

헬스케어

Overweight
(Maintain)

2018.03.07

성장의 끝이 없다, 보툴리눔 독소
치명적인 독이 치료제로 변신한 보툴리눔 독소. 내수 시장의 경쟁 심화와 성장을 저하에 대한 우려가 있었지만 보툴리눔 독소 제제를 생산하는 회사들의 실적은 좋기만 하다. 주요 국가 임상 순항 소식이 들려오면서 주가 상승 곡선이 연초부터 가파르다. 향후 보여줄 성장 여력이 더 높다고 판단하며 적극 비중 확대를 추천한다.

헬스케어
Analyst 이지현
02) 3787-4776
geehyun@kiwoom.com

Contents



SUMMARY 3

I. 보툴리눔독신 시장 4

> 보툴리눔독신의 이해 4

II. 보툴리눔독신 시장 수요 증가세 지속 5

> 수요 확대는 지속될 것 5

III. 보툴리눔독소 시장 공급 7

> 국내 가격 하락은 불가피 7

> 수출 비중 증가 8

> 고부가가치인 치료제 시장 9

> 독소물질이기 때문에 시장 진입장벽 형성 10

IV. 투자전략 11

> Top Pick : 메디톡스 11

기업분석 12

> 메디톡스 (086900) 13

> 휴젤 (145020) 21

> 대웅제약 (069620) 27

Compliance Notice

- 당사는 3월 6일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

성장의 끝이 없다, 보툴리눔 독소

>>> 시장 성장은 사방으로 계속될 것

올해에도 보툴리눔 독소 시장 성장이 지속될 것으로 예상된다. 경제가 성장하면서 생활 수준 향상에 대한 수요가 올라가고 미에 대한 관심이 증가될 것이기 때문이다. 작년부터 높은 외형 성장이 지속 가능한 것인지에 대한 우려가 있었으나 올 한해 주요 국가 진출 등으로 타계할 수 있을 것으로 판단한다.

>>> 수출 확대로 치열한 내수 시장 대응

전 세계적으로 보툴리눔 독소 제품을 인증 받은 업체는 9개사인데 이 중 4개사가 국내 회사인 만큼 내수 시장의 경쟁은 치열하다. 또한 일본, 동남아시아, 중동 등에서는 별도의 현지 임상 없이 수출이 가능하기 때문에 인증의 진입장벽이 있는 주요 국가 진출이 중요해진 시점이다. 주요 국가향 수출로 이익률을 개선시키는 동시에 성장성을 잡으면 쿼터점프의 기회가 될 수 있을 것으로 판단한다.

>>> 치료제 시장으로 진입장벽 형성

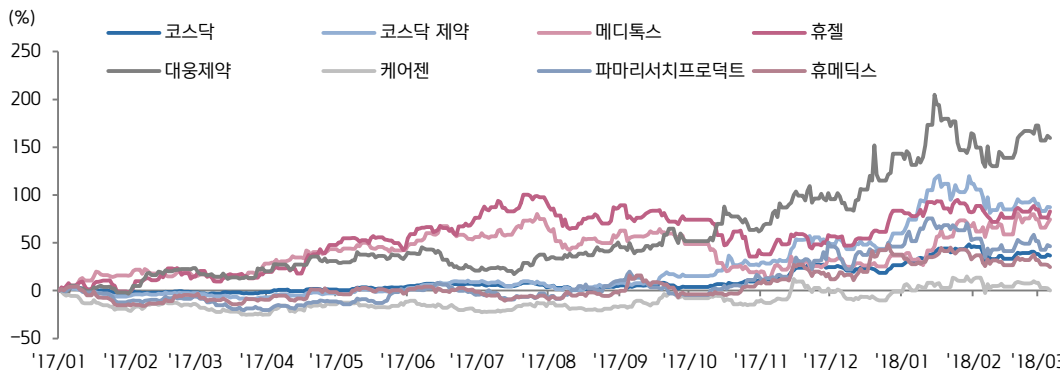
보툴리눔 독소 제제 전체 시장에서 치료 목적으로 활용되는 비중은 현재 과반수를 차지하고 있으며 점차 증가하는 추세이다. 각기 적응증 별로 임상을 진행해야 하기 때문에 진입이 까다롭지만 안정성과 높은 이익을 확보할 수 있다는 점에서 중요하다. 앨러간이 지속적으로 매출 성장을 할 수 있었던 것은 시장 자체 확장되었지만 주체적으로 적응증을 추가한 점에 기인한다.

SUMMARY

미용의료기기에 대해 투자의견 비중확대(Overweight)를 제시.

지금까지 꾸준히 높은 매출 성장율과 이익율을 보여주며 업종 내에서도 꾸준한 주가 흐름을 보여왔다. 작년 3분기 공급 부족과 사드 등의 대외 변수, 수출 감소 우려와 임상 지연 등으로 주가 흐름이 조정을 받았지만 4분기 호실적을 기록하였고 올해부터는 마진율이 높은 수출 비중 증가를 통해 이익 성장이 지속될 것으로 판단된다. 기존 국내 시장과 신흥국으로 견인된 성장세는 지속되며 의료용 시장과 선진 시장으로의 본격 진출하면서 다시 한번 퀀텀점프 할 것이다. 국내보다는 해외 매출 성장에 주목해야 하며 외형 성장이 주춤할 것이라는 우려는 주요 시장 진출 성공 시그널을 통해 높은 Valuation에 당위성을 부여할 것이다. 연초부터 해외 시장에 대한 기대감 등으로 다시 성장세를 그리고 있으며 전문 의료 시장으로서의 기술력이 부각되는 시점인 만큼 여러 업체들 사이에서 옥석 가리기로 선별하여 적극 매수할 시점으로 판단한다.

꾸준한 주가 상승곡선을 그리는 미용의료기기 업체들



자료: DataGuide, 키움증권리서치센터

I. 보툴리눔 독소 제제 시장

>>> 보툴리눔 독소의 이해

강력한 독극물에서 특효약으로

보툴리눔 독소는 신경세포의 말단 부분에 접합하여 신경세포 안으로 들어가고 신경세포 내에서 근육수축 작용을 조절하는, 아세틸콜린 분비에 필수적인 작용을 하는 SNAP-25 단백질을 절단하여 억제하면서 근육 수축을 저해한다. 작용은 7일에서 14일이면 최고의 효과를 나타내며 근육의 이완 상태는 약 3~6개월 정도 지속이 된다.

보툴리눔 독소는 1920년대 덜 정제된 형태로 분리되고 49년 신경자극의 흐름을 차단하는 것이 의학적으로 증명되었다. 1973년 미국에서 안구 근육을 이완시킨다는 논문이 발표되면서 치료제로 개발되기 시작했으며 이어 눈꺼풀 경련이나 안면신경장애, 반측안면경련, 국소경련 등 이후 적용 가능한 질환이 계속 늘어나 현재 약 30여개 질환에 치료 목적으로 사용되고 있다. 글로벌 시장에서 치료제의 비중이 미용보다 높다.

2002년 미국 FDA가 보툴리눔 독소에 대해 피부주름 개선제로 승인하면서 미용 의약품 영역으로 용도 확대가 되었고 최근까지 시장의 높은 성장율에 영향을 주었다고 판단한다.

글로벌 시장에서 선두를 달리고 있는 앨러간은 애초 미용 목적의 시장에서의 경쟁자 침투를 예상하여 재활의학과나 신경외과, 비뇨기과 등 전문과를 중심으로 치료 적응증 확대에 주력하고 있다. 근육과 신경은 전신에 분포하고 있으므로 동일 근육 신경 간 작용기작을 이용한 적응증 확대는 계속될 것으로 판단한다.

II. 보툴리눔 독소제제 시장 수요

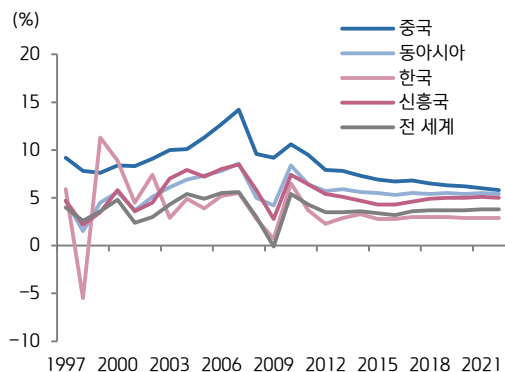
>>> 수요 확대는 지속될 것

소득수준 향상에 따른 생활 수준 증가

경제가 성장하면서 생활 수준 향상과 미에 대한 관심이 사회적으로 커지고 있다. 이는 미용 의료기기 시장의 성장을 이끌었는데 특히 여성이 글로벌 안면미용 수요자의 대부분을 차지하고 여성의 적극적 사회적 진출은 안면 미용과 같은 선택적 의료서비스에 대한 소비를 증가시켰다고 판단한다. 여성의 가처분 소득 증가는 안면미용 산업의 성장에 주요 요인이 된 것이다.

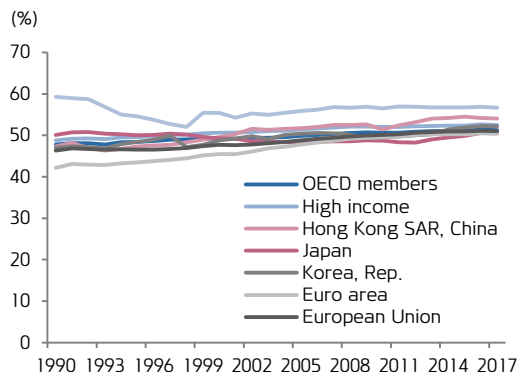
더구나 최근에는 미의식의 함양으로 여성뿐 아니라 남성을 대상으로 한 시장도 확대되는 추세이다. 개발도상국에서 소비자 인식이 높아짐에 따라 향후 수요 증가도 예상된다. 2013년 25억 달러였던 글로벌 안면미용시장은 2020년까지 연평균 11%의 성장률을 보이며 54억 달러까지 증가할 것으로 예상된다. 특히 한국, 미국, 중국 등은 해당 시장을 선도하는 기업들에게 다양한 성장 잠재력을 제공하며 2020년까지 글로벌 시장이 급격하게 성장하는 수혜를 입을 것으로 예상된다. 특히 보툴리눔 독소의 시술 효과는 일시적이기 때문에 반복적인 매출은 기업의 외형 확장에 순수한 고리를 형성할 것이다.

전세계 GDP 성장률보다 높은 신흥국 성장률



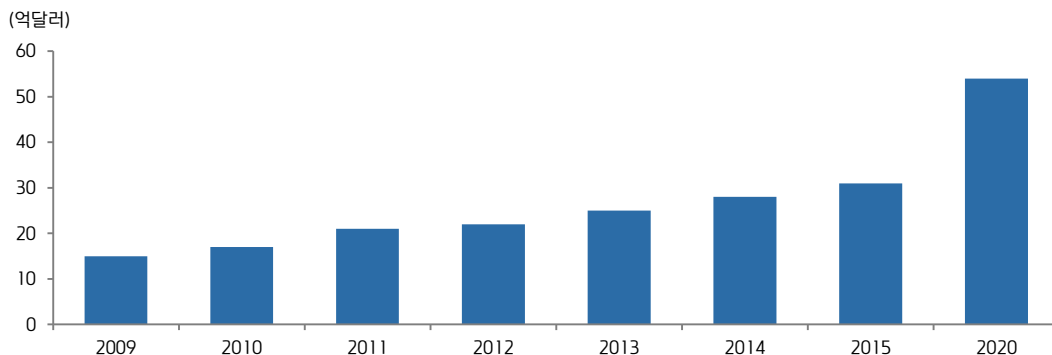
자료: IMF, 키움증권 리서치센터

여성의 사회적 진출 확대



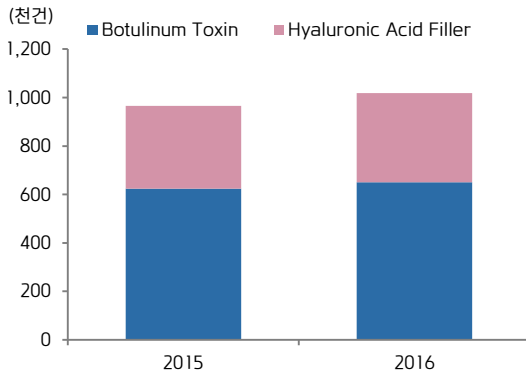
자료: World bank, 키움증권 리서치센터

세계 안면미용 시장 규모



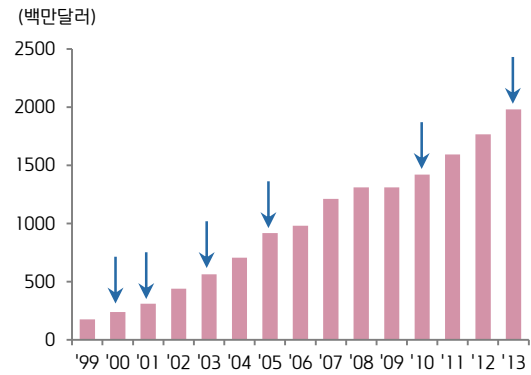
자료: GBI Research, 2014,

남성까지 시술 건수도 전세계적으로 증가



자료: ISAPS International Survey on Aesthetic/Cosmetic, 키움증권 리서치센터

적응증 확대로 매출 성장한 앨러간 사례



자료: Allergan annual report, 키움증권 리서치센터

정제와 적응증 다변화로 치료제 시장 확대 기대

국내에는 미용 목적으로 사용 빈도수가 더 많지만 사실 보툴리눔 독소 제제는 98년 사시와 안검경련을 최초의 적응증으로 시작되었다. 보툴리눔 독소는 콜린성 신경 말단의 고친화성 인식 부위에 시냅스 전으로 결합하고 아세틸콜린의 방출을 감소시켜 신경근 차단 효과를 일으킴으로써 작용한다. 이 메커니즘은 독소를 치료도구로 개발하기 위한 토대를 마련하였다.

앨러간의 보톡스 제품의 경우 1998년 사시와 안검경련을 시작으로 목근경련, 주름개선, 다한증치료, 뇌졸중치료, 편두통 등 적응증을 확대하면서 보톡스 매출액이 연평균 두 자릿수의 성장률로 지속적으로 늘어나고 있다. 국내 업체들이 아직 미용 시장에서만 두각을 나타내고 있지만 적응증 확대가 임상 3상만 진행하면 된다는 점을 감안하면 확장할 수 있는, 진입 가능한 시장의 성장성이 높다고 판단한다.

III. 보툴리눔 독소 시장 공급

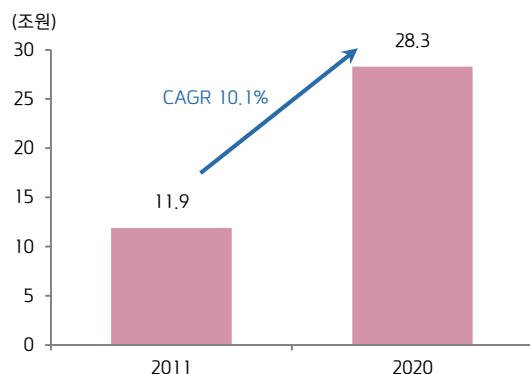
>>> 국내 가격 하락은 불가피

국내 시장은 이미 포화로 기존 점유율 고착화 중요

앨러간이 지난 1995년 보툴리눔 독소제제를 발매한 이후 총 8개사가 10개의 제품이 내수 시장에서 치열한 경쟁을 벌이고 있다. 이 중 국내 제품이 6가지임을 감안하면 시장의 포화를 가능할 수 있다. 과거 보툴리눔 독소 시장의 성장은 시술에 대한 높은 수요와 시술 가능 의사들의 증가, 높은 이익률 덕에 국내 업체들의 가격 하락 전략을 구사하면서 접근성을 높인 데에 기인한다. 최근 수요자들에게 직접적으로 접촉하기 위한 미디어 광고 등으로 판관비가 늘어나고 있지만 시장 지배력을 높이기 위한 목적이기 때문에 합리적이라고 판단한다. 왜냐하면 시장 성장은 계속되고 있고 이 시장에서 점유율을 고착화할 필요가 있기 때문이다.

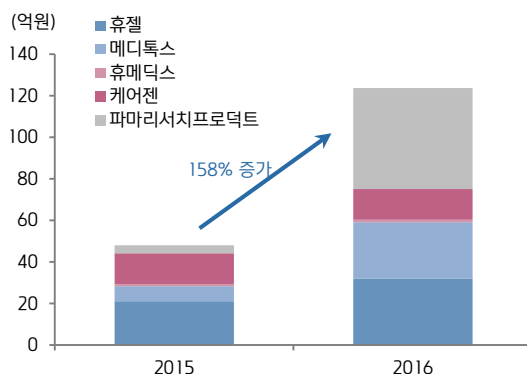
이전에는 얼굴에만 시술했다면 이제 부위 다변화를 통해서 지금까지는 미간 주름, 눈가 주름이나 사각턱에 대표적으로 사용해왔으나 최근에는 종아리나 어깨 등 시술 부위가 다변화되면서 시장 성장을 견인하고 있다.

국내 항노화 시장 성장은 지속될 것



자료: 삼성경제연구소2013, 키움증권 리서치센터

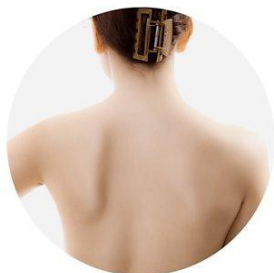
관련 회사들 대체로 광고선전비 증가



자료: 각사 사업보고서, 키움증권 리서치센터

다양해지는 보툴리눔 군주 시술 부위

바디 보톡스 시술부위 및 방법



승모근

목에서 어깨라인까지 라인을 부드럽고 매끈하게 줄여주는 시술을 말합니다. 승모근의 과도한 발달로 어깨 뒹침, 어깨 결림 등의 통증을 느끼시는 분들에게도 효과가 좋습니다.



팔뚝

운동이나 반복적인 생활 습관 등으로 발달한 팔의 삼각근, 삼두근 등을 간단한 주사시술로 근육을 축소시켜 슬림한 팔라인을 만드는 시술입니다.



종아리

과도하게 발달된 종아리근육에 보톡스를 주사해 자연스러운 근육손실을 유도하는 것으로 울퉁불퉁한 다리 라인을 매끄럽게 정리하는 시술입니다.

자료: 키움증권리서치센터

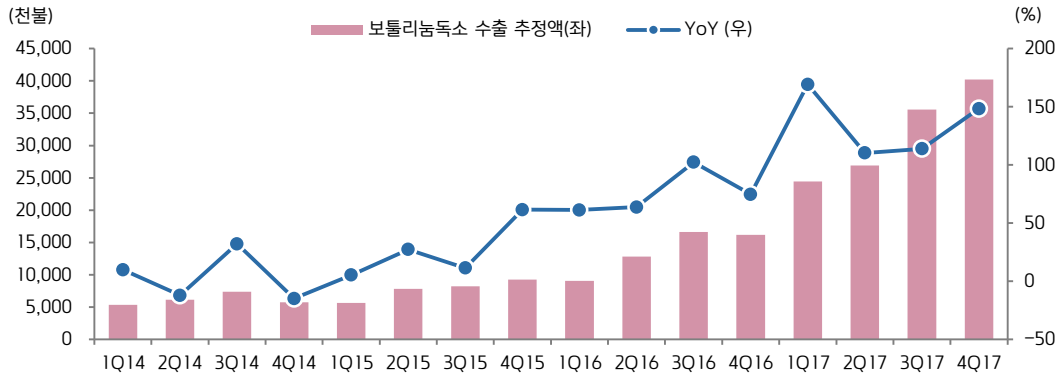
>>> 수출 비중 증가

해외 수출 비중 증가는 이익 증가로 이어질 것

국내 업체들의 수출 비중이 지속적으로 증가하고 있는 추세이다. 작년 휴가시즌과 내수 시장 경쟁 격화로 지급수수료, 광고 선전비 등 마케팅 관련 비용이 크게 늘었고 정치적 이슈 등으로 중국의 보따리상 (일명 타이공) 규제 리스크로 수출 증가세의 둔화 우려가 있었지만 지난해는 결국 전년 대비 두 배 이상 증가로 마감했으며 올해에도 그 성장세는 계속될 것이다.

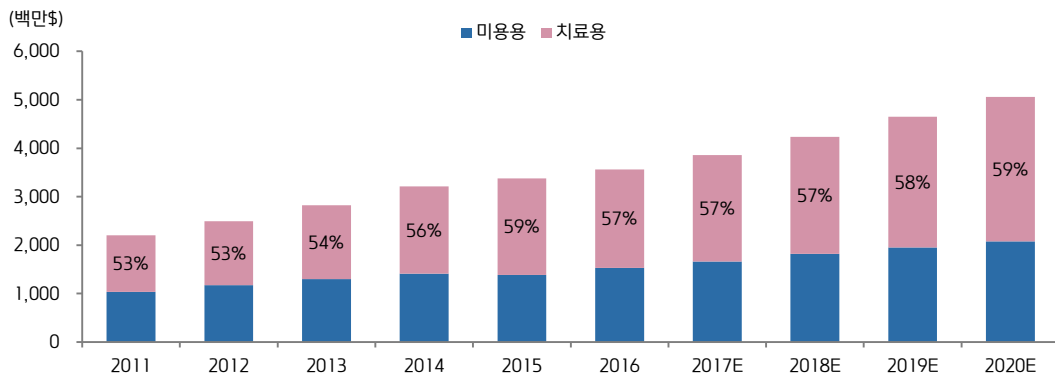
각 업체들 마다 지속적으로 품목 등록 이후 인증 국가 수가 늘고 있다. 해외에서는 국내보다 성장세가 빠르고 시장 규모도 더 크며 판매 가격도 높기 때문에 수출 비중 증가는 외형과 함께 내수에서의 비용 증가보다 더 큰 이익 증가로 이어질 것이다.

보툴리눔 독소 제제 수출액 증가



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치센터

세계 보툴리눔 독소 제제 시장 전망



자료: UBS Pharmaceutical Handbook 2016, 키움증권 리서치센터

>>> 고부가 가치인 치료제 시장

근육이 있는 곳이라면 어디나 활용 가능할 것

보툴리눔 독소시장에서 치료목적의 제제 비중은 과반수에 달한다. 치료제 시장은 각기 적응증 별로 임상 승인을 받아야 하기 때문에 진입이 까다롭지만 안정성 확보의 지위를 얻음과 동시에 판매 단가를 높게 받을 수 있어 이익율이 더 높다. 치료용 보툴리눔 독소의 시술 빈도수가 미용 시장보다 적음에도 불구하고 시장 비중이 높은 것은 이러한 점 때문이다.

눈 주변 과도한 비자발적 수축으로 일어나는 안면 마비가 대표적인 적응증이다. 1989년 FDA에 의해 이 적응증에 대한 승인을 받았고 효능이 확인되었다. 이는 후에 안검하수나 눈꺼풀의 불완전한 폐쇄 등으로 확장시킬 수 있다. 이외에도 경련성 발성 장애 및 사지 근육 긴장 등 근 긴장의 이상에 대해서는 계속 적응증을 확대해나갈 수 있다.

분비의 장애로 영역 확장 가능

다한증 같은 경우 땀이 과도하게 분비되고 통제할 수 없는 것이 특징이며 전체 인구의 3%를 차지하고 있다. 주로 발목이나 손바닥, 발바닥과 얼굴 등에서 발생하며 전신 약물 치료는 합병증의 위험 때문에 국지적으로 이루어져야 한다. 이에 보툴리눔 독소 제품이 효과를 보고 있다. 땀 이외에 비뇨기과적 분비나 다른 질병에 수반하여 오는 과도한 타액 분비에서 국지적인 치료가 필요한 경우 보툴리눔 독소 사용을 통한 근육의 조절 적응증을 확보할 수 있고 각 적응증 별 승인을 받게 된다면 활용될 수 있는 영역은 무궁무진하다.

다른 독소들과는 달리 독극물에서 치료제로 성공적으로 전환했을 뿐 아니라 잠재적인 ‘기적의 치료제’가 될 수 있고 이미 신경학 및 비 신경학 장애에 활용되는 연구가 충분히 이루어지고 있다. 다만 치료제 시장의 경우 기존 미용시장과는 달리 오프 더 라벨로 사용되기 보다는 치료 의료 행위가 들어가기 때문에 안정성 시험 이외에도 상태 별 최적 투여 량과 주사 횟수 등을 결정짓기 위해 임상 시험 결과를 거쳐야 한다는 점에서 기술적 진입장벽을 형성한다. 올해 선진 치료제 시장에서 허가를 받는다는 의미는 국내 업체들의 제품이 보다 안정적인 동시에 신규 진입 자들에 비해 입지를 다질 수 있는 기회가 될 것으로 판단한다.

>>> 독소물질이기 때문에 시장 진입장벽 형성

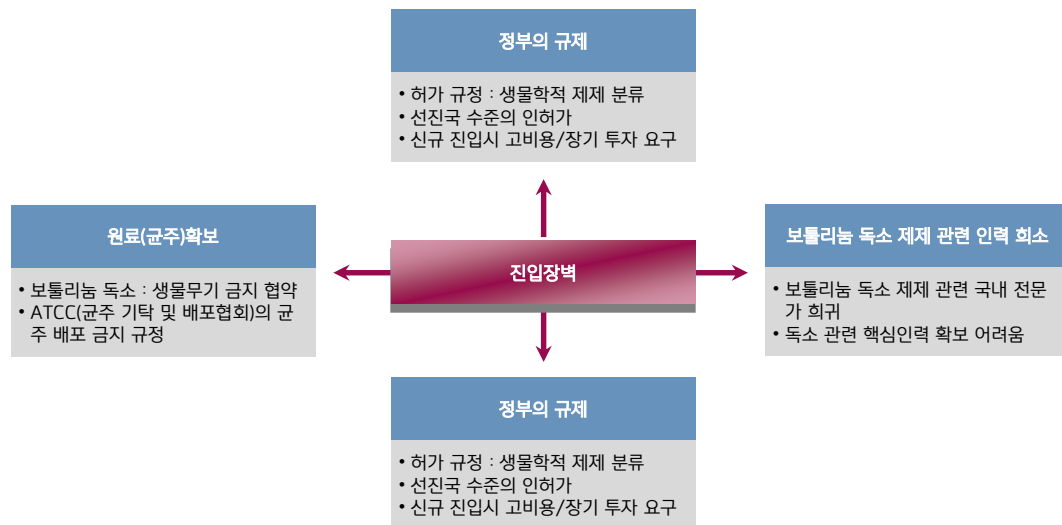
최근 개발 업체들이 증가하고 있지만 실패 가능성 유효

보툴리눔 독소는 자연계에서 생산되는 가장 강력한 독소로 미국 질병관리본부에서 위험도, 생산 및 테러 가능성을 고려하여 선정한 카테고리 중에서 탄저, 페스트 및 두창과 함께 A등급에 해당되는 가장 위험한 생물테러 무기 중 하나이다. 2005년 시뮬레이션 연구를 통해 유제품에 독소를 첨가하여 생물테러를 일으킬 시 방어준비가 안된 경우 10~100g만으로도 수만 명에서 수십만 명까지 희생자가 발생할 것이라는 예측 결과를 얻은 바 있다. 실제로 1995년 일본의 오음 진리교에 의한 도쿄역 지하철 테러 사건 당시 범인들이 사린 신경가스와 보툴리눔 독소를 함께 사용했다고 주장하여 전 세계적으로 이슈 된 바 있다.

국내 여러 제약사들이 신제품을 내놓고 있는 가운데 글로벌 제약 회사들도 고유의 독소 제품을 개발하기 위해 노력했지만 실패한 사례가 있다. 2009년에 존슨앤존슨사는 멘토 주식 회사를 11억달러에 인수했는데, 주된 이유는 이 회사가 보툴리눔 독소 관련 약물을 개발하고 있었기 때문이다. 5년 후 존슨앤존슨사는 이에 대한 개발을 중단했다. 그 이후로 FDA는 많은 회사들에 소위 생물학적으로 기존 앨러간의 보톡스 제품과 거의 동일한 바이오시밀러를 개발하도록 장려했지만 성공이 쉽지 않다. 신제품 출시에 가장 유력한 회사인 밀란 NV는 3월에 투자자들에게 관심을 보였지만 성공하지 못하고 있다.

성분의 복잡성이 보툴리눔 독소 산업의 진입 장벽을 형성하고 있다. 보툴리눔 독소는 1940년대 에드워드 산츠 박사에 의해 결정으로 분리되었으며 특허가 없어 이론적으로는 어느 제약사들도 시장 진입이 가능하다. 하지만 맹독이기 때문에 국가별로 제조나 획득, 보유 등 활용시 모두 신고의 대상이고 제조 과정에서 노하우가 필요하기 때문에 후발 주자들은 결국 성분을 따라 할 수 있더라도 개발 시작부터 전 과정을 거쳐야 한다. 훌륭한 와인을 만드는 것처럼 비록 제조 과정이나 성분은 특허로 보호받지 못하지만 선두 주자로서의 강점은 존재한다.

보툴리눔독소 제제의 진입장벽



자료 : 키움증권 리서치센터

IV. 투자전략

>>> Top Pick : 메디톡스

선진 시장에서의 성공이 프리미엄의 관건

국내 많은 업체들이 균주 확보를 통해 보툴리눔 독소 시장에 뛰어들고 있다. 글로벌 시장에서 진입이 까다로운 국가들의 비중이 크다는 점에서 주요 국가에서의 안착이 향후 지속 가능한 성장을 담보한다고 판단한다. 특히 단순 제품 출시보다 다양한 적응증 확보를 통한 치료제 시장에서의 성공적인 안착이 업체들에게 부여된 프리미엄에 합당한 근거가 될 것이라고 판단한다.

메디톡스 : 보톡스의 적응증 확대, 메디톡신의 호가호위

보툴리눔 독소 제제 글로벌 1위 업체인 앨러간과 기술 수출 계약을 맺으며 선진 시장에 강력한 유통망 구축이 용이해졌으며 적응증을 확보를 통해 시장 확대 가능성도 커졌다고 판단된다.

중국 CFDA에 제품 시판허가 신청서 제출로 제품 출시가 가장 빠르게 이루어진다는 점도 주목해야 한다. 기존 중국 내 허가 받은 제품의 개수가 2개이고 아직 중국 안면미용 시장이 빠르게 성장하는 초기단계라는 점을 감안하면 빠른 제품 출시가 큰 이점으로 자리잡을 것으로 판단하기 때문이다.

휴젤 : 일단 허가가 나면 속도는 빠를 것

작년 치열한 국내 경쟁 시장에서도 판가를 방어했다는 점은 국내 시장에서의 입지를 보여준다고 판단한다. 현재 중국과 북미, 유럽 임상을 동시에 진행하고 있다는 점은 긍정적이다. 유럽과 중국 판권은 현지 유통망이 잘 갖춰진 업체들이 보유하고 있어 빠른 확산도 기대된다. 다만 북미 임상의 경우 추가 임상의 가능성이 있다. 하지만 최대주주인 베인캐피탈의 기존 헬스케어 업체들을 경영한 경험으로 북미 시장의 영향력 있는 협력사를 찾을 수 있다는 점을 주목해야 한다.

대웅제약 : 그래도 나보타는 빠르고 시장성 높은 파이프라인 다수 보유

FDA의 나보타 제2공장 실사 과정에서 나온 보완 사항을 마무리 지어야 하는 절차가 남아있음에도 불구하고 올 하반기에는 북미에서 제품 허가가 나올 것으로 추정한다. 나보타의 북미시장 파트너사가 실질적 구매자로 구성되어있다는 점은 시장 환경을 우호적으로 형성해줄 것으로 판단한다. 또한 지속적인 R&D 투자를 통해 나보타 이외에도 시장성 높은 파이프라인을 다수 보유하고 있다는 점에 주목해야 한다.



기업분석

메디톡스
(086900)

BUY(Initiate)/목표주가 850,000원
얼마나 높이 날아갈지가 관건

휴젤
(145020)

BUY(Initiate)/목표주가 700,000원
한번도 실망시킨 적이 없다

대웅제약
(069620)

BUY(Initiate)/목표주가 240,000원
수출의 원년, 무기가 있다

메디톡스 (086900)



BUY(Initiate)

주가(3/6) 606,000원

목표주가 850,000원

앨러간과의 기술 이전 제품의 임상 진행 리스크가 소거되었다고 판단하며 제품 출시 가시화에 따른 프리미엄 부여가 합당하다고 판단한다. 또한 중국 시장에서 여느 업체보다 빠른 제품 출시도 시장 선점이라는 점에서 긍정적이다. SOTP 방식으로 산출한 목표주가 850,000원과 투자 의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

Stock Data

KOSDAQ (3/6)		859.21pt
시가총액		34,279억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	644,000원	401,900원
최고/최저가 대비 등락	-5.90%	50.78%
주가수익률	절대	상대
	1M	3.2% 3.0%
	6M	9.9% -16.6%
	1Y	47.2% 3.5%

Company Data

발행주식수	5,657천주	
일평균 거래량(3M)	44천주	
외국인 지분율	46.97%	
배당수익률(17.E)	0.62%	
BPS (17.E)	37,080원	
주요 주주	정현호 외 7인	21.7%
	Wasatch	
	Advisors, Inc	4.95%

Price Trend



얼마나 높이 날아갈지가 관건

>>> 목표주가 85만원으로 분석 개시

메디톡스에 대한 투자 의견 'BUY'와 목표주가 850,000원을 제시하며 기업분석을 개시한다. 목표주가는 영업가치에 사업 가치를 합산한 SOTP방식으로 산정하였다.

>>> 앨러간과의 기술이전 제품 기대

동사는 2013년 9월 차세대 액상형 보툴리눔 독소 이노투스 기술 이전 계약을 체결하였다. 상업화 이후 동사에서 제품 공급을 하고 한국을 제외한 전 세계 시장에서 앨러간이 독점 공급 조건이다. 올해 내 임상3상을 시작할 예정으로 제품 출시 가시화에 따른 높은 성장성 기대는 프리미엄 부여가 합당하다.

>>> 여전히 고성장의 사업 영역

국내 시장의 포화에도 불구하고 해외 시장 진출이 활발하게 진행됨에 따라 올해 성장 가도는 이익율이 향상되는 해외에서 계속 진행될 것으로 판단한다. 이미 올초부터 메디톡스의 중국 시판허가 신청을 완료하며 내년부터 중국에서 제품 출시가 기대된다. 매 분기마다 실적을 갱신하는 기록 행진은 연이어 계속될 것이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액(억원)	885	1,333	1,812	2,317	3,126
보고영업이익(억원)	517	752	878	1,153	1,535
핵심영업이익(억원)	517	752	878	1,153	1,535
EBITDA(억원)	555	799	923	1,202	1,586
세전이익(억원)	520	750	883	1,167	1,567
순이익(억원)	423	592	732	948	1,273
지배주주지분순이익(억원)	423	592	732	948	1,273
EPS(원)	7,477	10,471	12,936	16,753	22,512
증감율(%YoY)	-3.1	40.0	23.5	29.5	34.4
PER(배)	68.6	34.1	27.6	21.3	15.8
PBR(배)	25.6	13.7	9.6	6.9	4.9
EV/EBITDA(배)	51.3	26.1	22.3	16.5	11.8
보고영업이익률(%)	58.4	56.4	48.4	49.8	49.1
핵심영업이익률(%)	58.4	56.4	48.4	49.8	49.1
ROE(%)	43.4	45.4	40.9	37.7	36.3
순부채비율(%)	-46.2	48.1	21.1	-10.4	-35.1

Summary

>>> 투자 의견 'BUY', 목표주가 850,000 원으로 분석 개시

메디톡스에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 850,000원으로 기업 분석을 개시한다. 목표주가는 2018년 예상 실적기준에 PER 35배를 적용한 영업 가치와 이노투스의 북미 시장 가치, 뉴로넥스의 중국 시장 가치를 SOTP 방식으로 산정했다.

투자 포인트는

- 1) 필러와 보톡스의 다양한 제형 및 적응증 확대를 통해 매출 확대가 지속될 것이라는 점,
- 2) 현재 시판 중인 국가 이외에 허가를 진행하는 국가 시장이 더 커서 성장 여력이 높다는 점,
- 3) 올해 초 앨러간과의 기술 이전된 액상형 보톡스 제품의 임상 3상 개시로 모멘텀을 보유하고 있다는 점이다.

기존의 미용 목적의 시장에서 영역 확장을 지속하는 동시에 선진국 시장에서 치료용 시장으로 진입한다는 점은 큰 의미가 있다. 적응증을 추가로 획득하기 위해서는 시간과 비용 소요도 많이 들고 안전성에 더 엄격한 기준을 적용 받아야 하기 때문에 진입이 까다롭기 때문이다. 이미 국내에서 적응증을 확보하고 있고 기술 수출을 통하여 기술력은 입증되었다.

>>> 활발한 R&D를 기반으로 지속 성장 실현할 것

최근 보툴리눔 독소 시장은 다수의 회사가 등장하며 경쟁이 치열해지고 그 중 다양한 제품군이나 치료 적응증 등을 제품군으로 가진 회사가 유리하다. 당사는 코어톡스와 이노투스 등 여러 가지 제품 라인업을 통해서 시장의 니즈에 부합하는 제품을 보유하고 있는데 이는 활발한 R&D가 뒷받침 되었다고 판단한다. 지속적인 여러 방면의 R&D 기반은 당사의 지속 성장을 실현시킬 것으로 판단한다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액(억원)	885	1,333	1,812	2,317	3,126
보고영업이익(억원)	517	752	878	1,153	1,535
핵심영업이익(억원)	517	752	878	1,153	1,535
EBITDA(억원)	555	799	923	1,202	1,586
세전이익(억원)	520	750	883	1,167	1,567
순이익(억원)	423	592	732	948	1,273
지배주주지분순이익(억원)	423	592	732	948	1,273
EPS(원)	7,477	10,471	12,936	16,753	22,512
증감율(%YoY)	-3.1	40.0	23.5	29.5	34.4
PER(배)	68.6	34.1	27.6	21.3	15.8
PBR(배)	25.6	13.7	9.6	6.9	4.9
EV/EBITDA(배)	51.3	26.1	22.3	16.5	11.8
보고영업이익률(%)	58.4	56.4	48.4	49.8	49.1
핵심영업이익률(%)	58.4	56.4	48.4	49.8	49.1
ROE(%)	43.4	45.4	40.9	37.7	36.3
순부채비율(%)	-46.2	48.1	21.1	-10.4	-35.1

>>> 내수 시장 지배력 강화

기술 개발을 통한 신제품 출시 지속

동사의 자체 개발제품인 '메디톡신'은 출시 원년인 2006년 국내 시장 점유율이 8%에 불과했으나 출시 3년만에 국내 시장 점유율 1위를 차지하였다. 현재 국내 시장 점유율 40%에 달하고 있다. 2014년 기존 분말형 보툴리눔 독소 제제와 달리 별도의 희석과정 없이 바로 사용 가능한 액상 제형의 이노톡스를 출시하면서 시술자의 편의성을 개선하고 정밀한 시술 용량 산정에 용이한 제제를 출시하는 동시에 안정성을 높이면서 치료용 시장 진입 확대에 유리한 위치를 선점하게 되었다.

현재 메디톡스는 뇌졸중 근육경직, 미간주름, 소아마비 아킬레스건 근육경직, 안검경련 등에 보툴리눔독신 적응증을 가지고 있으며 편두통, 다한증, 사각턱에 관한 임상을 실시하고 있다. 치료용 시장이 향후 경쟁이 치열한 미용관련 보툴리눔 독신 시장에서 새로운 성장 동력이 될 것을 감안하면 기존 높은 점유율 고착화에 중지부를 찍을 수 있을 것으로 판단한다.

메디톡스 생산설비 현황

구분	제 1 공장	제 2 공장	제 3 공장
주소	오창	오성	오성
면적	4,851m ²	17,820m ²	15,328m ²
생산시설 현황	보툴리눔 독신과 필터	엘러간 전용	보툴리눔 독신 완공, 필터 건설 중
생산 Capacity	120 만 바이알	750 만 바이알	900 만 바이알
완공일자	2002 년 9 월	2014 년 5 월	2016 년 12 월

자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

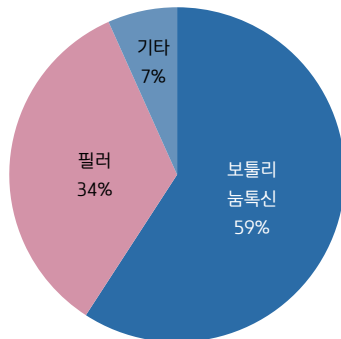
>>> 보톡스의 적응증 확대, 메디톡스의 호가호위

해외 지역 활발한 인증으로 수출 확대도 기대

현재 대부분이 미용의 목적으로 전 세계 60여개국에 진출해 수출 비중이 전체 매출액의 75%를 차지하고 있다는 점은 긍정적이다. 국내 보툴리눔 독소제제 시장은 미용 목적이 90%가량의 비중을 차지하고 있지만 글로벌 시장에서는 치료용 시장의 비중이 더 높다. 보툴리눔 독소제제 최초 의약품인 알러간사의 '보톡스'는 1998년 사시와 안검경련을 최초 적응증으로 획득한 후 목근경련, 주름개선, 다한증치료, 뇌졸중치료, 편두통 치료 등으로 적응증을 확대, 최근까지 매출이 지속적으로 늘어나고 있다. 보툴리눔독신 제제로 치료 가능한 질환은 현재 적응증을 포함해 성장 가능성이 약 800개가 될 것으로 추정되고 있고 향후 고가의 시장을 형성할 수 있다고 판단한다.

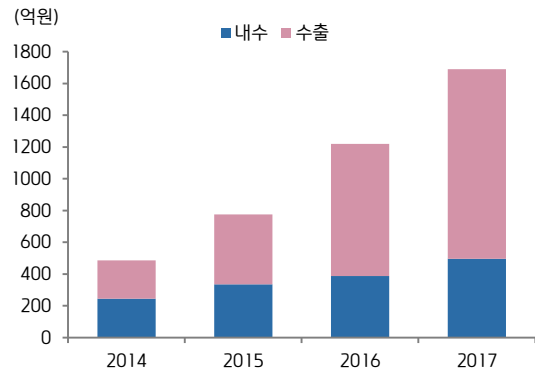
국내에서 이미 출시되고 앨러간에 기술수출 계약을 한 '이노톡스'의 북미 시장 출시 후 향후 치료용 시장의 접근이 더 용이할 수 있을 것으로 판단된다. 앨러간사의 경험적 변수를 토대로 임상 시험 후 치료용 적응증 추가는 무리가 없을 것으로 판단되며 액상형 제형의 편의성과 안정성을 이유로 기존 앨러간사의 보톡스 제품을 대체할 수 있을 것이다.

2017년 매출 구성



자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

꾸준한 수출 성장



자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

중국 CFDA에 보툴리눔 독소 제제 뉴로독스 시판허가 신청서 제출

중국에서 정식으로 허가 받은 보툴리눔 독소 제제 제품은 앨러간 사의 보톡스와 란저우 사의 BTXA 뿐으로 올해 시판허가 신청서를 제출 후 2019년 최종 시판 허가가 가능할 것으로 추정된다. 해당 제품은 뉴로독스(국내 제품명 : 메디톡스)로 국내 시장에서 이미 경쟁력을 입증받은 제품으로 중국의 Bloomage와 설립한 JV (50:50)을 통해 유통될 것으로 추정된다. Bloomage는 히알루론산 전문 업체로 중국 내 20%의 점유율을 차지하고 있으며 보툴리눔 독소 제품을 가지고 있지 않기 때문에 보툴리눔 제품과 필러 제품의 라인업 이후 매출 성장이 가파르게 일어나는 국내 환경과 중국의 미용 시장 환경이 비슷하다는 점을 바탕으로 제품 출시 후 빠른 시장 침투가 일어날 수 있을 것으로 기대된다.

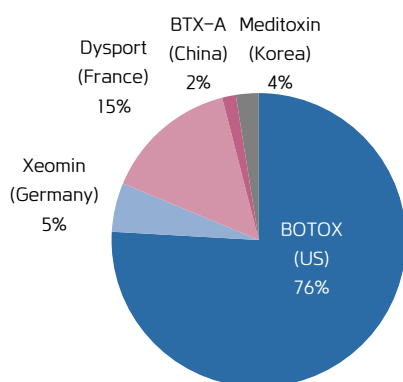
중국 성형산업 시장 규모는 연평균 29%의 성장률을 보이며 향후 25% 이상의 성장률을 유지할 것으로 전망되고 있는 가운데 특히 대도시에서는 보톡스 주사 및 안면 필러 등 빠른 성형을 하는 진료소와 뷰티샵들이 우후죽순 증가하고 있다. 현재 중국 내 빠른 성형시장은 전체 시장 중 80%를 차지하고 있으며 특히 보툴리눔 독소 주사(43%)의 비중이 필러(26%)나 레이저 시술(12%)보다 높다. 동사가 제품 출시 후에는 내수 시장 침투처럼 제품의 품질과 가격 경쟁력을 바탕으로 빠르게 시장 침투할 수 있을 것으로 추정한다.

중국 시장에서 가격 경쟁력 가능할 것

제품명	제조사	가격
BOTOX	Allergan	50~70 만원
BTX-A	중국 란주	35~51 만원
뉴로독스	메디톡스	미정이나 국내 가격 10 만원대

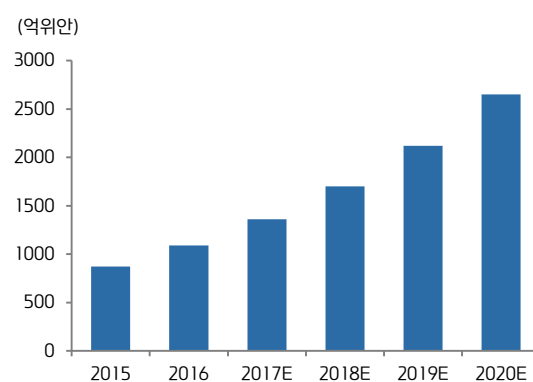
자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

중국 매출만으로 글로벌 시장 1.5% 차지한 중국업체



자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

꾸준히 성장하고 있는 중국의 성형산업



자료: 중국성형미용협회, 키움증권 리서치센터

>>> 실적 추정 내역

메디톡스매출NPV (단위:십억원)

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
이노투스														
예상매출액	북미시장*예상점유율					120.78	209.70	283.08	395.62	488.40	693.52	735.20	891.94	941
예상북미시장점유율						5	8	10	13	15	20	20	23	23
러닝로열티	매출액의 11%	-	-	-	-	14	25	34	47	59	83	88	107	113
제조수익	마진율 30%가정	-	-	-	-	3	20	27	38	47	67	71	86	90
마일스톤		25		35	50	60								
메디톡스수익		25	-	35	50	77	45	61	85	105	150	159	193	203
원화가치(십억원)	환율 1,100 원가정	28	-	39	55	85	50	67	94	116	165	175	212	224
FCF	법인세율 20%가정	22	-	31	44	68	40	54	75	93	132	140	170	179
현재가치	WACC7%가정	22	-	27	36	52	29	36	47	55	73	72	82	81
NPVofFCF	2030년까지의합	613												
NPVofTV	TerminalGrowth1%가정	563												
TotalNPV		1,177												
뉴로룩스														
예상매출액		-	63.20	105.76	206.85	244.12	284.05	326.55	339.15	351.96	364.98	378.21	391.44	443.44
중국보톡스시장(추정)		1,201	1,264	1,322	1,379	1,436	1,495	1,555	1,615	1,676	1,738	1,801	1,864	1,928
점유율		-	5	8	15	17	19	21	21	21	21	21	21	23
매출인식(지분법환입)	매출액의 30%	-	19	32	62	73	85	98	102	106	109	113	117	133
제조수익	마진율 20%가정	-	-	13	21	41	49	57	65	68	70	73	76	89
메디톡스수익		-	32	53	103	122	142	163	170	176	182	189	196	222
원화가치(십억원)	환율 1,100 원가정	-	35	58	114	134	156	180	187	194	201	208	215	244
FCF	법인세율 20%가정	-	-	28	47	91	107	125	144	149	155	161	166	195
현재가치	WACC7%가정	-	-	26	41	74	82	89	96	93	90	87	85	87
NPVofFCF	2030년까지의합	931												
NPVofTV	TerminalGrowth1%가정	566												
TotalNPV		1,497												

주 : 러닝로열티 매출액의 11%, 제조수익 마진율 30%, 환율 1,100원, 법인세율 20%, WACC 7% 가정

자료: 키움증권 리서치센터

상세 매출 추정 내역 (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018	2019
매출액	404.8	474.7	403.1	529.8	514.3	550.4	512.2	615.9	1812.4	2192.9	3125.7
YoY (%)					27.1	16.0	27.1	16.3		21.0	42.5
보툴리눔 독소	253.0	288.0	275.0	273.0	264.7	305.0	318.0	363.5	1089.0	1251.2	2098.8
YoY (%)					4.6	5.9	15.7	33.1		14.9	67.7
매출 비중 (%)	62.5	60.7	68.2	51.5	51.5	55.4	62.1	59.0	60.1	57.1	67.1
필러	155.0	132.0	103.0	175.0	182.3	200.6	173.0	218.7	565.0	774.7	774.6
YoY (%)					17.6	52.0	67.9	25.0		37.1	(0.0)
매출 비중 (%)	38.3	27.8	25.5	33.0	35.4	36.5	33.8	35.5	31.2	35.3	24.8
기타	33.8	32.7	33.1	21.8	35.2	34.5	35.7	21.9	121.4	127.3	127.4
YoY (%)					4.2	5.6	7.6	0.8		4.9	0.0
매출 비중 (%)	8.3	6.9	8.2	4.1	6.8	6.3	7.0	3.6	6.7	5.8	4.1
영업이익	211.8	263.8	169.4	256.6	250.7	266.9	246.5	290.8	901.6	1054.9	1436.1
YoY (%)					18.4	1.2	45.6	13.3		17.0	36.1
OPM (%)	52.3	55.6	42.0	48.4	48.7	48.5	48.1	47.2	49.7	48.1	45.9

자료: 키움증권 리서치센터

메디톡스 Valuation 내역 (단위: 십억원)

영업가치		Multiple	Value
2018 EPS	2,885	35.0	82
사업가치		성공확률 (%)	
이노톡스	1,177	90	1058.875
뉴로톡스	1,048	90	942.95
사업가치 합계	2,002		
기업가치	4,887		
순차입금	95		
주주가치	4,792		
주식수 (주)	5,656,535		
적정주가 (원)	847,147		

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	885	1,333	1,812	2,317	3,126
매출원가	142	241	370	485	657
매출총이익	743	1,092	1,442	1,832	2,469
판매비및일반관리비	227	340	564	679	934
영업이익(보고)	517	752	878	1,153	1,535
영업이익(핵심)	517	752	878	1,153	1,535
영업외손익	3	-2	6	14	32
이자수익	4	2	5	6	8
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	13	26	32	30	36
이자비용	1	9	9	9	9
외환손실	8	35	30	24	17
관계기업지분법손익	-1	-8	-5	-2	1
투자및기타자산처분손익	1	2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	4	17	13	13	13
기타	-9	3	0	0	0
법인세차감전이익	520	750	883	1,167	1,567
법인세비용	97	158	151	219	293
유효법인세율 (%)	18.6%	21.0%	17.1%	18.8%	18.7%
당기순이익	423	592	732	948	1,273
지배주주지분손이익(억원)	423	592	732	948	1,273
EBITDA	555	799	923	1,202	1,586
현금순이익(Cash Earnings)	461	640	777	997	1,324
수정당기순이익	419	577	721	937	1,263
증감률(% YoY)					
매출액	16.6	50.6	36.0	27.8	34.9
영업이익(보고)	3.4	45.5	16.7	31.4	33.1
영업이익(핵심)	3.4	45.5	16.7	31.4	33.1
EBITDA	5.1	44.0	15.5	30.3	31.9
지배주주지분 당기순이익	-3.1	40.0	23.5	29.5	34.4
EPS	-3.1	40.0	23.5	29.5	34.4
수정순이익	-0.4	37.8	24.9	30.0	34.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동현금흐름	224	541	680	1,041	1,416
당기순이익	423	592	732	948	1,273
감가상각비	23	30	30	35	38
무형자산상각비	16	17	16	14	13
외환손익	0	23	-2	-6	-19
자산처분손익	3	0	0	0	0
지분법손익	1	8	5	2	-1
영업활동자산부채 증감	-219	-163	-102	42	92
기타	-22	33	2	6	19
투자활동현금흐름	-75	-1,143	-354	-239	-263
투자자산의 처분	264	303	-62	-65	-105
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-301	-1,365	-301	-166	-166
무형자산의 처분	-37	-82	0	0	0
기타	-1	0	9	-8	7
재무활동현금흐름	68	492	-111	-112	-110
단기차입금의 증가	162	140	0	1	0
장기차입금의 증가	0	603	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-85	-96	-111	-116	-116
기타	-9	-155	0	4	6
현금및현금성자산의순증가	221	-114	215	690	1,043
기초현금및현금성자산	51	272	158	373	1,063
기말현금및현금성자산	272	158	373	1,063	2,106
Gross Cash Flow	443	704	782	999	1,323
Op Free Cash Flow	-99	-969	370	861	1,224

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	1,035	686	1,091	1,981	3,344
현금및현금성자산	272	158	373	1,063	2,106
유동금융자산	504	147	200	256	346
매출채권및유동채권	201	312	424	542	731
재고자산	58	69	94	120	161
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,001	2,554	2,814	2,956	3,096
장기매출채권및기타비유동채권	27	26	35	45	61
투자자산	37	723	727	734	750
유형자산	810	1,506	1,777	1,908	2,036
무형자산	103	193	177	163	150
기타비유동자산	24	107	99	106	99
자산총계	2,036	3,240	3,906	4,937	6,440
유동부채	475	766	680	739	858
매입채무및기타유동채무	164	185	251	301	406
단기차입금	251	398	398	399	399
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	61	183	31	39	53
비유동부채	425	998	1,129	1,270	1,496
장기매입채무및비유동채무	400	363	494	631	851
사채및장기차입금	0	618	618	618	618
기타비유동부채	26	17	17	21	27
부채총계	901	1,764	1,808	2,008	2,354
자본금	28	28	28	28	28
주식발행초과금	139	139	139	139	139
이익잉여금	1,235	1,728	2,349	3,180	4,338
기타자본	-267	-418	-418	-418	-418
지배주주지분자본총계	1,135	1,477	2,097	2,929	4,086
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	1,135	1,477	2,097	2,929	4,086
순차입금	-524	710	442	-303	-1,435
총차입금	251	1,015	1,015	1,016	1,016

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	7,477	10,471	12,936	16,753	22,512
BPS	20,062	26,108	37,080	51,780	72,239
주당EBITDA	9,813	14,129	16,319	21,257	28,036
CFPS	8,157	11,311	13,741	17,630	23,414
DPS	1,700	2,000	2,200	2,200	2,200
주가배수(배)					
PER	68.6	34.1	27.6	21.3	15.8
PBR	25.6	13.7	9.6	6.9	4.9
EV/EBITDA	51.3	26.1	22.3	16.5	11.8
PCFR	62.9	31.5	26.0	20.2	15.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	58.4	56.4	48.4	49.8	49.1
영업이익률(핵심)	58.4	56.4	48.4	49.8	49.1
EBITDA margin	62.7	60.0	50.9	51.9	50.7
순이익률	47.8	44.4	40.4	40.9	40.7
자기자본이익률(ROE)	43.4	45.4	40.9	37.7	36.3
투자자본이익률(ROIC)	133.5	60.9	46.8	52.9	68.6
안정성(%)					
부채비율	79.4	119.4	86.2	68.6	57.6
순차입금비율	-46.2	48.1	21.1	-10.4	-35.1
이자보상배율(배)	487.9	81.8	95.5	125.4	166.9
활동성(배)					
매출채권회전율	5.1	5.2	4.9	4.8	4.9
재고자산회전율	18.4	20.9	22.3	21.7	22.3
매입채무회전율	5.1	7.6	8.3	8.4	8.8

휴젤 (145020)



BUY(Initiate)

주가(3/6) 582,000원

목표주가 700,000원

내수 시장의 성장세는 지속될 전망이다. 유럽과 중국, 미국 임상을 동시에 진행하면서 유럽과 중국에서 영향력 있는 유통망을 이미 확보했다는 점이 긍정적이다. 다만 북미 임상이 지연될 수 있으나 새로운 파트너를 모색하려는 움직임을 보인다는 점은 긍정적이다. 목표주가 700,000원과 투자 의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

Stock Data

KOSDAQ (3/6)		859.21pt
시가총액		25,071억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	617,900원	337,500원
최고/최저가 대비 등락	-5.81%	72.44%
주가수익률	절대	상대
	1M	7.7% 7.6%
	6M	9.7% -16.6%
	1Y	62.7% 14.4%

Company Data

발행주식수	4,308천주
일평균 거래량(3M)	30천주
외국인 지분율	55.11%
배당수익률(17.E)	0.00%
BPS (17.E)	75,046원

주요 주주	Leguh Issuer	51.70%
	Designated	
	Activity	
	Company	

Price Trend



한번도 실망시킨 적이 없다

>>> 목표주가 70만원으로 분석 개시

휴젤에 대한 투자 의견 'BUY'와 목표주가 700,000원을 제시하며 기업 분석을 개시한다. 유통 판권 판매가 다른 업체와 달리 출시 후 뚜렷한 계약 규모보다는 유통 확보에 의의가 있으므로 목표주가는 2018년 예상 실적기준에 PER 35배를 적용하여 산정하였다.

>>> 글로벌 임상 순항 확인

미국은 2015년 12월, 유럽은 16년 3월, 중국은 16년 5월에 임상을 시작하였고 현재 삼국에서 임상 3상을 허가 받아 동시에 진행하고 있으며 세 국가 모두 올해 하반기 중 임상 작업을 완료할 수 있을 것으로 추정한다.

>>> 글로벌 기업을 등에 업는다는 것

지난해 6월 글로벌 사모투자펀드(PEF) 베인캐피탈에 인수되면서 기존 지배구조의 불확실성이 사라졌고 동시에 선진 시장 진출에 유리할 것으로 판단된다. 2014년부터 오스트리아 크로마사가 미국/유럽의 임상을 진행하며 판권을 보유하고 있으나 미국의 경우 자회사 설립으로 판권을 회수하여 직접 유통할 것으로 기대되며 중국은 사환계약과 파트너십을 맺고 있다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	651	1,242	1,821	2,236	3,066
보고영업이익(억원)	178	633	1,020	1,231	1,708
핵심영업이익(억원)	178	633	1,020	1,231	1,708
EBITDA(억원)	193	681	1,065	1,282	1,759
세전이익(억원)	393	643	1,047	1,290	1,800
순이익(억원)	359	509	823	1,016	1,418
지배주주지분순이익(억원)	339	433	700	864	1,205
EPS(원)	12,625	13,177	18,635	20,047	27,983
증감율(%YoY)	138.5	4.4	41.4	7.6	39.6
PER(배)	15.7	24.4	17.2	16.0	11.5
PBR(배)	3.1	4.2	4.3	3.4	2.6
EV/EBITDA(배)	31.7	16.7	10.3	7.7	5.0
보고영업이익률(%)	27.3	50.9	56.0	55.0	55.7
핵심영업이익률(%)	27.3	50.9	56.0	55.0	55.7
ROE(%)	27.8	20.8	26.1	24.9	26.8
순부채비율(%)	-35.5	-37.9	-41.1	-54.2	-60.8

Summary

>>> 투자의견 'BUY', 목표주가 700,000 원으로 분석 개시

휴젤에 대한 투자의견 'BUY'와 목표주가 700,000원을 제시하며 기업분석을 개시한다. 목표주가는 2018년 예상 실적기준 EPS에 PER 35x를 적용하여 산정하였다.

투자 포인트는

- 1) 필러와 보톡스의 다양한 제형 및 적응증 확대를 통해 매출 확대가 지속될 것이라는 점,
- 2) 현재 북미와 유럽, 중국 임상을 동시에 진행하고 있다는 점,
- 3) 북미 새로운 파트너사로 변경하며 영향력 있는 유통망 확보의 가능성이 있다는 점이다.

현재 휴젤이 진출해 있는 국가에서 지속적인 성장세를 나타내고 있는 동시에 이외 국가에서 추가 인허가를 진행 중이며 특히 미국/유럽/중국 등 메이저 국가에서 글로벌 임상 3상을 진행중인 점에 주목해야 한다. 생산 설비 증강을 통한 생산력 보강은 이러한 성장의 전초단계라고 할 수 있다. 특히 물질을 다루는 기술력은 국내 시장에서 입증된 만큼 가성비 높은 제품과 고단위 제형unit 라인을 보유하고 있다는 점은 해외 시장 진출에 성공 가능성을 높여줄 것으로 판단한다.

>>> 글로벌 기업을 등에 업는 다는 것

지난해 6월 글로벌 사모투자펀드(PEF) 베인캐피탈에 인수되면서 기존 지배구조의 불확실성이 사라졌고 동시에 선진 시장 진출에 유리할 것으로 판단된다. 2014년부터 오스트리아 크로마사가 미국/유럽의 임상을 진행하며 판권을 보유하고 있으나 미국의 경우 유통은 직접 자회사 설립하고 이를 통할 것으로 기대된다. 중국은 전국 약 3000여개 중간도매업체와 1만여 개 병원에 약품을 공급하는 등 강한 유통 채널을 보유하는 사할제약과 유통 파트너십을 맺고 있는데 임상 3상은 상반기 중으로 마무리 될 것으로 최종 허가는 2019년 하반기로 추정된다. 내수 시장의 축소보다는 해외 성장을 통해 더 높은 이익 실현이 기대된다.

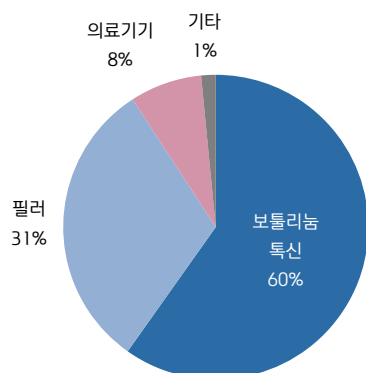
투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	651	1,242	1,821	2,236	3,066
보고영업이익(억원)	178	633	1,020	1,231	1,708
핵심영업이익(억원)	178	633	1,020	1,231	1,708
EBITDA(억원)	193	681	1,065	1,282	1,759
세전이익(억원)	393	643	1,047	1,290	1,800
순이익(억원)	359	509	823	1,016	1,418
지배주주지분순이익(억원)	339	433	700	864	1,205
EPS(원)	12,625	13,177	18,635	20,047	27,983
증감율(%YoY)	138.5	4.4	41.4	7.6	39.6
PER(배)	15.7	24.4	17.2	16.0	11.5
PBR(배)	3.1	4.2	4.3	3.4	2.6
EV/EBITDA(배)	31.7	16.7	10.3	7.7	5.0
보고영업이익률(%)	27.3	50.9	56.0	55.0	55.7
핵심영업이익률(%)	27.3	50.9	56.0	55.0	55.7
ROE(%)	27.8	20.8	26.1	24.9	26.8
순부채비율(%)	-35.5	-37.9	-41.1	-54.2	-60.8

>>> 상장 이후 연이은 최대 실적 달성

경쟁사 대비 밸류에이션 매력 가장 높아

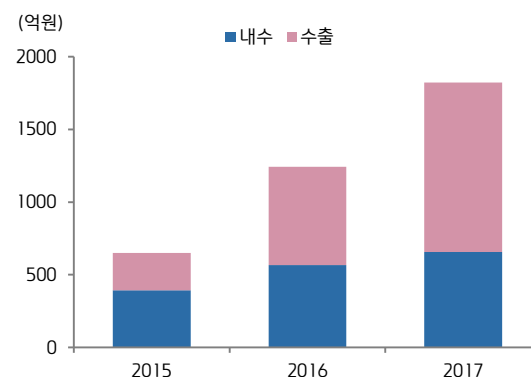
2001년에 설립된 이후 매년 두 자릿수 이상의 성장률을 보이면서 빠르게 외형 성장을 하였고 매년 최대 실적을 달성하고 있다. 작년 하반기 많은 제품이 출시되면서 내수에서 가격경쟁이 심화되고 있는 와중에 공격적인 수출 전략으로 수출 비중이 지속적으로 증가하고 있는 추세이다. 특히 여러 용량의 보툴리눔 독소제제와 필러, 의료기기 등의 다양한 제품 라인업으로 사용자 편의에 맞게 구성되어있다는 점이 강점이다.

2017년 매출 구성



자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

꾸준한 수출 성장



자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

휴젤의 제품 허가 시기 추정 내역

Distributor	Product	2017	2018	2019	2020	2021
US	Hugel's US Subsidiary (preliminary)	Track 1 Clinical Trials III	CSR& Application	Review	Marketing Approval	
		Track 2 Clinical Trials III	Transition into Hugel	Additional Clinical Trials III	CSR& Application	Review Marketing Approval
	Croma Filler					Marketing Approval
EU	Croma Pharma					
	Hugel Toxin	Clinical Trials III	CSR& Application	Review	Marketing Approval	
	Croma Filler	Marketed				
CHINA	Sihuab Pharna					
	Hugel Toxin	Clinical Trials III	CSR& Application	Review	Marketing Approval	
	Hugel Filler	Clinical Trials	CSR& Application	Review	Marketing Approval	

자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

>>> 글로벌 기업을 등에 업고 글로벌 출격 준비를 한꺼번에

베인캐피탈의 스타다 인수, 미국 판권 회수의 가능성

작년 하반기 베인캐피탈과 신벤 컨소시엄은 독일 제약사 스타다의 인수를 마무리했다. 스타다는 독일 복제약 기업 중 3위권 회사로 2015년 12월 휴젤의 보툴리눔 독소 제제인 ‘보툴렉스’의 유럽 10개국 판권을 확보한 바 있다. 유럽의 경우 2016년 3월 독일/폴란드에서 임상 3상 허가 후 진행 중에 있으며 내년 하반기 중으로 유럽 출시가 기대된다. 필러의 경우 임상을 준비하고 CSR 준비 중에 있으며 최종 허가는 올해 하반기가 될 것으로 추정된다.

미국 판권의 경우 현재 오스트리아 제약사 크로마파마가 가지고 있는데 북미지역 유통역량이 강하지 않기 때문에 미국 판권을 회수해 새로운 협력사를 찾을 가능성도 높다. 현재 미국 임상 환자수를 추가로 요구될 수 있기 때문에 기존 스케줄과 별개로 병행으로 추가 임상 환자수를 가득한 Track 2 도 병행 준비를 하여 예상보다 출시가 지연될 가능성이 있다. 국내 시장에서도 후발주자지만 빠르게 성장한 경험이 있기 때문에 해외 시장에서도 진입 시기는 늦겠지만 기 확보된 유통망을 잘 활용할 것이라는 점이 기대된다. 베인캐피탈은 미국과 영국 대형의료기관(Acadia), 세계 최대 바이오 의약품 임상시험수탁기관(CRO), 키타일스(Quintiles), 인도 대형 제약회사(Emcure), 중국 병원포트폴리오(APMG) 등 헬스케어 분야 투자 경험이 많기 때문에 시너지가 날 수 있을 것으로 기대한다. 브라질·러시아 등을 포함한 26개 국가에서 글로벌 임상 3상을 진행 중으로 빠르게 등록 국가를 추가하여 올해 중 독신/필러 허가국을 40개 이상으로 확대할 것으로 해외 매출 성장에 더불어 수익성 향상에 기여할 것이다.

중국에서 임상 3상 진행 중

보툴렉스로 중국 임상 3상을 진행 중이며 상반기 중으로 마무리 될 것으로 최종 허가는 2019년 하반기로 추정된다. 필러 제품의 경우 임상을 종료했고 최종 허가는 올해 하반기로 추정하고 있다. 중국 판매를 담당하는 사환제약은 전국 약 3000여개 중간도매업체와 1만여 개 병원에 약품을 공급하는 등 강한 유통 채널을 보유하고 있기 때문에 제품 출시 후 중국에서도 빠른 확산이 기대된다.

>>> 실적 추정 내역

휴젤 실적 추정 상세 내역 (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018	2019
매출액	443.0	461.6	415.7	501.0	491.7	553.2	541.0	650.6	1821.3	2236.4	3066.3
YoY (%)					11.0	19.8	30.2	29.9		22.8	37.1
보툴리눔 독신	194.0	271.0	243.0	364.0	334.9	363.0	329.0	414.5	1072.0	1441.4	1704.5
YoY (%)					72.6	34.0	35.4	13.9		34.5	18.3
매출 비중 (%)	43.8	58.7	58.5	72.7	68.1	65.6	60.8	63.7	58.9	64.5	55.6
필러	177.0	171.0	127.0	144.0	144.2	152.9	147.6	179.5	619.0	624.2	1098.3
YoY (%)					(18.5)	(10.6)	16.2	24.6		0.8	75.9
매출 비중 (%)	40.0	37.0	30.6	28.7	29.3	27.6	27.3	27.6	34.0	27.9	35.8
의료기기	32.0	36.0	35.0	36.0	36.3	38.5	38.0	37.3	139.0	150.1	166.9
YoY (%)					13.4	7.1	8.6	3.7		8.0	11.2
매출 비중 (%)	7.2	7.8	8.4	7.2	7.4	7.0	7.0	5.7	7.6	6.7	5.4
기타	3.0	6.0	2.0	17.0	8.4	9.0	12.0	31.0	28.0	60.4	96.6
YoY (%)					180.0	50.0	500.0	82.5		115.8	59.8
매출 비중 (%)	0.7	1.3	0.5	3.4	1.7	1.6	2.2	4.8	1.5	2.7	3.1
영업이익	258.4	273.2	237.2	251.0	252.9	312.3	306.3	359.0	1019.7	1230.5	1707.7
YoY (%)					(2.1)	14.3	29.2	43.0		20.7	38.8
OPM (%)	58.3	59.2	57.1	50.1	51.4	56.5	56.6	55.2	56.0	55.0	55.7

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	651	1,242	1,821	2,236	3,066
매출원가	266	298	400	490	660
매출총이익	385	944	1,421	1,746	2,407
판매비및일반관리비	207	311	401	516	699
영업이익(보고)	178	633	1,020	1,231	1,708
영업이익(핵심)	178	633	1,020	1,231	1,708
영업외손익	216	11	27	60	92
이자수익	4	12	16	18	23
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	5	8	8	30	36
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	2	5	3	3	3
관계기업지분법손익	522	-11	-14	-10	3
투자및기타자산처분손익	-3	-2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-310	0	0	0	0
기타	0	9	20	25	34
법인세차감전이익	393	643	1,047	1,290	1,800
법인세비용	35	134	224	274	382
유효법인세율 (%)	8.8%	20.9%	21.4%	21.3%	21.2%
당기순이익	359	509	823	1,016	1,418
지배주주지분손이익(억원)	339	433	700	864	1,205
EBITDA	193	681	1,065	1,282	1,759
현금순이익(Cash Earnings)	374	557	868	1,067	1,469
수정당기순이익	644	510	823	1,016	1,418
증감율(% YoY)					
매출액	61.3	90.9	46.7	22.8	37.1
영업이익(보고)	14.7	256.2	61.3	20.6	38.8
영업이익(핵심)	14.7	256.2	61.3	20.6	38.8
EBITDA	19.9	252.6	56.5	20.4	37.2
지배주주지분 당기순이익	158.0	27.5	61.7	23.4	39.6
EPS	138.5	4.4	41.4	7.6	39.6
수정순이익	395.0	-20.8	61.2	23.4	39.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동현금흐름	198	451	601	1,080	1,233
당기순이익	359	509	823	1,016	1,418
감가상각비	10	39	37	44	44
무형자산상각비	5	9	8	7	7
외환손익	-1	-1	-5	-27	-33
자산처분손익	3	2	0	0	0
지분법손익	-16	15	14	10	-3
영업활동자산부채 증감	24	-235	-286	3	-233
기타	-187	113	10	27	33
투자활동현금흐름	-171	-539	-302	-119	-210
투자자산의 처분	-18	-369	-149	-71	-167
유형자산의 처분	2	1	0	0	0
유형자산의 취득	-124	-156	-156	-45	-45
무형자산의 처분	-7	-5	0	0	0
기타	-23	-10	3	-3	3
재무활동현금흐름	504	31	2	5	8
단기차입금의 증가	-18	-11	0	1	0
장기차입금의 증가	-136	0	0	0	0
자본의 증가	649	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	9	42	2	4	8
현금및현금성자산의순증가	532	-56	300	967	1,031
기초현금및현금성자산	173	705	649	949	1,916
기말현금및현금성자산	705	649	949	1,916	2,947
Gross Cash Flow	173	687	887	1,077	1,466
Op Free Cash Flow	71	153	404	978	1,118

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	1,075	1,513	2,160	3,339	4,820
현금및현금성자산	705	649	949	1,916	2,947
유동금융자산	72	393	519	573	707
매출채권및유동채권	218	336	493	606	831
재고자산	80	135	199	244	335
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,261	1,430	1,575	1,598	1,666
장기매출채권및기타비유동채권	50	60	88	108	148
투자자산	69	106	115	122	158
유형자산	489	588	708	708	709
무형자산	643	639	631	623	617
기타비유동자산	10	36	33	36	33
자산총계	2,336	2,943	3,735	4,937	6,486
유동부채	179	199	161	342	464
매입채무및기타유동채무	136	80	117	290	398
단기차입금	14	3	3	4	4
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	29	117	41	48	62
비유동부채	5	5	7	12	20
장기매입채무및비유동채무	1	1	1	1	1
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	4	6	10	19
부채총계	184	204	167	354	485
자본금	16	16	22	22	22
주식발행초과금	1,408	1,448	1,448	1,448	1,448
이익잉여금	631	1,065	1,764	2,628	3,833
기타자본	24	-1	-1	-1	-1
지배주주지분자본총계	2,078	2,528	3,233	4,096	5,302
비지배주주지분자본총계	73	211	335	487	699
자본총계	2,152	2,739	3,568	4,583	6,001
순차입금	-763	-1,039	-1,465	-2,485	-3,651
총차입금	14	3	3	4	4

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	12,625	13,177	18,635	20,047	27,983
BPS	63,290	76,978	75,046	95,094	123,076
주당EBITDA	7,184	20,727	28,366	29,763	40,824
CFPS	13,919	16,964	23,114	24,778	34,098
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	15.7	24.4	17.2	16.0	11.5
PBR	3.1	4.2	4.3	3.4	2.6
EV/EBITDA	31.7	16.7	10.3	7.7	5.0
PCFR	14.3	18.9	13.9	13.0	9.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	27.3	50.9	56.0	55.0	55.7
영업이익률(핵심)	27.3	50.9	56.0	55.0	55.7
EBITDA margin	29.7	54.8	58.5	57.3	57.4
순이익률	55.1	41.0	45.2	45.4	46.2
자기자본이익률(ROE)	27.8	20.8	26.1	24.9	26.8
투자자본이익률(ROIC)	27.6	56.4	66.2	69.0	88.9
안정성(%)					
부채비율	8.5	7.4	4.7	7.7	8.1
순차입금비율	-35.5	-37.9	-41.1	-54.2	-60.8
이자보상배율(배)	520.8	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	3.0	4.5	4.4	4.1	4.3
재고자산회전율	13.5	11.5	10.9	10.1	10.6
매입채무회전율	7.8	11.5	18.6	11.0	8.9

대웅제약 (069620)



BUY(Initiate)

주가(3/6) 179,000원

목표주가 240,000원

기존 사업에서의 성장을 지속하며 꾸준한 R&D투자의 첫 성과를 보틀리눔 특신 제품 나보타로 보여줄 것으로 판단한다. 이외에도 시장성 높은 파이프라인을 다수 보유하고 있으며 중장기적 글로벌 시장에 출시 가능할 신약 파이프라인을 보유하고 있다는 점도 긍정적이다. 목표주가 240,000원과 투자 의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

Stock Data

KOSPI (3/6)		2,411.41pt
시가총액		20,740억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	210,000원	77,700원
최고/최저가 대비 등락	-14.76%	130.37%
주가수익률	절대	상대
	1M	5.6% 7.4%
	6M	85.9% 78.8%
	1Y	121.3% 91.0%

Company Data

발행주식수	11,587천주
일평균 거래량(3M)	137천주
외국인 지분율	4.96%
배당수익률(18.E)	0.36%
BPS (18.E)	46,869원
주요 주주	(주) 대웅 40.73%

Price Trend



수출의 원년, 무기가 있다

>>> 글로벌 저변 확대로 수출 기대

대웅제약에 대한 투자 의견 'BUY'와 목표주가 240,000원을 제시하며 기업분석을 개시한다. 목표주가는 SOTP방식으로 영업가치와 나보타 북미 진출 시 사업 가치를 고려하여 산정하였다.

>>> 날개단 나보타의 원년

2013년 나보타에 대해 에볼루스와 제품 공급 계약을 체결하였고 올해 임상이 성공적으로 마무리되면 글로벌 선진 시장에서 제품을 발매할 수 있을 것으로 추정된다. 에볼루스(Evolus)를 통해 미국과 유럽 지역에 제품이 공급될 것이며 이머징 마켓과 국내는 자체 영업망을 통해 안착할 것으로 기대된다.

>>> 시장성 높은 파이프라인 다수 보유

총 4개 주요국에 알앤디 연구소 네트워크가 자리잡고 있으며 한울 바이오파마 인수를 통해 바이오의약품에서부터 합성신약, 개량신약까지 다양한 라인을 보유하고 있다는 점에 주목해야 한다. 나보타 이외에도 시장성 높은 파이프라인 보유로 신약 출시에 따른 중장기적 성장성이 높다고 판단한다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	8,839	9,603	10,304	10,888	11,504
보고영업이익(억원)	259	390	360	401	423
핵심영업이익(억원)	259	390	360	401	423
EBITDA(억원)	537	791	732	798	844
세전이익(억원)	276	361	408	414	443
순이익(억원)	261	354	322	327	336
지배주주지분순이익(억원)	270	316	287	292	299
EPS(원)	2,328	2,726	2,478	2,518	2,581
증감율(%YoY)	-37.2	17.1	-9.1	1.6	2.5
PER(배)	29.5	60.4	66.4	65.3	63.7
PBR(배)	1.6	3.7	3.5	3.4	3.2
EV/EBITDA(배)	18.8	30.1	32.6	29.9	28.0
보고영업이익률(%)	2.9	4.1	3.5	3.7	3.7
핵심영업이익률(%)	2.9	4.1	3.5	3.7	3.7
ROE(%)	4.4	5.7	5.0	4.9	4.8
순부채비율(%)	39.0	37.7	37.7	35.8	32.1

Summary

>>> 투자의견 'BUY', 목표주가 240,000 원으로 분석 개시

대웅제약에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 240,000원으로 기업분석을 개시한다. 목표주가는 2018년 예상 실적에 국내 대형 제약사(한미 제외) 평균 PER 26배를 적용한 영업가치와 나보타의 해외 시장 진입에 따른 사업 가치, 자회사 한울바이오파마의 지분가치를 SOTP 방식을 통해 산정했다.

투자 포인트는

- 1) 나보타의 선진 시장 출시로 기 확보된 유통망을 통해 매출 확대가 일어날 것이라는 점,
- 2) 기존 제품들의 내수와 수출 실적이 호조를 이루며 사업 확장을 지속해나갈 것이라는 점,
- 3) 시장성 높은 다양한 파이프라인 보유로 중장기적 성장 여력이 높다는 점이다.

에볼루스와는 2013년 대웅제약 매출 기준 3,000억원 규모로 미국, 유럽, 캐나다, 호주, 남아공으로의 공급 계약을 체결하였다. 에볼루스 사는 스트라스피 크라운이라는 PEF에 합병되며 자회사 알페온(Alphaeon)에 보툴리눔독신 독점 판매 권한을 부여하였는데 이 스트라스피 크라운은 미국 내 병원 유통망이 잘 구축되어 있어 동사 제품 발매 시 시장 침투가 빠르게 이루어질 수 있을 것으로 기대한다.

>>> 활발한 R&D를 기반으로 지속 가능한 성장 실현할 것

지속적인 R&D 투자로 한국, 중국, 인도, 미국, 인도네시아 등 5개국 연구소에서 R&D를 진행하며 한국 복제약 최초로 항생제를 미국 시장에 출시한 경험이 있다. 나보타가 국내 보툴리눔 독신 시장에서는 뒤늦게 출시했음에도 불구하고 선진 시장에서 빠르게 제품 출시가 예상될 수 있었던 것은 이러한 시장성 높은 파이프라인 보유에 기인한다. 활발하게 개발중인 합성의약품과 바이오 의약품 모두 세계 최초 혁신 신약 또는 개량신약을 목표로 한다는 점에서 동사의 기술력을 보여준다고 판단한다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	8,839	9,603	10,304	10,888	11,504
보고영업이익(억원)	259	390	360	401	423
핵심영업이익(억원)	259	390	360	401	423
EBITDA(억원)	537	791	732	798	844
세전이익(억원)	276	361	408	414	443
순이익(억원)	261	354	322	327	336
지배주주지분순이익(억원)	270	316	287	292	299
EPS(원)	2,328	2,726	2,478	2,518	2,581
증감율(%YoY)	-37.2	17.1	-9.1	1.6	2.5
PER(배)	29.5	60.4	66.4	65.3	63.7
PBR(배)	1.6	3.7	3.5	3.4	3.2
EV/EBITDA(배)	18.8	30.1	32.6	29.9	28.0
보고영업이익률(%)	2.9	4.1	3.5	3.7	3.7
핵심영업이익률(%)	2.9	4.1	3.5	3.7	3.7
ROE(%)	4.4	5.7	5.0	4.9	4.8
순부채비율(%)	39.0	37.7	37.7	35.8	32.1

>>> 실적 추정 내역

대웅제약매출NPV(단위:십억원)

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
나보타														
매출액	북미시장*예상점유율	23.95	50.79	61.94	77.26	97.06	124.08	152.41	178.10	166.06	143.56	128.14	115.74	106
북미시장		1,093	1,171	1,245	1,330	1,449.36	1,572.72	1,698.48	1,825.92	1,953.60	2,080.56	2,205.60	2,326.80	2,455
예상북미시장점유율		2	4	5	6	7	8	9	10	9	7	6	5	4
러닝로열티	매출액의 30%	24	51	62	77	97	124	152	178	166	144	128	116	106
기타선진국매출		26	57	98	115	136	162	190	210	192	180	171	103	74
러닝로열티		26	57	98	115	136	162	190	210	192	180	171	103	74
이머징마켓		16	34	59	69	81	97	114	126	115	108	102	62	45
국내매출		7	9	11	15	19	25	33	43	55	72	94	122	158
NPV														
수익합산		51	151	229	276	333	408	488	557	528	503	495	402	383
EBIT	EBITMargin50%가정	26.5	78.4	119.3	143.6	173.3	212.4	254.0	289.5	274.8	261.6	257.3	208.8	199.4
FCF	법인세율 20%가정	21.2	62.7	95.4	114.9	138.6	169.9	203.2	231.6	219.8	209.3	205.9	167.1	159.5
현재가치	WACC7%가정	21.2	58.7	83.7	94.3	106.6	122.3	136.9	146.1	129.9	115.8	106.6	81.0	72.4
NPVofFCF	2030년까지의합	1,276												
AdjustedNPV	BLA 통과확률 90%가정	1,212												
NPVofTV	TerminalGrowth1%가정	243												
원화환산수익(십억 원)	환율 1,100 원가정	1,600.46												

자료: 키움증권리서치센터

대웅제약 Valuation 내역 (단위:십억원)

영업가치	Multiple	Value
2018F PER 활용하여 산정	26.0	29.34
사업가치		
나보타		1,600
한울바이오파마	29.7%	1499.708
사업가치 합계		2,046
기업가치		2,809
순차입금		297
주주가치		2,512
주식수 (주)		10,320,870
적정주가 (원)		243,414

주 : 한울 바이오파마의 자본가치는 최근 3개월간의 시가총액을 기준으로 산정

자료: 키움증권 리서치센터

>>> 대웅제약 파이프라인

바이오횡약품 파이프라인

Product	MOA	Description	Status(KR)					
			R	Pre	P1	P2	P3	M
NAbota*	Botulinum Toxin	미간주름 (미국/유럽)						
Novisis	BMP-2	척추 융합 의료기기						
Regenerative Medicine	Stem cell	아토피피부염						
		크론병						
		류마티스 관절염						
		퇴행성 관절염						
		당뇨병 및 류마티스 관절염						
Bio-better	Insulin	1형, 2형 당뇨병						
Growth factors	Growth factor	탈모치료, 관절염						
	EGF	EGF COPD 치료제						
HL036*	Anti TNF Alpha	안구건조증 치료제 (미국)						

출처 : 대웅제약, 키움증권 리서치센터

합성신약 파이프라인

Product	MOA	Description	Status(KR)					
			R	Pre	P1	P2	P3	M
DWP14012*	APA(Reversible)	위궤양 치료제/BIC						
DWJ208	Ion channel blocker	신경병성통증, 암성통증/FIC						
DWJ209	PRS inhinitor	항섬유화제/FIC						
DWP16001	SGLT2 inhibitor	당뇨병/ BIC						
DWJ212	Dual target inhibitor	자가면역질환(RA)/FIC						
DWJ213*	Dual target inhibitor	자가면역질환(RA)/FIC						

출처 : 대웅제약, 키움증권 리서치센터

합성신약 파이프라인

Product	Description	Status(KR)					
		R	Pre	P1	P2	P3	M
Olostar	고혈압+고지혈증(미국/유럽)						
FDC Project #001 ~ #006	고혈압/고지혈증, 파킨슨병, GERD, 역류성 식도염, 당뇨치료제						
Aprepitant	암환자 구토억제 (나노)						
Donepezil Patch	치매치료제 제형차별화 (1주패치제형)						
Leuprolide Depot	전립선암 치료제 지속형 (1개월, 3개월)						
Goserelin Depot	전립선암 치료제 지속형 (1개월, 3개월)						
Donopezil Depot	치매치료제 지속형 주사제 (1개월)						
Aripiparazole Depot	정신분열증 지속형제제						
Lanreotide Depot	말단비대증 1개월 주사제						

출처 : 대웅제약, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	8,839	9,603	10,304	10,888	11,504
매출원가	5,102	5,533	5,979	6,329	6,688
매출총이익	3,737	4,070	4,325	4,558	4,816
판매비및일반관리비	3,478	3,680	3,965	4,157	4,393
영업이익(보고)	259	390	360	401	423
영업이익(핵심)	259	390	360	401	423
영업외손익	17	-28	48	14	19
이자수익	27	20	20	21	22
배당금수익	0	2	2	2	2
외환이익	67	34	36	0	0
이자비용	47	83	83	83	83
외환손실	64	69	0	0	0
관계기업지분법손익	0	4	3	0	0
투자및기타자산처분손익	2	3	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-5	0	0	0
기타	33	65	69	73	78
법인세차감전이익	276	361	408	414	443
법인세비용	15	7	86	87	107
유효법인세율 (%)	5.4%	1.9%	21.0%	21.0%	24.2%
당기순이익	261	354	322	327	336
지배주주지분손이익(억원)	270	316	287	292	299
EBITDA	537	791	732	798	844
현금순이익(Cash Earnings)	539	756	694	725	756
수정당기순이익	259	357	322	327	336
증감률(% YoY)					
매출액	5.3	8.6	7.3	5.7	5.7
영업이익(보고)	-40.6	50.5	-7.5	11.2	5.6
영업이익(핵심)	-40.6	50.5	-7.5	11.2	5.7
EBITDA	-19.4	47.2	-7.4	9.0	5.8
지배주주지분 당기순이익	-37.2	17.1	-9.1	1.6	2.5
EPS	-37.2	17.1	-9.1	1.6	2.5
수정순이익	-27.3	37.6	-9.7	1.6	2.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	154	1,039	645	772	906
당기순이익	261	354	322	327	336
감가상각비	217	328	303	333	360
무형자산상각비	61	73	69	64	61
외환손익	-6	24	-36	0	0
자산처분손익	3	3	0	0	0
지분법손익	0	1	-3	0	0
영업활동자산부채 증감	-296	123	-44	50	152
기타	-87	133	34	-2	-2
투자활동현금흐름	-1,558	-730	-667	-717	-720
투자자산의 처분	50	229	13	-36	-38
유형자산의 처분	4	5	0	0	0
유형자산의 취득	-1,414	-691	-691	-691	-691
무형자산의 처분	-198	-274	0	0	0
기타	0	0	10	10	9
재무활동현금흐름	1,592	-167	-55	-56	-56
단기차입금의 증가	1	-14	0	0	0
장기차입금의 증가	1,593	-100	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-72	-62	-62	-62	-62
기타	70	9	7	6	6
현금및현금성자산의순증가	183	128	-77	-1	131
기초현금및현금성자산	599	783	911	834	833
기말현금및현금성자산	783	911	834	833	965
Gross Cash Flow	450	917	689	723	754
Op Free Cash Flow	-1,385	-58	-78	72	203

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,075	5,181	5,356	5,611	6,013
현금및현금성자산	783	911	834	833	965
유동금융자산	826	560	540	571	603
매출채권및유동채권	1,839	1,840	1,975	2,086	2,205
재고자산	1,627	1,870	2,007	2,120	2,240
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,372	6,954	7,277	7,571	7,843
장기매출채권및기타비유동채권	49	47	50	53	56
투자자산	1,078	1,056	1,067	1,074	1,082
유형자산	3,671	3,962	4,349	4,707	5,038
무형자산	1,510	1,740	1,671	1,607	1,546
기타비유동자산	65	150	139	129	120
자산총계	11,447	12,135	12,633	13,182	13,856
유동부채	2,228	2,680	2,903	3,174	3,560
매입채무및기타유동채무	996	1,474	1,582	1,671	1,766
단기차입금	79	58	58	58	58
유동성장기차입금	999	899	899	899	899
기타유동부채	155	249	364	545	837
비유동부채	3,173	3,139	3,155	3,168	3,181
장기매입채무및비유동채무	137	114	122	129	137
사채및장기차입금	2,892	2,893	2,893	2,893	2,893
기타비유동부채	144	132	139	145	151
부채총계	5,401	5,820	6,057	6,341	6,741
자본금	290	290	290	290	290
주식발행초과금	1,004	1,004	1,004	1,004	1,004
이익잉여금	4,166	4,420	4,656	4,897	5,145
기타자본	-465	-519	-519	-519	-519
지배주주지분자본총계	4,995	5,194	5,431	5,671	5,919
비지배주주지분자본총계	1,051	1,121	1,145	1,170	1,196
자본총계	6,046	6,315	6,576	6,841	7,115
순차입금	2,361	2,380	2,476	2,446	2,283
총차입금	3,969	3,851	3,851	3,851	3,851

투자지표

(단위: 원, 백, %)

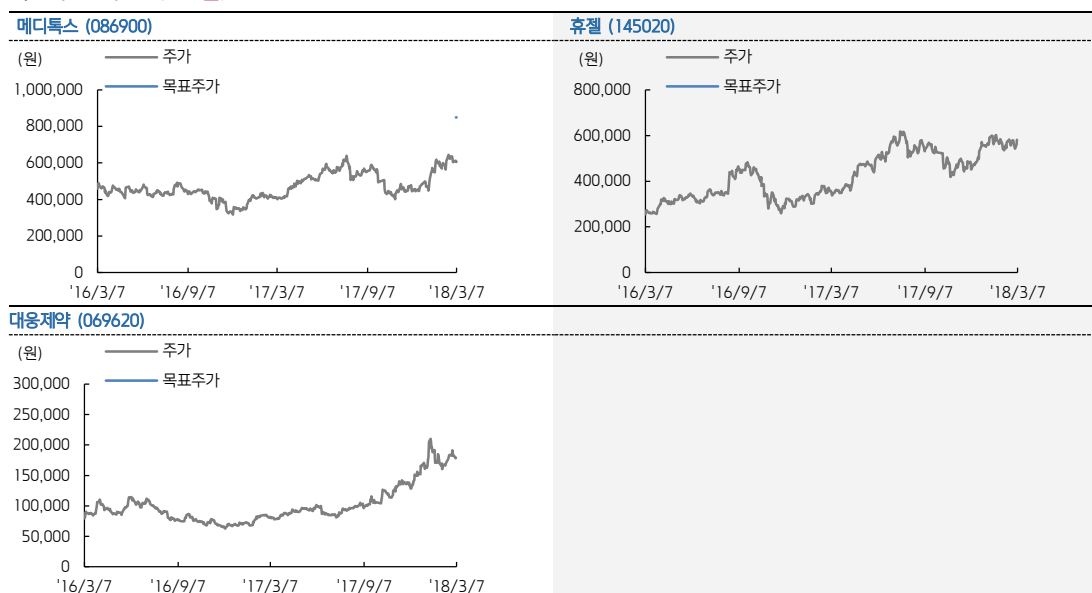
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,328	2,726	2,478	2,518	2,581
BPS	43,110	44,831	46,869	48,946	51,083
주당EBITDA	4,635	6,824	6,316	6,886	7,284
CFPS	4,655	6,521	5,988	6,253	6,526
DPS	600	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	29.5	60.4	66.4	65.3	63.7
PBR	1.6	3.7	3.5	3.4	3.2
EV/EBITDA	18.8	30.1	32.6	29.9	28.0
PCFR	14.8	25.2	27.5	26.3	25.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.9	4.1	3.5	3.7	3.7
영업이익률(핵심)	2.9	4.1	3.5	3.7	3.7
EBITDA margin	6.1	8.2	7.1	7.3	7.3
순이익률	3.0	3.7	3.1	3.0	2.9
자기자본이익률(ROE)	4.4	5.7	5.0	4.9	4.8
투자자본이익률(ROIC)	4.1	5.5	4.0	4.2	4.2
안정성(%)					
부채비율	89.3	92.2	92.1	92.7	94.7
순차입금비율	39.0	37.7	37.7	35.8	32.1
이자보상배율(배)	5.5	4.7	4.4	4.8	5.1
활동성(배)					
매출채권회전율	5.2	5.2	5.4	5.4	5.4
재고자산회전율	5.8	5.5	5.3	5.3	5.3
매입채무회전율	9.7	7.8	6.7	6.7	6.7

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		
				평균 주가 대비	최고 주가 대비	최고 주가 대비
메디톡스 (086900)	2018/03/07	BUY(Initiate)	850,000원6개월			
휴젤 (145020)	2018/03/07	BUY(Initiate)	700,000원6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%