

2019. 9. 30



▲ 제약/바이오

Analyst **오세중**
02. 6454-4878
sejung.oh@meritz.co.kr

RA **이창석**
02. 6454-4889
changseok.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 220,000 원

현재주가 (9.27) 150,000 원

상승여력 46.7%

KOSPI	2,049.93pt
시가총액	17,380억원
발행주식수	1,159만주
유동주식비율	37.71%
외국인비중	5.73%
52주 최고/최저가	207,000원/138,000원
평균거래대금	61.6억원

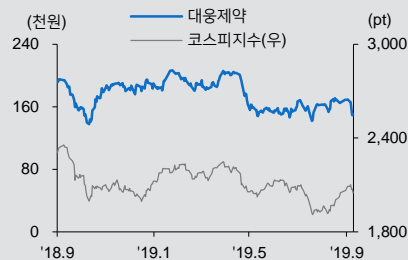
주요주주(%)

대용 외 5인	51.33
국민연금공단	9.27

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.3	-18.5	-22.7
상대주가	-8.3	-14.7	-11.2

주가그래프



대웅제약 069620

3Q19 Preview: Up & Down 이 모두 존재

- ✓ 2Q19 매출액 2,643억원(+13.9% YoY)과 영업이익 162억원(+101.9% YoY) 전망
- ✓ 라니티딘 판매중단으로 '18년 기준 매출액 500억원 영향 - 대체 영업 기능하나 수익성 하락 불가피
- ✓ ITC 재판일정 변경으로 소송비용 소폭 증가 예정, 3Q19가 peak 예상
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 220,000원 하향 - 나보타와 신약개발 여전히 긍정적

3Q19 매출액 2,643억원과 영업이익 162억원 전망

2Q19 매출액과 영업이익은 각각 2,643억원(+13.9%)과 162억원(+101.9%)을 기록할 전망이다. 나보타 미국 수출이 직전 분기 대비 소폭 감소가 예상된다. 2Q19 실적에서 나보타로 인한 이익률 개선은 이미 확인되었다. 원외처방금액도 전년 대비 두 자릿수 증가를 보이며 본업 영업도 개선을 나타냈다.

4Q19부터 라니티딘 판매 중지로 주력품목인 '알비스'와 '알비스D' 매출이 삭감될 예정이다. 제네릭 진입으로 매출은 감소 중이었으나 알비스 패밀리로 '18년 584억원과 '19년 상반기에는 287억원을 기록하였다. 알비스 제외로 매출 감소는 불가피하나 도입해온 PPI 계열의 넥시움과 가스모틴 그리고 한올바이오파마와 H2 길항제인 파모티딘 공동영업을 통해 대체 영업을 할 계획이다. 알비스의 매출 감소폭은 어느 정도 채워줄 전망이지만 수익성은 다소 떨어질 전망이다.

미국 ITC재판 일정 변경으로 '20년 10월 최종판결까지 소송비용은 소폭 증가할 예정이다. 3Q19 Discovery 단계 진행으로 인해 2Q19보다 소송비용은 증가가 예상된다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 220,000원으로 하향

알비스 패밀리로 인한 영업가치와 peer 기업 가치 조정으로 적정주가 220,000원으로 하향하지만 투자의견은 Buy 유지한다. 나보타 유럽 허가 및 미국/캐나다 수출 증가로 인해 수익성은 개선되기에 알비스 영향은 미비할 것이다. HL036 첫번째 임상 3상 마지막 환자 등록 완료로 '19년 12월 탑라인 결과 예상된다. 4Q19 혹은 1Q20 공개가 예상되는 자회사 한올바이오파마의 HL161 임상 2상이 긍정적인 경우 지분가치 재평가를 통하여 추가 상승여력이 존재한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	866.8	44.6	36.7	3,170	11.4	44,678	51.9	3.7	29.3	6.9	92.5
2018	943.5	30.8	1.5	128	-96.0	44,678	1,475.0	4.2	34.6	0.3	99.9
2019E	1,037.9	58.8	32.8	2,834	2,116.7	47,239	52.9	3.2	19.0	6.0	124.5
2020E	1,167.1	106.7	69.3	5,980	111.0	47,239	25.1	3.2	13.5	11.6	115.4
2021E	1,286.9	123.1	80.6	6,952	16.3	47,239	21.6	3.2	12.2	12.1	98.9

표1 대웅제약 3Q19 Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	264.3	232.0	13.9	263.5	0.3	257.7	2.6
영업이익	16.2	8.0	101.9	17.2	-5.6	15.4	5.4
세전이익	15.1	6.3	142.0	10.7	41.2	13.1	15.5
지배순이익	11.3	4.5	153.2	8.3	36.5	10.3	10.1

자료: 대웅제약, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 대웅제약 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	215.9	238.2	232.0	257.4	238.1	263.5	264.3	272.0	943.5	1037.9	1167.1
YoY (%)	5.2	7.1	2.9	20.5	10.3	10.6	13.9	5.7	8.8	10.0	12.4
ETC	155.2	166.3	168.4	184.2	178.9	180.0	185.6	179.7	674.1	724.2	752.6
YoY (%)	9.8	9.2	5.7	25.1	15.3	8.2	10.2	-2.5	12.3	7.4	3.9
OTC	21.0	23.1	23.1	25.1	25.2	28.4	24.3	25.7	92.3	103.6	107.6
YoY (%)	6.6	9.5	9.0	18.4	20.0	22.9	5.3	2.4	10.9	12.3	3.9
나보타	0.3	0.8	0.7	0.8	5.9	18.6	15.1	22.9	2.6	62.5	139.8
YoY (%)	N/A	66.0	311.1	18.2	2010.7	2285.9	1938.8	2832.9	96.9	2321.8	123.8
수출 (Export)	19.1	27.1	22.7	27.8	13.4	14.3	20.9	23.5	96.7	72.2	84.8
YoY (%)	-13.6	-7.5	-14.7	8.2	-29.8	-47.2	-7.8	-15.4	-5.5	-25.4	17.6
수탁 외 (CMO)	20.5	21.8	17.9	20.4	20.6	22.2	18.3	20.3	80.6	81.4	82.3
YoY (%)	-7.2	10.1	-2.7	5.2	0.5	1.8	2.2	-0.6	1.1	1.0	1.1
매출총이익	84.1	90.2	88.2	95.1	96.2	111.9	113.1	116.2	357.7	437.3	505.6
매출총이익률 (%)	39.0	37.9	38.0	37.0	40.4	42.5	42.8	42.7	37.9	42.1	43.3
판매비와관리비	76.1	80.2	80.2	90.4	86.0	94.7	96.9	101.0	326.9	378.5	398.9
판관비율 (%)	35.3	33.7	34.6	35.1	36.1	35.9	36.7	37.1	34.7	36.5	34.2
경상연구개발비	24.6	22.8	23.8	28.7	23.3	24.2	24.7	27.2	99.8	99.5	101.3
영업이익	8.0	10.0	8.0	4.7	10.2	17.2	16.2	15.2	30.8	58.8	106.7
영업이익률 (%)	3.7	4.2	3.5	1.8	4.3	6.5	6.1	5.6	3.3	5.7	9.1
YoY (%)	-17.8	-28.3	-44.7	-26.3	27.2	71.7	101.9	223.9	-31.1	91.2	81.4
순이익	5.0	7.7	4.5	-15.7	4.5	8.3	11.3	8.7	1.5	32.8	69.3
순이익률 (%)	2.3	3.2	1.9	-6.1	1.9%	3.2%	4.3%	3.2%	0.2%	3.2%	5.9%
YoY (%)	-0.6	-43.8	-57.5	적전	-11.2%	8.2%	153.2%	흑전	-96.0%	2117.9%	111.2%

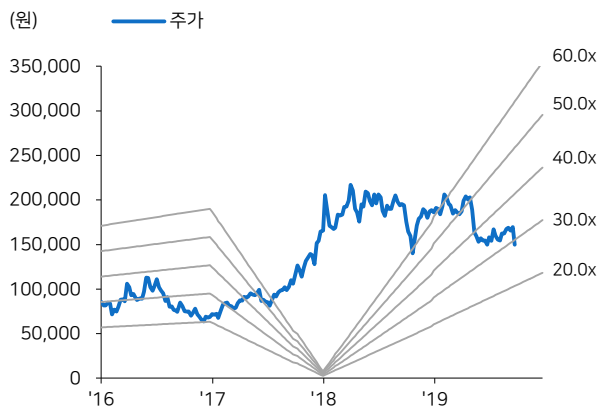
자료: 대웅제약, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 대웅제약 SOTP Valuation

(십억원)	비고	
영업가치	1,680	EV/EBITDA peer 5개 기업 평균 EBITDA 15.3배
관계기업 지분가치	552	
한울바이오파마	543	한울바이오파마 적정 지분가치 (지분율: 30.61%)
관계기업	9	관계기업 지분가치
신약가치		
HL036	692	공동개발 지분 50% 반영
순차입금	352	
기업가치	2,573	
주식수	11,587	(천주)
적정가치	222,021	(원)
적정주가	220,000	

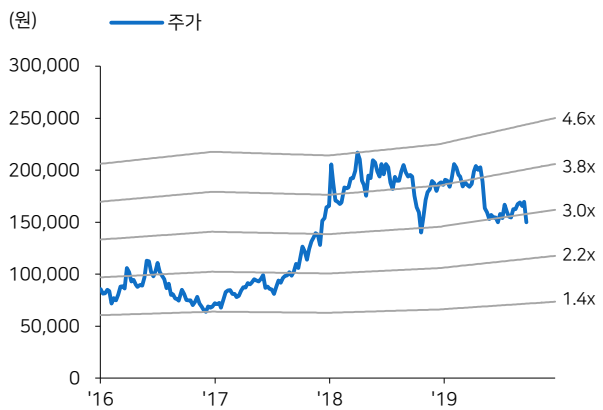
주: 관련 peer 기업은 녹십자, 종근당, 동아에스티, 휴젤, 메디톡스 기준
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 대웅제약 PER 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 대웅제약 PBR 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대웅제약 (069620)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	866.8	943.5	1,037.9	1,167.1	1,286.9
매출액증가율 (%)	9.2	8.9	10.0	12.4	10.3
매출원가	508.6	585.8	600.6	661.5	722.2
매출총이익	358.1	357.7	437.3	505.6	564.8
판매관리비	313.5	326.9	378.5	398.9	441.6
영업이익	44.6	30.8	58.8	106.7	123.1
영업이익률	5.1	3.3	5.7	9.1	9.6
금융손익	-10.2	-7.3	-11.7	-9.5	-10.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	6.5	-7.7	-1.9	-4.8	-5.1
세전계속사업이익	40.9	15.8	45.2	92.4	107.4
법인세비용	4.2	14.3	12.4	23.1	26.9
당기순이익	36.7	1.5	32.8	69.3	80.6
지배주주지분 손이익	36.7	1.5	32.8	69.3	80.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	63.3	53.8	65.5	92.2	104.9
당기순이익(손실)	36.7	1.5	32.8	69.3	80.6
유형자산상각비	27.0	35.6	44.8	42.4	42.4
무형자산상각비	4.8	6.6	6.2	5.7	5.2
운전자본의 증감	-20.4	-22.2	-18.4	-25.1	-23.3
투자활동 현금흐름	-58.3	-54.3	-74.9	-82.2	-95.2
유형자산의증가(CAPEX)	-58.6	-52.7	-55.0	-55.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	-12.2	-2.4	-19.0	-26.0	-24.1
재무활동 현금흐름	-18.0	-7.0	143.9	-6.2	-56.2
차입금의 증감	-11.8	-0.8	150.1	0.0	-50.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-13.4	-7.4	134.6	3.8	-46.5
기초현금	55.7	42.2	34.8	169.4	173.2
기말현금	42.2	34.8	169.4	173.2	126.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	368.0	382.9	552.3	603.8	601.5
현금및현금성자산	42.2	34.8	169.4	173.2	126.7
매출채권	141.7	161.7	177.9	200.0	220.5
재고자산	162.3	154.7	170.2	191.4	211.0
비유동자산	685.6	693.4	716.4	749.4	795.9
유형자산	307.3	314.7	324.9	337.5	365.1
무형자산	76.6	71.5	65.3	59.7	54.5
투자자산	191.0	193.4	212.4	238.4	262.5
자산총계	1,053.5	1,076.3	1,268.7	1,353.2	1,397.3
유동부채	211.1	340.4	354.3	423.2	440.7
매입채무	53.8	57.1	62.9	70.7	77.9
단기차입금	3.4	2.6	2.6	2.6	2.6
유동성장기부채	89.9	199.9	200.0	250.0	250.0
비유동부채	295.1	197.6	349.4	301.9	254.2
사채	289.3	179.5	329.5	279.5	229.5
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	506.2	537.9	703.7	725.1	694.9
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	100.4	100.4	100.4	100.4	100.4
기타포괄이익누계액	-0.3	-6.9	-6.9	-6.9	-6.9
이익잉여금	463.1	460.7	487.4	550.5	624.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	547.3	538.4	565.0	628.1	702.5

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	74,807	81,432	89,580	100,731	111,069
EPS(지배주주)	3,170	128	2,834	5,980	6,952
CFPS	8,514	7,887	9,122	13,017	14,247
EBITDAPS	6,598	6,301	9,479	13,354	14,735
BPS	44,678	44,678	47,239	47,239	47,239
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	51.9	1,475.0	52.9	25.1	21.6
PCR	19.3	23.9	16.4	11.5	10.5
PSR	2.2	2.3	1.7	1.5	1.4
PBR	3.7	4.2	3.2	3.2	3.2
EBITDA	76.4	73.0	109.8	154.7	170.7
EV/EBITDA	29.3	34.6	19.0	13.5	12.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.9	0.3	6.0	11.6	12.1
EBITDA 이익률	8.8	7.7	10.6	13.3	13.3
부채비율	92.5	99.9	124.5	115.4	98.9
금융비용부담률	0.9	0.9	1.0	1.1	0.9
이자보상배율(x)	5.7	3.4	5.5	8.6	10.4
매출채권회전율(x)	6.2	6.2	6.1	6.2	6.1
재고자산회전율(x)	5.7	6.0	6.4	6.5	6.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대웅제약 (069620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

