

대웅제약(069620)

OK, 대웅제약 계획대로 되고 있어

이제 나보타가 아닌 Jeuveau로 불러 주세요

전일 미국 파트너 Evolus는 FDA로부터 보툴리눔 독신 나보타의 미국 상표명 Jeuveau 사용을 조건부로 승인을 받았다. FDA로부터 판매허가를 받게 되면 해당 상표명을 미국에서 사용할 수 있다. 2019년 2월 2일에는 판매허가 여부를 알 수 있게 될 예정이다. 또한 Evolus는 미국미용성형외과학회(ASAPS, The American Society for Aesthetic Plastic Surgery)와도 premier partnership을 체결했다. ASAPS는 2,600여명의 성형외과 의사로 구성된 학회다. Partnership을 체결한 업체들에게 네트워킹, 홍보 등을 포함한 전략적 스폰서십 프로그램을 제공하여 제품판매를 지원해 준다. 미국시장 진출에 적지 않은 도움이 될 전망이다.

미국은 침투율이 아직도 7%에 불과하다

투자자들은 Jeuveau의 판매승인 가능성은 높게 보나 판매에 대해선 의견이 분분하다. 가격 경쟁력만 갖춘다면 Allergan의 Botox 점유율을 충분히 빼앗아 올 수 있다고 생각하는 의견이 있다. 반면 브랜드 인지도가 우선시되는 미용시장의 특성상 아무리 가격이 싸더라도 경쟁력을 갖추기 어려울 것이라 의견도 있다. 우리는 미국시장 내 facial injectable 침투율이 여전히 7%에 불과하며 Allergan은 이 침투율이 2025년까지 13%로 확대될 것으로 전망한다는 사실에 주목한다. Jeuveau는 출시초기에는 확대되는 침투율과 가격 경쟁력을 기반으로 신규수요를 창출하며 점유율을 높여 나갈 전망이다. 우리는 Jeuveau의 2019년과 2020년 end-market 매출액을 각각 800만달러(90억원), 4,400만달러(480억원)로, 2025년 peak 점유율을 15%로 예상한다.

내년 상반기 모멘텀 집중, 장기적 수익성 개선 기대

매수의견과 SOTP로 산출될 목표주가 23만원을 유지한다. 2019년 2월 승인이 결정되면 상반기 중 미국향 매출이 발생할 것이다. 또한 2019년 2분기에는 유럽 최종승인도 예정되어 있어 상반기 모멘텀이 집중되어 있다. 본업의 영업이익률은 5% 남짓하나 2019년부터 마진 높은 독신 매출비중이 본격적으로 늘어 매년 영업이익과 수익성이 확대될 전망이다. 장기적 관점에서 매수를 권고한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	884	26	27	2,613	(37.2)	54	26.3	20.3	1.5	5.5	0.9
2017A	960	39	32	3,060	17.1	79	53.8	28.0	3.4	6.2	0.4
2018F	1,003	24	15	1,437	(53.1)	85	133.3	29.2	4.0	2.9	0.1
2019F	1,086	43	32	3,087	114.9	107	62.0	22.6	3.9	6.1	0.3
2020F	1,197	82	55	5,371	74.0	142	35.7	16.5	3.6	10.1	0.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 230,000원(유지)

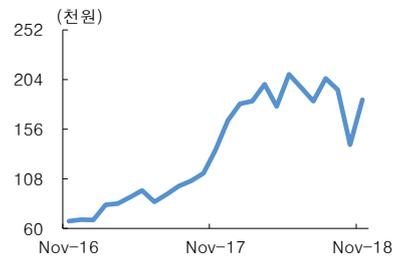
Stock Data

KOSPI(11/19)	2,101
주가(11/19)	184,500
시가총액(십억원)	2,138
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	219,500/128,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,736
유동주식비율/외국인지분율(%)	38.2/3.9
주요주주(%)	대웅 외 6인 50.8
	국민연금 8.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.7	(4.2)	36.2
KOSPI 대비(%p)	18.3	10.5	53.3

주가추이



자료: WISEfn

진흥국

hg.jin@truefriend.com

〈표 1〉 목표주가 산출

(단위: 십억원, 배, 원)

a) 본업가치: b)×c)	1,198	
b) 2019F EBITDA	91	
c) target EV/EBITDA	13.2	대형제약사 2019년 평균
d) Jeuveau 가치	870	2019F-2025F DCF, WACC 7.5%, terminal growth 1%
e) 2019F 순현금	(128)	
f) 한올바이오파마 가치(지분율 30%)	478	2018년 11월 19일 종가기준
g) 목표가치: a)+d)+e)+f)	2,418	
h) 주당가치: g)/10.3 만주	234,213	전체 주식수 1,158.7만주에서 자사주 126.1만주 제외

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 Peer valuation

(단위: 십억원)

		대웅제약	녹십자	종근당	동아에스티	평균
매출액	2017	867	1,288	884	555	
	2018F	910	1,333	945	575	
	2019F	985	1,411	1,006	594	
영업이익	2017	45	90	78	24	
	2018F	30	62	81	46	
	2019F	47	76	85	42	
영업이익률(%)	2017	5.2	7.0	8.8	4.3	
	2018F	3.3	4.6	8.5	8.0	
	2019F	4.8	5.4	8.5	7.1	
순이익	2017	37	53	54	(5)	
	2018F	19	41	44	38	
	2019F	33	53	60	31	
EPS	2017	11.4	(15.4)	31.0	-	5.2
증가율(%)	2018F	(49.2)	(23.1)	(21.2)	-	(22.2)
	2019F	74.7	29.0	35.1	(20.4)	11.5
	PER(x)	2017	45.4	49.6	24.3	-
PER(x)	2018F	89.5	41.4	23.1	21.9	28.8
	2019F	51.2	32.1	17.1	27.5	25.5
	PEG(x)	2017	(1.4)	(3.2)	0.8	-
2018F		7.8	(1.8)	(1.1)	-	(1.4)
2019F		(1.2)	1.1	0.5	(1.3)	0.1
EV/EBITDA(x)	2017	28.2	22.4	13.5	18.4	18.1
	2018F	29.0	19.0	10.3	12.6	14.0
	2019F	24.6	16.7	9.5	13.3	13.2
ROE(%)	2017	3.4	5.2	14.2	(0.9)	6.2
	2018F	1.7	3.9	10.6	6.5	7.0
	2019F	5.8	4.8	13.1	4.9	7.6

주: 1. 대웅제약은 별도기준, 2. 11월 19일 종가기준

자료: Dataguide, 한국투자증권

〈표 3〉 Jouveau 미국/유럽 사업가치

(단위: %)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
미국 미용 보톡스 시장(백만달러)	863	958	1,073	1,191	1,310	1,441	1,585	1,728	1,883	2,053
% YoY	13	11	12	11	10	10	10	9	9	9
유럽 미용 보톡스 시장(백만달러)	314	345	387	429	472	515	556	600	648	700
% YoY	9	10	12	11	10	9	8	8	8	8
a) End-market sales(백만달러)				10	56	119	160	195	234	274
YoY					467	113	35	22	20	17
미국(백만달러)				8	46	101	133	157	185	216
유럽(백만달러)				2	10	18	27	38	50	59
경쟁사 대비 가격				70	70	70	70	70	70	70
나보다 미국 MS				1	5	10	12	13	14	15
나보다 유럽 MS				1	3	5	7	9	11	12
b) 대웅 매출액(백만달러)				a) × 70%(공급가격)	7	39	83	112	137	164
미일스톤(백만달러)				Total 13.8	1			6		7
c) 대웅 영업이익(백만달러)				GPM 70%	5	27	58	79	96	115
d) NOPAT(백만달러)				c) × (1-t), t=20%	3	20	42	57	69	83
e) NPV of NOPAT(백만달러)				WACC 7.5%	3	17	34	42	48	53
f) NPV of NOPAT(십억원)				1,100 원/달러	4	19	37	46	52	59
g) NPV of forecasts(십억원)				sum of f) upto					277	
h) NPV of terminal value(십억원)				terminal growth 1.0%					594	
i) NPV of 미국/유럽 (십억원)				g)+h)					870	

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 대웅제약 실적 추이 및 전망 (별도기준)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	205	222	225	214	216	238	232	224	867	910	985
YoY	7.8	15.4	14.0	0.2	5.2	7.1	2.9	5.1	9.2	5.0	8.2
ETC(나보다 제외)	139	149	157	145	151	164	167	157	591	639	683
나보다(국내)	2	3	2	2	4	2	2	2	9	10	13
나보다(해외)	-	0	0	1	0	0	1	1	1	2	13
수출	22	29	27	26	19	27	23	21	103	88	89
OTC	20	21	21	21	21	23	23	22	83	90	95
CMO, 기타	22	20	18	19	21	22	18	22	80	83	92
영업이익	10	14	15	6	8	10	8	4	45	30	47
YoY	78.5	125.6	62.0	(56.9)	(17.9)	(28.3)	(44.9)	(42.3)	26.1	(33.5)	57.3
OPM	4.8	6.3	6.4	3.0	3.7	4.2	3.4	1.6	5.1	3.3	4.7
당기순이익	5	14	11	7	5	8	5	1	37	19	33
YoY	19.1	169.0	67.4	(56.9)	(0.6)	(43.8)	(57.3)	(80.7)	36.2	(49.2)	74.7
NPM	2.5	6.1	4.7	3.5	2.3	3.2	1.9	0.6	4.2	2.0	3.3

기업개요

대웅제약은 1961년 설립된 주식회사 대웅이 사업부문을 인적분할하여 2002년 10월 2일자로 설립되었으며 2002년 11월 1일 거래소에 상장했음. 대표적인 품목으로는 자양강장제 우루사(ETC/OTC), 복합개량신약 항게양제 알비스(ETC) 등의 자체개발 품목과 콜레스테롤 저하제 크레스토 등의 도입품목이 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	507	518	536	587	667
현금성자산	78	91	102	132	184
매출채권및기타채권	173	170	172	181	193
재고자산	163	187	192	203	219
비유동자산	637	695	661	626	600
투자자산	12	11	12	13	14
유형자산	367	396	364	333	309
무형자산	151	174	180	186	192
자산총계	1,145	1,214	1,197	1,214	1,267
유동부채	223	268	280	306	343
매입채무및기타채무	99	114	115	143	181
단기차입금및단기사채	8	6	4	2	0
유동성장기부채	100	90	85	81	76
비유동부채	317	314	291	262	237
사채	289	289	260	234	211
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	540	582	571	569	580
지배주주지분	499	519	512	528	568
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	99	97	97	97	97
기타자본	(45)	(45)	(64)	(77)	(87)
이익잉여금	417	442	453	483	532
비지배주주지분	105	112	114	117	119
자본총계	605	632	626	645	687

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	15	104	82	104	126
당기순이익	26	35	16	34	62
유형자산감가상각비	22	33	53	56	52
무형자산상각비	6	7	8	8	9
자산부채변동	(30)	12	12	12	14
기타	(9)	16	(6)	(6)	(9)
투자활동현금흐름	(156)	(73)	(24)	(28)	(30)
유형자산투자	(141)	(69)	(21)	(25)	(28)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	6	23	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(20)	(27)	(14)	(14)	(15)
기타	(1)	(0)	11	12	13
재무활동현금흐름	159	(17)	(46)	(45)	(44)
자본의증가	7	3	0	0	0
차입금의순증	159	(11)	(36)	(33)	(30)
배당금지급	(7)	(6)	(6)	(3)	(6)
기타	0	(2)	(4)	(9)	(8)
기타현금흐름	(0)	(1)	(1)	(1)	0
현금의증가	18	13	11	30	52

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

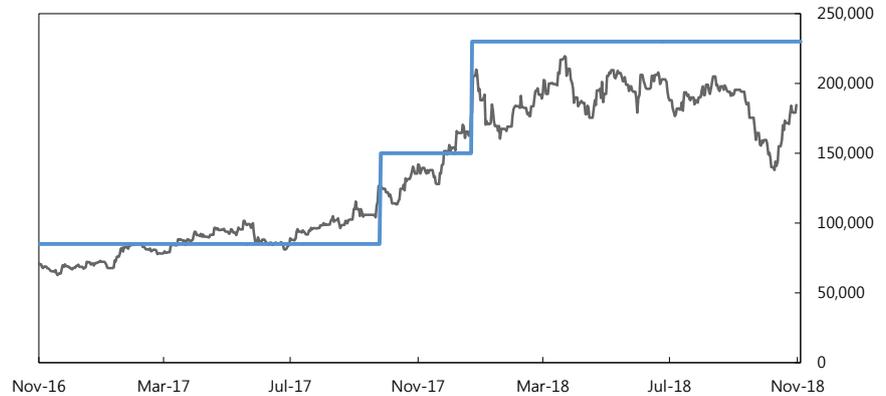
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	884	960	1,003	1,086	1,197
매출원가	510	553	605	654	694
매출총이익	374	407	399	432	503
판매관리비	348	368	375	389	421
영업이익	26	39	24	43	82
금융수익	9	6	2	3	3
이자수익	3	2	2	3	3
금융비용	11	15	7	6	9
이자비용	5	8	9	8	7
기타영업외손익	3	7	3	4	3
관계기업관련손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	28	36	22	43	79
법인세비용	1	1	6	9	18
연결당기순이익	26	35	16	34	62
지배주주지분순이익	27	32	15	32	55
기타포괄이익	(1)	(3)	0	0	0
총포괄이익	25	33	16	34	62
지배주주지분포괄이익	25	29	15	32	55
EBITDA	54	79	85	107	142

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,613	3,060	1,437	3,087	5,371
BPS	46,986	48,708	48,042	49,467	52,916
DPS	600	600	282	605	605
성장성(% YoY)					
매출증가율	5.3	8.6	4.5	8.3	10.2
영업이익증가율	(40.6)	50.5	(38.2)	77.4	91.9
순이익증가율	(37.2)	17.1	(53.1)	114.9	74.0
EPS증가율	(37.2)	17.1	(53.1)	114.9	74.0
EBITDA증가율	(19.4)	47.2	7.3	26.2	32.7
수익성(%)					
영업이익률	2.9	4.1	2.4	3.9	6.9
순이익률	3.1	3.3	1.5	2.9	4.6
EBITDA Margin	6.1	8.2	8.5	9.9	11.9
ROA	2.5	3.0	1.4	2.8	5.0
ROE	5.5	6.2	2.9	6.1	10.1
배당수익률	0.9	0.4	0.1	0.3	0.3
배당성향	23.0	19.6	19.6	19.6	11.3
안정성					
순차입금(십억원)	236	238	192	129	48
차입금/자본총계비율(%)	65.7	61.0	55.8	49.1	41.8
Valuation(X)					
PER	26.3	53.8	133.3	62.0	35.7
PBR	1.5	3.4	4.0	3.9	3.6
EV/EBITDA	20.3	28.0	29.2	22.6	16.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대웅제약 (069620)	2017.10.15	매수	150,000원	-8.0	18.0
	2018.01.11	매수	230,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 20일 현재 대웅제약 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.