

대웅제약 (069620)

제약/바이오



서미화

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

투자 의견	BUY (M)
목표주가	220,000원 (M)
현재주가 (3/5)	187,500원
상승여력	17%

시가총액	21,725억원
총발행주식수	11,586,575주
60일 평균 거래대금	114억원
60일 평균 거래량	59,166주
52주 고	219,500원
52주 저	138,000원
외인지분율	5.40%
주요주주	대웅 외 5 인 50.81%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.8)	(1.8)	5.3
상대	(1.8)	(5.3)	14.8
절대(달러환산)	(3.4)	(2.8)	1.3

4Q18 Review: 대규모 일회성 비용 발생

매출액 2,574억원(YoY +20.5%), 영업이익 47억원(YoY -26.2%)

4Q18 별도 기준, 매출액 2,574억원(YoY +20.5%), 영업이익 47억원(YoY -26.2%)을 기록하였다. 매출액은 컨센서스(2,310억원) 및 당사추정치(2,316억원) 대비 소폭 상회하였으나, 영업이익은 컨센서스 및 당사추정치(69억원) 대비 31.5 % 하회하는 수치이다. 오송 및 나보타 신공장 가동에 따른 감가상각비 및 인건비 등 원가상승으로 영업이익 감소하였으며, 정기 세무조사 및 성남공장 폐쇄 비용에 따른 순이익 감소가 나타났다. 오송 신공장의 10년간 법인세 감면 혜택을 위해서는 성남공장 폐쇄가 진행되어야 했으며, 공장폐쇄비용 58억원이 발생하였다. 정기세무조사 법인세 추정금 151억원, 종속기업 투자주식(힐리언스) 손상처리로 24억원이 발생하며 대규모 일회성 비용이 발생되었다.

전문의약품 매출은 전년동기대비 25.1% 성장하였는데, 포시가(당뇨병치료제, 18년 3월 출시), 제미글로(당뇨병치료제), 릭시아나(항응고제) 등 다양한 제품군에서의 성장이 나타나고 있기 때문이다. 일반의약품은 우루사 및 임팩타민의 꾸준한 성장세가 나타나고 있다.

2019년, 기대할 수 있는 이슈

투자 의견 BUY, 목표주가 22만원을 유지한다. ▶**실적** 2018년 신공장 감가상각비로 인한 영업이익의 감소 효과는 신공장 가동을 증가로 개선될 것으로 보인다. DWP14012(위궤양치료제)와 HL036(안구건조증 치료제)는 임상 3상 진입으로 '제약/바이오' 기업의 연구개발비 회계처리 관련 감독지침'에 따라 임상 비용의 자산화 가능성도 존재한다. ▶**Jeuveau(나보타)** 미국 FDA 승인으로 4월부터 미국 수출이 가능할 것으로 전망되며, 회사는 2019년 나보타 매출은 400-500억원, 에블루스향 매출은 300-350억원으로 가이드언스를 제시하고 있다. 에블루스의 모회사 알페온이 나보타 치료적응증에 대한 권리행사로 특신 치료제 시장에 대한 성장가능성이 높아졌으며, 마일스톤 750만달러가 수취될 예정이다. 유럽 EMA 제품승인은 2Q19 중 가능할 것으로 예상된다.

(다음 페이지 계속)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,574	20.5	10.9	2,310	11.4
영업이익	47	-26.0	-41.5	69	-31.5
세전계속사업이익	-70	적전	적전	72	-197.2
지배순이익	-157	적전	적전	54	-390.4
영업이익률 (%)	1.8	-1.2 %pt	-1.7 %pt	3.0	-1.2 %pt
지배순이익률 (%)	-6.1	적전	적전	2.3	-8.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

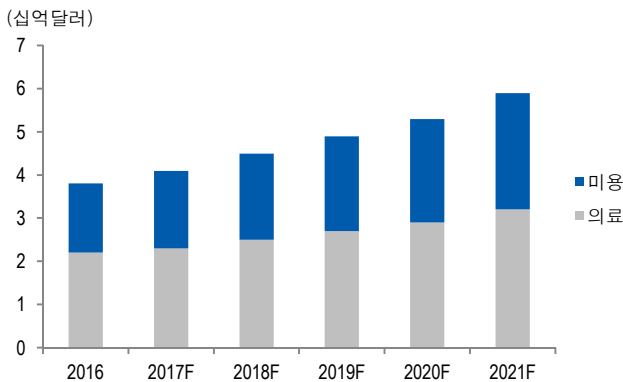
(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F
매출액	7,940	8,668	9,435	10,010
영업이익	354	446	308	458
지배순이익	330	367	15	302
PER	30.0	31.2	1,464.3	71.8
PBR	1.7	1.9	3.5	3.4
EV/EBITDA	22.6	19.4	34.6	28.8
ROE	6.5	6.9	0.3	5.4

자료: 유안타증권

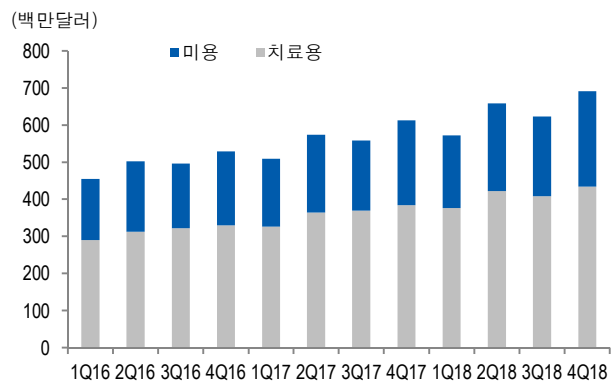
4분기말 뉴질랜드(더글라스), 이스라엘(팔레스타인 포함; 루미네라) 및 우크라이나(토티스)에 총 1,200만 달러(약 140억)의 나보타 수출 계약이 체결되었다. 3개 지역은 추가 임상없이 한국 및 선진국의 데이터를 이용하여 인허가가 가능할 것으로 보이며 판매 시점은 2020년으로 예상된다. 중국은 생산사이트를 기존 1공장보다 9배 이상 생산능력이 높은 2공장으로 변경하여 임상시험서를 재신청하였다. 올해 하반기 임상 3상 개시가 예상된다. ▶R&D 1) 한올바이오파마와 공동개발 중인 안구건조증 치료제 HL036은 3월(1Q19) 임상 3상 개시 되었으며, 4Q22 미국 판매 승인이 예상된다. 2) 브릿지바이오를 통해 기술도입한 궤양성 대장염등 염증성질환 치료제 BBT-401은 임상 초기단계의 파이프라인으로 오프노베이션을 통한 연구개발 강화의 시그널로 보인다. 대웅제약은 BBT-401에 대한 22개지역 독점생산/공급권을 가진다. 연내 대장염 환자 대상 미국 임상 2상 진입 예정이다.

[그림 1] 글로벌 보툴리눔톡신 시장규모



자료: Daedal Research, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 앨러간 미국 내 보톡스 판매 비중



자료: 앨러간, 유안타증권 리서치센터

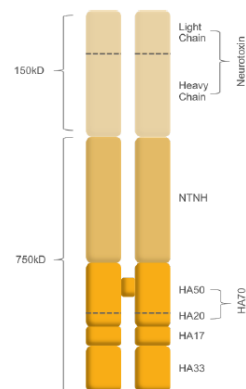
[그림 3] 독신 제품별 비교

Product	Source	Toxin Complex	Relative Dosing
Botox®	Clostridium botulinum	900 kD, full accessory protein complex ¹	1:1
Nabota®		900 kD, full accessory protein complex	1:1
Dysport®		500-750 kD partial accessory protein complex ²	1:2.5
Xeomin®		150 kD, no accessory proteins ³	1:1*

1 U.S. and Ex-U.S. data from UBS Specialty Pharmaceuticals Monthly Handbook – June 2017
 2 Dysport FDA Label & Zhang, L et al, Gene 2003.
 3 Xeomin FDA Label

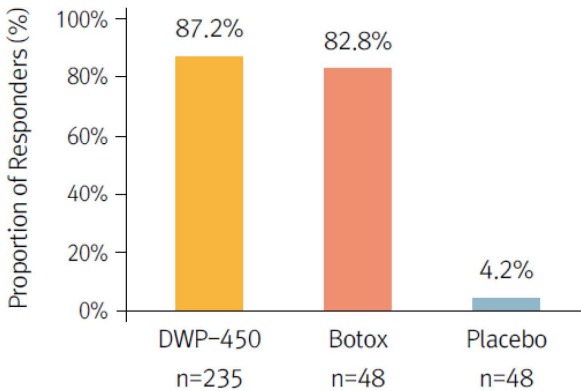
자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 독신 복합제 구조



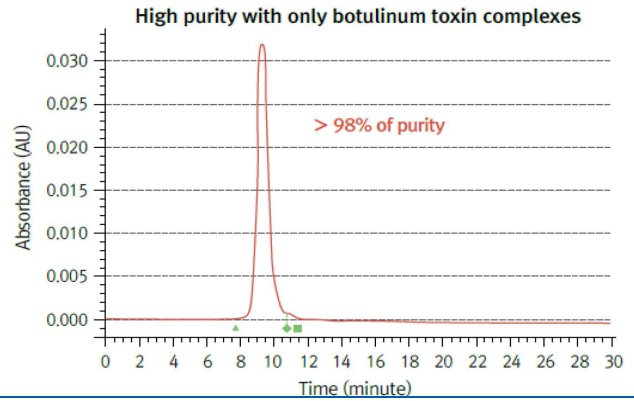
자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 반응상: Botox 와의 동등성 test



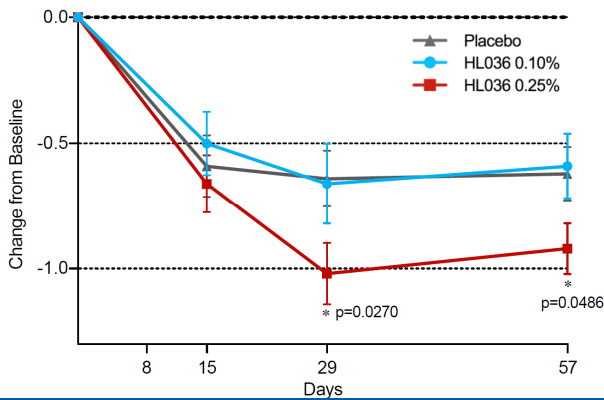
자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 특허받은 정제공정으로 고순도 독신 생산



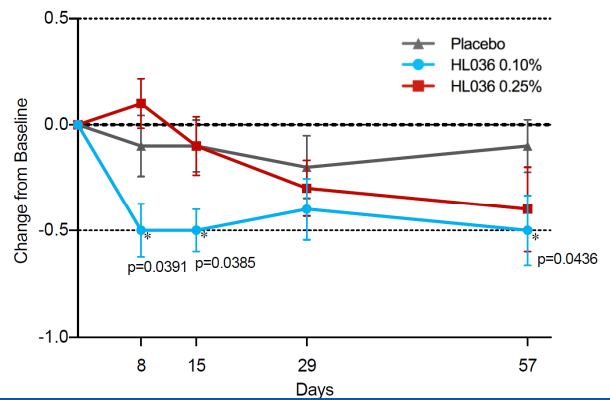
자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] HL036 임상 2 상 결과(Sign)



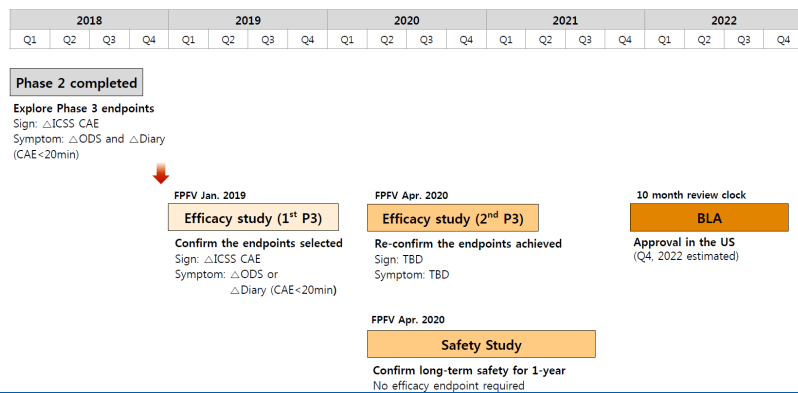
자료: 한울바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] HL036 임상 2 상 결과(Symptom)



자료: 한울바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] HL036 임상 3 상 시험 계획



자료: 한울바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 대웅제약 실적 현황

(단위: 억원)

	4Q18P	QoQ	3Q18	YoY	4Q17
매출액	2,574	10.9%	2,320	20.5%	2,136
영업이익	47	-41.7%	80	-26.2%	64
세전이익	-70	적전	63	적전	18
당기순이익	-157	적전	45	적전	75

자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 대웅제약 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018P	2019F
매출액	2,159	2,382	2,320	2,574	2,364	2,466	2,394	2,786	8,667	9,435	10,010
YoY	5.2%	7.1%	2.9%	20.6%	9.5%	3.5%	3.2%	8.2%	9.2%	8.9%	6.1%
ETC	1,552	1,659	1,684	1,842	1,713	1,690	1,708	1,995	6,001	6,737	7,106
YoY	9.8%	8.9%	5.7%	25.1%	10.4%	1.9%	1.4%	8.3%	8.0%	12.3%	5.5%
알비스	127	148	147	162	123	152	151	167	646	584	594
우루사	97	105	104	119	107	116	114	131	386	425	468
다이아백스	73	70	71	76	77	74	75	80	284	290	305
올메텍	73	69	88	74	77	72	92	78	280	304	319
가스모틴	54	52	50	56	52	50	49	54	181	212	206
루피어	36	38	38	40	40	42	42	44	137	152	167
엘도스	38	34	24	42	39	35	25	43	129	138	142
안플원	34	37	36	37	37	41	40	41	123	144	158
올로스타	26	20	24	24	27	21	25	25	121	94	97
나보타	42	21	16	20	38	38	21	24	92	99	120
OTC	210	231	231	251	222	244	244	265	832	923	974
YoY	6.6%	9.5%	9.0%	18.4%	5.6%	5.7%	5.4%	5.6%	7.9%	10.9%	5.6%
수출	191	271	227	278	213	303	255	312	1,037	967	1,083
YoY	-13.6%	-7.5%	-14.7%	8.2%	11.8%	11.8%	12.3%	12.2%	8.6%	-6.8%	12.0%
수탁외	205	218	179	204	215	229	188	214	797	806	846
YoY	-7.2%	10.1%	-2.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	1.1%	5.0%	5.0%
영업이익	80	100	80	47	95	118	105	139	446	307	458
YoY	-17.9%	-28.3%	-44.9%	-26.0%	17.9%	18.2%	31.7%	196.4%	26.1%	-31.1%	48.9%
영업이익률	3.7%	4.2%	3.4%	1.8%	4.0%	4.8%	4.4%	5.0%	3.3%	4.6%	5.0%
세전순이익	71	94	63	(70)	77	101	88	121	409	158	386
YoY	5.0%	-48.3%	-55.3%	-480.4%	8.3%	6.9%	39.3%	-273.8%	16.2%	-61.3%	144.3%
당기순이익	50	77	45	(157)	60	78	68	95	367	15	301
YoY	-0.6%	-43.8%	-57.3%	-309.7%	19.4%	2.1%	52.2%	-160.3%	11.4%	-95.9%	1907.3%

자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 대웅제약 신약개발 파이프라인

	제품명	물질명	적응증	임상 진행단계
바이오 의약품	Nabota	Botulinum Toxin	미간주름 (미국/유럽)	시판허가
	Novosis	BMP-2	척추 융합 의료기기	시판허가
	Regenerative Medicine	Stem cell	아토피피부염	임상2상
			크론병	임상2상
			류마티스 관절염	임상1상
			퇴행성 관절염	전임상
		당뇨병 및 류마티스 관절염	전임상	
	Bio-better	Insulin	1형, 2형 당뇨병	후보물질발굴
HL036*	Anti TNF Alpha	안구건조증 치료제 (미국)	임상3상	
HL186, HL187*	PD-L1 inhibitor	면역항암제	후보물질발굴	
합성신약	DWP14012	APA (Reversible)	위궤양 치료제	임상3상
	DWJ208	Ion channel blocker	신경병성통증, 암성통증	후보물질발굴
	DWJ209	PRS inhibitor	항섬유화제	전임상
	DWP16001	SGLT2 inhibitor	당뇨병	임상1상
	DWJ212	Dual target inhibitor	자가면역질환	후보물질발굴
	DWJ213	Dual target inhibitor	자가면역질환	후보물질발굴

*: 한올바이오파마와 공동연구

자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 국내 보툴리눔독신 주요 기업별 현황

구분		휴젤	메디톡스	대웅제약	휴온스
제품명		보툴렉스	메디톡신/이노톡스/뉴로톡스	나보타/Jeuveau	리즈톡신/휴톡스
국내	진행단계	2010년 출시	2006년 출시	2014년 출시	2Q19 출시 예정 (임상 3상 완료)
미국	진행단계	임상 3상(3-2 예정)	임상 3상 (18. 10. 31)	허가	-
	파트너사	Croma Phama	Allergan	Evolus	
	출시예정	2022년 예상	2022년 예상	2Q19 예상	
유럽	진행단계	임상 3상	-	허가신청	
	파트너사	Croma Phama	-	Evolus	SESDERMA(스페인)
	출시예정	2021년 예상	-	2Q19 허가 예상	2021년 예정
중국	진행단계	임상 3상 완료	허가신청	임상 3상 IND 제출	임상 3상 개시 예정
	파트너사	사환제약	Bloomage	-	IMEIK
	출시예정	2020년	2Q19 허가 예상	2021년	
CAPEX		1공장 72만 vials 2공장 250만 vials 250만 vials 총 572만 vials	1공장 120만 vials 2공장 750만 vials 3공장 900만 vials 총 1,770만 vials	1공장 총 50만 vials 2공장 총 450만 vials 총 500만 vials	1공장 100만 vials 2공장 500만 vials 총 600만 vials
공장 GMP 승인				cGMP(18. 05) EU-GMP(18. 06) Canada GMP(18.05) 및 제품 (18. 08)승인	

자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

대웅제약 (069620) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	7,940	8,668	9,435	10,010	10,649
매출원가	4,648	5,086	5,858	6,206	6,496
매출총이익	3,292	3,581	3,577	3,804	4,153
판매비	2,939	3,135	3,269	3,346	3,621
영업이익	354	446	308	458	532
EBITDA	566	764	729	869	931
영업외손익	-2	-37	-147	-70	-61
외환관련손익	8	-36	12	12	12
이자손익	-31	-66	-82	-82	-74
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	21	65	-77	0	0
법인세비용차감전순이익	352	409	158	388	471
법인세비용	22	42	143	85	104
계속사업순이익	330	367	15	302	367
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	330	367	15	302	367
지배지분순이익	330	367	15	302	367
포괄순이익	322	359	3	286	351
지배지분포괄이익	322	359	3	286	351

주: 영업외의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,030	3,680	3,941	4,415	5,395
현금및현금성자산	556	422	362	582	1,341
매출채권 및 기타채권	1,524	1,539	1,853	1,982	2,096
재고자산	1,406	1,623	1,547	1,672	1,778
비유동자산	6,122	6,855	6,832	6,675	6,537
유형자산	2,796	3,073	3,178	3,088	3,003
관계기업 등 지분관련자산	1,701	1,837	1,852	1,852	1,852
기타투자자산	87	73	22	22	22
자산총계	10,152	10,535	10,773	11,091	11,932
유동부채	2,024	2,111	2,434	2,527	3,063
매입채무 및 기타채무	844	963	1,150	1,193	1,729
단기차입금	54	34	127	177	177
유동성장기부채	999	899	999	999	999
비유동부채	2,952	2,950	2,850	2,850	2,850
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	2,892	2,893	2,793	2,793	2,793
부채총계	4,976	5,062	5,284	5,378	5,914
지배지분	5,177	5,473	5,489	5,713	6,018
자본금	290	290	290	290	290
자본잉여금	1,004	1,004	1,004	1,004	1,004
이익잉여금	4,326	4,631	4,648	4,889	5,194
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,177	5,473	5,489	5,713	6,018
순차입금	2,917	3,349	3,480	3,310	2,551
총차입금	3,944	3,827	3,919	3,969	3,969

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	137	633	284	449	1,026
당기순이익	330	367	15	302	367
감가상각비	176	270	356	350	345
외환손익	-10	23	-9	-12	-12
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-298	-204	-292	-398	128
기타현금흐름	-61	177	215	206	198
투자활동 현금흐름	-1,438	-583	-495	-260	-260
투자자산	-64	-145	-15	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,206	-586	-462	-260	-260
유형자산 감소	1	0	1	0	0
기타현금흐름	-170	147	-19	0	0
재무활동 현금흐름	1,522	-180	31	-12	-62
단기차입금	2	-18	93	50	0
사채 및 장기차입금	1,593	-100	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-72	-62	-62	-62	-62
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-1	-4	119	43	55
현금의 증감	220	-134	-61	220	759
기초 현금	336	556	422	362	582
기말 현금	556	422	362	582	1,341
NOPLAT	354	446	308	458	532
FCF	-960	-71	-303	111	682

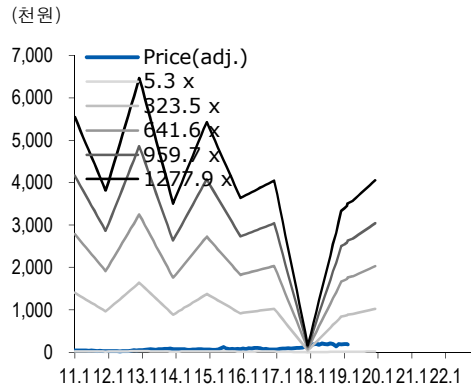
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주주 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

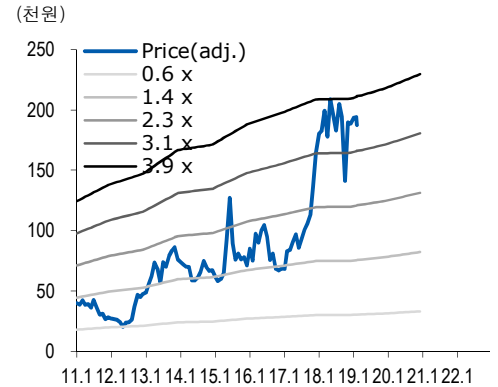
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,846	3,170	129	2,610	3,171
BPS	50,157	53,032	53,183	55,353	58,313
EBITDAPS	4,887	6,598	6,294	7,502	8,033
SPS	68,528	74,807	81,429	86,396	91,912
DPS	600	600	600	600	600
PER	30.0	31.2	1,464.3	71.8	59.1
PBR	1.7	1.9	3.5	3.4	3.2
EV/EBITDA	22.6	19.4	34.6	28.8	26.1
PSR	1.2	1.3	2.3	2.2	2.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-0.8	9.2	8.9	6.1	6.4
영업이익 증가율 (%)	-35.7	26.1	-31.0	48.7	16.4
지배순이익 증가율 (%)	-33.0	11.4	-95.9	1,927.5	21.5
매출총이익률 (%)	41.5	41.3	37.9	38.0	39.0
영업이익률 (%)	4.5	5.1	3.3	4.6	5.0
지배순이익률 (%)	4.2	4.2	0.2	3.0	3.4
EBITDA 마진 (%)	7.1	8.8	7.7	8.7	8.7
ROIC	7.3	7.2	0.5	5.9	7.0
ROA	3.6	3.6	0.1	2.8	3.2
ROE	6.5	6.9	0.3	5.4	6.3
부채비율 (%)	96.1	92.5	96.3	94.1	98.3
순차입금/자기자본 (%)	56.4	61.2	63.4	57.9	42.4
영업이익/금융비용 (배)	7.5	5.7	3.5	5.1	5.9

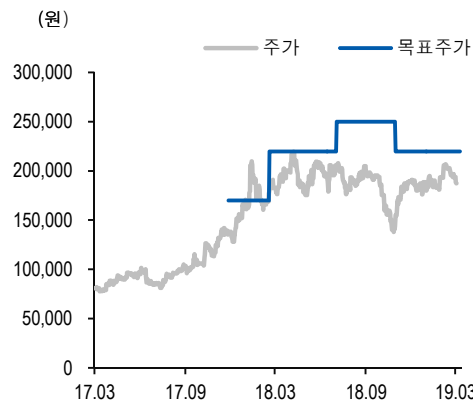
P/E band chart



P/B band chart



대웅제약 (069620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-03-06	BUY	220,000	1년		
2018-11-02	BUY	220,000	1년		
2018-07-06	BUY	250,000	1년	-26.65	-16.80
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: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

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

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.0
Buy(매수)	83.9
Hold(중립)	15.1
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-03-03

※ 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.