



Buy(Maintain)

목표주가: 200,000원  
주가(9/27): 150,000원

시가총액: 17,380억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/27)		2,049.93pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	207,000원	138,000원
등락률	-27.5%	8.7%
수익률	절대	상대
1M	-8.3%	-12.7%
6M	-18.5%	-14.7%
1Y	-22.7%	-11.2%

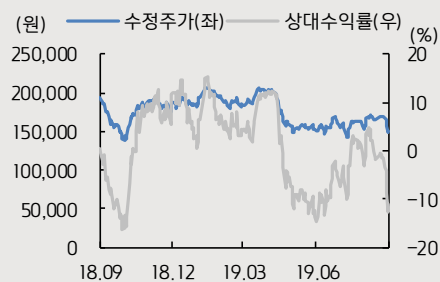
Company Data

발행주식수	11,587천주
일평균 거래량(3M)	36천주
외국인 지분율	5.1%
배당수익률(2019E)	0.4%
BPS(2019E)	48,272원
주요 주주	대응 외 5 인 51.3%

투자지표

(십억원, IFRS 별도)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	866.8	943.5	1,005.0	1,043.3
영업이익	44.6	30.8	44.7	62.1
EBITDA	76.4	73.0	83.5	95.4
세전이익	40.9	15.8	35.1	56.0
순이익	36.7	1.5	27.4	40.9
지배주주지분순이익	36.7	1.5	27.4	40.9
EPS(원)	3,170	128	2,362	3,528
증감률(% YoY)	11.4	-96.0	1,747.5	49.4
PER(배)	51.9	1,474.5	63.5	42.5
PBR(배)	3.48	4.06	3.11	2.93
EV/EBITDA(배)	29.3	34.6	24.4	20.9
영업이익률(%)	5.1	3.3	4.4	6.0
ROE(%)	6.9	0.3	5.0	7.1
순차입금비율(%)	61.2	62.9	53.8	43.1

Price Trend



# 대웅제약 (069620)

## 올해 실적보단 '20년 노이즈 해소를 기대



26일 알비스 잠정 판매 중단 소식으로 지난주 동사 주가 -11.3% 하락하였습니다. 실적은 3Q보다 4Q 본격적으로 영향 받을 것으로 예상되나, 우려는 이미 주가에 반영되고 있는 것으로 보입니다. 다만, 반등을 위해서는 향후 유럽 파트너사 선정 및 캐나다 수출 물량 확대가 필요하며 '19.12월 HL036 3상 탑라인 데이터 및 '20년 나보타 소송 판결 결과 등이 중요 요소로 작용할 것으로 예상됩니다.

### >>> 3Q19 소송비용 증가로 이익 하회 예상

3Q19 매출액은 2,571억원(YoY +10.8%), 영업이익은 123억원(YoY +53.4%, OPM 4.8%)으로 컨센서스 매출액 2,577억원 부합하나, 영업이익 154억원에는 못 미칠 것으로 예상된다. 3분기 수익성에 영향을 미치는 주된 요인으로 1) 나보타 수출 QoQ 감소, 2) 소송 비용 증가 등이 있다. 3분기 나보타 미국 수출금액은 98억원(기존 추정치 135억원)으로 예상된다. 에볼루스 초기 프로모션이 진행되면서 2분기 출하(157억원)가 많이 진행되었기 때문으로 보인다. 나보타 관련 소송 비용은 감정보고서 제출 등이 진행되면서 3분기 가장 높을 것으로 예상되는데, 2분기 38억원보다 높은 약 50억원이 예상된다.

### >>> 알비스 판매 중지 실적 영향 4Q19부터

9/26일 식약처는 라니티딘 위장약에 대해 잠정 판매 중지 결정을 내렸으며, 동사의 알비스(Ranitidine, Bismuth, Sucralfate)는 26일부로 판매 중단되어 4Q19부터 실적(기존 추정치 141억원)에 영향을 줄 것으로 전망된다. 항궤양제 개량신약 알비스는 '18년 매출 584억원의 동사의 판매 1위 전문의약품 제품으로 고마진 품목이다. 다만, 종합병원(30%) 대비 로컬 처방(70%)이 높아 대체가 용이해 가스모틴(mosapride citrate)과 넥시움(esomeprazole) 대체 판매가 예상된다. 상품인 넥시움 보다 고마진의 가스모틴 대체 판매 전략이 유효해 보인다. 현재 시장에는 알비스 1개월치 재고(약 50~60억원 추정)가 있는 것으로 파악된다. 4분기는 알비스 판매 중지 및 재고 회수 영향, 대응으로 나보타 지급 수수료 소급 적용, 연말 판관비 증가 등으로 매출액 2,463억원(YoY -4.3%), 영업이익 50억원(YoY +7.8%)이 예상된다. 소송 비용은 3Q19를 정점으로 결론을 향해 달려가는 만큼 점차 줄어들 것으로 보인다.

### >>> 목표주가 20만원으로 하향

알비스 판매 중지 등으로 Fw12m EBITDA -13% 하향 조정하여 목표주가를 20만원으로(기존 22만원) 하향한다. 향후 타제품이 알비스의 빈자리를 얼마나 대체하는지가 중요하며, 나보타 소송 또한 심사일인 히어링(hearing) '20.2월 및 예비판결 '20.6월에 재판 결과에 따라 노이즈 해소가 가능하다. 단기적으로는 에볼루스의 3분기 실적 발표와 유럽 파트너사 선정 및 캐나다 수출 물량 선정 등이 투자 심리 개선에 도움을 줄 수 있을 것으로 보인다. R&D 모멘텀으로는 HL036(안구건조증)의 3상 탑라인 발표가 12월말로 예상된다.

실적 추정치 세부 내역

구 분	3Q19E	컨센서스	차이	(단위, 십억원)		
				2019E	컨센서스	차이
매출액	257.1	257.7	0%	1,005.0	1,033.8	-2.8%
yoy	10.8%	11.1%			9.6%	
영업이익	12.3	15.4	-20%	44.7	59.6	-25.1%
yoy	53.4%	91.6%			93.7%	
OPM	4.8%	6.0%			5.8%	
순이익	7.3	10.3	-29%	27.4	37.0	-26.0%

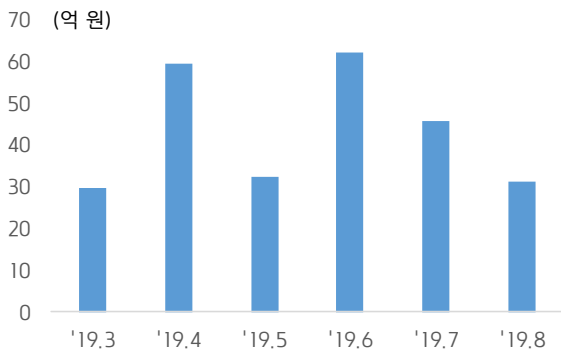
자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

구 분	가치 산정	(단위, 억원, 천 주)	
		비 고	
① 영업가치	16,664	Fw12M EBITDA* 상위 제약사	FW12M EV/EBITDA 적용
② 비영업가치	7,391		
한올바이오파마 지분 가치	4,134	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(29.7%) 적용	
HL036 안구건조증	3,257	대웅제약 배분율 50%, 성공확률 70% 가정	
③ 순차입금	3,408		
④ 유통 주식 수	10,321		
⑤ 기업가치(=①+②-③)	20,647		
⑥ 목표주가(=⑤/④)	200,000		

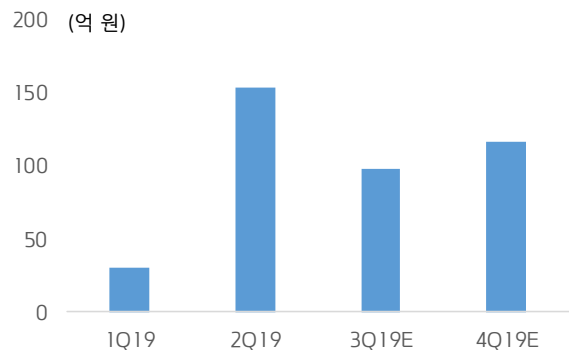
자료: 키움증권 리서치센터

보툴리눔독신 미국 월간 수출 추이



자료: TRASS, 키움증권 리서치센터

보툴리눔독신 미국 분기별 수출 추이



자료: TRASS, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내용

(단위, 십억원)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	2020
I. ETC	179	183	185	168	715	710
II. OTC	25	28	28	28	109	116
III. 수출	13	30	25	30	98	130
나보타	3	16	10	12	41	65
V. 수탁 외	21	22	20	21	83	87
<b>매출액</b>	<b>238</b>	<b>263</b>	<b>257</b>	<b>246</b>	<b>1,005</b>	<b>1,043</b>
YOY	10.3%	10.6%	10.8%	-4.3%	6.5%	3.8%
매출원가	142	152	152	152	597	611
매출총이익	96	112	105	95	408	433
판매비와 관리비 등	86	95	93	90	363	371
<b>영업이익</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>45</b>	<b>62</b>
YoY	28.0%	69.0%	53.4%	7.8%	45.2%	38.9%
OPM	4.3%	6.5%	4.8%	2.0%	4.4%	5.9%

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	866.8	943.5	1,005.0	1,043.3	1,122.0
매출원가	508.6	585.8	597.0	610.6	648.6
매출총이익	358.1	357.7	408.0	432.7	473.4
판관비	313.5	326.9	363.4	370.6	397.9
<b>영업이익</b>	44.6	30.8	44.7	62.1	75.5
<b>EBITDA</b>	76.4	73.0	83.5	95.4	104.1
영업외손익	-3.7	-15.0	-9.6	-6.1	-7.7
이자수익	1.2	0.5	0.9	1.5	1.8
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	0.9	-1.0
<b>법인세차감전이익</b>	40.9	15.8	35.1	56.0	67.7
법인세비용	4.2	14.3	7.7	15.1	18.3
계속사업손익	36.7	1.5	27.4	40.9	49.5
<b>당기순이익</b>	36.7	1.5	27.4	40.9	49.5
<b>지배주주순이익</b>	36.7	1.5	27.4	40.9	49.5
<b>증감 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	9.2	8.8	6.5	3.8	7.5
영업이익 증감율	26.0	-30.9	45.1	38.9	21.6
EBITDA 증감율	34.9	-4.5	14.4	14.3	9.1
지배주주순이익 증감율	11.3	-95.9	1,726.7	49.3	21.0
EPS 증감율	11.4	-96.0	1,747.5	49.4	21.0
매출총이익율(%)	41.3	37.9	40.6	41.5	42.2
영업이익율(%)	5.1	3.3	4.4	6.0	6.7
EBITDA Margin(%)	8.8	7.7	8.3	9.1	9.3
지배주주순이익율(%)	4.2	0.2	2.7	3.9	4.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	368.0	382.9	448.1	517.0	592.6
현금 및 현금성자산	42.2	34.8	67.9	105.6	123.6
단기금융자산	5.5	8.5	13.2	20.5	31.8
매출채권 및 기타채권	153.9	177.6	189.2	196.4	211.2
재고자산	162.3	154.7	164.8	171.1	184.0
기타유동자산	9.6	15.8	26.2	43.9	73.8
<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	1,105.8	1,148.0	1,201.6
<b>유동부채</b>	211.1	340.4	348.9	356.6	367.2
매입채무 및 기타채무	96.3	104.1	112.7	120.3	131.0
단기금융부채	93.3	202.4	202.4	202.4	202.4
기타유동부채	21.5	33.9	33.8	33.9	33.8
<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	546.5	554.2	564.8
<b>지배지분</b>	547.3	538.4	559.3	593.7	636.8
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	481.9	516.6	559.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	547.3	538.4	559.3	593.7	636.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	63.3	53.8	69.5	80.2	64.5
당기순이익	36.7	1.5	27.4	40.9	49.5
비현금항목의 가감	61.9	89.9	76.7	78.1	76.2
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	37.9	44.7	47.6
영업활동자산부채증감	-20.4	-22.2	-18.9	-16.2	-35.7
매출채권및기타채권의감소	-6.7	-24.8	-11.6	-7.2	-14.8
재고자산의감소	-26.6	0.5	-10.1	-6.3	-12.9
매입채무및기타채무의증가	10.5	-0.3	8.6	7.7	10.7
기타	2.4	2.4	-5.8	-10.4	-18.7
기타현금흐름	-14.9	-15.4	-15.7	-22.6	-25.5
<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	33.1	37.6	18.0
기초현금 및 현금성자산	55.6	42.2	34.8	67.9	105.6
기말현금 및 현금성자산	42.2	34.8	67.9	105.6	123.6

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,170	128	2,362	3,528	4,268
BPS	47,239	46,465	48,272	51,245	54,958
CFPS	8,514	7,887	8,985	10,269	10,847
DPS	600	600	600	600	600
<b>주가배수(배)</b>					
PER	51.9	1,474.5	63.5	42.5	35.1
PER(최고)	56.2	1,779.5	91.9		
PER(최저)	20.9	1,032.5	58.4		
PBR	3.48	4.06	3.11	2.93	2.73
PBR(최고)	3.77	4.90	4.50		
PBR(최저)	1.41	2.84	2.86		
PSR	2.20	2.31	1.73	1.67	1.55
PCFR	19.3	23.9	16.7	14.6	13.8
EV/EBITDA	29.3	34.6	24.4	20.9	18.9
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	16.9	418.1	22.6	15.1	12.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
ROA	3.6	0.1	2.5	3.6	4.2
ROE	6.9	0.3	5.0	7.1	8.0
ROIC	6.3	-0.2	6.0	8.0	9.9
매출채권회전율	5.7	5.7	5.5	5.4	5.5
재고자산회전율	5.7	6.0	6.3	6.2	6.3
부채비율	92.5	99.9	97.7	93.3	88.7
순차입금비율	61.2	62.9	53.8	43.1	35.6
이자보상배율	5.7	3.4	5.0	6.9	8.4
총차입금	382.7	381.9	381.9	381.9	381.9
순차입금	334.9	338.6	300.8	255.8	226.5
NONPLAT	76.4	73.0	83.5	95.4	104.1
FCF	-38.3	-28.0	54.8	62.4	48.0

Compliance Notice

- 당사는 9월 27일 현재 '대웅제약' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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

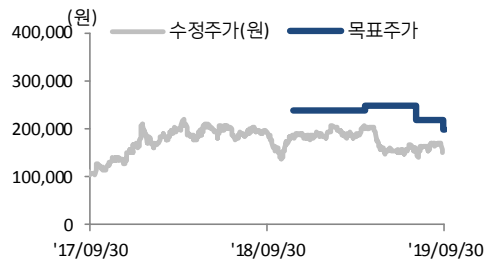
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전사, 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 주기대비	최고 주기대비
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	-26.39	-22.27
	2019-09-30	Buy (Maintain)	200,000원	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%