

# 대웅제약(069620)

## 매수(유지)

목표주가: 250,000원(상향)

### Stock Data

KOSPI(1/18)	2,124
주가(1/18)	190,000
시가총액(십억원)	2,201
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	219,500/138,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,441
유동주식비율/외국인지분율(%)	38.2/4.3
주요주주(%)	대웅 외 5 인 50.8
	국민연금 8.2

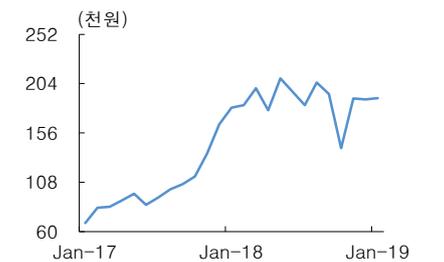
### EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2018F	1,609	1,738	8.0
2019F	2,810	3,375	20.1
2020F	3,688	4,189	13.6

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.3	(2.1)	(3.1)
KOSPI 대비(%p)	0.2	5.2	12.5

### 주가추이



자료: FnGuide

### 진홍국

hg.jin@truefriend.com

## 단기 차익실현을 고민 중이십니까?

### 현 시점에서 단기 차익실현은 크게 실익이 없다

보툴리눔 독신 Jeuveau(주보)의 최종승인이 2월 2일경에 결정된다. 판매 승인 이후 차익실현을 고민하는 투자자도 있다. 그러나 승인 이후 이익개선이 2분기부터 본격화하며 치료용 독신시장 진출, 안구건조증 치료제 HL036의 임상 3상 돌입, 주보의 유럽판매승인 등 다수의 모멘텀이 대기중이기에 단기 투자자가 아닌 이상 현 시점에서 차익실현은 크게 실익이 없다.

### 2019년 영업이익 추정치 24% 상향

2019년 영업이익을 580억원으로 기존 추정치 대비 24% 상향했다. 시장 컨센서스를 30% 상회하는 수치다. 이익률이 높은 주보의 매출비중 전망을 1.3%에서 2.4%로 변경했기 때문이다. 주보는 출시초기 가격 경쟁력을 기반으로 신규수요를 창출하며 점유율을 높여 나갈 수 있을 것으로 예상된다. 우리는 주보의 미국 내 점유율이 2025년 16%에 달할 것으로 전망한다.

### 이제는 최소한의 R&D투자로 장기성장할 수 있는 수확기에 진입

매수의견을 유지하며 SOTP로 산출한 목표주가를 실적전망과 multiple 조정에 따라 25만원으로 9% 상향한다. 타 제약사 대비 높은 valuation을 받을 수 있는 이유는 장기적으로 지속될 수 있는 이익증가 구조다. 2019년부터 2022년까지 연평균 20%의 EPS 증가율을 전망한다. 또한 이익증가에 있어 대규모의 연구개발비 투자가 필요없다는 점도 premium 요인이다. 이제 회사는 최소한의 투자로도 장기성장할 수 있는 수확기에 접어들었다.

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	794	867	911	999	1,078
영업이익(십억원)	35	45	32	58	70
세전이익(십억원)	35	41	27	51	63
순이익(십억원)	27	32	20	39	49
EBITDA(십억원)	57	76	75	102	114
순차입금(십억원)	292	335	292	232	158
영업이익률(%)	4.5	5.1	3.5	5.8	6.5
ROE(%)	5.5	6.2	3.8	7.1	8.3
배당수익률(%)	0.9	0.4	0.3	0.3	0.3
EPS(원)	2,846	3,170	1,738	3,375	4,189
(EPS 증가율, %)	(33.0)	11.4	(45.2)	94.2	24.1
BPS(원)	46,986	48,708	50,154	52,782	56,085
DPS(원)	600	600	600	600	600
PER(x)	66.8	59.9	109.3	56.3	45.4
PBR(x)	1.5	3.4	3.8	3.6	3.4
EV/EBITDA(x)	18.4	28.7	32.5	23.4	20.4

주: 순이익은 자본법적용 순이익

# Contents

<b>I. 지금 단기 차익실현은 실익이 없다</b>	<b>2</b>
<hr/>	
1. Jevveau 출시허가를 앞두고 차익실현이 고민되는 상황	
2. 출시허가 이후에도 다양한 모멘텀 대기 중	
<b>2. 2019년 영업이익 추정치 24% 상향</b>	<b>4</b>
<hr/>	
1. Jevveau 2019년 매출비중 1.3%에서 2.4%로 확대	
2. 품질과 가격 경쟁력을 바탕으로 시장 침투 이어갈 전망	
<b>3. 상승여력은 아직 충분하다</b>	<b>8</b>
<hr/>	
1. 목표주가를 25만원으로 9% 상향	
2. 이제 R&D투자 없이도 장기 성장할 수 있는 수확기	
<b>기업개요 및 용어해설</b>	<b>10</b>
<hr/>	

- 특신 미국판매 승인 후에도 모멘텀 있어 단기 차익실현은 실익 없어
- 미국 특신 시장 내 점유율 전망과 상세한 해외매출 추정
- 올해 영업이익은 시장 전망치를 상회할 가능성이 높다는 판단

## 1. 지금 단기 차익실현은 실익이 없다

### 1. Jeuveau 출시허가를 앞두고 차익실현이 고민되는 상황

판매승인 이후 주가조정은  
제한적일 것

대웅제약의 보툴리눔 특신인 Jeuveau(주보)의 최종승인 여부가 PDUFA(Prescription Drug User Free Act, 미국 FDA와 협의한 최종 승인일자) 일자인 2월 2일경에 결정될 예정이다. 그러나 이는 오래전부터 노출된 일정으로, 판매승인이 결정될 경우 차익실현을 고민하는 투자자도 존재하는 것이 사실이다. 소문에 사서 뉴스에 팔리는 주식시장의 격언이 있다. 호재 발생 전까지 오르다가 호재 발생 후 오히려 주가가 하락하는 경우에 대한 대비책을 가리킨다. 이러한 현상은 호재발생 후 차기 모멘텀이 부재한 경우 특히 두드러진다. 반면 대웅제약은 2월 2일 미국판매 승인 이후에도 다양한 모멘텀이 대기중이다. 따라서 판매승인 이후 주가는 조정을 받더라도 단기간 내에 회복할 것이다. 단기 투자자가 아닌 이상 차익실현은 크게 실익이 없다는 판단이다.

### 2. 출시허가 이후에도 다양한 모멘텀 대기 중

승인 후 바로  
매출발생

2월 승인이 결정된다면 빠르면 3월 혹은 4월부터 주보의 매출이 발생할 전망이다. 대웅제약의 파트너사 Evolus는 주보의 미국 출시를 2019년 봄으로 계획하고 있어 Evolus향 출하는 승인 이후 즉시 이뤄질 전망이다. 기존 사업 대비 수익성이 높은 주보의 매출비중 확대는 수익성 개선으로 직결될 것이다. 2019년 1분기나 2분기부터 본격적인 실적개선을 기대할 수 있다.

치료용 특신시장 진출 선언

미국 출시 발표와 함께 기대되는 이벤트는 주보의 치료용 특신시장 진출선언이다. 2018년 3분기 Evolus의 분기보고서에 따르면 2017년 12월 18일 Evolus는 대웅제약 주보의 치료용 적응증 권리행사 옵션을 모회사 Alphaeon에 이전한 것으로 나타났다. 그리고 2018년 9월 30일부로 Alphaeon은 이 옵션을 행사했다. 이에 따라 Alphaeon은 대웅제약에 옵션행사 대금을 지급한 것으로 파악된다. 금액은 750만달러(80억원)로 알려져 있으며 대웅제약의 2019년 실적에 반영될 전망이다. 미국의 미용 보툴리눔 특신시장은 약 1조원이나 치료용은 약 1.5조원으로 치료용 대비 더 큰 것으로 추정된다. 물론 Allergan이 20여개에 달하는 적응증을 기반으로 형성한 시장인 만큼 치료용으로 본격적인 매출을 발생시키기 위해서는 임상을 통해 적응증을 차례로 확보해 나가야 한다. 따라서 단기간내 관련 매출을 기대할 수는 없으나 Alphaeon의 주보에 대한 품질과 판매의지를 엿볼 수 있는 대목이 될 수 있다.

## [그림 1] Evolus 10Q(3Q18)의 Therapeutic option letter agreement

### *Therapeutic Option Letter Agreement*

On December 18, 2017, the Company entered into a therapeutic option letter agreement with ALPHAEON whereby certain rights to the therapeutic indications of the Product under the Daewoong Agreement were transferred by the Company to ALPHAEON. The Company recorded this transaction as a reduction of \$2.5 million in the related party borrowings and a non-cash capital contribution from ALPHAEON, in additional paid-in capital on the condensed balance sheets as of December 31, 2017. Once exercised, the rights to the therapeutic indications shall be solely in the control of ALPHAEON. As of September 30, 2018, the right to exercise the therapeutic option was exercised by ALPHAEON, which remitted the exercise price directly to Daewoong.

자료: Evolus, 한국투자증권

### 2분기 중 유럽 판매승인

주요의 해외진출은 미국으로 끝나지 않는다. 유럽시장의 최종승인도 2분기 중에는 결정될 전망이다. 비교적 유럽에서 입지가 좁은 Evolus는 유럽시장내 효율적인 시장침투를 위해 추가적인 파트너십을 체결할 것으로 예상된다. 파트너사의 입지에 따라 주요의 유럽 내 판매량은 판이하게 달라질 것이다. 신규 파트너사는 대응계약과는 무관하게 Evolus와 이익을 배분하게 되어 있어 파트너사가 추가되더라도 대응계약의 수익과는 무관하다.

### 3월 HL036 임상 3상 돌입

마지막으로 올해 1분기 중에는 자회사 한올바이오파마(한올)와 공동개발 중인 안구건조증 치료제 HL036이 미국에서 임상 3-1상에 진입할 예정이다. 임상 3상에 진입하게 되면 통계적으로 제품 출시 가능성은 약 50%에서 85%로 상승하는 만큼 한올의 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 한편 한올의 다른 파이프라인들과는 달리 HL036은 대응계약이 한올과 권리를 양분하고 있다. 기술수출 등이 일어날 경우 대응계약이 계약금 및 마일스톤의 절반을 수취할 수 있다. 따라서 HL036이 임상 3상 진입할 경우 대응계약은 자회사(지분율 30%) 가치상승 그 이상의 기업가치 향상을 기대할 수 있다.

### <표 1> 대응계약 이벤트 타임라인

날짜	내용
2017년 12월 18일	Evolus, 모회사 Alphaeon에게 Jevveau의 치료용 적응증 권리행사 옵션 이전
2018년 9월 30일	Alphaeon, 옵션 행사
2019년 2월 2일	Jevveau의 미국 판매승인 결과 발표
1분기	HL036 미국 임상 3상 진입
2분기	Jevveau의 유럽 판매승인 결과 발표

자료: 한국투자증권

## 2. 2019년 영업이익 추정치 24% 상향

### 1. Jeuveau 2019년 매출비중 1.3%에서 2.4%로 상향

컨센서스를 30% 상회하는  
2019년 영업이익 전망

2019년 매출액과 영업이익을 9,988억원(+10% YoY)과 580억원(+81% YoY, 영업이익률 6%)으로 각각 1%, 24% 상향한다. 이는 시장 컨센서스를 각각 2%, 30% 상회하는 수치다. Alphaeon의 치료용 독신 옵션행사에 따른 유입대금은 올해 실적추정에 반영하지 않았다. 영업이익 추정치 상향은 본업 대비 매출총이익률이 높은(본업 40%, 후보 80% 추정) 후보의 매출비중 전망을 1.3%에서 2.4%로 확대함에 기인한다. 2020년 매출액은 8% 증가한 1.08조원으로 예상된다. 후보 매출비중이 2.4%에서 3.9%로 늘어나면서 영업이익은 20% 증가한 697억원(영업이익률 7%)에 달할 전망이다. 이 역시 시장 컨센서스 대비 각각 0.4%, 19% 높은 추정치다.

<표 2> 실적 추정치 변경 (별도기준)

(단위: 십억원, %)

	기존전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	910	985	911	999	1	14
영업이익	30	47	32	58	2	11
영업이익률	3.3	4.8	3.5	5.8	0.2	1.0
순이익	19	33	20	39	1	6

자료: 한국투자증권

후보의 대응계약 19F 매출  
126억원에서 241억원으로  
상향

후보의 출시 확정일이 가까워 오면서 보다 현실적인 매출추정을 위해 2019년 후보의 매출추정을 기존 126억원에서 241억원으로 상향했다. 기존 추정치 126억원은 미국/유럽시장 내 예상 판매분에 대한 대응물량만을 반영한 금액이었다. 그러나 Evolus의 2020년을 대비하는 재고축적을 위한 물량 96억원(2020년 미국/유럽향 매출 640억원의 15%가 2019년 말에 대응계약으로부터 출하된다는 가정), 캐나다 매출 19억원(캐나다 인구가 미국인구의 약 10%라는 점을 고려하여 2019년 미국향 매출 185억원의 10% 가정)을 추가로 반영했다.

〈표 3〉 실적 추이 및 전망(별도기준, 수정후)

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	205	222	225	214	216	238	232	225	867	911	999	1,078
% YoY	7.8	15.4	14.0	0.2	5.2	7.1	2.9	5.4	9.2	5.1	9.6	7.9
ETC(주보 제외)	139	149	157	145	151	164	167	157	591	639	683	-
특신(국내)	2	3	2	2	4	2	2	2	9	10	13	14
특신(해외)	-	0	0	1	0	0	1	1	1	2	24	42
수출	22	29	27	26	19	27	23	22	103	89	92	95
OTC	20	21	21	21	21	23	23	22	83	90	95	101
CMO, 기타	22	20	18	19	21	22	18	22	80	82	91	101
영업이익	10	14	15	6	8	10	8	9	45	32	58	70
% YoY	78.5	125.6	62.0	(56.9)	(17.9)	(28.3)	(44.7)	39.6	26.1	(28.0)	80.5	20.0
영업이익률	4.8	6.3	6.4	3.0	3.7	4.2	3.5	3.9	5.1	3.5	5.8	6.5
당기순이익	5	14	11	7	5	8	4	5	37	20	39	49
% YoY	19.1	169.0	67.4	(56.9)	(0.6)	(43.8)	(57.5)	(32.0)	36.2	(45.2)	94.2	24.1
순이익률	2.5	6.1	4.7	3.5	2.3	3.2	1.9	2.3	4.2	2.2	3.9	4.5

자료: 대웅제약, 한국투자증권

〈표 4〉 실적 추이 및 전망(별도기준, 수정전)

(단위: 십억원, %)

	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(주보 제외)	139	149	157	145	151	164	167	157	591	639	683
특신(국내)	2	3	2	2	4	2	2	2	9	10	13
특신(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
영업이익률	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
순이익률	2.5	6.1	4.7	3.5	2.3	3.2	1.9	0.6	4.2	2.0	3.3

자료: 대웅제약, 한국투자증권

**2019년 주보매출 241억원은 크게 과하지 않은 전망치**

대웅제약은 마케팅 파트너 Evolus와 5년간 약 3천억원의 주보를 판매하는 계약을 체결했다. 이는 연평균 약 600억원이다, 우리의 주보매출 추정치 241억원은 연평균 매입대금의 40%로 공격적인 추정치는 아니다. 우리는 주보의 미국/유럽 시장 내 판매액을 2019년 1,970만달러(217억원, 점유율 각각 2%, 1%), 2020년 5,830만달러(641억원, 점유율 각각 6%, 1%)로 예상한다. 공급가의 60%를 수취할 것으로 가정한 대웅제약의 2019년과 2020년 주보 예상매출은 각각 126억원과 385억원이다.

〈표 5〉 Jeuveau 미국/유럽 사업가치

(단위: %)

	2016	2017	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	561	606	654	707
% YoY	9	10	12	11	10	9	9	8	8	8
<b>a) End-market sales(백만달러)</b>				<b>20</b>	<b>58</b>	<b>102</b>	<b>142</b>	<b>187</b>	<b>226</b>	<b>279</b>
YoY					196	74	39	32	21	24
미국(백만달러)				17	55	91	122	157	185	230
유럽(백만달러)				3	3	11	20	30	41	49
경쟁사 대비 가격				70	70	70	70	70	70	70
주요 미국 MS				2	6	9	11	13	14	16
주요 유럽 MS				1	1	3	5	7	9	10
b) 대웅 매출액(백만달러)										
a) × 60%(공급가격)				12	35	61	85	112	135	168
마일스톤(백만달러)										
Total 13.8					6		8			
c) 대웅 영업이익(백만달러)										
GPM 80%				9	34	49	76	90	108	134
d) 대웅 수수료										
10% royalty				9	30	44	69	81	98	121
e) NOPAT(백만달러)										
c) × (1-t), t=20%				7	24	35	55	65	78	97
f) NPV of NOPAT(백만달러)										
WACC 7.5%				6	21	28	41	45	51	58
<b>g) NPV of NOPAT(십억원)</b>				<b>7</b>	<b>23</b>	<b>31</b>	<b>45</b>	<b>49</b>	<b>56</b>	<b>64</b>
h) NPV of forecasts(십억원)										
2020F~2025F										275
i) NPV of terminal value(십억원)										
terminal growth 1.0%										600
<b>j) NPV of 미국/유럽 (십억원)</b>										<b>875</b>
h)+i)										

자료: 한국투자증권

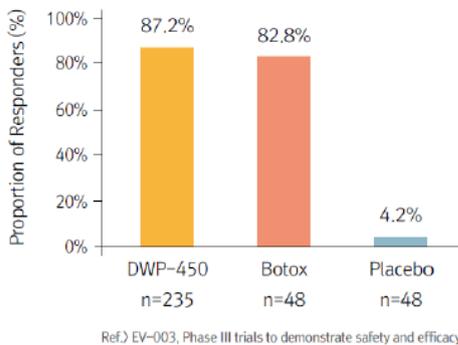
## 2. 품질과 가격 경쟁력을 바탕으로 시장을 침투해 나갈 전망

2025년 점유율 16% 예상

투자자들 사이에서는 후보의 판매승인 가능성은 높게 보나 판매성과에 대해선 의견이 분분하다. 가격 경쟁력만 갖춘다면 Allergan의 Botox 점유율을 충분히 빼앗아 올 수 있다고 생각하는 의견이 있다. 반면 브랜드 인지도가 우선시되는 미용 시장의 특성상 아무리 가격이 싸더라도 경쟁력을 갖추기 어려울 것이란 의견도 있다. 우리는 후보가 미국시장에서 승산이 충분히 있다고 생각한다. 후보는 Allergan의 Botox와 동일한 순도 900kD 제품으로 Allergan과의 비열등성을 입증, 품질 측면에서 미국 성형외과 의사들의 신뢰를 쌓기에 유리하기 때문이다. 또한 우리는 미국시장 내 facial injectable 침투율이 여전히 7%에 불과하며 Allergan은 이 침투율이 2025년까지 13%로 확대될 것으로 전망한다는 사실에 주목한다. 후보는 출시초기에는 미국시장에서 가격 경쟁력을 기반으로 신규수요를 창출하며 점유율을 높여 나갈 수 있을 것으로 예상된다. 우리는 후보의 점유율이 2025년에는 16%에 달할 것으로 전망한다.

[그림 2] DWP-450의 비열등성 입증

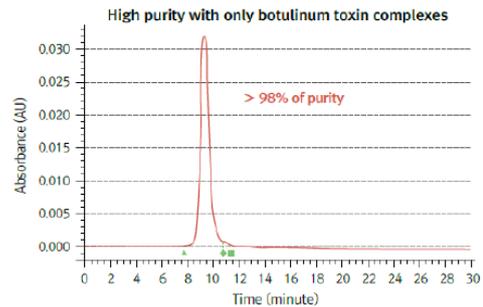
| DWP-450 superior over placebo, non-inferior to BOTOX



자료: 대웅제약, 한국투자증권

[그림 3] Allergan의 BOTOX와 동일한 순도 900kD

| Patented Purification Process



• In house data of drug substance after purification (SEC-HPLC)

- >98% of 900kDa, <2% of 300kDa
- 900kDa(19S toxin): Matured Dimer form of toxin complex

자료: 대웅제약, 한국투자증권

### 3. 상승여력은 아직 충분하다

#### 1. 목표주가를 25만원으로 9% 상향

실적 추정치 상향에 따라  
목표주가가도 상향

대웅제약에 대해 매수의견을 유지하며 SOTP로 산출한 목표주가를 기존 23만원에서 25만원으로 9% 상향한다. 목표 시가총액은 2.61조원이며 본업가치 1.46조원(2019년 EBITDA 1,015억원에 2019년 한미약품을 제외한 대형 제약사 EV/EBITDA 평균 14.4배 적용), 주보 가치 8,750억원, 2019년 예상 순차입금 2,321억원과 자회사 한올바이오파마 지분가치 5,000억원(2019년 1월18일 증가에 지분을 30% 적용)을 합산하여 산출했다. 목표주가 상향의 주요근거는 주보의 예상매출 상향에 따라 2019년 예상 EBITDA가 910억원에서 1,015억원으로 상승했으며 피어그룹 업체들의 주가상승으로 target multiple도 13.2배에서 14.4배로 조정했기 때문이다.

<표 6> 목표주가 산출(수정 후)

(단위: 십억원, 배, 원)

a) 본업가치: b)×c)	1,469	
b) 2019F EBITDA	102	
c) target EV/EBITDA	14.4	대형제약사 2019년 평균
d) Jeuveau 가치	875	2019F~2025F DCF, WACC 7.5%, terminal growth 1%
e) 2019F 순현금	(232)	
f) 한올바이오파마 가치(지분율 30%)	500	2018년 1월 18일 증가 기준
g) 목표가치: a)+d)+e)+f)	2,613	
h) 주당가치: g)/10.3 만주	253,027	전체주식수 1,158.7만주에서 자사주 126.1만주 제외

자료: 한국투자증권

<표 7> 목표주가 산출(수정 전)

(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 증가 기준
g) 목표가치: a)+d)+e)+f)	2,418	
h) 주당가치: g)/10.3 만주	234,213	전체주식수 1,158.7만주에서 자사주 126.1만주 제외

자료: 한국투자증권

## 2. 이제 R&D투자 없이도 장기 성장할 수 있는 수확기

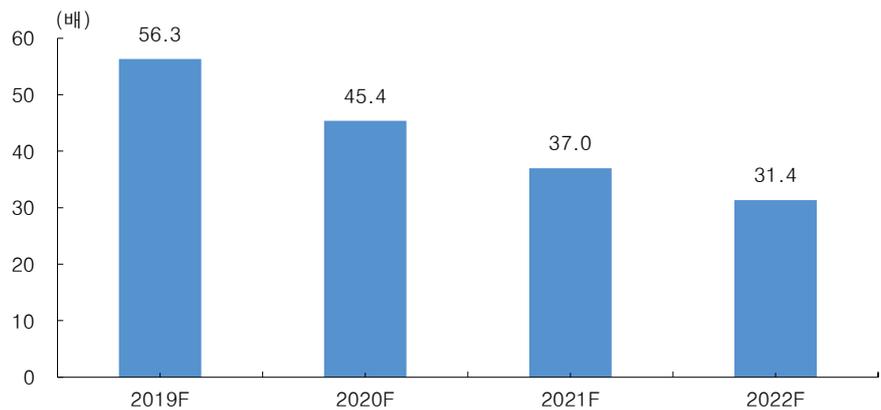
향후 3년간 연평균  
EPS 증가율 20% 전망

목표주가 25만원은 시가총액으로는 약 2.6조원에 해당한다. 한올바이오파마 가치 5천억을 제하면 2.1조원이다. 이는 2019년 PER 54배에 해당한다. 한미약품을 제외한 국내 대형 제약사들의 2019년 평균 PER 27배의 두배 수준이다. 그러나 대응제약이 타 업체 대비 높은 valuation을 받을 수 있는 이유는 수익성 높은 후보의 매출비중 확대로 인해 장기적으로 지속될 수 있는 이익증가 구조다. Evolus와 5년간의 납품계약을 체결했기 때문에 장기성장에 대한 가시성도 타 업체들 대비 높다. 2019년부터 2022년까지 영업이익과 EPS는 연평균 각각 24%, 20% 증가할 것으로 추정한다. 반면 피어그룹의 2019년과 2020년 예상 평균 EPS 증가율은 각각 15%, 9%에 불과하다.

R&D투자없이 장기성장할 수  
있다는 점은 타 업체 대비  
valuation premium  
요인

또한 이익증가를 위해 더 이상 대규모의 연구개발비가 수요되지 않는다는 점도 타 업체들 대비 valuation premium 요인이다. 매출증가를 위한 신약을 개발하기 위해 지속적으로 연구개발비를 투자해야 하는 일반적인 제약업체와 달리 대응제약은 장기성장의 핵심 축인 후보에 대한 R&D투자는 이미 완료됐다. 즉 타 제약업체 대비 수익성 관리가 수월하다는 의미다. 대응제약은 이제 최소한의 투자로 장기성장할 수 있는 수확기에 접어들었다. 2018년 3.5%로 추정되는 영업이익률은 2019년에는 5.8%, 2020년에는 6.5%, 2021년에는 7.1%로 개선세를 이어갈 전망이다. 현 주가의 valuation이 다소 부담스러워 보일 수 있으나 가시성 높은 EPS 증가에 따라 향후 밸류에이션 부담은 급격히 완화될 전망이다.

[그림 4] 대응제약 PER 전망



주: 1. 별도기준 PER, 2. 1월 18일 증가기준  
자료: 한국투자증권

〈표 8〉 Peer valuation

(단위: 십억원)

		대웅제약	유한양행	녹십자	종근당	동아에스티	평균
매출액	2017	867	1,462	1,288	884	555	-
	2018F	911	1,516	1,326	949	574	-
	2019F	999	1,607	1,403	1,012	594	-
	2020F	1078	1,693	1,503	1,079	622	-
영업이익	2017	45	89	90	78	24	-
	2018F	32	70	57	80	44	-
	2019F	58	89	69	84	41	-
	2020F	70	92	42	13	31	-
영업이익률(%)	2017	5.1	6.1	7.0	8.8	4.3	-
	2018F	3.5	4.6	4.3	8.5	7.7	-
	2019F	5.8	5.5	4.9	8.3	7.0	-
	2020F	6.5	5.4	2.8	1.2	5.0	-
순이익	2017	37	109	53	54	(5)	-
	2018F	20	89	37	44	39	-
	2019F	39	114	48	59	30	-
	2020F	49	116	55	62	35	-
EPS	2017	11.4	(35.3)	(15.4)	31.0	-	(10.5)
증가율(%)	2018F	(45.2)	(25.5)	(30.3)	(25.4)	-	(27.1)
	2019F	94.2	28.0	28.5	32.3	(19.5)	15.1
	2020F	24.1	2.0	14.5	8.5	13.1	9.4
	PER(x)	2017	59.9	23.9	49.6	24.3	-
2018F		109.3	33.9	42.2	25.2	22.9	31.0
2019F		56.3	26.5	32.8	19.0	28.4	26.7
2020F		45.4	26.0	28.7	17.5	25.1	24.3
PEG(x)	2017	5.3	(0.7)	(3.2)	0.8	-	(1.0)
	2018F	(2.4)	(1.3)	(1.4)	(1.0)	-	(1.2)
	2019F	0.6	0.9	1.2	0.6	(1.5)	0.3
	2020F	2.3	13.1	2.0	2.1	1.9	4.8
EV/EBITDA(x)	2017	28.7	19.3	22.4	13.5	18.4	18.4
	2018F	32.5	21.3	17.7	11.3	12.9	15.8
	2019F	23.4	18.0	15.8	10.5	13.5	14.4
	2020F	20.4	17.1	14.4	9.4	12.2	13.3
ROE(%)	2017	6.2	7.0	5.2	14.2	(0.9)	6.4
	2018F	3.8	5.5	3.5	10.6	6.3	6.5
	2019F	7.1	6.7	4.4	12.7	4.8	7.2
	2020F	8.3	6.5	4.8	12.4	5.2	7.2

주: 1. 대웅제약은 별도기준, 2. 1월 18일 종가기준  
 자료: 대웅제약, 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

### ■ 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	403	368	409	485	559
현금성자산	56	42	75	129	184
매출채권및기타채권	152	154	157	167	174
재고자산	141	162	167	180	190
비유동자산	612	686	752	824	898
투자자산	179	191	201	220	237
유형자산	280	307	367	432	500
무형자산	46	77	77	78	79
자산총계	1,015	1,054	1,161	1,309	1,457
유동부채	202	211	225	248	275
매입채무및기타채무	84	96	99	125	155
단기차입금및단기사채	5	3	9	15	21
유동성장기부채	100	90	80	70	60
비유동부채	295	295	289	285	271
사채	289	289	284	281	267
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	498	506	513	533	546
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	100	100	100	100	100
자본조정	(45)	(45)	41	136	230
이익잉여금	433	463	477	510	552
자본총계	518	547	647	776	911
조정자본총계	499	519	536	567	605

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	14	63	70	90	107
당기순이익	33	37	20	39	49
유형자산감가상각비	18	27	43	44	44
무형자산상각비	4	5	0	0	0
자산부채변동	(30)	(20)	10	4	12
기타	(11)	15	(2)	3	2
투자활동현금흐름	(144)	(58)	(17)	(21)	(23)
유형자산투자	(121)	(59)	(18)	(21)	(23)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(3)	27	(10)	(19)	(17)
무형자산순증	(19)	(27)	(1)	(1)	(1)
기타	(1)	(0)	11	20	18
재무활동현금흐름	152	(18)	(19)	(14)	(27)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	159	(12)	(11)	(7)	(19)
배당금지급	(7)	(6)	(1)	(1)	(1)
기타	0	0	(7)	(6)	(7)
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	22	(13)	34	55	57

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

### 손익계산서

(단위: 십억원)

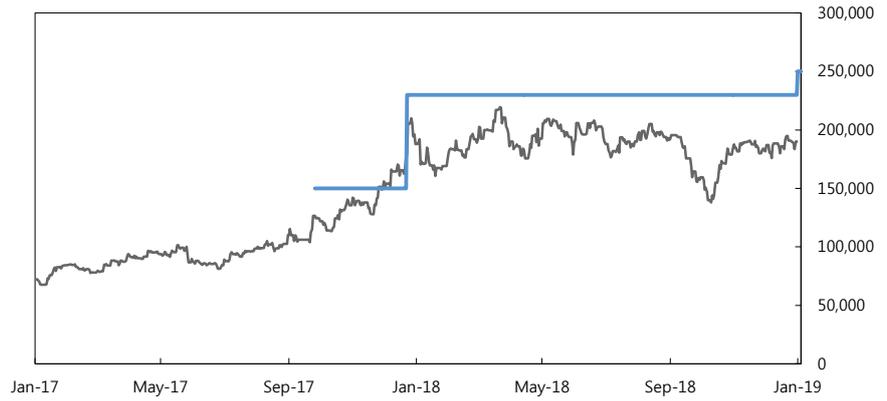
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	794	867	911	999	1,078
매출원가	465	509	561	603	644
매출총이익	329	358	351	396	434
판매관리비	294	314	318	338	364
영업이익	35	45	32	58	70
금융수익	8	4	0	1	1
이자수익	2	1	0	1	1
금융비용	10	14	8	10	9
이자비용	5	8	9	9	9
기타영업외손익	2	6	2	2	2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	35	41	27	51	63
법인세비용	2	4	7	12	15
당기순이익	33	37	20	39	49
기타포괄이익	(1)	(1)	(1)	0	0
총포괄이익	32	36	19	38	48
EBITDA	57	76	75	102	114
조정당기순이익	27	32	20	39	49

### 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,846	3,170	1,738	3,375	4,189
BPS	46,986	48,708	50,154	52,782	56,085
DPS	600	600	600	600	600
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(0.8)	9.2	5.1	9.6	7.9
영업이익증가율	(35.7)	26.1	(28.0)	80.5	20.0
순이익증가율	(37.2)	17.1	(36.2)	94.2	24.1
EPS증가율	(33.0)	11.4	(45.2)	94.2	24.1
EBITDA증가율	(24.1)	35.0	(2.3)	36.6	11.4
수익성(%)					
영업이익률	4.5	5.1	3.5	5.8	6.5
순이익률	3.4	3.6	2.2	3.9	4.5
EBITDA Margin	7.1	8.8	8.2	10.2	10.5
ROA	3.6	3.6	1.8	3.2	3.5
ROE	5.5	6.2	3.8	7.1	8.3
배당수익률	0.9	0.4	0.3	0.3	0.3
배당성향	18.8	16.9	30.8	15.8	12.8
안정성					
순차입금(십억원)	292	335	292	232	158
차입금/자본총계비율(%)	76.2	69.9	57.5	47.2	38.1
Valuation(X)					
PER	66.8	59.9	109.3	56.3	45.4
PBR	1.5	3.4	3.8	3.6	3.4
EV/EBITDA	18.4	28.7	32.5	23.4	20.4

### 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대웅제약 (069620)	2017.10.15	매수	150,000원	-8.0	18.0
	2018.01.11	매수	230,000원	-18.5	-4.6
	2019.01.11	1년경과		-17.9	-17.0
	2019.01.20	매수	250,000원	-	-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 20일 현재 대웅제약 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 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.