

2018/01/11

대웅제약(069620)

에볼루스 상장으로 나보타 가치 부각

■ 앨러간의 보톡스 경쟁자 에볼루스 나스닥 상장

대웅제약의 나보타 파트너사 에볼루스(Evolus)가 미국 나스닥에 상장 신청하였다. 2017년 8월 28일 비공개로 신청하였으며, 공모 규모는 7,500만 달러(약 800억원)이다. 미국 FDA에 신청한 나보타의 BLA 리뷰 완료는 2018년 5월 15일이며, 유럽은 2018년 하반기 승인 결정 날 것으로 예상된다.

허가 승인된다면, 전문 영업 인력을 출시시점 약 65명에서 점진적으로 150명가량 확대할 계획이다. 메디케이드, 메디케어, 보험사와 같이 일정 금액을 상환 받는 것이 아닌 자기 부담(self-pay) 시장을 공략하기 때문에 가격 경쟁력이 있을 것으로 보인다. 또한, 미용 학회 주요 오피니언 리더(KOLs) 약 250명이 에볼루스 모회사에 투자하고 있기 때문에 KOLs를 활용하여 시장 침투할 것으로 예상된다. 나보타는 타제품과 달리 앨러간의 보톡스와 분자크기가 동일한 900 kDa이기 때문에 제품 기술 교육 없이도 기존 보톡스 사용 방법과 같아 의사들의 사용이 편리하다는 장점이 있다.

글로벌 self-pay 의료용 미용 독신 시장은 2017년 기준 18억 달러(약 1.9조 원)로 예상되며, 2020년까지 23억 달러(약 2.5 조원)이 될 것으로 전망된다. 상장 티커는 EOLS이며, 상장주식수와 예상 시가총액 및 상장일은 아직 공개되지 않았다.

에볼루스는 그 동안 글로벌 시장에 많이 알려지지 않았으나, 이번 IPO로 인해 전략 등이 공개 되면서 레방스(Revance)와 같이 앨러간을 위협하는 업체로 부각이 될 것으로 보인다. 에볼루스는 현재 여타 매출 품목이나 파이프라인이 있지 않고, 나보타 상용화를 기대로 상장을 준비하고 있다.

레방스 또한 제품 매출 없이 3상 파이프라인 RT002(보툴리눔 독신 제제)를 가지고 2014년 9,600만 달러(약 1,000억원) 공모 규모로 기업공개를 하였으며, 상장 첫날 +68% 상승하여 시가총액은 4억7600만 달러(약 5,100억 원)로 마감되었다. 현재 레방스는 시가총액 12억달러(약 1.3조원)의 시가총액을 형성하고 있다.

제약/바이오 허헤민

(2122-9183) hyemin@hi-ib.com

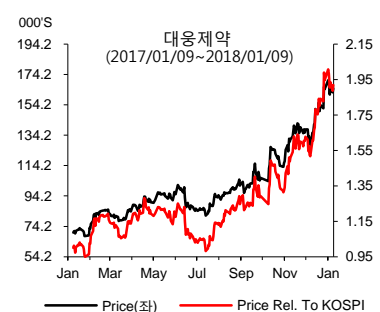
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	215,000원
종가 (2018/01/09)	165,000원

Stock Indicator

자본금	29십억원
발행주식수	1,159만주
시가총액	1,912십억원
외국인지분율	6.4%
배당금(2016)	600원
EPS(2017E)	3,187원
BPS(2017E)	47,179원
ROE(2017E)	6.8%
52주 주가	67,800~170,500원
60일평균거래량	98,471주
60일평균거래대금	13.5십억원

Price Trend



■ 4Q 컨센서스 하회 전망되나, 나보타 가치 상향

4분기 매출액은 2,225억원(YOY +4.4%) 영업이익 82억원(YOY -44%)로 컨센서스 매출액과 영업이익을 각각 -5%, -34%씩 하회할 것으로 예상된다. 합성신약 연구개발이 활성화 되면서 R&D 비용 증가가 예상되기 때문이다. '18년 매출액은 9,380억원 (YoY +7%), 영업이익은 605억원(YoY +30%)이 전망된다.

4분기 실적은 시장 컨센서스를 하회할 것으로 예상되나, 에볼루스의 상장으로 나보타의 상용화가 가시화되고 매출전략도 공개가 되고 있어, 기존 나보타의 가치를 4,500억원에서 1조원으로 상향하였다. 지분 약 30% 보유한 한올바이오파마의 지분 가치 또한 증가하면서 목표주가를 기존 14만원에서 21,500원으로 상향한다.

<그림 1> 대웅제약 4Q17 실적 추정치

(단위, 억원)							
	하이 추정 4Q17	4Q16	YoY	3Q17	QoQ	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	2,225	2,131	4%	2,254	-1%	2,335	-5%
영업이익	82	147	-44%	145	-43%	124	-34%
당기순이익	67	146	-54%	105	-36%	113	-41%

주: 별도 기준

자료: 전자공시, Fnguide, 하이투자증권

<그림 2> 목표 주가 세부 내용

(단위, 억원, 천 주)				
구 분	가치 산정		비 고	
① 영업가치	12,788	492	26 Fw12M 순이익* 상위 제약사 FW12M PER 평균 적용	
② 비영업가치	12,335			
나보타	10,352			
한울바이오파마 지분 가치	1,983	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)	22,157			
⑥ 목표주가(=⑤/④)	215,000	214,677		

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

자료: 하이투자증권

<그림 3> 파이프라인 세부 내용

구 분	제품명	물질	적응증	진행 상황
바이오의약품	나보타(Nabota)	Botulinum Toxin	미간주름	BLA 신청
	재생의약품	Stem cell	아토피피부염	2상
	(Regenerative Medicine)		크론병	1상
			류마티스 관절염	1상
	HL036	Anti TNF Alpha	안구건조증 치료제(with 한울)	2상
합성신약	DWP14012	APA(Reversible)	의궤양 치료제	2상
	DWJ304	SGLT2 inhibitor	당뇨병	1상
개량신약	올로스타(Olostar)		고혈압 + 고지혈증 복합제	1상
	FDC Project #001~#006		고혈압/고지혈증, 파킨슨병, GERD, 역류성 식도염, 당뇨치료제	1상
	Aprepitant		암환자 구토억제	1상
	도네페질 패치 제형(Donepezil Patch)		치매치료제 제형 차별화(주1회)	1상
	Leuprolide Depot		전립선암 치료제 지속형(1M, 3M)	1상
	Goserelin Depot		전립선암 치료제 지속형(1M, 3M)	1상

주 : 전임상 및 기초 단계 미포함

자료: 하이투자증권

<그림 4> 나보타 가치

(단위, 백만달러)	'15F	'16F	'17F	'18F	'19F	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'25F	'26F	'27F	'28F
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	4,151
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%	5.0%
나보타 진행상황	FDA 허가(18.2Q~3Q)													
마일스톤(억원)				100										
나보타 MS				3%	5%	7%	10%	12%	15%	18%	21%	22%	22%	22%
나보타 매출액(억원)				232	426	656	1,031	1,337	1,804	2,339	2,947	3,334	3,517	3,692
yoy					83%	54%	57%	30%	35%	30%	26%	13%	5%	5%
EBIT(억원)				216	213	328	516	668	902	1,169	1,473	1,667	1,758	1,846
FCF(억원)				173	170	263	413	535	722	935	1,179	1,334	1,407	1,477
확률 환산 FCF(억원)				164	162	249	392	508	686	889	1,120	1,267	1,336	1,403
rNPV				4,152										
rNPV of TV				6,200										
합 산				10,352										
주식수(천주)				11,587										
주당가치				89,340										

주요 가정

공급가격 비율	35%
한울(원)	1,150
EBIT 마진	50%
법인세율	20%
성공확률	95%
WACC	9%
연구성장률	0%

Target Market : Allergan 2016년 Facial Aesthetics Botox 글로벌 매출액과 Allergan 점유율 76% 가정
알페온 최소 물량 5년간 3,000억원

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

자료: 하이투자증권

<그림 5> 엘러간과 레반스 시가총액



자료: Bloomberg, 하이투자증권

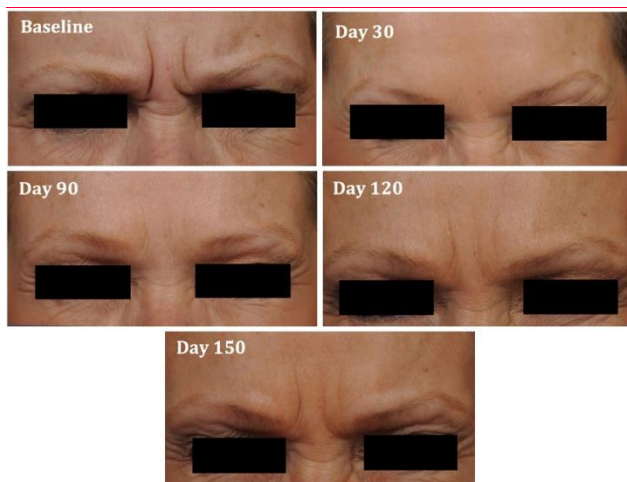
<그림 6> 에볼루스 손익계산서

(단위, 천달러)

	2015	2016	2016.9월	2017.9월
운영비	30,980	19,966	16,261	8,868
R&D	20,681	12,607	9,926	5,481
일반관리비	9,883	7,033	6,111	3,169
감가상각비	416	326	224	218
기타 비용	39	6	5	4
세전손실	(31,019)	(19,972)	(16,266)	(8,872)
세금 환급	93	93	56	56
당기순손실	(31,112)	(20,065)	(16,322)	(8,928)

자료: SEC, 하이투자증권

<그림 7> 나보타 EV-002 임상 결과



자료: SEC, 하이투자증권

<그림 8> 경쟁사 분자 크기 비교

제품	Toxin Complex
보톡스	900 kDa, full accessory protein complex
나보타	900 kDa, full accessory protein complex
Dysport	제조 비공개
Xeomin	150 kDa, no accessory protein

자료: SEC, 하이투자증권

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	403	426	469	519
현금 및 현금성자산	56	87	110	130
단기금융자산	47	47	47	47
매출채권	152	149	159	175
재고자산	141	136	145	160
비유동자산	612	611	614	618
유형자산	280	264	251	240
무형자산	46	41	36	32
자산총계	1,015	1,037	1,083	1,137
유동부채	202	195	199	204
매입채무	84	77	81	86
단기차입금	5	5	5	5
유동성장기부채	100	100	100	100
비유동부채	295	295	295	295
사채	289	289	289	289
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	498	490	494	499
지배주주지분	518	547	589	638
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	100	100	100	100
이익잉여금	433	462	505	555
기타자본항목	-45	-45	-45	-45
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	518	547	589	638

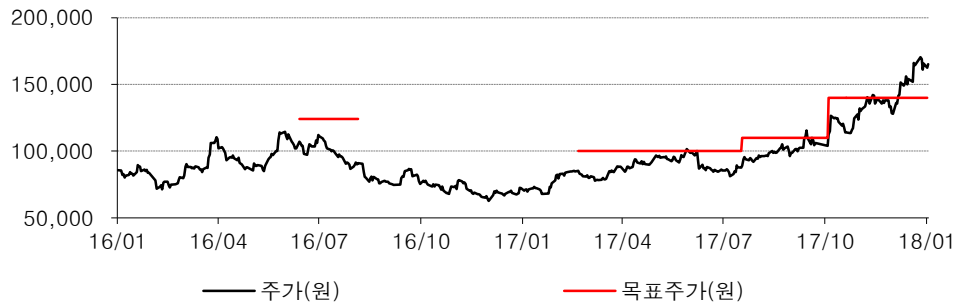
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	794	876	938	1,029
증가율(%)	-0.8	10.3	7.1	9.7
매출원가	465	511	545	598
매출총이익	329	365	393	431
판매비와관리비	294	318	333	363
연구개발비	94	93	96	106
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	35	47	60	68
증가율(%)	-35.7	31.5	30.0	12.7
영업이익률(%)	4.5	5.3	6.4	6.6
이자수익	2	2	2	3
이자비용	5	5	5	5
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	2	2	2	2
세전계속사업이익	35	44	61	69
법인세비용	2	8	12	13
세전계속이익률(%)	4.4	5.1	6.5	6.7
당기순이익	33	36	49	56
순이익률(%)	4.2	4.1	5.2	5.4
지배주주귀속 순이익	33	36	49	56
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	32	35	48	55
지배주주귀속총포괄이익	32	35	48	55

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	14	75	67	64
당기순이익	33	36	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	23	20
기초현금및현금성자산	34	56	87	110
기말현금및현금성자산	56	87	110	130

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	2,846	3,187	4,245	4,804
BPS	44,678	47,179	50,822	55,025
CFPS	4,678	6,808	7,496	7,884
DPS	600	600	600	600
Valuation(배)				
PER	24.1	51.8	38.9	34.3
PBR	1.5	3.5	3.2	3.0
PCR	14.7	24.2	22.0	20.9
EV/EBITDA	19.2	24.9	21.9	20.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.5	6.8	8.7	9.1
EBITDA 이익률	7.1	10.0	10.5	10.1
부채비율	96.1	89.7	83.9	78.3
순부채비율	56.4	47.7	40.3	34.1
매출채권회전율(x)	5.8	5.8	6.1	6.2
재고자산회전율(x)	6.0	6.3	6.7	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	-2.3%	21.8%
2018-01-11	Buy	215,000	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 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-