%	6.0%	6.0%	6.0%	-78.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	-239.5%
	알포콜린 연질캡술(추	72	**85**	23	23	25	23	**94**	**25**	**25**	**27**	**25**	**101**
	(증감률)	10.8%	18.1%	9.5%	9.5%	8.7%	15.0%	10.6%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	엘스테인캡슐(추정치)	23	55	17	14	14	17	62	20	17	17	20	75
	(증감률)		139.1%	21.4%	10.0%	10.0%	10.0%	12.9%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	코대원정(추정치)	29	35	12	7	7	16	42	14	9	9	19	50
	(증감률)		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	기타	1,703	1,730	391	413	439	471	1,714	470	465	505	508	1,948
	(증감률)	14.4%	1.6%	-16.7%	6.0%	9.0%	11.0%	-0.9%	20.1%	12.5%	15.0%	8.0%	13.6%
	합계 매출	2,655	2,655	712	707	646	802	2,867	763	766	736	874	3,139
	(증감률)	22.8%	0.0%	-2.4%	-0.7%	-8.6%	24.3%	8.0%	7.2%	8.4%	13.9%	8.9%	9.5%

자료: 대원제약, 상상인증권, 2019년 1분기 알포콜린, 엘스테인캡술, 코대원정 매출액은 당리서치 추정치

[표 2] 대원제약 분기별 요약 영업실적(연결기준)

12월결산	2018				2019E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Qp	2QE	3QE	4QE
매출액	712	707	646	802	763	766	736	874
영업이익	88	76	71	72	79	88	81	87
세전이익	89	74	71	79	80	90	81	96
순이익	67	53	50	63	58	65	59	90
YoY(%)								
매출액	13.2	9.5	-0.9	10.0	7.3	8.4	13.9	8.9
영업이익	84.6	0.7	-18.2	68.8	-10.5	16.0	13.5	21.5
세전이익	93.1	-3.4	-18.0	199.3	-9.8	20.7	14.7	22.7
순이익	108.6	흑전	-42.0	818.1	-13.1	23.5	18.2	42.4

자료: 대원제약, 상상인증권

[표 3] 대원제약 주가 밸류에이션 (단위: 억원)

2019년 추정 순이익	272	
적정 PER(배)	17.5	고성장 프리미엄 부여
기업가치	4,766	(시럽제품 특화 및 성장)
발행주식수㈜	19,098,606	**(R&D 강화 반영)**
자기주식 ㈜	292,458	
유통주식수㈜	18,806,148	
적정주가(원)	25,344	

자료: 상상인증권

[표 4] 대원제약 주요 파이프라인

2018년 11월 현재 (발매 목표시점순 기재)		
분류	코드명	질환군
NCE	DW-4301	고지혈증
NCE	BAL-110	전립선암, 자궁경부암
L/I	(TERROSA™)	골다공증 (PTH)
IMD	(DABIDAXA™)	항응고
IMD	DW-1502	신경병증성통증
IMD	-	고지혈증, 중성지방혈증
IMD	DW-1603	신경계
IMD	DW-2801	소화기계
IMD	DW-1601	급성 기관지염
IMD	DW-1710	근골격계
IMD	-	호흡기계
IMD	-	대사계
IMD	DW-1709	소화기계
IMD	-	내분비계
IMD	DW-1704	순환기계
IMD	DW-1703	내분비계
IMD	DW-1804	내분비계
IMD	DW-1504	심혈관계
IMD	DW-2701	내분비계
IMD	DW-1801	내분비계
IMD	DW-1803	내분비계
IMD	DW-2506	내분비계
IMD	DW-1805	내분비계

자료: 대원제약, NCE: 신물질 신약, L/I: 라이선스 인 품목(바이오시밀러포함), IMD: 개량신약

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	95.8	106.7	129.8	159.2	189.0
현금 및 현금성자산	3.7	14.9	31.3	72.4	94.3
매출채권 및 기타채권	48.1	45.0	43.1	42.0	45.9
재고자산	37.2	44.3	52.7	42.0	45.9
기타유동자산	6.8	2.6	2.7	2.8	2.9
비유동자산	131.4	168.7	167.4	164.9	163.4
관계기업투자등	3.0	1.1	1.1	1.2	1.2
유형자산	108.1	134.7	133.2	131.1	129.7
무형자산	13.9	18.9	18.4	17.5	16.7
자산총계	**227.2**	**275.4**	**297.2**	**324.1**	**352.4**
유동부채	39.2	57.7	56.0	58.6	61.2
매입채무 및 기타재무	5.3	19.9	18.6	20.4	22.3
단기금융부채	10.0	19.0	19.0	19.0	19.0
기타유동부채	23.8	18.8	18.4	19.2	20.0
비유동부채	19.9	34.5	35.6	36.7	37.8
장기금융부채	0.0	9.0	9.0	9.0	9.0
기타비유동부채	19.9	25.5	26.6	27.7	28.8
부채총계	59.1	92.2	91.6	95.2	99.0
지배주주지분	168.0	183.5	205.9	229.2	253.7
자본금	9.1	9.5	9.5	9.8	9.8
자본잉여금	10.3	9.9	9.9	9.9	9.9
이익잉여금	152.1	167.8	190.2	213.2	237.7
비지배주주지분(연결)	0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
자본총계	**168.1**	**183.2**	**205.5**	**228.9**	**253.4**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**265.5**	**286.7**	**313.9**	**346.6**	**379.0**
매출원가	113.4	121.2	133.6	147.5	161.7
매출총이익	**152.0**	**165.5**	**180.3**	**199.1**	**217.3**
판매비와 관리비	126.7	134.7	146.8	163.2	178.6
영업이익	**25.3**	**30.7**	**33.5**	**35.9**	**38.6**
(EBITDA)	34.0	41.1	45.0	47.1	49.6
금융손익	**-0.1**	**0.2**	**0.3**	**0.3**	**0.3**
이자비용	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	-1.9	0.1	0.7	0.7	0.7
세전계속사업이익	**23.5**	**31.2**	**34.7**	**36.9**	**39.7**
계속사업법인세비용	13.3	7.9	7.5	8.5	9.1
계속사업이익	10.3	23.3	27.2	28.4	30.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**10.3**	**23.3**	**27.2**	**28.4**	**30.6**
지배주주	10.7	23.7	27.8	29.0	31.2
총포괄이익	**10.3**	**23.2**	**27.2**	**28.4**	**30.6**
매출총이익률 (%)	57.3	57.7	57.4	57.4	57.3
영업이익률 (%)	9.5	10.7	10.7	10.3	10.2
EBITDA마진률 (%)	12.8	14.4	14.3	13.6	13.1
당기순이익률 (%)	3.9	8.1	8.7	8.2	8.1
ROA (%)	4.9	9.4	9.7	9.3	9.2
ROE (%)	6.5	13.5	14.3	13.3	12.9
ROIC (%)	7.2	12.8	13.4	14.5	16.3

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**4.3**	**40.0**	**31.4**	**54.6**	**37.3**
당기순이익(손실)	10.3	23.3	27.2	28.4	30.6
비현금수익비용가감	31.7	29.9	11.3	11.9	12.0
유형자산감가상각비	7.3	8.2	9.3	9.1	9.0
무형자산상각비	1.4	2.2	2.2	2.1	2.0
기타현금수익비용	-0.1	-0.1	-0.2	0.7	1.0
영업활동 자산부채변동	-21.5	-3.9	-7.1	14.3	-5.2
매출채권 감소(증가)	-14.0	2.6	1.9	1.1	-4.0
재고자산 감소(증가)	1.6	-10.8	-8.4	10.7	-4.0
매입채무 증가(감소)	-1.7	14.2	-1.3	1.8	1.9
기타자산, 부채변동	-7.3	-9.9	0.7	0.7	0.7
투자활동 현금	**-19.8**	**-41.7**	**-10.1**	**-8.7**	**-9.4**
유형자산처분(취득)	-14.6	-40.7	-7.8	-6.9	-7.6
무형자산 감소(증가)	-3.0	-1.8	-1.7	-1.2	-1.2
투자자산 감소(증가)	-2.2	1.3	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	-0.1	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
재무활동 현금	**5.3**	**12.9**	**-4.9**	**-4.8**	**-6.1**
차입금의 증가(감소)	10.0	18.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-4.5	-4.7	-4.9	-4.8	-6.1
배당금의 지급	4.5	4.7	4.9	5.1	6.1
기타재무활동	-0.2	-0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-10.3**	**11.2**	**16.4**	**41.1**	**21.9**
기초현금	14.0	3.7	14.9	31.3	72.4
기말현금	3.7	14.9	31.3	72.4	94.3

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	36.1	13.0	12.1	11.6	11.1
P/B	2.3	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	11.4	7.8	7.3	6.1	5.4
P/CF	8.0	6.3	8.7	8.3	8.1
배당수익률 (%)	1.3	#VALUE	1.5	1.8	1.8
성장성 (%)					
매출액	10.3	8.0	9.5	10.4	9.4
영업이익	-13.2	21.6	9.1	6.9	7.7
세전이익	-15.2	32.7	11.2	6.5	7.5
당기순이익	-47.9	126.6	17.0	4.4	7.5
EPS	-46.9	120.8	16.9	4.5	4.5
안정성(%)					
부채비율	35.1	50.4	44.6	41.6	39.1
유동비율	244.6	185.0	231.7	271.8	308.6
순차입금/자기자본	0.5	6.1	-2.6	-20.3	-27.0
영업이익/금융비용	167.9	343.9	-3,547.3	-3,792.9	-4,084.2
총차입금 (십억원)	10.0	28.0	28.0	28.0	28.0
순차입금 (십억원)	0.8	11.2	-5.3	-46.4	-68.4
주당지표(원)					
EPS	547	1,208	1,412	1,476	1,542
BPS	8,557	9,334	10,471	11,333	12,545
CFPS	2,140	2,704	1,960	2,050	2,104
DPS	260	260	260	300	300

자료: 대원제약, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Stock Data

KOSPI(2/14)	2,092.8pt
시가총액	3,352억원
발행주식수	19,663천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	20,254/14,717원
90일 일평균거래대금	9억원
외국인 지분율	25.7%
배당수익률(19.12E)	1.5%
BPS(19.12E)	10,471원

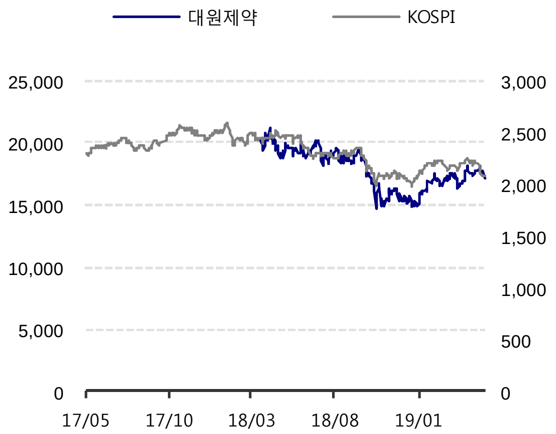
주가수익률

(%)	**1W**	**1M**	**6M**	**1Y**
절대수익률	-6.1	-3.7	14.3	-11.6
상대수익률	-2.6	3.0	14.1	3.3

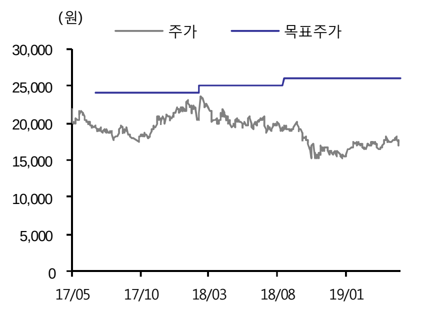
주주구성

백승렬 (외 10인)	38.7%
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY (외 1인)	9.8%

Stock Price



대원제약 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017. 08. 29	매수(유지)	24,000원	1년	-16.4	-4.2
2017. 12. 05	매수(유지)	24,000원	1년	-10.2	-4.2
2018. 02. 26	매수(유지)	25,000원(상향)	1 년	-17.2	-5.6
2018. 07. 04	매수(유지)	25,000원	1 년	-20.9	-16.8
2018. 08. 30	매수(유지)	26,000원(상향)	1 년	-32.4	-22.5
2018. 12. 12	매수(유지)	26,000원	1 년	-37.7	-31.9
2019. 02. 15	매수(유지)	26,000원	1 년	-33.7	-29.8
2019. 05. 16	매수(유지)	26,000원	1 년		

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	53.2%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중(최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	0.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	46.2%	
		합계		100.0%	