



BUY(Maintain)

목표주가: 250,000원

주가(4/15): 203,500원

시가총액: 23,579억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/15)		2,242.88pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	210,500원	138,000원
등락률	-3.3%	47.5%
수익률	절대	상대
1M	8.0%	4.7%
6M	30.4%	24.8%
1Y	-3.3%	5.8%

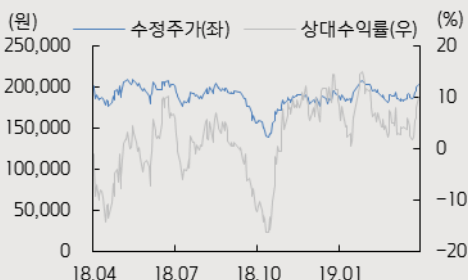
Company Data

발행주식수	11,587천주
일평균 거래량(3M)	57천주
외국인 지분율	4.7%
배당수익률(2019E)	0.3%
BPS(2019E)	49,549원
주요 주주	대웅 외 5 인
	50.8%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	866.8	943.5	1,019.1	1,104.6
영업이익	44.6	30.8	59.5	76.3
EBITDA	76.4	73.0	98.3	109.6
세전이익	40.9	15.8	54.1	72.4
순이익	36.7	1.5	42.2	52.8
지배주주지분순이익	36.7	1.5	42.2	52.8
EPS(원)	3,170	128	3,639	4,559
증감률(% YoY)	11.4	-96.0	2,746.6	25.3
PER(배)	51.9	1,474.5	55.9	44.6
PBR(배)	3.48	4.06	4.11	3.80
EV/EBITDA(배)	29.3	34.6	26.9	23.8
영업이익률(%)	5.1	3.3	5.8	6.9
ROE(%)	6.9	0.3	7.6	8.8
순차입금비용(%)	61.2	62.9	50.5	39.8

Price Trend



대웅제약 (069620)

나보타로 올해 이익 성장 폭 높아



1분기 실적은 시장 기대치에 부합할 수 있을 것으로 전망됩니다. 에볼루스는 올해 상반기 나보타 미국 출시를 위한 판매 재고를 비축해야 하기 때문에 미국향 나보타 공급물량은 2Q19 본격적으로 출하될 것으로 예상됩니다. 수출 데이터, 4월 유럽 CHMP 긍정 의견 획득 및 5/8일 에볼루스의 출시 계획 발표는 동사 주가에 긍정적인 모멘텀으로 작용할 수 있을 것으로 예상됩니다.

>>> 1분기 실적 기대치 부합

1분기 별도 매출액 2,392억원(YoY +10.8%), 영업이익 104억원(YoY +31.1%, QoQ +125.2%)로 컨센서스 매출액 2,387억원, 영업이익 107억원에 부합할 것으로 예상된다. 알비스(YoY +9%), 우루사(YoY +11%), 올메텍(YoY +15%) 등 전문의약품 사업부(YoY +10%)와 수출사업부(YoY +25%)가 매출 성장을 이끌었을 것으로 전망된다. 미국향 나보타 출하로 추측되는 3월 무역수출입데이터는 약 30억원(\$2.66mn)으로 확인되고 있어 1Q 실적에 기여했을 것으로 보인다.

나보타의 미국 FDA 승인 마일스톤 200만달러(약 23억원)은 5년간 분할 인식되기 때문에 1분기에 반영되는 금액은 미미할 것으로 예상된다. 다만, 안구건조 증치료제 HL036의 중국 2상 개시 마일스톤 11억원(총 22억원의 50% 배분) 유입과 나보타 미국 출하 시작으로 이익 개선이 기대된다.

>>> 에볼루스 실적 발표보다 빠른 나보타 2Q 본격 출하

올해 매출액 1조 191억원(YoY +8%), 영업이익 595억원(YoY +93.5%)로 동사의 제품 중 가장 고마진 품목인 나보타 성장으로 높은 이익 개선이 기대된다. 에볼루스는 2분기 나보타 미국 출시를 위한 판매 재고를 비축해야 하기 때문에 2Q19 나보타의 본격 출하가 예상된다. 따라서 에볼루스 실적 발표보다 신속하게 수출입 데이터로 나보타의 성장을 확인할 수 있을 것으로 보인다. '19년 나보타 수출은 425억원(YoY +120%) 성장이 전망되며, 2분기는 전년동기대비 +184% 성장한 134억원이 예상된다. 4월초에도 미국향으로 29억원(\$2.59mn) 출하되었다.

>>> 목표주가 25만원 상향. 커버리지내 Top Picks

올해는 단연코 나보타의 실적이 모멘텀이 되는 해가 될 것으로 보인다. 관련 포인트는 미국향 나보타의 수출 데이터와 4월 유럽의약품사용위원회(CHMP)로부터 긍정 의견 채택 및 5/8일 Investor and Analyst Day에서 에볼루스의 출시 계획 발표가 있다. 에볼루스는 나보타의 본격 미국 매출 확대를 4Q19로 전망하고 있다. 영업이익 추정치 상향 조정과 나보타 가치를 별도로 산정했던 기존 산정 방식을 변경함에 따라 목표주가를 25만원으로 상향하며 커버리지내 Top Picks으로 추천한다.

실적 추정치 세부 내역

(단위, 십억원)

구 분	1Q19E	컨센서스	차이	2019E	컨센서스	차이
매출액	239.2	238.7	0%	1,019.1	1,013.3	0.6%
yoy	10.8%	10.6%		8.0%	7.4%	
영업이익	10.4	10.7	-3%	59.5	54.1	9.9%
yoy	31.1%	34.7%		93.5%	76.0%	
OPM	4.4%	4.5%		5.8%	5.3%	
지배주주순이익	6.4	6.8	-6%	42.2	40.3	4.6%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	20,258	Fw12M EBITDA* 상위 제약사 FW12M EV/EBITDA 적용
② 비영업가치	8,730	
한울바이오파마 지분	5,473	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(29.7%) 적용
가치		
HL036 안구건조증	3,257	대웅제약 배분율 50%, 성공확률 70% 가정
③ 순차입금	3,386	
④ 유통 주식 수	10,321	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	25,602	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	250,000	

주 : 상위제약사는 한미약품, 유한양행, 녹십자, 종근당, 동아에스티

자료: 키움증권 리서치센터

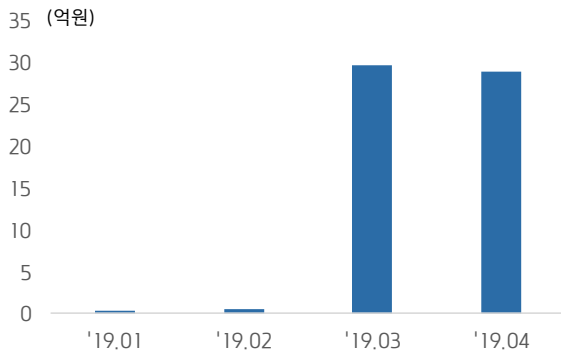
실적 세부 내역

(단위,
십억원)

구 분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
I. ETC	155.2	166.3	168.4	184.2	674.1	170.4	173.3	185.1	183.0	711.8
II. OTC	21.0	23.1	23.1	25.1	92.3	23.1	24.6	24.5	24.7	96.9
III. 수출	19.1	27.1	22.7	27.8	96.7	23.9	38.7	30.9	33.8	127.3
V. 수탁 외	20.5	21.8	17.9	20.4	80.6	21.7	22.1	19.5	19.7	83.0
매출액	215.8	238.3	232.0	257.4	943.5	239.2	258.7	260.1	261.1	1,019.1
YOY	5.2%	7.1%	2.9%	20.6%	8.9%	10.8%	8.6%	12.1%	1.4%	8.0%
영업이익	7.9	10.1	8.0	4.6	30.7	10.4	18.4	17.5	13.1	59.5
YOY	-18.0%	-27.6%	-44.9%	-26.3%	-31.0%	31.1%	81.5%	118.0%	184.1%	93.5%
OPM	3.7%	4.3%	3.5%	1.8%	3.3%	4.4%	7.1%	6.7%	5.0%	5.8%

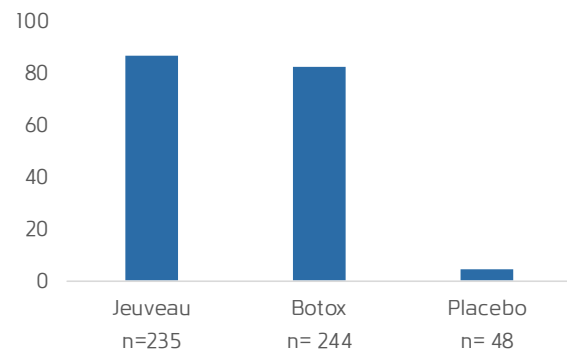
자료: 키움증권 리서치센터

미국향 나보타 수출 데이터



자료: TRASS, 키움증권 리서치센터

나보타 3상 데이터, 1차 지표 충족



자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

에볼루스 CEO 이력사항

David Moatazedi

President and Chief Executive Officer

David Moatazedi joined the organization as President and Chief Executive Officer in May 2018. Mr. Moatazedi formerly served as Senior Vice President of U.S. Medical Aesthetics at Allergan™, leading the entire aesthetic portfolio of brands including Botox® Cosmetic, JUVEDERM® Collection, CoolSculpting®, KYBELLA®, SkinMedica®, Latisse®, Natrelle® and Alloderm®.

Mr. Moatazedi has nearly twenty years of commercial and executive experience building multiple market leading brands. David also led several acquisitions for Allergan, including LifeCell™ for \$2.9B and ZELTIQ® Aesthetics for \$2.5B.

Prior to Mr. Moatazedi's thirteen years at Allergan he spent six years at Novartis Pharmaceuticals. He holds an MBA in Marketing from Pepperdine University and a B.A. in Chemistry from California State University, Long Beach.

자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

에볼루스 CMO 이력사항

Michael Mazen Jafar

Chief Marketing Officer

Michael Mazen Jafar joined the organization as Chief Marketing Officer in June 2018. Mr. Jafar formerly served as Vice President of Marketing, U.S. Medical Aesthetics at Allergan™. Prior to that, Michael led the assessment and integration of Zeltiq along with the upstream development plan for Allergan's aesthetic portfolio of brands including Botox® Cosmetic, JUVEDERM® Collection, KYBELLA®, Natrelle®.

Mr. Jafar has nearly 15 years of commercial and executive experience building multiple market leading brands in eyecare and medical aesthetics.

Michael is a board member of the Irvine Public School Foundation, an Orange County based philanthropic organization, he holds an MBA from University of Southern California and a B.A. in International finance and Supply Chain from the University of San Diego.

자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	866.8	943.5	1,019.1	1,104.6	1,188.3
매출원가	508.6	585.8	608.2	648.2	688.5
매출총이익	358.1	357.7	410.9	456.5	499.8
판매비	313.5	326.9	351.4	380.2	408.4
영업이익	44.6	30.8	59.5	76.3	91.4
EBITDA	76.4	73.0	98.3	109.6	120.0
영업외손익	-3.7	-15.0	-5.4	-3.9	-5.4
이자수익	1.2	0.5	1.1	1.6	2.1
이자비용	7.8	8.9	8.9	8.9	8.9
외환관련이익	2.6	3.1	2.1	2.1	2.1
외환관련손실	6.2	2.0	1.7	1.7	1.7
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	6.5	-7.7	2.0	3.0	1.0
법인세차감전이익	40.9	15.8	54.1	72.4	86.0
법인세비용	4.2	14.3	11.9	19.5	23.2
계속사업순손익	36.7	1.5	42.2	52.8	62.8
당기순이익	36.7	1.5	42.2	52.8	62.8
지배주주순이익	36.7	1.5	42.2	52.8	62.8
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	9.2	8.8	8.0	8.4	7.6
영업이익 증감률	26.0	-30.9	93.2	28.2	19.8
EBITDA 증감률	34.9	-4.5	34.7	11.5	9.5
지배주주순이익 증감률	11.3	-95.9	2,713.3	25.1	18.9
EPS 증감률	11.4	-96.0	2,746.6	25.3	18.8
매출총이익률(%)	41.3	37.9	40.3	41.3	42.1
영업이익률(%)	5.1	3.3	5.8	6.9	7.7
EBITDA Margin(%)	8.8	7.7	9.6	9.9	10.1
지배주주순이익률(%)	4.2	0.2	4.1	4.8	5.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	368.0	382.9	463.8	547.4	636.7
현금 및 현금성자산	42.2	34.8	78.6	114.4	144.3
단기금융자산	5.5	8.5	13.2	20.5	31.8
매출채권 및 기타채권	153.9	177.6	191.9	208.0	223.7
재고자산	162.3	154.7	167.1	181.1	194.8
기타유동자산	9.6	15.8	26.2	43.9	73.9
비유동자산	685.5	693.4	657.7	631.0	609.0
투자자산	191.0	193.4	196.5	203.1	209.7
유형자산	307.3	314.7	282.1	254.4	231.0
무형자산	76.6	71.5	65.3	59.7	54.5
기타비유동자산	110.6	113.8	113.8	113.8	113.8
자산총계	1,053.5	1,076.3	1,121.5	1,178.4	1,245.7
유동부채	211.1	340.4	349.8	360.3	371.3
매입채무 및 기타채무	96.3	104.1	113.5	124.0	135.0
단기금융부채	93.3	202.4	202.4	202.4	202.4
기타유동부채	21.5	33.9	33.9	33.9	33.9
비유동부채	295.0	197.6	197.6	197.6	197.6
장기금융부채	289.3	179.5	179.5	179.5	179.5
기타비유동부채	5.7	18.1	18.1	18.1	18.1
부채총계	506.2	537.9	547.4	557.9	568.8
지배지분	547.3	538.4	574.1	620.5	676.8
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	100.4	100.4	100.4	100.4	100.4
기타자본	-44.9	-44.8	-44.8	-44.8	-44.8
기타포괄손익누계액	-0.3	-6.9	-7.2	-7.4	-7.6
이익잉여금	463.1	460.7	496.7	543.3	599.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	547.3	538.4	574.1	620.5	676.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	63.3	53.8	80.2	78.4	76.4
당기순이익	36.7	1.5	42.2	52.8	62.8
비현금항목의 가감	61.9	89.9	80.8	82.4	80.9
유형자산감가상각비	27.0	35.6	32.6	27.7	23.4
무형자산감가상각비	4.8	6.6	6.2	5.7	5.2
지분법평가손익	-0.9	-2.4	0.0	0.0	0.0
기타	31.0	50.1	42.0	49.0	52.3
영업활동자산부채증감	-20.4	-22.2	-23.0	-30.0	-37.2
매출채권및기타채권의감소	-6.7	-24.8	-14.2	-16.1	-15.8
재고자산의감소	-26.6	0.5	-12.4	-14.0	-13.7
매입채무및기타채무의증가	10.5	-0.3	9.4	10.5	11.0
기타	2.4	2.4	-5.8	-10.4	-18.7
기타현금흐름	-14.9	-15.4	-19.8	-26.8	-30.1
투자활동 현금흐름	-58.3	-54.3	-9.9	-16.0	-20.0
유형자산의 취득	-58.6	-52.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	5.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-26.6	0.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-12.2	-2.4	-3.1	-6.6	-6.6
단기금융자산의감소(증가)	41.6	-3.0	-4.7	-7.3	-11.3
기타	-2.5	-2.0	-2.1	-2.1	-2.1
재무활동 현금흐름	-18.0	-7.0	-6.2	-6.2	-6.2
차입금의 증가(감소)	-11.8	-0.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-0.4	0.1	-20.3	-20.4	-20.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-13.4	-7.4	43.8	35.8	29.9
기초현금 및 현금성자산	55.6	42.2	34.8	78.6	114.4
기말현금 및 현금성자산	42.2	34.8	78.6	114.4	144.3

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,170	128	3,639	4,559	5,418
BPS	47,239	46,465	49,549	53,552	58,414
CFPS	8,514	7,887	10,612	11,672	12,400
DPS	600	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	51.9	1,474.5	55.9	44.6	37.6
PER(최고)	56.2	1,779.5	59.6		
PER(최저)	20.9	1,032.5	48.8		
PBR	3.48	4.06	4.11	3.80	3.48
PBR(최고)	3.77	4.90	4.38		
PBR(최저)	1.41	2.84	3.58		
PSR	2.20	2.31	2.31	2.13	1.98
PCFR	19.3	23.9	19.2	17.4	16.4
EV/EBITDA	29.3	34.6	26.9	23.8	21.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	16.9	418.1	14.7	11.7	9.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
ROA	3.6	0.1	3.8	4.6	5.2
ROE	6.9	0.3	7.6	8.8	9.7
ROIC	6.3	-0.2	7.9	9.7	11.6
매출채권회전율	5.7	5.7	5.5	5.5	5.5
재고자산회전율	5.7	6.0	6.3	6.3	6.3
부채비율	92.5	99.9	95.3	89.9	84.0
순차입금비율	61.2	62.9	50.5	39.8	30.4
이자보상배율	5.7	3.4	6.7	8.5	10.2
총차입금	382.7	381.9	381.9	381.9	381.9
순차입금	334.9	338.6	290.1	247.0	205.8
NOPLAT	76.4	73.0	98.3	109.6	120.0
FCF	-38.3	-28.0	62.2	59.0	58.2

Compliance Notice

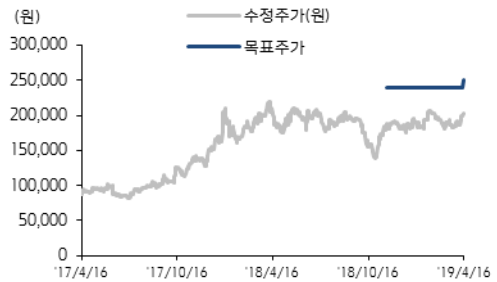
- 당사는 4월 15일 현재 '대웅제약' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대웅제약	2018/11/21	Buy(Reinitiate)	240,000원	6개월	-21.01	-13.75
(069620)	2019/04/16	Buy(Maintain)	250,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%