



2018/05/09

대웅제약(069620)

상반기보다 하반기 기대

■ 1Q18 실적 기대치 하회. 감가상각비와 R&D 비용 증가 때문

동사의 1Q18 매출액 2,159억원(YoY +5%), 영업이익 80억원(YoY -18%)를 기록하며 컨센서스 대비 매출액은 -2%, 영업이익은 -26% 하회하였다. 이유는 1) 신공장 감가상각비용 증가, 2) R&D 비용 증가 때문이다. 오송과 나보타 신공장 낮은 초기 가동율로 감가상각비가 전년동기대비 51억원 증가하였다. 경상연구비는 전년동기대비 40억원 증가한 245억원을 기록하였는데, HL036(2상), 항궤양제(2상) 등 임상 진척에 따른 것으로 보인다. 수출액은 저마진 우루사 원료 및 메로페넴주 등 감소 영향으로 191억원(YoY -14%)을 기록하였으며, 지난해 하반기부터 저마진 수출 품목 조정이 시작되었기 때문에 수출 감소는 2분기에도 이어질 것으로 전망된다.

■ 하반기 실적 개선, 나보타 승인, R&D 성과 모멘텀 기대

감가상각비 부담은 2분기에도 이어져 2Q 매출액은 2,286억원(YoY +3%) 영업이익 126억원(YoY -10%)가 전망된다. 다만, 오송 신공장은 지난해 4월부터 반영되기 시작했기 때문에 하반기로 갈수록 전년동기 낮은 감가상각 베이스 효과는 완화될 것으로 보인다. 또한 신규 도입 제품의 매출 기여 등으로 하반기 매출액은 4,737억원(YoY +8%) 영업이익은 285억원(YoY +37%) 개선이 전망된다. 나보타는 연내 승인이 기대되며, 승인 시 점진적인 가동율 상승에 따른 고정비 상쇄 효과도 기대해 볼 수 있다. 또한, 한올 바이오파마와 대웅제약이 각각 50%의 권한을 갖고 있는 안구건조증 치료제 HL036의 3분기 2상 결과 발표에 따라 R&D 성과도 기대된다.

■ 결국 성장동력은 나보타

Fw12M 순이익 추정치 7% 하향하였으나, 한올바이오파마 지분가치 상승으로 목표주가 215,000원을 유지한다. 향후 주요 성장 동력이 될 것으로 예상되는 나보타의 연내 미국 FDA 승인 여부가 주가에 큰 변수가 될 것으로 보인다. 7일 나보타 미국 판매 파트너사 에볼루스(Evolus)가 앤리간 미국 Medical Aesthetics 부사장 출신인 David Moatazedi를 사장 및 CEO로 발탁했다는 소식에 에볼루스 주가는 당일 20% 급등하였다. Moatazedi는 보톡스 등의 미용 브랜드 상업화를 약 20년간 이끌었던 임원 출신으로 에볼루스의 이러한 인사 영입은 나보타 상용화를 위한 적극적인 행보로 해석된다.

제약/바이오 허혜민

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

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	215,000원
종가 (2018/05/08)	181,000원

Stock Indicator

자본금	29십억원
발행주식수	1,159만주
시가총액	2,097십억원
외국인지분율	5.6%
배당금(2017)	600원
EPS(2018E)	3,525원
BPS(2018E)	50,156원
ROE(2018E)	7.2%
52주 주가	81,200~219,500원
60일평균거래량	75,279주
60일평균거래대금	14.3십억원

Price Trend



<그림 1> 대웅제약 1Q18 실적 추정치

	(단위, 억원)								
	실적 1Q18	하이 추정치	추정치 대비	4Q17	QoQ	1Q17	YoY	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	2,159	2,212	-2%	2,136	1%	2,053	5%	2,194	-2%
영업이익	80	122	-34%	64	26%	98	-18%	109	-26%
순이익	50	96	-48%	75	-33%	50	-1%	72	-30%

주: 별도 기준

자료: 전자공시, Fnguide, 하이투자증권

<그림 2> 목표 주가 세부 내용

구 분	가치 산정			비 고
① 영업가치	11,164	459	24	Fw12M 순이익* 상위 제약사 FW12M PER 평균 적용
② 비영업가치	14,442			
나보타	10,352			
한울바이오파마 지분 가치	4,090	29.7%	20% 3개월 평균 시가 총액 * 지분율(29.7%)의 20% 할인 적용	
③ 순차입금	3,349			
④ 유통 주식 수	10,321			
⑤ 기업가치(=①+②-③)	22,257			
⑥ 목표주가(=⑤/④)	215,000	215,650		

주 : 상위제약사(녹십자, 유한양행, 종근당, 동아에스티) 포함. 한미약품 제외. Fw12M 순이익(2Q18~1Q19 기준)

자료: 하이투자증권

<그림 3> 실적 추정 세부 내용

	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	(단위, 십억원) 2018E
I. ETC	155.2	160.6	169.7	169.4	555.9	600.1	654.9
1 알비스(자체)	12.7	15.1	15.5	18.1	63.3	64.6	61.4
2 우루사(자체)	9.7	9.9	10.6	10.3	33.8	38.6	40.5
3 올메텍	7.3	7.9	7.0	8.1	30.0	28.0	30.2
4 다이아백스	7.3	7.3	7.6	7.3	26.6	28.4	29.5
5 가스모틴	5.4	5.1	5.2	5.1	19.4	18.1	20.8
6 루피어	3.6	3.5	3.6	3.8	11.7	13.7	14.5
7 엘도스	3.8	3.3	2.7	3.9	13.8	12.9	13.7
8 스멕타	2.5	2.4	3.0	2.4	11.0	9.8	10.3
9 글로아트(자체)	2.0	2.3	2.3	2.3	8.3	8.7	9.0
10 푸루나졸(자체)	1.6	2.0	2.4	1.8	7.7	7.7	7.8
11 올로스타(자체)	2.6	2.6	2.6	2.6	9.7	12.1	10.3
12 에어탈	2.0	2.3	2.4	2.4	10.0	9.9	9.1
13 나보타(자체)	4.2	5.3	3.8	5.1	8.9	9.2	18.4
14 크레스토	15.3	16.3	17.8	15.6	42.3	67.0	65.0
15 넥시움	9.4	9.4	9.2	10.4	37.9	34.9	38.4
16 세비카	10.3	9.9	10.6	10.5	38.7	39.0	41.3
17 세비카hct	7.3	7.3	7.9	7.9	21.3	26.2	30.4
18 졸레드론산	3.3	3.4	3.6	3.6	11.3	12.7	14.0
기 타	44.9	45.3	51.9	48.3	150.2	158.6	190.3
II. OTC	21.0	22.5	23.0	22.9	77.1	83.2	89.4
우루사	8.1	9.1	8.9	9.2	27.9	33.3	35.3
임펙타민	5.9	6.2	6.6	6.4	20.8	22.8	25.1
기 타	7.0	7.2	7.5	7.3	28.4	27.1	29.0
III. 수출	19.1	24.9	25.1	25.9	95.5	103.7	95.1
원료	10.5	13.7	13.7	10.8	54.2	57.4	48.8
기 타	8.7	11.1	11.4	15.1	41.3	46.3	46.3
V. 수탁 외	20.5	20.7	20.7	17.0	65.5	79.7	78.9
매출액	215.8	228.7	238.5	235.4	794.0	866.7	918.3
yoY	5.2%	2.8%	5.8%	10.2%	-0.8%	9.2%	6.0%
영업이익	8.0	12.6	16.6	12.0	35.4	44.6	49.2
yoY	-18.0%	-9.8%	14.1%	91.2%	-35.7%	26.1%	10.3%
opm	3.7%	5.5%	7.0%	5.1%	4.5%	5.1%	5.4%
당기순이익	5.0	10.8	14.8	10.2	33.0	36.7	40.8
yoY	-0.5%	-21.0%	40.5%	36.6%	-33.0%	11.4%	11.2%

자료: 하이투자증권

<그림 4> 파이프라인 세부 내용

구 분	제품명	물질	적용증	진행 상황
바이오의약품 (Regenerative Medicine)	나보타(Nabota)	Botulinum Toxin	미간주름	BLA 신청
	재생의약품	Stem cell	아토피피부염	2상
			크론병	1상
			류마티스 관절염	1상
합성신약	HL036	Anti TNF Alpha	안구건조증 치료제(with 한올)	2상
	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 5> 나보타 EV-002 임상 결과



자료: SEC, 하이투자증권

<그림 6> 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)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	368	466	569	697
현금 및 현금성자산	42	128	202	294
단기금융자산	6	1	0	0
매출채권	154	163	178	196
재고자산	162	172	188	206
비유동자산	686	637	602	563
유형자산	307	253	210	162
무형자산	77	69	62	55
자산총계	1,054	1,103	1,171	1,260
유동부채	211	227	249	276
매입채무	96	112	134	162
단기차입금	3	3	3	3
유동성장기부채	90	90	90	90
비유동부채	295	295	295	295
사채	289	289	289	289
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	506	522	544	571
지배주주지분	547	581	628	688
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	100	100	100	100
이익잉여금	463	498	545	607
기타자본항목	-45	-45	-45	-45
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	547	581	628	688

포괄손익계산서

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	867	918	1,002	1,102
증가율(%)	9.2	6.0	9.1	10.0
매출원가	509	542	585	638
매출총이익	358	377	417	464
판매비와관리비	314	327	355	389
연구개발비	97	105	115	126
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	45	49	61	75
증가율(%)	26.1	10.3	24.6	22.0
영업이익률(%)	5.1	5.4	6.1	6.8
이자수익	1	3	5	7
이자비용	8	8	8	8
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	6	2	2	2
세전계속사업이익	41	45	59	75
법인세비용	4	5	6	8
세전계속이익률(%)	4.7	4.9	5.9	6.8
당기순이익	37	41	53	68
순이익률(%)	4.2	4.4	5.3	6.1
지배주주귀속 순이익	37	41	53	68
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	36	40	53	67
지배주주귀속총포괄이익	36	40	53	67

현금흐름표

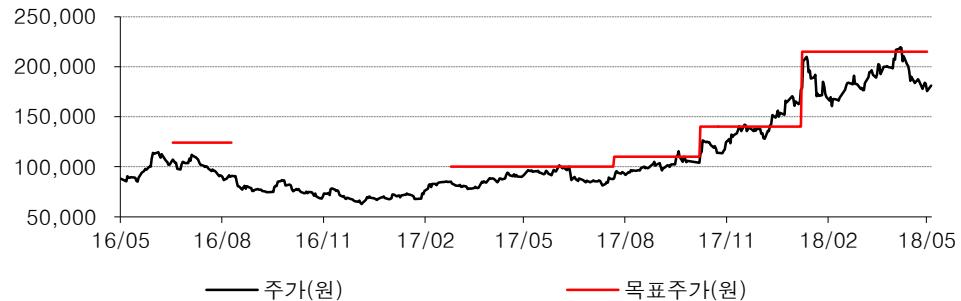
	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	63	136	128	126
당기순이익	37	41	53	68
유형자산감가상각비	27	75	63	48
무형자산상각비	5	8	7	6
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-58	-32	-36	-17
유형자산의 처분(취득)	-59	-20	-20	-
무형자산의 처분(취득)	-27	-	-	-
금융상품의 증감	29	-10	-14	-14
재무활동 현금흐름	-	-	-	-
단기금융부채의증감	-12	-	-	-
장기금융부채의증감	0	-	-	-
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	-6	-6	-6	-6
현금및현금성자산의증감	-13	86	74	92
기초현금및현금성자산	56	42	128	203
기말현금및현금성자산	42	128	203	294

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,170	3,525	4,613	5,843
BPS	47,239	50,156	54,161	59,396
CFPS	5,915	10,656	10,626	10,508
DPS	600	600	600	600
Valuation(배)				
PER	51.9	51.4	39.2	31.0
PBR	3.5	3.6	3.3	3.0
PCR	27.8	17.0	17.0	17.2
EV/EBITDA	29.3	17.8	17.4	17.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.9	7.2	8.8	10.3
EBITDA 이익률	8.8	14.4	13.1	11.7
부채비율	92.5	89.8	86.6	83.0
순부채비율	61.2	43.7	28.7	12.8
매출채권회전율(x)	5.7	5.8	5.9	5.9
재고자산회전율(x)	5.7	5.5	5.6	5.6

자료 : 대웅제약, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(대웅제약)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				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	-1.8%	26.4%
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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-