



2017/10/11

# 대웅제약(069620)

제약/바이오 허헤민  
(2122-9183) hyemin@hi-ib.com

## KGMP 승인으로 나보타 CAPA 확대 긍정적

Buy (Maintain)

### ■ 나보타 CAPA 확장 긍정적. 내년 기대

어제(10일) 나보타 제2공장이 KGMP 승인을 받았다. 동사의 기존 공장 나보타 케파는 연간 100억원 규모로 수요 대비 공급이 부족한 상황이었으나, 금번 승인으로 1공장과 2공장의 연간 CAPA가 500만 바이알로 확대되었다. 이에 따라 미국 FDA 승인 없이도 판매 가능한 이머징 지역에 내달부터 수출이 가능할 것으로 보인다. 또한, '18년 중순 미국 FDA 허가 승인 및 CGMP 획득에 성공한다면, 마일스톤 유입과 미국 출시로 232억원의 나보타 수출이 추정된다. CAPA 확장으로 국내 나보타 매출도 '17년 120억원(YOY +35%), '18년 156억원(YOY +30%)이 전망된다. 미국 진출시 보틀리눔 독신 제제는 나보타 포함 4개로 동사는 가격 경쟁력을 통해 시장 점유율 확보할 예정이다. 판매 파트너사인 알페온(ALPHAEON)과 5년간 약 3,000억원 규모의 나보타 공급계약을 체결한 바 있다.

### ■ 보틀리눔 균주 도용 소송 노이즈 언제까지 영향을 미칠까?

경쟁사는 보톡스 균주 도용 관련하여 미국 오렌지카운티 법원에 민사 소송을 제기하였다. 이와 관련하여 조만간 소송이 진행될지 각하될지 여부가 나올 것으로 보이며, 각하 시 불확실성 제거가 기대된다. 다만, 소송이 진행된다면 하역도 동사 펀더멘털에 크게 영향을 미칠 사항은 아니라고 판단된다. 특허소송이 아니기 때문에 나보타 허가와 별개 사항이며, 소송 판결까지 3~5년 소요될 것으로 보이기 때문이다.

### ■ 3Q17 컨센서스 부합 전망, 목표주가 14만원으로 상향

3분기 매출액 2,212억원(YOY +12%) 영업이익 124억원(YOY +38%)으로 본업도 컨센서스에 부합하는 양호한 실적이 전망된다. 제미글로와 우루사 및 임팩타민 등의 고른 성장과 원료 위주 수출 증가가 예상된다.

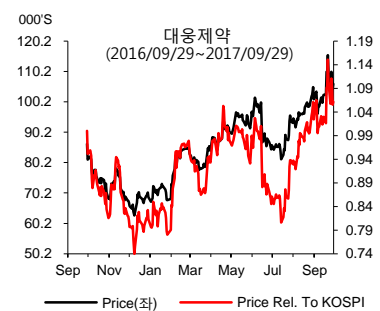
KGMP 승인에 따른 CAPA 확장으로 4분기 나보타의 이머징 마켓 수출 개시가 기대되며, 내년 중순 미국 FDA 허가 승인 이벤트가 있다. 승인 획득 시, 가장 큰 시장인 미국에 본격 진출이 가능할 것으로 보인다. 기존 보수적으로 추정했던 나보타 가치 가정 변경(기존 1,566억원 → 4,540억원)하였고, 영업가치 Fw12m(4Q17~3Q18) 적용에 따라 목표주가를 기존 11만원에서 14만원으로 상향하였다.

목표주가(12M)	140,000원
종가 (2017/09/29)	106,000원

#### Stock Indicator

자본금	29십억원
발행주식수	1,159만주
시가총액	1,228십억원
외국인지분율	5.4%
배당금(2016)	600원
EPS(2017E)	3,231원
BPS(2017E)	47,307원
ROE(2017E)	7.0%
52주 주가	62,700~115,500원
60일평균거래량	73,482주
60일평균거래대금	7.2십억원

#### Price Trend



<그림 1> 대응제약 3Q17 실적 추정치

(단위, 억원)							
	하이 추정 3Q17	3Q16	YoY	2Q17	QoQ	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	2,212	1,977	12%	2,225	-1%	2,217	0%
영업이익	124	90	38%	140	-11%	126	-2%
당기순이익	90	63	43%	137	-34%	95	-5%

주: 별도 기준

자료: 전자공시, Fnguide, 하이투자증권

<그림 2> 목표 주가 세부 내용

(단위, 억원, 천 주)				
구분	가치 산정			비고
① 영업가치	11,499	442	26	Fw12M 순이익* 상위 제약사 Fw12M PER 평균 적용
② 비영업가치	6,058			
나보타	4,540			
한울바이오파마 지분 가치	1,518	29.7%	20%	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(29.7%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	2,966			
④ 유통 주식 수	10,321			
⑤ 기업가치(=①+②-③)	14,591			
⑥ 목표주가(=⑤/④)	140,000	141,377		

주 : 상위제약사(녹십자, 유한양행, 종근당, 동아에스티) 포함. 한미약품 제외. Fw12M 순이익(4Q17~3Q18 기준)

자료: 하이투자증권

<그림 3> 나보타 가치 추정

(단위, 백만달러)	'15F	'16F	'17F	'18F	'19F	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'25F	'26F	'27F
Target Market	1,132	1,591	1,750	1,925	2,118	2,329	2,562	2,767	2,989	3,228	3,486	3,765	3,953
yoy		40.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	5.0%	5.0%
나보타 진행상황	FDA 허가(18.2Q~3Q)												
마일스톤(억원)	100												
나보타 MS				3%	5%	7%	9%	10%	10%	10%	12%	12%	12%
나보타 매출액(억원)				232	426	656	928	1,114	1,203	1,299	1,684	1,819	1,909
yoy					83%	54%	41%	20%	8%	8%	30%	8%	5%
EBIT(억원)				193	170	263	371	446	481	520	674	727	764
FCF(억원)				154	136	210	297	356	385	416	539	582	611
확률 환산 FCF(억원)				147	130	200	282	339	366	395	512	553	580
rNPV				1,975									
rNPV of TV				2,565									
합산				4,540									
주식수(천주)				11,587									
주당가치				39,181									

주요 가정

공급가격 비율	35%
환율(원)	1,150
EBIT 마진	40%
법인세율	20%
성공확율	95%
WACC	9%
영구성장율	0%
CGMP 승인 확률	
Target Market : Allergan 2016년 Facial Aesthetics Botox 글로벌 매출액과 Allergan 점유율 76% 가정	
알페온 최소 물량 5년간 3,000억원	

자료: 하이투자증권

<그림 4> 실적 세부 내용 및 추정

(단위, 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2016	2017	2018
<b>I. ETC</b>	141.3	152.3	151.0	153.8	555.9	598.3	618.9
1 알비스(자체)	15.5	15.7	15.9	15.6	63.3	62.7	62.7
2 우루사(자체)	9.1	9.7	9.7	8.7	33.8	37.2	39.0
3 올메텍	6.7	7.2	6.3	6.8	30.0	27.0	27.0
4 다이아박스	7.0	7.0	7.1	6.8	26.6	27.9	28.8
5 가스모틴	4.6	4.5	4.6	4.9	19.4	18.6	18.6
6 루피어	3.2	3.2	3.0	3.0	11.7	12.4	12.8
7 엘도스	3.5	3.4	2.9	4.8	13.8	14.6	15.4
8 스택타	2.0	2.3	2.6	2.4	11.0	9.4	9.4
9 글로아트(자체)	2.1	2.4	2.3	2.1	8.3	9.0	9.2
10 푸루나졸(자체)	1.6	2.0	2.4	1.7	7.7	7.7	7.8
11 올로스타(자체)	3.2	2.8	4.6	7.4	9.7	18.0	19.8
12 에어탈	2.4	2.5	2.6	2.6	10.0	10.1	10.3
13 나보타(자체)	2.0	3.0	2.5	4.6	8.9	12.0	15.6
14 크레스토	15.7	17.4	17.4	19.2	42.3	69.8	70.5
15 넥시움	7.2	8.9	7.7	10.3	37.9	34.1	34.1
16 세비카	9.7	9.7	9.2	8.1	38.7	36.8	36.8
17 세비카hct	6.3	6.6	7.0	6.8	21.3	26.6	32.0
18 즐레드론산	3.0	3.5	3.4	3.1	11.3	13.0	14.3
기 타	36.5	40.5	39.5	35.0	150.2	151.5	155.0
<b>II. OTC</b>	19.7	21.1	22.1	22.1	77.1	85.0	100.2
우루사	7.7	8.5	8.5	7.4	27.9	32.1	35.3
임팩타민	5.4	5.9	6.4	7.3	20.8	25.0	30.0
기 타	6.6	6.7	7.2	7.4	28.4	27.9	34.9
<b>III. 수출</b>	22.1	29.3	26.5	38.8	95.5	116.7	158.7
원료	12.5	15.8	14.6	22.1	54.2	65.0	81.3
기 타	9.6	13.5	11.8	16.7	41.3	51.6	77.4
<b>V. 수탁 외</b>	22.1	19.8	21.7	18.3	65.5	81.9	90.1
<b>매출액</b>	<b>205.2</b>	<b>222.5</b>	<b>221.2</b>	<b>233.0</b>	<b>794.0</b>	<b>881.9</b>	<b>967.9</b>
yoy	7.7%	15.5%	11.9%	9.3%	-0.8%	11.1%	9.8%
<b>영업이익</b>	<b>9.8</b>	<b>14.0</b>	<b>12.4</b>	<b>13.0</b>	<b>35.4</b>	<b>49.0</b>	<b>61.6</b>
yoy	77.0%	127.0%	37.7%	-11.7%	-35.7%	38.4%	25.7%
opm	4.8%	6.3%	5.6%	5.6%	4.5%	5.6%	6.4%
<b>당기순이익</b>	<b>5.0</b>	<b>13.7</b>	<b>9.0</b>	<b>9.7</b>	<b>33.0</b>	<b>37.4</b>	<b>48.8</b>
yoy	19.1%	169.0%	43.7%	-44.3%	-33.0%	13.4%	30.5%

자료: 하이투자증권

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	403	427	472	523
현금 및 현금성자산	56	86	103	119
단기금융자산	47	47	47	47
매출채권	152	150	165	183
재고자산	141	137	150	167
비유동자산	612	611	614	618
유형자산	280	264	251	240
무형자산	46	41	36	32
자산총계	1,015	1,039	1,086	1,141
유동부채	202	195	200	206
매입채무	84	77	82	88
단기차입금	5	5	5	5
유동성장기부채	100	100	100	100
비유동부채	295	295	295	295
사채	289	289	289	289
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	498	491	496	502
지배주주지분	518	548	590	639
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	100	100	100	100
이익잉여금	433	464	506	556
기타자본항목	-45	-45	-45	-45
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	518	548	590	639

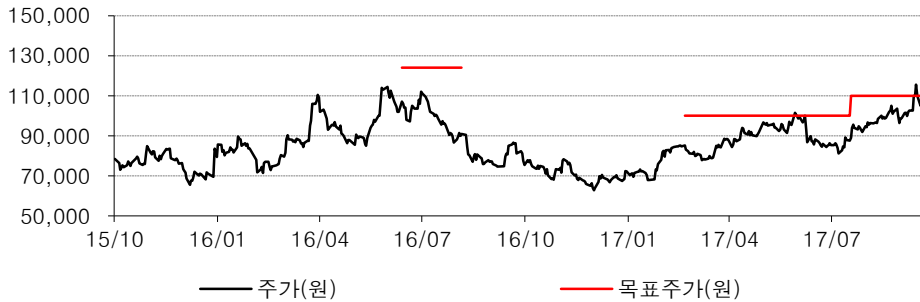
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	794	882	968	1,075
증가율(%)	-0.8	11.1	9.8	11.0
매출원가	465	519	568	631
매출총이익	329	363	400	443
판매비와관리비	294	314	338	373
연구개발비	94	87	94	104
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	35	49	62	70
증가율(%)	-35.7	38.6	25.6	14.3
영업이익률(%)	4.5	5.6	6.4	6.5
이자수익	2	2	2	3
이자비용	5	5	5	5
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	2	2	2	2
세전계속사업이익	35	46	61	70
법인세비용	2	9	12	14
세전계속이익률(%)	4.4	5.2	6.3	6.5
당기순이익	33	37	49	56
순이익률(%)	4.2	4.2	5.0	5.2
지배주주귀속 순이익	33	37	49	56
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	32	37	48	55
지배주주귀속총포괄이익	32	37	48	55

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	14	75	61	61
당기순이익	33	37	49	56
유형자산감가상각비	18	35	33	31
무형자산상각비	4	5	5	4
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-144	-44	-44	-44
유형자산의 처분(취득)	-120	-20	-20	-20
무형자산의 처분(취득)	-19	-	-	-
금융상품의 증감	-1	-20	-20	-20
재무활동 현금흐름	-	-	-	-
단기금융부채의증감	60	-	-	-
장기금융부채의증감	100	-	-	-
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	-7	-6	-6	-6
현금및현금성자산의증감	22	31	16	16
기초현금및현금성자산	34	56	86	103
기말현금및현금성자산	56	86	103	119

주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	2,846	3,231	4,213	4,837
BPS	44,678	47,307	50,918	55,152
CFPS	4,678	6,759	7,463	7,916
DPS	600	600	600	600
Valuation(배)				
PER	24.1	32.8	25.2	21.9
PBR	1.5	2.2	2.1	1.9
PCR	14.7	15.7	14.2	13.4
EV/EBITDA	19.2	16.6	14.8	13.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.5	7.0	8.6	9.1
EBITDA 이익률	7.1	10.2	10.3	9.9
부채비율	96.1	89.5	84.0	78.5
순부채비율	56.4	47.6	41.4	35.7
매출채권회전율(x)	5.8	5.8	6.2	6.2
재고자산회전율(x)	6.0	6.4	6.8	6.8

자료 : 대웅제약, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(대웅제약)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-06-20	Buy	124,000	6개월	-20.1%	-9.7%
2016-08-17	Buy	104,000	6개월	-28.9%	-16.7%
2017-02-27(담당자변경)	Buy	100,000	6개월	-11.8%	1.5%
2017-07-25	Buy	110,000	1년	-8.9%	5.0%
2017-10-11	Buy	140,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 :허혜민)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)
  - Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-