제약·바이오/화장품

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(003220)

대원제약

BUY(유지)

자회사 실적 개선 모멘텀 유효

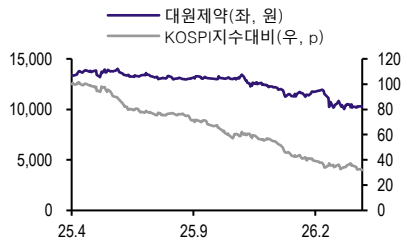
목표주가	13,000원(하향)
현재주가(04/14)	10,270원
상승여력	26.6%
시가총액	230십억원
발행주식수	22,428천주
52주 최고가 / 최저가	14,020 / 10,030원
3개월 일평균거래대금	십억원
외국인 지분율	14.1%
주요주주	
백승열 (외 12인)	37.7%
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC (외 4인)	10.0%
자사주 (외 1인)	4.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.5	-10.5	-20.9	-22.9
상대수익률(KOSPI)	-11.2	-36.8	-88.4	-165.9

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	598	605	620	640
영업이익	28	3	13	19
EBITDA	48	27	39	47
지배주주순이익	14	-1	7	18
EPS	634	-62	310	830
순차입금	145	132	160	174
PER	22.5	n/a	33.1	12.4
PBR	1.2	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	9.6	14.7	10.0	8.5
배당수익률	2.1	2.1	2.4	2.4
ROE	5.2	-0.5	2.6	6.9
컨센서스 영업이익	-	-	19	0
컨센서스 EPS	-	-	758	0

주가추이



건기식 부문 탑라인 성장 기대감 유효

대원제약의 2025년 4분기 연결 매출액은 1,598억원(+10.2% YoY/+11.0% QoQ), 연결 영업이익은 59억원(+82% YoY, 흑자전환 QoQ, OPM: 3.7%)을 시현하며 시장의 적자 예상을 깨고 2025년 연간 영업이익 흑자유지에 기여하였다. 2025년은 대원제약에게 쉽지 않은 한 해였는데 코대원 시리즈 등 주력 제품의 탑라인 성장세가 저조하였고 여기에 파이프라인 R&D 비용과 마케팅 증가에 따른 수익성 하락, 화장품/건기식 자회사들의 실적 부진으로 인해 연간 영업이익이 전년 대비 88% 하락하였다. 대원헬스 리브랜딩을 기점으로 CHC 사업은 2028년 탑라인 1,000억원을 목표로 순항 중이며 2026년 1분기 건기식 사업부문은 호실적을 시현하게 될 것으로 추정한다(2026년 CHC 사업 가이던스 400억원 이상 달성 무난 예상). 에스디생명공학(화장품)은 적극적인 구조조정과 채널 다각화 전략을 추진 중, 2026년 영업적자 최소화 및 2027년 상반기에는 유의미한 흑자 흐름을 예상한다. 최근 보건복지부가 내놓은 제네릭 약가 인하 개편안(기존 53.55%->45%), 매크로/금리 불확실성 등 대내외 환경은 우호적이지 않지만 건강기능식품 사업 성장세를 핵심으로 주요 자회사들의 실적 개선에 따른 연결이익 증가 모멘텀은 여전히 유효하다고 판단한다(2027~28년 연결 영업이익 추정치: 195억~249억원, +28~56% YoY, OPM: 2~3%).

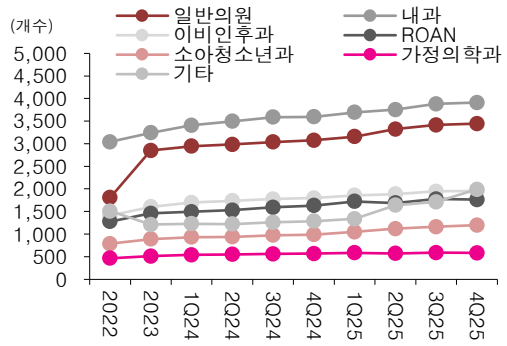
중장기 신약 파이프라인도 매력적

현재 대원제약의 핵심 파이프라인 중 하나로 꼽히는 위식도역류질환 치료제 P-CAB 계열 신약 DW4421은 임상 2상을 완료하였으며 3상 진행 중, 2028년 발매를 목표로 하고 있다. 또한 티움바이오와 공동개발중인 자궁근종 치료제 DW4902는 국내 2상을 완료, 용량의존적으로 월경 출혈량 감소 및 자궁근종의 크기 감소를 확인하며 유의미한 성과를 내고 있다. 대원제약의 R&D 파이프라인은 전략적 신약 파이프라인으로서 Best-in-class 집중 개발을 통한 중장기 미래 성장 동력 확보에 포커스를 두고 있다.

대원제약 투자의견 BUY, 목표주가 13,000원

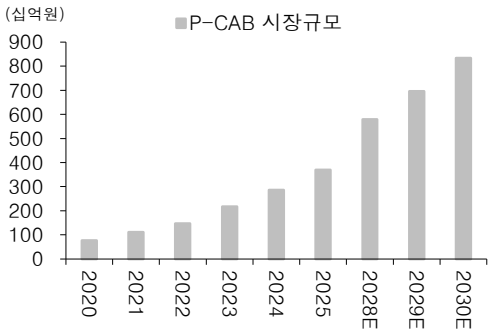
건기식을 필두로 자회사들의 실적 개선 흐름이 여전히 유효하고 신약 파이프라인이 매력적이라고 판단, 대원제약 투자의견 BUY/TP 13,000원.

그림 1 대원제약 진료과별 가동처 현황 (3Q25)



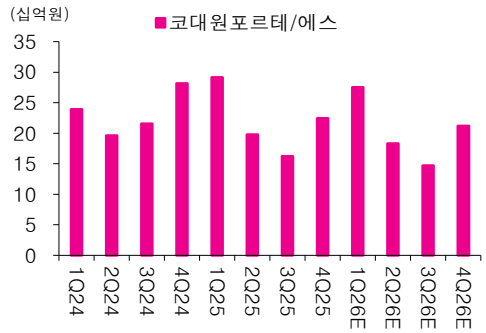
자료: 대원제약, 흥국증권 리서치센터

그림 2 P-CAB 국내 시장 규모 추이



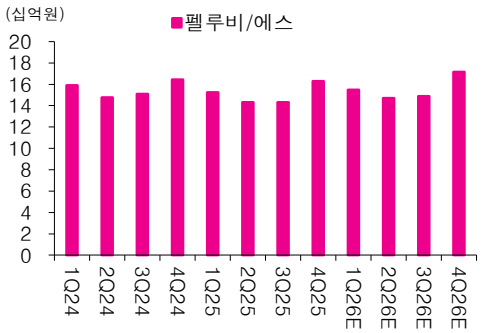
자료: 대원제약, 흥국증권 리서치센터

그림 3 대원제약 주력 품목 코대원포르테/에스 탑라인 추이



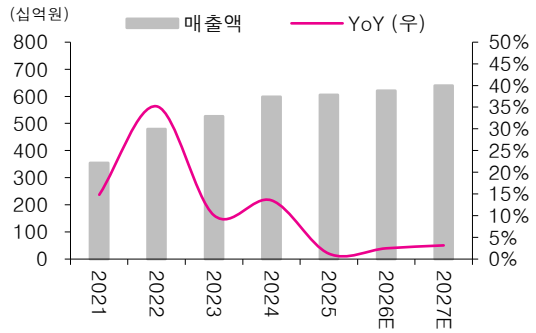
자료: 대원제약, 흥국증권 리서치센터

그림 4 대원제약 주력 품목 펠루비/에스 탑라인 추이



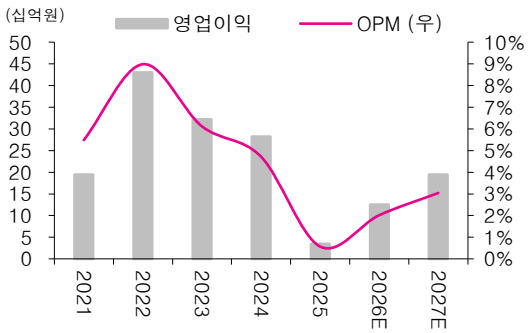
자료: 대원제약, 흥국증권 리서치센터

그림 5 대원제약 연간 매출액 추이 및 전망



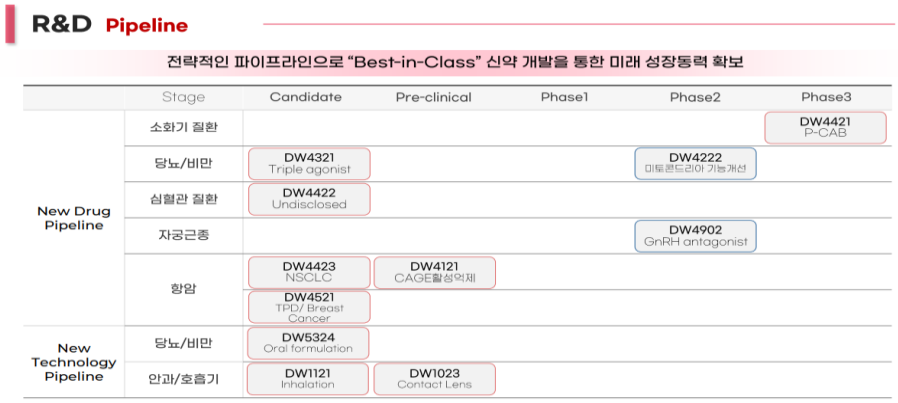
자료: 대원제약, 흥국증권 리서치센터

그림 6 대원제약 연간 영업이익 추이 및 전망



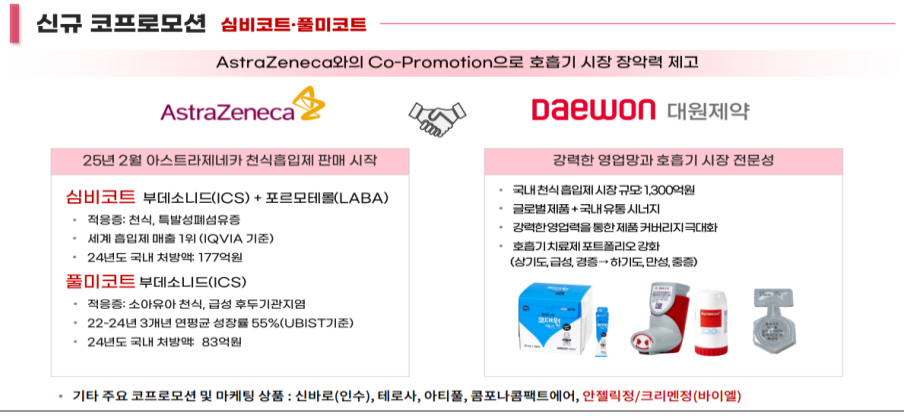
자료: 대원제약, 흥국증권 리서치센터

그림 7 대원제약 – R&D 파이프라인



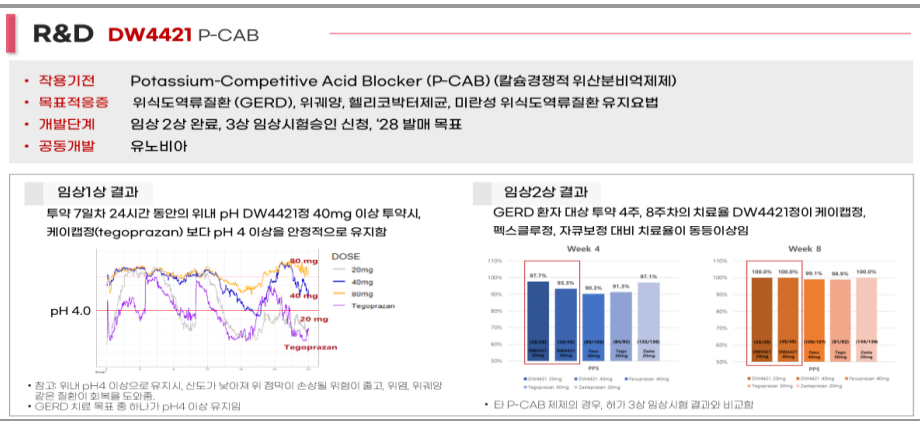
자료: 대원제약, 흥국증권 리서치센터

그림 8 대원제약 - 신규 Co-Promotion (아스트라제네카)



자료: 대원제약, 흥국증권 리서치센터

그림 9 대원제약 - DW4421 (P-CAB) 임상 결과 업데이트



자료: 대원제약, 흥국증권 리서치센터

표 1 대원제약 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**158**	**144**	**144**	**160**	**161**	**147**	**148**	**164**	**598**	**605**	**620**	**640**
코대원포르테/에스	29	20	16	22	28	18	15	21	93	88	82	76
펠루비/에스	15	14	14	16	15	15	15	17	62	60	62	64
에스원엠프	5	6	5	5	5	6	5	5	19	20	21	21
신바로	5	5	6	6	6	6	6	6	17	21	24	27
레나메진	4	5	5	5	5	5	6	5	17	19	20	22
티지페논	4	4	5	4	5	5	5	5	16	17	19	20
클래신	3	2	2	3	3	2	2	3	16	10	9	8
타바로젯	4	4	5	5	5	6	6	6	14	18	23	29
오티렌/오티렌F	3	3	3	3	3	3	3	3	11	12	13	14
리피원	2	2	2	2	2	2	2	2	10	9	9	9
기타	83	78	81	89	85	79	83	91	321	330	339	350
영업이익	**9.4**	**-1.4**	**-10.4**	**5.9**	**4.7**	**2.6**	**1.9**	**3.3**	**28.2**	**3.5**	**12.5**	**19.5**
수익성(%)												
영업이익률	6.0%	-1.0%	-7.2%	3.7%	2.9%	1.8%	1.3%	2.0%	4.7%	0.6%	2.0%	3.0%
성장률(YoY)												
전체 매출액	-0.3%	4.4%	-8.3%	10.2%	2.0%	2.3%	2.9%	2.6%	13.5%	1.2%	2.4%	3.1%
코대원포르테/에스	21.9%	0.9%	-24.8%	-20.3%	-5.5%	-7.4%	-9.5%	-5.7%	54.4%	-6.0%	-6.7%	-7.1%
펠루비/에스	-4.2%	-3.0%	-5.2%	-0.9%	1.6%	2.7%	4.0%	5.4%	30.9%	-3.3%	3.5%	3.3%
에스원엠프	2.4%	20.4%	7.3%	-3.9%	3.5%	3.8%	-0.3%	-2.2%	1.9%	6.3%	1.3%	0.4%
신바로	14.6%	27.8%	32.3%	19.7%	15.6%	15.9%	12.9%	8.0%	5.4%	23.6%	13.0%	12.1%
레나메진	10.2%	12.3%	11.9%	1.0%	9.9%	9.1%	8.8%	8.1%	12.3%	8.7%	9.0%	8.2%
티지페논	9.5%	10.5%	7.1%	-1.7%	8.1%	6.7%	6.1%	5.3%	11.6%	6.0%	6.5%	5.7%
클래신	-2.9%	-29.1%	-57.8%	-44.5%	-6.9%	-13.2%	-15.3%	-12.5%	-1.8%	-36.3%	-11.5%	-11.5%
타바로젯	43.4%	30.3%	30.9%	15.4%	30.0%	26.7%	25.7%	24.5%	-	28.6%	26.6%	26.0%
오티렌/오티렌F	-4.9%	-0.8%	-4.0%	40.1%	-1.3%	5.8%	7.9%	9.7%	-15.3%	4.8%	5.6%	9.2%
리피원	-2.6%	-1.7%	-4.3%	-10.9%	-4.1%	-4.7%	-5.1%	-5.8%	-3.9%	-4.9%	-4.9%	-5.6%
기타	-8.3%	4.5%	-8.9%	31.1%	2.4%	2.2%	3.3%	3.0%	2.6%	2.8%	2.7%	3.5%

자료: 대원제약, 흥국증권 리서치센터

표 2 대원제약 목표주가 산정 P/E Multiple Valuation

	2027E	2028E	비고
EPS (원)	830	1,038	2027~28년 EPS 평균: 934
목표 PER (배)		13.5	국내 제약사 2027~28년 P/E 평균
목표주가 (원)		**13,000**	
현재주가(원)		10,270	
상승여력 (%)		26.6%	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**598**	**605**	**620**	**640**	**662**
증가율 (Y-Y,%)	13.5	1.2	2.4	3.1	3.5
영업이익	**28**	**3**	**13**	**19**	**25**
증가율 (Y-Y,%)	(12.4)	(87.7)	259.5	55.5	28.0
EBITDA	48	27	39	47	54
영업외손익	(12)	(1)	(3)	5	5
순이자수익	(8)	(6)	(4)	(5)	(5)
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	1	1	1	1	1
세전계속사업손익	16	3	9	24	30
당기순이익	**9**	**(4)**	**7**	**19**	**23**
지배기업당기순이익	**14**	**(1)**	**7**	**18**	**22**
증가율 (Y-Y,%)	(40.6)	적전	흑전	167.7	25.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	19.1	8.1	5.6	2.3	3.0
영업이익증가율(3Yr)	13.3	(56.7)	(27.0)	(11.6)	92.7
EBITDA증가율(3Yr)	9.1	(24.1)	(7.9)	(0.6)	25.6
순이익증가율(3Yr)	11.0	n/a	(33.2)	27.5	n/a
영업이익률(%)	4.7	0.6	2.0	3.0	3.8
EBITDA마진(%)	8.1	4.5	6.3	7.4	8.2
순이익률 (%)	1.5	(0.7)	1.1	2.9	3.5
NOPLAT	**18**	**(3)**	**10**	**15**	**19**
(+) Dep	20	24	26	28	29
(-) 운전자본투자	24	(51)	2	151	(20)
(-) Capex	35	30	35	35	28
OpFCF	(21)	42	(2)	(143)	40

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	258	257	249	407	386
현금성자산	46	77	65	67	68
매출채권	78	80	82	160	150
재고자산	113	98	100	178	165
비유동자산	326	357	379	399	410
투자자산	68	75	79	82	85
유형자산	203	219	233	246	251
무형자산	55	62	67	72	74
자산총계	**583**	**614**	**628**	**806**	**796**
유동부채	201	216	219	225	224
매입채무	55	72	73	77	74
유동성이자부채	121	117	118	119	119
비유동부채	98	123	148	308	282
비유동이자부채	70	92	108	123	138
부채총계	**299**	**339**	**367**	**533**	**506**
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	17	18	18	18	18
이익잉여금	262	251	253	265	282
자본조정	(15)	(15)	(30)	(30)	(30)
자기주식	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)
자본총계	**285**	**275**	**261**	**273**	**290**
투하자본	384	354	366	391	420
순차입금	145	132	160	174	189
ROA	2.6	(0.2)	1.1	2.5	2.8
ROE	5.2	(0.5)	2.6	6.9	8.2
ROIC	5.2	(0.8)	2.7	4.0	4.8

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	634	(62)	310	830	1,038
BPS	12,274	11,857	11,241	11,795	12,548
DPS	300	250	250	250	250
Multiples(x,%)					
PER	22.5	n/a	33.1	12.4	9.9
PBR	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/ EBITDA	9.6	14.7	10.0	8.5	7.8
배당수익율	2.1	2.1	2.4	2.4	2.4
PCR	5.2	7.3	8.8	1.2	25.4
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	105.0	123.5	140.8	195.0	174.3
Net debt/Equity	50.8	47.9	61.5	63.9	65.2
Net debt/EBITDA	299.3	483.1	412.1	367.7	350.7
유동비율	128.3	118.6	113.6	181.1	172.6
이자보상배율	3.7	0.6	2.8	4.0	4.8
이자비용/매출액	1.6	1.2	0.9	1.0	1.0
자산구조					
투하자본(%)	77.1	69.9	71.9	72.5	73.3
현금+투자자산(%)	22.9	30.1	28.1	27.5	26.7
자본구조					
차입금(%)	40.1	43.2	46.3	46.9	47.0
자기자본(%)	59.9	56.8	53.7	53.1	53.0

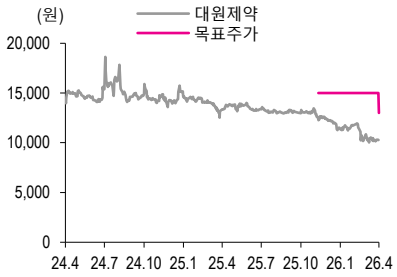
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	**30**	**42**	**24**	**39**	**29**
당기순이익	9	(4)	7	19	23
자산상각비	20	24	26	28	29
운전자본증감	(27)	18	(2)	(151)	20
매출채권감소(증가)	(3)	(2)	(2)	(78)	9
재고자산감소(증가)	(7)	14	(2)	(77)	12
매입채무증가(감소)	2	11	1	3	(3)
투자현금	**(43)**	**(11)**	**(48)**	**(49)**	**(40)**
단기투자자산감소	(14)	7	(1)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	0	(1)	(1)	(1)
설비투자	(35)	(30)	(35)	(35)	(28)
유무형자산감소	(17)	(12)	(10)	(10)	(8)
재무현금	**(0)**	**(1)**	**11**	**11**	**10**
차입금증가	14	13	17	16	16
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(6)	(6)	(5)	(5)	(5)
현금 증감	(13)	30	(13)	1	(0)
총현금흐름(Gross CF)	**62**	**37**	**26**	**190**	**9**
(-) 운전자본증가(감소)	24	(51)	2	151	(20)
(-) 설비투자	35	30	35	35	28
(+) 자산매각	(17)	(12)	(10)	(10)	(8)
Free Cash Flow	(15)	46	(21)	(7)	(7)
(-) 기타투자	(0)	(0)	1	1	1
잉여현금	(15)	46	(22)	(8)	(8)

대원제약 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2025-11-25	담당자변경			
2025-11-25	Buy	15,000		
2026-04-15	Buy	13,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2026년 03월 31일 기준)

Buy (96.2%)	Hold (3.8%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286