

# 대웅제약

# HOLD(하향)

069620 기업분석 | 제약

목표주가(상향)	190,000원	현재주가(02/01)	193,000원	Up/Downside	-1.6%
----------	----------	-------------	----------	-------------	-------

2019. 02. 07

## Jeuveau FDA 승인, 이제 실적을 보여줄 때

### News

**대웅제약의 보툴리눔독신 Jeuveau(주보) FDA 승인:** 대웅제약은 2/1일(현지시간) 국산 보툴리눔독신 중 최초, 미국에서는 Botox(Allergan), Dysport(ipsen), Myobloc(Eisai), Xeomin(Merz)에 이어 다섯번째로 FDA로부터 Jeuveau의 판매 승인을 받았다. 물량 선적 및 제품화 작업을 거쳐 현지 파트너사인 Evolus (NASDAQ:EOLS)를 통해 상반기내 미국에 출시할 계획이다.

### Comment

**Botox와 다른 건 브랜드 뿐:** Jeuveau는 Botox(Allergan)와 분자량이 동일(900kDa)하며, Botox와 직접비교(Head to head study)를 통해 유효성과 안전성을 확인했다. 미국 내 보툴리눔독신 시장에서 후발주자들은 분자량의 차이로 투여 시 단위계산에 어려움이 있었고 시장을 선점한 보톡스에 밀려 20% 내외의 점유율에 그쳐왔다. Jeuveau는 임상에서 Botox를 대신하기 수월한 조건을 갖췄고, 비급여인 미용시장을 우선 목표로 하기 때문에 약가제한에서 자유롭다.

**Jeuveau 실적으로 평가받게 될 것:** 1~2년 내 기업가치 상향에 긍정적인 요인은 Jeuveau의 미국 내 미용시장 점유율 기대치 상회, 치료용 시장 진입, 중국 임상 3상 완료 후 허가 신청이 있다. Jeuveau의 유럽 승인은 2Q19로 예상되며, 미국 내 Jeuveau의 추가 경쟁약물 출시는 2020년 레반스의 RT-002, 2022년 휴젤의 보툴렉스, 메디톡스의 이노톡스가 예정되어 있다. Jeuveau 외의 파이프라인으로 한올바이오파마와 공동개발 중인 안구건조증 치료제 HL036이 연내 임상3상을 개시할 예정이다. 대웅제약은 HL036에 대해 50% 권리를 가지고 있기 때문에 향후 임상진전 및 기술이전 성과에 따라 권리에 대한 가치부여가 가능하다.

Investment Fundamentals (IFRS개별)						Stock Data	
(단위: 십억원, 원, 백 %)							
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	138,000/219,500원
매출액	794	867	920	889	910	KOSDAQ /KOSPI	717/2,203pt
(증가율)	-0.8	9.2	6.2	-3.4	2.4	시가총액	22,362억원
영업이익	35	45	36	51	63	60일-평균거래량	45,825
(증가율)	-35.7	26.1	-20.1	43.3	23.4	외국인지분율	4.5%
순이익	33	37	32	47	58	60일-외국인지분율변동추이	+0.3%p
EPS	2,846	3,170	2,794	4,039	4,989	주요주주	대웅 외 5인 50.8%
PER (H/L)	42.2/22.0	56.2/20.9	67.5	47.8	38.7	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	2.7/1.4	3.8/1.4	3.8	3.6	3.4	대웅제약(좌)	KOSPI지수대비(우)
EV/EBITDA (H/L)	28.6/18.0	29.5/14.6	22.6	19.2	17.1	0	500
영업이익률	4.5	5.1	3.9	5.7	6.9	18/02	18/05
ROE	6.5	6.9	5.8	7.9	9.0	18/09	18/12
						주가상승률	1M 3M 12M
						절대기준	2.4 34.0 11.6
						상대기준	-5.2 23.1 30.0

Action

**현재 Jeuveau 가치 충분히 선반영, 투자의견 Hold:** 앞에서 언급한 기업가치 상향요인의 가시화 여부에 따라 목표주가 상향의 여지가 있으나 현재 주가는 Jeuveau 가치가 충분히 선반영된 것으로 판단한다. Jeuveau 가치 변경에 따라 목표주가를 190,000원으로 상향하나 투자의견은 Hold로 하향한다. 미국 점유율은 시장 2위인 Dysport의 20% 점유율을 기준으로 30% 약가할인을 반영한 15%를 최대치로 가정했다. 기존 추정 대비 점유율을 높여 추정했으나, Allergan&메디톡스와의 군주 관련 민사소송에 대한 불확실성을 반영하여 할인율을 기존 6.1%에서 8%로 상향했다. 재산출한 대웅제약의 기업가치는 2.2조원으로 그 중 Jeuveau의 가치는 1.2조원이며, 영업가치는 1조원을 반영했다.

도표 1. 2월1일 FDA 승인, Jeuveau(주보, 나보타)



자료: Evolus, DB 금융투자

도표 2. Jeuveau 향후 일정



자료: Evolus, DB 금융투자

도표 3. 대웅제약 기업가치 추정

(단위: 십억원, 원)

A. 영업가치	978	19E 매출액 X PSR 1.1
B. 한울바이오파마 지분가치	360	최근1개월 시가총액 평균 X 지분율(30%) X (1 - 할인율(30%))
C. Jeuveau 가치	1,214	
D. 순차입금	310	
E. 목표시가총액 (E=A+B+C-D)	2,242	
F. 주식수(천주)	11,587	
G. 주당가치(G=D/F)	193,492	

자료: DB금융투자

도표 4. Jeuveau 가치 추정

(단위: 백만달러, 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
A1. 미국 보툴리눔독신 제제 시장 크기(미용)	847	932	1,025	1,127	1,240	1,327	1,420	1,519	1,595	1,675	1,759	1,811
B1. 성장률	10	10	10	10	7	7	7	5	5	5	3	3
C1. Jeuveau 점유율				1	3	5	7	9	11	12	13	14
D1. Evolus 매출액				11	37	66	99	137	175	201	229	254
A2. 유럽 보툴리눔독신 제제 시장 크기(미용)		280	307	338	372	398	426	456	479	502	528	543
C2. Jeuveau 점유율				1	2	3	5	7	9	11	12	12
D2. Evolus 매출액				3	7	12	21	32	43	55	63	65
D1+D2. Evolus 매출액 합산				15	45	78	121	169	219	256	292	319
E. 대응제약 매출액(70% 가정, 십억원) <sup>1)</sup>			6	23	47	77	111	149	183	211	235	249
F. EBIT(매출액의 70% 가정) <sup>2)</sup>			4	16	33	54	78	104	128	148	165	174
G. 법인세 반영(24% 가정)			3	12	25	41	59	79	97	112	125	133
H. 현재가치(WACC 8% 가정)			3	11	22	32	44	54	61	66	68	66
I. NPV(현재가치 총 합산, 2019F~2027F)				423								
J. CV(영구가치)				790			법인세율 : 24.0%					
K. NPV+CV				1,214			할인율 : 8.0%					
L. 발행주식수(1,000주)				11,587			영구성장률 : 0.0%					
M. 주당 현재가치(원)				104,764								

자료: DB금융투자

1) 대응제약 매출액은 Evolus 매출액 6개월 선반영 가정

2) 완제품 매출이익 및 제조 영업이익 반영

3) 환율 1,100원/\$

4) Jeuveau 가치추정에 반영한 매출액은 재무제표 및 영업가치 산출에 미반영하여 중복되지 않음

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유동자산	403	368	388	434	510
현금및현금성자산	56	42	83	124	193
매출채권및기타채권	152	154	150	156	160
재고자산	141	162	148	149	152
비유동자산	612	686	698	702	689
유형자산	280	307	325	333	324
무형자산	46	77	72	67	63
투자자산	179	191	191	191	191
자산총계	1,015	1,054	1,086	1,135	1,199
유동부채	202	211	218	226	238
매입채무및기타채무	84	96	103	111	123
단기차입금및단기차세	5	3	3	3	3
유동성장기부채	100	90	90	90	90
비유동부채	295	295	295	295	295
사채및장기차입금	289	289	289	289	289
부채총계	498	506	513	521	533
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	100	100	100	100	100
이익잉여금	433	463	489	530	582
비배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	518	547	574	614	666

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	794	867	920	889	910
매출원가	465	509	581	534	537
매출총이익	329	358	359	356	373
판매비	294	314	323	305	310
영업이익	35	45	36	51	63
EBITDA	57	76	110	130	142
영업외손익	0	-4	0	0	1
금융손익	-2	-10	-6	-6	-5
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	6	6	6	6
세전이익	35	41	36	52	64
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	33	37	32	47	58
차배주주지분순이익	33	37	32	47	58
비배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	32	36	32	47	58
증감률(%YoY)					
매출액	-0.8	9.2	6.2	-3.4	2.4
영업이익	-35.7	26.1	-20.1	43.3	23.4
EPS	-33.0	11.4	-11.9	44.6	23.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	14	63	137	134	145
당기순이익	33	37	32	47	58
현금유출이없는비용및수익	26	62	84	90	91
유형및무형자산상각비	21	32	74	79	79
영업관련자산부채변동	-30	-20	25	2	3
매출채권및기타채권의감소	-22	-7	4	-6	-5
재고자산의감소	-22	-27	14	0	-4
매입채무및기타채무의증가	14	11	7	8	12
투자활동현금흐름	-144	-58	-82	-79	-62
CAPEX	-121	-59	-87	-83	-66
투자자산의순증	-7	-12	0	0	0
재무활동현금흐름	152	-18	-14	-14	-14
사채및차입금의 증가	160	-12	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-7	-6	-6	-6	-6
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	22	-13	41	41	69
기초현금	34	56	42	83	124
기말현금	56	42	83	124	193

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	2,846	3,170	2,794	4,039	4,989
BPS	44,678	47,239	49,498	53,003	57,458
DPS	600	600	600	600	600
Multiple(배)					
P/E	24.1	51.9	67.5	47.8	38.7
P/B	1.5	3.5	3.8	3.6	3.4
EV/EBITDA	19.2	29.3	22.6	19.2	17.1
수익성(%)					
영업이익률	4.5	5.1	3.9	5.7	6.9
EBITDA마진	7.1	8.8	11.9	14.6	15.6
순이익률	4.2	4.2	3.5	5.3	6.3
ROE	6.5	6.9	5.8	7.9	9.0
ROA	3.6	3.6	3.0	4.2	5.0
ROIC	7.2	7.1	5.4	8.0	9.9
안정성및기타					
부채비율(%)	96.1	92.5	89.4	84.9	80.1
이자보상배율(배)	7.5	5.7	4.6	6.6	8.2
배당성향(배)	18.8	16.9	19.1	13.2	10.7

자료: 대응계약, DB 금융투자 주: IFRS 개별기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

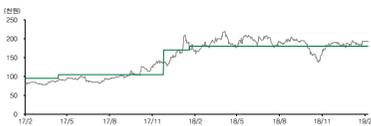
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

대응계약 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/10/21	Buy	95,000	-20.6	-6.8					
17/04/18	Buy	105,000	-2.2	35.2					
17/11/30	Buy	170,000	-4.4	23.5					
18/01/25	Hold	180,000	4.6	21.9					
18/11/02	Buy	180,000	2.4	8.3					
19/02/07	Hold	190,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경