상상인 증권

2019. 09.11

대웅
(0030900.KS)

Analyst 하태기

투자의견: 매수(유지)

목표주가: 27,000원(유지) / **현재주가: 16,750원**(상승여력: 61.2%)

PM Grade	Increase	Trading Up	Short-term Reduce

자회사 영업이익 증가로 기업가치 상승이 지속 중이다

2019년 상반기에 불확실성 이슈 많았지만 하반기엔 감소추세

지주사 대웅은 타 제약 지주사와는 달리 비상장 자회사의 성장이슈가 있다. 자회사 중에서 특히 지분 100%를 보유한 비상장 자회사 대웅바이오 기업가치가 지속적으로 상승하고 있다. 제네릭의약품 중심 제약사이지만 실적성장폭이 크고, 미래 성장잠재력도 있다. 또한 보툴리늄톡신 나보타의 글로벌 매출전략에도 소송 노이즈가 있었지만, 최근 긍정적인 신호도 발표되고 있다.

대웅바이오의 영업이익 성장 지속, 나보타 노이즈 다소 완화

자회사 중에서 대웅바이오의 영업실적 성장이 지속되고, 특히 수익성 개선이 뚜렷하다. 대웅바이오의 상반기 매출액은 전년동기대비 5.1% 성장한 1,468억원, 영업이익이 15.7% 증가한 250억원이다. 매출보다 수익성 개선이 더 좋다. 사업포트폴리오가 CNS계열, ETC, 원료의약품, 수탁매출 등이다. 그중에서 처방의약품이 10%대 중반 성장했고, 우루사원료 수출이 회복했으며, 중국향 항생제 수출도 증가추세다. 치매치료제 글리아타민도 금년 상반기에 18.7% 증가한 362억원이다. **2019년 1분기 매출액이 소폭 감소했고, 영업이익도 소폭 증가에 머물렀지만, 2분기에 다시 고성장, 상반기 전체로는 안정적인 성장세를 나타낸 것이다.**

수익성측면에서 저마진 원료의약품의 매출이 감소했지만, 고마진 CNS품목 고성장으로 매출원가율이 대폭 하락하고 있다. 금년 상반기 중에 매출원가율이 전년동기대비 6.4%p 개선된 49.1%이다. 반면에 판관비율은 4.7%p 증가한 33.8%이다. 상반기 영업이익은 전년동기대비 15.7% 증가한 250억원이고, 영업이익률은 17.0% 로 전년동기대비 1.5%p 개선된 것이다. 규모의 경제효과, 제품믹스 개선으로 수익성이 개선되고 있는 것이다.

금년 하반기에도 대웅바이오의 영업실적은 상반기와 비슷한 추세로 성장할 전망이다. 매출액이 안정적으로 증가하고, 수익성이 의미 있게 개선될 전망이다. 2019년 연간실적 기준 매출액은 전년동기대비 7.5% 증가한 2,974억원, 영업이익은 10.2% 증가한 511억원으로 전망된다. **대웅바이오의 기업가치는 2019년 추정이익에 PER 12배(중소형 제약사 평균 PER 하향 반영, 소폭 하향 조정)를 적용, 4,830억원으로 평가**된다(표1 참고).

또한 지주사 대웅에게 보툴리눔톡신 나보타에 대한 지분도 있는데, 나보타 매출액의 5%를 로열티수입으로 계상될 예상(추정)이다. **최근 소송에서 유리한 뉴스(포자 확인) 발표를 감안, 글로벌 매출 달성 성공률을 소폭 상향 재조정**했다(표 3).

주가는 여전히 저평가 수준, 주가상승에는 다소 긴 호흡으로 접근해야

자회사 대웅제약의 상반기 실적개선, 대웅바이오의 영업실적 성장, 그리고 나포타의 포자 확인 등으로 지주사 대웅의 기업가치가 상향 조정되고 있다. 대웅의 기업가치대비 주가는 여전히 크게 저평가된 수준이다(표 1). 그러나 지주사에 대한 관심 저조, 전체 제약 바이오주 조정지속 등으로 단기적인 주가 상승보다는, 좀 더 긴 호흡으로 접근해야 할 것이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	54.7	13.3	14.1	11.3	194	88.9	14.2	99.7	74.3	3.5	3.6
2018	47.9	12.0	14.0	12.3	212	9.1	12.9	84.1	75.9	3.2	3.8
2019E	50.6	12.9	14.4	11.6	200	-5.7	14.3	83.2	64.1	2.9	3.5
2020E	53.9	14.7	16.0	12.8	220	10.2	15.9	75.5	57.1	2.9	3.9
2021E	56.4	15.4	16.9	13.5	232	5.6	16.4	71.5	55.0	2.8	4.0

자료 : 대웅, 상상인증권, K-IFRS 별도기준

[표 1] 대웅 주가 밸류에이션 (단위: 억원)

사업가치			금액	
2019년 매출액			506	
순이익 Forward			87	*배당금 제외
PER(배)			6	
사업가치합계(A)			**522**	
계열사 지분가치	시가총액	지분율		
대웅제약 가치	19,176	40.73%	**7,810**	
주가 변동성 감안 30% 할인(B)			**5,467**	
나보타 지적소유권 가치(c)			**320**	
계열사지분가치합계(D)			**5,347**	
대웅바이오		100.00%	**4,830**	
대웅개발(자기자본)		100.00%	363	장부가치
대웅생명과학		76.78%	154	
기타 투자지분(E)			**110**	
대전민방	10%		29	장부가치
바이오넷	11%		16	장부가치
불스원	4.70%		25	장부가치
기타			247	
합계(A+B+C+D+E)			**11,766**	
순현금			550	
기업가치합계			12,316	
발행주식수㈜			58,141,980	
자기주식수㈜			14,957,365	25.7%
유통주식수㈜			43,184,615	
적정주가(원)			**28,520**	

자료: 대웅, 상상인증권, 목표주가는 기존의 27,000원 유지

[표 2] 자회사 기업가치 평가 (단위: 억원)

2019년 추정치		대웅바이오		대웅생명과학
매출액		2,603		185
순이익		403		10
PER(배)		12		15
기업가치		4,830		200
지분율 반영	100%	4,830	77%	154
최종기업가치		**4,830**		154

자료 : 상상인증권, 대웅바이오 2019년 추정실적 반영

[표 3] 나보타 로열티 가치 평가 (단위: 억원)

매출(미국 유럽포함)	(가정)	1,000
로열티		**5%**
순이익		50
PER (배)		10
적정가치		500
성공확률		80%
나보타 가치		**400**
세율		20%
세후 가치		320

자료 : 상상인증권, 1천억원 매출에 대한 성공확률 80%, 로열티 5%로 하향 조정

[표 4] 대웅바이오 영업실적(개별기준) 추정 (단위: 억원)

구분	2016	2017 1Q	2Q	3Q	4Q	2017	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	2018	1Q	2Q	증감률	2019E 3QE	4QE	2019E	증감률
1.주요 ETC	1,208	355	388	425	453	1,621	502	528	507	560	2,097	590	707	33.9%	634	672	2,603	24.1%
글리아타민	415	125	138	147	140	551	151	154	162	169	636	177	185	20.1%	185	195	742	16.7%
베아셉트	2	5	9	12	12	38	14	15	18	20	69	25	26	73.3%	28	30	109	58.0%
라비수				1	3	4	33	32	27	33	125	31	32	0.0%	33	33	129	3.2%
글리빅사		0	1	2	1	4	1	2	1	2	6	2	2	0.0%	2	3	8	39.0%
우루사수탁	49	27	26	38	64	154	86	90	38	47	262	72	87	-3.3%	80	60	299	14.1%
2.ETC 기타	-	-	-	-	1	1	-	-	-	- 1	-	-	-		-	-	-	
3.원료의약품	956	231	244	183	187	845	168	199	186	117	670	55	116	-41.7%	100	100	371	-44.6%
UDCA	661	164	163	131	127	585	119	132	104	88	443	40	99	-25.0%	90	90	319	-28.0%
기타	295	67	81	52	61	261	50	67	82	85	227	16	17	-74.6%	15	15	63	-72.2%
매출액합계	2164	586	632	608	641	2467	670	727	693	676	2,767	645	823	13.2%	734	772	2,974	7.5%
매출원가	1440	379	391	350	387	1507	378	397	359	360	1,494	292	429	19.5%	363	363	1,447	-3.1%
판관비	500	152	158	167	183	660	197	210	200	203	810	253	243	21.5%	227	291	1,015	25.3%
영업이익	224	55	82	91	71	300	96	120	134	114	464	100	150	25.0%	143	118	511	10.2%
세전이익	174	58	75	91	122	346	101	123	125	116	465	95	156	26.8%	145	120	516	11.0%
순이익	0	58	75	91	172	397	80	97	96	95	360	74	119	22.7%	115	95	403	11.8%
매출원가율	66.5%	64.7%	61.9%	57.6%	60.4%	61.1%	56.4%	54.6%	51.8%	53.2%	54.0%	45.3%	52.1%		49.5%	47.0%	48.7%	
판관비율	23.1%	25.9%	25.0%	27.5%	28.5%	26.8%	29.4%	28.9%	28.9%	30.0%	29.3%	39.2%	29.5%		31.0%	37.7%	34.1%	
영업이익률	10.4%	9.4%	13.0%	15.0%	11.1%	12.2%	14.3%	16.5%	15.6%	13.0%	16.8%	15.5%	18.2%		19.5%	15.3%	17.2%	

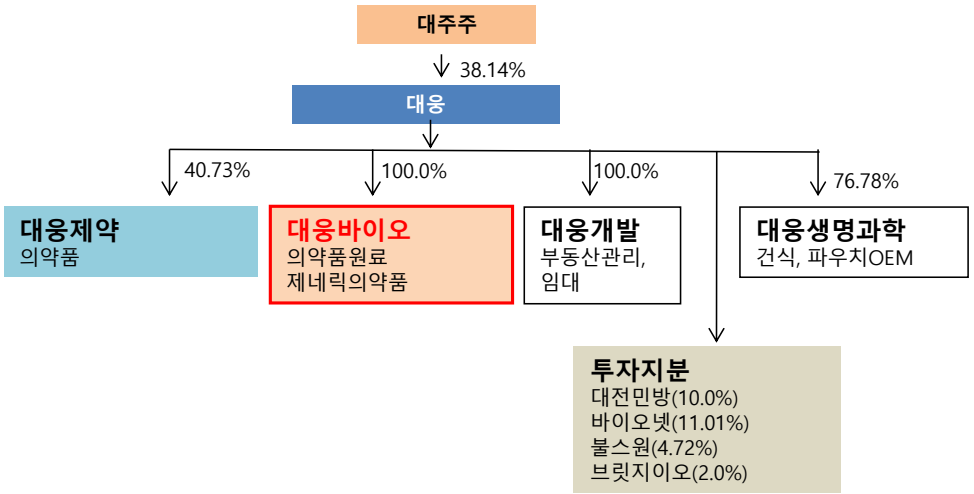
자료: 대웅, 상상인증권,

[표 5] 대웅개발 보유부동산 현황 (단위: 억원)

구분	면적(M^2)	위치	장부가(억원)
본관	2,658	삼성동	58
사택	2,030	삼성동	53
연수원	100,444	용인시 처인구	178
	35,251	용인시 처인구	15
성남공장	13,886	성남시 상대원동	95
계			399

자료: 대웅

[표 6] 지주사 대웅 지배구조 현황



자료: 대웅, 상상인증권

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	80.7	72.7	54.1	60.0	69.1
현금 및 현금성자산	14.5	8.4	7.9	12.1	21.0
매출채권 및 기타채권	7.3	13.1	2.9	3.1	3.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	58.9	51.2	43.3	44.8	44.9
비유동자산	256.4	271.8	291.5	293.3	292.6
관계기업투자등	233.3	253.0	270.4	273.1	273.1
유형자산	1.3	2.3	4.4	3.8	3.2
무형자산	3.1	2.5	2.3	1.8	1.4
자산총계	**337.1**	**344.5**	**345.6**	**353.3**	**361.7**
유동부채	7.2	6.8	5.9	6.1	6.4
매입채무 및 기타재무	2.2	1.4	1.7	1.8	1.9
단기금융부채	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
기타유동부채	5.0	5.4	3.8	3.9	4.1
비유동부채	11.4	10.9	11.4	11.9	12.4
장기금융부채	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
기타비유동부채	11.4	10.9	11.4	11.8	12.3
부채총계	18.7	17.7	17.3	18.0	18.7
지배주주지분	318.4	326.8	328.3	335.3	343.0
자본금	29.1	29.1	29.1	29.1	29.1
자본잉여금	169.7	169.7	169.8	169.8	169.8
이익잉여금	167.4	176.6	178.1	185.1	192.7
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**318.4**	**326.8**	**328.3**	**335.3**	**343.0**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**54.7**	**47.9**	**50.6**	**53.9**	**56.4**
매출원가	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**46.2**	**47.9**	**50.6**	**53.9**	**56.4**
판매비와 관리비	33.0	35.9	37.7	39.2	41.1
영업이익	**13.3**	**12.0**	**12.9**	**14.7**	**15.4**
(EBITDA)	14.2	12.9	14.3	15.9	16.4
금융손익	**1.3**	**1.2**	**0.7**	**1.0**	**1.0**
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.4	1.2	0.8	0.3	0.5
세전계속사업이익	**14.1**	**14.0**	**14.4**	**16.0**	**16.9**
계속사업법인세비용	2.9	1.7	2.8	3.2	3.4
계속사업이익	11.3	12.3	11.6	12.8	13.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**11.3**	**12.3**	**11.6**	**12.8**	**13.5**
지배주주	11.3	12.3	11.6	12.8	13.5
총포괄이익	**11.2**	**11.4**	**11.6**	**12.8**	**13.5**
매출총이익률 (%)	84.4	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	24.2	25.0	25.4	27.3	27.2
EBITDA마진률 (%)	25.9	26.9	28.2	29.5	29.0
당기순이익률 (%)	20.6	25.7	22.9	23.7	23.9
ROA (%)	3.4	3.6	3.4	3.7	3.8
ROE (%)	3.6	3.8	3.5	3.9	4.0
ROIC (%)	131.5	74.6	87.3	160.3	204.8

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**8.8**	**6.5**	**22.6**	**14.5**	**15.0**
당기순이익(손실)	11.3	12.3	11.6	12.8	13.5
비현금수익비용가감	2.3	0.3	0.2	1.7	1.5
유형자산감가상각비	0.3	0.3	0.8	0.7	0.6
무형자산상각비	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
기타현금수익비용	0.0	0.3	-1.2	0.5	0.5
영업활동 자산부채변동	-6.1	-8.0	8.8	0.1	0.1
매출채권 감소(증가)	-4.5	-5.9	10.2	-0.1	-0.1
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	-1.3	-0.8	0.3	0.1	0.1
기타자산, 부채변동	-0.3	-1.3	-1.7	0.1	0.1
투자활동 현금	**-2.1**	**-8.4**	**-12.7**	**-4.5**	**-0.3**
유형자산처분(취득)	-0.2	-1.1	-2.7	0.0	0.0
무형자산 감소(증가)	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	9.1	4.1	-10.1	-4.2	0.0
기타투자활동	-10.5	-11.4	0.1	-0.3	-0.2
재무활동 현금	**-4.3**	**-4.3**	**-10.4**	**-5.8**	**-5.8**
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-4.3	-4.3	-10.1	-5.8	-5.8
배당금의 지급	4.3	4.3	10.1	5.8	5.8
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**2.4**	**-6.2**	**-0.5**	**4.2**	**8.9**
기초현금	12.1	14.5	8.4	7.9	12.1
기말현금	14.5	8.4	7.9	12.1	21.0

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	99.7	84.1	83.2	75.5	71.5
P/B	3.5	3.2	2.9	2.9	2.8
EV/EBITDA	74.3	75.9	64.1	57.1	55.0
P/CF	71.0	76.6	81.8	66.7	64.4
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
매출액	11.2	-12.5	5.6	6.6	4.6
영업이익	181.4	-9.8	7.5	14.4	4.5
세전이익	89.5	-1.2	2.8	11.2	5.6
당기순이익	89.2	9.2	-5.7	10.2	5.6
EPS	88.9	9.1	-5.7	10.2	5.6
안정성(%)					
부채비율	5.9	5.4	5.3	5.4	5.5
유동비율	1,119.7	1,067.3	918.9	979.2	1,084.7
순차입금/자기자본	-22.8	-17.8	-15.2	-16.6	-18.8
영업이익/금융비용	n/a	n/a	259.4	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
순차입금 (십억원)	-72.6	-58.0	-49.8	-55.5	-64.4
주당지표(원)					
EPS	194	212	200	220	232
BPS	5,477	5,621	5,647	5,767	5,899
CFPS	234	217	203	249	258
DPS	100	100	100	100	100

자료: 대웅, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Stock Data

KOSPI(08/10)	2,032.1pt
시가총액	9,739억원
발행주식수	58,142천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	21,650/13,900원
90일 일평균거래대금	8억원
외국인 지분율	9.4%
배당수익률(19.12E)	0.6%
BPS(19.12E)	5,647원

주가수익률

(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	-2.6	9.2	-14.2	-6.2
상대수익률	-5.2	5.0	-8.7	5.3

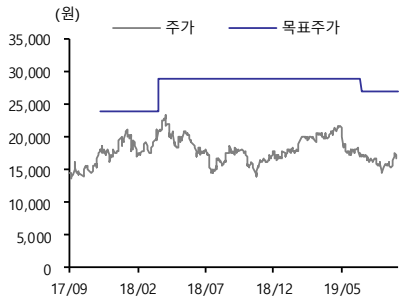
주주구성

윤재승 (외 14 인)	38.1%
자사주 (외 1인)	25.7%
국민연금공단 (외 1인)	5.0%

Stock Price



대웅 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018. 03. 28	매수(유지)	29,000원(상향)	1 년	-29.5	-20.0
2018. 06. 14	매수(유지)	29,000원	1 년	-42.3	-34.7
2018. 08. 20	매수(유지)	29,000원	1 년	-42.4	-36.0
2018. 11. 15	매수(유지)	29,000원	1 년	-41.2	-37.6
2019. 01. 18	매수(유지)	29,000원	1 년	-33.3	-25.3
2019. 06. 24	매수(유지)	27,000원(하향)	1 년	-39.9	-35.4
2019. 09. 11	매수(유지)	27,000원	1 년		

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 하태기)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	61.5%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	1.1%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	37.4%	
		합계		100.0%	