

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
**이달미**

talmi@sk.com  
02-3773-9952

## Company Data

자본금	290 억원
발행주식수	1,159 만주
자사주	126 만주
액면가	2,500 원
시가총액	14,425 억원
주요주주	
(주)대웅(외6)	50.20%
대웅제약 자사주	10.19%
외국인지분률	6.00%
배당수익률	0.50%

## Stock Data

주가(17/11/03)	124,500 원
KOSPI	2557.97 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	126,500 원
52주 최저가	62,700 원
60일 평균 거래대금	100 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.5%	9.9%
6개월	38.8%	20.4%
12개월	76.9%	37.2%

## 대웅제약 (069620/KS | 매수(신규편입) | T.P 160,000 원(신규편입))

### 삶의 질 향상을 선도하는 기업

투자 의견 BUY와 목표주가 160,000 원으로 커버리지를 개시함. 동사의 목표주가 160,000 원은 sum of the parts 방식으로 산정됨. 투자포인트로는 1) 2018 년 보툴리눔 독신 나보타의 미국 출시에 대한 기대감, 2) 나보타 이외에도 항생제, OTC 완제품, 세파게 주사제 등의 해외수출 증가, 3) R&D 에 대한 지속적인 투자로 신약개발에 대한 높은 기대감임. 2016 년 부진했던 실적은 2017 년에는 정상화 예상, 매출액이 전년대비 13.0% 증가한 8,973 억원, 영업이익은 전년대비 49.0% 증가한 527 억원이 전망됨.

### 투자 의견 BUY와 목표주가 160,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 160,000 원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가 160,000 원은 sum of the parts 방식으로 산정, 영업가치는 12 개월 forward EPS 에 target multiple 25 배를 적용하였고 신약가치에는 2018 년 미국 출시 예정인 나보타를 현재가치로 환산하였으며 자회사 가치에는 한올바이오파마의 가치를 합산, 투자 의견 BUY로 커버리지를 개시하며 당사 보톡스 업체 Top Pick 으로 제시한다.

### 투자포인트

동사의 투자포인트로는 1) 2018 년 보툴리눔 독신 나보타의 미국 출시에 대한 기대감, 2) 나보타 이외에도 항생제, OTC 완제품, 세파게 주사제 등의 해외수출 증가, 3) R&D 에 대한 지속적인 투자로 신약개발에 대한 높은 기대감이다.

### 2017 년 실적전망

2016 년 부진했던 실적은 2017 년에는 실적 정상화가 예상되는데 매출액이 전년대비 13.0% 증가한 8,973 억원, 영업이익은 전년대비 49.0% 증가한 527 억원 시현이 전망된다. 2017 년 실적 정상화의 가장 큰 원인으로는 아스트라제네카에서 들여온 도입신약 크레스토(고지혈증 치료제)의 매출 성장세이다. 크레스토는 2017 년 연간 700 억원의 매출 시현이 예상된다. 크레스토는 2018 년부터는 출시 2 년차로 접어들면서 본격적인 성장세를 나타내며 동사의 ETC 부문 성장세를 견인할 전망이다. 2018 년 연간 실적은 매출액이 전년대비 11.2% 증가한 9,981 억원, 영업이익은 전년대비 37.8% 증가한 727 억원 시현이 전망되는데 2018 년에는 큰 비용 집행 없이 매출 성장에 따른 고정비 축소 효과로 이익개선세가 전망되어 긍정적이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	7,272	8,005	7,940	8,972	9,982	11,164
yoy	%	7.8	10.1	-0.8	13.0	11.3	11.8
영업이익	억원	537	551	354	527	727	910
yoy	%	-25.5	2.6	-35.7	49.0	37.8	25.2
EBITDA	억원	704	746	566	827	1,239	1,365
세전이익	억원	549	593	352	537	729	916
순이익(지배주주)	억원	318	492	330	402	545	685
영업이익률%	%	7.4	6.9	4.5	5.9	7.3	8.2
EBITDA%	%	9.7	9.3	7.1	9.2	12.4	12.2
순이익률	%	4.4	6.2	4.2	4.5	5.5	6.1
EPS	원	2,744	4,249	2,846	3,466	4,704	5,909
PER	배	24.5	16.7	24.1	35.9	26.5	21.1
PBR	배	1.7	1.7	1.5	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	배	11.2	13.0	19.2	21.5	14.2	12.6
ROE	%	7.2	10.5	6.5	7.5	9.4	10.7
순차입금	억원	-32	1,476	2,917	3,423	3,163	2,858
부채비율	%	51.1	66.3	96.1	91.4	86.4	80.9

## (1) 투자의견 BUY와 목표주가 160,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 160,000 원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가 160,000 원은 sum of the parts 방식으로 영업가치, 신약가치, 자회사가치를 합산하여 산정하였다. 동사의 영업가치는 12개월 forward EPS에 target multiple 25배를 적용하였고 신약가치에는 2018년 미국 출시 예정인 나보타를 현재가치로 환산하였으며 자회사가치에는 지분율 30%를 보유하고 있는 한올바이오파마의 가치를 합산, 투자의견 BUY로 커버리지를 개시하며 당사 보톡스 업체 Top Pick으로 제시한다.

대웅제약 목표주가 산정 Table

구분	내용 비교
12M Forward EPS(원)	4,704
적용PER(배)	25 대웅제약 target multiple
a. 영업가치(원)	117,603
b. 신약가치(원)	23,780 나보타의 현재가치
c. 자회사가치(원)	16,148 한올바이오파마 가치
기업가치(a+b+c)(원)	157,531
목표주가(원)	160,000
현재주가(원)	124,500
상승여력(%)	28.5

자료 : 대웅제약, SK 증권

대웅제약의 나보타 가치산정 Table

(단위 : 십억원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
매출액	10.0	25.0	60.0	81.9	93.2	106.1	120.7	137.4	156.3	177.9
미국	10.0	20.0	50.0	56.9	64.8	73.7	83.9	95.4	108.6	123.6
유럽		5.0	10.0	25.0	28.5	32.4	36.8	41.9	47.7	54.3
영업이익	6.0	15.0	36.0	49.1	55.9	63.6	72.4	82.4	93.8	106.7
순이익	4.8	12.0	28.8	39.3	44.7	50.9	57.9	65.9	75.0	85.4
현재 가치	275.5	4.4	10.3	22.9	28.9	30.4	32.1	33.8	35.6	37.5
주식수(천주)	11,587									
주당 가치(원)	23,780									

자료: SK 증권 추정치

## (2) 투자포인트

동사의 첫번째 투자포인트는 나보타의 2018 년 미국 출시다. 나보타는 2013 년말부터 국내 판매를 시작하여 2016 년 연간 90 억원의 매출액을 시현하였다. 나보타는 국내 보툴리눔 독소 제제 중에서 가장 빠르게 미국 시장에 진출할 전망이다. 2016 년 4 분기에 미국 임상 3 상을 완료하고 2017 년 5 월에 미국 FDA 에 BLA 를 제출, 2018 년 상반기 중으로 미국 시판이 예정되어 있다. 유럽은 2017 년 하반기 중으로 EMA 에 BLA 제출 예정, 2018 년 하반기 중으로 시판할 예정이다. 국내 보톡스 업체 중에서 가장 빠르게 선진국 시장 진출이 예상되어 긍정적이다.

나보타는 에볼루스사와 2013 년에 3,000 억원 규모, 매년 600 억원의 보툴리눔 독소 제품 공급 계약을 체결하면서 유통망도 확보하였다. 계약지역은 미국, 유럽, 캐나다, 호주 등 선진국이다.

선진국 진출을 위해서는 cGMP 인증을 받은 공장에서 생산을 해야 한다. 동사는 연간 750 만(100 유닛 기준) 바이알 수준의 공장을 신축하여 완공, 현재 cGMP 인증 진행 중에 있으며 9 월부터 실사 중에 있다. 6~7 개월의 인증절차 이후 2018 년 상반기 중으로 가동이 가능하다. 2018 년부터 미국 시판이 허가되면 나보타는 전세계 보툴리눔 독소 제제 중에서 4 번째로 미국 FDA 승인을 받게 되는 제품이 되어 미국에서의 의미 있는 시장점유율이 기대된다. 미국 FDA 승인 이후에는 인도, 멕시코, 태국, 필리핀 등 이머징국가에서 높은 인지도에 따른 빠른 확산이 가능할 것으로 판단되어 긍정적이다.

동사의 두번째 투자포인트는 해외수출 확대이다. 동사는 2004 년 베트남 지사 설립을 시작으로 2006 년 중국과 인도네시아, 2007 년 태국과 필리핀에 지사를 설립하면서 해외수출에 박차를 가하기 시작하였다. 현재 수출국가는 총 7 개국에 달하며 2016 년에 일본지사를 설립하면서 최근 일본 수출이 많이 늘어났다. 향후 장기적인 수출 성장세는 미국, 중국, 인도네시아에서 기대가 된다.

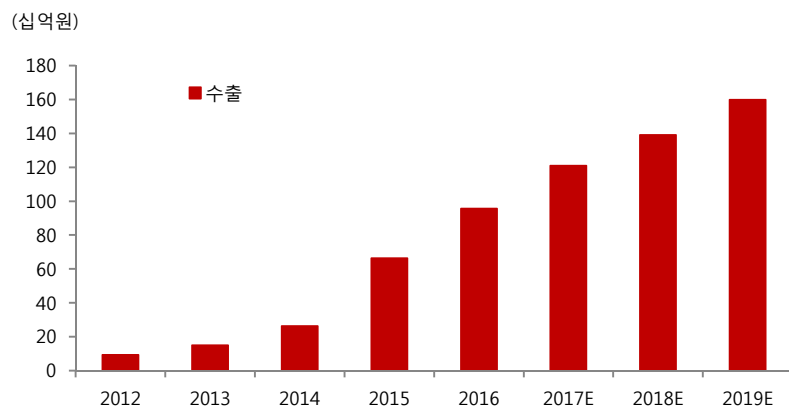
미국은 항생제 제네릭인 ‘메로페넴’을 2016 년에 허가를 받았고 2017 년부터 런칭 시작, 올해 100 억원의 매출이 예상된다. 추가적으로 2018 년부터 나보타 매출이 발생되면 미국은 동사의 수출성장세를 견인할 것으로 판단된다.

2012 년에는 인도네시아에 바이오 공장을 설립, 2015 년에 준공하였다. 인도네시아 공장에서는 적혈구 생성인자 EPO 와 수술용 기자재를 생산하고 있다. 아직까지는 매출규모가 작기 때문에 고정비가 커버되지 않고 있지만 현재 국내 본사에는 이러한 생산시설이 없기 때문에 인도네시아 공장을 전세계 생산기지로 삼을 예정이다.

중국 공장에서는 OTC 완제품과 세파 주사제를 생산, 판매하고 있다. 북경, 천진과 동북 3 성에 직판을 확대하고 현지기업과 전략적 제휴를 맺으면서 중국 수출금액을 더욱 확대할 계획이다.

이에 따라 2012 년 91 억원에 불과했던 수출금액은 2016 년에 955 억원 기록, 2017 년에 1,180 억원, 2018 년 1,452 억원, 2019 년 1,786 억원을 기록하면서 더욱 확대될 것으로 판단된다.

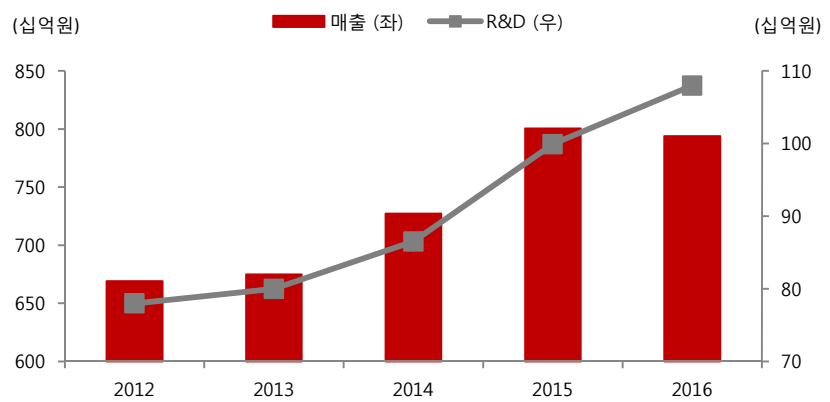
#### 대웅제약의 수출액은 2019 년까지 상승 추세



자료 : 대웅제약, SK 증권 추정치

동사의 세번째 투자포인트는 R&D 에 대한 지속적인 투자이다. ‘우루샤’로 유명한 동사는 신약개발을 위해 최근 3 년간 R&D 에 대한 투자를 집중적으로 하고 있다. 이에 따라 R&D 비용은 매출액 대비 10%까지 상승, 2015 년, 2016 년 각각 1,000 억원 수준, 2017 년에도 2016 년 수준의 R&D 비용 투자가 예상되면서 신약 출시에 대한 기대감은 더욱 높아질 전망이다.

#### 대웅제약의 R&D 투자비용 추이



자료 : 대웅제약, SK 증권

### (3) 실적전망

2015 년말 연 매출액 2,000 억원을 기록하던 동사의 도입 의약품 자노바와 글리아타민의 계약이 종료되면서 2016 년 실적 성장률은 매출액 -0.8%YoY 시현, 영업이익은 -35.7%YoY 시현으로 크게 악화되었다. 2017 년에는 실적 정상화가 예상되는데 매출액이 전년대비 13.0% 증가한 8,973 억원, 영업이익은 전년대비 49.0% 증가한 527 억원 시현이 전망된다.

2017 년 실적 정상화의 가장 큰 원인으로는 아스트라제네카에서 들여온 도입신약 크레스토(고지혈증 치료제)의 매출 성장세이다. 크레스토는 2017 년 연간 700 억원의 매출 시현이 예상된다. 크레스토는 2018 년부터는 출시 2 년차로 접어들면서 본격적인 성장세를 나타내며 동사의 ETC 부문 성장세를 견인할 전망이다.

2016 년 매출 부진으로 인해 과다한 마케팅비 지출에 따라 영업이익은 큰 폭의 역성장세를 시현하였지만 작년에 투여된 마케팅비는 올해부터 효과를 발휘하면서 2017 년 ETC 부문 전반에서 긍정적인 효과를 나타낼 전망이다.

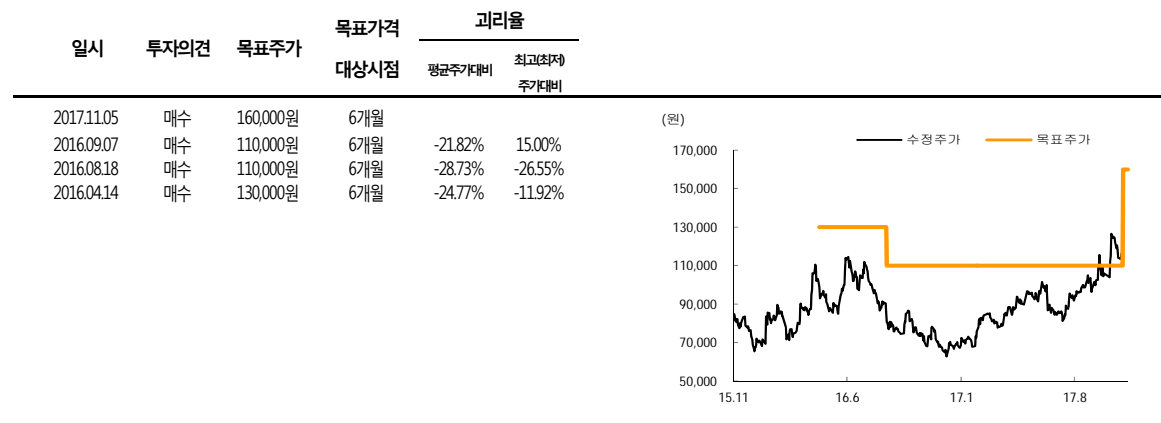
2018 년 연간 실적은 매출액이 전년대비 11.2% 증가한 9,981 억원, 영업이익은 전년대비 37.8% 증가한 727 억원 시현이 전망되는데 2018 년에는 큰 비용 집행 없이 매출 성장에 따른 고정비 축소 효과로 이익개선세가 전망되어 긍정적이다.

대웅제약의 분기 및 연간 실적전망 Table

(단위 : 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,904.5	1,927.4	1,976.9	2,131.0	2,053.0	2,225.0	2,254.0	2,440.5	8,005.0	7,939.8	8,972.5	9,981.8
ETC	668.1	635.0	615.0	650.0	648.0	663.0	678.0	711.5	3,904.0	2,568.1	2,700.5	2,811.1
OTC	194.0	198.0	196.0	183.0	197.0	211.0	212.0	197.9	702.0	771.0	817.9	888.4
수출	198.0	253.0	196.0	308.0	221.0	293.0	266.0	400.4	662.0	955.0	1,180.4	1,451.9
수탁	67.5	71.9	68.7	71.0	69.0	73.5	70.2	72.6	272.9	279.0	291.6	298.1
기타	685.0	716.5	817.2	885.0	850.0	908.5	946.8	1,025.3	2,056.1	3,103.7	3,730.7	4,290.3
영업이익	54.7	62.0	89.7	147.5	97.6	139.8	145.1	144.7	550.7	353.9	527.3	726.6
세전이익	56.8	68.8	84.2	142.3	67.5	182.2	141.0	146.4	592.8	352.0	537.1	729.0
순이익	42.3	50.8	62.9	173.7	50.4	136.7	105.2	109.2	492.3	329.7	401.6	545.0
성장률YoY(%)												
매출액	-0.7	-4.8	-7.6	10.9	7.8	15.4	14.0	14.5	10.1	-0.8	13.0	11.2
영업이익	-62.7	-62.1	-41.6	70.2	78.5	125.6	61.8	-1.9	2.6	-35.7	49.0	37.8
세전이익	-65.2	-58.8	-48.9	45.4	18.7	164.9	67.6	2.9	8.0	-40.6	52.6	35.7
순이익	-66.0	-59.9	-48.1	45.1	19.1	169.0	67.2	-37.1	54.9	-33.0	21.8	35.7
수익률(%)												
영업이익	2.9	3.2	4.5	6.9	4.8	6.3	6.4	5.9	6.9	4.5	5.9	7.3
세전이익	3.0	3.6	4.3	6.7	3.3	8.2	6.3	6.0	7.4	4.4	6.0	7.3
순이익	2.2	2.6	3.2	8.2	2.5	6.1	4.7	4.5	6.2	4.2	4.5	5.5

자료: 대웅제약, SK 증권 추정치



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 6일 기준)

매수	89.93%	중립	10.07%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----



## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	3,417	4,030	3,958	4,630	5,423
현금및현금성자산	336	556	283	607	1,007
매출채권및기타채권	1,197	1,521	1,742	1,938	2,167
재고자산	1,226	1,406	1,610	1,791	2,003
<b>비유동자산</b>	4,776	6,122	6,652	6,656	6,705
장기금융자산	94	87	90	90	90
유형자산	1,845	2,796	2,865	2,610	2,402
무형자산	305	461	543	553	563
<b>자산총계</b>	8,193	10,152	10,611	11,286	12,128
<b>유동부채</b>	1,328	2,024	2,156	2,291	2,453
단기금융부채	449	1,053	1,044	1,054	1,069
매입채무 및 기타채무	576	734	841	935	1,046
단기충당부채	83	82	93	104	116
<b>비유동부채</b>	1,938	2,952	2,911	2,940	2,970
장기금융부채	1,894	2,892	2,899	2,914	2,934
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	17	19	23	26
<b>부채총계</b>	3,266	4,976	5,067	5,231	5,423
<b>지배주주지분</b>	4,927	5,177	5,544	6,055	6,705
자본금	290	290	290	290	290
자본잉여금	1,004	1,004	1,004	1,004	1,004
기타자본구성요소	-449	-449	-449	-449	-449
자기주식	-449	-449	-449	-449	-449
이익잉여금	4,069	4,326	4,666	5,149	5,771
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	4,927	5,177	5,544	6,055	6,705
<b>부채외자본총계</b>	8,193	10,152	10,611	11,286	12,128

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	392	195	343	798	830
당기순이익(손실)	492	330	402	545	685
비현금성항목등	435	260	555	694	680
유형자산감가상각비	173	176	260	466	407
무형자산감가상각비	22	36	40	47	48
기타	133	-7	68	-53	-53
운전자본감소(증가)	-495	-298	-467	-257	-303
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-210	-224	-236	-196	-230
재고자산감소(증가)	-141	-215	-236	-181	-212
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	75	142	125	95	111
기타	-219	-1	-119	26	28
법인세납부	-40	-97	-146	-184	-231
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,209	-1,425	-458	-380	-346
금융자산감소(증가)	550	29	230	40	60
유형자산감소(증가)	-738	-1,205	-351	-210	-200
무형자산감소(증가)	-11	-187	-57	-57	-57
기타	-1,011	-62	-280	-153	-149
<b>재무활동현금흐름</b>	804	1,451	-154	-94	-84
단기금융부채증가(감소)	26	2	-10	10	15
장기금융부채증가(감소)	896	1,593	5	15	20
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-72	-72	-62	-62	-62
기타	-46	-71	-87	-57	-57
<b>현금의 증가(감소)</b>	-12	220	-274	325	400
기초현금	348	336	556	283	607
기말현금	336	556	283	607	1,007
FCF	-327	-1,204	-7	532	575

자료 : 대웅제약, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	8,005	7,940	8,972	9,982	11,164
<b>매출원가</b>	5,164	4,648	5,276	5,849	6,542
<b>매출총이익</b>	2,841	3,292	3,696	4,132	4,622
매출총이익률 (%)	35.5	41.5	41.2	41.4	41.4
<b>판매비와관리비</b>	2,290	2,939	3,168	3,406	3,712
영업이익	551	354	527	727	910
영업이익률 (%)	6.9	4.5	5.9	7.3	8.2
비영업손익	42	-2	10	2	6
<b>순금융비용</b>	10	31	42	49	46
외환관련손익	9	8	-2	-2	-2
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	-11	0	0	0
세전계속사업이익	593	352	537	729	916
세전계속사업이익률 (%)	7.4	4.4	6.0	7.3	8.2
계속사업법인세	101	22	136	184	231
<b>계속사업이익</b>	492	330	402	545	685
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	492	330	402	545	685
<b>순이익률 (%)</b>	6.2	4.2	4.5	5.5	6.1
지배주주	492	330	402	545	685
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.15	4.15	4.48	5.46	6.13
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	510	322	429	573	712
<b>지배주주</b>	510	322	429	573	712
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	746	566	827	1,239	1,365

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	10.1	-0.8	13.0	11.3	11.8
영업이익	2.6	-35.7	49.0	37.8	25.2
세전계속사업이익	8.0	-40.6	52.6	35.7	25.6
EBITDA	6.0	-24.1	46.0	49.9	10.1
EPS(계속사업)	54.9	-33.0	21.8	35.7	25.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	10.5	6.5	7.5	9.4	10.7
ROA	6.6	3.6	3.9	5.0	5.9
EBITDA마진	9.3	7.1	9.2	12.4	12.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	257.3	199.2	183.6	202.1	221.1
부채비율	66.3	96.1	91.4	86.4	80.9
순차입금/자기자본	30.0	56.4	61.7	52.2	42.6
EBITDA/이자비용(배)	22.9	12.0	14.5	21.8	23.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	4,249	2,846	3,466	4,704	5,909
BPS	42,523	44,678	47,848	52,257	57,870
CFPS	5,931	4,678	6,050	9,130	9,837
주당 현금배당금	700	600	600	600	600
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	33.2	40.2	36.5	26.9	21.4
PER(최저)	13.2	22.0	19.4	14.3	11.4
PBR(최고)	3.3	2.6	2.6	2.4	2.2
PBR(최저)	1.3	1.4	1.4	1.3	1.2
PCR	12.0	14.7	20.6	13.6	12.7
EV/EBITDA(최고)	23.9	28.6	21.8	14.3	12.8
EV/EBITDA(최저)	10.7	18.0	13.5	8.8	7.8