

## BUY 유지

목표주가 유지 23,000원

종가(24.02.20) 14,960원  
상승여력 53.7%

### Stock Data

KOSPI(11/21)	2,657.7pt
시가총액	3,320억원
액면가	500원
52주 최고가	18,400원
52주 최저가	13,610원
외국인지분율	14.9%
90일 일평균거래대금	24.6억원
주요주주지분율	
백승열 (외 11인)	38.5%
유동주식비율	40.0%

### Stock Price



QR코드로 간편하게

상상인증권  
더 많은 리포트 찾아보기

## M&A 로 외형성장, 수익성 개선 추진

### 호흡기 안정성장, 자회사를 통한 연결 외형 고성장 전망

2024년에도 증가된 호흡기 환자가 줄지않아 주력 품목인 진해거담제 코대원 포르테와 해열소염진통제 펠루비, 종합감기약 콜대원 등 호흡기 제품이 10%내외 성장할 전망이다. 아직 규모는 적지만 소화/대사계(당뇨 등) 품목이 높은 성장세를 보일 전망이다. 여기에 자회사 매출이 신규로 가세하기 된다.

### 자회사 대원헬스케어, 에스디생명공학 구조조정으로 실적 개선 추진

2023년에 자회사 대원헬스케어(2021년 인수)를 구조조정하면서 연간 매출액 280억원, 영업적자 20억원으로 추정. 적자규모가 대폭 축소되었고, 2024년에는 BEP수준이 가능할 것이다. 2024년에는 에스디생명공학(지분 현재 65%)에 대해 특히 수익성 중심으로 구조개편을 진행할 것으로 예상된다. 에스디생명공학은 기초화장품과 마스크팩이 주력 사업이고, 생산공장은 없는 외부 OEM 구조이다. 에스디생명공학의 2024년 매출액은 350억원, 영업적자 35억원으로 추정된다. 2024년에는 자회사 수익개선이 주요한 과제로 될 것이다. 2024년에 별도기준 영업실적은 크게 성장할 전망이다. 다만 연기준으로는 2024년 외형은 고성장하겠지만 수익성은 2025년부터 본격 개선되는 구조가 될 것이다.

### 2024년은 외형 성장, 수익성은 2025년에 본격 개선될 전망

2024년에는 자체 사업의 안정적인 매출성장과 자회사의 연결 매출 가세로 전사 연결 매출액이 15.3% 증가한 6,052억원, 영업이익은 9.7% 증가한 366억원으로 전망된다. 2025년에는 영업이익이 26.4% 증가할 것으로 전망된다.

### Financial Data

	매출액	영업이익	순이익	EPS	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	배당수익률
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2021	354	19	7	320	50.7	11.3	1.6	3.2	1.2
2022	479	43	32	1,454	12.9	7.7	1.6	13.6	1.9
2023E	525	33	29	1,368	10.9	7.8	1.3	11.3	2.3
2024E	605	37	28	1,321	11.3	7.0	1.2	10.4	2.3
2025E	661	46	35	1,692	8.8	5.6	1.1	12.2	2.3

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권,

자회사 구조조정을 통한 수익성개선과 주가 상승잠재력을 체크할 필요가 있다

외형이 큰 폭으로 증가,  
수익성 개선을 확인하면서  
주가는 2024년 하반기에 주목  
받을 것

주가는 실적변동성에 따라 등락을 보였다. 주가는 2023년 7월에 13,000원대까지 하락했으나 영업실적과 M&A 이슈로 등락을 거듭, 현재 15,000원내외에서 횡보중이다.

동사의 영업실적을 짧게 보느냐 길게 보느냐 관점에 따라 기업가치 평가에 차이가 있을 수 있다. 당장 2024년만 본다면 적자 자회사로 인해 연결이익에 마이너스 영향이 있어 기업가치 평가를 할인할 수도 있다. 그러나 사업다각화를 통한 기업의 잠재적인 성장가치를 감안한다면, 재무회계적 이익을 떠나, 실질적인 기업가치는 증가한 것으로 평가할 수 있다. 즉, M&A한 건기식 및 화장품 자회사의 적자로 연결이익 감소효과가 있지만 자회사 구조개편을 통한 흑자전환과, 이후 매출성장도 가능하기 때문에 긍정적인 시각으로 접근할 필요가 있다. 다만 구조조정과 이익증가를 확인하는 데는 시간이 필요한 상황이다.

따라서 2025년까지 길게 본다면 외형이 대폭 확대되면서 수익성도 회복될 가능성이 높기 때문에 긍정적이다. 잠재적인 기업가치는 이미 증가한 것으로 평가할 수도 있다.

동사는 2023년에 연결 외형 5천억원대의 중형제약사로 발돋움했다. 2024년에 6천억원대 성장은 가능한 시나리오다. 향후 대형 제약사 매출 1조원대로 진입하려면 다양한 전략이 필요하다. 보령(제약)이 최근에 다양한 전략을 구사하면서 2024년에 외형 1조원시대를 가시화하고 있다.

대원제약은 건기식, 화장품사업으로 사업다각화 하면서 외형을 키우고 있다. 동사도 펠루비, 코데원포르테 등의 주력 대형 제품이 있어 사업의 시너지를 낼 수 있다. 향후 M&A, 상품도입, L/I, 레거시 품목 인수 등의 다양한 성장전략이 있을 수 있는데, 외형 확대를 위해 어떠한 경영전략을 개발/진행하는지 지켜볼 필요가 있다.

따라서 자회사 구조조정과 수익성 개선을 확인하면서, 주가는 2024년 상반기보다는 하반기에 주목을 더 받을 가능성이 커 보인다.

표 1. 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

매출유형	2020	2021	2022	1Q	2Q	3Q	4QE	2023E	1QE	2QE	3QE	4QE	2024
코데원포르테사업 (증감률)	159	167	586	172	192	147	166	677	186	207	159	179	731
리피원정(고지혈증) (증감률)	102	102	111	28	29	32	28	117	30	31	34	30	124
에스원엠프(위염 위식도염) (증감률)	151	214	282	66	55	66	123	310	73	61	73	136	341
오티렌F정(위염 등) (증감률)	119	124	97	22	23	19	25	89	23	24	20	26	93
펠루비서방정(해열소염진통제) (증감률)	264	287	390	97	111	101	103	412	107	122	111	113	453
레나메진(투석) (증감률)	113	128	143	37	37	39	45	158	40	40	42	49	171
알포콜린 연결캡슐(퇴행성뇌기질성경신증) (증감률)	140	154	163	42	43	40	46	171	46	47	44	51	188
티지페논(중성지방혈증) (증감률)	96	105	120	33	32	34	34	133	37	36	38	38	149
트윈콤비(고혈압) (증감률)	86	83	86	20	22	22	22	86	20	22	22	22	86
코데원시럽(추정) (증감률)	69	73	295	63	80	80	80	303	76	96	96	96	364
기타의약품/자회사 등(대원헬스케어, 에스디생명공학 등) (증감률)	1,786	2,105	2,516	661	706	710	716	2,793	793	847	852	859	3,352
합계 매출 (증감률)	3,085	3,542	4,789	1,241	1,330	1,290	1,388	5,250	1,429	1,533	1,490	1,598	6,052

자료: 상상인증권

표 2. 분기별 요약 영업실적 추이

12월결산	2023				2024E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Qp	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	1,241	1,330	1,290	1,388	1,429	1,533	1,490	1,598
영업이익	90	101	67	76	87	94	89	96
세전이익	82	96	58	69	83	88	86	89
순이익	95	80	53	52	67	71	69	71
YoY(%)								
매출액	6.0	13.7	5.5	13.3	15.2	15.3	15.5	15.1
영업이익	-35.5	-1.3	-54.1	77.2	-2.9	-7.0	33.5	25.6
세전이익	-39.0	-0.6	-58.9	341.8	2.1	-7.7	47.7	28.5
순이익	-6.4	12.7	-50.3	95.0	-30.0	-11.7	29.3	35.3

자료: 대원제약, 연결기준, 상상인증권

표 3. 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

Forward 추정이익	277	
적정 PER(배)	17.0	호흡기 성장, OTC부문 역량 증대 반영
기업가치	4,709	자회사 성장 잠재력(M&A로 인한 일시적 이익감소를 반영 PER 상향)
발행주식수(주)	21,964,670	
자기주식수(주)	994,144	
유통주식수(주)	20,970,526	
적정 주가(원)	22,458	

자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>180.4</b>	<b>207.3</b>	<b>206.0</b>	<b>236.4</b>	<b>270.4</b>
현금 및 현금성자산	41.7	27.0	10.8	27.7	45.8
매출채권	54.5	66.4	64.0	61.3	66.4
재고자산	69.7	91.8	98.6	113.5	122.9
<b>비유동자산</b>	<b>249.2</b>	<b>246.3</b>	<b>254.6</b>	<b>254.1</b>	<b>254.8</b>
관계기업투자등	26.5	34.6	45.1	46.9	48.8
유형자산	163.7	156.6	149.9	145.6	142.6
무형자산	40.4	40.1	42.9	44.2	45.4
<b>자산총계</b>	<b>429.6</b>	<b>453.6</b>	<b>460.6</b>	<b>490.5</b>	<b>525.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>102.1</b>	<b>128.1</b>	<b>128.9</b>	<b>137.4</b>	<b>142.9</b>
매입채무	39.4	52.0	52.4	60.3	65.3
단기금융부채	51.7	63.4	63.8	63.8	63.8
<b>비유동부채</b>	<b>109.1</b>	<b>76.6</b>	<b>76.8</b>	<b>77.9</b>	<b>79.0</b>
장기금융부채	72.2	53.1	50.4	50.4	50.4
<b>부채총계</b>	<b>211.2</b>	<b>204.8</b>	<b>205.7</b>	<b>215.2</b>	<b>221.9</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>219.3</b>	<b>250.9</b>	<b>257.2</b>	<b>277.6</b>	<b>305.8</b>
자본금	10.6	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	9.5	11.8	11.8	11.8	11.8
이익잉여금	204.8	241.6	263.0	283.3	311.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>-0.9</b>	<b>-2.2</b>	<b>-2.4</b>	<b>-2.4</b>	<b>-2.4</b>
<b>자본총계</b>	<b>218.4</b>	<b>248.8</b>	<b>254.9</b>	<b>275.2</b>	<b>303.4</b>

현금흐름표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>22.4</b>	<b>33.3</b>	<b>31.1</b>	<b>42.9</b>	<b>45.2</b>
당기순이익(손실)	6.6	30.7	28.1	27.7	35.5
현금수익비용가감	41.5	44.3	11.1	19.0	18.8
유형자산감가상각비	14.7	15.3	14.8	14.4	14.1
무형자산상각비	3.1	4.1	3.7	4.5	4.7
기타현금수익비용	22.7	22.7	-9.7	-2.0	-1.9
운전자본 증감	-16.8	-34.1	-5.7	-3.8	-9.1
매출채권의 감소(증가)	-8.9	-12.3	2.6	2.7	-5.1
재고자산의 감소(증가)	-4.1	-24.0	-7.4	-14.9	-9.5
매입채무의 증가(감소)	-0.1	10.0	1.4	7.9	5.0
기타영업현금흐름	-3.6	-7.8	-2.3	0.5	0.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-41.6</b>	<b>-27.7</b>	<b>-34.5</b>	<b>-18.7</b>	<b>-19.8</b>
유형자산 처분(취득)	-4.1	-7.5	-7.2	-10.1	-11.1
무형자산 감소(증가)	-7.6	-5.4	-6.4	-5.8	-5.8
투자자산 감소(증가)	-12.4	-7.1	-10.8	-2.1	-2.2
기타투자활동	-17.5	-7.7	-10.1	-0.7	-0.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>48.5</b>	<b>-20.4</b>	<b>-12.7</b>	<b>-7.3</b>	<b>-7.3</b>
차입금의 증가(감소)	53.4	-6.9	-3.3	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-3.0	-10.3	-7.3	-7.3	-7.3
배당금 지급	3.1	4.1	7.3	7.3	7.3
기타재무활동	-1.9	-3.2	-2.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>31.3</b>	<b>-14.7</b>	<b>-16.1</b>	<b>16.8</b>	<b>18.1</b>
기초현금	10.4	41.7	27.0	10.8	27.7
기말현금	41.7	27.0	10.8	27.7	45.8

손익계산서

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>354.2</b>	<b>478.9</b>	<b>525.0</b>	<b>605.2</b>	<b>660.9</b>
매출원가	177.7	240.9	272.4	310.1	337.0
매출총이익	176.5	237.9	252.6	295.0	323.8
판매비와 관리비	157.0	194.9	219.2	258.4	277.6
<b>영업이익</b>	<b>19.4</b>	<b>43.0</b>	<b>33.4</b>	<b>36.6</b>	<b>46.3</b>
EBITDA	37.2	62.4	51.9	55.6	65.0
금융손익	-1.5	-2.2	-2.8	-2.9	-2.8
관계기업등 투자손익	0.4	0.9	0.8	1.0	1.0
기타영업외손익	-1.2	-2.9	-0.9	-0.1	-0.1
<b>세전계속사업이익</b>	<b>17.1</b>	<b>38.7</b>	<b>30.5</b>	<b>34.6</b>	<b>44.4</b>
계속사업법인세비용	10.5	8.1	2.4	6.9	8.9
당기순이익	6.6	30.7	28.1	27.7	35.5
<b>지배주주순이익</b>	<b>7.0</b>	<b>31.9</b>	<b>28.7</b>	<b>27.7</b>	<b>35.5</b>
매출총이익률 (%)	49.8	49.7	48.1	48.7	49.0
영업이익률 (%)	5.5	9.0	6.4	6.0	7.0
EBITDA 마진률 (%)	10.5	13.0	9.9	9.2	9.8
세전이익률 (%)	4.8	8.1	5.8	5.7	6.7
지배주주순이익률 (%)	1.9	6.4	5.4	4.6	5.4
ROA (%)	1.8	7.2	6.3	5.8	7.0
ROE (%)	3.2	13.6	11.3	10.4	12.2
ROIC (%)	3.1	12.5	10.9	10.4	12.9

주요투자지표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>투자지표 (배)</b>					
P/E	50.7	12.9	10.9	11.3	8.8
P/B	1.6	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.3	7.7	7.8	7.0	5.6
P/S	1.0	0.9	0.6	0.5	0.5
배당수익률 (%)	1.2	1.9	2.3	2.3	2.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액 증가율	14.8	35.2	9.6	15.3	9.2
영업이익 증가율	-19.4	121.4	-22.4	9.7	26.4
세전이익 증가율	166.0	126.0	-21.3	13.7	28.1
지배주주순이익 증가율	-62.5	363.8	-8.4	-1.4	28.1
EPS 증가율	673.9	354.5	-5.9	-3.5	28.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	96.7	82.3	80.7	78.2	73.1
유동비율	176.7	161.8	159.8	172.1	189.2
순차입금/자기자본	31.6	27.8	28.4	19.8	11.5
영업이익/금융비용	9.3	11.7	7.2	7.8	9.9
총차입금 (십억원)	124.0	116.5	114.2	114.2	114.2
순차입금 (십억원)	69.0	69.1	72.5	54.4	35.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	320	1,454	1,368	1,321	1,692
BPS	10,332	11,425	11,712	12,639	13,920
SPS	16,215	21,802	23,900	27,551	30,088
DPS	194	350	350	350	350

대원제약 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



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 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 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.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3단계 향후 12개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3단계 향후 12개월 절대수익률	BUY	96.0%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.0%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	