

대웅제약 (069620)


제약/바이오
서미화


Ph. D

02 3770 5595

mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	220,000원 (M)
현재주가 (5/8)	181,000원
상승여력	22%

시가총액	20,972억원
총발행주식수	11,586,575주
60일 평균 거래대금	143억원
60일 평균 거래량	75,279주
52주 고	219,500원
52주 저	81,200원
외인지분율	5.34%
주요주주	대웅 외 5 인 50.21%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(16.6)	8.1	87.2
상대	(17.3)	6.2	75.2
절대(달러환산)	(17.1)	9.2	96.7

1Q18 review: 투자 비용 증가로 컨센서스 하회

미래 투자 비용 증가, 현재 영업이익은 감소

별도 기준, 매출액 2,159억원(YoY +5.2%, QoQ 1.1%), 영업이익 80억원(YoY -18.1%, QoQ +25.9%)을 기록하였다. 전문의약품(ETC) 제미글로, 릭시아나, 안플원, 포시가의 매출이 상승하였으며, 나보타 국내 매출이 증가한데 따른 것으로 보인다. 나보타 신공장 가동으로 공급부족이 해소되며, 국내 매출은 42억원으로 전년동기 20억에서 114.7% 증가하였다. 하지만, 오송 및 나보타 신공장 가동에 따른 감가상각비(103억원), 경상연구비(245억원)의 증가로 영업이익은 감소하였다. 신공장 가동 초기 단계로 낮은 가동률에 따른 원가 상승의 결과로 영업이익은 컨센서스 하회(-26.4%)하였다.

나보타, 코프로모션 제품의 라인업

다양한 코프로모션 제품의 라인업이 기대된다. 크리스탈지노믹스의 아셀렉스(골관절염치료제), 아스트라제네카사의 포시가, 직듀오(SGLT-2 억제제 계열의 제2형 당뇨병 치료제)의 유통 파트너십이 체결되었기 때문이다. 크리스탈지노믹스의 아셀렉스는 이미 타사와 코프로모션인 제품으로 동사는 클리닉쪽 마케팅을 강화하기 위함이다. 유방암 치료제 허셉틴(성분명 트라스트주맙)의 바이오 시밀러인 삼성바이오에피스의 삼페넷을 판매하는 것도 의미있는 시도로 보인다. 상반기 종합병원을 상대로하는 마케팅 이후 하반기에 의미 있는 매출을 기대할 수 있을 것으로 보인다.

18년 1분기(2월) 유럽 EMA 실사가 완료 되었다. 기허가 국가는 태국, 필리핀, 멕시코 등 중남미 9개국 및 인도, 베트남 등 총 14개국이며, 최근 인도, 사우디, 이집트, 브라질 추가 수출계약으로 향후 글로벌 본격진출이 예상된다. 2018년 하반기는 미국과 유럽의 시판허가 신청에 대한 결과가 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 220,000원 유지

본업에서는 전문의약품 매출의 증가세가 꾸준히 나타나고 있으며 나보타 공장의 가동과 해외 시판허가 승인 결과에 따라 추가적인 매출 성장이 가능할 것으로 보인다. 나보타에 대한 신약가치를 10,773억원(앨러간 보톡스의 2017년 3분기 누적 매출액을 근거로 시장규모 재추정), 기준 영업가치 1.1조원 (PER 30배 적용) 한올바이오파마에 대한 가치(4,333억원)를 포함한 SOTP 방법을 적용하여 기업가치를 산정하였다.

Quarterly earning forecasts

	1Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,159	5.2	1.1	2,194	-1.6
영업이익	80	-18.1	25.9	109	-26.4
세전계속사업이익	71	5.5	287.9	89	-20.3
지배순이익	50	-1.1	-33.4	72	-31.2
영업이익률 (%)	3.7	-1.1 %pt	+0.7 %pt	5.0	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	2.3	-0.2 %pt	-1.2 %pt	3.3	-1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	7,940	8,668	9,437	10,236
영업이익	354	446	486	614
지배순이익	330	367	350	462
PER	30.0	31.2	59.9	45.4
PBR	1.7	1.9	3.3	3.1
EV/EBITDA	22.6	19.4	27.6	24.2
ROE	6.5	6.9	6.3	7.8

자료: 유안타증권

[표 1] 대웅제약 실적 현황(별도)

(단위: 억원, %)

	1Q18	QoQ	4Q17	YoY	1Q17
매출액	2,159	1.1%	2,136	5.2%	2,053
영업이익	80	26.2%	64	-17.9%	98
세전이익	71	286.2%	18	5.0%	67
당기순이익	50	-33.1%	75	-0.6%	50

자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 대웅제약 신약개발 파이프라인

	제품명	물질명	적용증	임상 진행단계
바이오 의약품	Nabota*	Botulinum Toxin	미간주름 (미국/유럽)	시판허가신청완료
	Novosis	BMP-2	척추 융합 의료기기	시판허가
	Regenerative Medicine	Stem cell	아토피피부염	임상2상
			크론병	임상1상
			류마티스 관절염	임상1상
			퇴행성 관절염	후보물질발굴
			당뇨병 및 류마티스 관절염	후보물질발굴
합성신약	Bio-better	Insulin	1형, 2형 당뇨병	후보물질발굴
	Growth factors	Growth factor	탈모치료, 관절염	후보물질발굴
		EGF	EGF COPD 치료제	전임상
	HL036*	Anti TNF Alpha	안구건조증 치료제 (미국)	임상2상
	DWP14012*	APA (Reversible)	위궤양 치료제	임상2상
	DWJ208	Ion channel blocker	신경병성통증, 암성통증	전임상
개량신약	DWJ209	PRS inhibitor	항섬유화제	전임상
	DWP16001	SGLT2 inhibitor	당뇨병	임상1상
	DWJ212	Dual target inhibitor	자가면역질환	후보물질발굴
	DWJ213	Dual target inhibitor	자가면역질환	후보물질발굴
	Olostar		고혈압 + 고지혈증 (미국/유럽)	임상1상
	FDC Project		고혈압/고지혈증, 파킨슨병, GERD, 역류성 식도염, 당뇨치료제	임상1상
	Aprepitant		암환자 구토억제 (나노)	임상1상
	Donepezil Patch		치매치료제 제형차별화 (1주패치제형)	임상1상
	Leuprolide Depot		전립선암 치료제 지속형 (1개월, 3개월)	임상1상
	Goserelin Depot		전립선암 치료제 지속형 (1개월, 3개월)	임상1상
	Donepezil Depot		치매치료제 지속형 주사제 (1개월)	후보물질발굴
	Aripiprazole Depot		정신분열증 지속형제제	후보물질발굴
	Lanreotide Depot		말단비대증 1개월 주사제	후보물질발굴

자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

[표 3] Valuation		(단위: 억원)
1. 영업가치		10,500
2018 Forward 순이익		350
적정 PER		30
2. 비영업가치(A+B)		15,106
A. 나보타 가치		10,773
B. 한울바이오파마	시총 지분율(30% 반영)	14,444 4,333
3. 순차입금		3,200
유통주식(천주)		10,321
기업가치(1+2-3)		22,406
적정주가		217,091

자료: 유안타증권 리서치센터

대웅제약 (069620) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	7,940	8,668	9,437	10,236	10,953
매출원가	4,648	5,086	5,564	5,937	6,353
매출총이익	3,292	3,581	3,873	4,299	4,600
판관비	2,939	3,135	3,387	3,685	3,943
영업이익	354	446	486	614	657
EBITDA	566	764	875	990	1,108
영업외손익	-2	-37	-39	-37	-35
외환관련손익	8	-36	-7	-7	-7
이자손익	-31	-66	-72	-70	-68
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	21	65	40	40	40
법인세비용차감전순손익	352	409	447	577	622
법인세비용	22	42	96	115	124
계속사업순손익	330	367	350	462	498
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	330	367	350	462	498
지배지분순이익	330	367	350	462	498
포괄순이익	322	359	313	425	461
지배지분포괄이익	322	359	313	425	461

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,030	3,680	3,967	4,300	4,511
현금및현금성자산	556	422	508	580	545
매출채권 및 기타채권	1,524	1,539	1,621	1,745	1,859
재고자산	1,406	1,623	1,747	1,884	2,016
비유동자산	6,122	6,855	6,787	6,751	7,384
유형자산	2,796	3,073	3,005	2,947	3,546
관계기업등 지분관련자산	1,701	1,837	1,921	2,004	2,088
기타투자자산	87	73	73	73	73
자산총계	10,152	10,535	10,753	11,052	11,895
유동부채	2,024	2,111	2,178	2,213	2,721
매입채무 및 기타채무	844	963	994	1,042	1,563
단기차입금	54	34	70	57	44
유동성장기부채	999	899	899	899	899
비유동부채	2,952	2,950	2,850	2,750	2,650
장기차입금	0	0	-100	-200	-300
사채	2,892	2,893	2,893	2,893	2,893
부채총계	4,976	5,062	5,028	4,964	5,371
지배지분	5,177	5,473	5,725	6,088	6,524
자본금	290	290	290	290	290
자본잉여금	1,004	1,004	1,004	1,004	1,004
이익잉여금	4,326	4,631	4,920	5,320	5,755
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,177	5,473	5,725	6,088	6,524
순차입금	2,917	3,349	3,200	3,014	2,936
총차입금	3,944	3,827	3,763	3,650	3,537

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	137	633	764	823	1,422
당기순이익	330	367	350	462	498
감가상각비	176	270	327	318	401
외환손익	-10	23	7	7	7
증속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-298	-204	-164	-206	282
기타현금흐름	-61	177	243	241	234
투자활동 현금흐름	-1,438	-583	-345	-344	-1,084
투자자산	-64	-145	-84	-84	-84
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,206	-586	-260	-260	-1,000
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	-170	147	-1	0	0
재무활동 현금흐름	1,522	-180	-126	-175	-175
단기차입금	2	-18	36	-13	-13
사채 및 장기차입금	1,593	-100	-100	-100	-100
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-72	-62	-62	-62	-62
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-1	-4	-208	-232	-198
현금의 증감	220	-134	85	72	-35
기초 현금	336	556	422	508	580
기말 현금	556	422	508	580	545
NOPLAT	354	446	486	614	657
FCF	-960	-71	346	401	259

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

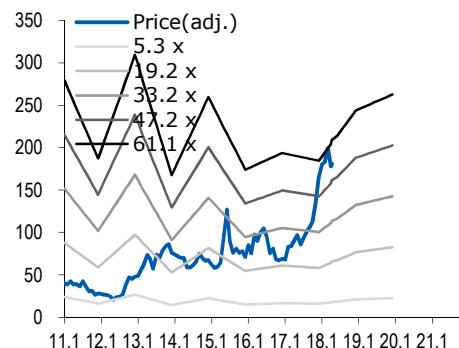
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,846	3,170	3,024	3,985	4,296
BPS	50,157	53,032	55,470	58,987	63,210
EBITDAPS	4,887	6,598	7,554	8,541	9,564
SPS	68,528	74,807	81,446	88,347	94,535
DPS	600	600	600	600	600
PER	30.0	31.2	59.9	45.4	42.1
PBR	1.7	1.9	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	22.6	19.4	27.6	24.2	21.6
PSR	1.2	1.3	2.2	2.0	1.9

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-0.8	9.2	8.9	8.5	7.0
영업이익 증가율 (%)	-35.7	26.1	8.9	26.4	7.0
지배순이익 증가율 (%)	-33.0	11.4	-4.6	31.8	7.8
매출총이익률 (%)	41.5	41.3	41.0	42.0	42.0
영업이익률 (%)	4.5	5.1	5.1	6.0	6.0
지배순이익률 (%)	4.2	4.2	3.7	4.5	4.5
EBITDA 마진 (%)	7.1	8.8	9.3	9.7	10.1
ROIC	7.3	7.2	6.5	8.3	8.6
ROA	3.6	3.6	3.3	4.2	4.3
ROE	6.5	6.9	6.3	7.8	7.9
부채비율 (%)	96.1	92.5	87.8	81.5	82.3
순차입금/자기자본 (%)	56.4	61.2	55.9	49.5	45.0
영업이익/금융비용 (배)	7.5	5.7	6.1	7.8	8.6

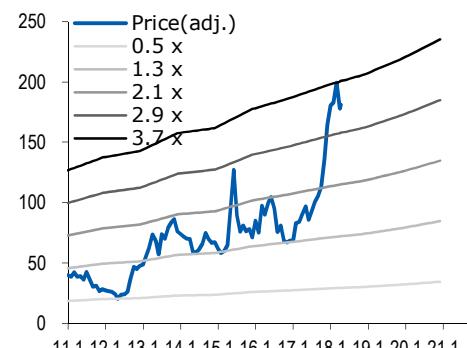
P/E band chart

(천원)

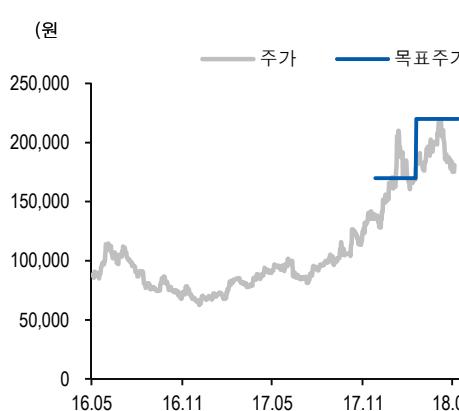


P/B band chart

(천원)



대응제약 (069620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2018-05-09	BUY	220,000	1년			
2018-02-20	BUY	220,000	1년			
2017-11-29	BUY	170,000	1년	-3.23	23.53	

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	11.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-05-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.