

대웅제약 (069620)

제약/바이오

서미화



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	260,000원 (U)
현재주가 (4/18)	202,000원
상승여력	29%

시가총액	23,405억원
총발행주식수	11,586,575주
60일 평균 거래대금	111억원
60일 평균 거래량	57,107주
52주 고	209,500원
52주 저	138,000원
외인지분율	4.85%
주요주주	대웅 외 5 인 50.81%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.9	6.3	2.8
상대	5.2	2.0	15.2
절대(달러환산)	6.6	5.1	(3.2)

봄, 후보의 미국 런칭

1Q19 preview: 후보의 미국 매출 시작

▶**실적** 2019년 매출액 10,206억원(YoY +8.2%), 영업이익 485억원(YoY +57.8%, 영업이익률 5.1%) (ETC(전문의약품) YoY +8.9%, OTC(일반의약품) YoY +5.6%)이 예상된다. 상품매출의 꾸준한 증가와 더불어 1분기는 HL036 중국 2상개시에 따라 하버바이오메드로부터의 기술수익료 약 10억이 반영될 예정이다. ▶**Jeuneau(나보타)** 3월 관세청 수출데이터에 따르면 보툴리눔독신 제제로 추정되는 품목의 미국향 매출이 266만달러(3월 22-31일 추정), 259만달러(4월 1-11일 추정) 발생 되었다. 대웅제약의 판매 파트너사인 미국 에볼루스항 매출으로 추정된다. 3월 약 30 억의 나보타 수출이 발생된 것으로 보이며, 4-5월 미국 런칭시기를 가정했을 때 추가 수출이 꾸준히 발생할 것으로 예상된다. 2월 후보의 FDA승인으로 2백만달러의 마일스톤을 수취하였으며, 유럽 승인 시, 추가 마일스톤이 유입될 예정이다.

4월 중 유럽승인권고가 기대되며 유럽제품명은 Nuceiva이다. 중국은 생산사이트를 기존 1공장보다 9배 이상 생산능력이 높은 2공장으로 변경한 임상 3상 임상시험신청(CTA)이 승인(2019년 3월 6일)되었다. 올해 하반기 임상 3상 개시가 예상된다. ▶**R&D** 1) 한올바이오파마와 공동개발 중인 안구건조증 치료제 HL036은 3월 임상 3상 개시 되었으며, 연내 Top-line 결과 도출, 4Q22 미국 판매 승인이 예상된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 26만원으로 상향

본문 대웅제약에 대한 투자의견 BUY 유지, 목표주가 26만원으로 상향조정 하였다. 본업가치 1.1조원(EV/EBITDA 16.3배 적용), 나보타가치 1.1조원, 한올바이오파마 및 안구건조증치료제 HL036가치 8,230억원을 적용(안구건조증치료제 HL036 임상 3상 개시에 따라 신약가치를 반영)하였다. FDA허가완료로 런칭만을 앞두고 있는 상황이기 때문에 Valuation에 대한 부담이 낮아질 것으로 예상된다. 3월의 경우 초도물량이었으나 지속적인 수출물량 증가 또는 미국 침투율 확대가 주가의 주요변수가 될 것으로 보인다. 5월에는 자회사 한올바이오파마의 자가면역질환치료제 HL161의 임상 1상 결과 발표도 기대된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,386	10.5	-7.3	2,388	-0.1
영업이익	115	42.8	144.3	106	7.9
세전계속사업이익	95	33.9	흑전	81	17.2
지배순이익	74	47.8	흑전	68	9.1
영업이익률 (%)	4.8	+1.1 %pt	+3.0 %pt	4.4	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	3.1	+0.8 %pt	흑전	2.8	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

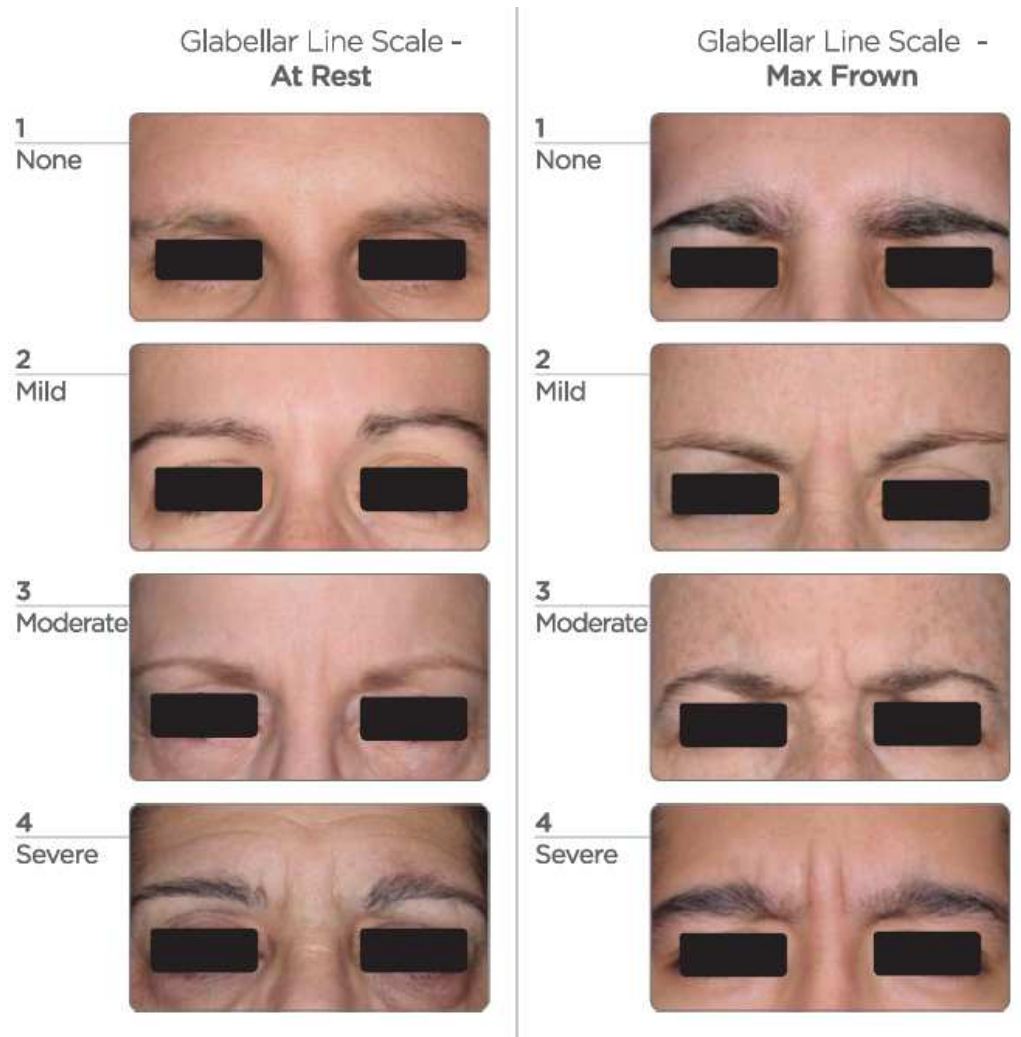
Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	8,668	9,435	10,206	10,858
영업이익	446	308	485	558
지배순이익	367	15	316	373
PER	31.2	1,461.1	73.0	61.9
PBR	1.9	3.6	3.6	3.4
EV/EBITDA	19.4	34.3	29.9	28.3
ROE	6.9	0.3	5.7	6.4

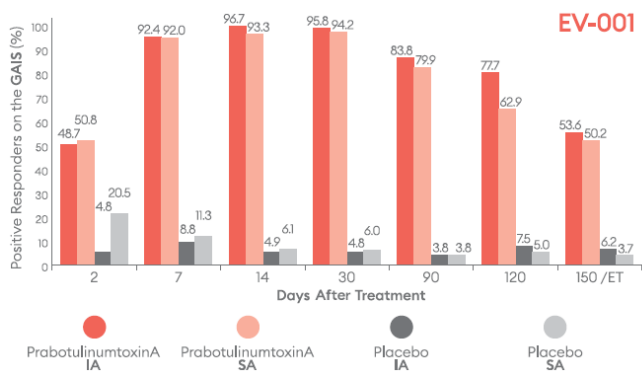
자료: 유안타증권

[그림 1] 나보타에 의한 미간주름 개선의 정도



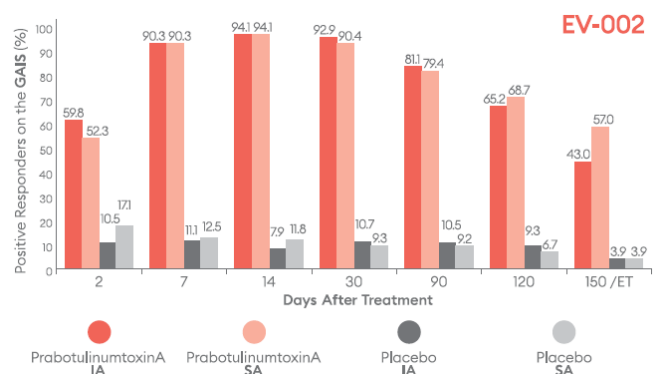
자료: Dermatologic Surgery, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] Global Aesthetic Improvement



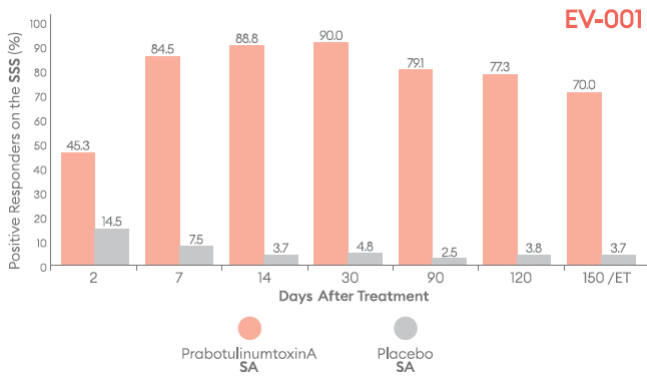
자료: Dermatologic Surgery, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] Global Aesthetic Improvement



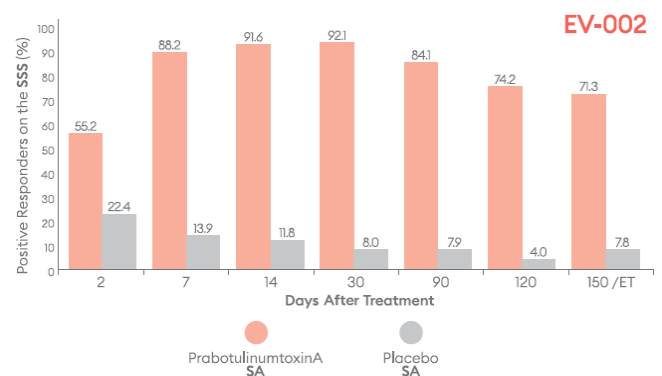
자료: Dermatologic Surgery, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] Subject Satisfaction Scale (SSS)



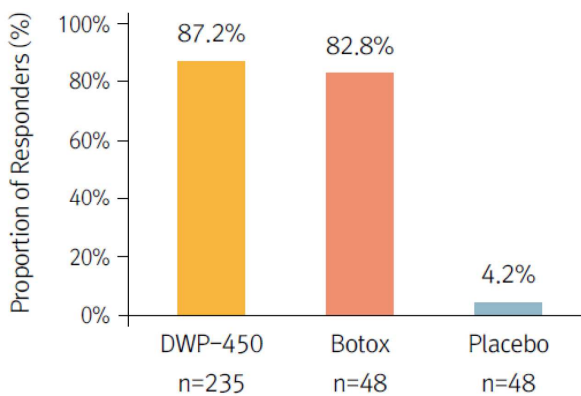
자료: Dermatologic Surgery, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] Subject Satisfaction Scale (SSS)



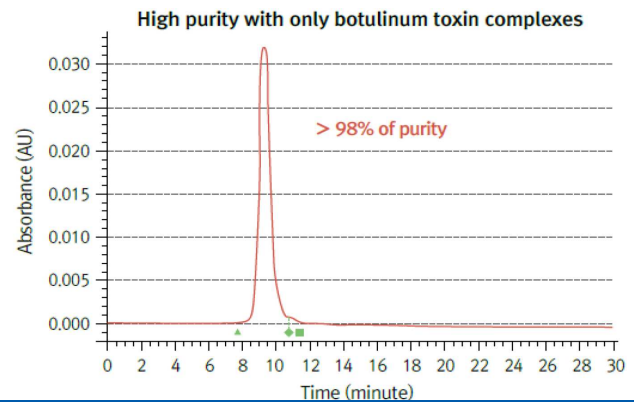
자료: Dermatologic Surgery, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 반응성: Botox와의 동등성 test



자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 특허받은 정제공정으로 고순도 독신 생산



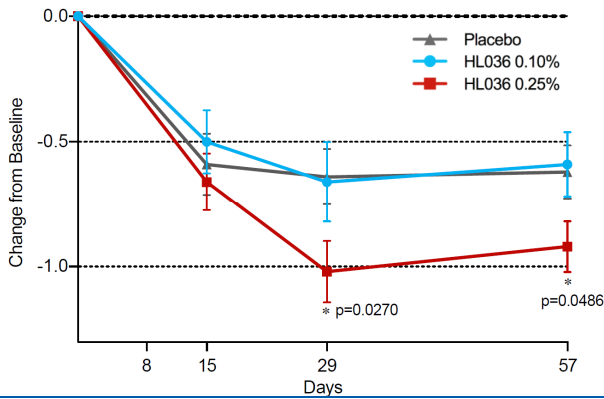
자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 국가별 나보타 계약내용

국가	제품명	판매사	계약내용	진행단계
한국	Nabota	대웅제약		출시
미국	Jeuveau	에볼루스		출시 예정
유럽	Nuceiva	에볼루스		시판허가 신청
중국	-	-		임상 3상 IND 승인
뉴질랜드		더글라스	총 1,200만달러(약 140억)	인허가 필요
이스라엘, 팔레스타인		루미네라	2020년 판매 예상	
우크라이나		토티스		

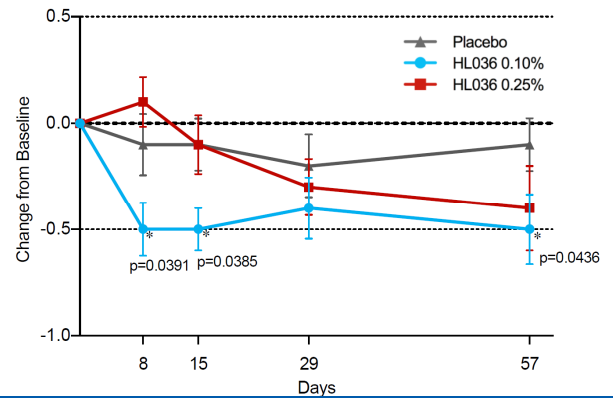
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] HL036 임상 2 상 결과(Sign)



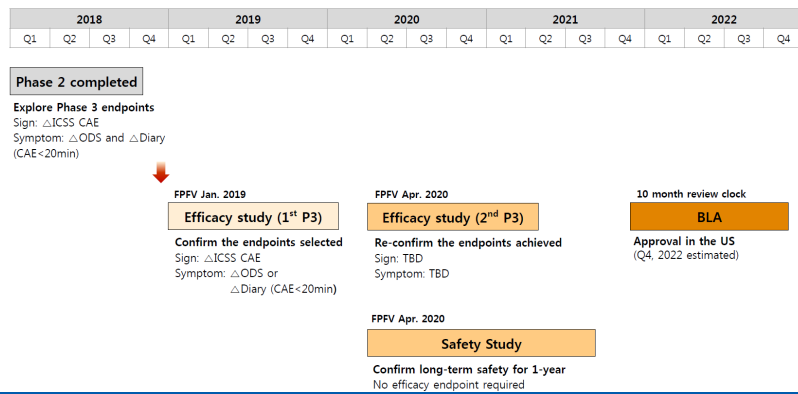
자료: 한울바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] HL036 임상 2 상 결과(Symptom)



자료: 한울바이오파마, 유안타증권 리서치센터

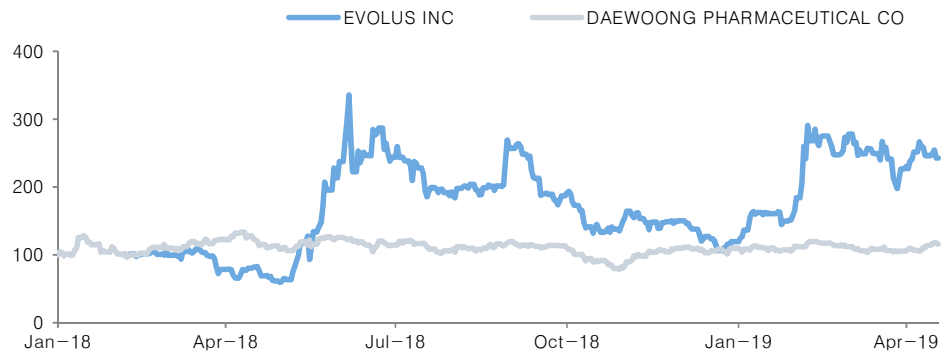
[그림 10] HL036 임상 3 상 시험 계획



자료: 한울바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 대웅제약과 Evolus의 주가 추이

(2018.01.01=100)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 대웅제약 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	2,159	2,382	2,320	2,574	2,386	2,549	2,503	2,769	9,435	10,206	10,858
YoY	5.2%	7.1%	2.9%	20.6%	10.5%	7.0%	7.9%	7.6%	8.9%	8.2%	6.4%
ETC	1,552	1,659	1,684	1,842	1,713	1,807	1,824	1,995	6,737	7,339	7,807
YoY	9.8%	8.9%	5.7%	25.1%	10.4%	8.9%	8.3%	8.3%	12.3%	8.9%	6.4%
알비스	127	148	147	162	123	152	151	167	584	594	612
우루사	97	105	104	119	107	116	114	131	425	468	514
다이아백스	73	70	71	76	77	74	75	80	290	305	320
올메텍	73	69	88	74	77	72	92	78	304	319	326
가스모틴	54	52	50	56	52	50	49	54	212	206	202
루피어	36	38	38	40	40	42	42	44	152	167	177
엘도스	38	34	24	42	39	35	25	43	138	142	146
안플원	34	37	36	37	37	41	40	41	144	158	174
올로스타	26	20	24	24	27	21	25	25	94	97	100
나보타	42	21	16	20	38	38	21	24	99	120	157
OTC	210	231	231	251	222	244	244	265	923	974	1,025
YoY	6.6%	9.5%	9.0%	18.4%	5.6%	5.7%	5.4%	5.6%	10.9%	5.6%	5.2%
수출	191	271	227	278	235	269	247	295	967	1,046	1,137
YoY	-13.6%	-7.5%	-14.7%	8.2%	23.1%	-0.9%	8.9%	6.2%	-6.8%	8.2%	8.7%
수탁외	205	218	179	204	215	229	188	214	806	846	889
YoY	-7.2%	10.1%	-2.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	15.0%
영업이익	80	100	80	47	115	122	110	138	308	485	558
YoY	-17.9%	-28.3%	-44.7%	-26.2%	42.8%	22.1%	37.0%	195.3%	-31.1%	57.8%	14.9%
영업이익률	3.7%	4.2%	3.5%	1.8%	4.8%	4.8%	4.4%	5.0%	4.8%	5.1%	5.0%
세전순이익	71	94	63	(70)	79	103	90	123	158	396	490
YoY	5.0%	-48.3%	-55.6%	-480.4%	11.9%	9.5%	44.5%	-276.9%	-61.4%	151.2%	23.6%
당기순이익	50	77	45	(157)	62	80	70	96	15	309	382
YoY	-0.6%	-43.8%	-57.5%	-309.7%	23.5%	4.7%	57.3%	-161.4%	-96.0%	1986.5%	23.6%

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
합성신약	HL036*	Anti TNF Alpha	안구건조증 치료제 (미국)	임상3상
	HL186, HL187*	PD-L1 inhibitor	면역항암제	후보물질발굴
	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

*: 한울바이오파마와 공동연구

자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

대웅제약 (069620) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	8,668	9,435	10,206	10,858	11,666
매출원가	5,086	5,858	6,328	6,624	7,116
매출총이익	3,581	3,577	3,878	4,235	4,550
판매비	3,135	3,269	3,393	3,677	3,966
영업이익	446	308	485	558	583
EBITDA	764	730	896	949	953
영업외손익	-37	-150	-80	-80	-71
외환관련손익	-36	11	4	4	4
이자손익	-66	-84	-84	-84	-75
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	65	-77	0	0	0
법인세비용차감전순이익	409	158	405	478	513
법인세비용	42	143	89	105	113
계속사업순이익	367	15	316	373	400
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	367	15	316	373	400
지배지분순이익	367	15	316	373	400
포괄순이익	359	12	316	373	400
지배지분포괄이익	359	12	316	373	400

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

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,680	3,829	4,134	4,414	5,197
현금및현금성자산	422	348	414	323	825
매출채권 및 기타채권	1,539	1,776	1,913	2,027	2,166
재고자산	1,623	1,547	1,661	1,918	2,060
비유동자산	6,855	6,934	6,917	6,990	7,085
유형자산	3,073	3,147	3,060	2,986	2,926
관계기업 등 자본관련자산	1,837	1,879	2,083	2,287	2,491
기타투자자산	73	55	20	20	20
자산총계	10,535	10,763	11,051	11,403	12,281
유동부채	2,111	3,404	3,496	3,537	4,077
매입채무 및 기타채무	963	1,041	1,138	1,179	1,719
단기차입금	34	26	76	76	76
유동성장기부채	899	1,999	1,999	1,999	1,999
비유동부채	2,950	1,976	1,849	1,849	1,849
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	2,893	1,795	1,795	1,795	1,795
부채총계	5,062	5,379	5,345	5,386	5,926
지배지분	5,473	5,384	5,707	6,018	6,356
자본금	290	290	290	290	290
자본잉여금	1,004	1,004	1,004	1,004	1,004
이익잉여금	4,631	4,607	4,861	5,172	5,510
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,473	5,384	5,707	6,018	6,356
순차입금	3,349	3,386	3,370	3,461	2,959
총차입금	3,827	3,819	3,869	3,869	3,869

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	633	538	911	811	1,403
당기순이익	367	15	316	373	400
감가상각비	270	356	347	334	320
외환손익	23	-7	-4	-4	-4
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-204	-222	-18	-161	426
기타현금흐름	177	396	269	270	262
투자활동 현금흐름	-583	-543	-464	-464	-464
투자자산	-145	-63	-204	-204	-204
유형자산 증가 (CAPEX)	-586	-527	-260	-260	-260
유형자산 감소	0	52	0	0	0
기타현금흐름	147	-6	0	0	0
재무활동 현금흐름	-180	-70	-12	-62	-62
단기차입금	-18	-8	50	0	0
사채 및 장기차입금	-100	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-62	-62	-62	-62	-62
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-4	1	-369	-376	-376
현금의 증감	-134	-74	66	-91	501
기초 현금	556	422	348	414	323
기말 현금	422	348	414	323	825
NOPLAT	446	308	485	558	583
FCF	-71	-297	511	405	990

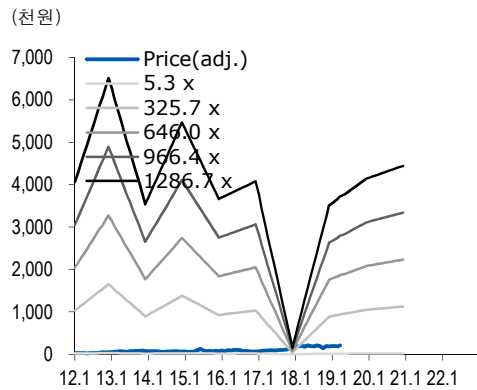
자료: 유안타증권

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

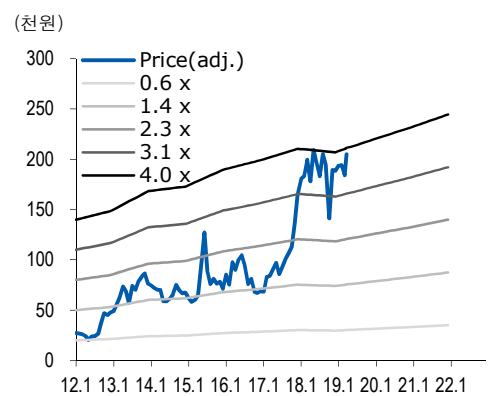
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	3,170	128	2,727	3,216	3,451
BPS	53,032	52,163	55,295	58,305	61,580
EBITDAPS	6,598	6,301	7,729	8,191	8,222
SPS	74,807	81,432	88,087	93,715	100,686
DPS	600	600	600	600	600
PER	31.2	1,461.1	73.0	61.9	57.7
PBR	1.9	3.6	3.6	3.4	3.2
EV/EBITDA	19.4	34.3	29.9	28.3	27.7
PSR	1.3	2.3	2.3	2.1	2.0

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	9.2	8.9	8.2	6.4	7.4
영업이익 증가율 (%)	26.1	-31.1	57.8	14.9	4.6
지배순이익 증가율 (%)	11.4	-96.0	2,033.5	17.9	7.3
매출총이익률 (%)	41.3	37.9	38.0	39.0	39.0
영업이익률 (%)	5.1	3.3	4.8	5.1	5.0
자본순이익률 (%)	4.2	0.2	3.1	3.4	3.4
EBITDA 마진 (%)	8.8	7.7	8.8	8.7	8.2
ROIC	7.2	0.5	6.4	7.2	7.7
ROA	3.6	0.1	2.9	3.3	3.4
ROE	6.9	0.3	5.7	6.4	6.5
부채비율 (%)	92.5	99.9	93.7	89.5	93.2
순차입금/자기자본 (%)	61.2	62.9	59.1	57.5	46.6
영업이익/금융비용 (배)	5.7	3.4	5.3	6.1	6.4

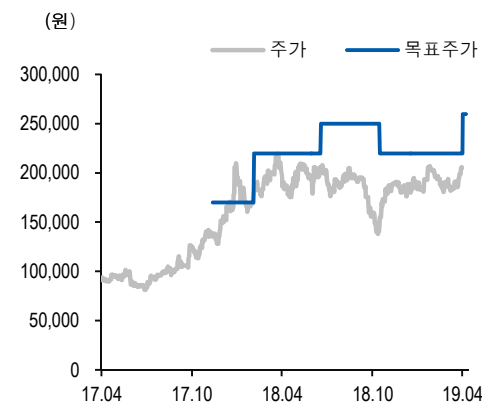
P/E band chart



P/B band chart



대웅제약 (069620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-19	BUY	260,000	1년		
2018-11-02	BUY	220,000	1년	-14.39	-5.91
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)	0.5
Buy(매수)	86.6
Hold(중립)	12.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-16

※ 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.