

KOSPI | 제약과생물공학

대원제약 (003220)

감기약 최대 수혜주!

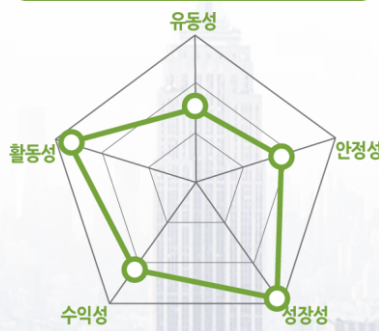
체크포인트

- 동사는 의약품 제조 판매를 하는 전통적인 제약회사로 신약, 개량신약, 제네릭의약품을 국내 병원, 의원, 약국을 대상으로 영업 중. 주요 제품으로는 짜먹는 감기약 '올대원'이 있으며 이 제품 이외에도 일반 의약품 사업, 건강기능식품 사업 영위
- 동사는 코로나19 이후 국내 감기약 최대 수혜주로 브랜드 인지도 상승에 따라 코대원(ETC)과 콜대원(OTC)의 안정적인 매출창출 가능
- 감기약 수혜주로서 동사의 주가에 모멘텀이 상당부분 반영되어 있다는 판단. 향후 장기적인 실적 증가로 인한 주가 우상향은 가능할 것으로 전망됨

주가 및 주요이벤트

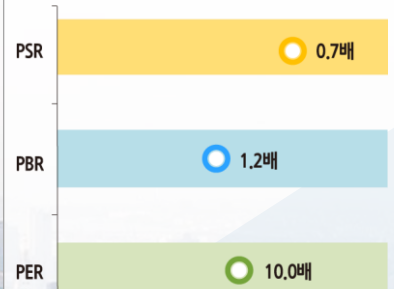


재무지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 3Q22 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

대원제약 (003220)

Analyst 이달미 talmi@kirs.or.kr
RA 양준호 junho.yang@kirs.or.kr

KOSPI
제약과생물공학

의약품 제조판매를 하는 전통적인 제약회사

동사는 의약품 제조 판매를 하는 전통적인 제약회사로 신약, 개량신약, 제네릭의약품을 국내 병원, 의원, 약국을 대상으로 영업 중. GMP급 생산시설을 보유, 국내 유명 제약회사의 의약품을 생산, 납품하는 수탁(CMO) 사업과 글로벌 시장에 완제의약품, 의료기기 등을 수출하는 해외사업까지 보유. 주요 제품으로는 짜먹는 감기약 '콜대원'이 있으며 이 제품 이외에도 일반 의약품 사업, 건강기능식품 사업 영위.

국내 감기약 최대 수혜주

동사는 코로나19 이후 국내 감기약 최대 수혜주로 떠오르며 브랜드 인지도 상승에 따라 대표적인 감기 시럽제품인 코대원과 콜대원의 안정적인 매출창출 가능. 코대원(ETC)는 코로나19 이전에 연 매출 100억원에 달했던 제품이 2022년 오미크론 바이러스 등장 이후 급격한 매출 증가세를 시현, 2022년 연간 매출액 586억원 기록. 2023년에도 브랜드 인지도 상승에 따른 안정적인 매출성장세가 가능할 전망.

주요 호흡기계 제품 경쟁사 multiple 평균 수준

2022년 기준 동사의 PER은 12.8배를 기록, 주요 호흡기계 제품 경쟁사인 안국약품의 PER은 17.4배, 삼아제약은 8.9배, 업계 평균은 13.0배 수준임. 동사의 2022년 기준 multiple은 업계 평균과 유사, 따라서 동사의 주가는 감기약 수혜주로서 이미 상당부분이 주가에 반영되었다는 판단. 장기적인 실적 증가로 인해 동사의 주가는 우상향 할 것으로 전망됨.

Forecast earnings & Valuation

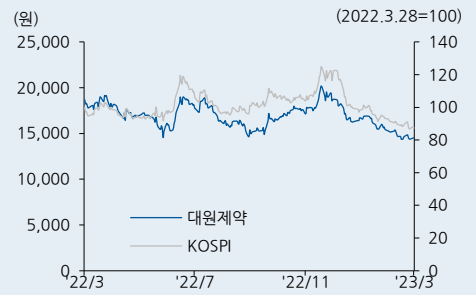
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액(억원)	3,542	4,789	5,104	5,534	6,032
YoY(%)	14.8	35.2	6.6	8.4	9.0
영업이익(억원)	194	430	545	597	657
OP 마진(%)	5.5	9.0	10.7	10.8	10.9
지배주주순이익(억원)	70	319	439	495	560
EPS(원)	320	1,462	2,000	2,253	2,551
YoY(%)	-60.4	356.9	36.8	12.7	13.2
PER(배)	50.7	12.8	7.2	6.4	5.6
PSR(배)	1.0	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBIDA(배)	11.3	7.7	4.5	3.7	2.8
PBR(배)	1.6	1.6	1.1	1.0	0.8
ROE(%)	3.2	13.6	16.3	16.0	15.8
배당수익률(%)	1.2	1.9	2.4	2.4	2.4

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (3/29)	14,380원
52주 최고가	20,200원
52주 최저가	14,380원
KOSPI (3/29)	2,443.92p
자본금	110억원
시가총액	3,159억원
액면가	500원
발행주식수	22백만주
일평균 거래량 (60일)	16만주
일평균 거래액 (60일)	27억원
외국인지분율	16.23%
주요주주	백승열 외 10인 38.54%
	FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 2인 9.95%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.8	-4.5	-21.2
상대주가	-7.0	-15.1	-11.6

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

■ 기업 개요

1 의약품 제조 판매를 하는 전통적인 제약회사

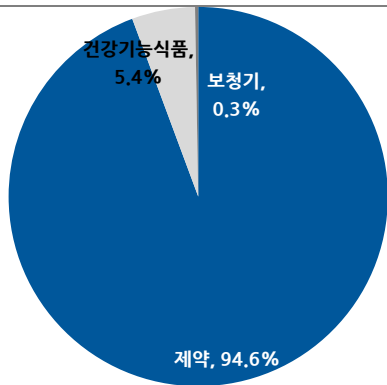
동사는 의약품 제조 판매를 하는 전통적인 제약회사

동사는 의약품 제조 판매를 하는 전통적인 제약회사로 신약, 개량신약, 제네릭의약품을 국내 병원, 의원, 약국을 대상으로 영업을 하고 있다. 또한 GMP급 생산시설을 보유, 국내 유명 제약회사의 의약품을 생산, 납품하는 수탁(CMO) 사업과 글로벌 시장에 완제의약품, 의료기기 등을 수출하는 해외사업까지 하고 있다. 동사의 주요 제품으로는 국내 최초로 개발된 짜먹는 감기약 '콜대원'이 있으며 이 제품 이외에도 일반 의약품 사업, 국내 최초 유기농 인증 프로바이오틱스 건강기능식품 장대원을 주축으로 한 건강기능식품 사업을 영위하고 있다.

현재 동사의 연결재무제표 대상에 포함된 종속기업으로는 보청기 등의 의료기기를 판매하는 대원메디테크, 건강기능식품을 판매하는 극동에이치팜이 있다. 대원메디테크는 매출 규모가 크지 않고 의미 있는 연결자회사는 극동에이치팜이 있다.

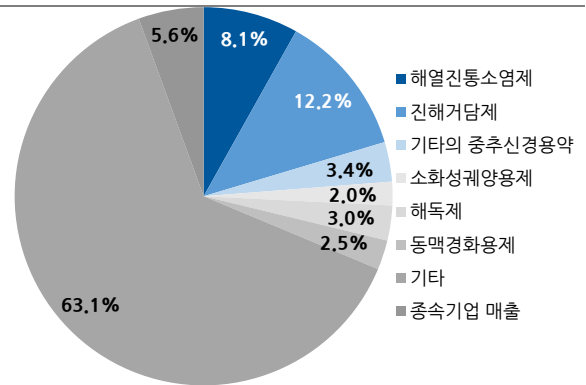
부문별 매출비중을 살펴보면 제약 부문에서 진해거담제인 코대원 F(Forte: 포르테)/S(에스)의 비중이 12.2%를 차지, 단일 제품으로 높은 비중을 차지하고 있다. 동사는 코로나19 이후 감기약 수혜주로서 코대원의 판매 급증으로 매출규모가 크게 성장, 이로 인한 브랜드 인지도 상승으로 향후 안정적인 매출성장이 기대된다.

동사의 부문별 매출 비중



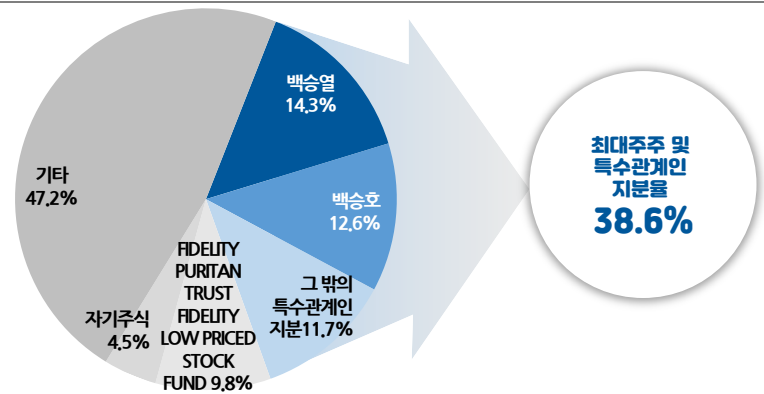
주: 2022년말 기준
자료: 대원제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 주요 제품군별 매출 비중



주: 2022년말 기준
자료: 대원제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 주주 구성



자료: 대원제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

회사 연혁

연도	사명	주요 이력
2016~	대원제약	<ul style="list-style-type: none"> 2016.02 제17회 대한민국 신약개발상 기술상 수상 2016.07 국가연구개발 우수성과 100선 선정 2017.01 공정거래위원회 CP등급평가 A등급 획득 2017.07 DAEWON PHARMACEUTICAL(Vietnam) Co., LTD. 계열사 편입 2018.05 부패방지경영 국제 표준 ISO-37001 인증 획득 2018.06 혁신형 제약기업 재인증 2019.06 진천공장 준공 2020.02 진천공장 상업생산 개시 2021.05 극동에이치팜 주식회사 인수
2016~	대원메디테크주식회사	<ul style="list-style-type: none"> 2016.06 유럽 CE 인증 획득(정음 꺾속형) 2016.06 ISO 13485 인증 획득(정음 꺾속형) 2017.01 미국 FDA 승인 2017.12 제9회 대한민국 중소중견기업 혁신대상 산업통상자원부장관상 수상 2018.01 2018 international CES 무선 충전 보청기 제품 2018.08 적십자 남북 이산가족 상봉 보청기 지원 2019.01 2019 international CES RF 무선 충전 보청기 제품 2021.03 대원메디테크 주식회사로 상호 변경
2017~	극동에이치팜	<ul style="list-style-type: none"> 2017.04 2공장 준공 2017.07 건기식 GMP 인증 2018.07 사료제조업 인허가 2019.06 제2공장 공장동 증설 2020.02 제2공장 미국 FDA 공장 등록 2021.05 대원제약 자회사 편입

자료: 대원제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

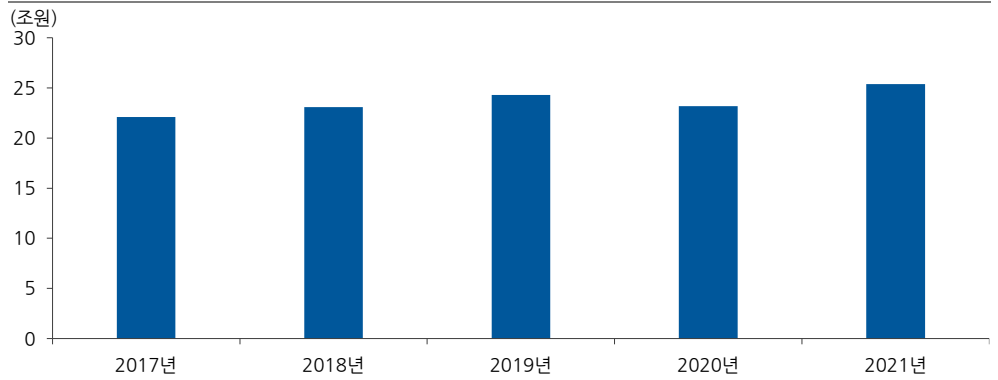
1 국내 제약산업 시장 현황

**2021년 기준 국내 제약산업
시장규모는 25.4조원 수준으로
전년대비 9.6%의 증가세 시현**

식품의약품안전처에 따르면 2021년 국내 제약산업 시장규모는 25.4조원 수준으로 전년대비 9.6% 증가하였다. 국내 제약시장은 2012년 일괄약가인하 이후 낮은 시장 성장률을 보이고 있는데 그 이유는 일괄약가인하 이후에도 제네릭 개발경쟁 심화, 영업환경 변화, 제네릭 약가제도 개편 등 때문인 것으로 판단된다.

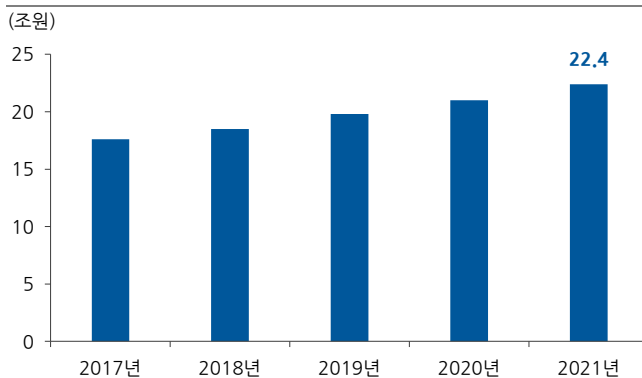
그러나 개인건강에 대한 관심증가, 노인성 질환의 보장성 강화, 신규 신약, 개량신약 수요의 증가로 국내 의약품 시장은 향후에도 안정적인 성장세를 유지할 것으로 전망된다. 특히 고령화로 인한 만성질환 증가로 인해 의약품에 대한 수요는 꾸준히 증가할 것으로 전망된다. 또한 질병 치료에 대한 필요성은 경기변동에 크게 좌우되지 않는다는 점을 감안하면 국내 제약산업은 안정적인 성장세를 꾸준히 유지할 것이다.

국내 의약품 시장규모는 25.4조원 수준



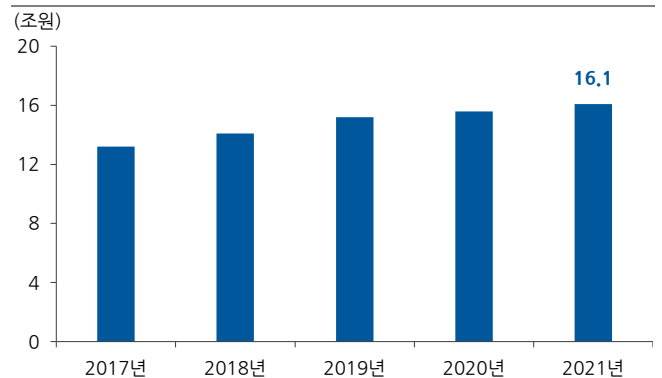
자료: 식품의약품안전처, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 완제의약품 총생산 규모



자료: 식품의약품안전처, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 원의처방 시장규모



주: UBIST 기준

자료: 식품의약품안전처, 한국R협회의 기업리서치센터

완제의약품은 전문의약품과 일반의약품으로 구분

의약품은 크게 원료의약품과 완제의약품으로 분류된다. 완제의약품은 다시 전문의약품(Ethical Drug: ETC)와 일반의약품(Over-the-Counter Drug: OTC)로 나뉜다. 일반의약품은 경기 변동과 계절성에 민감하나 전문의약품은 소비구조의 특성상 상대적으로 안정적인 성장세를 보이고 있다. 산업 특성상 제약산업 자체가 여타 산업대비 경기변동에는 덜 민감하나 환율 등 원료 수급에 영향을 미치는 부분 그리고 정부의 정책변화에 따라 수익구조가 변동될 가능성은 있다.

전문의약품(ETC)

- 약리작용, 적응증으로 볼 때 의사 또는 치과의사의 전문적 진단, 감독에 따른 사용 필요
- 심각한 부작용 발현 빈도가 높은 의약품
- 적절한 용법용량 설정 필요
- 오남용 우려가 높은 의약품
- 습관성 및 의존성, 내성문제(마약, 향정신성의약품 포함)

자료: 한국R협의회 기업리서치센터

일반의약품(OTC)

- 의사나 치과의사의 처방 없이 사용하더라도 안전성 및 유효성을 기대할 수 있는 의약품
- 부작용 범위가 비교적 좁음
- 일반국민이 스스로 적응증의 선택, 용량준수, 부작용 예방 및 처치 등 직접 사용 및 판단 가능
- 오남용 우려가 적은 의약품
- 경미한 질병의 치료, 예방 또는 건강의 유지증진

자료: 한국R협의회 기업리서치센터

국내 제약산업은 제품의 개발력과 기술력이 시장의 경쟁력을 좌우하는 핵심이 되고 있다. 국내 선도 제약회사들의 경우 자체적으로 개발한 신약과 시장성이 높은 개량신약을 보유하고 있다. 또한 최근의 고령화 추세로 인해 민성질환에 대한 치료 수요가 급증하면서 관련된 약효군이 지속적으로 증가하고 있다.

UN 자료에 따르면 GDP 상위 15개 국가 중 한국이 상대적으로 빠른 속도로 고령화가 나타나고 있다. 일반적으로 65세 이상의 인구가 14%를 상회하면 고령사회, 20%를 상회하면 초고령사회라 부른다. 아래 표, 2020년 이후의 수치는 UN의 전망치인데 한국은 2040년대에는 초고령사회로 진입할 것으로 전망, 대부분의 선진국들은 2040년에는 초고령사회에 진입할 것을 전망하였다. 이에 따라 의약품에 대한 수요는 꾸준히 증가할 것으로 예상, 관련하여 제약산업은 지속적인 성장세를 유지할 것으로 판단된다.

글로벌 선진국들의 고령화는 빠르게 진행 중

	1960	1980	2000	2020	2040	2060	2080	2100
WORLD	5%	6%	7%	9%	14%	19%	22%	24%
US	9%	11%	12%	16%	22%	26%	29%	30%
CHINA	4%	4%	7%	13%	26%	36%	40%	41%
JAPAN	6%	9%	18%	30%	35%	38%	39%	39%
GERMANY	12%	16%	16%	22%	29%	32%	32%	34%
UK	12%	15%	16%	19%	25%	28%	32%	33%
INDIA	3%	4%	4%	7%	12%	19%	26%	30%
FRANCE	12%	14%	16%	21%	27%	30%	33%	34%
ITALY	10%	13%	18%	23%	35%	37%	38%	38%
CANADA	8%	9%	12%	18%	24%	27%	31%	32%
KOREA	3%	4%	7%	16%	34%	44%	47%	44%
RUSSIA	6%	10%	12%	15%	21%	27%	27%	28%
BRAZIL	3%	4%	6%	9%	17%	26%	31%	34%
AUSTRALIA+NEW ZEALAND	9%	10%	12%	16%	22%	27%	30%	32%
SPAIN	8%	11%	17%	20%	31%	38%	39%	39%
MEXICO	3%	4%	5%	8%	15%	23%	31%	35%

자료: UN, 한국R협의회 기업리서치센터

의약품을 더 큰 관점에서
봤을 때 **합성의약품**과
바이오의약품으로 나뉨

2 국내 제약산업의 특성

의약품은 ETC와 OTC로 분류되기도 하지만 더 큰 관점에서 봤을 때 합성의약품과 바이오의약품으로 구분되기도 한다. 합성의약품은 합성신약, 개량신약, 제네릭으로 나뉜다. 국내 제약사업은 신약보다는 제네릭 의약품 비중이 높아 완전경쟁 시장을 형성하고 있다. 제네릭 약가는 정부의 규제에 크게 영향을 받아 지속적으로 낮아지고 있어 이 또한 국내 제약산업의 낮은 시장 성장률의 원인으로 작용하고 있다.

의약품은 크게 합성의약품과 바이오의약품으로 나뉨



자료: 한국R협의회 기업리서치센터

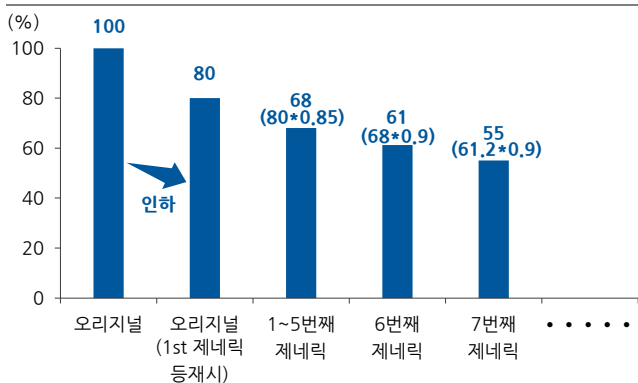
합성의약품은 합성신약, 개량신약, 제네릭으로 구분

구분	정의
합성신약	이미 허가된 의약품과는 화학 구조나 본질 조성이 전혀 새로운 신물질 의약품 또는 신물질의 유효성분으로 함유한 복합제제 의약품
개량신약	기존 오리지널 의약품의 구조나 제제, 용도 등을 변형시켜 개발한 의약품
제네릭	특허가 만료된 오리지널 합성의약품을 모방해 만든 의약품으로 허가된 의약품과 주성분, 함량, 제형 및 용법과 용량이 동일한 의약품

자료: 한국R협의회 기업리서치센터

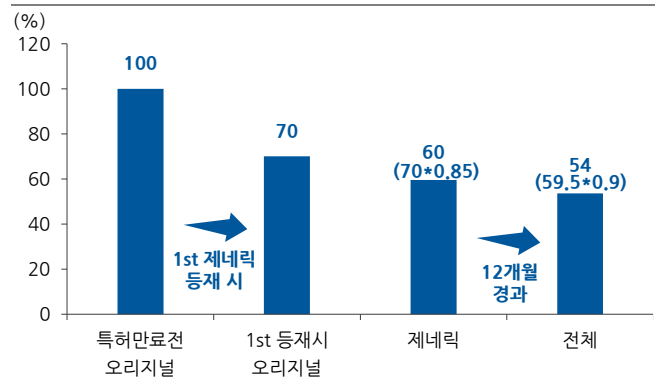
국내 제네릭 의약품은 2012년 2월 보건복지부의 일괄약가인하 시행으로 2012년 4월 1일부터 이미 특허가 만료되고 제네릭 제품이 출시된 가등재의약품 가격이 2007년 1월1일자 동일성분의약품 최고 가격의 53.55%까지 인하되었다. 2012년 이전에는 계단식으로 약가가 낮아진 반면, 2012년 이후부터는 동일성분의 제네릭일 경우 동일한 약가를 일괄적으로 적용하면서 약가가 대폭 낮아지게 되었다. First 등재시 오리지널의 경우 오리지널 가격의 70.0%, 이후 출시되는 동일성분의 제네릭은 모두 59.5%, 12개월이 경과되면 53.55%까지 낮아지게 된다.

2012년 4월 이전 제네릭 의약품의 단계별 약가인하



자료: 서울대학교 보건대학원, 한국R협의회 기업리서치센터

2012년 4월 이후 제네릭 일괄약가인하 시행



주: 2020년 이후에 개정됨.

자료: 서울대학교 보건대학원, 한국R협의회 기업리서치센터

2012년 이후 7년동안 일괄약가인하가 유지되다 2020년 7월 1일에 제네릭 의약품 약가제도가 개편되었다.

우선 제네릭 의약품이 2가지 조건을 만족해야 하는데 1. 자체 생물학적 동등성 시험을 실시하거나, 2. 등록된 원료 의약품을 사용하였고 약제급여목록표에 20개 이내로 약제가 등재되었다면 오리지널 약가의 53.55%를 받을 수 있다. 만약 2가지 조건 중 1가지만 만족한다면 45.52%의 약가를, 2가지 모두 만족하는 조건이 없으면 38.69%의 약가를 적용 받게 되는 것이다.

이는 이전보다 약가산정에 있어 더 보수적으로 바뀌었음을 의미, 제네릭 의약품을 보유하고 있는 제약사들에게는 수익성 악화로 이어질 수 있는 우려가 제기되었다. 따라서 결국은 꾸준한 R&D 투자를 통한 자체개발 의약품, 높은 개량신약 개발역량, 우수한 연구 인프라를 보유한 기업이 살아남을 수 있는 시장으로 재편되고 있는 상황이다.

2020년에 개정된 제네릭 의약품의 약가산정 구조

	20개 이내		20개 이후
2개 조건 모두 만족	1개 조건 만족	만족조건 없음	
53.55%	45.52%	38.69%	최저가의 85%
	-53.55%의 85%	-45.52%의 85%	

주: 조건 1은 자체 생물학적 동등성 시험 실시, 조건 2는 식약처에 등록된 원료의약품 사용
 자료: 언론보도, 한국R협의회 기업리서치센터

3 코로나19 이후 달라진 국내 헬스케어 산업

**코로나19 팬데믹 이후
국내 헬스케어 산업은
기존 치료 중심에서
진단, 예방, 공공보건 중심으로
바뀔 가능성이 높다**

코로나19 팬데믹은 글로벌 뿐만 아니라 국내 헬스케어 산업의 변화에 큰 영향을 미쳤다. 코로나19 팬데믹 이전에는 치료비가 많이 들고 장기간 고수익이 예상되는 암, 당뇨, 노화 등의 질환에 자원이 집중되었다. 반면, 공공의료, 전염병, 중환자관리, 백신, 진단, 의료정보 등 기본적인 의료장비와 같은 분야는 상대적으로 소외되었다. 특히 전염병, 백신의 경우 이미 극복이 된 분야라는 인식이 있었고 당장은 문제가 되지 않았기 때문에 중요성이 부각되지 않았다. 또한 이러한 분야는 수익성이 낮기 때문에 투자가 이루어지지 않았다.

하지만 이번 코로나19 팬데믹으로 전 세계가 공공의료 부문에서 취약함이 드러났는데 대부분의 국가에서 중환자실과 인공호흡기가 부족했다. 또한 미국과 영국은 코로나19 바이러스 진단키트가 부족해 초기 대응에 실패하여 전염병을 확산시켰다. 특히 이번 팬데믹으로 백신에 대한 중요성이 크게 부각되었다. 따라서 향후 글로벌 헬스케어 산업은 치료 중심에서 진단, 예방, 공공보건 중심으로 바뀔 가능성이 매우 높다는 판단이다.

신약개발에 있어서는 RNA 치료제 분야가 부각되고 있다. 새로운 바이러스 출현 시 빠른 백신개발이 중요, RNA 기반 백신이 이번 팬데믹에서 중요한 역할을 한 만큼 향후 RNA 치료제에 대한 개발은 더욱 활발히 이루어질 전망이다. 이에 따라 아이큐비아에서는 RNA 치료제 시장규모가 2026년에는 90억달러(약 11조7천억원) 수준에 이를 것으로 전망하였다.

코로나19가 가장 우려스러운 부분은 아직까지 범용적인 치료제가 개발되지 않았다는 부분이다. 신종플루의 경우 타미플루가 바이러스의 증식을 막아주는 부위에 정확히 작용하기 때문에 유행 당시 크게 우려가 되지는 않았었다. 하지만 코로나19는 바이러스 증식에 필요한 스파이크 단백질 부위에 타미플루가 작용하지 않는다. 따라서 여러가지 치료제들이 개발은 되었으나 효능은 기대치에 미치지 못하고 부작용은 큰 약들이 개발되어 범용적인 사용이 쉽지 않다.

다행히도 코로나19 바이러스는 변이를 거치면서 감염 증상이 약화되어 감기약만으로도 증상 억제에 대한 효과를 보이고 있다. 따라서 신종플루와는 달리 코로나19는 위급한 환자가 아닌 이상 일반인들의 경우 병원 내원 시 처방해주는 감기약만으로 증상완화가 가능한 것이다. 이러한 현상은 코로나19 이후 제약산업이 진단, 예방쪽으로 집중됨과 더불어 감기약 판매증가로 이어질 것으로 전망된다. 실제로 감기약을 보유한 국내 제약사들은 2022년에 시럽제 공장의 투자를 늘리면서 생산 비중을 확대, 이러한 추세는 향후 몇 년 동안 지속될 전망이다.

코로나19 팬데믹 이후 제약산업의 변화

코로나19 팬데믹 이전

암, 당뇨, 노화 등
고수익 질환 위주의 투자



코로나19 팬데믹 이후

전염병, 백신, 진단,
의료정보 등
기본적인 의료장비

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터



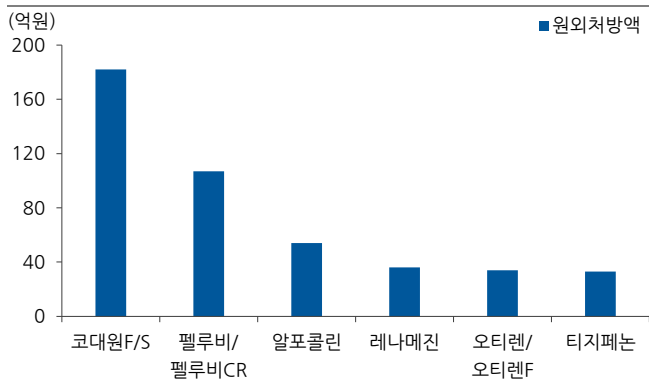
투자포인트

1 국내 감기약 최대 수혜주

국내 감기약 최대 수혜수로
브랜드 인지도 상승에 따른
코대원F/S의 안정적인
매출창출이 가능

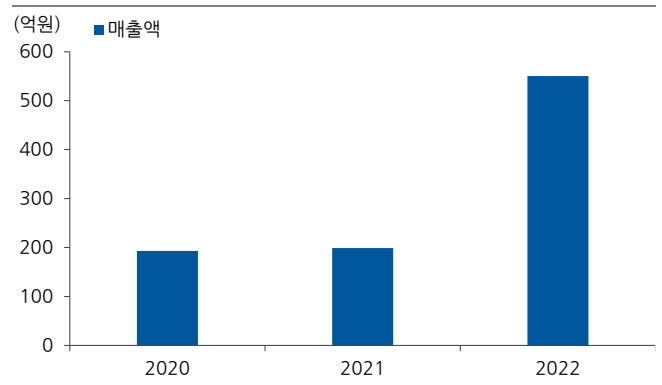
동사는 코로나19 이후 국내 감기약 최대 수혜주로 떠오르며 브랜드 인지도 상승에 따라 대표적인 감기 시럽제품인 코대원F(Forte)/S의 안정적인 매출창출이 가능하다는 판단이다. 2023년 2월 원외처방액 기준으로 동사의 코대원F/S가 주요 매출 제품 중 가장 높은 매출 비중을 차지하고 있다. 코로나19 이전에는 연 매출 100억원에 달했던 제품이 2022년 오미크론 바이러스 등장 이후 급격한 매출 상승세를 시현, 2022년 연간 매출액 586억원을 기록했다. 2022년 큰 폭의 매출성장이 가능했던 주요 요인은 기존에 확장되어 있던 공장 capa였다.

코대원F/S가 동사의 주요 매출 중 가장 큰 품목



자료: 대원제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

코대원F/S의 연간 매출 추이

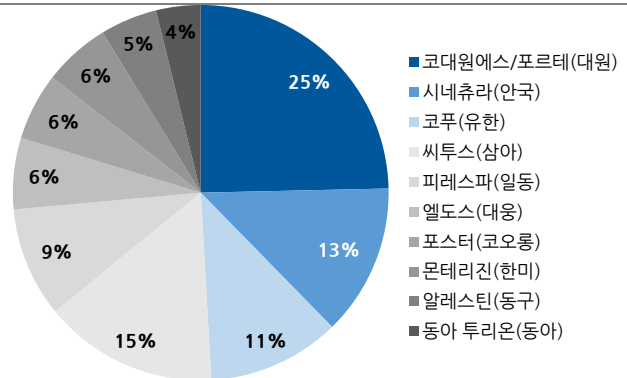


자료: 대원제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사는 2020년 초, 코로나19 팬데믹 이전, 코대원F/S의 해외수출을 위해 시럽제 공장을 3,000억 capa로 확장, 완공하였다. 그러나 코로나19 팬데믹을 겪으며 공장 가동률은 낮은 상태를 유지하다가 2022년 오미크론 바이러스 등장 이후 급격한 매출 성장세를 보였는데 2021년까지 연간 매출액 199억원에서 2022년에는 586억원으로 2배 증가하였다.

국내 원외처방액을 호흡기 기준으로만 살펴봤을 때 동사의 코대원 F/S가 가장 큰 매출비중을 차지, 그 다음이 안국약품의 시네츄라, 유한양행의 코푸시럽이 뒤를 잇고 있다. 2022년 오미크론 등장 이후 감기약 품귀현상이 일어났는데 이때 코대원F/S의 매출이 크게 성장할 수 있었다. 그렇게 된 주요 원인은 타 경쟁사의 경우 수요급증에 따른 공급이 제대로 되지 않았던 반면, 동사는 기존에 확장되어 있던 신공장이 있었기 때문에 빠른 공급이 가능하기 때문이다. 이에 따라 2022년 코대원F/S와 OTC 제품인 콜대원에 대한 브랜드 인지도가 크게 상승하였다. 이러한 브랜드 인지도 상승은 향후 꾸준한 매출증가세로 이어질 것으로 전망된다.

국내 호흡기계 부문 원외처방에서 동사의 제품인 코대원F/S가 가장 큰 비중을 차지

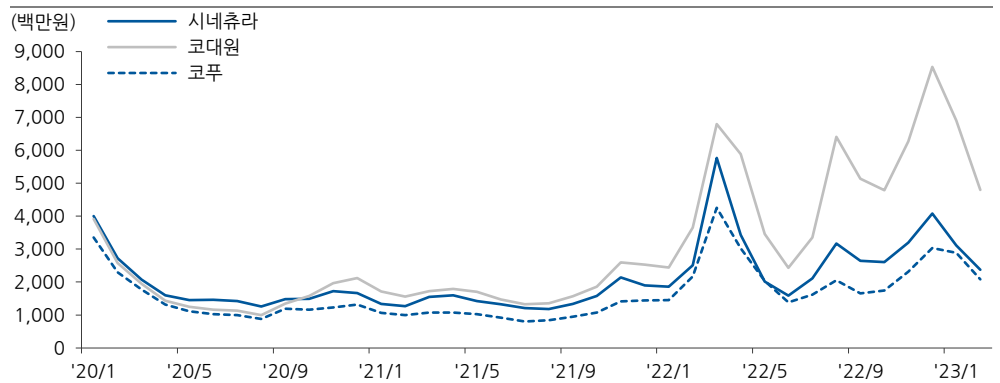


주: 2023년 2월 기준
 자료: 대원제약, UBIST, 한국IR협회의 기업리서치센터

우선 코대원F/S는 ETC 제품으로 의사의 처방이 있어야 하는데 2022년에 이비인후과에서 동사의 코대원F/S로 스 위칭이 많이 이루어졌다. 특히 OTC 제품인 콜대원(코대원F/S와 콜대원은 같은 시럽제이나 코대원F/S는 ETC이 고 콜대원은 OTC라는 차이점이 있다)은 브랜드 인지도가 중요, 2022년을 기점으로 동사의 코대원F/S와 콜대원 은 안정적인 매출 성장세를 시현할 것으로 전망된다.

다만, 최근 코로나19 확진자수 감소에 따라 호흡기계 원외처방액 역시 감소하고 있어 이에 따른 우려가 존재할 수 있으나 한번 형성된 브랜드 인지도는 쉽게 사라지지 않기 때문에 코대원F/S의 2022년도와 같은 급격한 매출 성장은 아니지만 꾸준한 성장세가 기대된다.

호흡기계 Top3 제품군의 원외처방액 추이



자료: 대원제약, UBIST, 한국IR협회의 기업리서치센터

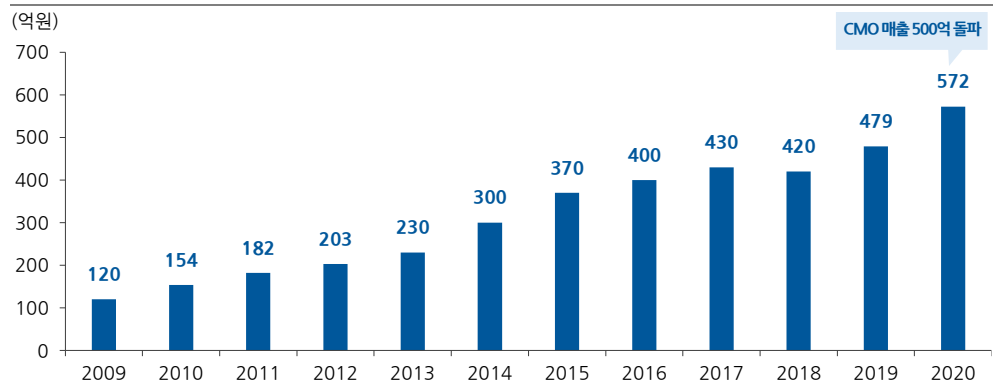
2 의약품 수탁사업으로 장기적인 성장세 가능 전망

**2023년부터 의약품 CMO
수주 증가로 인한
매출 성장세 가능**

동사는 진천과 향남 두 군데에 의약품 공장을 보유, 진천은 시립제 전용공장이라 주로 호흡기계 관련 의약품을 생산하고 향남 공장은 정제, 캡슐제 등을 모두 제조하는 의약품 완제 공장이다. 최근 완제 공장을 보유하고 있는 제약기업들이 주목받고 있는데 그 원인으로는 의약품 제조 수탁 (CMO: Contract Manufacturing Organization)이 가능하기 때문이다.

동사의 국내 CMO 사업은 제품개발에서부터 완제의약품 생산에까지 이르는 완벽한 토탈서비스를 제공하고 있어 동사의 CMO 역량은 또 다른 투자포인트라는 판단이다. 특히 2023년 당뇨병 치료제들의 특허만료로 인해 동사의 CMO 매출은 큰 폭의 증가세가 전망된다.

2020년에 동사의 CMO 수탁액은 500억원을 넘어서



자료: 대원제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

우선 국내 당뇨병 치료제 중 가장 처방액 규모가 큰 자누비아 패밀리가 2023년 9월에 물질특허가 만료된다. 자누비아 패밀리의 합산 처방액은 1,770억원에 달하는 만큼 국내 제약사들은 몇 년 전부터 제네릭 등재를 마치고 특허 만료 시기만을 기다리고 있는 상황이다. 자누비아의 특허만료로 제네릭이 출시되면 가장 큰 수혜가 예상되는 업체는 CMO 업체들이다. 특허만료에 발맞춰 CMO 주문이 증가할 것으로 예상, 이는 동사의 매출증가로 이어질 것으로 전망되어 긍정적이다.

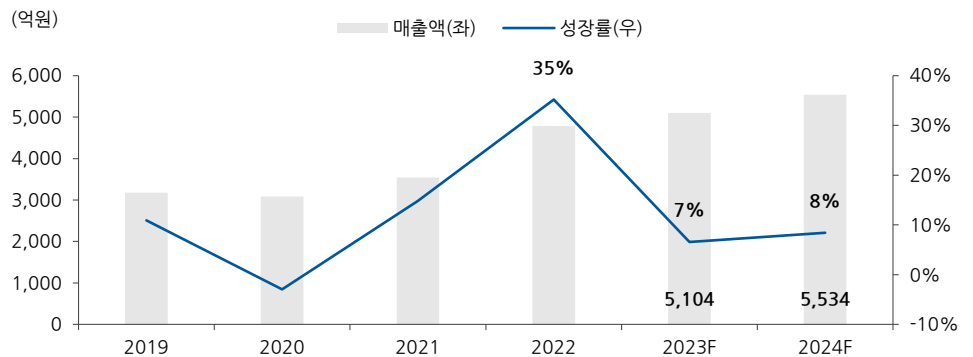
실적 추이 및 전망

1 2022년 코로나19로 인한 감기약 수혜로 큰 폭의 실적성장세 시현

2022년 연결기준
 연간 매출액은 4,789억원
 (+35.3%YoY), 영업이익은
 430억원(+121.4%YoY) 시현

동사는 2022년에 오미크론 변이 바이러스 출회 이후 코로나19 확진자수가 급증하면서 시럽제 감기약인 코대원 F/S와 콜대원 판매가 크게 증가하며 매출성장세를 견인하였다. 이에 따라 2022년 연결기준 연간 실적은 매출액이 전년대비 35.3% 증가한 4,789억원, 영업이익은 전년대비 121.4% 증가한 430억원을 시현하였다.

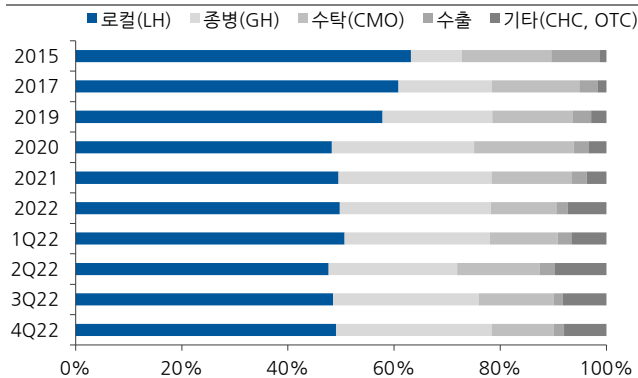
동사의 연간 실적 전망 추이



자료: 대원제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

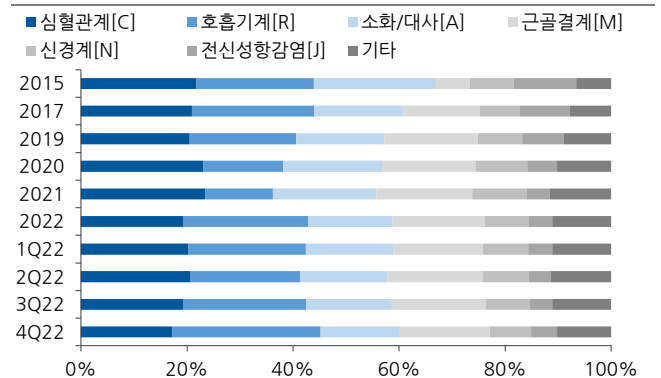
동사의 과거 연평균 매출성장률은 7.5%로 낮은 성장률을 기록하였으나 2022년 실적이 퀀텀점프하면서 새로운 회사로 탈바꿈하게 되었다. 2022년 연간 매출비중을 살펴보면 호흡기계 매출비중이 20.0%대로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 과거와 비교했을 때도 코대원F는 2019년 4분기에 매출비중이 다른 주요 제품과 큰 차이가 없다가 2022년 4분기에는 큰 폭으로 확대된 것을 볼 수 있다. 그 만큼 2022년 동사의 높은 실적성장세의 주된 원인은 시럽제 감기약 코대원F/S와 콜대원 시리즈였다는 판단, 연간 약 1,000억원을 시현하였다.

동사의 사업부별 매출비중 추이



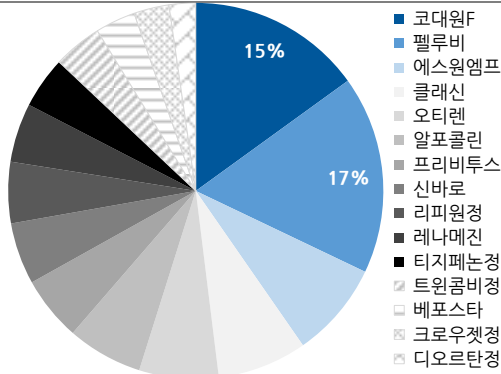
자료: 대원제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 질환군별 매출비중 추이



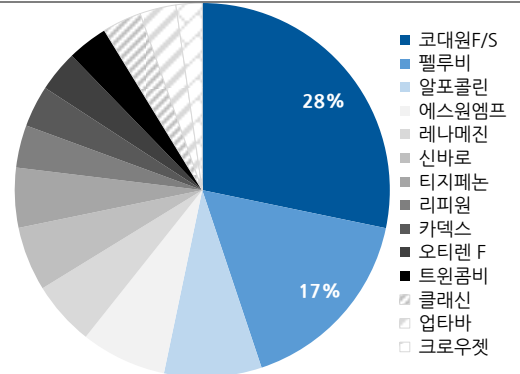
주: UBKT 원외처방액 기준, 자료: 대원제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

2019년 4분기 기준 주요 제품 매출비중



자료: 대원제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 4분기 기준 주요 제품 매출비중은 코대원F/S가 크게 확대



자료: 대원제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년에는 브랜드 인지도 상승에 따른 안정적인 성장세 예상

**2023년 연결기준 연간실적은
매출액 5,104억원
(+6.6%YoY), 영업이익 545억
원(+26.8%YoY) 시현 전망**

동사의 2023년 연결기준 연간실적은 매출액이 전년대비 6.6% 증가한 5,104억원, 영업이익은 전년대비 26.8% 증가한 545억원이 예상된다. 우선 전년도에 높았던 성장률로 인해 2023년도 외형성장률은 다소 둔화될 것으로 전망된다. 또한 코로나19 일일확진자수 감소로 인해 감기약 수요도 줄어들면서 성장률 자체는 2022년 대비 낮아질 전망이다.

다만, 2022년도 코대원F/S와 콜대원 시리즈의 판매호조에 따른 브랜드 인지도가 상승하여 2023년 이후부터는 안정적인 성장세가 가능할 전망이다. 또한 코대원S의 해외수출과 당뇨병 치료제 특허만료에 따른 CMO 부문에서의 매출 증가가 2023년 실적 성장세를 견인할 전망이다.

동사는 통상적으로 4분기에 상여가 지급되면서 이때 판권비 집행이 다른 분기 대비해서 좀더 늘어날 수는 있으나 전체적으로는 1,2,3,4분기에 나누어 분배된다. R&D비용은 연간 매출액의 11%를 지출하는데 2023년에도 11%대는 유지될 것으로 전망, 이에 따라 2023년 영업이익률은 10.7%를 기록할 것으로 예상된다.



Valuation

1 주요 호흡기계 제품 경쟁사 multiple 평균 수준

동사의 주가는
감기약 수혜주로서
이미 상당부분이 주가에
반영되어 있으나
향후 장기적인 실적 증가로
인해 주가는 우상향할 전망

2022년 기준 동사의 PER은 12.8배를 기록, 주요 호흡기계 제품 경쟁사인 안국약품의 PER은 17.4배, 삼아제약은 8.9배, 업계 평균은 13.0배 수준이다. 동사의 2022년 기준 multiple은 업계 평균과 유사, 따라서 동사의 주가는 감기약 수혜주로서 이미 상당부분이 주가에 반영되었다는 판단이다.

반면, 국내 대형제약사인 유한양행과 한미약품의 2023년 PER은 각각 35.0배, 28.5배 수준인데 대형제약사 대비해서 동사의 PER은 상대적으로 낮다. 그 이유는 대형제약사들의 경우 R&D에 대한 기대감이 주가에 반영되어 있지만 동사는 R&D 파이프라인이 신약보다는 개량신약 위주로 집중되어 있기 때문에 R&D에 대한 기대감이 낮아 multiple이 낮게 형성되어 있다는 판단이다.

따라서 현시점에서 동사의 주가 상승 모멘텀은 1) 코대원F/S의 안정적인 매출창출, 2) 해외수출 증가, 3) 2023년 하반기 CMO 수주 증가로 인한 실적 모멘텀이다. 장기적인 실적 증가로 인해 동사의 주가는 우상향할 것으로 전망된다.

국내 주요 호흡기계 제품 제약사 Valuation Table

(단위: 원, 억원, 배, %)

		대원제약	안국약품	일동제약	삼아제약	유한양행	한미약품
코드		A003220	A001540	A249420	A009300	A000100	A128940
현재 주가 (3/29)		14,380	7,680	21,400	15,560	50,400	255,000
시가총액		3,159	1,002	5,736	991	38,626	32,034
매출액	2021	3,542	1,635	5,601	547	16,878	12,032
	2022	4,789	2,054	6,377	817	17,758	13,315
	2023F	5,104	N/A	N/A	N/A	19,340	14,890
	2024F	5,534	N/A	N/A	N/A	21,054	16,090
영업이익	2021	194	-11	-555	60	486	1,254
	2022	430	97	-735	183	360	1,581
	2023F	545	N/A	N/A	N/A	712	1,907
	2024F	597	N/A	N/A	N/A	1,101	2,163
영업이익률	2021	5.5	-0.7	-9.9	11.1	2.9	10.4
	2022	9.0	4.7	-11.5	22.3	2.0	11.9
	2023F	10.7	0.0	0.0	0.0	3.7	12.8
	2024F	10.8	0.0	0.0	0.0	5.2	13.4
순이익	2021	70	39	-997	34	1,026	670
	2022	319	69	-1,416	119	951	828
	2023F	439	N/A	N/A	N/A	1,122	1,119
	2024F	495	N/A	N/A	N/A	1,500	1,333
EPS 성장률	2021	-60.4	399.5	-665.8	2,638.4	-46.8	460.5
	2022	356.9	74.5	-28.2	251.2	-7.3	23.5
	2023F	36.8	N/A	N/A	N/A	9.5	60.6
	2024F	12.7	N/A	N/A	N/A	33.3	18.2
PER	2021	50.6	35.4	N/A	36.3	43.1	49.7
	2022	12.8	17.4	N/A	8.9	44.7	44.3
	2023F	7.2	N/A	N/A	N/A	35.0	28.6
	2024F	6.4	N/A	N/A	N/A	26.2	24.0
PBR	2021	1.6	0.8	5.2	0.7	2.1	4.1
	2022	1.6	0.7	4.0	0.6	2.0	4.2
	2023F	1.1	N/A	N/A	N/A	1.8	3.2
	2024F	1.0	N/A	N/A	N/A	1.7	2.8
ROE	2021	3.2	2.7	-48.9	2.0	5.5	8.8
	2022	13.6	4.5	-82.3	6.8	4.9	9.9
	2023F	16.3	N/A	N/A	N/A	5.6	11.9
	2024F	16.0	N/A	N/A	N/A	7.1	12.4
PSR	2021	1.0	0.9	1.4	2.3	2.6	2.8
	2022	0.9	0.6	1.2	1.3	2.4	2.8
	2023F	0.6	N/A	N/A	N/A	2.0	2.2
	2024F	0.6	N/A	N/A	N/A	1.9	2.0

주:1)대원제약의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 3월 29일 종가 기준

자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

! 리스크 요인

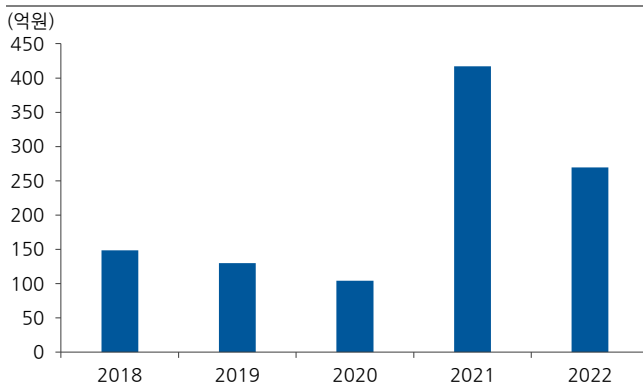
1 의약품 제조, 판매회사로서 매출채권에 대한 위험 존재

의약품을 제조, 판매하는 회사로서 고객과의 신용에 대한 위험에 노출되어 있음

동사는 의약품을 제조, 판매하는 회사로써 고객과의 신용에 대한 위험에 노출되어 있다. 고객이나 거래상대방에 대한 매출채권에 대해 계약을 의무하지 않았을 경우 동사는 재무손실을 입을 위험이 있다. 이에 따라 동사는 위험 관리를 위해 모든 신규 고객에 대해 개별적으로 신용도를 검토하는 신용정책을 수립하였다. 신규 고객 검토시에는 외부 신용기관의 신용등급과 은행의 평가 등을 고려한다. 판매 한도는 개별 고객별로 정해지고 매 분기마다 한도가 검토되고 있으며 판매 한도를 초과하는 매출에 대해서는 재무부문 상위 승인권자의 승인을 통해서 판매가 이루어지는 등 위험에 따른 조치를 취해 놓았다.

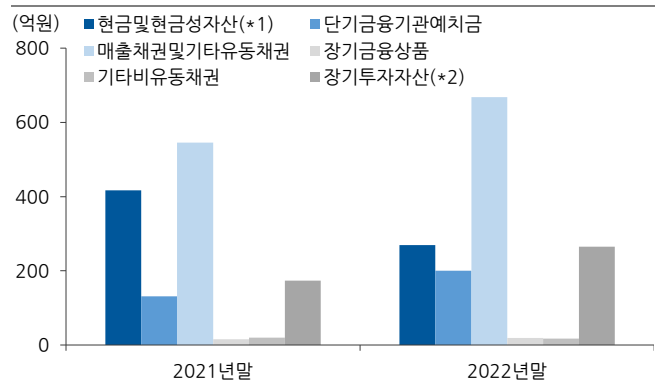
현재 동사는 전환사채가 120억 원가량 존재, 이 중 10억원은 전환되었고 나머지는 남아있는 상태이다. 전환가액이 15,800원이긴 하나 남아있는 물량 110억원은 오버행으로 작용할 수 있다.

동사의 연간 현금성 자산 추이



자료: 대원제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년말 기준 동사의 보유자산 현황



주: (*1) 보유 현금시재액은 제외, (*2) 보유 지분상품은 제외
 자료: 대원제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,542	4,789	5,104	5,534	6,032
증가율(%)	14.8	35.2	6.6	8.4	9.0
매출원가	1,777	2,409	2,568	2,784	3,035
매출원가율(%)	50.2	50.3	50.3	50.3	50.3
매출총이익	1,765	2,379	2,536	2,750	2,997
매출이익률(%)	49.8	49.7	49.7	49.7	49.7
판매관리비	1,570	1,949	1,991	2,153	2,340
판매비율(%)	44.3	40.7	39.0	38.9	38.8
EBITDA	372	624	731	759	799
EBITDA 이익률(%)	10.5	13.0	14.3	13.7	13.2
증가율(%)	-6.4	67.5	17.3	3.8	5.2
영업이익	194	430	545	597	657
영업이익률(%)	5.5	9.0	10.7	10.8	10.9
증가율(%)	-19.4	121.4	26.8	9.4	10.0
영업외손익	-23	-43	-43	-41	-38
금융수익	23	26	28	32	38
금융비용	46	56	58	60	63
기타영업외손익	1	-13	-13	-13	-13
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	171	387	502	556	618
증가율(%)	-27.5	126.0	29.7	10.7	11.3
법인세비용	105	81	81	81	81
계속사업이익	66	307	422	475	538
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	66	307	422	475	538
당기순이익률(%)	1.9	6.4	8.3	8.6	8.9
증가율(%)	-61.6	363.8	37.5	12.7	13.2
지배주주지분 순이익	70	319	439	495	560

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	224	333	579	581	602
당기순이익	66	307	422	475	538
유형자산 상각비	147	153	145	128	112
무형자산 상각비	31	41	40	35	30
외환손익	0	2	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-168	-341	-47	-64	-74
기타	148	171	19	7	-4
투자활동으로인한현금흐름	-416	-277	-224	-281	-304
투자자산의 감소(증가)	66	18	-3	-5	-5
유형자산의 감소	0	5	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-41	-80	0	0	0
기타	-441	-220	-221	-276	-299
재무활동으로인한현금흐름	485	-204	-93	-91	-82
차입금의 증가(감소)	134	-54	10	12	20
사채의증가(감소)	414	0	6	7	9
자본의 증가	2	0	0	0	0
배당금	-31	-41	-73	-73	-73
기타	-34	-109	-36	-37	-38
기타현금흐름	19	0	225	286	318
현금의증가(감소)	313	-147	486	496	534
기초현금	104	417	270	756	1,251
기말현금	417	270	756	1,251	1,785

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,804	2,073	2,677	3,335	4,057
현금성자산	417	270	756	1,251	1,785
단기투자자산	132	204	218	236	257
매출채권	521	625	666	723	788
재고자산	697	918	979	1,061	1,157
기타유동자산	36	55	59	64	69
비유동자산	2,492	2,463	2,280	2,123	1,986
유형자산	1,637	1,566	1,421	1,293	1,181
무형자산	404	401	360	326	296
투자자산	281	364	368	373	378
기타비유동자산	170	132	131	131	131
자산총계	4,296	4,536	4,958	5,458	6,043
유동부채	1,021	1,281	1,329	1,395	1,475
단기차입금	425	429	434	442	454
매입채무	172	196	209	226	247
기타유동부채	424	656	686	727	774
비유동부채	1,091	766	793	825	867
사채	412	300	306	313	322
장기차입금	284	222	227	231	239
기타비유동부채	395	244	260	281	306
부채총계	2,112	2,048	2,122	2,220	2,341
지배주주지분	2,193	2,509	2,875	3,297	3,784
자본금	106	110	110	110	110
자본잉여금	95	118	118	118	118
자본조정 등	-89	-151	-151	-151	-151
기타포괄이익누계액	32	16	16	16	16
이익잉여금	2,048	2,416	2,782	3,203	3,690
자본총계	2,184	2,488	2,836	3,237	3,702

주요투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
P/E(배)	50.7	12.8	7.2	6.4	5.6
P/B(배)	1.6	1.6	1.1	1.0	0.8
P/S(배)	1.0	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	11.3	7.7	4.5	3.7	2.8
배당수익률(%)	1.2	1.9	2.4	2.4	2.4
EPS(원)	320	1,462	2,000	2,253	2,551
BPS(원)	10,040	11,425	13,090	15,009	17,226
SPS(원)	16,215	21,916	23,237	25,195	27,462
DPS(원)	194	350	350	350	350
수익성(%)					
ROE	3.2	13.6	16.3	16.0	15.8
ROA	1.7	6.9	8.9	9.1	9.4
ROIC	1.9	12.8	15.9	18.3	20.9
안정성(%)					
유동비율	176.7	161.8	201.5	239.0	275.1
부채비율	96.7	82.3	74.8	68.6	63.2
순차입금비율	31.6	27.8	7.3	-8.9	-22.0
이자보상배율	9.3	11.7	15.2	16.4	17.7
활동성(%)					
총자산회전율	0.9	1.1	1.1	1.1	1.0
매출채권회전율	7.9	8.4	7.9	8.0	8.0
재고자산회전율	5.3	5.9	5.4	5.4	5.4

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.