



BUY(Maintain)

목표주가: 180,000원

주가(4/9): 131,000원

시가총액: 15,178억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/9)	3,131.88pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	275,500 원	90,400원
등락률	-52.5%	44.9%
수익률	절대	상대
1M	5.2%	2.6%
6M	21.3%	-6.9%
1Y	37.7%	-18.2%

Company Data

발행주식수	11,587 천주
일평균 거래량(3M)	154천주
외국인 지분율	4.9%
배당수익률(20E)	0.4%
BPS(20E)	49,716원
주요 주주	대웅 외 5 인
	57.2%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	943.5	1,005.2	944.8	997.1
영업이익	33.8	31.4	12.6	44.0
EBITDA	76.0	63.2	45.6	76.3
세전이익	15.8	16.4	-7.8	31.9
순이익	1.5	20.2	3.1	24.9
자체주주지분순이익	1.5	20.2	3.1	24.9
EPS(원)	128	1,746	271	2,150
증감률(% YoY)	-96.0	1,265.6	-84.5	693.5
PER(배)	1,474.5	78.8	609.1	60.9
PBR(배)	4.06	2.88	3.32	2.56
EV/EBITDA(배)	33.2	30.9	49.8	24.2
영업이익률(%)	3.6	3.1	1.3	4.4
ROE(%)	0.3	3.7	0.6	4.3
순차입금비율(%)	62.9	64.5	62.9	55.8

자료: 키움증권

Price Trend

 실적 Preview

대웅제약 (069620)

기나긴 터널이 끝나고, 이제 턴어라운드 시작



1분기 실적은 소송 비용 감소 등으로 시장 기대치를 상회할 것으로 예상됩니다. 위식도역류질환 신약 펙수프라잔의 기술 수출 계약금 68억원이 1분기 일시 반영된다면 개선 폭은 더 클 수 있습니다. 올해는 본격적인 소송 비용 감소로 안정적인 실적 턴어라운드가 예상됩니다.

>>> 1분기 이익, 컨센서스 상회 전망

1분기 매출액 2,378억원(YoY +4%), 영업이익 120억원(YoY +860%, OPM 5%)으로 매출액은 시장 컨센서스에 부합, 영업이익은 컨센서스를 43% 상회할 것으로 예상된다. 국내 나보타 매출은 1분기 약 74억원(+395%), 올메텍 88억원(+28%) 등의 성장으로 전문의약품(ETC) 매출 1,805억원(+10%) 성장이 전망된다. 일반의약품(OTC)은 코로나19 여파 지속되며 276억원(+6%)으로 소폭 성장이 전망된다. 소송 비용이 1Q20 137억원으로 수익성 훼손에 가장 큰 영향을 미쳤으나, 1Q21에는 약 30억원 발생 할 것으로 예상된다는 점 또한 긍정적이다. 지난 3월 위식도역류질환 치료제 신약 펙수프라잔이 중국 1위 양쯔강의약 그룹 소화기 전문 자회사 상해하이니에 선수급 68억원 최대 약 3,800억원에 기술이전 계약을 하였다. 계약금(68억원)이 1분기에 일시 반영된다면 실적 개선 폭이 더욱 클 것으로 예상된다. 일시 반영될지 분할 인식될지 현재로선 알 수 없어 추정 실적에 기술 수출 계약금은 미 반영하였다.

>>> 기나긴 나보타 소송 불확실성 해소

지난 2/19일 메디톡스/앨러간 vs 에볼루스 보톡스 소송 합의되어 국내 21개월 간 판매 금지하는 대신 '22.9월까지 일정 로열티를 제공하기로 하며 미국 수출이 가능해졌다. 미국향 수출 금지 불확실성 해소 뿐만 아니라 소송 비용 또한 지난해 약 350억원이 발생하였으나 올해부터는 50억원 미만으로 소송 비용 감소가 전망된다.

>>> 올해는 턴어라운드 '22년에는 본격 실적 개선 기대

소송 비용 감소에 따른 수익성 개선으로 올해 실적은 턴어라운드가 예상되며, '22년부터는 신약 출시 및 로열티 지급 감소로 본격적인 수익성 개선이 기대된다. 소송 불확실성 해소되었고, 추후 실적 개선이 기대됨에 따라 상위 제약사 대비 밸류에이션 할인(EV/EBITDA에 30% 적용)을 제거하였다. 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 18만원으로 상향한다. '22년초 나보타 유럽 출시가 전망되며, '22.9월 이후로는 미국 판매분의 로열티 지급도 중단된다. 이 밖에도 올해 3분기 위식도역류질환 펙수프라잔 국내 승인 받고, '22년 상반기 출시 가능할 것으로 보인다. 동사는 과거 PPI제제 알비스가 NDMA 사태로 판매중지되기 이전 연간 약 600억원씩 판매하던 블록버스터급 복합개량신약으로 소화기 계 유통/영업망을 보유하고 있다. 펙수프라잔은 P-CAB 기전의 고마진 신약으로 경쟁 약물로는 종근당의 케이캡('19년 약 700억원)이 있다.

실적 세부 내역 1

구 분	1Q21E	컨센서스	차이	2021E	(단위, 십억원)	
					컨센서스	차이
매출액	237.8	238.9	0%	997.1	1,002.1	-0.5%
yoy	4.1%	4.6%		5.5%	6.1%	
영업이익	12.0	8.4	43%	44.0	45.4	-3.0%
yoy	859.7%	571.5%		248.8%	259.6%	
OPM	5.0%	3.5%		4.4%	4.5%	
순이익	7.4	3.1	140%	24.9	31.4	-20.7%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 추정 내역 2

구 분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	(단위, 십억원)				
						1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E
I. ETC	164	185	194	188	730	180	192	195	201	768
II. OTC	26	30	29	28	113	28	31	31	32	121
III. 수출	16	4	10	14	45	12	12	11	13	48
나보타	14	1	6	9	30	8	8	8	8	31
V. 수탁 외	23	8	16	11	57	18	13	14	14	60
매출액	228.4	226.0	248.9	241.5	944.8	237.8	248.0	251.1	260.2	997.1
YOY	-4.1%	-14.2%	2.7%	-7.5%	-6.0%	4.1%	9.7%	0.9%	7.7%	5.5%
매출원가	132	133	152	138	555	135	143	150	147	575
매출총이익	97	93	97	103	390	103	105	101	113	422
판매비와 관리비 등	95	98	90	94	377	91	95	91	101	378
영업이익	1.3	(4.7)	7.0	9.1	12.6	12.0	10.0	10.1	11.9	44.0
YoY	-87.7%	적전	150.8%	571.9%	-59.9%	859.7%	흑전	43.2%	31.3%	248.8%
OPM	0.5%	-2.1%	2.8%	3.8%	1.3%	5.0%	4.0%	4.0%	4.6%	4.4%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 내역

구 分	가치 산정	(단위, 억원, 천 주)	
		비 고	
① 영업가치	15,099	Fw 12M EBITDA*	상위 제약사 FW 12M EV/EBITDA 적용
② 비영업가치	7,810		
한울바이오파마 지분 가치	4,095	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(29.7%)	적용
HL036 안구건조증	3,714	대웅제약 배분율 50%, 성공확률 70% 가정	
③ 순차입금	3,622		
④ 유통 주식 수	10,763		
⑤ 기업가치(=①+②-③)	19,287		
⑥ 목표주가(=⑤/④)	180,000		

상위제약사: 녹십자, 유한양행, 동아에스티, 종근당

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 별도	(단위 : 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	943.5	1,005.2	944.8	997.1	1,046.8
매출원가	585.8	591.6	554.7	574.9	592.1
매출총이익	357.7	413.6	390.0	422.1	454.6
판관비	323.9	382.2	377.4	378.1	396.5
영업이익	33.8	31.4	12.6	44.0	58.1
EBITDA	76.0	63.2	45.6	76.3	87.6
영업외손익	-18.0	-15.0	-20.4	-12.1	-12.3
이자수익	0.5	0.9	1.5	2.1	2.9
이자비용	8.9	10.0	10.0	10.0	10.0
외환관련이익	3.1	5.7	5.3	4.7	4.7
외환관련손실	2.0	4.0	12.0	3.7	3.7
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-10.7	-7.6	-5.2	-5.2	-6.2
법인세차감전이익	15.8	16.4	-7.8	31.9	45.8
법인세비용	14.3	-3.8	-10.9	7.0	10.1
계속사업순손익	1.5	20.2	3.1	24.9	35.8
당기순이익	1.5	20.2	3.1	24.9	35.8
지배주주순이익	1.5	20.2	3.1	24.9	35.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	8.9	6.5	-6.0	5.5	5.0
영업이익 증감율	-24.3	-7.1	-59.9	249.2	32.0
EBITDA 증감율	-0.6	-16.8	-27.8	67.3	14.8
지배주주순이익 증감율	-95.9	1,246.7	-84.7	703.2	43.8
EPS 증감율	-96.0	1,265.6	-84.5	693.5	43.5
매출총이익률(%)	37.9	41.1	41.3	42.3	43.4
영업이익률(%)	3.6	3.1	1.3	4.4	5.6
EBITDA Margin(%)	8.1	6.3	4.8	7.7	8.4
지배주주순이익률(%)	0.2	2.0	0.3	2.5	3.4

현금흐름표

12 월 결산, IFRS 별도	(단위 : 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	53.8	38.0	98.4	61.4	71.5
당기순이익	1.5	20.2	3.1	24.9	35.8
비현금항목의 가감	89.9	56.0	64.8	54.7	54.1
유형자산감가상각비	35.6	24.7	25.8	24.2	22.0
무형자산감가상각비	6.6	7.0	7.2	8.1	7.5
지분법평가손익	-2.4	-4.3	-5.1	0.0	0.0
기타	50.1	28.6	36.9	22.4	24.6
영업활동자산부채증감	-22.2	-8.4	41.1	-3.3	-1.3
매출채권및기타채권의감소	-24.8	-22.3	58.1	-7.6	-7.2
재고자산의감소	0.5	3.1	-6.8	-7.8	-7.4
매입채무및기타채무의증가	-0.3	18.1	6.7	12.3	13.4
기타	2.4	-7.3	-16.9	-0.2	-0.1
기타현금흐름	-15.4	-29.8	-10.6	-14.9	-17.1
투자활동 현금흐름	-54.3	-48.2	-136.4	-12.9	-18.7
유형자산의 취득	-52.7	-19.1	-21.1	0.0	0.0
유형자산의 처분	5.2	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.6	-20.1	-25.9	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-2.4	-3.5	-84.0	-15.5	-15.5
단기금융자산의감소(증가)	-3.0	-2.0	-13.5	-5.5	-11.3
기타	-2.0	-3.6	8.1	8.1	8.1
재무활동 현금흐름	-7.0	-5.1	70.4	-7.5	-7.7
차입금의 증가(감소)	-0.8	1.9	47.7	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	29.9	0.0	0.0
배당금지급	-6.2	-6.2	-6.2	-6.5	-6.6
기타	0.0	-0.8	-1.0	-1.0	-1.1
기타현금흐름	0.1	0.3	0.1	-15.3	-15.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-7.4	-15.1	32.4	25.7	29.8
기초현금 및 현금성자산	42.2	34.8	19.7	52.1	77.8
기말현금 및 현금성자산	34.8	19.7	52.1	77.8	107.7

자료 : 키움증권

재무상태표

12 월 결산, IFRS 별도	(단위 : 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	382.9	383.7	374.9	421.5	477.3
현금 및 현금성자산	34.8	19.7	52.1	77.8	107.7
단기금융자산	5.5	8.5	10.6	24.1	29.6
매출채권 및 기타채권	177.6	200.9	137.5	145.1	152.4
재고자산	154.7	146.1	141.5	149.3	156.7
기타유동자산	10.3	8.5	33.2	25.2	30.9
비유동자산	693.4	716.3	811.9	795.0	781.0
투자자산	191	193	197	281	296
유형자산	314.7	306.0	304.5	280.3	258.2
무형자산	71.5	92.1	102.9	94.8	87.4
기타비유동자산	116.2	124.8	207.6	139.0	139.1
자산총계	1,076.3	1,100.0	1,186.7	1,216.6	1,258.3
유동부채	340.4	232.5	291.3	303.6	317.0
매입채무 및 기타채무	104.1	119.4	126.3	138.6	152.0
단기금융부채	202.4	94.8	142.5	142.5	142.5
기타유동부채	33.9	18.3	22.5	22.5	22.5
비유동부채	197.6	314.5	319.4	319.4	319.4
장기금융부채	179.5	292.3	295.9	295.9	295.9
기타비유동부채	18.1	22.2	23.5	23.5	23.5
부채총계	537.9	547.0	610.7	623.0	636.4
자본지분	538.4	553.0	576.0	593.5	621.8
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	100.4	100.4	111.2	111.2	111.2
기타자본	-44.8	-44.4	-28.3	-28.3	-28.3
기타포괄손익누계액	-6.9	-6.8	-7.5	-8.3	-9.1
이익잉여금	460.7	474.8	471.7	490.0	519.1
비자본지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	538.4	553.0	576.0	593.5	621.8
투자지표					(단위 : 원, %, 배)
12 월 결산, IFRS 별도	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	128	1,746	271	2,150	3,086
BPS	46,465	47,727	49,716	51,225	53,669
CFPS	7,887	6,583	5,862	6,871	7,759
DPS	600	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	1,474.5	78.8	609.1	60.9	42.5
PER(최고)	1,779.5	124.3	1,057.6		
PER(최저)	1,032.5	73.3	233.3		
PBR	4.06	2.88	3.32	2.56	2.44
PBR(최고)	4.90	4.55	5.76		
PBR(최저)	2.84	2.68	1.27		
PSR	2.31	1.58	2.02	1.52	1.45
PCFR	23.9	20.9	28.1	19.1	16.9
EV/EBITDA	33.2	30.9	49.8	24.2	20.6
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	418.1	30.6	205.7	26.7	18.6
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
ROA	0.1	1.9	0.3	2.1	2.9
ROE	0.3	3.7	0.6	4.3	5.9
ROIC	-0.2	4.3	-2.5	6.2	8.6
매출채권회전율	5.7	5.3	5.6	7.1	7.0
재고자산회전율	6.0	6.7	6.6	6.9	6.8
부채비율	99.9	98.9	106.0	105.0	102.3
순차입금비율	62.9	64.5	62.9	55.8	46.6
이자보상배율	3.8	3.2	1.3	4.4	5.8
총차입금	381.9	387.1	438.4	438.4	438.4
순차입금	338.6	356.8	362.2	330.9	289.8
EBITDA	76.0	63.2	45.6	76.3	87.6
FCF	-27.7	10.5	12.4	63.4	73.6

Compliance Notice

- 당사는 4월 9일 현재 '대웅제약(069620)' 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 권리의 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

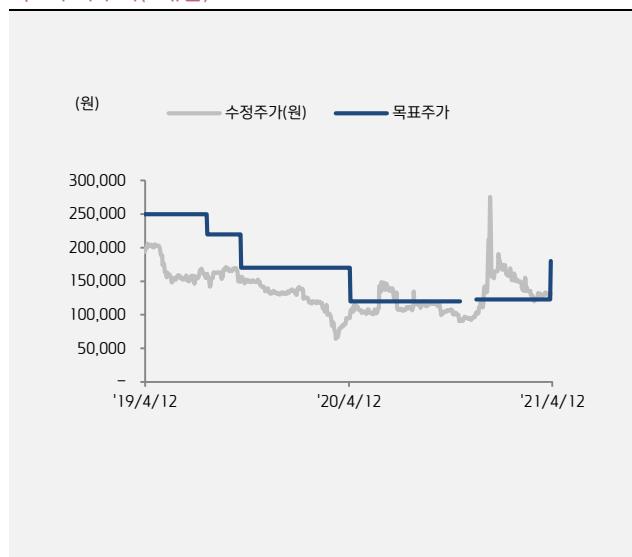
고지사항

- 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 일제의 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.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점		괴리율(%)	
				평균주가대비	최고주가대비	평균주가대비	최고주가대비
대웅제약 (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	-30.44	-15.00	
	2020-04-14	Buy (Upgrade)	120,000원	6개월	-4.34	23.75	
	2020-11-26	Buy (Reinitiate)	123,000원	6개월	18.71	123.98	
	2021-04-12	Buy (Maintain)	180,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%