



# Buy (Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(07/06): 169,500원

시가총액: 19,639억 원

## 제약바이오

Analyst **허혜민**

02) 3787-4912, [hyemin@kiwoom.com](mailto:hyemin@kiwoom.com)

### Stock Data

KOSPI (07/06)		3,305.21pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	275,500원	90,400원
등락률	-38.5%	87.5%
수익률	절대	상대
1M	5.6%	3.5%
6M	-7.9%	-17.3%
1Y	27.0%	-16.0%

### Company Data

발행주식수	11,587 천주
일평균 거래량(3M)	121천주
외국인 지분율	5.5%
배당수익률(2021E)	0.3%
BPS(2021E)	49,854원
주요 주주	대용 외 5 인 57.2%

### 투자지표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,005.2	944.8	1,005.8	1,082.7
영업이익	31.4	12.6	64.3	90.0
EBITDA	63.2	45.6	96.6	119.5
세전이익	16.4	-7.8	10.9	77.7
순이익	20.2	3.1	9.0	60.6
지배주주지분순이익	20.2	3.1	9.0	60.6
EPS(원)	1,746	271	779	5,230
증감률(% YoY)	1,265.6	-84.5	187.6	571.1
PER(배)	78.8	609.1	222.7	33.2
PBR(배)	2.88	3.32	3.48	3.19
EV/EBITDA(배)	30.9	49.8	24.4	19.2
영업이익률(%)	3.1	1.3	6.4	8.3
ROE(%)	3.7	0.6	1.6	10.0
순차입금비율(%)	64.5	62.9	60.4	45.8

자료: 키움증권

### Price Trend



# 대웅제약 (069620)

## 2분기도 호실적 예상



2분기 실적은 고마진의 나보타 미국향 수출 물량에 캐나다향 물량이 추가되며 시장 기대치를 상회할 것으로 예상됩니다. 연말 펙수프라잔 국내 승인, '22년 펙수프라잔 출시 및 나보타 유럽 출시, '22년말 펙수프라잔 위염 적응증 추가, '23년 SGLT2 당뇨 신약 출시 등 고마진의 자체 신약 출시가 지속되고, 판매 지역 확대가 예상되어 구조적 실적 개선세 돌입이 예상됩니다.

### >>> 2분기 컨센서스 상회 전망

2분기 매출액 2,545억원(YoY +13%), 영업이익 183억원(YoY 흑전)으로 매출액은 컨센서스에 부합하고, **이익은 시장 기대치보다 +28% 상회할 것으로** 전망된다. 소송 이슈 마무리되며 비용 정산으로 인하여 **소송비용이 1분기(약 30억원) 보다 증가할 것으로** 보이나, **나보타 수출 확대 및 펙수프라잔 기술이전 관련 계약금이 뉴로가스트릭사의 지분가치 만큼 인식되는 등**으로 이를 상쇄할 것으로 예상된다.

나보타 국내 91억원(+79%), 해외 132억원(+2,539%)으로 나보타 합산 223억원(YoY +298%)으로 수익성 개선에 기여할 것으로 예상된다. 미국 안면 미용 특신 업황 개선으로 미국향 수출 증가하였고, 캐나다향 수출 선적이 추가되며 호실적이 예상된다. 나보타를 포함한 전문의약품(ETC) 사업부 또한 회복세로 접어들며 1,995억원(+8%)이 예상된다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 22만원 상향

**올해에는 소송 비용 감소, ETC와 나보타의 성장으로 실적 턴어라운드**가 예상된다. **다만, '22년에는 수익성 개선이 본격화** 될 것으로 보인다. 나보타 유럽 허가 승인은 받아 놓은 상태이나, 코로나19 여파로 **'22년 상반기 발매**할 것으로 전망된다. 나보타 중국 지역 임상은 올해 완료하여 '22년 BLA 제출 예정으로 점차 나보타 판매 국가 확대가 예상된다.

고마진의 역류성식도염 치료제 자체 신약 **펙수프라잔 또한 올해말 승인 받아 내년 출시** 및 '22년말 위염 적응증 확대로 타겟 시장 확대할 수 있을 것으로 기대한다. '23년 자체 당뇨 신약 SGLT2 출시로 점차 고마진의 자체 제품 출시 및 매출 확대에 의한 수익성 개선이 지속될 것으로 예상된다.

코로나 치료제는 3분기내 2상 결과 발표가 예상되며, 하반기에는 코로나치료제 3상 진입으로 인한 연구개발비용 자산화로 R&D 비용 부담이 줄어들 것으로 보인다. 실적 상향 및 펙수프라잔 신약가치 반영하여 동사에 대한 목표주가 19만원에서 22만원으로 상향하며 투자의견 BUY 유지한다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구분	1Q21	2Q21E	컨센서스	차이	2021E	컨센서스	차이
매출액	241.7	254.5	253.4	0%	1,005.8	1,019.0	-1.3%
yoy	5.8%	12.6%	12.1%		6.5%	7.9%	
영업이익	20.2	18.3	14.3	28%	64.3	62.5	2.9%
yoy	1514.0%	흑전	흑전		409.6%	395.0%	
OPM	8.4%	7.2%	5.6%		6.4%	6.1%	
순이익	13.4	10.1	9.9	2%	9.0	12.6	-28.3%

자료: 키움증권 리서치센터

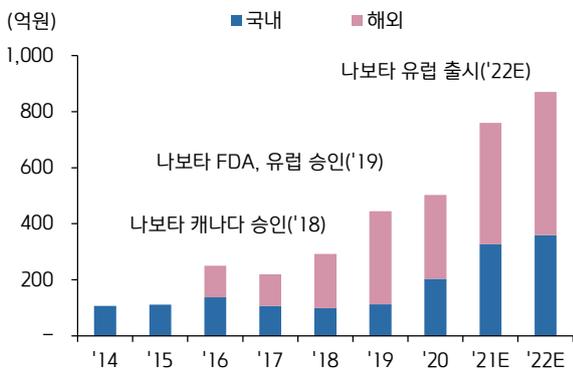
실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E
I. ETC	164	185	194	188	730	189	200	202	204	794
II. OTC	26	30	29	28	113	26	30	30	31	117
III. 수출	16	4	10	14	45	18	18	14	11	60
나보타	14	1	6	9	30	8	13	10	12	43
V. 수탁 외	23	8	16	11	57	9	8	8	9	34
매출액	228.4	226.0	248.9	241.5	944.8	241.7	254.5	254.6	255.0	1,005.8
YOY	-4.1%	-14.2%	2.7%	-7.5%	-6.0%	5.8%	12.6%	2.3%	5.6%	6.5%
매출원가	132	133	152	138	555	130	134	152	144	560
매출총이익	97	93	97	103	390	111	121	103	111	446
판매비와 관리비 등	95	98	90	94	377	91	102	89	99	382
영업이익	1.3	(4.7)	7.0	9.1	12.6	20.2	18.3	13.5	12.3	64.3
YoY	-87.7%	적전	150.8%	571.9%	-59.9%	1514.0%	흑전	92.3%	35.3%	409.6%
OPM	0.5%	-2.1%	2.8%	3.8%	1.3%	8.4%	7.2%	5.3%	4.8%	6.4%

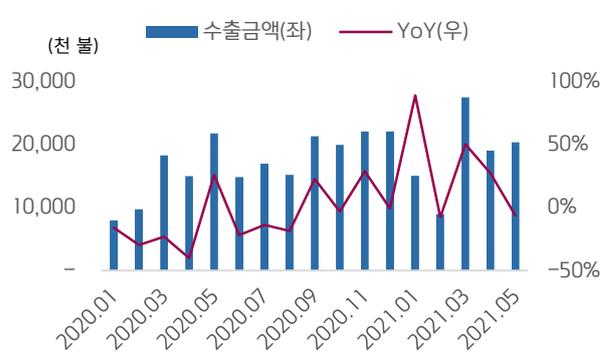
자료: 키움증권 리서치센터

나보타 매출 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

보툴리눔 독신 수출 데이터



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	16,473	17 Fw12M EBITDA* 상위 제약사 FW12M EV/EBITDA 적용
② 비영업가치	10,355	
한올바이오파마 지분 가치	3,474	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(29.7%) 적용
HL036 안구건조증	1,587	대웅제약 배분율 50%, 성공확율 70% 가정
펙수프라잔	5,294	
③ 순차입금	3,374	
④ 유통 주식 수	10,763	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	23,454	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	220,000	

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

펙수프라잔 신약가치

(\$ mn)

(단위 \$ mn)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	...	2032E
Target Market(GERD)	4,900	4,812	4,725	4,640	4,557		4,103
YOY		-2%	-2%	-2%	-2%		-1%
펙수프라잔 개발 일정			3 상 진입				
펙수프라잔 M/S							23%
펙수프라잔 Sales							944
마일스톤	430				22		
로열티	15%						142
펙수프라잔 매출액(억원)					226		1,486
FCF(억원)					181	...	1,189
NPV	4,640						
PV of Terminal Value	5,560						
NPV 합산 가치	10,200						
<b>rNPV 합산 가치(억원)</b>	<b>5,294</b>						

주: 환율 1,050원, 세율 20%, 성공확율 52%, WACC 8%, 영구성장율 -1%  
 자료: 키움증권 리서치센터

대웅제약 파이프라인 현황

프로젝트명	적응증	Pre	1상	2상	3상	NDA	파트너	비고
Fexuprazan	위식도역류질환							합성신약
Nabota	미간주름(미국, 유럽)							바이오신약
Novosis	척추 융합 의료기기							바이오신약
Enavogiflozin	SGLT2 당뇨병						GC녹십자	합성신약
DWJ1248	코로나(한국, 멕시코)							합성신약
DWP16001	당뇨병							합성신약
HL306	안구건조증						한올바이오파마	바이오신약
DWP305401	염증성 대장염						브릿지바이오	합성신약
DWJ209	항성유화							합성신약
Regenerative Medicine	크론병							바이오신약
DWP706	각막손상							줄기세포치료제
DWP708	ERSE(피부 부작용)							줄기세포치료제
DWN12088	특별성폐섬유증						바이오콘, TGA	합성신약
DWP17061	골관절염 통증						TGA	합성신약
DWRX003	코로나(한국, 인도)						대웅테라퓨틱스	합성신약
DWP208	암성/신경병성통증							합성신약
Regenerative Medicine	류마티스 관절염							바이오신약
DWP10	COVID-19 급성호흡곤란증후군							줄기세포치료제
DWP212525	자가면역질환							합성신약
DWP213388	자가면역질환							합성신약
DWJ306	비만							합성신약
DWJ219	수술 후 통증							합성신약
DWP457	지속형 인슐린							바이오신약
Regenerative Medicine	퇴행성 관절염 치매							바이오신약
DWP820S001	알츠하이머							줄기세포치료제
DWP820S002	뇌졸중 치료제							줄기세포치료제
DWP820S009	급성중증췌장염							줄기세포치료제

자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	1,005.2	944.8	1,005.8	1,082.7	1,167.3
매출원가	591.6	554.7	559.6	595.9	622.3
매출총이익	413.6	390.0	446.2	486.8	545.0
판관비	382.2	377.4	381.8	396.8	427.1
<b>영업이익</b>	31.4	12.6	64.3	90.0	117.9
<b>EBITDA</b>	63.2	45.6	96.6	119.5	144.4
영업외손익	-15.0	-20.4	-53.5	-12.3	-10.7
이자수익	0.9	1.5	1.8	2.9	4.5
이자비용	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
외환관련이익	5.7	5.3	4.7	4.7	4.7
외환관련손실	4.0	12.0	3.7	3.7	3.7
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-7.6	-5.2	-46.3	-6.2	-6.2
<b>법인세차감전이익</b>	16.4	-7.8	10.9	77.7	107.2
법인세비용	-3.8	-10.9	1.8	17.1	23.6
계속사업순손익	20.2	3.1	9.0	60.6	83.6
<b>당기순이익</b>	20.2	3.1	9.0	60.6	83.6
<b>지배주주순이익</b>	20.2	3.1	9.0	60.6	83.6
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	6.5	-6.0	6.5	7.6	7.8
영업이익 증감율	-7.1	-59.9	410.3	40.0	31.0
EBITDA 증감율	-16.9	-27.8	111.8	23.7	20.8
지배주주순이익 증감율	1,263.7	-84.7	190.3	573.3	38.0
EPS 증감율	1,265.6	-84.5	187.6	571.1	37.9
매출총이익율(%)	41.1	41.3	44.4	45.0	46.7
영업이익률(%)	3.1	1.3	6.4	8.3	10.1
EBITDA Margin(%)	6.3	4.8	9.6	11.0	12.4
지배주주순이익률(%)	2.0	0.3	0.9	5.6	7.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	383.7	374.9	406.2	488.7	593.0
현금 및 현금성자산	19.7	52.1	59.9	108.4	173.5
단기금융자산	5.5	8.5	10.6	24.1	29.6
매출채권 및 기타채권	200.9	137.5	146.4	157.6	169.9
재고자산	146.1	141.5	150.6	162.1	174.8
기타유동자산	11.5	35.3	38.8	36.5	45.2
<b>비유동자산</b>	716.3	811.9	795.0	781.0	769.9
투자자산	191	193	197	281	296
유형자산	306.0	304.5	280.3	258.2	238.6
무형자산	92.1	102.9	94.8	87.4	80.5
기타비유동자산	127.2	211.1	223.0	154.5	154.5
<b>자산총계</b>	1,100.0	1,186.7	1,201.2	1,269.6	1,362.9
<b>유동부채</b>	232.5	291.3	304.2	319.4	336.6
매입채무 및 기타채무	119.4	126.3	139.2	154.4	171.5
단기금융부채	94.8	142.5	142.5	142.5	142.5
기타유동부채	18.3	22.5	22.5	22.5	22.6
<b>비유동부채</b>	314.5	319.4	319.4	319.4	319.4
장기금융부채	292.3	295.9	295.9	295.9	295.9
기타비유동부채	22.2	23.5	23.5	23.5	23.5
<b>부채총계</b>	547.0	610.7	623.6	638.8	656.0
<b>지배지분</b>	553.0	576.0	577.6	630.8	707.0
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	100.4	111.2	111.2	111.2	111.2
기타자본	-44.4	-28.3	-28.3	-28.3	-28.3
기타포괄손익누계액	-6.8	-7.5	-8.3	-9.1	-9.9
이익잉여금	474.8	471.7	474.1	528.1	605.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	553.0	576.0	577.6	630.8	707.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	38.0	98.4	43.6	90.1	109.7
당기순이익	20.2	3.1	9.0	60.6	83.6
비현금항목의 가감	56.0	64.8	49.9	61.1	63.1
유형자산감가상각비	24.7	25.8	24.2	22.0	19.6
무형자산감가상각비	7.0	7.2	8.1	7.5	6.9
지분법평가손익	-4.3	-5.1	0.0	0.0	0.0
기타	28.6	36.9	17.6	31.6	36.6
영업활동자산부채증감	-8.4	41.1	-5.3	-7.5	-7.8
매출채권및기타채권의감소	-22.3	58.1	-8.9	-11.2	-12.3
재고자산의감소	3.1	-6.8	-9.1	-11.5	-12.7
매입채무및기타채무의증가	18.1	6.7	12.9	15.2	17.1
기타	-7.3	-16.9	-0.2	0.0	0.1
기타현금흐름	-29.8	-10.6	-10.0	-24.1	-29.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-48.2	-136.4	-12.9	-18.7	-21.7
유형자산의 취득	-19.1	-21.1	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-20.1	-25.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-3.5	-84.0	-15.5	-15.5	-15.5
단기금융자산의감소(증가)	-2.0	-13.5	-5.5	-11.3	-14.3
기타	-3.6	8.1	8.1	8.1	8.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	-5.1	70.4	-7.5	-7.7	-7.7
차입금의 증가(감소)	1.9	47.7	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	29.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.2	-6.2	-6.5	-6.6	-6.6
기타	-0.8	-1.0	-1.0	-1.1	-1.1
기타현금흐름	0.3	0.1	-15.3	-15.3	-15.3
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-15.1	32.4	7.8	48.5	65.1
기초현금 및 현금성자산	34.8	19.7	52.1	60.0	108.4
기말현금 및 현금성자산	19.7	52.1	60.0	108.4	173.5

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,746	271	779	5,230	7,214
BPS	47,727	49,716	49,854	54,443	61,016
CFPS	6,583	5,862	5,084	10,506	12,656
DPS	600	600	600	600	600
<b>주가배수(배)</b>					
PER	78.8	609.1	222.7	33.2	24.1
PER(최고)	124.3	1,057.6	265.7		
PER(최저)	73.3	233.3	151.4		
PBR	2.88	3.32	3.48	3.19	2.84
PBR(최고)	4.55	5.76	4.15		
PBR(최저)	2.68	1.27	2.37		
PSR	1.58	2.02	2.00	1.86	1.72
PCFR	20.9	28.1	34.1	16.5	13.7
EV/EBITDA	30.9	49.8	24.4	19.2	15.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	30.6	205.7	73.6	11.0	7.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
ROA	1.9	0.3	0.8	4.9	6.4
ROE	3.7	0.6	1.6	10.0	12.5
ROIC	4.3	-2.5	9.6	13.2	18.0
매출채권회전율	5.3	5.6	7.1	7.1	7.1
재고자산회전율	6.7	6.6	6.9	6.9	6.9
부채비율	98.9	106.0	108.0	101.3	92.8
순차입금비율	64.5	62.9	60.4	45.8	29.7
이자보상배율	3.2	1.3	6.5	9.0	11.8
총차입금	387.1	438.4	438.4	438.4	438.4
순차입금	356.8	362.2	348.8	289.1	209.7
NOPLAT	63.2	45.6	96.6	119.5	144.4
FCF	10.5	12.4	80.4	92.2	110.6

Compliance Notice

- 당사는 7월 6일 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	2019-08-01	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.15	-25.68
(069620)	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	18.53	123.98
	2021-04-12	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-21.71	-15.00
	2021-05-17	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-14.92	-6.84
	2021-07-07	Buy(Maintain)	220,000원	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 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%