



BUY(Reinitiate)

목표주가: 123,000원

주가(11/25): 102,500원

시가총액: 11,876억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/25)		2,601.54pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	148,500원	64,000원
등락률	-31.0%	60.2%
수익률	절대	상대
1M	2.5%	-7.0%
6M	1.5%	-22.2%
1Y	-23.2%	-37.3%

Company Data

발행주식수	11,587 천주	
일평균 거래량(3M)	107천주	
외국인 지분율	5.0%	
배당수익률(2020E)	0.6%	
BPS(2020E)	46,680원	
주요 주주	대용 외 5 인	54.6%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	943.5	1,005.2	961.9	1,003.7
영업이익	33.8	31.4	11.4	38.0
EBITDA	76.0	63.2	44.4	67.7
세전이익	15.8	16.4	-8.0	25.3
순이익	1.5	20.2	-5.8	18.4
지배주주지분순이익	1.5	20.2	-5.8	18.4
EPS(원)	128	1,746	-	1,591
증감률(% YoY)	-96.0	1,265.6	적전	흑전
PER(배)	1,474.5	78.8	-	60.1
PBR(배)	4.06	2.88	2.05	2.01
EV/EBITDA(배)	33.2	30.9	32.3	20.7
영업이익률(%)	3.6	3.1	1.2	3.8
ROE(%)	0.3	3.7	-1.1	3.4
순차입금비율(%)	62.9	64.5	59.8	52.8

자료: 키움증권

Price Trend



대웅제약 (069620)

ITC 최종 결론을 지켜보자



길고 길었던 보툴리눔 독신 관련 국제무역위원회(ITC) 소송이 끝을 향해 달려가고 있습니다. 일정이 한 차례 더 연기되며 12/16일 최종 결론이 나올 것으로 보입니다. 소송 불확실성이 주가에 반영되어왔으나 소송 결과를 예측하기 매우 어렵고, 그 결과에 따라 펀더멘털 방향성이 결정되며 주가 변동성이 높을 수 있어 결과 확인 후 접근하는 것이 바람직해 보입니다.

>>> 소송 비용 감소로 수익성 서서히 회복 중

3분기 전문의약품(ETC) 매출액은 올메텍, 가스모틴 등의 자체 제품 성장에 힘입어 1,938억원(YoY +10%)으로 전분기 대비해서도 +5% 증가하였다. 발암 물질 우려로 인한 라니티딘 판매 중단으로 '19.4Q부터 항궤양제 알비스 매출(분기 약 150~160억원)이 발생하지 않아 알비스 판매 중단으로 인한 역기저효과는 이번 분기부터 적어 질 것으로 예상된다. 소송 비용도 1분기 137억원을 정점으로 2분기 98억원, 3분기 45억원으로 점차 감소하고 있다. 4분기는 ETC는 YoY +11% 성장하나, 알비스 원료 수출 부재 등으로 매출액 2,586억원(YoY -1%)이 예상되고, 소송비용 감소 등으로 영업이익은 79억원(YoY +483%)으로 전분기 대비 +12%로 회복이 예상된다.

>>> ITC 최종 결론 앞두고 있어, 그 결과가 중요

국제무역위원회(ITC)의 최종판결 일정이 12/16일로 연기 되었다. 지난 7월 예비판결에서 메디톡스 영업기밀 침해했다고 보고 나보타 10년간 수입 금지 권고하였다. 최종 결론에서 패소된다면 최악의 경우 나보타 수출 금지 및 에블루스로부터 손해배상 소송을 당할 가능성도 존재한다. 반대로 예비 판결이 뒤집혀 승소할 경우 불확실성 해소가 예상된다. 더불어 올해 코로나19로 미국내 클리닉 섀다운 영향으로 예상보다 나보타 미국 시장 침투가 더디었으나, 억눌린 수요 및 내년 공격적 영업 마케팅 활동이 판매 증가로 이어질 수 있다.

>>> 코로나19 치료제 및 점진적 실적 회복

ITC 소송 외에는 코로나19 치료제 긴급사용승인과 점진적인 실적 회복이 예상된다. ETC 사업부가 회복세를 보이고 있고 소송비용도 점차 줄어들고 있어 수익성 회복이 기대된다. 구충제 성분의 니클로사마이드는 인도, 필리핀, 한국, 호주 4개국에서 코로나19 치료제로 연내 1상 완료를 목표로 하고 있다. 처방염치료제 카모스타트(경구용) 역시 약물 재창출 코로나19 치료제로 개발 중이며, 국내 2상 환자 90명 모집이 완료되었으며, 내년초 2상 결과 확인되면 긴급사용승인 신청이 전망된다. 이 밖에도 전일 나보타의 탈모 개선 효과 연구자임상 결과 소식이 있었는데, 오프라벨로 사용 가능할 수 있겠으나 탈모 적응증 획득을 위해서는 추가 임상이 필요하다. ITC 최종 결론에서 패소하게 되면 이의 제기, 추가 소송 및 손해 배상 이슈, 메디톡스 로열티 지급 등으로 노이즈 지속과 소송 비용 증가가 예상되나, 승소하게 되면 수익성 회복과 불확실성 제거로 주가 우상향이 예상된다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	컨센서스	차이	2020E	컨센서스	차이
매출액	228.4	226.0	248.9	258.6	248.0	4%	961.9	950.6	1.2%
yoy	-4.1%	-14.2%	2.7%	-1.0%	-5.0%			-5.4%	
영업이익	1.3	- 4.7	7.0	7.9	5.4	46%	11.4	11.2	2.0%
yoy	-87.7%	-127.8%	150.8%	482.8%	298.7%			-64.4%	
OPM	0.5%	-2.1%	2.8%	3.1%	2.2%			1.2%	
순이익	(1.2)	(12.6)	3.6	4.3	7.4	-41%	(5.8)	-5.5	6.1%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 사항 2

(단위, 십억원)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E
I. ETC	164	185	194	204	746	176	192	195	210	773
II. OTC	26	30	29	30	115	28	31	31	33	123
III. 수출	16	4	10	10	41	11	11	11	12	44
나보타	14	1	6	7	27	7	7	7	7	29
V. 수탁 외	23	8	16	15	61	19	14	15	16	64
매출액	228.4	226.0	248.9	258.6	961.9	233.0	247.9	252.0	270.8	1,003.8
YOY	-4.1%	-14.2%	2.7%	-1.0%	-4.3%	2.0%	9.7%	1.2%	4.7%	4.4%
매출원가	132	133	152	156	573	134	143	151	164	592
매출총이익	97	93	97	102	389	99	105	101	107	412
판매비와 관리비 등	95	98	90	94	378	89	96	91	98	373
영업이익	1.3	(4.7)	7.0	7.9	11.4	9.3	9.7	9.4	9.6	38.0
YoY	-87.7%	적전	150.8%	482.8%	-63.7%	639.8%	흑전	34.3%	21.8%	233.2%
OPM	0.5%	-2.1%	2.8%	3.1%	1.2%	4.0%	3.9%	3.7%	3.5%	3.8%

자료: 키움증권 리서치센터

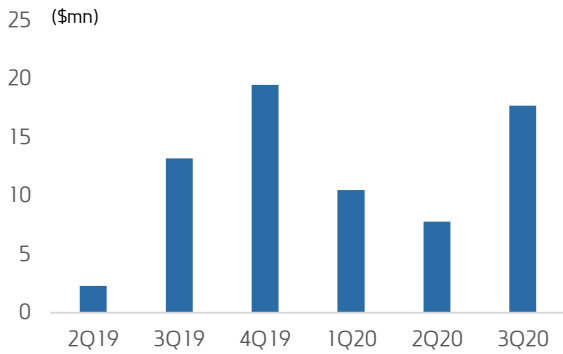
목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	8,060	Fw12M EBITDA* 상위 제약사 FW12M EV/EBITDA 30% 할인 적용
② 비영업가치	9,023	
한올바이오파마 지분 가치	5,308	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(29.7%) 적용
HL036 안구건조증	3,714	대웅제약 배분율 50%, 성공확률 70% 가정
③ 순차입금	3,849	
④ 유통 주식 수	10,763	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	13,233	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	123,000	

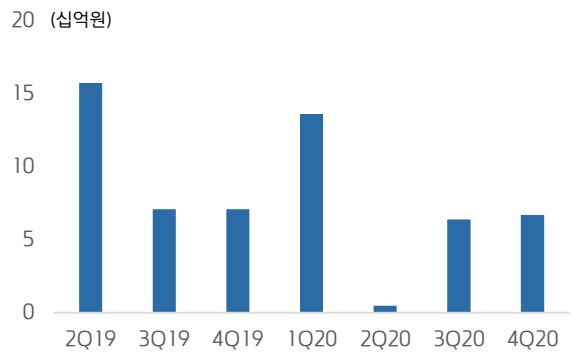
주 : 상위제약사는 유한양행, 녹십자, 동아에스티, 종근당
 자료: 키움증권 리서치센터

에볼루스의 나보타 미국 매출 추이



자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

대웅제약의 나보타 수출 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	943.5	1,005.2	961.9	1,003.7	1,043.5
매출원가	585.8	591.6	572.8	592.2	608.0
매출총이익	357.7	413.6	389.1	411.5	435.5
판관비	323.9	382.2	377.7	373.5	387.9
영업이익	33.8	31.4	11.4	38.0	47.7
EBITDA	76.0	63.2	44.4	67.7	76.3
영업외손익	-18.0	-15.0	-19.4	-12.8	-12.0
이자수익	0.5	0.9	3.3	3.9	4.7
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
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-10.7	-7.6	-11.1	-5.1	-5.1
법인세차감전이익	15.8	16.4	-8.0	25.3	35.6
법인세비용	14.3	-3.8	-2.2	6.8	9.6
계속사업순손익	1.5	20.2	-5.8	18.4	26.0
당기순이익	1.5	20.2	-5.8	18.4	26.0
지배주주순이익	1.5	20.2	-5.8	18.4	26.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	8.9	6.5	-4.3	4.3	4.0
영업이익 증감율	-24.3	-7.1	-63.7	233.3	25.5
EBITDA 증감율	-0.6	-16.8	-29.7	52.5	12.7
지배주주순이익 증감율	-95.9	1,246.7	-128.7	-417.2	41.3
EPS 증감율	-96.0	1,265.6	적전	흑전	41.1
매출총이익율(%)	37.9	41.1	40.5	41.0	41.7
영업이익률(%)	3.6	3.1	1.2	3.8	4.6
EBITDA Margin(%)	8.1	6.3	4.6	6.7	7.3
지배주주순이익률(%)	0.2	2.0	-0.6	1.8	2.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	382.9	383.7	501.6	546.5	598.1
현금 및 현금성자산	34.8	19.7	150.9	179.0	211.4
단기금융자산	5.5	8.5	10.6	12.9	15.8
매출채권 및 기타채권	177.6	200.9	192.2	200.6	208.5
재고자산	154.7	146.1	139.8	145.8	151.6
기타유동자산	10.3	8.5	8.2	8.2	10.8
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	1,188.1	1,206.6	1,232.7
유동부채	340.4	232.5	232.8	239.1	245.5
매입채무 및 기타채무	104.1	119.4	119.6	126.0	132.4
단기금융부채	202.4	94.8	94.8	94.8	94.8
기타유동부채	33.9	18.3	18.4	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	647.2	653.6	660.0
지배지분	538.4	553.0	540.9	553.0	572.7
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	462.5	474.5	494.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	538.4	553.0	540.9	553.0	572.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	53.8	38.0	53.5	51.4	58.7
당기순이익	1.5	20.2	-5.8	18.4	26.0
비현금항목의 가감	89.9	56.9	50.9	55.9	56.9
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	17.9	26.2	28.2
영업활동자산부채증감	-22.2	-9.3	15.6	-7.5	-6.8
매출채권및기타채권의감소	-24.8	-22.3	8.7	-8.4	-8.0
재고자산의감소	0.5	2.3	6.3	-6.1	-5.8
매입채무및기타채무의증가	-0.3	18.1	0.3	6.3	6.4
기타	2.4	-7.4	0.3	0.7	0.6
기타현금흐름	-15.4	-29.8	-7.2	-15.4	-17.4
투자활동 현금흐름	-54.3	-48.2	-9.1	-9.7	-12.8
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	-2.3	-3.0	-6.0
기타	-2.0	-3.6	-3.6	-3.5	-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	131.2	28.1	32.4
기초현금 및 현금성자산	42.2	34.8	19.7	150.9	179.0
기말현금 및 현금성자산	34.8	19.7	150.9	179.0	211.4

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	128	1,746	-504	1,591	2,245
BPS	46,465	47,727	46,680	47,727	49,428
CFPS	7,887	6,654	3,885	6,418	7,159
DPS	600	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	1,474.5	78.8	-	60.1	42.6
PER(최고)	1,779.5	124.3	-	-	-
PER(최저)	1,032.5	73.3	-	-	-
PBR	4.06	2.88	2.05	2.01	1.94
PBR(최고)	4.90	4.55	3.49	-	-
PBR(최저)	2.84	2.68	1.35	-	-
PSR	2.31	1.58	1.15	1.10	1.06
PCFR	23.9	20.7	24.6	14.9	13.4
EV/EBITDA	33.2	30.9	32.3	20.7	17.9
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	418.1	30.6	-110.7	35.0	24.8
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6
ROA	0.1	1.9	-0.5	1.5	2.1
ROE	0.3	3.7	-1.1	3.4	4.6
ROIC	-0.2	4.3	1.4	4.9	6.4
매출채권회전율	5.7	5.3	4.9	5.1	5.1
재고자산회전율	6.0	6.7	6.7	7.0	7.0
부채비율	99.9	98.9	119.7	118.2	115.2
순차입금비율	62.9	64.5	59.8	52.8	44.3
이자보상배율	3.8	3.2	0.9	3.0	3.8
총차입금	381.9	387.1	487.1	487.1	487.1
순차입금	338.6	356.8	323.3	292.2	253.8
NOPLAT	76.0	63.2	44.4	67.7	76.3
FCF	-27.7	9.7	56.9	49.9	56.7

Compliance Notice

- 당사는 11월 25일 현재 '대응제약' 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

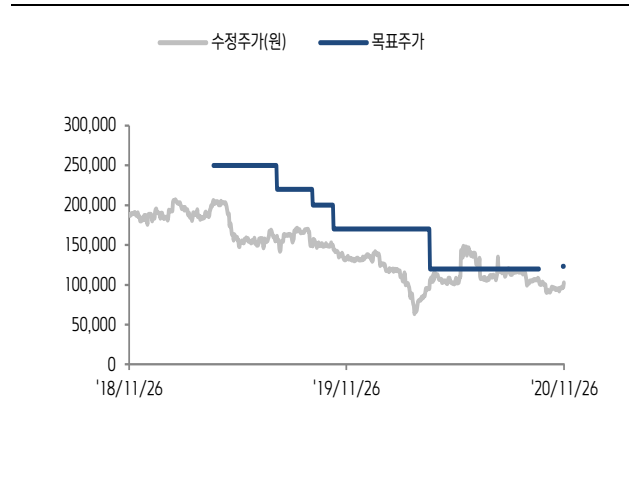
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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
대응제약	2019-04-16	Buy (Maintain)	250,000원	6개월	-32.61	-17.60
(069620)	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	-30.44	-15.00
	2020-04-14	Buy (Upgrade)	120,000원	6개월	-4.34	23.75
	2020-11-26	Buy (Reinitiate)	123,000원	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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%