

대웅제약(069620/KS)

영업실적은 정체되나 글로벌사업 강화에 주목

매수(유지)

T.P 130,000 원(상향)

Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

대웅제약은 주요 상품이 매출에서 제외됨에 따라 이에 대응해서 신규 상품도입이 이루어지고 있지만 2016년에 영업실적 정체는 피할 수 없을 것이다. 동사는 2020년까지 해외 사업 매출 증대를 위해서 회사의 전략을 전환했으며, 주름개선제 나보타가 임상 3상을 완료하고 2017년 미국 출시를 계획하고 있다. 따라서 동사의 해외사업가치 증가 가능성에 주목할 필요가 있다. 목표주가를 130,000 원으로 상향 조정한다.

해외 사업 확대로 사업전략 방향 전환 추정

대웅제약은 2020년까지 나보타를 중심으로 미국 등 선진국 시장 비중을 늘리고, 해외 법인과 공장설립으로 이머징국가 사업비중을 확대하는 전략을 추진하고 있다. 제한된 국내 의약품시장에서 벗어나 해외에서 성장 비전을 찾고 있는 것으로 평가한다.

2016년 매출은 전년수준, 영업이익은 감소 추정

2016년에는 자누메트(337억원), 바이토린(242억원), 자누비아(192억원)가 상품에서 제외되고 제품에서도 글리아티린(600억원)이 제외된다. 다만 글리아티린은 재고 판매 측면에서 금년 1분기까지 120억원 내외 매출이 발생할 것으로 추정한다. 따라서 매출 감소규모가 연간 1,200억원대이다. 이에 대응해서 상품 크레스토(고지혈증, 연간 600억원 내외)를 4월부터 매출로 계상했으며 작년 2분기부터 대웅바이오의 우루사 원료수출(연간 500억원 추정)을 매출로 잡고 있다. 또한 LG 생명과학의 제미글로 판매 수수료(연간 120~130억원 추정)가 매출로 인식된다. 따라서 상품 매출감소부분을 어느 정도 커버함에 따라 2016년 전체 매출액은 2015년 수준인 8,010억원으로 추정한다. 다만 2016년 매출은 커버되지만 수익성은 정체될 것으로 전망한다. 상품비중이 높아지면서 원가율이 높아지고 R&D를 강화하면 판관비 증가도 불가피하다. 또한 해외 사업강화를 위한 관련 비용도 증가할 것이다. 이러한 요인을 감안하여 2016년 영업이익은 전년대비 8.4% 감소한 505억원으로 추정한다. 2016년 1분기에도 비용증가로 영업이익이 전년동기대비 대폭 감소할 것으로 추정한다.

나보타 미국 수출 추진, 이머징마켓 대상 의약품사업 강화

대웅제약은 향후 해외사업에 회사의 역량을 집중하는 분위기이다. 주름개선제 나보타의 임상완료로 FDA 허가가 승인되면 2017년 말에는 미국 수출을 시작할 계획이다. 인도네시아에 바이오공장을 설립하여 금년 4월에 가동을 시작하고, 장기적으로 중국 사업과 베트남 사업을 추진하여 해외 부문 매출 증대를 추진하고 있다. 영업실적 추정치와 해외사업을 반영하여 목표주가를 130,000원으로 상향 조정한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	6,749	7,272	8,005	8,010	8,650	9,349
yoY	%	1.5	7.8	10.1	0.1	8.0	8.1
영업이익	억원	720	537	551	505	606	654
yoY	%	90.5	-25.5	2.6	-8.4	20.0	8.1
EBITDA	억원	897	704	746	902	927	915
세전이익	억원	746	549	593	535	616	656
순이익(지배주주)	억원	587	318	492	412	474	505
영업이익률%	%	10.7	7.4	6.9	6.3	7.0	7.0
EBITDA%	%	13.3	9.7	9.3	11.3	10.7	9.8
순이익률%	%	8.7	4.4	6.2	5.2	5.5	5.4
EPS	원	5,064	2,744	4,249	3,558	4,094	4,357
PER	배	15.1	24.5	16.7	29.0	25.2	23.6
PBR	배	2.0	1.7	1.7	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	배	9.2	11.2	13.0	16.1	16.3	17.1
ROE	%	14.3	7.2	10.5	8.0	8.5	8.4
순차입금	억원	-589	-32	1,476	2,598	3,137	3,719
부채비율	%	30.9	51.1	66.3	75.7	81.0	85.9

대웅제약의 사업방향 전략

대웅제약은 국내 사업에서 상품매출이 줄어드는 등 정체를 보이고 있는 반면에 전체 사업구조를 해외 비중을 늘리는 전략을 추진하는 것으로 평가한다. 대웅제약의 기업가치는 긴 흐름에서 판단할 필요가 있다.

나보타의 글로벌화 전략

동사는 금년 4월에 주름개선제 나보타의 임상3상 완료를 발표함에 따라 금년 하반기 미국 FDA의 BLA(품목허가)를 거쳐서 2017년 말경에 미국 시장에 출시한다는 계획이다. 판매를 담당하고 있는 에볼루스/알페온은 알리간 출신의 핵심인력과 미용성형에 영향력 있는 인력이라고 한다. 미국 뿐만 아니라 향후 호주, 유럽, 캐나다에도 출시할 것이다. 중국에서도 임상을 거쳐 출시하여 글로벌 의약품으로 키운다는 장기 전략을 가지고 있다. 유럽은 유럽 3대 필러회사 중의 하나인 Teoxoxane에서 담당하게 된다. 유럽은 2018년 출시 목표이다.

이머징마켓 대상으로 생산/판매 거점 확보

또 한편으로는 이머징마켓 중심으로 생산기지를 구축하여 해외 사업 비중을 확대하는 전략을 진행하고 있다. M&A, J/V, 그리고 직접현지법인 설립 등의 방법으로 현지 공장과 연구소를 구축한다는 것이다. 지역별로 보면 **첫째, 중국이다.** 중국 심양에 소화기와 소아과용 의약품과 의료기기 생산목적으로 M&A 등을 포함해서 현지 생산공장을 설립하여 로컬생산을 한다는 계획이다. 매출액은 2018년에 300~400억원(수입판매 포함), 2020년에 2천억원을 달성한다는 장기 목표이다. **두번째, 베트남이다.** 현지 업체를 인수해서 소화기 등의 의약품을 생산한다는 전략이다. 베트남 공장이 가동되면 주변 아시안국가 수출의 기지역 할도 감당하게 된다. **셋째, 인도네시아이다.** 우선 인도네시아 수라바야에 대웅인피온이라는 바이오 합작법인을 설립하고 금년 4월부터 에포시스(EPO)를 생산(2017년 200억원 목표)하게 된다. 기타 태국에는 미용, 성형관련 의약품사업을 전개하고 필리핀에는 소화기 중심 의약품사업을 추진하는 계획을 세우고 있다. **향후 동사의 해외 사업 진척여부에 주목할 필요가 있다고 평가한다.**

주가변동성 예상되지만 장기 추세 상승 가능성에 주목

대웅제약이 글로벌 상업 강화를 목표로 세운만큼 2020년까지는 과도기가 될 가능성이 있다. 해외사업을 강화하고 R&D 투자를 확대한다면 수익성은 비용증가로 정체될 가능성이 있다. 당분간 사업의 우선 순위가 국내 영업실적보다는 해외사업 투자에 있다고 판단된다. 단기적으로는 실적부진에 따른 주가변동성 가능성도 있어 보이지만 장기적으로 해외사업이 잘 진행된다면 가정하면 추세적인 주가상승도 가능할 전망이다.

대웅제약 주가 밸류에이션

(단위: 억 원)		
2015(Forward 순이익)		412
PER(배)		23
사업가치		9,483
신약가치(나보타등)		3,600
합계		13,083
한울바이오	8,529	30.08%
주가변동성 10% 할인		2,309
순현금(추정치)		(2,200)
기업가치		13,192
발행주식수(주)		11,586,575
자기주식(주)		1,265,705
유통주식(주)		10,320,870
적정주가(원)		127,815

나보타 해외사업 가치 평가(간편모델)

(단위: 억 원)	
구분	가정 및 추정치
나보타 류 세계시장	30,000
MS	4%
나보타 매출액	1,200
순이익률	30%
순이익	360
PER(배)	10
신약가치	3,600

*MS는 한국 제약사 글로벌 비중 2%내외 보다 소폭 높게 반영

*향후 사업진행에 따라 MS 추정치 상향 수정 가능성 높음

분기별 영업실적 추이

	2015				2016E			
	12월결산 (억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE
매출액	1,919	2,024	2,140	1,922	1,904	1,953	2,114	2,040
영업이익	147	164	154	87	79	112	160	153
세전이익	163	167	165	98	88	118	165	165
순이익	125	127	121	120	68	91	127	127
YoY (%)								
매출액	13.2	11.2	12.4	3.7	-0.8	-3.5	-1.2	6.1
영업이익	-1.4	-8.3	0.7	52.3	-46.4	-31.5	4.5	76.8
세전이익	1.1	-11.0	27.8	38.5	-46.0	-29.5	0.2	68.3
순이익	0.0	-14.0	흑전	16.0	-45.5	-28.6	4.8	5.9

자료 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가	
	2016.04.14	매수	130,000원	
	2015.10.13	매수	110,000원	
	2015.10.05	매수	110,000원	
	2015.04.31	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	
	2014.07.30	매수	89,000원	
	2014.05.28	매수	89,000원	
	2014.05.07	매수	89,000원	

(원)
수정 주가
목표주가

The chart displays the price movements of the stock from April 2014 to April 2016. The y-axis represents price in won, ranging from 40,000 to 160,000. The x-axis shows dates from 14.4 to 16.1. The '수정 주가' (Adjusted Price) is represented by a black line with a stepped pattern, showing periods of stability followed by sharp price movements. The '목표주가' (Target Price) is represented by a solid orange line, which remains relatively flat around 80,000 won until early 2015, then rises to 100,000 won, drops to 80,000 won in early 2016, and then rises again to 120,000 won by April 2016.

Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 4월 14일 기준)

매수	95.89%	중립	4.11%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,583	3,417	3,083	3,297	3,530
현금및현금성자산	348	336	0	10	21
매출채권및기타채권	993	1,197	1,198	1,293	1,398
재고자산	1,111	1,226	1,227	1,325	1,432
비유동자산	3,198	4,776	6,327	7,155	8,045
장기금융자산	107	94	94	94	94
유형자산	1,293	1,845	2,269	1,968	1,728
무형자산	313	305	294	285	275
자산총계	6,782	8,193	9,410	10,452	11,576
유동부채	730	1,328	1,329	1,399	1,476
단기금융부채	24	449	449	449	449
매입채무 및 기타채무	509	576	576	622	673
단기충당부채	76	83	83	89	97
비유동부채	1,562	1,938	2,724	3,277	3,874
장기금융부채	1,395	1,894	2,679	3,229	3,822
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,292	3,266	4,053	4,676	5,350
지배주주지분	4,489	4,927	5,357	5,776	6,226
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	4,481	4,883	5,315
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,489	4,927	5,357	5,776	6,226
부채와자본총계	6,782	8,193	9,410	10,452	11,576

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	260	392	778	652	619
당기순이익(손실)	318	492	412	474	505
비현금성항목등	506	435	490	452	410
유형자산감가상각비	152	173	376	301	240
무형자산상각비	15	22	21	21	20
기타	112	133	-48	-48	-48
운전자본감소(증가)	-226	-495	-1	-133	-145
매출채권기타채권의 감소증가	-102	-210	-1	-96	-105
재고자산감소(증가)	15	-141	-1	-98	-107
매입채무 및 기타채무의 증가감소	41	75	0	46	50
기타	-180	-219	0	15	17
법인세납부	-338	-40	-123	-142	-151
투자활동현금흐름	-1,434	-1,209	-1,859	-1,066	-1,065
금융자산감소(증가)	-718	550	0	0	0
유형자산감소(증가)	-390	-738	-800	0	0
무형자산감소(증가)	-27	-11	-11	-11	-11
기타	-298	-1,011	-1,048	-1,055	-1,054
재무활동현금흐름	923	804	745	423	457
단기금융부채증가(감소)	20	26	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	996	896	785	550	593
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-83	-72	0	-72	-72
기타	-10	-46	-41	-61	-78
현금의 증가(감소)	-251	-12	64	411	412
기초현금	599	348	336	400	811
기말현금	348	336	400	811	1,223
FCF	-147	-327	-26	644	609

자료 : 대웅제약, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	7,272	8,005	8,010	8,650	9,349
매출원가	4,624	5,164	5,111	5,450	5,890
매출총이익	2,648	2,841	2,900	3,201	3,459
매출총이익률 (%)	36.4	35.5	36.2	37.0	37.0
판매비와관리비	2,111	2,290	2,395	2,595	2,805
영업이익	537	551	505	606	654
영업이익률 (%)	7.4	6.9	6.3	7.0	7.0
비영업순익	12	42	31	10	1
순금융비용	-12	10	23	44	53
외환관련손익	9	9	6	6	6
관계기업투자등 관련손익	-12	0	0	0	0
세전계속사업이익	549	593	535	616	656
세전계속사업이익률 (%)	7.6	7.4	6.7	7.1	7.0
계속사업법인세	231	101	123	142	151
계속사업이익	318	492	412	474	505
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	318	492	412	474	505
순이익률 (%)	44	62	52	55	54
지배주주	318	492	412	474	505
지배주주구속 순이익률(%)	4.37	6.15	5.15	5.48	5.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	201	510	430	492	522
지배주주	201	510	430	492	522
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	704	746	902	927	915

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	7.8	10.1	0.1	8.0	8.1
영업이익	-25.5	2.6	-8.4	20.0	8.1
세전계속사업이익	-26.4	8.0	-9.7	15.1	6.4
EBITDA	-21.6	6.0	21.0	2.7	-1.3
EPS(계속사업)	-45.8	54.9	-16.3	15.0	6.4
수익성 (%)					
ROE	7.2	10.5	8.0	8.5	8.4
ROA	5.1	6.6	4.7	4.8	4.6
EBITDA마진	9.7	9.3	11.3	10.7	9.8
안정성 (%)					
유동비율	490.6	257.3	232.0	235.6	239.2
부채비율	51.1	66.3	75.7	81.0	85.9
순자기자본비율	-0.7	300	48.5	54.3	59.7
EBITDA/이자비용(배)	51.8	229	22.2	17.1	14.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,744	4,249	3,558	4,094	4,357
BPS	38,747	42,523	46,231	49,851	53,734
CFPS	4,183	5,931	6,988	6,866	6,602
주당 현금배당금	700	700	700	700	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	29.9	33.2	31.1	27.0	25.4
PER(최저)	19.9	13.2	19.5	17.0	15.9
PBR(최고)	2.1	3.3	2.4	2.2	2.1
PBR(최저)	1.4	1.3	1.5	1.4	1.3
PCR	16.1	12.0	14.7	15.0	15.6
EV/EBITDA(최고)	13.6	23.9	17.1	17.2	18.1
EV/EBITDA(최저)	9.1	10.7	11.8	12.1	12.9