유안타증권 元大證券

Company Report
2018.07.06

대웅제약 (069620)

제약/바이오

Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	250,000원 (U)
현재주가 (7/5)	201,500원
상승여력	24%

시가총액	23,347억원
총발행주식수	11,586,575주
60일 평균 거래대금	139억원
60일 평균 거래량	70,820주
52주 고	219,500원
52주 저	81,200원
외인지분율	5.04%
주요주주	대웅 외 5 인 50.81%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.0	(2.7)	136.2
상대	8.7	5.1	149.9
절대(달러환산)	(3.9)	(7.4)	143.9

본업은 거들 뿐: 신약과 나보타 모멘텀 기대

전문의약품 매출 증가로 인한 실적 개선 기대

2분기 별도 기준, 매출액 2,460억원(YoY +10.6%), 영업이익 124억원(YoY -11.2%)으로 추정하였다. 컨센서스 대비 매출액(2,345억원) 4.9% 상회, 영업이익(138억원) 9.9% 하회하는 수치이다.

전 사업부별 고른 성장이 예상되며, 특히 전문의약품(ETC) 부문에서 아스트라제네카사의 포시가(당뇨병치료제, 18년 3월 출시), SK케미칼의 스카이조스터(대상포진 백신, 18년 5월 출시, SK케미칼과 공동마케팅), 삼성바이오에피스의 샘페넷(유방암치료제, 18년 5월 출시)의 판매가 시작되어 분기별 매출 성장이 예상된다.

나보타 생산설비 이슈 해결

2분기 Form 483에 대한 이슈 해결으로 공장 생산 설비에 대한 불확실성이 해소되었고, 현재 제품 승인만을 남겨둔 상황이다. **미국** FDA로부터 받은 CRL 서류 보완 중이며, 3분기 제출 후 CLASS#1 또는 CLASS#2가 결정(약 2주 소요) 될 것으로 예상된다. CLASS#2로 결정되면 약 6개월의 시간이 필요하며, 최종 승인 시점은 내년 1분기로 예상된다. **유럽** EMA 제품승인 또한 1Q19 가능할 것으로 전망된다. 또한, 현재 유럽 및 미국 판권을 가지고 있는 에볼루스(Evolus)에서 유럽 현지 에스테틱 판매망을 가진 회사와의 제휴를 고려하고 있어 긍정적이다. **중국** 임상 3상은 연내 개시 예정이다. 내년 미국 및 유럽 시장 진입으로 First Mover의 효과를 누릴 수 있을 것으로 기대된다. 다른 경쟁사보다 앞선 미국 및 유럽시장 진입이 예상되어 긍정적으로 판단된다.

투자의견 Buy, 목표주가 250,000원으로 상향조정

본업에서는 기존 전문의약품 매출의 증가세가 꾸준히 나타나고 있으며, 상반기 판매 개시된 품목으로 인한 매출과 이익 개선이 기대된다. 내년 나보타 해외 시판허가 승인 결과에 따라 추가적인 매출 성장도 가능할 것으로 보인다. 자회사 한올바이오파마와 공동개발 중인 HL036(안구건조증치료제)는 최근 유의미한 Top-line 결과를 얻었으며, 4분기 임상 3상 개시가 예상된다. 나보타에 대한 신약가치를 1.2조원(앨러간 보톡스의 2017년 매출액 기준 재추정), 기존 영업가치 1.3조원(PER 30배 적용) 한올바이오파마에 대한 가치(3,863억원)를 포함한 SOTP 방법을 적용하여 기업가치를 산정하였다.

Quarterly earning forecasts (억원, %)

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,460	10.6	14.0	2,345	4.9
영업이익	124	-11.2	54.8	138	-9.9
세전계속사업이익	98	-46.0	38.7	128	-23.1
지배순이익	79	-42.5	57.0	104	-24.2
영업이익률 (%)	5.0	-1.3 %pt	+1.3 %pt	5.9	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	3.2	-2.9 %pt	+0.9 %pt	4.4	-1.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	7,940	8,668	9,529	10,359
영업이익	354	446	491	622
지배순이익	330	367	317	418
PER	30.0	31.2	73.5	55.9
PBR	1.7	1.9	3.6	3.4
EV/EBITDA	22.6	19.4	29.7	26.1
ROE	6.5	6.9	5.7	7.1

자료: 유안타증권

[표 1] Valuation		(단위: 억원)
1. 영업가치		12,540
2019 Forward 순이익		418
적정 PER		30
2. 비영업가치(A+B)		15,595
A. 나보타 가치		11,732
B. 한올바이오파마	시총(2018. 7. 4 기준)	12,877
	지분율(30% 반영)	3,863
3. 순차입금		2,948
유통주식(천주)		10,321
기업가치(1+2-3)		25,187
적정주가		244,040

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 대웅제약 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	2,159	2,460	2,517	2,392	2,336	2,682	2,738	2,604	8,667	9,529	10,359
YoY	*5.2%*	*10.6%*	*11.6%*	*12.1%*	*8.2%*	*9.0%*	*8.7%*	*8.8%*	*9.2%*	*9.9%*	*8.7%*
ETC	1,552	1,668	1,772	1,644	1,664	1,801	1,911	1,773	6,001	6,637	7,150
YoY	*9.8%*	*9.5%*	*11.2%*	*11.7%*	*7.2%*	*8.0%*	*7.8%*	*7.8%*	*8.0%*	*10.6%*	*7.7%*
OTC	210	225	226	227	221	238	238	239	832	888	936
YoY	*6.6%*	*6.9%*	*6.7%*	*6.9%*	*5.3%*	*5.5%*	*5.4%*	*5.5%*	*7.9%*	*6.8%*	*5.4%*
수출	191	329	298	289	215	369	334	324	1,037	1,107	1,242
YoY	*-13.6%*	*12.3%*	*12.2%*	*12.3%*	*12.7%*	*12.2%*	*12.0%*	*12.2%*	*8.6%*	*6.7%*	*12.2%*
수탁 외	205	238	221	233	236	273	254	268	797	896	1,031
YoY	*-7.2%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*12.4%*	*15.0%*	*15.0%*
영업이익	80	124	147	140	140	161	164	156	446	491	622
YoY	*-17.9%*	*-11.2%*	*1.5%*	*119.9%*	*74.8%*	*29.6%*	*11.4%*	*11.8%*	*26.1%*	*10.1%*	*26.5%*
영업이익률	*3.7%*	*5.0%*	*5.9%*	*5.8%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*5.2%*	*6.0%*	*6.0%*
세전순이익	71	98	121	115	116	136	139	132	409	405	522
YoY	*5.0%*	*-46.0%*	*-13.9%*	*524.3%*	*63.0%*	*37.9%*	*14.5%*	*15.4%*	*16.2%*	*-0.9%*	*29.0%*
당기순이익	50	79	97	92	92	108	111	106	367	317	418
YoY	*-0.6%*	*-42.5%*	*-7.8%*	*22.5%*	*84.5%*	*37.9%*	*14.5%*	*15.4%*	*11.4%*	*-13.5%*	*31.6%*

자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 나보타 신약가치 (단위: 백만달러, 십억원)

	18F	19F	20F	21F	22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
시장규모	3,482	3,746	4,007	4,258	4,497	4,727	4,958	5,355	5,783	6,246	6,745	7,285	7,868
성장률(%)		*8*	*7*	*6*	*6*	*5*	*5*	*8*	*8*	*8*	*8*	*8*	*8*
M/S(%)		*5*	*10*	*15*	*15*	*15*	*15*	*15*	*15*	*15*	*15*	*15*	*15*
예상매출		187	401	639	675	709	744	803	867	937	1,012	1,093	1,180
개발일정		시판											
완제품 제조매출(30%)		56	120	192	202	213	223	241	260	281	304	328	354
영업이익(OPM 50% 가정)		28	60	96	101	106	112	120	130	141	152	164	177
FCF		22	48	77	81	85	89	96	104	112	121	131	142
A. NPV	640												
B. NPV of Terminal value	493												
합산수익	1,134												
Risk-adjusted NPV	1,020												
환산 수익(십억원)	1,173												
발행주식 수(천수)	11,587												
주당가치(원)	101,254												

주 1) 시장규모: 앨러간 보톡스의 2017 년 매출액을 근거로 추정
주 2) 초기 5%에서 최종 15% 시장점유 가정
주 3) 총 매출액 기준 30% 중 OPM 50%를 가정
주 4) 세율 20% 가정
주 5) WACC 7.8%, -10% 영구 성장 가정
주 6) 환율 1,150 원/달러 가정
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] 대웅제약 신약개발 파이프라인

	제품명	물질명	적응증	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
	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
합성신약	DWP14012*	APA (Reversible)	위궤양 치료제	임상2상
	DWJ208	Ion channel blocker	신경병성통증, 암성통증	전임상
	DWJ209	PRS inhibitor	항섬유화제	전임상
	DWP16001	SGLT2 inhibitor	당뇨병	임상1상
	DWJ212	Dual target inhibitor	자가면역질환	후보물질발굴
	DWJ213	Dual target inhibitor	자가면역질환	후보물질발굴
개량신약	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
	Donopezil Depot		치매치료제 지속형 주사제 (1개월)	후보물질발굴
	Aripiprazole Depot		정신분열증 지속형제제	후보물질발굴
	Lanreotide Depot		말단비대증 1개월 주사제	후보물질발굴

자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

대웅제약 (069620) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**7,940**	**8,668**	**9,529**	**10,359**	**11,109**
매출원가	4,648	5,086	5,617	6,008	6,443
매출총이익	3,292	3,581	3,912	4,351	4,666
판관비	2,939	3,135	3,421	3,729	3,999
영업이익	**354**	**446**	**491**	**622**	**667**
EBITDA	566	764	893	1,006	1,171
영업외손익	-2	-37	-86	-99	-96
외환관련손익	8	-36	-20	-26	-26
이자손익	-31	-66	-78	-73	-70
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	21	65	11	0	0
법인세비용차감전순손익	352	409	405	522	571
법인세비용	22	42	88	104	114
계속사업순손익	330	367	317	418	457
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	330	367	317	418	457
지배지분순이익	**330**	**367**	**317**	**418**	**457**
포괄순이익	322	359	323	424	463
지배지분포괄이익	322	359	323	424	463

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

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	**4,030**	**3,680**	**4,043**	**4,472**	**4,815**
현금및현금성자산	556	422	450	609	692
매출채권 및 기타채권	1,524	1,539	1,674	1,803	1,923
재고자산	1,406	1,623	1,790	1,932	2,072
비유동자산	6,122	6,855	6,699	6,572	7,068
유형자산	2,796	3,073	2,999	2,932	3,478
관계기업등 지분관련자산	1,701	1,837	1,837	1,837	1,837
기타투자자산	87	73	73	73	73
자산총계	**10,152**	**10,535**	**10,742**	**11,044**	**11,883**
유동부채	2,024	2,111	2,156	2,196	2,741
매입채무 및 기타채무	844	963	1,052	1,105	1,662
단기차입금	54	34	36	23	10
유동성장기부채	999	899	900	900	900
비유동부채	2,952	2,950	2,850	2,750	2,650
장기차입금	0	0	-100	-200	-300
사채	2,892	2,893	2,894	2,894	2,894
부채총계	**4,976**	**5,062**	**5,007**	**4,947**	**5,391**
지배지분	5,177	5,473	5,735	6,097	6,492
자본금	290	290	290	290	290
자본잉여금	1,004	1,004	1,004	1,004	1,004
이익잉여금	4,326	4,631	4,951	5,307	5,702
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**5,177**	**5,473**	**5,735**	**6,097**	**6,492**
순차입금	**2,917**	**3,349**	**3,219**	**2,948**	**2,752**
총차입금	3,944	3,827	3,730	3,617	3,504

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**137**	**633**	**437**	**633**	**1,307**
당기순이익	330	367	317	418	457
감가상각비	176	270	338	327	454
외환손익	-10	23	14	26	26
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-298	-204	-452	-360	155
기타현금흐름	-61	177	219	223	215
투자활동 현금흐름	**-1,438**	**-583**	**-256**	**-260**	**-1,000**
투자자산	-64	-145	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,206	-586	-256	-260	-1,000
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	-170	147	0	0	0
재무활동 현금흐름	**1,522**	**-180**	**-159**	**-175**	**-175**
단기차입금	2	-18	2	-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	6	-40	-49
현금의 증감	**220**	**-134**	**28**	**158**	**83**
기초 현금	336	556	422	450	608
기말 현금	556	422	450	608	691
NOPLAT	**354**	**446**	**491**	**622**	**667**
FCF	**-960**	**-71**	**79**	**261**	**192**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,846	3,170	2,740	3,607	3,941
BPS	50,157	53,032	55,566	59,072	62,897
EBITDAPS	4,887	6,598	7,709	8,684	10,102
SPS	68,528	74,807	82,241	89,408	95,876
DPS	600	600	600	600	600
PER	**30.0**	**31.2**	**73.5**	**55.9**	**51.1**
PBR	**1.7**	**1.9**	**3.6**	**3.4**	**3.2**
EV/EBITDA	**22.6**	**19.4**	**29.7**	**26.1**	**22.3**
PSR	**1.2**	**1.3**	**2.5**	**2.3**	**2.1**

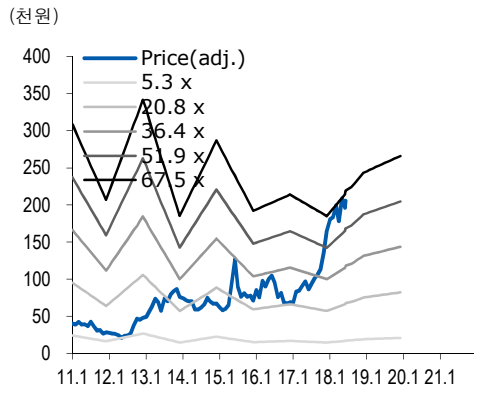
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	**-0.8**	**9.2**	**9.9**	**8.7**	**7.2**
영업이익 증가율 (%)	**-35.7**	**26.1**	**10.1**	**26.5**	**7.2**
지배순이익 증가율 (%)	**-33.0**	**11.4**	**-13.5**	**31.6**	**9.3**
매출총이익률 (%)	41.5	41.3	41.1	42.0	42.0
영업이익률 (%)	**4.5**	**5.1**	**5.2**	**6.0**	**6.0**
지배순이익률 (%)	4.2	4.2	3.3	4.0	4.1
EBITDA 마진 (%)	7.1	8.8	9.4	9.7	10.5
ROIC	7.3	7.2	6.5	8.2	8.6
ROA	3.6	3.6	3.0	3.8	4.0
ROE	**6.5**	**6.9**	**5.7**	**7.1**	**7.3**
부채비율 (%)	96.1	92.5	87.3	81.1	83.0
순차입금/자기자본 (%)	56.4	61.2	56.1	48.4	42.4
영업이익/금융비용 (배)	7.5	5.7	5.9	7.7	8.5

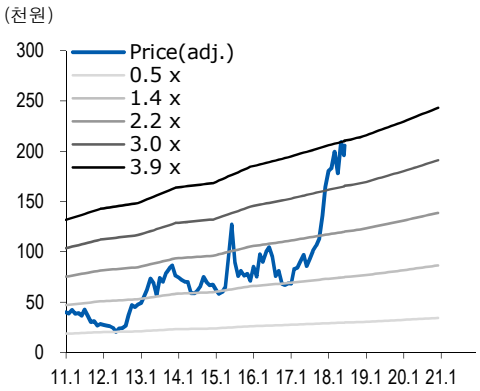
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

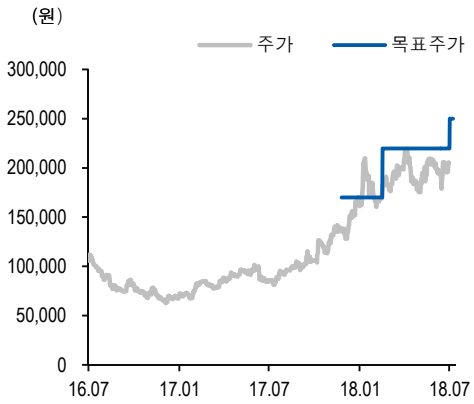
P/E band chart



P/B band chart



대웅제약 (069620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-06	BUY	250,000	1년		
2018-02-20	BUY	220,000	1년	-11.21	-0.23
2017-11-29	BUY	170,000	1년	-3.23	23.53

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.3
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	13.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-03

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 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 기존 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 투자의사결정은 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.