기업브리프

키움증권

실적 Preview

2020. 4. 14

대웅제약 (069620)

소송 불확실성 해소만이 해답

BUY(Upgrade)

목표주가: 120,000원

주가(4/13): 95,100원

시가총액: 11,019억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/13)		1,825.76pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	206,000 원	64,000원
등락률	-53.8%	48.6%
수익률	절대	상대
1M	7.6%	4.4%
6M	-37.0%	-28.7%
1Y	-52.2%	-41.5%

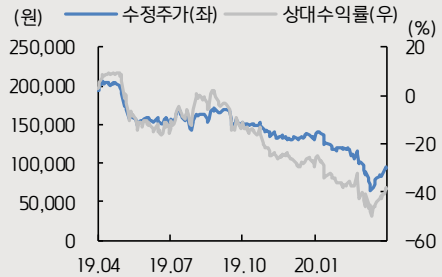
Company Data

발행주식수		11,587 천주
일평균 거래량(3M)		131천주
외국인 지분율		6.5%
배당수익률(2020E)		0.6%
BPS(2020E)		49,498원
주요 주주	대웅 외 5 인	54.6%

투자지표

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,005.2	1,033.0	1,101.3	1,167.8
영업이익	31.4	41.5	59.4	72.0
EBITDA	63.2	74.4	89.1	100.6
세전이익	16.4	36.7	53.9	68.1
순이익	20.2	26.8	39.4	49.7
지배주주지분순이익	20.2	26.8	39.4	49.7
EPS(원)	1,746	2,315	3,397	4,289
증감률(%,YoY)	1,265.6	32.6	46.8	26.2
PER(배)	78.8	40.6	27.6	21.9
PBR(배)	2.88	1.90	1.79	1.67
EV/EBITDA(배)	30.9	18.8	15.2	12.9
영업이익률(%)	3.1	4.0	5.4	6.2
ROE(%)	3.7	4.8	6.7	7.9
순차입금비율(%)	64.5	54.1	43.8	32.4

Price Trend



1분기 실적은 기장 기대치를 하회 할 것으로 예상된다. 실적에 소송 비용 부담이 높기 때문에 실적 추정보다는 소송의 향방이 향후 주가에 매우 중요할 것으로 보인다. 오는 6/5일 ITC 예비 판결에서 불확실성 해소 여부에 따라 변동성 확대가 예상되어 그 결과를 주목할 필요가 있다.

>>> 1분기 실적 기대치 하회 예상

1분기 매출액 2,385억원(YoY Flat), 영업이익 17억원(YoY -83%)으로 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 -48% 하회할 것으로 추정된다. 라니티딘 사태에 따른 알비스 판매 중단으로 올해 상반기 고마진의 알비스 매출이 없으며('19.1Q 147억원), 코로나19 영향으로 3월 원외처방 매출에 일부 영향이 있었던 것으로 보인다.

소송비용은 1분기 약 130억 원 가량 소요되었을 것으로 추측된다. 4Q19 나보타 소송비용 68억원에 비해 소송비용 약 두배 가량 증가했음에도 불구하고, 코로나19로 인한 마케팅 및 영업 비용 감소로 지난 4분기와 유사한 실적이 예상된다. 약 100억원 가량으로 추정되는 알비스 재고자산 처분 여부에 따라 영업이익 적자 가능성도 존재하나, 실적 추정치에 알비스 재고자산 처분 여부 불확실하여 반영하지 않았다.

>>> 주가 향방의 열쇠는 소송 해결

1분기 나보타 수출액이 126억원(YoY +280%)으로 추정되는데, 나보타 관련 소송비용이 약 130억원이 될 것으로 예상하고 있어 소송 갈등이 동사의 실적과 주가 투자심리에 발목을 잡고 있는 상황이다. 따라서 오는 6/5일 ITC의 예비판결에서 소송 불확실성이 해소되는 것이 매우 중요하다. 최악의 경우 ITC 예비판결에서 패소 후, 10월 최종판결까지 결과를 기다려야할 수도 있으며, 최종 판결에서 패소하게 되면 수출 금지 가능성도 존재하기 때문에 항소 등 소송이 장기화될 수 있다. 다만, 예비판결에서 승소 혹은 분쟁이 해결된다면 급등이 예상되는데, 소송 분쟁의 경우 워낙 예측하기 어렵기 때문에 결과를 지켜보고 판단하는 것이 안전할 것으로 보인다. 2분기는 소송비용이 50억원 이하로 감소하여 매출액 2,567억원(YoY -3%), 영업이익 101억원(YoY -41%)이 예상된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 12만원 하향

실적 추정치 하향 조정 및 소송 불확실성으로 상위 제약사 Target EV/EBITDA에 30% 할인 적용하여 동사에 대한 목표주가 12만원으로 하향하나, 최근 주가 급락에 따른 괴리율 상승으로 투자의견 BUY로 상향한다. 실적은 올해 상반기까지 알비스 판매 정지와 소송비용 영향이 있을 것으로 보이나, 6월 예비판결로 불확실성만 해소된다면 6월 기점으로 실적 턴어라운드 및 투자심리 개선이 기대된다.

실적 추정 내역

(단위, 십억 원)

구 분	1Q20E	컨센서스	차이	2020E	컨센서스	차이
매출액	**238.5**	**235.6**	**1%**	**1,033.0**	**1,028.9**	**0.4%**
yoy	0.2%	-1.1%		2.8%	2.4%	
영업이익	**1.7**	**3.3**	**-48%**	**41.5**	**44.0**	**-5.8%**
yoy	-83.2%	-67.6%		31.7%	39.8%	
OPM	0.7%	1.4%		4.0%	4.3%	
순이익	**1.6**	**1.4**	**15%**	**26.8**	**30.7**	**-12.6%**

자료: Fnguide, 키움증권 리서치

실적 세부 사항

(단위, 십억원)

구 분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020
I. ETC	179	183	176	184	722	167	177	183	199	726
II. OTC	25	28	28	30	112	27	29	30	31	117
III. 수출	13	30	20	25	89	23	28	26	28	106
나보타	3	16	7	7	33	13	11	11	10	45
V. 수탁 외	21	22	18	22	83	21	22	19	22	85
매출액	**238.1**	**263.4**	**242.5**	**261.1**	**1,005.2**	**238.5**	**256.7**	**258.3**	**279.5**	**1,033.0**
YOY	10.3%	10.6%	4.5%	1.5%	6.5%	0.2%	-2.5%	6.5%	7.0%	2.8%
매출원가	142	152	140	158	592	148	155	150	166	620
매출총이익	96	112	102	103	414	90	101	108	113	413
판매비와 관리비 등	86	95	100	102	382	89	91	91	101	371
영업이익	**10.2**	**17.1**	**2.8**	**1.4**	**31.5**	**1.7**	**10.1**	**17.1**	**12.5**	**41.5**
YoY	28.0%	69.0%	-65.2%	-82.4%	-6.9%	-83.2%	-40.7%	510.9%	822.3%	31.7%
OPM	4.3%	6.5%	1.2%	0.5%	3.1%	0.7%	4.0%	6.6%	4.5%	4.0%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	9,050	Fw12M EBITDA* 상위 제약사 FW12M EV/EBITDA 30% 할인 적용
② 비영업가치	7,043	
한올바이오파마 지분 가치	3,786	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(29.7%) 적용
HL036 안구건조증	3,257	대웅제약 배분율 50%, 성공확율 70% 가정
③ 순차입금	3,568	
④ 유통 주식 수	10,321	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	12,525	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	120,000	

주 : 상위제약사는 유한양행, 녹십자, 동아에스티, 종근당
자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12 월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	943.5	1,005.2	1,033.0	1,101.3	1,167.8
매출원가	585.8	591.6	620.3	654.4	685.5
매출총이익	357.7	413.6	412.7	446.8	482.3
판관비	323.9	382.2	371.2	387.5	410.3
영업이익	33.8	31.4	41.5	59.4	72.0
EBITDA	76.0	63.2	74.4	89.1	100.6
영업외손익	-18.0	-15.0	-4.7	-5.5	-3.9
이자수익	0.5	0.9	5.0	6.2	7.8
이자비용	8.9	10.0	12.5	12.5	12.5
외환관련이익	3.1	5.7	4.0	4.0	4.0
외환관련손실	2.0	4.0	3.1	3.1	3.1
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-10.7	-7.6	1.9	-0.1	-0.1
법인세차감전이익	15.8	16.4	36.7	53.9	68.1
법인세비용	14.3	-3.8	9.9	14.6	18.4
계속사업순손익	1.5	20.2	26.8	39.4	49.7
당기순이익	1.5	20.2	26.8	39.4	49.7
지배주주순이익	1.5	20.2	26.8	39.4	49.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	8.9	6.5	2.8	6.6	6.0
영업이익 증감율	-24.3	-7.1	32.2	43.1	21.2
EBITDA 증감율	-0.6	-16.8	17.7	19.8	12.9
지배주주순이익 증감율	-95.9	1,246.7	32.7	47.0	26.1
EPS 증감율	-96.0	1,265.6	32.6	46.8	26.2
매출총이익율(%)	37.9	41.1	40.0	40.6	41.3
영업이익률(%)	3.6	3.1	4.0	5.4	6.2
EBITDA Margin(%)	8.1	6.3	7.2	8.1	8.6
지배주주순이익률(%)	0.2	2.0	2.6	3.6	4.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12 월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	382.9	383.7	539.1	606.8	684.0
현금 및 현금성자산	34.8	19.7	163.7	203.2	251.0
단기금융자산	5.5	8.5	10.6	13.0	18.3
매출채권 및 기타채권	177.6	200.9	206.4	220.1	233.3
재고자산	154.7	146.1	150.1	160.0	169.7
기타유동자산	10.3	8.5	8.4	10.5	11.7
비유동자산	693.4	716.3	686.5	660.0	634.6
투자자산	191	193	197	200	203
유형자산	314.7	306.0	282.1	260.6	239.3
무형자산	71.5	92.1	83.0	74.8	67.5
기타비유동자산	116.2	124.8	124.5	124.5	124.5
자산총계	1,076.3	1,100.0	1,225.7	1,266.9	1,318.5
유동부채	340.4	232.5	237.7	245.8	254.1
매입채무 및 기타채무	104.1	119.4	124.6	132.7	141.0
단기금융부채	202.4	94.8	94.8	94.8	94.8
기타유동부채	33.9	18.3	18.3	18.3	18.3
비유동부채	197.6	314.5	414.5	414.5	414.5
장기금융부채	179.5	292.3	392.3	392.3	392.3
기타비유동부채	18.1	22.2	22.2	22.2	22.2
부채총계	537.9	547.0	652.1	660.3	668.6
지배지분	538.4	553.0	573.5	606.6	650.0
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	100.4	100.4	100.4	100.4	100.4
기타자본	-44.8	-44.4	-44.4	-44.4	-44.4
기타포괄손익누계액	-6.9	-6.8	-6.6	-6.4	-6.3
이익잉여금	460.7	474.8	495.1	528.0	571.3
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	538.4	553.0	573.5	606.6	650.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12 월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	53.8	38.0	66.5	65.0	75.0
당기순이익	1.5	20.2	26.8	39.4	49.7
비현금항목의 가감	89.9	56.9	61.2	61.3	62.6
유형자산감가상각비	35.6	24.7	23.9	21.5	21.3
무형자산감가상각비	6.6	7.0	9.1	8.2	7.4
지분법평가손익	-2.4	-4.3	0.0	0.0	0.0
기타	50.1	29.5	28.2	31.6	33.9
영업활동자산부채증감	-22.2	-9.3	-4.0	-14.8	-14.2
매출채권및기타채권의감소	-24.8	-22.3	-5.6	-13.6	-13.3
재고자산의감소	0.5	2.3	-4.0	-9.9	-9.7
매입채무및기타채무의증가	-0.3	18.1	5.2	8.2	8.3
기타	2.4	-7.4	0.4	0.5	0.5
기타현금흐름	-15.4	-29.8	-17.5	-20.9	-23.1
투자활동 현금흐름	-54.3	-48.2	-9.3	-12.0	-13.7
유형자산의 취득	-52.7	-19.1	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	5.2	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.6	-20.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-2.4	-3.5	-3.2	-3.2	-3.2
단기금융자산의감소(증가)	-3.0	-2.0	-2.5	-5.2	-6.9
기타	-2.0	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6
재무활동 현금흐름	-7.0	-5.1	93.0	-7.2	-7.2
차입금의 증가(감소)	-0.8	1.9	100.0	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	-6.5	-6.5
기타	0.0	-0.8	-0.8	-0.7	-0.7
기타현금흐름	0.1	0.3	-6.3	-6.3	-6.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-7.4	-15.1	144.0	39.5	47.8
기초현금 및 현금성자산	42.2	34.8	19.7	163.7	203.2
기말현금 및 현금성자산	34.8	19.7	163.7	203.2	251.0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12 월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	128	1,746	2,315	3,397	4,289
BPS	46,465	47,727	49,498	52,351	56,096
CFPS	7,887	6,654	7,599	8,690	9,690
DPS	600	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	1,474.5	78.8	40.6	27.6	21.9
PER(최고)	1,779.5	124.3	62.2		
PER(최저)	1,032.5	73.3	27.3		
PBR	4.06	2.88	1.90	1.79	1.67
PBR(최고)	4.90	4.55	2.91		
PBR(최저)	2.84	2.68	1.28		
PSR	2.31	1.58	1.05	0.99	0.93
PCFR	23.9	20.7	12.4	10.8	9.7
EV/EBITDA	33.2	30.9	18.8	15.2	12.9
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	418.1	30.6	24.1	16.4	13.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6
ROA	0.1	1.9	2.3	3.2	3.8
ROE	0.3	3.7	4.8	6.7	7.9
ROIC	-0.2	4.3	5.0	7.4	9.2
매출채권회전율	5.7	5.3	5.1	5.2	5.2
재고자산회전율	6.0	6.7	7.0	7.1	7.1
부채비율	99.9	98.9	113.7	108.9	102.9
순차입금비율	62.9	64.5	54.1	43.8	32.4
이자보상배율	3.8	3.2	3.3	4.7	5.7
총차입금	381.9	387.1	487.1	487.1	487.1
순차입금	338.6	356.8	310.3	265.6	210.9
NOPLAT	76.0	63.2	74.4	89.1	100.6
FCF	-27.7	9.7	59.2	58.2	67.0

자료: 키움증권

Compliance Notice

- 당사는 4월 13일 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

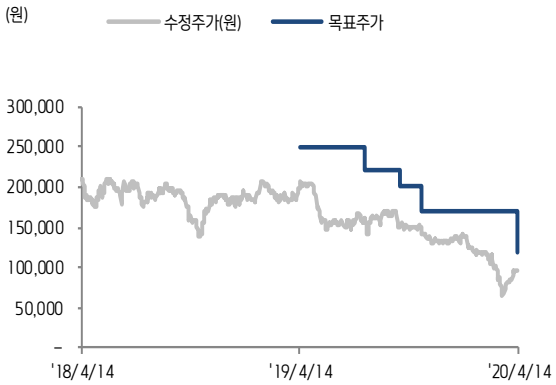
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
대웅제약	2018-11-21	Buy (Reinitiate)	240,000원	6개월	-32.70	-14.17
(069620)	2019-04-16	Buy (Maintain)	250,000원	6개월	-32.61	-17.60
	2019-08-01	Buy (Maintain)	220,000원	6개월	-28.15	-25.68
	2019-08-26	Buy (Maintain)	220,000원	6개월	-26.57	-22.27
	2019-09-30	Buy (Maintain)	200,000원	6개월	-24.75	-21.50
	2019-11-04	Outperform (Downgrade)	170,000원	6개월	-30.35	-15.00
	2020-04-14	Buy (Upgrade)	120,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%