



BUY(Maintain)

목표주가: 180,000원

주가(1/26): 129,500원

시가총액: 15,005억 원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/26)	2,709.24pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	185,000원	120,000원
등락률	-30.0%	7.9%
수익률	절대	상대
1M	-11.3%	-1.4%
6M	-17.0%	-1.2%
1Y	-23.4%	-11.2%

Company Data

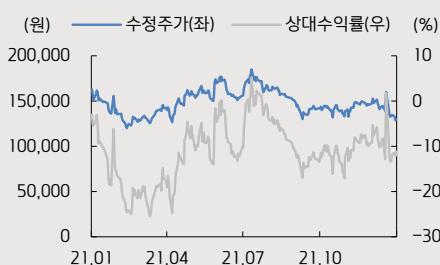
발행주식수	11,587 천주
일평균 거래량(3M)	65천주
외국인 지분율	6.1%
배당수익률(2021E)	0.4%
BPS(2021E)	51,144원
주요 주주	대웅 외 5 인
	57.2%

투자지표

(십억 원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,005.2	944.8	1,050.2	1,077.3
영업이익	31.4	12.6	95.0	112.3
EBITDA	63.2	45.6	127.3	141.8
세전이익	16.4	-7.8	31.5	93.5
순이익	20.2	3.1	24.0	72.9
자배주주지분순이익	20.2	3.1	24.0	72.9
EPS(원)	1,746	271	2,069	6,295
증감률(% YoY)	1,265.6	-84.5	663.7	204.3
PER(배)	78.8	609.1	71.5	20.6
PBR(배)	2.88	3.32	2.89	2.28
EV/EBITDA(배)	30.9	49.8	16.2	12.4
영업이익률(%)	3.1	1.3	9.0	10.4
ROE(%)	3.7	0.6	4.1	11.7
순차입금비율(%)	64.5	62.9	58.0	39.6

자료: 키움증권

Price Trend



☒ 실적 Preview

대웅제약 (069620)

수익성 개선은 지속된다



4분기 실적은 시장 기대치에 소폭 상회하는 실적이 예상됩니다. 일회성 마일스톤 유입 없이도 고마진 품목 매출 확대로 분기 영업이익 200억대 안착할 수 있을 것으로 보입니다. '22년 넥시움 판매계약 종료가 있으나, 고마진의 나보타, 펙수프라잔 등이 이를 상쇄할 것으로 보여 수익성 개선은 지속될 것으로 예상됩니다. 주가 밸류에이션 매력도 높아짐에 따라 전통제약사 내에 최선호주로 추천합니다.

>>> 200억원대 영업이익 안정화 전망

4분기 매출액 2,704억원(YoY +12%, QoQ +2%), 영업이익 242억원(YoY +166%, QoQ +1%, OPM +9%)으로 컨센서스 매출액에 부합, 영업이익은 소폭 (+5%) 상회할 것으로 예상된다. 전문의약품(ETC) 2,106억원(YoY +12%), OTC 299억원(YoY +6%), 수출 191억원(YoY +34%)이 전망된다. 전문의약품과 수출 성장이 실적 개선을 이끌 것으로 추측된다. 고마진의 나보타 '21년 매출액은 799억원(YoY +59%)으로 고성장세 지속되며 실적 개선에 기여할 것으로 보인다. 일회성 마일스톤 유입 없이도 ETC 성장 및 나보타 매출 증가 등으로 원가율 54.8%(YoY -2.5%p) 낮아지며, 매 분기 200억원대 영업이익 실현이 가능할 것으로 추정된다.

>>> 추가 마진 개선 요인: 펙수프라잔, SGLT2 당뇨 치료제

아스트라제네카와 공동판매 해왔던 위식도 역류질환 치료제 넥시움의 판매계약 종료되어, 연 매출 400~500억원 규모의 넥시움 매출 부재가 예상된다. 다만, 올해 중순 출시되는 펙수프라잔(150억원), 넥시움 제네릭 판매, 나보타 매출 증가 등으로 이를 상쇄할 것으로 전망된다. 올해 매출액은 1조 773억원(YoY +3%), 영업이익 1,123억원(YoY +18%, OPM 10%)이 될 것으로 보인다. 넥시움의 공백으로 매출 증가율은 높지 않으나, 저마진의 넥시움 판매 종료 및 고마진의 펙수프라잔, 나보타 등 수익성은 지속 개선되고 있다는 점이 긍정적이다. 나보타 관련 소송 비용 또한 급감할 것으로 전망되며, 고마진의 당뇨신약 SGLT2 억제제 이나보글리플로진은 '23년 상반기 출시, 펙수프라잔 멕시코/브라질 '24년 발매, 미국/중국은 '25년 발매 예정으로 수익성 지속 개선이 전망된다. 올해 나보타의 매출액은 1,021억원(YoY +28%) 성장이 전망된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 18만원 하향. 전통제약사 최선호

상위 제약사 EV/EBITDA 하락 및 펙수프라잔 기술이전 가치를 보수적으로 제외하면서 목표주가를 18만원으로 하향하였으나, 동사에 대한 추정치는 상향하였다. 고마진 품목의 매출 증가에 따른 수익성 개선이 지속되고 있다는 점 긍정적이며, fw12m PER 20배로 밸류에이션 매력도 높다고 판단되어 전통 제약사내 최선호주로 추천한다.

실적 세부 내역 1

구 분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	컨센서스	차이	2021E	(단위, 십억원)	
								컨센서스	차이
매출액	241.7	273.1	265.1	270.4	273.6	-1%	1,050.2	1,054.2	-0.4%
YoY	5.8%	20.8%	6.5%	12.0%	13.3%		11.2%	11.6%	
영업이익	20.2	26.7	23.9	24.2	23.1	5%	95.0	93.9	1.2%
YoY	1514.0%	흑전	240.5%	166.2%	153.9%		652.5%	643.7%	
OPM	8.4%	9.8%	9.0%	9.0%	8.4%		9.0%	8.9%	
순이익	14.5	14.5	18.3	14.4	16.5	-13%	24.0	21.2	13.1%

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역

구 분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	(단위, 십억원)	
										2022E	2022E
I. ETC	189	204	203	211	799	188	201	210	218	817	
II. OTC	26	29	30	30	115	28	31	32	32	123	
III. 수출	18	24	21	19	82	18	20	23	27	88	
나보타	8	14	14	13	49	15	17	18	21	72	
IV. 수탁 외	9	16	10	11	47	14	12	12	11	49	
매출액	241.7	273.1	265.1	270.4	1,050.2	247.7	265.1	276.0	288.4	1,077.3	
YOY	5.8%	20.8%	6.5%	12.0%	11.2%	2.5%	-2.9%	4.1%	6.7%	2.6%	
매출원가	130	144	146	148	568	133	144	148	157	582	
매출총이익	111	129	119	122	482	114	122	129	131	495	
판매비와 관리비 등	91	103	96	98	387	91	96	98	98	383	
영업이익	20.2	26.7	23.9	24.2	95.0	23.5	25.9	30.4	32.6	112.3	
YOY	1514.0%	흑전	240.5%	166.2%	652.5%	16.3%	-2.9%	27.0%	34.6%	18.2%	
OPM	8.4%	9.8%	9.0%	9.0%	9.0%	9.5%	9.8%	11.0%	11.3%	10.4%	

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

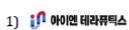
(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	19,261	Fw12M EBITDA* 상위 제약사 FW12M EV/EBITDA 적용
② 비영업가치	4,753	
한울바이오파마 지분 가치	3,166	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(29.7%) 적용
HL036 안구건조증	1,587	대웅제약 배분율 50%, 성공확률 70% 가정
③ 순차입금	3,708	
④ 유통 주식 수	11,069	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	20,307	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	180,000	

자료: 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

	연구	전임상	임상1상	임상2상	임상3상	NDA
NCEs (New Chemical Entity)	DWJ215 ¹⁾ Hearing loss	DWP212525 Pemphigus vulgaris	DWN12088 IPF	DWP305401 ²⁾ Ulcerative colitis	Enavogliflozins ³⁾ Type 2 Diabetes	Fexuprazan Erosive esophagitis
	DWJ816S001 Oncology	DWP213338 GvHD	DWP17061 ¹⁾ OA pain			
	DWJ816S002 Oncology					
Biologics	HL186 ⁴⁾ Immuno-oncology	DWP457 Long-acting Insulin	DWP706 Corneal wound	Furestem-RA ⁵⁾ RA	HL036 ⁴⁾ Dry eye syndrome	
	HL187 ⁴⁾ Immuno-oncology	DWP820S001 Dementia	Furestem ⁵⁾ Crohn disease	HL161 ⁴⁾ MG		
	DWP458 ⁵⁾ Osteoporosis	DWP820S002 Cerebellar atrophy		HL161 ⁴⁾ GO		
		DWP820S009 Severe acute pancreatitis		HL161 ⁴⁾ WAIHA		
		DWP700 Stroke				

1)  아이엔 테라퓨틱스2)  bridgebio3)  GC녹십자4)  HANALL BIOPHARMA5)  KANGATEM BIOTECH

자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 별도	(단위: 십억 원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,005.2	944.8	1,050.2	1,077.3	1,166.0
매출원가	591.6	554.7	568.0	582.0	616.7
매출총이익	413.6	390.0	482.2	495.3	549.3
판관비	382.2	377.4	387.2	382.9	414.1
영업이익	31.4	12.6	95.0	112.3	135.2
EBITDA	63.2	45.6	127.3	141.8	161.7
영업외손익	-15.0	-20.4	-63.5	-18.8	-17.1
이자수익	0.9	1.5	1.9	3.5	5.2
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
증속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-7.6	-5.2	-56.4	-13.3	-13.3
법인세차감전이익	16.4	-7.8	31.5	93.5	118.1
법인세비용	-3.8	-10.9	7.6	20.6	26.0
계속사업순손익	20.2	3.1	24.0	72.9	92.1
당기순이익	20.2	3.1	24.0	72.9	92.1
지배주주순이익	20.2	3.1	24.0	72.9	92.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	6.5	-6.0	11.2	2.6	8.2
영업이익 증감율	-7.1	-59.9	654.0	18.2	20.4
EBITDA 증감율	-16.9	-27.8	179.2	11.4	14.0
지배주주순이익 증감율	1,263.7	-84.7	674.2	203.8	26.3
EPS 증감율	1,265.6	-84.5	663.7	204.3	26.3
매출총이익율(%)	41.1	41.3	45.9	46.0	47.1
영업이익률(%)	3.1	1.3	9.0	10.4	11.6
EBITDA Margin(%)	6.3	4.8	12.1	13.2	13.9
지배주주순이익률(%)	2.0	0.3	2.3	6.8	7.9

현금흐름표

12 월 결산, IFRS 별도	(단위: 십억 원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	38.0	98.4	48.4	113.8	117.3
당기순이익	20.2	3.1	24.0	72.9	92.1
비현금항목의 가감	56.0	64.8	55.5	64.1	64.7
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	23.2	34.6	38.2
영업활동자산부채증감	-8.4	41.1	-15.4	3.9	-8.8
매출채권및기타채권의감소	-22.3	58.1	-15.4	-3.9	-12.9
재고자산의감소	3.1	-6.8	-15.8	-4.1	-13.3
매입채무및기타채무의증가	18.1	6.7	15.9	11.9	17.4
기타	-7.3	-16.9	-0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	-29.8	-10.6	-15.7	-27.1	-30.7
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	-5.1	70.4	-7.5	-7.7	-7.7
차입금의 증가(감소)	1.9	47.7	0.0	0.0	0.0
자본금, 차본잉여금의 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
현금 및 현금성자산의 순증가	-15.1	32.4	12.6	72.2	72.6
기초현금 및 현금성자산	34.8	19.7	52.1	64.7	136.9
기말현금 및 현금성자산	19.7	52.1	64.7	136.9	209.6

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

12 월 결산, IFRS 별도	(단위: 십억 원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	383.7	374.9	424.1	515.6	628.7
현금 및 현금성자산	19.7	52.1	64.7	136.9	209.5
단기금융자산	5.5	8.5	10.6	24.1	29.6
매출채권 및 기타채권	200.9	137.5	152.9	156.8	169.7
재고자산	146.1	141.5	157.2	161.3	174.6
기타유동자산	11.5	35.3	38.8	36.5	45.3
비유동자산	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
자산총계	1,100.0	1,186.7	1,219.1	1,296.5	1,398.6
유동부채	232.5	291.3	307.2	319.1	336.5
매입채무 및 기타채무	119.4	126.3	142.1	154.0	171.4
단기금융부채	94.8	142.5	142.5	142.5	142.5
기타유동부채	18.3	22.5	22.6	22.6	22.6
비유동부채	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
부채총계	547.0	610.7	626.6	638.5	655.9
자본지분	553.0	576.0	592.6	658.1	742.8
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	489.0	555.3	640.8
비자지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	553.0	576.0	592.6	658.1	742.8

투자지표

12 월 결산, IFRS 별도	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,746	271	2,069	6,295	7,948
BPS	47,727	49,716	51,144	56,797	64,105
CFPS	6,583	5,862	6,859	11,823	13,536
DPS	600	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	78.8	609.1	71.5	20.6	16.3
PER(최고)	124.3	1,057.6	100.1		
PER(최저)	73.3	233.3	57.0		
PBR	2.88	3.32	2.89	2.28	2.02
PBR(최고)	4.55	5.76	4.05		
PBR(최저)	2.68	1.27	2.31		
PSR	1.58	2.02	1.63	1.39	1.29
PCFR	20.9	28.1	21.6	11.0	9.6
EV/EBITDA	30.9	49.8	16.2	12.4	10.4
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	30.6	205.7	27.7	9.1	7.2
배당수익률(%,보통주,현금)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
ROA	1.9	0.3	2.0	5.8	6.8
ROE	3.7	0.6	4.1	11.7	13.1
ROIC	4.3	-2.5	12.9	16.4	20.7
매출채권회전율	5.3	5.6	7.2	7.0	7.1
재고자산회전율	6.7	6.6	7.0	6.8	6.9
부채비율	98.9	106.0	105.7	97.0	88.3
순차입금비율	64.5	62.9	58.0	39.6	23.4
이자보상배율	3.2	1.3	9.5	11.3	13.6
총차입금	387.1	438.4	438.4	438.4	438.4
순차입금	356.8	362.2	344.0	260.6	173.7
NOPLAT	63.2	45.6	127.3	141.8	161.7
FCF	10.5	12.4	89.1	121.0	123.1

Compliance Notice

- 당사는 1월 26일 현재 '대웅제약' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 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.

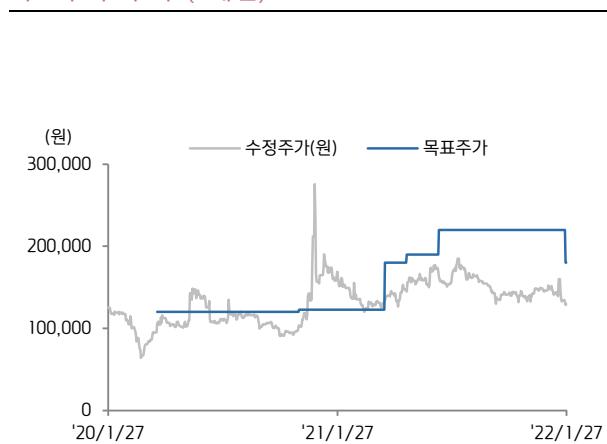
고지사항

- 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 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.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	고리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대웅제약 (069620)	2020-04-14	BUY(Upgrade)	120,000원	6개월	-7.24	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	-27.71	-15.91
	2021-10-12	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-31.17	-15.91
	2022-01-27	BUY(Maintain)	180,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 고리율을 산출하였음.

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 (비증확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비증축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%