



## Buy (Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(7/31): 158,500원

시가총액: 18,365억원

## 제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (7/31)		2,024.55pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	207,000원	138,000원
등락률	-23.4%	14.9%
수익률	절대	상대
1M	5.7%	11.2%
6M	-18.1%	-10.8%
1Y	-13.4%	-1.8%

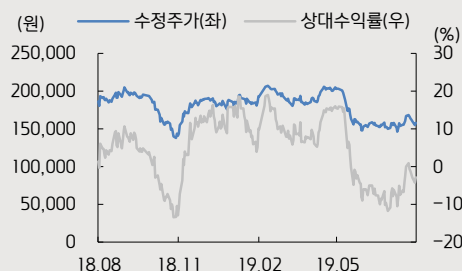
## Company Data

발행주식수	11,587천주
일평균 거래량(3M)	41천주
외국인 지분율	5.6%
배당수익률(2019E)	0.4%
BPS(2019E)	49,191원
주요 주주	대웅 외 5 인
	51.3%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	866.8	943.5	1,025.1	1,113.3
영업이익	44.6	30.8	56.2	94.2
EBITDA	76.4	73.0	95.0	127.5
세전이익	40.9	15.8	48.7	90.4
순이익	36.7	1.5	38.0	66.0
지배주주지분순이익	36.7	1.5	38.0	66.0
EPS(원)	3,170	128	3,281	5,695
증감률(% YoY)	11.4	-96.0	2,466.6	73.6
PER(배)	51.9	1,474.5	48.2	27.7
PBR(배)	3.48	4.06	3.21	2.91
EV/EBITDA(배)	29.3	34.6	22.4	16.2
영업이익률(%)	5.1	3.3	5.5	8.5
ROE(%)	6.9	0.3	6.9	11.0
순차입금비용(%)	61.2	62.9	51.9	38.2

## Price Trend



## 실적 Review

## 대웅제약 (069620)

## 뚜렷한 실적 개선



2분기 실적은 고마진의 미국향 나보타 수출 증가로 호실적을 나타내었습니다. 소송 비용(2Q 38억원)이 없었다면 전년동기대비 +100% 이상 성장한 209억원의 영업 이익도 가능했을 것입니다. 올해 소송 이슈가 마무리 되면 '20년 소송 비용 감소로 본격적인 수익성 개선이 예상됩니다. 최근 소송 불확실성으로 펀더멘털과 무관하게 주가 하락한 이후 제한된 주가 상승을 보이고 있으나, '20년초 ITC 예비판결 결과가 긍정적으로 나온다면 불확실성 해소와 실적 개선 등이 반영되며 탄력적인 주가 상승이 기대됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 2Q19 컨센서스 소폭 상회

2Q19 매출액은 2,634억원(YoY +11%), 영업이익은 171억원(YoY +71%, QoQ +68%)으로 컨센서스 매출액 2,604억원과 영업이익 163억원을 소폭 상회하였다. 사업부문별로는 전문의약품(ETC)이 1,800억원(YoY +10%), 일반의약품(OTC) 284억원(YoY +23%), 수출 300억원(YoY +11%)을 기록하였다. ETC에서는 우루사 129억원(+23%), 리시아나 143억원(+84%), 포시가 119억원(+31%) 등이 호조를 보였고, 수출에서는 나보타가 157억원(+1,914%)으로 성장하였다.

고마진의 나보타 수출 증가로 제품 믹스가 개선되며 2분기 원가율은 -4.6%p 하락한 57.5%를 기록하였다. 나보타 소송비용이 2분기에만 38억원이 발생했음에도 불구하고 원가율 하락으로 영업이익이 큰 폭 성장하였다. 소송이슈가 없었다면 영업이익 209억원(YoY +107%) 달성도 가능했을 것으로 예상된다. 영업 외에서는 중국 법인 공정가치 평가에 따른 손상차손(23억원)이 발생되었다.

## &gt;&gt;&gt; 하반기 소송 해결이 주요 관전 포인트

나보타는 8월 캐나다향 수출 물량 출하 및 미국 물량 확대에 3분기 나보타 수출 135억원, '19년 463억원이 예상된다. 3분기는 휴가철 및 추적으로 인해 3분기 대비 영업일수 감소가 예상되어 매출액 2,622억원(YoY +13%, QoQ -0.5%), 영업이익 164억원(YoY 104%)이 전망된다.

'20년에는 미국/유럽/캐나다 등 나보타 수출이 온기로 반영되어 834억원(YoY +80%)의 양호한 실적이 전망되고, 올해 소송 분쟁이 마무리 되면 '20년 관련 비용이 감소해 수익성 개선에 긍정적 영향을 미칠 수 있다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY 유지, 목표주가 22만원 하향

Fw12m EBITDA 추정치 +10% 상향하였으나, 최근 업황 투자심리 약화에 따라 타겟 EV/EBITDA가 낮아짐에 따라 목표주가를 기존 25만원에서 22만원으로 하향한다. 고마진의 나보타 수출 물량 확대에 수익성 개선이 뚜렷하고, 3분기 나보타 유럽 CHMP 승인이 기대되며, 한올바이오파마와 공동연구 중인 HL036(안구건조증) 3상의 연말 Top line 데이터 발표 등이 기대됨에 따라 커버리지 내 Top Picks, 투자의견 BUY 유지한다.

## 분기 실적 요약

(단위, 십억원)

	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	238.1	263.4	11%	11%	258.7	2%	260.4	1%
영업이익	10.2	17.1	68%	71%	18.4	-7%	16.3	5%
영업이익률	4%	6%			7%			
세전이익	7.8	14.2	82%	51%	17.0	-17%		
세전이익률	3%	5%			7%			
순이익	4.4	11.8	165%	53%	14.0	-16%	12.4	-5%

자료: 키움증권 리서치센터

## 목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	18,494	Fw12M EBITDA* 상위 제약사 FW12M EV/EBITDA 적용
② 비영업가치	7,581	
한울바이오파마 지분 가치	4,324	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(29.7%) 적용
HL036 안구건조증	3,257	대웅제약 배분율 50%, 성공확률 70% 가정
③ 순차입금	3,406	
④ 유통 주식 수	10,321	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	22,670	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	220,000	

상위제약사 : 한미약품, 녹십자, 유한양행, 동아에스티

자료: 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	866.8	943.5	1,025.1	1,113.3	1,198.7
매출원가	508.6	585.8	597.7	633.4	673.2
매출총이익	358.1	357.7	427.4	479.9	525.6
판매비	313.5	326.9	371.1	385.7	414.6
<b>영업이익</b>	44.6	30.8	56.2	94.2	110.9
<b>EBITDA</b>	76.4	73.0	95.0	127.5	139.6
영업외손익	-3.7	-15.0	-7.5	-3.8	-5.2
이자수익	1.2	0.5	1.0	1.7	2.3
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	0.0	3.0	1.0
<b>법인세차감전이익</b>	40.9	15.8	48.7	90.4	105.8
법인세비용	4.2	14.3	10.7	24.4	28.6
계속사업손익	36.7	1.5	38.0	66.0	77.2
<b>당기순이익</b>	36.7	1.5	38.0	66.0	77.2
<b>지배주주순이익</b>	36.7	1.5	38.0	66.0	77.2
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	9.2	8.8	8.6	8.6	7.7
영업이익 증감율	26.0	-30.9	82.5	67.6	17.7
EBITDA 증감율	34.9	-4.5	30.1	34.2	9.5
지배주주순이익 증감율	11.3	-95.9	2,433.3	73.7	17.0
EPS 증감율	11.4	-96.0	2,466.6	73.6	17.0
매출총이익율(%)	41.3	37.9	41.7	43.1	43.8
영업이익률(%)	5.1	3.3	5.5	8.5	9.3
EBITDA Margin(%)	8.8	7.7	9.3	11.5	11.6
지배주주순이익률(%)	4.2	0.2	3.7	5.9	6.4

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	63.3	53.8	74.3	90.7	90.3
당기순이익	36.7	1.5	38.0	66.0	77.2
비현금항목의 가감	61.9	89.9	79.7	87.2	86.0
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	40.9	53.8	57.4
영업활동자산부채증감	-20.4	-22.2	-24.7	-30.8	-37.7
매출채권및기타채권의감소	-6.7	-24.8	-15.4	-16.6	-16.1
재고자산의감소	-26.6	0.5	-13.4	-14.5	-14.0
매입채무및기타채무의증가	10.5	-0.3	9.8	10.7	11.1
기타	2.4	2.4	-5.7	-10.4	-18.7
기타현금흐름	-14.9	-15.4	-18.7	-31.7	-35.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-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
<b>재무활동 현금흐름</b>	-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
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-13.4	-7.4	37.9	48.2	43.8
기초현금 및 현금성자산	55.6	42.2	34.8	72.7	120.9
기말현금 및 현금성자산	42.2	34.8	72.7	120.9	164.7

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	368.0	382.9	460.0	556.9	660.7
현금 및 현금성자산	42.2	34.8	72.7	120.9	164.7
단기금융자산	5.5	8.5	13.2	20.5	31.8
매출채권 및 기타채권	153.9	177.6	193.0	209.6	225.7
재고자산	162.3	154.7	168.1	182.5	196.6
기타유동자산	9.6	15.8	26.2	43.9	73.7
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	1,053.5	1,076.3	1,117.7	1,187.9	1,269.7
<b>유동부채</b>	211.1	340.4	350.1	360.8	371.9
매입채무 및 기타채무	96.3	104.1	113.9	124.6	135.6
단기금융부채	93.3	202.4	202.4	202.4	202.4
기타유동부채	21.5	33.9	33.8	33.8	33.9
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	506.2	537.9	547.7	558.4	569.5
<b>지배지분</b>	547.3	538.4	570.0	629.5	700.3
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
이익잉여금	-0.3	-6.9	-7.2	-7.4	-7.6
이익잉여금	463.1	460.7	492.6	552.4	623.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	547.3	538.4	570.0	629.5	700.3

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,170	128	3,281	5,695	6,664
BPS	47,239	46,465	49,191	54,330	60,439
CFPS	8,514	7,887	10,159	13,222	14,087
DPS	600	600	600	600	600
<b>주가배수(배)</b>					
PER	51.9	1,474.5	48.2	27.7	23.7
PER(최고)	56.2	1,779.5	66.1		
PER(최저)	20.9	1,032.5	44.0		
PBR	3.48	4.06	3.21	2.91	2.61
PBR(최고)	3.77	4.90	4.41		
PBR(최저)	1.41	2.84	2.94		
PSR	2.20	2.31	1.79	1.64	1.53
PCFR	19.3	23.9	15.6	11.9	11.2
EV/EBITDA	29.3	34.6	22.4	16.2	14.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	16.9	418.1	16.3	9.4	8.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
ROA	3.6	0.1	3.5	5.7	6.3
ROE	6.9	0.3	6.9	11.0	11.6
ROIC	6.3	-0.2	7.5	11.9	14.0
매출채권회전율	5.7	5.7	5.5	5.5	5.5
재고자산회전율	5.7	6.0	6.4	6.4	6.3
부채비율	92.5	99.9	96.1	88.7	81.3
순차입금비율	61.2	62.9	51.9	38.2	26.5
이자보상배율	5.7	3.4	6.3	10.5	12.4
총차입금	382.7	381.9	381.9	381.9	381.9
순차입금	334.9	338.6	296.0	240.5	185.5
NOPLAT	76.4	73.0	95.0	127.5	139.6
FCF	-38.3	-28.0	58.0	71.3	71.9

## Compliance Notice

- 당사는 7월 31일 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.

## 고지사항

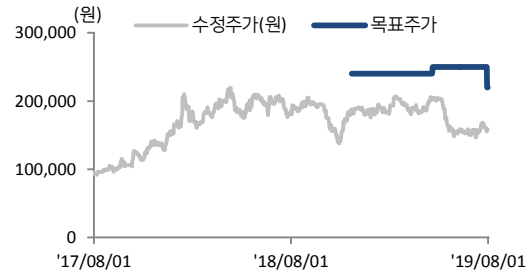
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대웅제약	2018-11-21	Buy (Initiate)	240,000원	6개월	-20.88	-13.75
(069620)	2019-04-19	Buy (Maintain)	250,000원	6개월	-33.02	-18.00
	2019-08-01	Buy (Maintain)	220,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이 (2개년)



## 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 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%