



실적 Review

BUY(Maintain)

목표주가: 190,000원

주가(5/3): 109,900원

시가총액: 12,734억 원



제약바이오 Analyst 허혜민 hyemin@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Reference Value. Includes KOSPI (5/3), 52주 주가동향, and 수익률 (1M, 6M, 1Y).

Company Data

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes 발행주식수, 일평균 거래량(3M), and 주요 주주.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2021, 2022, 2023F, 2024F. Includes 매출액, 영업이익, EBITDA, and ROE(%).

자료: 키움증권

Price Trend



대웅제약 (069620)

불확실성 감안해도 펀더멘털 대비 저평가



1분기 영업이익은 R&D 비용 증가에도 불구하고, 판관비 안정화 및 제품 믹스 개선으로 기대치를 소폭 상회하였습니다. 2분기 기술 수출 계약금(약 147억원) 유입으로 호실적 전망되며, 당뇨병 신제품 엔블로가 5월 출시되어 제품 믹스 개선 지속이 예상됩니다.

>>> 1분기 제품 믹스 개선으로 이익 소폭 상회 실적 기록

1분기 매출액은 2,923억원(YoY +7%, QoQ -1%), 영업이익 310억원(YoY +16%, QoQ +102%, OPM 11%)로 시장 컨센서스 매출액 2,988억원에는 부합하였고, 영업이익 284억원을 소폭 상회하였다.

R&D 비용이 375억원(YoY +17%), 매출액 대비 13%로 YoY +1%p 상승에도 불구하고 원가율 개선되며 매출총이익률 1.1%p 개선되었고 판관비가 안정화되면서 호실적을 기록하였다. 제품 비중이 '21년 47%에서 '22년 50.6%, '23.1Q 52%로 제품 믹스 개선이 지속 이뤄지고 있다는 점이 긍정적이다.

고마진의 자체 제품 성장이 실적을 이끌었는데, 나보타가 1분기 426억원(YoY +40%) 위식도역류질환 신약 펙수클루는 117억원을 기록하였다. 5월 SGLT-2억제 당뇨병 신약 엔블로 출시로 제품 믹스는 지속 개선될 것으로 전망된다.

>>> 나보타 불확실성 계속 안고 가지만, 제품 믹스 개선 기대

바탈리아 바이오에 자가면역질환 치료제 DWP213388 기술이전 하면서 계약금(약 147억원) 유입되어 2분기 매출액은 3,319억원(YoY +13%) 영업이익 479억원(YoY +43%, OPM 14%)이 전망된다. 다만, 화재에도 반응하지 않는 이유는 시장에서 가장 우려하는 대목이 나보타 생산 중지 리스크이기 때문이다. 나보타 판매/제조 할 수 없고, 보유 제품/반제품 폐기 해야하며 400억원 배상하라는 1심 판결 관련 항소 신청하였고, 1심 판결 집행 중지 신청이 인용되면서 정상적으로 판매되고 있다. 2심 결과까지 약 1년 6개월 소요되는 점 감안하면 불확실성은 내년 하반기까지 안고 가야할 것으로 예상된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 19만원 유지

호실적과 계약금 유입 예상됨에 따라 실적 추정치 상향하였고, 나보타 불확실성을 감안하여 타겟 EV/EBITDA를 30% 할인 적용하였다. 소송 불확실성을 감안하더라도 지속적인 신제품 출시 및 시장 안착으로 인한 제품 믹스 개선이 이뤄지고 있고, '24년 하반기 이후 펙수클루 중국 출시를 시작으로 매출 로열티 유입 등 펀더멘털이 견고해지고 있다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

	1Q23P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	292.3	-1%	7%	299.5	-2%	298.8	-2%
영업이익	31.0	102%	16%	28.7	8%	28.4	9%
영업이익률	11%			10%			
세전이익	27.2	흑전	12%	25.6	6%		
세전이익률	9%			9%			
순이익	20.5	흑전	17%	19.2	7%	19.3	6%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
I. ETC	205	214	217	222	858	213	235	240	248	936
II. OTC	30	34	35	29	128	26	38	38	43	144
III. 수출	26	35	37	31	130	40	48	48	50	185
나보타	23	29	33	25	110	36	27	38	41	143
IV. 수탁 외	11	10	12	12	46	13	12	13	14	52
<b>매출액</b>	<b>272.2</b>	<b>293.8</b>	<b>301.5</b>	<b>293.8</b>	<b>1,161.3</b>	<b>292.3</b>	<b>331.9</b>	<b>339.2</b>	<b>354.6</b>	<b>1,318.0</b>
YOY	12.6%	7.6%	13.7%	6.7%	10.1%	7.4%	13.0%	12.5%	20.7%	13.5%
매출원가	142	148	152	152	594	149	155	171	179	656
매출총이익	130	146	149	142	567	143	176	168	175	662
판매비와 관리비 등	103	112	119	127	461	112	129	129	144	513
<b>영업이익</b>	<b>26.8</b>	<b>33.6</b>	<b>30.3</b>	<b>15.3</b>	<b>106.0</b>	<b>31.0</b>	<b>47.9</b>	<b>39.2</b>	<b>31.7</b>	<b>149.8</b>
YoY	32.6%	25.8%	26.7%	-38.1%	11.0%	15.7%	42.6%	29.3%	107.2%	41.3%
OPM	9.8%	11.4%	10.1%	5.2%	9.1%	10.6%	14.4%	11.6%	8.9%	11.4%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	20,341	Fw12M EBITDA* 상위 제약사 FW12M EV/EBITDA 30% 할인 적용
② 비영업가치	4,410	
한올바이오파마 지분 가치	2,837	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(29.7%) 적용
HL036 안구건조증	1,573	대웅제약 배분율 50%, 성공확률 51% 가정
③ 순차입금	4,033	
④ 유통 주식 수	11,069	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	20,719	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	190,000	

상위제약사: 유한양행, 녹십자, 종근당, 동아에스티  
 자료: 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

	연구	임상 1상	임상 2상	임상 3상	NDA 제출	허가/판매
NCEs (New Chemical Entity)	DWJ215 난청	Enavogliflozin 당뇨병성 안구 합병증(eye disorder)	Fexuprazan 주사제	Bersiporocin(DWN12088) 특발성폐섬유증(IPF) [US, KR]	Fexuprazan 비스테로이드성 소염진통제로 인한 궤양 예방 (NSAIDs induced gastritis)	Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료 [Global 10개국]
	DWP216 황반	Bersiporocin(DWN12088) 간질성 폐질환(SSc-ILD)	DWP213388 자가면역질환 [US]	DWP305401 <sup>3)</sup> 궤양성 대장염	Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료 후 유지요법	Fexuprazan 위염(10mg)
	DWP217 황반	Bersiporocin(DWN12088) 전신경화증	DWP17061 <sup>1)</sup> OA pain (AU)		Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료[CN]	Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료(투여량)
	DWP218 자가면역질환	Bersiporocin(DWN12088) 신염(Nephritis)	DWP306001 Obesity		Enavo. +Insulin 2형 당뇨 [CN]	Enavogliflozin 2형 당뇨
		DWP212525 자가면역질환			Enavo. +Insulin 2형 당뇨 [CN]	Enavo. +Metformin 2형 당뇨
		DWP219 Post-operative pain				Enavo. +Met. +DPP4i 2형 당뇨
Biologics	HL186 <sup>4)</sup> 불응성 고행암	HL187 <sup>4)</sup> 불응성 고행암	Furestem <sup>6)</sup> 크론병	Prabotulinumtoxin A (AEON) 경부근긴장이상(Cervical dystonia)	HL161 <sup>4)</sup> MG, TED	
	DWP458 <sup>5)</sup> 골다공증	DWP457 장기지속형 인슐린	DWP710 급성호흡곤란증후군	Prabotulinumtoxin A (AEON) Chronic migraine	HL036 <sup>4)</sup> Dry Eye Disease [US/CN]	
	DWP820S002 뇌졸중	DWP820S001 치매(알츠하이머)		Prabotulinumtoxin A (AEON) Episodic migraine		
		DWP820S009 급성중증척추염		HL161 <sup>4)</sup> WAIHA, CIDP, Graves' Disease		
				Furestem-RA <sup>6)</sup> 골관절염		
				DWP706 각막손상		

자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

- 1) 아이엔 테라퓨틱스
- 2) GC녹십자
- 3) bridgebio
- 4) HANALL 2c
- 5) 서울아산병원
- 6) KANGS STEM BIOTECH

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	1,055.2	1,161.3	1,318.0	1,441.6	1,584.2
매출원가	568.2	594.0	655.7	706.6	776.5
<b>매출총이익</b>	487.0	567.3	662.3	735.0	807.7
판관비	391.5	461.3	512.5	559.7	614.4
<b>영업이익</b>	95.5	106.0	149.8	175.3	193.3
<b>EBITDA</b>	128.4	138.0	184.2	206.4	221.3
<b>영업외손익</b>	-70.0	-61.3	-14.2	-2.7	12.0
이자수익	1.9	2.3	10.3	21.8	36.6
이자비용	9.7	8.0	8.0	8.0	8.0
외환관련이익	5.7	8.0	4.0	4.0	4.0
외환관련손실	2.7	7.1	3.0	3.0	3.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-65.2	-56.5	-17.5	-17.5	-17.6
<b>법인세차감전이익</b>	25.5	44.6	135.6	172.6	205.3
법인세비용	-10.3	-3.9	33.9	43.1	51.3
<b>계속사업순손익</b>	35.8	48.6	101.7	129.4	154.0
<b>당기순이익</b>	35.8	48.6	101.7	129.4	154.0
<b>지배주주순이익</b>	35.8	48.6	101.7	129.4	154.0
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	11.7	10.1	13.5	9.4	9.9
영업이익 증감율	656.4	11.0	41.3	17.0	10.3
EBITDA 증감율	181.4	7.5	33.5	12.1	7.2
지배주주순이익 증감율	1,040.6	35.8	109.3	27.2	19.0
EPS 증감율	1,040.4	35.7	109.4	27.3	19.0
매출총이익율(%)	46.2	48.9	50.3	51.0	51.0
영업이익율(%)	9.1	9.1	11.4	12.2	12.2
EBITDA Margin(%)	12.2	11.9	14.0	14.3	14.0
지배주주순이익율(%)	3.4	4.2	7.7	9.0	9.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	48.0	92.5	160.3	215.0	266.1
당기순이익	35.8	48.6	101.7	129.4	154.0
비현금항목의 가감	35.2	54.5	79.0	73.4	63.8
유형자산감가상각비	25.2	24.1	24.8	22.0	19.5
무형자산감가상각비	7.7	8.0	9.6	9.1	8.6
지분법평가손익	-0.9	-0.8	0.0	0.0	0.0
기타	3.2	23.2	44.6	42.3	35.7
영업활동자산부채증감	-11.2	7.3	11.2	41.5	71.0
매출채권및기타채권의감소	-23.5	-9.3	-21.4	-16.9	-19.5
재고자산의감소	-12.7	-43.7	-23.8	-18.7	-21.6
매입채무및기타채무의증가	11.4	38.6	59.1	80.1	115.8
기타	13.6	21.7	-2.7	-3.0	-3.7
기타현금흐름	-11.8	-17.9	-31.6	-29.3	-22.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	-100.2	-89.1	-18.1	-18.4	-18.8
유형자산의 취득	-20.2	-45.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.1	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-41.2	-41.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-17.1	-34.8	-18.9	-18.9	-18.9
단기금융자산의감소(증가)	-11.6	30.4	-1.3	-1.6	-2.0
기타	-10.2	2.1	2.1	2.1	2.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	32.9	-6.2	-7.3	-7.6	-7.6
차입금의 증가(감소)	0.3	1.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	39.9	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.5	-6.6	-6.6	-6.9	-6.9
기타	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
기타현금흐름	0.3	0.7	-11.0	-11.0	-11.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-19.0	-2.1	123.9	178.0	228.7
기초현금 및 현금성자산	52.1	33.1	31.0	154.9	332.9
기말현금 및 현금성자산	33.1	31.0	154.9	332.9	561.5

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	371.2	383.0	555.8	774.1	1,049.6
현금 및 현금성자산	33.1	31.0	154.9	332.9	561.5
단기금융자산	5.5	8.5	10.6	24.1	35.6
매출채권 및 기타채권	149.6	158.7	180.2	197.1	216.6
재고자산	142.9	176.0	199.8	218.5	240.1
기타유동자산	40.1	8.8	10.4	1.5	-4.2
<b>비유동자산</b>	888.5	991.1	975.5	963.3	954.1
투자자산	191	193	197	281	298
유형자산	301.1	334.4	309.5	287.6	268.1
무형자산	147.2	177.7	168.1	159.0	150.4
기타비유동자산	249.2	285.6	301.0	235.8	237.6
<b>자산총계</b>	1,259.7	1,374.0	1,531.3	1,737.4	2,003.7
<b>유동부채</b>	436.9	441.5	500.6	580.7	696.5
매입채무 및 기타채무	136.2	179.7	238.8	318.9	434.7
단기금융부채	252.7	229.6	229.6	229.6	229.6
기타유동부채	48.0	32.2	32.2	32.2	32.2
<b>비유동부채</b>	208.5	272.7	272.7	272.7	272.7
장기금융부채	185.8	211.0	211.0	211.0	211.0
기타비유동부채	22.7	61.7	61.7	61.7	61.7
<b>부채총계</b>	645.4	714.2	773.3	853.4	969.2
<b>지배자본</b>	614.3	659.9	758.0	884.0	1,034.5
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	133.2	133.8	133.8	133.8	133.8
기타자본	-17.1	-17.4	-17.4	-17.4	-17.4
기타포괄손익누계액	-31.9	-28.5	-25.1	-21.6	-18.2
이익잉여금	501.1	543.0	637.7	760.3	907.4
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	614.3	659.9	758.0	884.0	1,034.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,089	4,191	8,775	11,172	13,291
BPS	53,015	56,950	65,424	76,296	89,286
CFPS	6,128	8,895	15,592	17,506	18,796
DPS	600	600	600	600	600
<b>주가배수(배)</b>					
PER	47.9	37.8	12.2	9.6	8.1
PER(최고)	67.0	46.6	18.8		
PER(최저)	38.2	30.3	11.6		
PBR	2.79	2.78	1.64	1.41	1.20
PBR(최고)	3.90	3.43	2.52		
PBR(최저)	2.23	2.23	1.55		
PSR	1.63	1.58	0.94	0.86	0.79
PCFR	24.2	17.8	6.9	6.1	5.7
EV/EBITDA	16.2	16.2	8.3	6.5	5.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	18.6	13.7	6.8	5.3	4.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6
ROA	2.9	3.7	7.0	7.9	8.2
ROE	6.0	7.6	14.3	15.8	16.1
ROIC	13.6	15.6	17.6	22.7	29.3
매출채권회전율	7.3	7.5	7.8	7.6	7.7
재고자산회전율	7.4	7.3	7.0	6.9	6.9
부채비율	105.1	108.2	102.0	96.5	93.7
순차입금비율	60.2	61.3	36.8	11.3	-12.7
이자보상배율	9.9	13.3	18.8	22.0	24.2
<b>총차입금</b>	438.5	440.6	440.6	440.6	440.6
<b>순차입금</b>	369.8	404.4	279.3	99.6	-131.1
<b>EBITDA</b>	128.4	138.0	184.2	206.4	221.3
<b>FCF</b>	38.9	49.4	157.9	204.0	244.0

Compliance Notice

- 당사는 5월 3일 현재 '대웅제약(069620)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

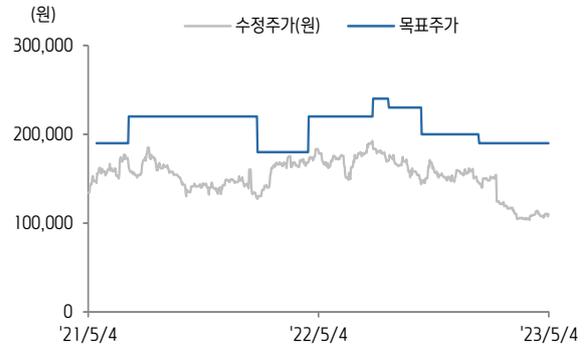
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대웅제약 (069620)	2021-05-17	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-14.92	-6.84
	2021-07-07	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-27.71	-15.91
	2021-10-12	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-31.17	-15.91
	2022-01-27	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-11.56	-2.78
	2022-04-18	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-21.52	-12.50
	2022-07-29	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-25.58	-23.54
	2022-08-23	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-28.83	-23.26
	2022-10-14	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-22.71	-14.50
	2023-01-13	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-36.24	-18.84
	2023-05-04	BUY(Maintain)	190,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

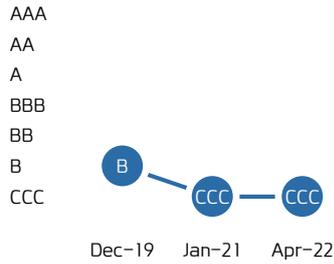
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/04/01~2023/03/31)

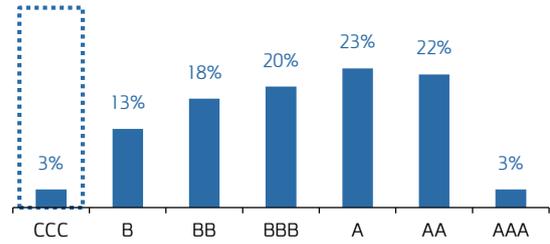
매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터  
Universe: MSCI ACWI Index 제약 기업 79개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

항목	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	2.3	4.5		
<b>환경</b>	2.5	4.5	9.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	2.5	4.5	9.0%	
<b>사회</b>	2.7	4.2	58.0%	▼1.2
제품 안전과 품질	3.0	4	27.0%	▼2.6
인력 자원 개발	1.9	4.3	18.0%	
의료 서비스	3.0	4.1	13.0%	
<b>지배구조</b>	1.6	5	33.0%	▲1.6
기업 지배구조	2.4	6.2		▲1.9
기업 활동	3.8	4.8		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
'21년 8월	한국 시장에서 경쟁자들의 항궤양 치료제 제네릭 판매를 방해한 혐의로 22.9억 원의 공정위 과징금과 진행 중인 경찰 수사
'21년 5월	미국 ITC의 매장 영업비밀 의혹에 연관된 보툴리눔 독신 제품 수입 금지 조치

자료: 키움증권 리서치센터

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (제약)	유독 물질 배출과 폐기물	의료 서비스	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
NOVO NORDISK A/S	●●●	●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●	●●●●	AAA	◀▶
ELI LILLY AND COMPANY	●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●	●●●●●	A	◀▶
Roche Holding AG	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●	A	◀▶
PFIZER INC.	●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●	A	▲▲
JOHNSON & JOHNSON	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●	BBB	◀▶
대웅제약	●	●	●	●●	●	●●	CCC	◀▶

QUARTILE KEY : Bottom Quartile ● Top Quartile ●●●●●  
 RATING TREND KEY : Maintain ◀▶ Upgrade ▲ Upgrade by two or more notches ▲▲ Downgrade ▼ Downgrade by two or more notches ▼▼  
 자료: MSCI, 키움증권 리서치센터