



Buy(Maintain)

목표주가: 15,000원
주가(1/27): 11,670원
시가총액: 2,617억 원



의료기기 Analyst 신민수
alstn0527@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/27)		5,084.85pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	14,620 원	11,260원
등락률	-20.2%	3.6%
수익률	절대	상대
1M	-4.3%	-22.2%
6M	-11.9%	-44.6%
1Y	-20.2%	-60.5%

Company Data

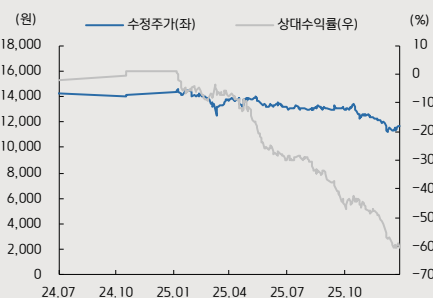
발행주식수	22,428 천주
일평균 거래량(3M)	35천주
외국인 지분율	13.7%
배당수익률(2025E)	2.5%
BPS(2025E)	11,517원
주요 주주	백승열 외 11 인 37.7%

투자지표

(십억 원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	527.0	598.2	595.5	649.2
영업이익	32.2	28.2	-4.7	19.3
EBITDA	49.8	48.3	18.9	39.7
세전이익	25.8	16.2	-10.2	21.2
순이익	23.5	9.0	-8.1	17.0
지배주주지분순이익	23.9	14.2	-8.1	17.0
EPS(원)	1,088	637	-363	757
증감률(% YoY)	-25.6	-41.4	적전	흑전
PER(배)	14.4	22.4	-32.9	15.5
PBR(배)	1.31	1.16	1.04	0.99
EV/EBITDA(배)	9.3	9.8	22.0	10.0
영업이익률(%)	6.1	4.7	-0.8	3.0
ROE(%)	9.2	5.2	-3.1	6.5
순차입금비율(%)	43.8	50.8	51.5	45.3

자료: 키움증권

Price Trend



대원제약 (003220)

힘내라 자회사



4Q25 실적은 매출액 1,499억, 영업이익 -23억을 기록할 것으로 추정합니다. 주요 제품군들의 계절적 성수기 효과가 크지 않을 것이고, 자회사 실적 부진 및 구조조정 과도기를 겪으며 실적 성장이 두드러지진 않을 전망입니다. P-CAB 위식도 역류질환나 치료제 DW-4421의 3상 개시 미팅 및 환자 등록이 수월하게 진행되며 R&D는 회사의 역량을 끌어내어 순항 중입니다. 실적 전망치를 하향하여 목표 주가는 기존 대비 -12% 낮춘 15,000원으로 제시합니다.

>>> 인수 후 PMI 열심히 진행하며 자회사 실적 과도기 겪는 중

4Q25 실적은 매출액 1,499억(YoY +3.3%, QoQ +4.1%), 영업이익 -23억(YoY 적전, QoQ 적지, 영업이익률 -1.6%)으로 추정한다. 이전과는 다르게 호흡기 질환 제품들의 계절적 성수기 효과가 크게 발휘되지 않은 것으로 판단한다. 이에 더해 자회사의 실적 부진 및 구조조정 과도기를 겪으며 실적의 성장이 두드러지지는 않을 전망이다.

극동에치팜 시절에 인수하여 현재 주요 건기식 자회사로 거듭난 대원헬스케어는 4Q24를 기점으로 매출액 반등에 성공하기 시작했다. 3Q25 분기 매출액 100억 이상을 기록하며 외형 성장에 속도가 붙었고, 분기 순손실도 2개분기 연속 15억 수준으로 관리되었다.

화장품 자회사는 구조조정을 통해 외형이 분기를 거듭할수록 줄어들고 있다. 1Q24 100억 수준의 분기 매출액은 3Q25 69억까지 감소했다. 그에 맞춰 순손실도 분기 384억을 기록했던 3Q24와 다르게 3Q25에는 170억 수준으로 크게 줄어들었다.

>>> R&D 파이프라인 개발 이어가기

DW-4421(padoprazan): P-CAB 계열 위식도역류질환 치료제로 국내 3상 개시 미팅 후 환자 등록이 수월하게 진행되고 있다. '28년 품목 허가 획득 및 출시를 통해 외형 성장에 보탬을 줄 수 있는 유력 파이프라인이다.

3상 준비 중인 자궁내막암 치료제, '26년 내 후보 물질 도출 가능한 3+1 작용제 비만 치료제, 인도네시아에서 연구자 주도 임상이 진행 중인 경구용 비만 치료제 등이 회사 연구소를 통해 만들어지고 있다.

>>> 결국 자회사 실적 반등 필요, 목표주가 -11.8% 하향

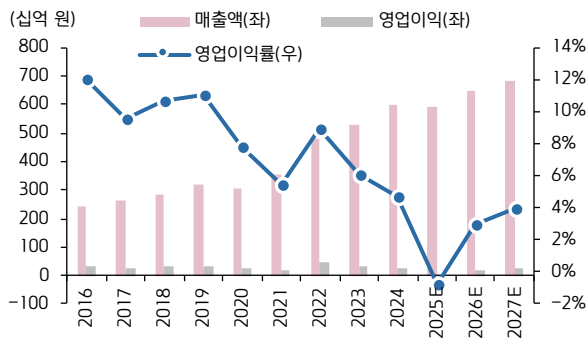
'27년 EPS 전망치 1,229원을 기업의 WACC(가중평균자본비용) 3.5%로 현가화한 1,188원에 목표 PER 12.3배를 적용하여 목표주가 15,000원(기존 17,000원 대비 -11.8% 하향)을 제시한다. 전사 손익계산서 수치와 및 주가 반등을 위해서는 주요 자회사의 실적 개선이 급선무다.

대원제약 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	157.8	143.9	143.9	149.9	169.9	151.5	154.5	173.3	598.2	595.5	649.2
YoY	-0.3%	4.3%	-8.2%	3.3%	7.6%	5.3%	7.3%	15.6%	13.5%	-0.4%	9.0%
펠루비	13.8	10.8	17.1	16.0	15.8	10.0	16.7	20.3	60.6	57.8	62.8
코대원포르테/에스	27.5	15.1	17.3	15.0	32.0	18.0	19.0	25.0	80.5	75.0	94.0
알포콜린	4.7	4.6	4.5	4.1	4.9	4.2	4.4	4.4	15.4	17.8	17.9
에스원애프	4.8	5.5	5.2	5.0	4.9	4.8	4.9	5.2	19.1	20.5	19.8
레나메진	3.8	3.9	5.6	4.5	4.3	4.4	4.7	4.8	16.3	17.8	18.2
티지페논	3.6	3.7	4.8	3.8	3.8	3.9	4.0	4.0	14.8	15.8	15.7
리피원	2.4	2.4	2.4	2.7	2.9	2.9	2.7	2.8	10.0	9.9	11.2
오티렌/오티렌 F	2.9	3.0	3.0	5.9	3.0	2.9	3.0	6.1	10.3	14.8	15.0
클래신	4.5	2.5	1.8	3.0	3.9	4.0	3.6	3.2	15.2	11.8	14.7
기타	89.8	92.4	82.1	90.0	94.5	96.5	91.5	97.5	356.0	354.3	380.0
매출원가	83.1	80.5	82.8	83.6	90.9	81.8	82.6	92.9	310.8	330.0	348.3
매출원가율	52.7%	55.9%	57.5%	55.8%	53.5%	54.0%	53.5%	53.6%	52.0%	55.4%	53.6%
매출총이익	74.7	63.4	61.1	66.2	79.0	69.7	71.8	80.4	287.3	265.5	300.9
매출총이익률	47.3%	44.1%	42.5%	44.2%	46.5%	46.0%	46.5%	46.4%	48.0%	44.6%	46.4%
판매비와관리비	65.3	64.8	71.5	68.6	69.4	66.4	72.5	73.3	259.1	270.2	281.6
판매비율	41.4%	45.0%	49.7%	45.8%	40.9%	43.8%	46.9%	42.3%	43.3%	45.4%	43.4%
영업이익	9.4	-1.4	-10.4	-2.3	9.6	3.3	-0.6	7.1	28.2	-4.7	19.3
YoY	-37.2%	흑전	-191.1%	-172.3%	1.9%	적전	-94.0%	-404.3%	-12.4%	-116.6%	-512.0%
영업이익률	6.0%	-1.0%	-7.2%	-1.6%	5.6%	2.2%	-0.4%	4.1%	4.7%	-0.8%	3.0%
당기순이익	4.9	-3.3	-18.0	8.4	9.0	2.7	-1.2	6.5	10.1	-8.0	17.0
YoY	-45.3%	흑전	-419.3%	흑전	82.8%	적전	-93.2%	적전	-56.9%	-179.4%	-311.8%
당기순이익률	3.1%	-2.3%	-12.5%	5.6%	5.3%	1.8%	-0.8%	3.7%	1.7%	-1.3%	2.6%

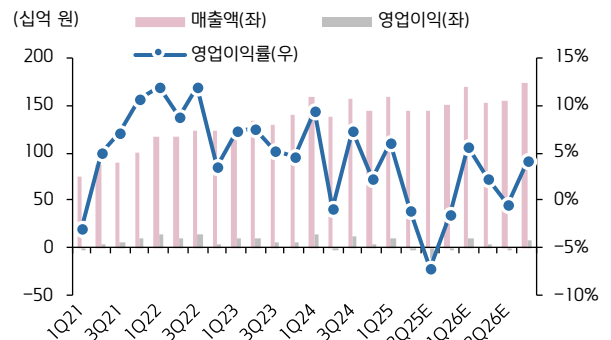
자료: 대원제약, 키움증권 리서치센터

대원제약 연간 실적 추이 및 전망



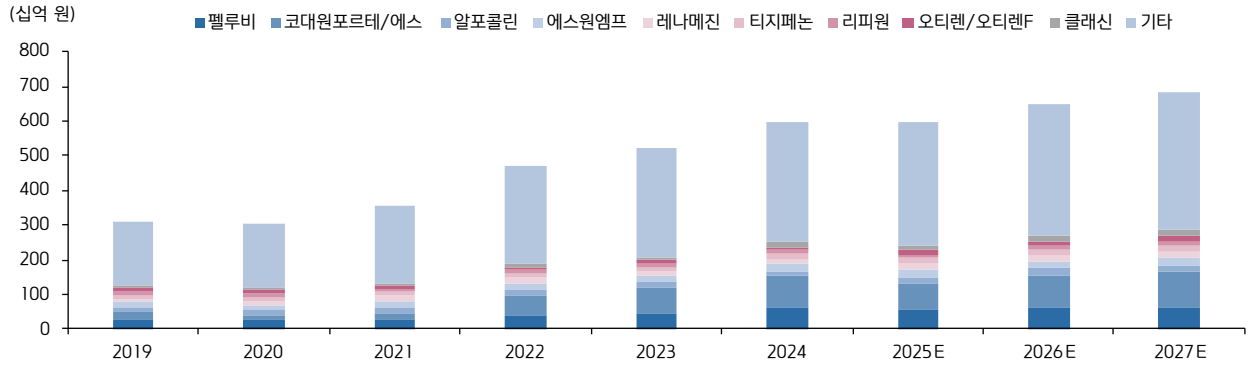
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

대원제약 분기 실적 추이 및 전망



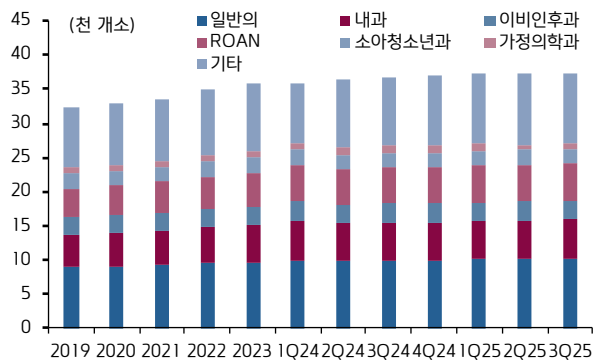
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

대원제약 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



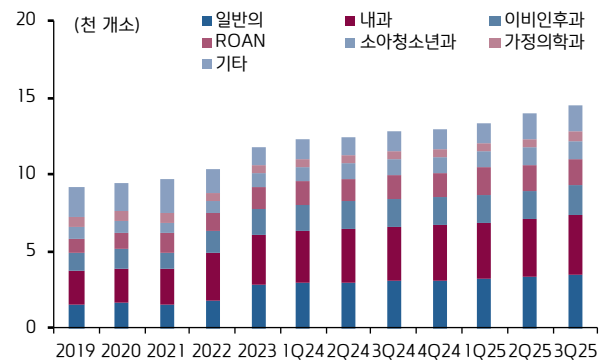
자료: 대원제약, 전자공시, 키움증권 리서치센터

로컬 진료과별 기관수



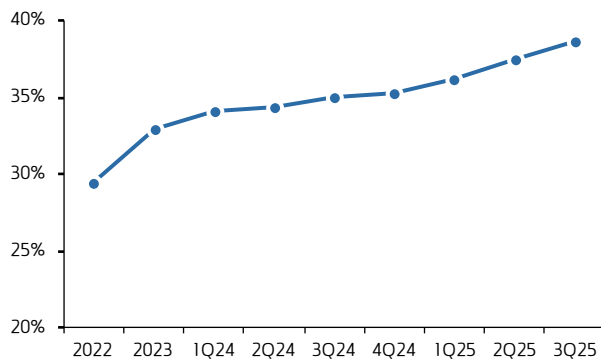
주) ROAN: 정형외과, 신경외과, 통증의학과, 재활의학과
 자료: 대원제약, 키움증권 리서치센터

로컬 진료과별 대원제약 가동처 현황



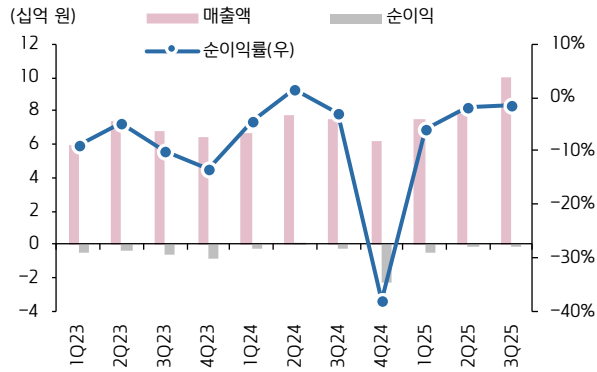
주) ROAN: 정형외과, 신경외과, 통증의학과, 재활의학과
 자료: 대원제약, 키움증권 리서치센터

로컬 병원 대원제약 거래처 비율



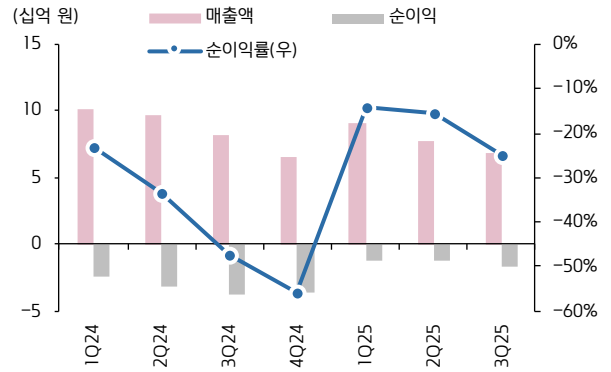
주) ROAN: 정형외과, 신경외과, 통증의학과, 재활의학과
 자료: 대원제약, 키움증권 리서치센터

대원제약 건기식 자회사 대원헬스케어 실적 추이



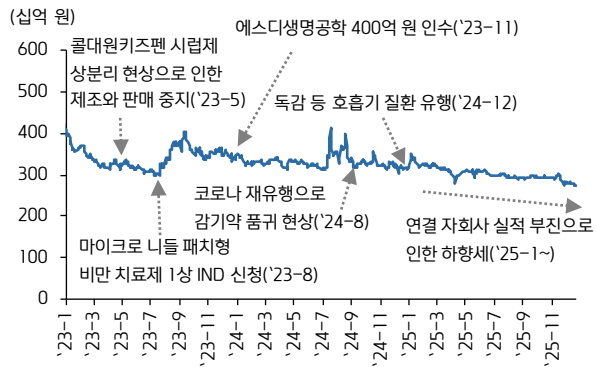
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

대원제약 화장품 자회사 에스디생명공학 실적 추이



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

대원제약 시가총액 추이 분석



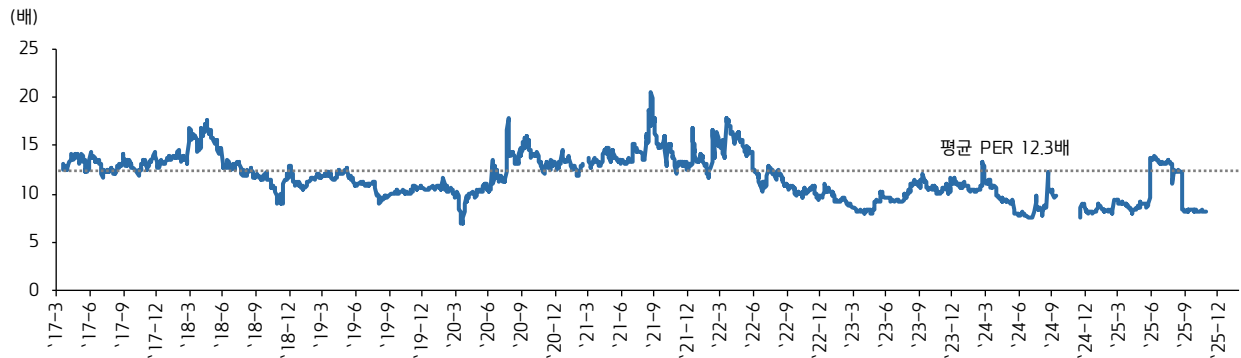
자료: FnGuide, 대원제약, 언론보도, 키움증권 리서치센터

대원제약 목표주가 산정 내용

2027년 EPS 전망치	1,229 원
WACC	3.5%
현가화한 EPS	1,188 원
목표 PER	12.3 배
목표 주가	14,609 원
조정	15,000 원
현재 주가	11,670 원
상승 여력	28.5%

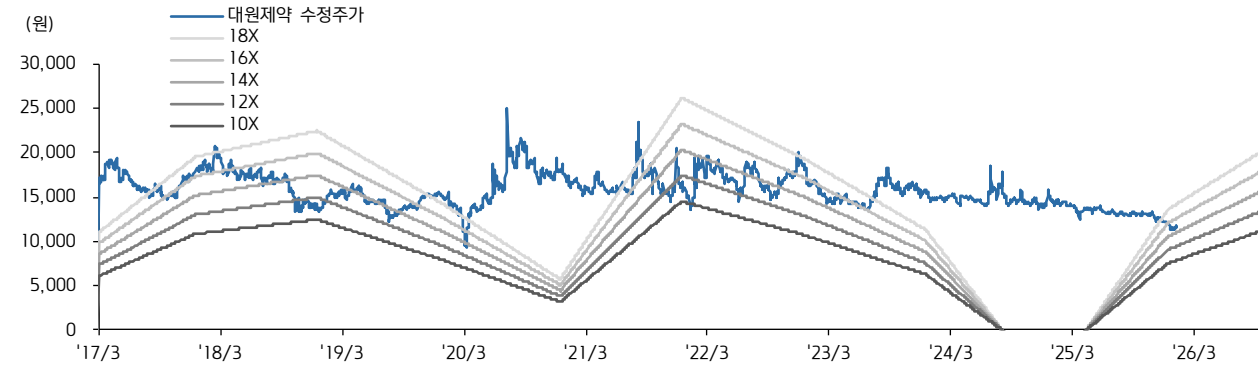
자료: 키움증권 리서치센터

대원제약 12개월 선행 PER 추이



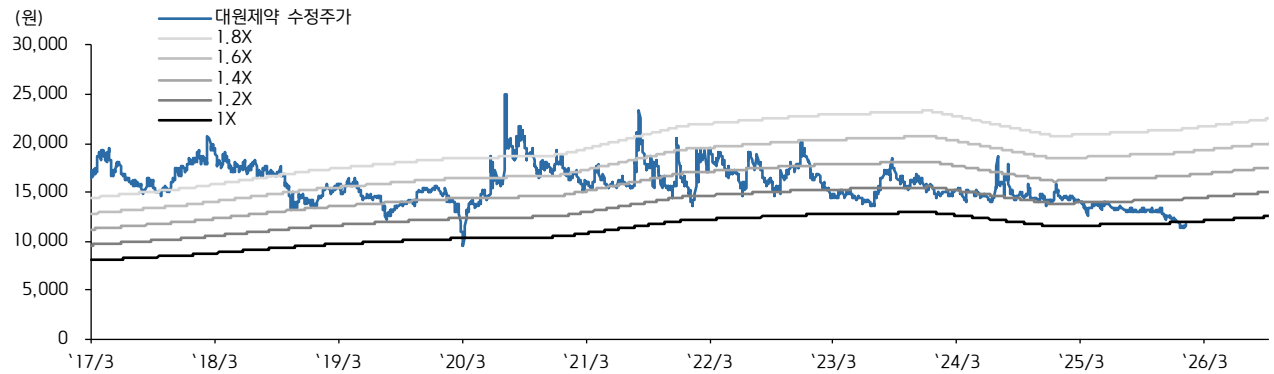
주) 그래프가 그려지지 않은 곳은 컨센서스가 없는 구간
자료: FnGuide, 대원제약, 키움증권 리서치센터

대원제약 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 대원제약, 키움증권 리서치센터

대원제약 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 대원제약, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	527.0	598.2	595.5	649.2	683.3
매출원가	269.7	310.8	330.0	348.3	363.8
매출총이익	257.2	287.3	265.5	300.9	319.5
판관비	225.0	259.1	270.2	281.6	292.8
영업이익	32.2	28.2	-4.7	19.3	26.7
EBITDA	49.8	48.3	18.9	39.7	44.2
영업외손익	-6.4	-12.1	-5.5	1.9	7.7
이자수익	1.3	1.5	1.8	2.2	3.0
이자비용	4.6	9.3	6.7	5.7	5.7
외환관련이익	0.6	0.8	0.5	0.5	0.5
외환관련손실	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-3.3	-4.4	-0.5	5.5	10.5
법인세차감전이익	25.8	16.2	-10.2	21.2	34.5
법인세비용	2.4	6.1	-2.0	4.2	6.9
계속사업순손익	23.5	10.1	-8.1	17.0	27.6
당기순이익	23.5	9.0	-8.1	17.0	27.6
지배주주순이익	23.9	14.2	-8.1	17.0	27.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	10.0	13.5	-0.5	9.0	5.3
영업이익 증감율	-25.1	-12.4	-116.7	-510.6	38.3
EBITDA 증감율	-20.2	-3.0	-60.9	110.1	11.3
지배주주순이익 증감율	-25.2	-40.6	-157.0	-309.9	62.4
EPS 증감율	-25.6	-41.4	적전	흑전	62.4
매출총이익율(%)	48.8	48.0	44.6	46.3	46.8
영업이익율(%)	6.1	4.7	-0.8	3.0	3.9
EBITDA Margin(%)	9.4	8.1	3.2	6.1	6.5
지배주주순이익율(%)	4.5	2.4	-1.4	2.6	4.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	51.7	30.0	32.5	38.3	51.5
당기순이익	23.5	9.0	-8.1	17.0	27.6
비현금항목의 가감	38.1	52.8	43.2	44.9	43.8
유형자산감가상각비	14.8	16.1	17.8	15.2	13.0
무형자산감가상각비	2.8	4.0	5.8	5.1	4.5
지분법평가손익	-0.5	-1.3	0.0	0.0	0.0
기타	21.0	34.0	19.6	24.6	26.3
영업활동자산부채증감	-4.6	-27.0	0.3	-15.8	-10.3
매출채권및기타채권의감소	-6.6	-3.3	0.3	-7.0	-4.4
재고자산의감소	-15.8	-6.6	0.5	-10.2	-6.5
매입채무및기타채무의증가	-1.4	1.9	0.4	2.4	1.7
기타	19.2	-19.0	-0.9	-1.0	-1.1
기타현금흐름	-5.3	-4.8	-2.9	-7.8	-9.6
투자활동 현금흐름	-68.3	-43.0	0.9	0.8	0.7
유형자산의 취득	-12.3	-34.9	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.2	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-8.3	-18.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-48.2	36.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	20.2	-29.0	-1.5	-1.5	-1.6
기타	-19.9	2.3	2.4	2.3	2.3
재무활동 현금흐름	19.5	-0.3	-17.2	-17.2	-17.2
차입금의 증가(감소)	32.8	16.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-7.3	-6.4	-6.4	-6.4	-6.4
기타	-6.1	-10.7	-10.8	-10.8	-10.8
기타현금흐름	0.0	0.3	-10.7	-10.8	-10.7
현금 및 현금성자산의 순증가	3.0	-12.9	5.4	11.1	24.4
기초현금 및 현금성자산	27.0	30.0	17.1	22.5	33.6
기말현금 및 현금성자산	30.0	17.1	22.5	33.6	58.0

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	209.3	257.6	264.6	295.5	333.6
현금 및 현금성자산	30.0	17.1	22.5	33.6	58.0
단기금융자산	0.2	29.3	30.7	32.3	33.9
매출채권 및 기타채권	73.2	77.7	77.3	84.3	88.7
재고자산	105.1	113.2	112.7	122.8	129.3
기타유동자산	0.8	20.3	21.4	22.5	23.7
비유동자산	298.7	325.8	302.2	281.8	264.3
투자자산	84.6	48.6	48.6	48.6	48.5
유형자산	158.1	203.5	185.6	170.4	157.4
무형자산	41.5	54.8	49.0	43.9	39.4
기타비유동자산	14.5	18.9	19.0	18.9	19.0
자산총계	508.0	583.4	566.8	577.4	597.9
유동부채	182.7	200.8	201.2	203.6	205.3
매입채무 및 기타채무	54.3	54.8	55.2	57.6	59.3
단기금융부채	110.6	120.8	120.8	120.8	120.8
기타유동부채	17.8	25.2	25.2	25.2	25.2
비유동부채	61.0	98.0	98.0	98.0	98.0
장기금융부채	35.5	70.1	70.1	70.1	70.1
기타비유동부채	25.5	27.9	27.9	27.9	27.9
부채총계	243.7	298.8	299.2	301.6	303.4
지배지분	266.2	275.3	258.3	266.5	285.2
자본금	11.1	11.2	11.2	11.2	11.2
자본잉여금	13.5	17.2	17.2	17.2	17.2
기타자본	-15.1	-15.1	-15.1	-15.1	-15.1
기타포괄손익누계액	0.9	-0.1	-2.5	-4.9	-7.3
이익잉여금	255.8	262.1	247.5	258.0	279.2
비지배지분	-1.9	9.3	9.3	9.3	9.3
자본총계	264.3	284.6	267.6	275.7	294.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,088	637	-363	757	1,229
BPS	11,996	12,274	11,517	11,881	12,716
CFPS	2,800	2,774	1,564	2,758	3,184
DPS	300	300	300	300	300
주기배수(배)					
PER	14.4	22.4	-32.9	15.5	9.6
PER(최고)	18.3	32.5	-43.8		
PER(최저)	12.4	20.9	-32.9		
PBR	1.31	1.16	1.04	0.99	0.92
PBR(최고)	1.66	1.69	1.38		
PBR(최저)	1.13	1.09	1.04		
PSR	0.65	0.53	0.45	0.41	0.39
PCFR	5.6	5.1	7.6	4.3	3.7
EV/EBITDA	9.3	9.8	22.0	10.0	8.4
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	27.1	71.1	-78.9	37.9	23.3
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.9	2.1	2.5	2.6	2.6
ROA	4.9	1.7	-1.4	3.0	4.7
ROE	9.2	5.2	-3.1	6.5	10.0
ROIC	9.2	4.8	-1.0	4.2	5.9
매출채권회전율	7.5	7.9	7.7	8.0	7.9
재고자산회전율	5.4	5.5	5.3	5.5	5.4
부채비율	92.2	105.0	111.8	109.4	103.0
순차입금비율	43.8	50.8	51.5	45.3	33.6
이자보상배율	7.0	3.0	-0.7	3.4	4.7
총차입금	146.0	190.9	190.9	190.9	190.9
순차입금	115.8	144.6	137.7	125.0	99.0
EBITDA	49.8	48.3	18.9	39.7	44.2
FCF	20.5	-42.1	20.1	20.0	28.6

Compliance Notice

- 당사는 1월 27일 현재 '대원제약(003220)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

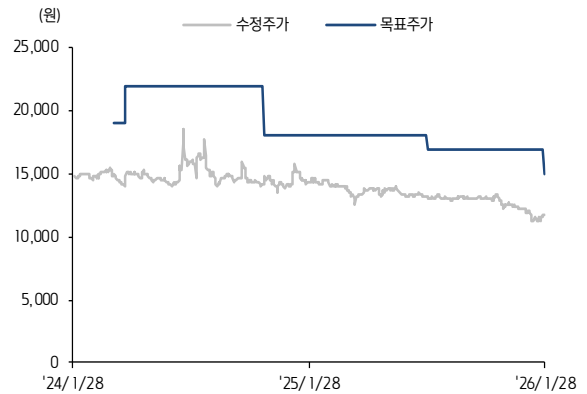
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대원제약	2024-04-01	Buy(Initiate)	19,000원	6개월	-24.00	-20.84
(003220)	2024-04-18	Buy(Maintain)	22,000원	6개월	-31.69	-15.32
	2024-11-18	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-19.81	-12.61
	2025-02-24	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-21.54	-12.61
	2025-07-30	Buy(Maintain)	17,000원	6개월	-25.24	-20.88
	2026-01-28	Buy(Maintain)	15,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/01/01~2025/12/31)

매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%