

대웅제약 069620

다 잘하는 강호의 제약사

Mar 26, 2025

Buy

신규

2025년 매출액 1조 5,216억원, 영업이익 1,677억원(OPM 10.4%) 추정

TP 200,000 원

신규

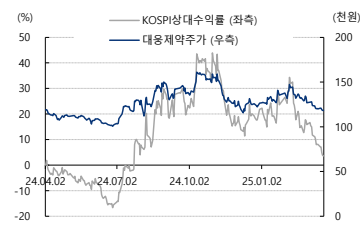
대웅제약의 2025년 매출액(연결기준)을 1조 5,216억원으로 전년동기대비 7.0% 성장할 것으로 추정. 2025년의 외형 성장도 나보타가 이끌 예정. 에블루스는 연간 매출액 가이던스 성장률 30~33%를 제시. '주보' 출시 7년 차 미국 시장 내 M/S 13% 달성하며 시장 내 2위 사업자 위치 확보. 2025년 수출향 나보타 매출액 전년동기대비 25.1% 성장한 1,951억원으로 추정하며 수출 비중도 지속 성장. 미국 특신 시장의 성장률을 상회하는 매출 증가 제시함에 따라 마들 세그먼트 시장의 확장 및 1위 사업자 M/S 지속 이탈될 것으로 판단.

Company Data

현재가(03/25)	120,800 원
액면가(원)	2,500 원
52 주 최고가(보통주)	161,100 원
52 주 최저가(보통주)	100,600 원
KOSPI (03/25)	2,643.13p
KOSDAQ (03/25)	719.41p
자본금	290 억원
시가총액	13,707 억원
발행주식수(보통주)	1,159 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	2.6 만주
평균거래대금(60 일)	33 억원
외국인지분(보통주)	8.81%
주요주주	
대웅 외 4 인	61.46%
국민연금공단	11.14%

대웅제약의 2025년 영업이익(연결기준)을 1,677억원 (YoY +13.1%, OPM 10.4%) 추정. 펙수클루, 엔블로 등 고마진 제품의 적응증 확대로 제품 M/S 성장이 곧 영업이익 성장으로 이어질 전망. 2025년 펙수클루 매출액 전년동기대비 55.4% 성장한 1,509억원, 엔블로 매출액은 전년동기대비 97.3% 성장한 227억원으로 추정. 현재 전임상 진행 중인 비만 및 항암 파이프라인의 임상 1상 진입 예정에 따라 연구개발비 증가할 것으로 판단되나, 4월 예정되어 있는 AACR 내에서 합성치사 PolQ 저해제 'DWP223'의 전임상 데이터초록 발표 등 R&D 현황도 확인 가능할 예정.

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.6	-17.6	-2.1
상대주가	-10.3	-19.2	2.1

투자의견 매수 및 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

대웅제약에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시. 1) 에블루스의 디지털 마케팅 및 멤버십으로 신규 시장 소비자인 밀레니엄 세대 대상 로열티 강화, 2) 금년 에스테틱 업종의 전체적인 미국 진입이 시작됨에 따라 국내 업체 중 시장 선도자로서 특신 수출에 대한 관심 제고될 것으로 추정, 3) 고마진 제품의 지속적인 비중 확대 진행 중으로 향후 전사 마진을 개선이 전망

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,375	1,423	1,522	1,704	1,893
YoY(%)	7.4	3.4	7.0	12.0	11.1
영업이익(십억원)	123	148	168	206	238
OP 마진(%)	8.9	10.4	11.0	12.1	12.6
순이익(십억원)	120	23	123	158	182
EPS(원)	10,507	2,135	11,231	14,413	16,676
YoY(%)	188.2	-79.7	426.1	28.3	15.7
PER(배)	11.1	59.2	10.5	8.2	7.1
PCR(배)	7.5	7.5	4.2	3.8	3.5
PBR(배)	1.8	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	11.0	11.0	9.4	7.6	6.2
ROE(%)	17.7	3.2	15.2	16.7	16.5



[제약/바이오] 정희령
3771- 9730,
hr.jung@iprovest.com

1. Valuation

목표주가 200,000원으로 커버리지를 개시

대웅제약의 25F EBITDA를 22,921억원으로 추정, Target EV/EBITDA 10.4배 제시하며 목표주가 200,000원으로 커버리지를 개시한다. Target EV/EBITDA는 상위 제약사 4개(한미약품, 종근당, 녹십자, 동아에스티)의 평균 12MF EV/EBITDA를 사용했다.

대웅제약은 2025년 나보타 중심의 외형 성장이 기대된다. 현재 미국 진출 7년차 M/S 13%를 획득하며 시장의 2위 사업자로 자리잡고 있다. 미국의 미용 시장이 밀레니엄 세대를 중심으로 확장되고 있는 만큼, 디지털 마케팅 및 멤버십 프로모션을 통해 젊은 세대의 고객 로열티를 확보하고 있는 점이 긍정적이다. 펙수클루, 엔볼로 등 고마진 제품의 적응증 확장으로 전사 믹스 개선도 전망된다.

		비고
대웅제약 기업가치	22,921.21	
영업가치	23,839.8	
A. 대웅제약 2025F EBITDA	2,296.7	
B. Target EV/EBITDA	10.4	상위 4개 제약사 평균 12MF EV/EBITDA
한올바이오파마 비영업가치	4,345.5	3개월 평균 시가총액 * 지분율 * 지주사 할인 30% 적용
순차입금	5,264.1	
발행주식수 (천주)	11,587	
현재주가	120,800	3월 25일 종가
적정주가	197,818	
목표주가	200,000	
상승여력	65.6%	

자료: 교보증권 리서치센터

	12MF PER	25F PER	26F PER
휴젤	21.8	23.0	18.7
파마리서치	24.9	26.4	21.3
대웅제약	11.3	11.8	10.0
클래시스	25.3	26.9	21.4

자료: QuantWise, 교보증권 리서치센터

2. 회사 개요

대웅제약은 2002년 코스피에 상장한 제약사

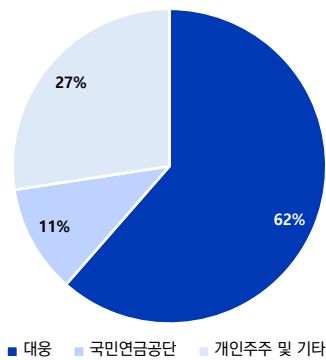
대웅제약은 1961년 설립, 2002년에 코스피에 상장한 제약사다. 보툴리눔 독신, 전문의약품, 일반의약품 등을 제조 및 판매하며, 대표 제품으로는 독신 ‘나보타’, P-CAB 제제 ‘펙스클루’, 간약 ‘우루사’ 등이 있다. 대웅제약은 미국 미용 독신 시장 진입 7년차로 2024년 기준 점유율 13%를 획득하고 있다.

4Q24 기준 사업부문별 매출 비중은 ETC 59.4%, 나보타 13.2%, OTC 9.1% 및 기타 18.2%다. 대웅제약은 2019년 나보타(수출명 후보)의 FDA 승인허가를 획득 후 미국 시장에 진출했다. 2024년 나보타 수출 매출액은 1,560억원을 기록했다. 에볼루스와의 파트너사 계약 후 고품질 제품의 가성비 포지셔닝으로 시장 내 고속 성장 중이다. 나보타는 중국 허가 신청 후 승인 획득을 연내 예상하고 있다. 대웅제약은 현재 500만 바이알의 생산 시설을 보유하고 있으며, 3공장은 완공 후 GMP 인증 과정을 거치고 있다. 3공장 증설로 인해 최대 1,800만 바이알의 생산 능력을 확보할 예정이다.

ETC 사업부에서는 고마진의 제품 매출 비중을 확대 중이다. 2022년 7월 펙스클루, 2023년 5월 엔블로 출시했다. 2024년 연간 각 제품의 전년 대비 성장률은 76.9%, 150%였다. 그 외 대표제품으로는 2024년 연간 매출액 700억원을 기록한 간약 ‘우루사’ 등이 있다.

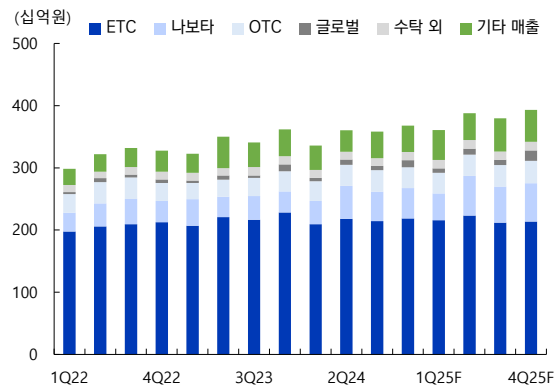
대웅제약은 대사, 비만, 항암에 대한 R&D 파이프라인을 보유 중으로 현재 전임상 진행 중인 비만 및 항암제 관련 파이프라인의 1상 진입을 연내 목표로하고 있다. 2025년 4월 진행될 AACR에서 합성치사 PolQ 저해제 ‘DWP223’의 전임상 데이터를 초록 발표할 예정이다.

[도표 136] 대웅제약 주주 구성



자료: 대웅제약, 교보증권 리서치센터

[도표 137] 대웅제약 분기별 사업부 매출 추이



자료: 대웅제약, 교보증권 리서치센터

3. 나보타, 미국 시장을 장악하다

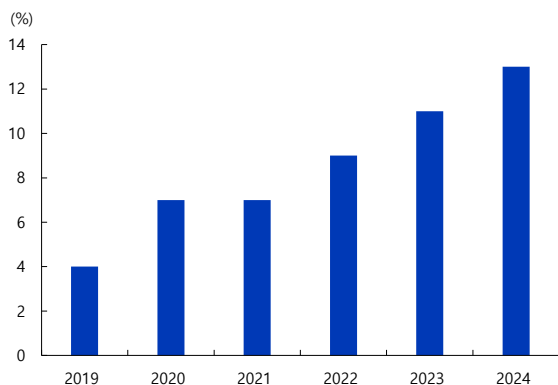
대웅제약, 나보타 미국 출시 7년차 시장 내 M/S 13% 달성

대웅제약은 2019년 나보타(수출명 주보)의 FDA 승인허가를 획득 후 미국 시장에 진출했다. 현재 출시 후 7년차로 미국 미용 시장의 13%를 점유하고 있다. 빠른 속도로 M/S 확보가 가능했던 요인은 파트너사 에볼루스의 영업력에 있다. 에볼루스는 앨리간의 영업 임원 출신 인력들이 설립한 회사다. 앨리간의 보톡스가 긴 시간 안정성을 인정받은 차별점으로 보유하고 있다면, 에볼루스의 주보는 상대적으로 젊은 세대를 타깃하는 방식을 택했다. 전문의약품의 광고행위가 불가능한 국내와 달리, 대중 대상 광고가 가능한 미국 시장이기에 B2C 대상 온라인 및 TV 광고를 활발히 진행 중이다.

에볼루스는 고객 대상 멤버십 프로그램을 운영하며 소비자 로열티를 확보하는 데에 힘을 쏟고 있다. 'Evolus Rewards'는 2020년에 런칭되어, 환자 등록 시 90일마다 40달러의 시술 할인을 제공하는 프로그램이다. 리워드 프로그램을 통해 누적 200만건의 시술 달성, 100만명 이상의 소비자가 등록되었다. 또한 구독형 멤버십 프로그램인 'Club Evolus'를 통해 매월 49달러 지불 시 20Unit의 시술이 가능한 프로그램을 제공하고 있다. 프로그램 구독 시 연간 372달러의 절감이 가능한 멤버십으로 젊은 세대를 타깃한 프로그램 등을 운영 중이다. 두 멤버십 모두 등록자 수의 우상향이 지속적으로 관찰되고 있다. 기존 미국 미용 시장의 주요 타깃층은 4050 여성이었으나, 최근 시장의 성장은 2030 여성의 시술소비 의지 강화에 기인했다. 에볼루스의 디지털 마케팅 및 멤버십 프로그램 모두 신규 Q를 확보 및 이탈 방지에 효과적이라고 판단된다.

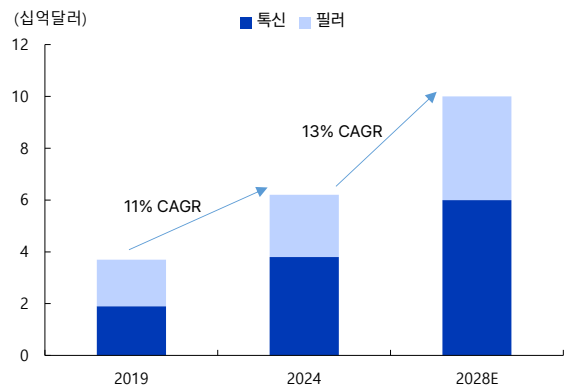
에볼루스는 2025년 3억 4,500만 달러~3억 5,500만 달러의 가이드언스를 제시했다. 이는 전년대비 30~33%의 성장률이다. 공고한 1위 사업자 Abbvie의 후발주자로서 M/S 2위까지 확보한 '주보'의 꾸준한 성장이 기대된다. 독신 시장 성장률보다 매출 가이드언스 성장률이 더 높은 상황으로 향후 지속적인 M/S 상승이 전망된다.

[도표 138] 주보 미국 독신 시장 점유율 추이



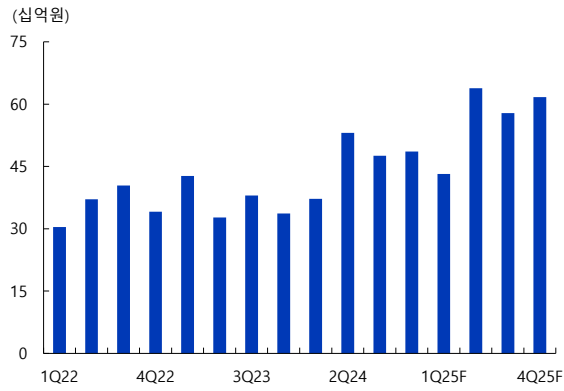
자료: Evolus, 교보증권 리서치센터

[도표 139] 에볼루스 사업부별 매출 현황 및 목표



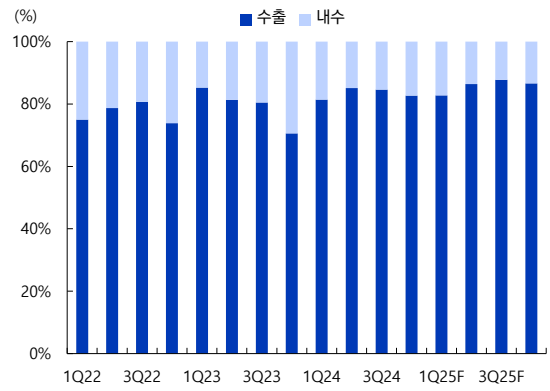
자료: Evolus, 교보증권 리서치센터

[도표 140] 대웅제약 나보타 분기별 매출 추이 및 추정



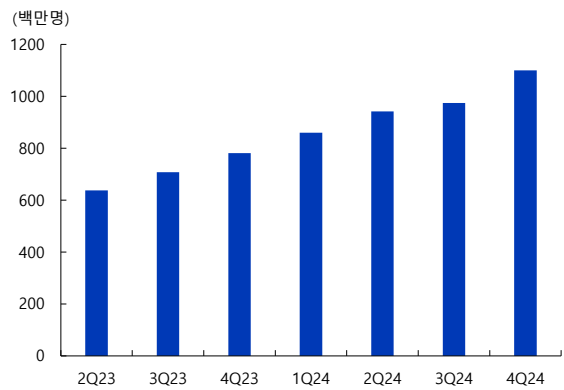
자료: 대웅제약, 교보증권 리서치센터

[도표 141] 대웅제약 나보타 수출 비중 추이 및 추정



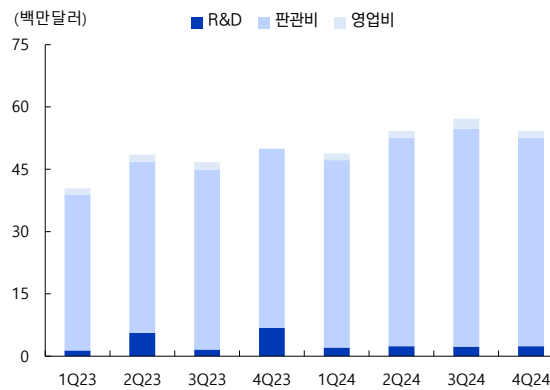
자료: 대웅제약, 교보증권 리서치센터

[도표 142] 분기별 에볼루스 리워드 프로그램 등록자 수 추이



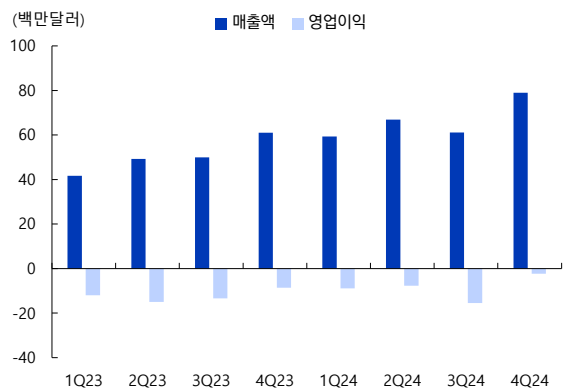
자료: Evolus, 교보증권 리서치센터

[도표 143] 분기별 에볼루스 비용 구조



자료: Evolus, 교보증권 리서치센터

[도표 144] 분기별 에볼루스 실적 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 145] 에볼루스 '주보' 제품 사진



자료: Evolus, 교보증권 리서치센터

4. ETC 사업부, 고마진 제품의 확대

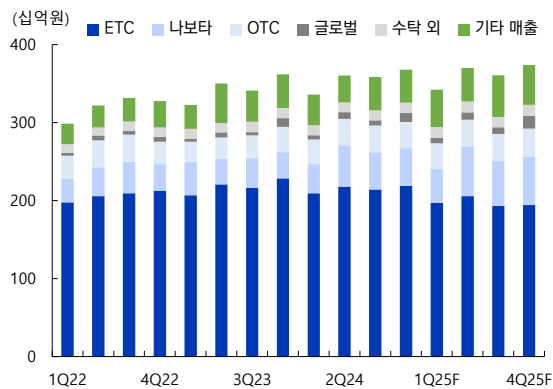
펙수클루, 엔블로 등 고마진 제품의 비중 확대 로 전사 영업이익률 개선

대웅제약은 제품 매출 비중을 확대하며 마진을 개선을 위해 꾸준히 노력 중이다. ‘펙수클루’는 위산 관련 질환 치료제로 P-CAB 계열 의약품이다. 위산분비억제제는 세대에 따라 H2RA, PPI, P-CAB으로 나뉘어진다. 3세대인 P-CAB의 경우 과거 제품 대비 1) 약효의 발현이 빠르고, 2) 작용 시간의 연장, 3) 식사와 무관한 복용으로 편의성의 개선, 4) 안정성면에서 개선이 이뤄진 기전이다. P-CAB의 복용 편의성은 위산에 의한 활성화 과정이 필요하지 않은 점에 기인한다.

2024년 기준 971억원의 매출을 기록하며 전년동기대비 76.9% 성장했다. 펙수클루는 경쟁 제품 대비 반감기가 약 5시간 정도 길어 야간위산분비 억제에 효과적이다. 현재 미란성 위식도역류질환, 급성위염 및 만성위염의 위점막 병변 개선을 적응증으로 승인을 획득했다. 2025년 펙수클루 매출액을 전년동기대비 55.4% 성장한 1,509억으로 추정한다. 위염 시장 내 PPI 제제 의약품의 M/S를 지속적으로 확보하며 제품의 외형 성장 및 전사 마진을 개선에도 기여할 것으로 전망한다.

대웅제약의 다른 고마진 제품은 경구용 혈당강하제 ‘엔블로’다. 제 2형 당뇨병 환자의 혈당조절 향상을 위해 식이요법 등의 보조제로 투여되는 제품이다. SGLT-2 억제제 계열로 2023년 출시되었다. 국내 시장 내 제네릭 제품이 다수 출시되어 있으나, 2024년 전년동기대비 150% 성장한 115억원의 매출을 기록하며 긍정적인 성장세를 보이고 있다. 2024년 6월에는 만성 신장질환을 동반한 제 2형 당뇨병에 대한 적응증 확대 3상 승인을 획득했다. 2025년 엔블로의 매출액을 전년동기대비 97.3% 성장한 227억원으로 추정한다. 향후 동물당뇨 등 추가적인 적응증 확장으로 인한 매출 성장이 기대된다.

[도표 146] 대웅제약 분기별 사업부 매출액 추이



자료: 대웅제약, 교보증권 리서치센터

[도표 147] 대웅제약 ‘펙수클루’, ‘엔블로’ 제품 사진



자료: 대웅제약, 교보증권 리서치센터

5. 실적 추정

2025년 대웅제약의 매출액을 1조 5,216억원(YoY +7.0%)로 추정한다. 올해 외형 성장도 나보타가 주도할 것으로 전망된다. 해외향 나보타 매출액을 1,951억원(YoY +25.1%)으로 추정하며, 제품 내 수출 비중의 꾸준한 확대가 전망된다. 제 3공장의 GMP 승인 획득 후 상업화 목표는 2026년 상반기로, 에블루스의 지역 확장 및 필러 번들 판매 확대 전략의 순향이 예상된다.

2025년 대웅제약의 영업이익을 1,677억원(YoY +13.1%, OPM +11.0%)으로 추정한다. 현재 전임상 진행 중인 전신경화증 적응증의 베르시포르신, 비만 치료제 DWRX5003, TEAD1 계열 항암제 DWP216262, 난소암 치료제 DWP223384 등이 1상 단계로 진입할 예정이다. 2025년 4월 진행될 AACR에서 합성치사 PolQ 저해제 'DWP223'의 전임상 데이터를 초록 발표도 예정되어 있다. R&D 강화에 따라 연간 연구개발비의 증가가 전망되나, 고마진 제품의 비중 확대로 영업이익은 전년 대비 194억원 성장할 것으로 추정한다.

[도표 148] 대웅제약 분기 실적 추정

(단위: 십억원,%)

	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24P	25F
매출액	335.9	360.6	358.5	367.9	360.9	387.8	379.8	393.2	1375.3	1422.7	1521.6
YoY	4.1	3.0	5.1	1.7	7.4	7.6	5.9	6.9	7.4	3.4	7.0
ETC	209.5	218.0	214.3	218.7	215.8	223.4	212.0	213.5	872.5	860.5	864.7
YoY	1.3	-1.2	-1.0	-4.2	3.0	2.5	-1.1	-2.4	5.7	-1.4	0.5
나보타	37.2	53.1	47.6	48.6	43.2	63.8	57.8	61.7	147.1	186.5	226.6
YoY	-12.9	62.4	25.3	44.2	16.1	20.2	21.5	27.0	3.6	26.8	21.5
OTC	31.7	33.7	34.4	33.5	33.2	34.1	34.7	36.2	115.3	133.3	138.2
YoY	21.9	22.1	17.8	3.1	4.7	1.3	0.9	8.0	-9.6	15.6	3.7
기타	57.5	55.8	62.2	67.1	68.7	66.5	75.2	81.8	240.8	242.6	292.2
YoY	22.1	-19.4	8.6	-0.1	19.5	19.2	20.9	21.8	30.2	0.7	20.4
매출총이익	171.1	191.3	182.3	189.8	184.1	201.7	197.5	198.7	688.1	734.5	781.9
YoY	7.4	4.5	10.5	4.7	7.6	5.4	8.3	4.7	7.7	6.7	6.4
GPM	50.9	53.1	50.9	51.6	51.0	52.0	52.0	50.5	50.0	51.6	51.4
영업이익	29.7	42.4	37.4	38.7	37.0	45.3	45.3	40.0	122.6	148.3	167.7
YoY	19.8	6.0	26.8	34.8	24.6	6.9	21.2	3.4	27.9	21.0	13.1
OPM	8.8	11.8	10.4	10.5	10.3	11.7	11.9	10.2	8.9	10.4	11.0
당기순이익	7.9	-1.3	28.4	-13.4	28.5	34.9	35.2	29.8	120.0	21.6	122.8
YoY	-42.8	-104.5	85.6	-121.5	260.4	-2781.4	24.0	-322.4	218.3	-53.5	177.9
NPM	3.2	4.8	13.8	11.7	11.0	12.3	15.8	13.6	8.9	1.5	8.1

자료: 교보증권 리서치센터

[대웅제약 069620]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,375	1,423	1,522	1,704	1,893
매출원가	687	689	740	822	911
매출총이익	688	734	782	882	983
매출총이익률 (%)	50.0	51.6	51.4	51.8	51.9
판매비와관리비	566	586	614	676	744
영업이익	123	148	168	206	238
영업이익률 (%)	8.9	10.4	11.0	12.1	12.6
EBITDA	166	197	212	246	275
EBITDA Margin (%)	12.1	13.8	13.9	14.4	14.5
영업외손익	-1	-91	-10	-4	-5
관계기업손익	-2	13	7	2	3
금융수익	13	18	15	9	8
금융비용	-29	-42	-38	-22	-20
기타	17	-80	6	7	4
법인세비용차감전순이익	122	57	157	202	234
법인세비용	2	33	35	44	51
계속사업순이익	120	23	123	158	182
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	120	23	123	158	182
당기순이익률 (%)	8.7	1.6	8.1	9.3	9.6
비지배지분순이익	-2	-1	-7	-9	-11
지배지분순이익	122	25	130	167	193
지배순이익률 (%)	8.9	1.7	8.6	9.8	10.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	-3	7	7	7
포괄순이익	130	20	130	165	190
비지배지분포괄이익	7	-13	-82	-104	-119
지배지분포괄이익	123	33	212	269	309

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	136	51	209	224	246
당기순이익	120	23	123	158	182
비현금항목의 가감	59	171	193	192	197
감가상각비	33	36	32	29	26
외환손익	1	-5	-6	-7	-4
지분법평가손익	2	-13	-7	-2	-3
기타	24	152	173	173	178
자산부채의 증감	-21	-83	-49	-68	-70
기타현금흐름	-22	-60	-58	-57	-63
투자활동 현금흐름	-166	-265	-37	-39	-43
투자자산	-19	-33	-1	-1	-1
유형자산	-109	-155	0	0	0
기타	-37	-77	-35	-38	-42
재무활동 현금흐름	39	201	174	201	201
단기차입금	26	-26	-26	-26	-26
사채	0	105	105	105	105
장기차입금	65	127	127	127	127
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-7	-8	-7	-7	-7
기타	-44	2	-25	2	2
현금의 증감	9	-9	280	353	370
기초 현금	103	112	103	383	735
기말 현금	112	103	383	735	1,105
NOPLAT	121	61	131	160	186
FCF	34	-128	126	132	153

자료: 대웅제약, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	575	613	939	1,371	1,832
현금및현금성자산	112	103	383	735	1,105
매출채권 및 기타채권	180	215	241	282	328
재고자산	242	256	274	307	341
기타유동자산	42	39	41	47	57
비유동자산	1,195	1,364	1,334	1,309	1,287
유형자산	518	656	624	595	569
관계기업투자금	33	34	48	62	76
기타금융투자자산	174	151	151	151	151
기타비유동자산	471	523	511	501	491
자산총계	1,770	1,977	2,272	2,679	3,119
유동부채	696	629	547	531	516
매입채무 및 기타채무	243	225	231	242	253
차입금	167	206	180	154	128
유동성채무	207	117	90	90	90
기타유동부채	78	81	46	46	46
비유동부채	162	421	655	890	1,128
차입금	65	130	257	384	512
사채	0	194	299	404	509
기타비유동부채	97	96	98	102	107
부채총계	858	1,050	1,202	1,422	1,644
지배지분	767	795	918	1,078	1,264
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	149	150	150	150	150
이익잉여금	619	636	759	919	1,105
기타자본변동	-2	-2	-2	-2	-2
비지배지분	145	132	153	180	211
자본총계	912	927	1,071	1,257	1,475
총차입금	470	684	863	1,068	1,274

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	10,507	2,135	11,231	14,413	16,676
PER	11.1	59.2	10.5	8.2	7.1
BPS	66,223	68,583	79,218	93,035	109,115
PBR	1.8	1.8	1.5	1.3	1.1
EBITDAPS	14,360	16,996	18,292	21,230	23,747
EV/EBITDA	11.0	11.0	9.4	7.6	6.2
SPS	118,700	122,787	131,326	147,038	163,409
PSR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
CFPS	2,962	-11,037	10,892	11,424	13,165
DPS	600	600	600	600	600

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	7.4	3.4	7.0	12.0	11.1
영업이익 증가율	28.0	20.7	13.3	22.7	15.9
순이익 증가율	206.4	-80.5	426.1	28.3	15.7
수익성					
ROIC	13.2	5.6	10.7	13.0	14.8
ROA	7.3	1.3	6.1	6.7	6.7
ROE	17.7	3.2	15.2	16.7	16.5
안정성					
부채비율	94.1	113.3	112.2	113.1	111.5
순차입금비율	26.5	34.6	38.0	39.9	40.9
이자보상배율	9.0	21.2	4.5	9.3	12.0