대웅제약

(069620)

STRONG BUY

	현재	직전	변동
투자의견	STRONG BUY	BUY	상향
목표주가	280,000	300,000	하향
Earnings			하향

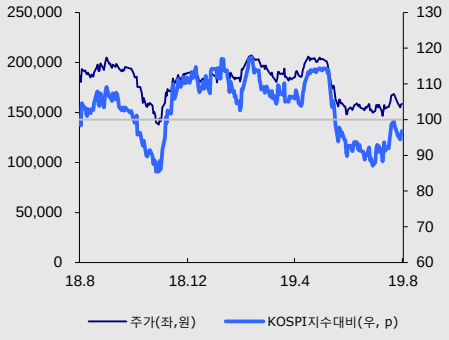
Stock Information

현재가 (7/31)	158,500원
예상 주가상승률	76.7%
시가총액	18,365억원
비중(KOSPI내)	0.14%
발행주식수	11,587천주
52주 최저가 / 최고가	138,000 – 207,000원
3개월 일평균거래대금	66억원
외국인 지분율	5.6%
주요주주지분율(%)	
대웅 (외 6인)	51.3
자사주 (외 1인)	10.9
국민연금공단 (외 1인)	9.3

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	1,474.5	38.3	23.8
PBR(배)	4.7	3.6	3.2
EV/EBITDA(배)	34.7	23.5	17.4
배당수익률(%)	0.3	0.4	0.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	5.7	(18.1)	(13.4)	(15.9)
KOSPI대비 상대수익률(%)	10.6	(9.9)	(1.6)	(15.1)

Price Trend



ktb 투자증권

1 Aug. 2019

제약/바이오 이혜린 hrin@ktb.co.kr
제약/바이오 강하영 hy.kang@ktb.co.kr

소송 이슈에 가려진 펀더멘탈 개선에 주목

▸ Issue

2Q 실적 Review 및 Valuation 점검을 통한 목표가와 투자의견 변경

▸ Pitch

– SOTP Valuation 세부 조정을 통해 목표가 30만원에서 28만원으로 하향. 영업가치 Target EV/(R&D+EBIT) multiple 보수적으로 반영하고, HL036 신약 가치 별도 NPV 산출로 반영. 보툴리눔 톡신 Peer 기업과 자회사 한올바이오파마 주가 하락 반영으로 비영업가치 소폭 하향 조정.(Fig.05~06) 2Q 잠정 실적 반영에 따른 19년 추정 영업이익 하향은 5% 내외, 예상보다 확대 반영되고 있는 소송 비용 반영 영향

– 목표가 하향에도 상승여력 77%로 투자의견은 BUY에서 STRONG BUY로 상향. ITC 조사가 시작된 5월 중순 이후 높은 목표가 상승여력에도 소송에 대한 불확실성 이슈로 뚜렷한 투자의견 제시 어려웠으나, 1~2개월 내 포자감정 결과를 통한 국내 민사소송 결과가 가시화될 전망인 가운데 미국 ITC 소송 원고인 Allergan이 재판부의 증거 개시 절차에 비협조적인 만큼 소송에 변수 발생 가능해 보이고, 미국향 나보타 수출 호조로 펀더멘탈 개선되고 있는 점 간과할 수 없어 투자의견 상향. Top pick 의견 유지

▸ Rationale

– 2Q 실적은 우리 추정치 및 컨센서스 대체로 부합. 국내외 소송 관련 비용 40억 내외 반영과 R&D 비용 순증 금액 고려하면 2Q 영업이익은 220억 규모 기록. 미국 나보타 수출의 높은 수익성을 확인시켜준 실적. 2Q 나보타 매출은 국내 29억, 수출 157억 기록

– Evolus의 판매전략과 미국 소비자들의 Jeuvaeu 초기 호응도 고려할 때 하반기에도 나보타 수출 실적은 분기 150억 내외 기록 가능 전망. 3~4Q 영업이익 2Q 수준 기대

– Evolus 소비자/의료진 양방향 마케팅 프로모션 통해 Jeuvaeu 초기 시장 침투 성공적인 것으로 확인. 4Q19부터 의미 있는 매출이 발생하여 2020년 매출 성장 본격화를 전망

– 7월초 시작된 국내 포자감정 실험 완료. 미국 ITC 소송 결과에 앞서 국내 민사소송 결과 1~2개월 내 가시화 예상. 대웅제약 균주 포자형성 확인될 경우 법원 판결 유리

– 현재 대웅제약 시가총액에는 나보타 사업가치 제로로 반영되어 있음. 소송 결과가 가시화되면 될수록 나보타 사업가치가 기업가치에 복원되는 속도 예상보다 빠를 수 있음

▸ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
매출액	867	944	1,050	1,142	1,225	1,308	1,392
영업이익	45	31	63	94	121	141	160
EBITDA	76	73	94	125	152	172	193
순이익	37	1	48	77	99	116	133
자산총계	1,054	1,076	1,138	1,219	1,322	1,441	1,575
자본총계	547	538	581	652	745	854	977
순차입금	340	347	373	341	285	231	152
매출액증가율	9.2	8.9	11.3	8.8	7.3	6.8	6.4
영업이익률	5.1	3.3	6.0	8.2	9.9	10.8	11.5
순이익률	4.2	0.2	4.6	6.8	8.1	8.9	9.6
EPS증가율	11.4	(96.0)	3,140.7	60.7	28.3	17.4	14.5
ROE	6.9	0.3	8.6	12.5	14.2	14.5	14.5

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Ⅰ. 2Q19 Review 및 하반기 실적 전망

전일 장마감 후 발표된 대웅제약 2Q 실적은 우리의 추정치와 컨센서스에 대체로 부합했다. 미국향 나보타 수출이 본격화되면서 실적에 기여하는 효과를 확인할 수 있는 첫 분기였는데, 투자자들의 눈높이를 충족시켜줄 수 있었던 실적으로 평가한다. 메디톡스와 진행하고 있는 국내 민사 및 미국 ITC 소송 관련 비용이 40억 내외 반영된 점을 고려하면 실제 영업이익은 200억을 상회했다. 전년동기와 직전분기 기록했던 4%대의 영업이익률이 나보타 수익 효과로 2%p 이상 개선되었으며, 소송비용을 보전하면 8%대 영업이익률로 4%p 내외 상승이다. 미국 나보타 수출의 높은 수익성(OPM 60~70% 추정)을 확인시켜주었다.

대웅제약 2Q 별도 매출액은 전년동기대비 10.6% 증가한 2,634억을 기록했다. 국내 ETC 매출 YOY +2%로 부진했으나, OTC(+13%)와 수출(+43%, 나보타 수출 포함시 +57%), 수탁(+8%) 사업부 매출이 양호했다. 제품별로는 우루사(YOY +17%)와 올메텍(+19%), 올로스타(+24%), 임팩타민(+17%) 등의 매출이 호조였다. 기대를 모았던 나보타 매출은 186억으로 전년동기비 157억, 전분기 대비로도 131억 순증했다. Evolus향 미국 수출은 관세청 통계 데이터에서 확인했듯이 153억(전체 수출액은 157억)을 기록했다. 1Q 수출 금액이 33억(미국 29억)으로, 상반기 누적 나보타 수출은 191억을 기록 중이다. 2Q18부터 1Q19까지 20억 규모에 머물렀던 나보타 국내 매출 2Q19에 30억 규모로 확대되었다. 국내사 제품으로는 유일하게 FDA 허가 완료한 품목으로 브랜드 경쟁력 있을 수 있다.

2Q 영업이익은 전년동기대비 70.6% 신장한 171억을 기록했다. 판매관리비에 반영된 경상개발비가 242억으로 전년동기비 14억 순증했고, 메디톡스 관련 국내외 소송 진행 비용이 일회성으로 38억 반영되었다. 두 가지 비용 증가 요인을 제거하면 2Q 영업이익은 220억 규모를 기록했다. 한편 한올바이오파마와 공동 개발 중인 HL036 미국 임상 3a상 3월 개시로 2Q부터 임상비용이 본격적으로 반영되고 있으나, 자산화 처리에 따라 R&D 비용 증가 요인으로 작용하지는 않고 있다. HL036 임상 3상 비용으로 대웅제약이 부담하는 금액은 80억 규모이다.

2Q 잠정 실적 반영에 따른 수익 추정치 변경 폭은 미미하다. 기존에 분기별 30억 규모의 소송비용을 반영하고 있었으나, 2Q와 유사한 40억 규모로 반영하면서 2019년 연간 영업이익이 5% 내외 하향조정 되었다. 미국시장에서 Evolus의 판매전략과 소비자들의 Jeuvaeu 초기 호응도 고려할 때 하반기에도 나보타 수출 실적은 분기 150억 내외 기록이 가능할 전망이고, 이에 따라 3~4Q 영업이익은 2Q 수준을 기대한다.

Fig. 01: 대웅제약 2Q19 Review

당사추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.06(P)	2019.06(E)	차이(%)	2018.06A	차이(%)	2019.03A	차이(%)	2019.06(E)	차이(%)
매출액	263.4	261.7	0.6	238.2	10.6	238.1	10.6	260.4	1.2
영업이익	17.1	18.2	(6.2)	10.0	70.6	10.2	67.7	16.3	4.9
순이익	11.8	12.7	(7.0)	7.7	53.3	4.4	164.9	12.4	(5.0)
이익률(%)									
영업이익	6.5	7.0		4.2		4.3		6.3	
순이익	4.5	4.8		3.2		1.9		4.8	
이익률 차이(%P)									
영업이익		(0.5)		2.3		2.2		0.2	
순이익		(0.4)		1.2		2.6		(0.3)	

Note: K-IFRS 별도 기준/ Source: KTB투자증권

Fig. 02: 대웅제약 분기 실적 전망 변경

	변경전				변경후				차이(%,%p)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	263.3	283.1	258.9	284.6	263.9	284.2	259.0	286.6	0.2	0.4	0.1	0.7
영업이익	18.0	19.5	18.4	23.7	17.5	18.1	17.0	22.2	(3.1)	(6.7)	(7.4)	(6.0)
영업이익률(%)	6.8	6.9	7.1	8.3	6.6	6.4	6.6	7.8	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.6)
EBITDA	25.9	27.3	26.1	31.5	25.3	26.0	24.8	30.0	(2.1)	(4.8)	(5.2)	(4.5)
EBITDA이익률(%)	9.8	9.6	10.1	11.1	9.6	9.1	9.6	10.5	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.6)
순이익	11.9	21.8	9.7	16.8	11.6	20.3	9.0	17.4	(3.3)	(7.1)	(7.9)	3.7

Note: K-IFRS 별도 기준/ Source: KTB투자증권

Fig. 03: 대웅제약 연간 실적 전망 변경

	변경전			변경후			차이(%,%p)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	1,046.3	1,137.5	1,219.7	1,049.8	1,141.9	1,225.2	0.3	0.4	0.4
영업이익	65.9	94.9	116.8	62.9	94.1	120.9	(4.5)	(0.9)	3.5
영업이익률(%)	6.3	8.3	9.6	6.0	8.2	9.9	(0.3)	(0.1)	0.3
EBITDA	96.9	125.9	147.7	93.9	125.1	151.7	(3.1)	(0.7)	2.8
EBITDA이익률(%)	9.3	11.1	12.1	8.9	11.0	12.4	(0.3)	(0.1)	0.3
순이익	50.8	75.4	93.4	48.0	77.2	99.0	(5.6)	2.3	6.0

Note: K-IFRS 별도 기준/ Source: KTB투자증권

Fig. 04: 대웅제약 실적 현황 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	**215.9**	**238.2**	**232.0**	**257.4**	**238.1**	**263.4**	**263.9**	**284.2**	**943.5**	**1,049.8**	**1,141.9**
우루사(ETC+OTC)	17.8	20.0	19.0	22.8	21.1	23.3	23.3	24.8	79.6	92.5	101.8
알비스	12.7	14.8	14.7	16.2	14.7	14.0	14.0	14.7	58.4	57.4	60.3
세비카	10.3	10.1	10.8	11.1	11.4	12.1	12.1	12.1	42.3	47.7	51.5
세비카 HCT	7.3	7.1	7.5	7.8	7.9	7.6	8.0	8.3	29.7	31.8	33.7
넥시움	9.4	9.2	9.0	10.0	9.7	9.5	9.5	10.0	37.6	38.7	40.2
올메텍(+플러스)	7.3	6.9	8.8	7.4	8.4	8.2	8.4	8.4	30.4	33.4	36.7
나보타	4.5	2.6	2.2	2.6	5.5	18.2	18.2	20.5	11.8	62.4	80.9
내수	4.2	2.1	1.6	2.0	2.2	2.9	2.9	2.9	9.9	10.9	10.9
수출	0.3	0.5	0.6	0.6	3.3	15.7	15.0	17.0	1.9	51.0	70.0
코프로모션수수료	8.9	9.7	9.5	10.8	11.0	10.6	10.6	10.8	38.9	43.0	47.3
기타	137.7	157.8	150.6	168.7	148.4	159.9	159.8	174.6	614.8	642.8	689.5
영업이익	**8.0**	**10.0**	**8.0**	**4.7**	**10.2**	**17.1**	**17.5**	**18.1**	**30.8**	**62.9**	**94.1**
세전이익	7.1	9.4	6.3	-7.0	7.8	14.2	16.1	16.9	15.8	54.9	89.1
순이익	**5.0**	**7.7**	**4.5**	**-15.7**	**4.4**	**11.8**	**11.6**	**20.3**	**1.5**	**48.0**	**77.2**
영업이익률(%)	**3.7%**	**4.2%**	**3.5%**	**1.8%**	**4.3%**	**6.5%**	**6.6%**	**6.4%**	**3.3%**	**6.0%**	**8.2%**
% YoY											
매출액	**5.2%**	**7.1%**	**2.9%**	**20.5%**	**10.3%**	**10.6%**	**13.7%**	**10.4%**	**8.9%**	**11.3%**	**8.8%**
영업이익	**-17.9%**	**-28.3%**	**-44.7%**	**-26.2%**	**27.2%**	**70.6%**	**117.3%**	**287.1%**	**-31.1%**	**104.5%**	**49.6%**
세전이익	5.0%	-48.3%	-55.6%	적전	9.8%	50.8%	157.9%	흑전	-61.4%	248.1%	62.3%
순이익	**-0.6%**	**-43.8%**	**-57.5%**	**적전**	**-11.3%**	**53.3%**	**157.9%**	**흑전**	**-96.0%**	**3140.5%**	**60.8%**

Note: K-IFRS 별도 기준
Source: 대웅제약, KTB투자증권

II. 목표가 28만원으로 하향조정, 투자의견은 STRONG BUY로 상향

추정 실적 변경은 미미하나, 목표가는 기존 30만원에서 28만원으로 소폭 하향한다. 영업가치 변경 보다는 보툴리눔 톡신 Peer 기업과 자회사 한올바이오파마 주가 하락을 반영한 비영업가치 조정에 따른 것이다. SOTP Valuation도 일부 조정했다. 영업가치 산출 시 Target EV/(R&D+EBIT) multiple을 상위 제약사로 평균치로 적용해 반영해왔던 HL036 신약 가치를 별도 NPV를 산출하여 반영했다. 이에 따라 영업가치 적용 multiple은 나보타 미국 기술수출 이전에 오리지널 도입 신약 영업 전문 제약회사로 평가받던 시기의 5.7배를 적용해 보수적으로 산출했다. 변경된 방식의 밸류에이션에서 영업가치와 HL036 신약 합산 가치는 1.46조원으로 기존 밸류에이션과 큰 차이는 없었다.

조정된 목표가 기준 상승여력 77%로 투자의견을 STRONG BUY로 상향한다. 지난 수개월간 주가 하락의 주요한 요인이었던 메디톡스와의 국내외 소송 결과는 여전히 예측하기가 어렵다. 그럼에도 투자의견을 상향하는 이유는 다음과 같다.

1) 7월초 시작된 국내 포자감정 실험이 완료된 가운데 소송 구조가 복잡한 미국 ITC 소송 결과에 앞서 국내 민사소송의 결과가 1~2개월 내 가시화될 것으로 예상한다. 메디톡스의 경우 Type A Hall Hyper 균주 특성상 포자를 형성하지 않는다고 주장해왔음에 따라 대웅제약의 균주가 포자를 형성하는 것으로 확인될 경우 법원 판결에서 절대적으로 유리하다.

2) 미국 ITC 소송 역시 원고인 Allergan이 재판부의 증거 개시(Discovery: 균주 포자형성 여부와 미용용/치료용 보톡스 제조공정 자료 제출) 절차에 비협조적으로 대응하고 있음이 확인됨에 따라 향후 비금전적 혹은 금전적 제재가 있을 수 있으며, 때에 따라서는 소송의 기각 가능성도 기대해볼 수 있다. Allergan의 경우 제출해야 하는 자료가 영업 기밀인 만큼 향후에도 쉽게 ITC 명령을 수용하기 어렵다고 판단한다.

3) 소송과 무관하게 미국 파트너 Evolus향 수출 실적이 지속적으로 확인되고 있는 가운데 대웅제약 펀더멘탈은 개선되고 있다. 장기간 결과 도출이 불확실한 소송 이슈에 메여 펀더멘탈을 왜곡할 필요는 없다. 2Q 실적에서 확인된 수익성 레벨 하반기 이후에도 유지 가능할 것으로 판단하며, 소송 비용이 제거될 경우 실적 개선 속도는 더 빨라질 전망이다. 3Q 부터는 캐나다 수출이 시작될 전망이며, 자료 보완제출 요구로 한 차례 미뤄진 유럽 BLA 허가 3Q 중에는 완료를 예상한다.

4) 현재 대웅제약 시가총액에는 나보타 사업가치가 제로로 반영되어 있다. Fig.06의 SOTP Valuation을 참조할 경우 현재의 1.8조원 시가총액은 영업가치와 한올바이오파마 보유 지분가치, HL036 신약가치로 설명되어질 수 있다. 영업가치의 경우 당분간 큰 변화 없겠으나, 바이오 기업들의 무차별적인 주가 하락으로 한올바이오 주가가 최근 1년래 최저 수준임에 따라 향후 주가 업사이드를 줄 수 있다. HL036 신약가치 역시 3a상 완료 이후 두번째 3상 개시 혹은 L/O 가능성이 가시화될 경우 추가적인 기업가치 상향 요인이 될 수 있다. 특히 나보타 사업가치는 소송 결과가 가시화되면 될수록 기업가치에 복원되는 속도는 예상보다 빠를 수 있다.

Fig. 05: 대웅제약 SOTP Valuation (변경 전)

Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ⓐ	1,742	별도 추정 실적 기준, 동기간 나보타 이익기여분 제외
Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ⓑ	10.5	한미 제외 커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균
순차입금 (억원) ⓒ	3,545	2019년말 추정치
영업가치 (억원) ① = ⓐ×ⓑ-ⓒ	**14,798**	2019년 별도 추정 실적 기준 implied PER 30배 현재 의약품 업종(삼성바이오, 셀트리온 제외 기준) Fw12M PER는 33배
나보타 사업 가치 (억원) ⓓ	12,852	2020년 세후영업이익 기준 36배, 메디톡스 2019년 예상 PER(40배) 10% 할인
한올바이오파마 지분 가치 (억원) ⓔ	3,582	지분율 30%, 보유 지분가치(현재가) 30% 할인
비영업가치 (억원) ② = ⓓ+ⓔ	**16,434**	
적정 시가총액 (억원) ①+②	**31,232**	
보통주 발행주식수(천주)	10,321	자사주(127만주) 제외 발행주식수 기준
목표가 (원)	**302,612**	

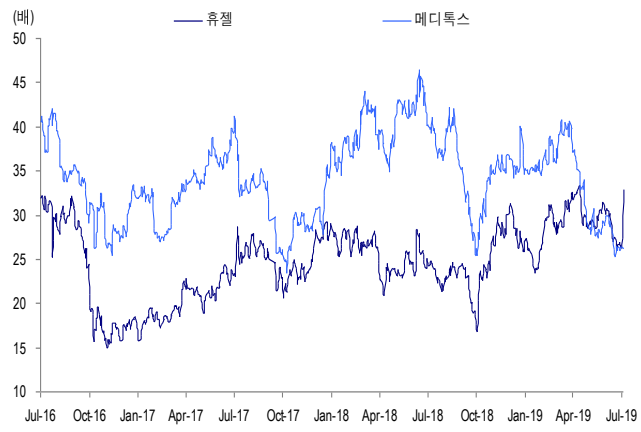
Source: KTB투자증권

Fig. 06: 대웅제약 SOTP Valuation (변경 후)

Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ⓐ	1,828	별도 추정 실적 기준, 동기간 나보타 수출 이익기여분 제외
Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ⓑ	5.7	나보타 미국 L/O 전인 2005~2013Y 8개년 기말 평균 EV/(R&D+EBIT)
순차입금 (억원) ⓒ	3,732	2019년말 추정치
영업가치 (억원) ① = ⓐ×ⓑ-ⓒ	**6,685**	Fw12M 별도 추정 실적 기준 implied PER 11배 현재 의약품 업종(삼성바이오, 셀트리온 제외 기준) Fw12M PER는 26배
나보타 사업 가치 (억원) ⓓ	10,797	2020년 나보타 수출 세후영업이익(OPM 60%, 법인세율 15%) 기준 메디톡스, 휴젤 시가총액 가중평균 Fw12M PER 29배 적용
HL036 신약가치	7,947	대웅제약과 한올바이오파마 수익배분 5:5
한올바이오파마 지분 가치 (억원) ⓔ	3,447	지분율 30%, 보유 지분가치(최근 6M 주가 평균) 30% 할인
비영업가치 (억원) ② = ⓓ+ⓔ	**22,190**	
적정 시가총액 (억원) ①+②	**28,875**	
보통주 발행주식수(천주)	10,321	자사주(127만주) 제외 발행주식수 기준
목표가 (원)	**279,774**	

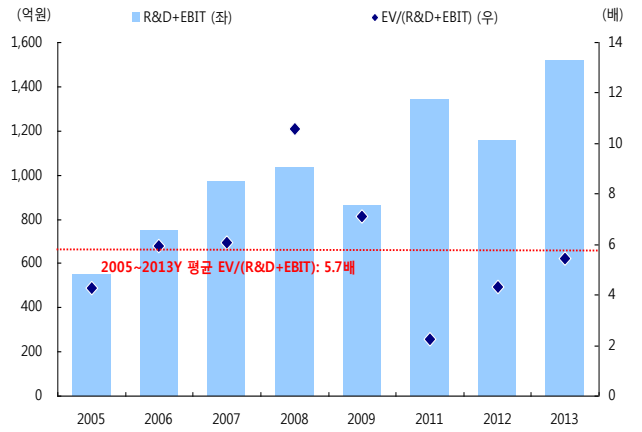
Source: KTB투자증권

Fig. 07: 보툴리눔 톡신 국내 Peer 메디톡스와 휴젤 Fw12M PER



Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 08: 대웅제약 EV/(R&D+EBIT) 추이



Note: 2010년은 결산월 변경에 따라 연속성 떨어져 평균에서 제외
Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 09: HL036 추정 신약가치

<HL036 신약가치 주요 가정>

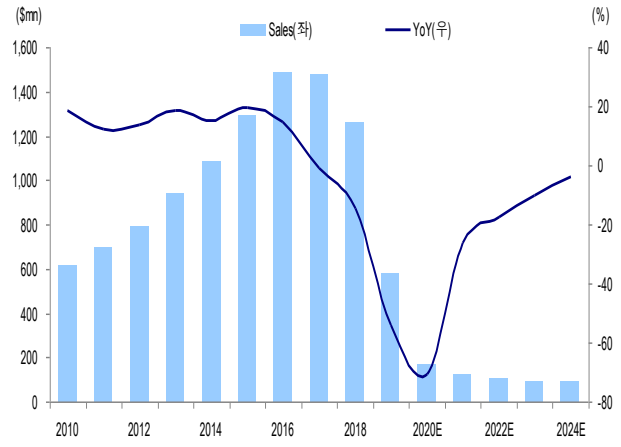
1. Target market: 글로벌 안구건조증 시장 규모 Future Market Insights 추정치 적용
2. 기술수출 미완료로 수익 추정
   ① Restasis와 Xiidra에 이은 3rd 시장 출시를 가정해 Peak 점유율 발매(2022년) 후 7년차 26% 가정. 발매후 15년간 수익 반영
   ② 바이오 신약으로 Peak EBIT 마진율 50% 가정
3. NPV 할인율은 10% , 안구건조증 Pipeline 다수가 임상 3상 진입 순조로웠던 만큼 안과질환 임상 3상 신약 성공확률 45% 적용

(단위: 백만달러 / 억원)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2036E
Target Global Sales	4,288	4,563	4,855	5,165	5,496	5,848	6,222	6,620	6,959	7,315	7,690	9,978
YOY	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	5.1%	5.1%	5.1%	4.1%
Sales			146	258	385	526	933	1,258	1,809	1,902	1,999	2,594
MS			3.0%	5.0%	7.0%	9.0%	15.0%	19.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
EBIT			7	26	77	158	373	566	905	951	1,000	1,297
EBIT 마진율			5.0%	10.0%	20.0%	30.0%	40.0%	45.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
적용 환율(원)	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120
Milestones&로열티(원화환산)			**82**	**289**	**862**	**1,768**	**4,181**	**6,339**	**10,132**	**10,651**	**11,197**	**14,527**
Tax rate			10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
NOPLAT			73	260	776	1,592	3,763	5,705	9,119	9,586	10,077	13,075
NPV of FCF(WACC: 10%)			**55**	**178**	**482**	**898**	**1,931**	**2,662**	**3,867**	**3,696**	**3,532**	**2,587**

NPV SUM	35,162
Success rate	45%
HL036 신약가치	**15,893**

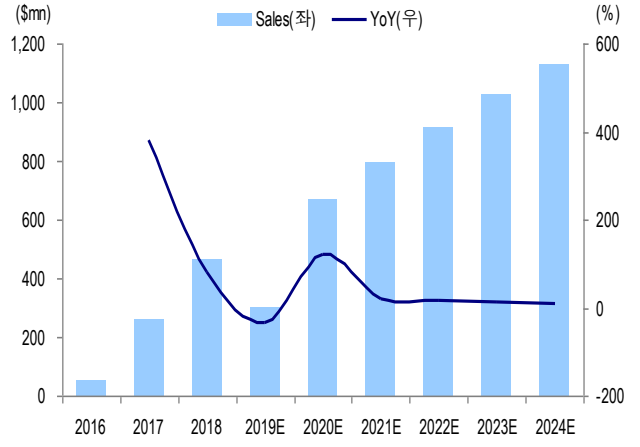
Source: KTB투자증권

Fig. 010: Restasis 글로벌 매출액 추이 및 전망



Source: Evaluate Pharma, KTB투자증권

Fig. 011: Xiidra 글로벌 매출액 추이 및 전망



Source: Evaluate Pharma, KTB투자증권

III. Jeuvaeu 미국 시장에서 순항하며 Evolus 주가 상승을 지지

2018년 2월 공모가 $12로 NASDAQ에 상장된 Evolus는 Jeuvaeu의 출시 일정 진행에 따라 가파른 주가 상승세를 보였다. 2019년 2월 미국 품목허가 이후 YTD +143% 가까이 오른 주가는 Botox 대비 비열등성 입증한 유럽/캐나다 EVB-003 임상 3상 결과 발표, 유럽지역(Nuceiva) CHMP 승인 권고 등 이벤트에 따라 양호한 흐름을 지속했다.

그러나 지난 5월 Jeuvaeu 미국 시장 런칭과 동시에 이루어진 모회사 Alphaeon의 지분 매각과 경쟁사와의 균주 논란 노이즈로 품목 허가 이후 -53%까지 급락했다. 모회사 Alpheon은 미국, 유럽지역의 권위있는 성형외과, 피부과, 안과 의사 등이 주축으로 설립한 PE(Private Equity)인 Strathspey Crown Holdings의 자회사로 투자 조합 성격이 짙다. 이에 따라 Evolus 지분 4백만주 매각은 지난 3월 말 미국 공시 시스템인 S-3을 통해 예고된 사항으로, 1) 6월 중 만기 도래한 천 억 규모의 차입금 상환과 2) 치료용 보툴리눔 톡신 개발 자회사 AEON Biopharma 투자자금 확보 목적으로 이루어졌으며, 펀더멘털 요인과는 무관했다.

향후 2H19 파트너사 Clarion Medical의 캐나다 출시, 6월 EC로부터 보완자료의 제출 요구를 받았던 유럽지역 품목허가 등의 글로벌 출시일정과 미국 시장 점유확대가 주가 회복의 driver라고 판단된다.

Fig. 01: Evolus 주가 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

5월 출시 이후 Jeuvaeu는 차별화 된 가격 및 프리미엄 브랜딩 전략으로 경쟁 제품들에 맞서고 있다. Evolus는 Jeuvaeu의 공급가격(List Price)을 100 unit 당 610달러로 정했다. Allergan의 Botox가 동일 용량당 600달러 수준임을 감안 시 프리미엄 브랜드로 포지셔닝 했다고 볼 수 있는데, 이는 1) 분자량이 900kDa로 Botox와 동일하여 시술이 용이하고, 2) 유럽/캐나다 임상 3상에서 Botox대비 비열등성을 입증했기에 가능했다.

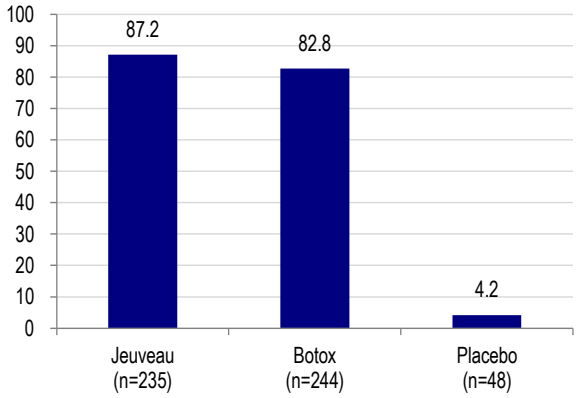
Jeuvaeu는 병원 공급시 20%~25%(Botox 주문량에 따라 최대 18% 수준)의 높은 할인율을 적용하여 병원에 수익성을 제공한다. 이는 가격인하로 소비자에게 구매 유인을 제공하기보다 의사에게 가격 교섭력을 부여하여 의료진의 시술 권유를 통해 시장 점유율을 높이려는 의도로 미국 미용 의료 시장에서 보다 적합한 영업 전략으로 보인다. 이에 반해 Botox는 매출의 약 60%가 의료보험의 혜택을 받는 치료용에서 발생하기 때문에 공급가격의 자유로운 조정이 제한될 것으로 전망된다.

Fig. 02: 미국 시장 내 보툴리눔톡신제제 특성

제품명	분자량	미국 시장 점유율	보툴리눔톡신 제제 용도
Jeuveau (Evolus)	$900kDa$	-	미용용
Botox (Allergan)	$900\ kDa^2$	75%	미용용/치료용
Dysport (Galderma/Ipsen)	$Undisclosed$	19%	미용용/치료용
Xeomin (Merz)	$150\ kDa^3$	6%	미용용/치료용

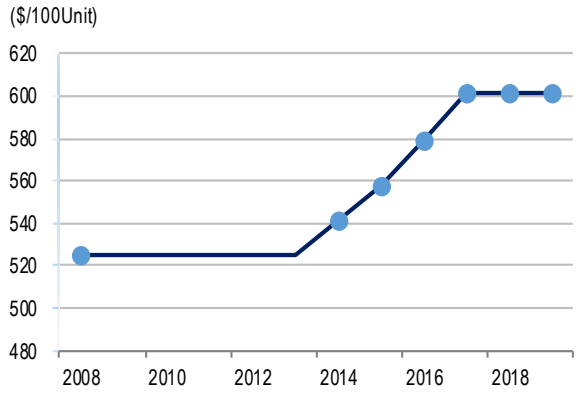
Source: Evolus, KTB투자증권

Fig. 03: 유럽/캐나다 임상 3상, Botox 대비 비열등성 입증



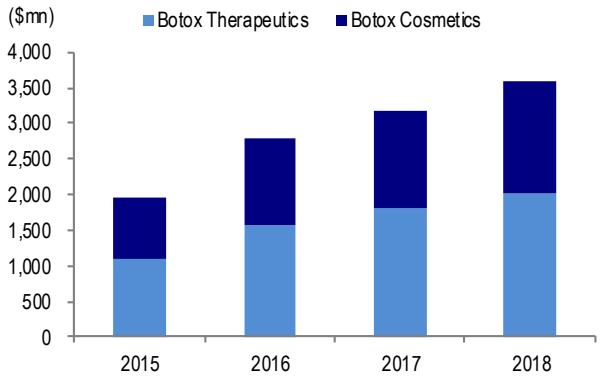
Note :Primary Endpoint는 투여 30일 후 0~1까지의 GLS(Glabellar Line Scale) 반응도
Source: Evolus, KTB투자증권

Fig. 04: Botox 100 unit 당 WAC



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 05: Botox 용도별 매출 추이



Note :Primary Endpoint는 투여 30일 후 0~1까지의 GLS(Glabellar Line Scale) 반응도
Source: Evolus, KTB투자증권

Fig. 06: Jeuvaeu의 가격 체계

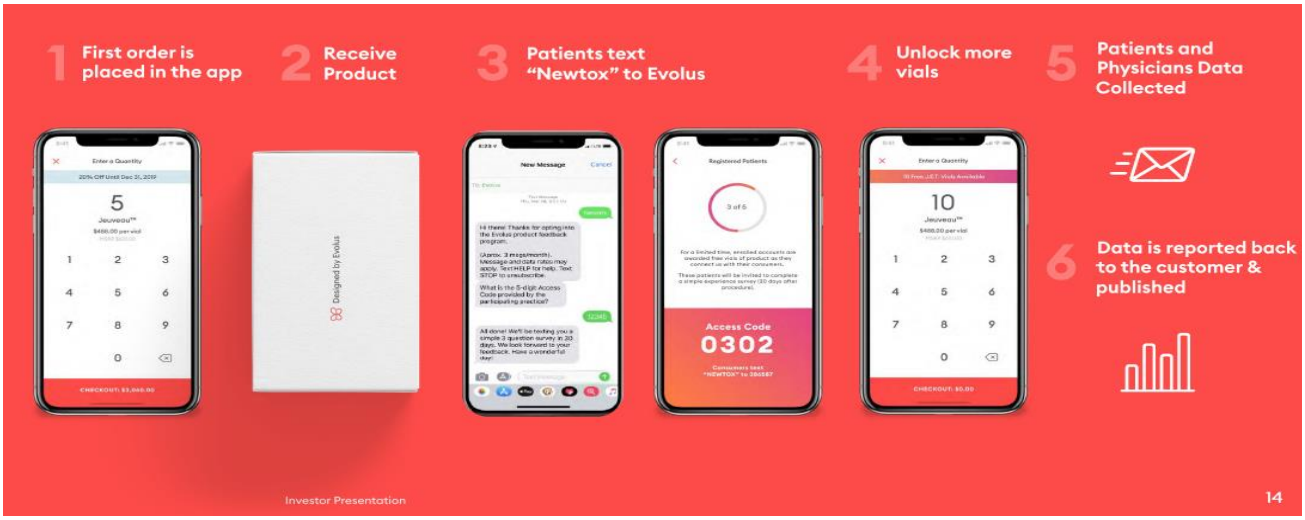


Source: Evolus, KTB투자증권

Evolus는 소비자 / 의료진 양방향 마케팅 프로모션을 통해 초기 시장 진입 장벽을 낮추고 있다. 지난 5월 15일부터 Jeuvaeu 출시와 함께 미국 의료진 대상으로 제품 체험 기회를 제공하는 J.E.T(Jeuveau Experience Treatment) 프로그램을 진행했는데, 7월 8일 기준 5천여명의 미국 의사들이 참여해 15,000건 이상의 시술이 이루어져 단기간에 목표 초과 달성함에 따라 미국 의료진의 높은 관심을 확인할 수 있었다.

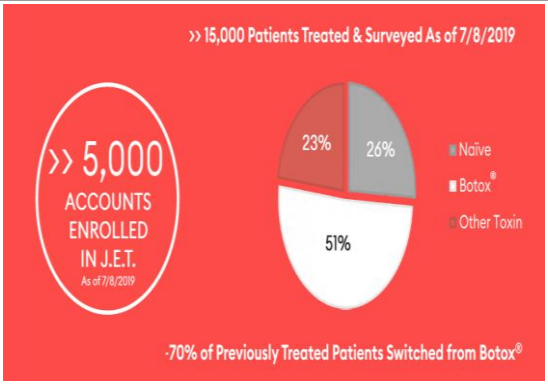
J.E.T Program에 이어 7월 1일부터 $75의 할인 혜택(gift card)을 일반 소비자에게 제공하는 소비자 체험 프로그램인 #Newtox Now를 진행 중이다. $75의 gift card는 의료진이 Jeuvaeu 구매 시, 수량에 따라 4%~12%의 추가적인 할인 혜택과 함께 차등 지급된다. 의료진의 대량 구매를 통한 매출 성장과 일반 소비자의 인지도 확대 효과를 기대하며 이를 기반으로 2년 내 보툴리눔톡신 시장 2위 점유 달성을 목표하고 있다. 또한 지난 1Q 실적 컨퍼런스 콜에서는 4Q19부터 의미 있는 매출이 발생하여 2020년 매출 성장 본격화를 전망하며 Jeuvaeu의 순조로운 미국시장 침투에 대한 자신감을 내비쳤다.

Fig. 07: J.E.T 프로그램의 개요



Source: Evolus, KTB투자증권

Fig. 08: J.E.T 프로그램의 성과



Source: Evolus, KTB투자증권

Fig. 09: # Newtox Now 구매 수량 별 할인율 및 쿠폰

Purchasing Package	Additional Save	$75 Gift Card(개)
6-Pack	4%	12
12-Pack	6%	24
24-Pack	8%	48
48-Pack	10%	96
96-Pack	12%	192

Source: Evolus, Bloomberg, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	368.0	382.9	415.0	475.6	562.0
현금성자산	42.3	34.8	10.4	42.2	99.0
매출채권	141.7	161.7	192.9	205.6	220.6
재고자산	162.3	154.7	179.7	195.4	209.7
비유동자산	685.5	693.4	723.0	743.7	759.9
투자자산	301.6	307.2	323.3	336.5	350.1
유형자산	307.3	314.7	324.3	334.1	342.3
무형자산	76.6	71.5	75.3	73.1	67.5
자산총계	1,053.5	1,076.3	1,138.0	1,219.2	1,321.9
유동부채	211.1	340.4	356.4	365.8	374.8
매입채무	53.7	57.1	68.2	74.1	79.6
유동성이자부채	93.3	202.4	203.6	203.6	203.6
비유동부채	295.0	197.6	200.6	201.5	202.3
비유동이자부채	289.3	179.5	180.0	180.0	180.0
부채총계	506.2	537.9	557.1	567.3	577.2
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	100.4	100.4	100.4	100.4	100.4
이익잉여금	463.1	460.7	502.6	573.6	666.4
자본조정	(45.2)	(51.8)	(51.0)	(51.0)	(51.0)
자기주식	(44.9)	(44.9)	(44.9)	(44.9)	(44.9)
자본총계	547.3	538.4	580.9	651.9	744.7
투하자본	882.2	882.0	940.4	979.1	1,014.5
순차입금	340.3	347.1	373.2	341.5	284.6
ROA	3.6	0.1	4.3	6.5	7.8
ROE	6.9	0.3	8.6	12.5	14.2
ROIC	4.7	0.3	6.0	8.5	10.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	866.8	943.5	1,049.8	1,141.9	1,225.2
증가율 (Y-Y,%)	9.2	8.9	11.3	8.8	7.3
영업이익	44.6	30.8	62.9	94.1	120.9
증가율 (Y-Y,%)	26.1	(31.1)	104.5	49.5	28.5
EBITDA	76.4	73.0	93.9	125.1	151.7
영업외손익	(3.7)	(15.0)	(8.0)	(5.0)	(4.6)
순이자수익	(6.6)	(8.4)	(9.3)	(9.3)	(9.2)
외화관련손익	(3.6)	1.1	1.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	40.9	15.8	54.9	89.1	116.3
당기순이익	36.7	1.5	48.0	77.2	99.0
증가율 (Y-Y,%)	11.4	(96.0)	3,140.7	60.7	28.3
NOPLAT	40.1	2.9	55.0	81.5	102.9
(+) Dep	31.8	42.2	31.0	31.1	30.9
(-) 운전자본투자	(6.4)	2.3	41.6	19.4	20.6
(-) Capex	58.6	52.7	34.2	33.7	32.5
OpFCF	19.8	(9.9)	10.2	59.4	80.7
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	6.0	5.6	9.8	9.6	9.1
영업이익증가율(3Yr)	(6.0)	(17.6)	21.1	28.2	57.8
EBITDA증가율(3Yr)	2.8	(0.7)	18.4	17.8	27.6
순이익증가율(3Yr)	4.9	(68.9)	13.3	28.1	305.8
매출총이익율(%)	41.3	37.9	42.0	42.8	43.4
영업이익률(%)	5.1	3.3	6.0	8.2	9.9
EBITDA마진(%)	8.8	7.7	8.9	11.0	12.4
순이익률 (%)	4.2	0.2	4.6	6.8	8.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	63.3	53.8	30.3	77.1	97.1
당기순이익	36.7	1.5	48.1	77.2	99.0
자산상각비	31.8	42.2	31.0	31.1	30.9
운전자본증감	(35.4)	(37.6)	(53.1)	(19.4)	(20.6)
매출채권감소(증가)	(6.7)	(20.9)	(31.1)	(12.7)	(15.0)
재고자산감소(증가)	(26.6)	0.5	(26.7)	(15.8)	(14.2)
매입채무증가(감소)	2.2	3.4	11.0	6.0	5.4
투자현금	(58.3)	(54.3)	(49.0)	(39.2)	(34.0)
단기투자자산감소	35.9	0.1	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	(14.5)	(6.3)	(1.5)	(0.6)	(0.6)
설비투자	(58.6)	(52.7)	(34.2)	(33.7)	(32.5)
유무형자산감소	(26.6)	5.8	(13.4)	(4.9)	(0.9)
재무현금	(18.0)	(7.0)	(5.6)	(6.2)	(6.2)
차입금증가	(11.8)	(0.8)	0.5	0.0	0.0
자본증가	(6.2)	(6.2)	(6.1)	(6.2)	(6.2)
배당금지급	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
현금 증감	(13.4)	(7.4)	(24.4)	31.7	56.9
총현금흐름(Gross CF)	98.6	91.4	83.4	96.5	117.7
(-) 운전자본증가(감소)	(6.4)	2.3	41.6	19.4	20.6
(-) 설비투자	58.6	52.7	34.2	33.7	32.5
(+) 자산매각	(26.6)	5.8	(13.4)	(4.9)	(0.9)
Free Cash Flow	5.0	(0.6)	(18.7)	37.9	63.1
(-) 기타투자	14.5	6.3	1.5	0.6	0.6
잉여현금	(9.5)	(6.8)	(20.3)	37.3	62.5

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	3,170	128	4,143	6,659	8,545
BPS	40,625	40,292	43,638	49,953	58,450
DPS	600	600	600	600	700
Multiples(x,%)					
PER	51.9	1,474.5	38.3	23.8	18.5
PBR	4.0	4.7	3.6	3.2	2.7
EV/ EBITDA	29.4	34.7	23.5	17.4	14.0
배당수익율	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
PCR	19.3	23.9	22.0	19.0	15.6
PSR	2.2	2.3	1.7	1.6	1.5
재무건전성 (%)					
부채비율	92.5	99.9	95.9	87.0	77.5
Net debt/Equity	62.2	64.5	64.2	52.4	38.2
Net debt/EBITDA	445.2	475.5	397.3	273.0	187.6
유동비율	174.3	112.5	116.4	130.0	149.9
이자보상배율	6.7	3.7	6.7	10.1	13.1
이자비용/매출액	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
자산구조					
투하자본(%)	71.9	72.1	73.8	72.1	69.3
현금+투자자산(%)	28.1	27.9	26.2	27.9	30.7
자본구조					
차입금(%)	41.1	41.5	39.8	37.0	34.0
자기자본(%)	58.9	58.5	60.2	63.0	66.0

Source: KTB투자증권

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	88.1%	HOLD :	11.3%	SELL :	0.6%

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당.
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

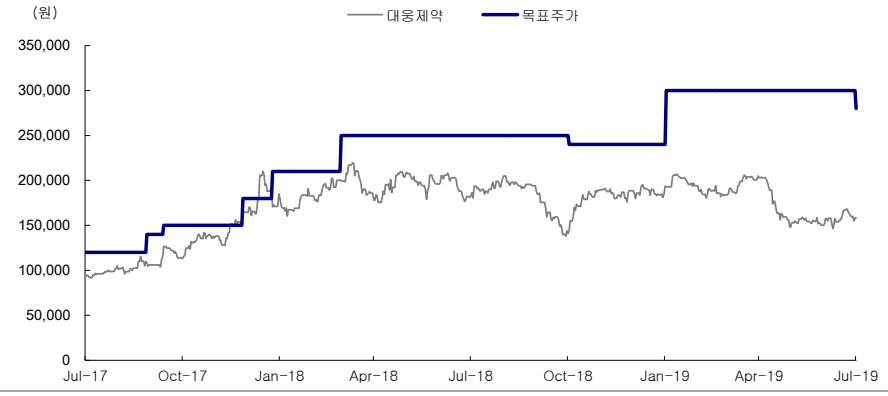
- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

대웅제약 (069620)



일자	2017.9.29	2017.10.16	2018.1.2	2018.1.25	2018.3.30	2018.11.2
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	140,000원	150,000원	180,000원	210,000원	250,000원	240,000원
일자	2019.2.7	2019.8.1				
투자의견	BUY	STRONG BUY				
목표주가	300,000원	280,000원				

목표주가 대비 실제주가 괴리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2017.09.29	140,000원	112,800원	126,500원	-19.43	-9.64
	2017.10.16	150,000원	134,151원	166,000원	-10.57	10.67
	2018.01.02	180,000원	182,441원	210,000원	1.36	16.67
	2018.01.25	210,000원	182,442원	202,500원	-13.12	-3.57
	2018.03.30	250,000원	189,962원	219,500원	-24.02	-12.2
	2018.11.02	240,000원	183,881원	195,000원	-23.38	-18.75
	2019.02.07	300,000원	177,571원	207,000원	-40.81	-31
	2019.08.01	280,000원			-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 7월 31일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가