

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**하태기**

tgha@sk.com  
02-3773-8872

### Company Data

|          |           |
|----------|-----------|
| 자본금      | 290 억원    |
| 발행주식수    | 1,159 만주  |
| 자사주      | 126 만주    |
| 액면가      | 2,500 원   |
| 시가총액     | 10,474 억원 |
| 주요주주     |           |
| (주)대웅(외) | 50.23%    |
| 대웅제약 자사주 | 10.19%    |
| 외국인지분률   | 5.60%     |
| 배당수익률    | 0.80%     |

### Stock Data

|              |            |
|--------------|------------|
| 주가(16/08/16) | 90,400 원   |
| KOSPI        | 2047.76 pt |
| 52주 Beta     | 1.29       |
| 52주 최고가      | 114,500 원  |
| 52주 최저가      | 65,500 원   |
| 60일 평균 거래대금  | 106 억원     |

### 주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가   | 상대주가   |
|-------|--------|--------|
| 1개월   | -11.4% | -12.7% |
| 6개월   | 21.5%  | 12.1%  |
| 12개월  | 5.1%   | 1.8%   |

## 대웅제약 (069620/KS | 매수(유지) | T.P 110,000 원(하향))

### 파머징시장 생산기지 구축, 나보타의 글로벌 제품화에 주목

대웅제약은 신규 상품도입과 계열사 매출 편입에도 불구하고 대규모 상품매출 제외효과로 외형 성장 둔화가 지속될 것이다. 국내 의약품시장 경쟁심화에 따른 저성장을 벗어나기 위해 해외에서 사업기회를 찾고 있다. 나보타의 글로벌 의약품화, 파머징시장에 대한 생산기지구축 등이 대표적이다. 아직은 시작에 불과하지만 글로벌시장에 초점을 둔 장기사업 전략에 주목할 필요가 있다. 다만 실적부진은 당분간 이어질 전망이다.

### 적극적인 파머징시장 진출 전략

대웅제약은 파머징시장에서 생산기지를 구축하는 장기 사업전략을 추진 중이다. 첫째 중국 심양에 M&A 등의 방법으로 현지 공장을 설립하여 로컬 생산을 진행한다는 것이다. 두번째, 베트남공장이다. 현지 업체 인수를 통해서 소화기 중심의 의약품 공장을 구축하고 주변 아시안국가 수출 기지역할을 하게 된다. 셋째, 인도네시아 수라바야에 대웅 인피온이라는 바이오 합작법인을 설립하고 2016 년 4 월부터 에포시스(EPO)를 생산 (2017 년 200 억원 목표)하게 된다. 기타 태국에서는 미용, 성형관련 의약품사업을 전개 하고 필리핀에서는 소화기 중심 의약품사업을 추진하는 계획을 세우고 있다. 향후 파머징시장 중심의 해외 사업 진척여부에 주목할 필요가 있다.

### 나보타의 글로벌의약품 육성 전략

2016 년 4 월에 주름개선제 나보타의 임상 3 상이 완료되었다. 2017 년 초에 미국 FDA 의 BLA(품목허가) 신청을 거쳐서 2018 년 초에 미국시장에 출시한다는 계획이다. 판매 를 담당하고 있는 에볼루스/알페온은 알려진 출신의 핵심인력과 미용성형에 영향력 있는 인력을 보유하고 있다. 이를 바탕으로 미국뿐만 아니라 향후 호주, 유럽, 캐나다, 중국에서도 임상을 거쳐 출시할 계획이다. 한편 나보타는 미국, 남미, 중동, 러시아, CIS, 일본에 약 7 천억원 내외의 수출계약을 체결했다.

### 영업실적 정체는 당분간 이어질 전망

대웅제약은 당분간 투자주도의 시기를 거칠 전망이다. 따라서 해외투자 와 R&D 비용 증가로 영업이익은 정체 수준에서 벗어나지 못할 것이다.

### 영업실적 및 투자지표(개별기준)

| 구분        | 단위 | 2013  | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 억원 | 6,749 | 7,272 | 8,005 | 7,985 | 8,650 | 9,349 |
| yoy       | %  | 1.5   | 7.8   | 10.1  | -0.3  | 8.3   | 8.1   |
| 영업이익      | 억원 | 720   | 537   | 551   | 295   | 389   | 421   |
| yoy       | %  | 90.5  | -25.5 | 2.6   | -46.4 | 31.8  | 8.1   |
| EBITDA    | 억원 | 897   | 704   | 746   | 701   | 696   | 669   |
| 세전이익      | 억원 | 746   | 549   | 593   | 304   | 374   | 393   |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 587   | 318   | 492   | 226   | 278   | 293   |
| 영업이익률%    | %  | 10.7  | 7.4   | 6.9   | 3.7   | 4.5   | 4.5   |
| EBITDA%   | %  | 13.3  | 9.7   | 9.3   | 8.8   | 8.1   | 7.2   |
| 순이익률      | %  | 8.7   | 4.4   | 6.2   | 2.8   | 3.2   | 3.1   |
| EPS       | 원  | 5,064 | 2,744 | 4,249 | 1,953 | 2,401 | 2,525 |
| PER       | 배  | 15.1  | 24.5  | 16.7  | 46.3  | 37.7  | 35.8  |
| PBR       | 배  | 2.0   | 1.7   | 1.7   | 2.1   | 2.0   | 1.9   |
| EV/EBITDA | 배  | 9.2   | 11.2  | 13.0  | 19.0  | 20.2  | 22.1  |
| ROE       | %  | 14.3  | 7.2   | 10.5  | 4.5   | 5.4   | 5.4   |
| 순차입금      | 억원 | -589  | -32   | 1,476 | 2,822 | 3,555 | 4,339 |
| 부채비율      | %  | 30.9  | 51.1  | 66.3  | 85.4  | 101.6 | 117.1 |

## 현지 생산기지 구축을 통한 해외시장 진출

대웅제약은 국내 사업의 한계를 인식하고 해외시장에서 성장을 창출하는 장기 사업전략을 추진 중이다. 금년 초에 글로벌 2020 을 목표로 하여 2020 년에 1 조 5 천억원의 매출을 해외에서 달성한다는 슬로건을 세웠다. 우선 나보타를 통해서 북미시장과 유럽 등에 진출하고 파머징국가에도 동 제품을 수출할 전망이다. 나보타는 현재 태국과 필리핀에 연간 약 20 억원 내외 수출하고 있으며 2016 년에는 30 억원으로 성장할 것이다. 중국에서는 심양에 M&A 를 통해서 공장을 확보한 상태이다. 스펙타 등 내용 액제와 의로기기를 생산할 예정이다. 인도네시아에서는 수라바야에 J/V 형태로 바이오공장을 설립하여 EPO 를 생산할 예정이다. 베트남에서 현지 업체를 인수할 예정이다. 베트남 공장은 인접 아세안국가에 진출하는 거점역할을 하게 될 것이다. **대웅제약의 파머징 진출 전략은 아직 초기국면이다. 향후 우루사, 소화제 등 자사가 가지고 있는 전략제품을 수출하고 나보타와 같은 글로벌 임상 의약품을 개발하여 시장을 확대할 것으로 전망된다.** 글로벌 2020 의 달성 가능성을 떠나서 사업성장의 방향을 해외로 정하고 기업의 역량을 집중하고 있어 시간의 경과와 함께 해외 사업에서 성장 모멘텀을 창출할 수 있을 것으로 전망된다.

### 대웅제약 글로벌 사업 계획

| 국가    | 지역   | 투자계획 내용                | 참고           |
|-------|------|------------------------|--------------|
| 중국    | 심양   | 내용액제+의로기기              | 우루사 중국 수출 증가 |
| 베트남   | -    | 현지법인 인수 추진 중, 입찰 경쟁 확보 | 아세안거점        |
| 인도네시아 | 수라바야 | 바이오공장(EPO), J/V 형태     | 바이오사업 중심     |

자료: 대웅제약 IR 자료

## 영업실적 정체는 당분간 지속될 전망

2016 년에는 그동안 주력 상품의 자리에 있었던 글리아터린, 자누메트, 바이토린, 자누비아가 매출에서 제외되었다. 매출 감소를 줄이기 위해서 상품 크레스토(고지혈증, 연간 600 억원 내외)를 4 월부터 도입하고 작년 2 분기부터 대웅바이오의 우루사 원료수출(연간 500 억원 추정)을 매출로 계상하였다. LG 생명과학의 제미글로 판매 수수료(연간 120~130 억원 추정)가 매출로 인식되고 있지만 금년 2 분기 매출액이 전년대비 4.8% 감소한 1,927 억원, 영업이익도 62.3% 감소한 62 억원에 그쳤으며 3 분기에도 비슷한 추세로 추정된다. 또한 상품비중이 크게 낮아지면서 원가율이 큰 폭으로 떨어졌으나 R&D 를 강화하고 판관비도 증가하여 판관비율이 크게 상승하는 추세이다. 해외 사업강화를 위한 관련 비용도 증가할 것이다. 따라서 영업이익률이 지속적으로 하락하는 **수익성 정체가 당분간 지속될 전망이다. 대웅제약의 비전은 단기적인 영업실적보다는 장기 해외 사업 성장 가능성에서 찾아야 할 것이다.**

**분기별 영업실적 추이**

| 12월결산<br>(억원) | 2015  |       |       |       | 2016E |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|               | 1Q    | 2Q    | 3Q    | 4Q    | 1Q    | 2Q    | 3QE   | 4QE   |
| 매출액           | 1,919 | 2,024 | 2,140 | 1,922 | 1,905 | 1,927 | 2,114 | 2,040 |
| 영업이익          | 147   | 164   | 154   | 87    | 55    | 62    | 83    | 96    |
| 세전이익          | 163   | 167   | 165   | 98    | 57    | 69    | 84    | 94    |
| 순이익           | 125   | 127   | 121   | 120   | 42    | 51    | 63    | 70    |
| YoY (%)       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액           | 132   | 11.2  | 124   | 3.7   | -0.7  | -4.8  | -1.2  | 6.1   |
| 영업이익          | -1.4  | -8.3  | 0.7   | 52.3  | -62.7 | -62.3 | -46.1 | 10.9  |
| 세전이익          | 1.1   | -11.0 | 27.8  | 38.5  | -65.2 | -58.7 | -48.9 | -3.9  |
| 순이익           | 0.0   | -14.0 | 흑전    | 16.0  | -66.0 | -59.5 | -48.3 | -41.5 |

자료: SK 증권  
주: 개별기준

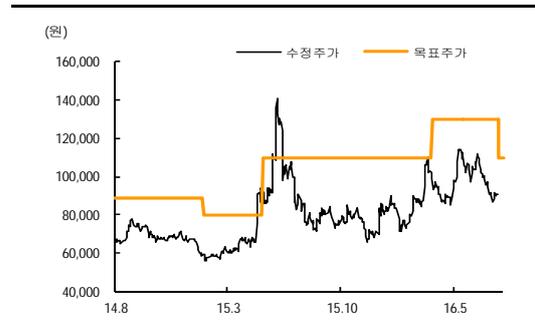
**대웅제약 주가 밸류에이션**

(단위: 억원)

|              |          |               |
|--------------|----------|---------------|
| Forward 순이익  |          | 252           |
| PER(배)       |          | 26            |
| 사업가치         |          | 6,559         |
| 신약가치(나보타등)   |          | 3,600         |
| <b>합계</b>    |          | <b>10,159</b> |
| 한울바이오        | 11,388억원 | 30.08%        |
| 주가변동성 10% 할인 |          | 3,083         |
| 순현금(추정치)     |          | (1,714)       |
| <b>기업가치</b>  |          | <b>11,528</b> |
| 발행주식수(주)     |          | 11,586,575    |
| 자기주식(주)      |          | 1,265,705     |
| 유통주식(주)      |          | 10,320,870    |
| 적정주가(원)      |          | 111,692       |

자료: SK 증권  
주:

| 투자의견변경 | 일시         | 투자의견 | 목표주가     |
|--------|------------|------|----------|
|        | 2016.08.24 | 매수   | 110,000원 |
|        | 2016.04.14 | 매수   | 130,000원 |
|        | 2015.10.13 | 매수   | 110,000원 |
|        | 2015.10.05 | 매수   | 110,000원 |
|        | 2015.05.31 | 매수   | 110,000원 |
|        | 2015.04.15 | 매수   | 80,000원  |
|        | 2015.02.09 | 매수   | 80,000원  |
|        | 2014.10.22 | 매수   | 89,000원  |
|        | 2014.08.22 | 매수   | 89,000원  |



**Compliance Notice**

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 8월 24일 기준)**

|    |        |    |       |    |    |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 95.17% | 중립 | 4.83% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

대차대조표

| 월 결산(억원)       | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E  | 2018E  |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| <b>유동자산</b>    | 3,583 | 3,417 | 3,138 | 3,567  | 3,999  |
| 현금및현금성자산       | 348   | 336   | 331   | 548    | 757    |
| 매출채권및기타채권      | 993   | 1,197 | 1,194 | 1,293  | 1,398  |
| 재고자산           | 1,111 | 1,226 | 1,223 | 1,325  | 1,432  |
| <b>비유동자산</b>   | 3,198 | 4,776 | 6,278 | 7,078  | 7,937  |
| 장기금융자산         | 107   | 94    | 78    | 78     | 78     |
| 유형자산           | 1,293 | 1,845 | 2,290 | 2,004  | 1,775  |
| 무형자산           | 313   | 305   | 286   | 277    | 268    |
| <b>자산총계</b>    | 6,782 | 8,193 | 9,416 | 10,645 | 11,935 |
| <b>유동부채</b>    | 730   | 1,328 | 1,313 | 1,386  | 1,463  |
| 단기금융부채         | 24    | 449   | 437   | 437    | 437    |
| 매입채무 및 기타채무    | 509   | 576   | 575   | 622    | 673    |
| 단기충당부채         | 76    | 83    | 83    | 89     | 97     |
| <b>비유동부채</b>   | 1,562 | 1,938 | 3,025 | 3,978  | 4,974  |
| 장기금융부채         | 1,395 | 1,894 | 2,980 | 3,930  | 4,923  |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 장기충당부채         | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| <b>부채총계</b>    | 2,292 | 3,266 | 4,338 | 5,364  | 6,437  |
| <b>지배주주지분</b>  | 4,489 | 4,927 | 5,078 | 5,281  | 5,498  |
| 자본금            | 290   | 290   | 290   | 290    | 290    |
| 자본잉여금          | 1,004 | 1,004 | 1,004 | 1,004  | 1,004  |
| 기타자본구성요소       | -449  | -449  | -449  | -449   | -449   |
| 자기주식           | -449  | -449  | -449  | -449   | -449   |
| 이익잉여금          | 3,607 | 4,069 | 4,221 | 4,427  | 4,648  |
| <b>비지배주주지분</b> | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| <b>자본총계</b>    | 4,489 | 4,927 | 5,078 | 5,281  | 5,498  |
| <b>부채외자본총계</b> | 6,782 | 8,193 | 9,416 | 10,645 | 11,935 |

현금흐름표

| 월 결산(억원)            | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | 260    | 392    | 568    | 463    | 424    |
| 당기순이익(손실)           | 318    | 492    | 226    | 278    | 293    |
| 비현금성항목등             | 506    | 435    | 514    | 418    | 377    |
| 유형자산감가상각비           | 152    | 173    | 376    | 287    | 229    |
| 무형자산감가상각비           | 15     | 22     | 29     | 20     | 19     |
| 기타                  | 112    | 133    | 15     | -26    | -26    |
| 운전자본감소(증가)          | -226   | -495   | -103   | -138   | -145   |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | -102   | -210   | -7     | -99    | -105   |
| 재고자산감소(증가)          | 15     | -141   | -2     | -102   | -107   |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 41     | 75     | -12    | 48     | 50     |
| 기타                  | -180   | -219   | -82    | 16     | 17     |
| 법인세납부               | -338   | -40    | -69    | -96    | -100   |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -1,434 | -1,209 | -1,600 | -1,064 | -1,060 |
| 금융자산감소(증가)          | -718   | 550    | 261    | 0      | 0      |
| 유형자산감소(증가)          | -390   | -738   | -800   | 0      | 0      |
| 무형자산감소(증가)          | -27    | -11    | -11    | -11    | -11    |
| 기타                  | -298   | -1,011 | -1,050 | -1,053 | -1,049 |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | 923    | 804    | 1,027  | 818    | 845    |
| 단기금융부채증가(감소)        | 20     | 26     | -12    | 0      | 0      |
| 장기금융부채증가(감소)        | 996    | 896    | 1,085  | 950    | 993    |
| 자본의증가(감소)           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 배당금의 지급             | -83    | -72    | -72    | -72    | -72    |
| 기타                  | -10    | -46    | -47    | -59    | -76    |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | -251   | -12    | -5     | 217    | 209    |
| 기초현금                | 599    | 348    | 336    | 331    | 548    |
| 기말현금                | 348    | 336    | 331    | 548    | 757    |
| FCF                 | -147   | -327   | -182   | 448    | 406    |

자료 : 대웅제약, SK증권 추정

손익계산서

| 월 결산(억원)              | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>            | 7,272 | 8,005 | 7,985 | 8,650 | 9,349 |
| <b>매출원가</b>           | 4,624 | 5,164 | 4,655 | 4,974 | 5,376 |
| <b>매출총이익</b>          | 2,648 | 2,841 | 3,330 | 3,676 | 3,973 |
| 매출총이익률 (%)            | 36.4  | 35.5  | 41.7  | 42.5  | 42.5  |
| <b>판매비와관리비</b>        | 2,111 | 2,290 | 3,034 | 3,287 | 3,553 |
| 영업이익                  | 537   | 551   | 295   | 389   | 421   |
| 영업이익률 (%)             | 7.4   | 6.9   | 3.7   | 4.5   | 4.5   |
| <b>비영업손익</b>          | 12    | 42    | 9     | -16   | -28   |
| <b>순금융비용</b>          | -12   | 10    | 23    | 47    | 60    |
| 외환관련손익                | 9     | 9     | 6     | 6     | 6     |
| <b>관계기업투자등 관련손익</b>   | -12   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 세전계속사업이익              | 549   | 593   | 304   | 374   | 393   |
| 세전계속사업이익률 (%)         | 7.6   | 7.4   | 3.8   | 4.3   | 4.2   |
| 계속사업법인세               | 231   | 101   | 78    | 96    | 100   |
| <b>계속사업이익</b>         | 318   | 492   | 226   | 278   | 293   |
| 중단사업이익                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| *법인세효과                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익                 | 318   | 492   | 226   | 278   | 293   |
| <b>순이익률 (%)</b>       | 4.4   | 6.2   | 2.8   | 3.2   | 3.1   |
| 지배주주                  | 318   | 492   | 226   | 278   | 293   |
| <b>지배주주귀속 순이익률(%)</b> | 4.37  | 6.15  | 2.83  | 3.22  | 3.13  |
| <b>비지배주주</b>          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>총포괄이익</b>          | 201   | 510   | 223   | 275   | 289   |
| <b>지배주주</b>           | 201   | 510   | 223   | 275   | 289   |
| <b>비지배주주</b>          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EBITDA                | 704   | 746   | 701   | 696   | 669   |

주요투자지표

| 월 결산(억원)               | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 매출액                    | 7.8    | 10.1   | -0.3   | 8.3    | 8.1    |
| 영업이익                   | -25.5  | 2.6    | -46.4  | 31.8   | 8.1    |
| 세전계속사업이익               | -26.4  | 8.0    | -48.7  | 23.0   | 5.2    |
| EBITDA                 | -21.6  | 6.0    | -6.0   | -0.7   | -3.8   |
| EPS(계속사업)              | -45.8  | 54.9   | -54.0  | 23.0   | 5.2    |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| ROE                    | 7.2    | 10.5   | 4.5    | 5.4    | 5.4    |
| ROA                    | 5.1    | 6.6    | 2.6    | 2.8    | 2.6    |
| EBITDA마진               | 9.7    | 9.3    | 8.8    | 8.1    | 7.2    |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 유동비율                   | 490.6  | 257.3  | 239.0  | 257.3  | 273.3  |
| 부채비율                   | 51.1   | 66.3   | 85.4   | 101.6  | 117.1  |
| 순차입금/자기자본              | -0.7   | 30.0   | 55.6   | 67.3   | 78.9   |
| EBITDA/이자비용(배)         | 51.8   | 22.9   | 17.2   | 11.7   | 8.8    |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |        |
| EPS(계속사업)              | 2,744  | 4,249  | 1,953  | 2,401  | 2,525  |
| BPS                    | 38,747 | 42,523 | 43,825 | 45,575 | 47,449 |
| CFPS                   | 4,183  | 5,931  | 5,450  | 5,049  | 4,671  |
| 주당 현금배당금               | 700    | 700    | 700    | 700    | 800    |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |        |
| PER(최고)                | 29.9   | 33.2   | 58.6   | 47.7   | 45.3   |
| PER(최저)                | 19.9   | 13.2   | 35.5   | 28.9   | 27.5   |
| PBR(최고)                | 2.1    | 3.3    | 2.6    | 2.5    | 2.4    |
| PBR(최저)                | 1.4    | 1.3    | 1.6    | 1.5    | 1.5    |
| PCR                    | 16.1   | 12.0   | 16.6   | 17.9   | 19.4   |
| EV/EBITDA(최고)          | 13.6   | 23.9   | 23.0   | 24.2   | 26.3   |
| EV/EBITDA(최저)          | 9.1    | 10.7   | 15.5   | 16.7   | 18.5   |