



BUY(Maintain)

목표주가: 200,000원
주가(10/13): 143,500원
시가총액: 16,627억 원



제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/13)		2,162.87pt	
52주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	192,500원	127,000원	
등락률	-25.5%	13.0%	
수익률	절대	상대	
	1M	-15.6%	-4.4%
	6M	-12.8%	9.6%
	1Y	5.9%	44.2%

Company Data

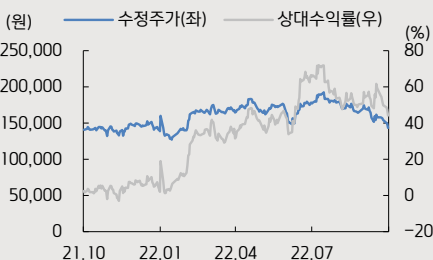
발행주식수	11,587천주	
일평균 거래량(3M)	33천주	
외국인 지분율	8.5%	
배당수익률(2022E)	0.4%	
BPS(2022E)	57,163원	
주요 주주	대응 외 5인	57.0%

투자지표

(십억 원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	944.8	1,055.2	1,173.6	1,285.4
영업이익	12.6	95.5	124.4	142.3
EBITDA	45.6	128.4	155.7	170.8
세전이익	-7.8	25.5	101.4	127.2
순이익	3.1	35.8	79.1	99.2
지배주주지분순이익	3.1	35.8	79.1	99.2
EPS(원)	271	3,089	6,824	8,562
증감률(% YoY)	-84.5	1,040.4	120.9	25.5
PER(배)	609.1	47.9	21.9	17.5
PBR(배)	3.32	2.79	2.62	2.37
EV/EBITDA(배)	49.8	16.2	13.2	11.6
영업이익률(%)	1.3	9.1	10.6	11.1
ROE(%)	0.6	6.0	12.4	14.2
순차입금비율(%)	62.9	60.2	48.4	34.5

자료: 키움증권

Price Trend



대웅제약 (069620)

비용은 증가하나, 성장 추세는 변하지 않았다



3분기 실적은 R&D, 인건비, 마케팅 등의 전반적인 판관비용 증가로 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 전망됩니다. 다만, 나보타의 성장세가 지속되고 있고, 위식도역류질환 신약 펙수클루 또한 첫 분기에 50억 원 달성이 예측되고 있습니다. 나보타의 영국 진출을 시작으로 4Q22~1Q23에는 중국 지역 진출이 기대되며, 펙수클루의 성장세도 가팔라질 것으로 예상되어 실적 개선을 이끌 것으로 전망됩니다.

>>> 3분기 비용 증가로 소폭 하회 전망

3분기 매출액은 3,004억 원(YoY +13%, QoQ +2%), 영업이익 302억 원(YoY +26%, QoQ -10%, OPM +10%)로 시장 컨센서스 매출액 2,997억 원에 부합, 영업이익은 334억 원 하회가 예상된다.

전문약약품(ETC)은 고른 성장으로 2,206억 원(YoY +8%), 일반약약품(OTC) 340억 원(YoY +13%), 수출 347억 원(YoY +63%)이 전망된다. 나보타 수출액은 286억 원(YoY +102%)으로 수출 성장을 이끌 것으로 보인다. 위식도치료제 신약 펙수클루는 경쟁업체인 케이캡의 추이(19.1Q 43억 원)와 유사하게 출시 첫 분기에 약 50억 원으로 추측된다. 유비스트에 따르면 원외 처방액은 7월 10.8억 원, 8월 15.7억 원으로 집계되고 있다. 올해 펙수클루는 110억 원의 매출이 가능할 것으로 예상된다.

고마진 제품 나보타와 펙수클루 성장으로 수익성 개선되고 있으나, 다수의 초기 프로젝트 진행으로 인한 전반적인 R&D 비용과 인건비 및 판관비용이 증가하며 이익은 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 3분기 R&D 비용은 305억 원(YoY +13%), 인건비 255억 원(YoY +28%) 등 상승이 전망된다.

>>> 나보타의 출시 국가 확대와 펙수클루 선전 기대

레방스의 닥시파이(Daxxify)가 지난 9월 허가 받아 '23.2분기 출시가 예상되는데 보톡스 보다 지속기간이 2배 더 길고(기존 3개월 vs 6개월), 냉창 보관이 필요한 보톡스 제형 대비 실온 보관이 가능하다는 장점이 있다. 닥시파이의 최대 매출액은 \$1bn~\$2bn으로 전망되고 있다. 참고로 보톡스의 미국 미용 시장은 '20년 \$1.4bn이다. 다만, 지속기간이 길어 시술이 마음에 들지 않는 경우, 효과가 지속되기 때문에 오히려 처음 사용하는 환자에 진입하기는 어렵고, 프리미엄 전략으로 인해 가격대가 높을 것으로 추측된다. 휴젤 또한 미국 FDA 품목허가 재신청하여 '23년 상반기 허가 획득 전망으로 내년 경쟁 강도가 높아진다. 다만, 나보타 또한 미국내 브랜드 인지도를 넓히고 있고, 처방 데이터를 확보하고 있으며, 지난 10/5일 유럽 출시, '23년 중국 출시 등 출시 국가를 확대하고 있어 실적 성장세는 당분간 지속될 것으로 보인다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 20만 원 하향.

실적 세부 내역 1

구 분	1Q22	2Q22	3Q22E	컨센서스	차이	2022E	컨센서스	(단위, 십억원)
								차이
매출액	272.2	293.8	300.4	299.7	0%	1,173.6	1,176.4	-0.2%
yoy	12.6%	7.6%	13.3%	13.1%		11.2%	11.5%	
영업이익	26.8	33.6	30.2	33.4	-10%	124.4	128.5	-3.2%
yoy	32.6%	25.8%	26.3%	39.6%		30.2%	34.6%	
OPM	9.8%	11.4%	10.1%	11.1%		10.6%	10.9%	
순이익	17.5	20.7	18.6	24.0	-23%	79.1	91.6	-13.7%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

구 분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	(단위, 십억원)
										2022E
I. ETC	189	204	203	212	808	205	214	221	223	862
II. OTC	26	29	30	29	114	30	34	34	34	132
III. 수출	18	24	21	23	86	26	35	35	36	133
나보타	8	14	14	13	49	23	29	29	30	111
IV. 수탁 외	9	16	10	10	46	11	10	11	14	46
매출액	241.7	273.1	265.1	275.3	1,055.2	272.2	293.8	300.4	307.2	1,173.6
YOY	5.8%	20.8%	6.5%	14.0%	11.7%	12.6%	7.6%	13.3%	11.6%	11.2%
매출원가	130	144	146	148	568	142	148	158	163	611
매출총이익	111	129	119	127	487	130	146	142	144	562
판매비와 관리비 등	91	103	96	102	391	103	112	112	111	438
영업이익	20.2	26.7	23.9	24.7	95.5	26.8	33.6	30.2	33.8	124.4
YoY	1514.0%	흑전	240.5%	171.5%	656.4%	32.6%	25.8%	26.3%	36.9%	30.2%
OPM	8.4%	9.8%	9.0%	9.0%	9.1%	9.8%	11.4%	10.1%	11.0%	10.6%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	21,391	Fw12M EBITDA* 상위 제약사 FW12M EV/EBITDA 적용
② 비영업가치	4,018	
한올바이오파마 지분 가치	2,445	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(29.7%) 적용
HL036 안구건조증	1,573	대웅제약 배분율 50%, 성공확률 51% 가정
③ 순차입금	3,821	
④ 유통 주식 수	11,069	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	21,588	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	200,000	

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

파이프라인 현황

	연구	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	NDA 제출	허가/판매
NCEs (New Chemical Entity)	DWJ215 ¹⁾ 난청	DWP212525 자가면역질환	DWP17061 ¹⁾ 골관절염 통증	DWN12088 특발성폐섬유증(IPF)	Fexuprazan 위염	Enavogliflozin ³⁾ 2형 당뇨	Fexuprazan (펙수클루) 역류성 식도염
	DWP216 항암	DWN12088 SSc-ILD	DWP213388 자가면역질환	DWP305401 ²⁾ 궤양성 대장염			
	DWP217 항암	DWN12088 전신경화증					
	DWP218 자가면역질환						
Biologics	HL186 ⁴⁾ (면역)-암	DWP457 장기지속형 인슐린	Furestem ⁶⁾ 크론병	Furestem-RA ⁶⁾ 골관절염	HL036 ⁴⁾ 안구건조증		
	HL187 ⁴⁾ (면역)-암	DWP8205001 치매(알츠하이머)	DWP710 급성호흡곤란증후군	HL161 ⁴⁾ MG, TED, WAHA			
	DWP458 ⁵⁾ 골다공증	DWP8205009 급성중증체장염		DWP706 각막손상			
	DWP8205002 뇌졸중						

- 1) 아이엔 테라퓨틱스
- 2) GC녹십자
- 3) bridgebio
- 4) HANALL
- 5) 서울약산병원
- 6) KANG STEM BIOTECH

자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	944.8	1,055.2	1,173.6	1,285.4	1,400.4
매출원가	554.7	568.2	611.3	663.1	712.1
매출총이익	390.0	487.0	562.3	622.2	688.3
판관비	377.4	391.5	437.9	480.0	522.5
영업이익	12.6	95.5	124.4	142.3	165.8
EBITDA	45.6	128.4	155.7	170.8	191.8
영업외손익	-20.4	-70.0	-23.0	-15.1	-12.7
이자수익	1.5	1.9	3.3	5.2	7.6
이자비용	10.0	9.7	9.7	9.7	9.7
외환관련이익	5.3	5.7	2.0	2.0	2.0
외환관련손실	12.0	2.7	1.7	1.7	1.7
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-5.2	-65.2	-16.9	-10.9	-10.9
법인세차감전이익	-7.8	25.5	101.4	127.2	153.2
법인세비용	-10.9	-10.3	22.3	28.0	33.7
계속사업손익	3.1	35.8	79.1	99.2	119.5
당기순이익	3.1	35.8	79.1	99.2	119.5
지배주주순이익	3.1	35.8	79.1	99.2	119.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-6.0	11.7	11.2	9.5	8.9
영업이익 증감율	-59.9	657.9	30.3	14.4	16.5
EBITDA 증감율	-27.8	181.6	21.3	9.7	12.3
지배주주순이익 증감율	-84.7	1,054.8	120.9	25.4	20.5
EPS 증감율	-84.5	1,040.4	120.9	25.5	20.4
매출총이익률(%)	41.3	46.2	47.9	48.4	49.2
영업이익률(%)	1.3	9.1	10.6	11.1	11.8
EBITDA Margin(%)	4.8	12.2	13.3	13.3	13.7
지배주주순이익률(%)	0.3	3.4	6.7	7.7	8.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	98.4	48.0	91.1	110.3	127.8
당기순이익	3.1	35.8	79.1	99.2	119.5
비현금항목의 가감	68.7	42.8	60.1	61.0	61.8
유형자산감가상각비	25.8	25.2	21.0	18.9	17.0
무형자산감가상각비	7.2	7.7	10.3	9.6	8.9
지분법평가손익	-5.1	-0.9	0.0	0.0	0.0
기타	40.8	10.8	28.8	32.5	35.9
영업활동자산부채증감	37.1	-18.8	-19.4	-17.5	-17.7
매출채권및기타채권의감소	58.1	-23.5	-16.8	-15.9	-16.3
재고자산의감소	-10.8	-12.7	-16.0	-15.1	-15.6
매입채무및기타채무의증가	6.7	11.4	13.4	13.5	14.2
기타	-16.9	6.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-10.5	-11.8	-28.7	-32.4	-35.8
투자활동 현금흐름	-136.4	-100.2	-31.5	-32.3	-35.2
유형자산의 취득	-21.1	-20.2	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-25.9	-41.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-84.0	-17.1	-10.5	-10.5	-10.5
단기금융자산의감소(증가)	-13.5	-11.6	-10.7	-11.6	-14.5
기타	8.1	-10.2	-10.3	-10.2	-10.2
재무활동 현금흐름	70.4	32.9	-7.5	-7.5	-7.5
차입금의 증가(감소)	47.7	0.3	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	29.9	39.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.2	-6.5	-6.6	-6.6	-6.6
기타	-1.0	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9
기타현금흐름	0.1	0.3	-13.3	-13.4	-13.3
현금 및 현금성자산의 순증가	32.4	-19.0	38.8	57.0	71.7
기초현금 및 현금성자산	19.7	52.1	33.1	71.9	129.0
기말현금 및 현금성자산	52.1	33.1	71.9	129.0	200.7

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	374.9	371.2	453.4	553.1	671.2
현금 및 현금성자산	52.1	33.1	71.9	129.0	200.7
단기금융자산	5.5	8.5	10.6	24.1	35.6
매출채권 및 기타채권	137.5	149.6	166.4	182.2	198.6
재고자산	141.5	142.9	158.9	174.0	189.6
기타유동자산	38.3	37.1	45.7	43.8	46.7
비유동자산	811.9	888.5	867.7	849.7	834.3
투자자산	191	193	197	281	298
유형자산	304.5	301.1	280.0	261.1	244.1
무형자산	102.9	147.2	136.9	127.3	118.4
기타비유동자산	213.5	246.8	253.9	180.4	173.8
자산총계	1,186.7	1,259.7	1,321.1	1,402.8	1,505.5
유동부채	291.3	436.9	450.3	463.8	478.1
매입채무 및 기타채무	126.3	136.2	149.6	163.1	177.3
단기금융부채	142.5	252.7	252.7	252.7	252.7
기타유동부채	22.5	48.0	48.0	48.0	48.1
비유동부채	319.4	208.5	208.5	208.5	208.5
장기금융부채	295.9	185.8	185.8	185.8	185.8
기타비유동부채	23.5	22.7	22.7	22.7	22.7
부채총계	610.7	645.4	658.8	672.3	686.5
지배자본	576.0	614.3	662.3	730.5	819.0
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	111.2	133.2	133.2	133.2	133.2
기타자본	-28.3	-17.1	-17.1	-17.1	-17.1
기타포괄손익누계액	-7.5	-31.9	-56.3	-80.6	-105.0
이익잉여금	471.7	501.1	573.5	666.0	778.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	576.0	614.3	662.3	730.5	819.0
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	271	3,089	6,824	8,562	10,310
BPS	49,716	53,015	57,163	63,048	70,682
CFPS	6,204	6,783	12,010	13,829	15,641
DPS	600	600	600	600	600
주기배수(배)					
PER	609.1	47.9	21.9	17.5	14.5
PER(최고)	1,057.6	67.0	28.6		
PER(최저)	233.3	38.2	18.6		
PBR	3.32	2.79	2.62	2.37	2.12
PBR(최고)	5.76	3.90	3.42		
PBR(최저)	1.27	2.23	2.22		
PSR	2.02	1.63	1.48	1.35	1.24
PCFR	26.6	21.8	12.4	10.8	9.6
EV/EBITDA	49.8	16.2	13.2	11.6	9.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	205.7	18.6	8.4	6.7	5.6
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
ROA	0.3	2.9	6.1	7.3	8.2
ROE	0.6	6.0	12.4	14.2	15.4
ROIC	-2.5	13.6	16.8	19.7	23.3
매출채권회전율	5.6	7.3	7.4	7.4	7.4
재고자산회전율	6.6	7.4	7.8	7.7	7.7
부채비율	106.0	105.1	99.5	92.0	83.8
순차입금비율	62.9	60.2	48.4	34.5	20.2
이자보상배율	1.3	9.9	12.8	14.7	17.1
총차입금	438.4	438.5	438.5	438.5	438.5
순차입금	362.2	369.8	320.3	251.7	165.5
EBITDA	45.6	128.4	155.7	170.8	191.8
FCF	8.4	31.3	109.0	122.0	137.6

Compliance Notice

- 당사는 10월 13일 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

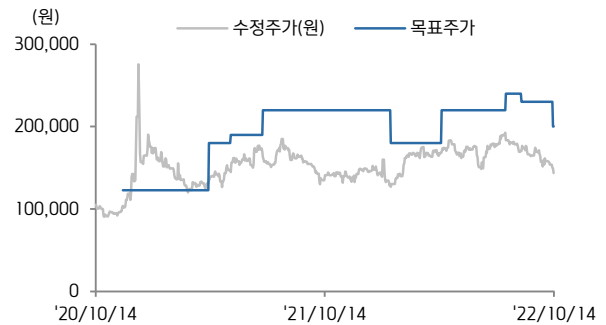
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2020-11-26	BUY(Reinitiate)	123,000원	6개월	18.53	123.98
	2021-04-12	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-21.71	-15.00
	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		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

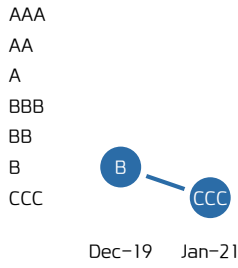
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/10/01~2022/09/30)

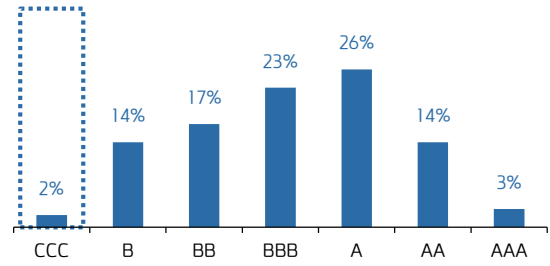
매수	중립	매도
98.19%	1.81%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
Universe: MSCI ACWI Index 제약 기업 86개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	2.3	4.6		
환경	2.6	4.4	9.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	2.6	4.4	9.0%	
사회	3.6	4.7	58.0%	▼0.1
제품 안전과 품질	5.5	5.4	27.0%	
인력 자원 개발	1.9	4.2	18.0%	
의료 서비스	1.9	4	13.0%	▼0.6
지배구조		4.4	33.0%	
기업 지배구조	0.5	5.7		▲0.5
기업 활동	1.9	4.3		▼1.2

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

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

자료: 키움증권 리서치

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
ZOETIS INC.	●●●●	●	●●	●●●●●	●●●●	●●●●	N/A	▲
MERCK Kommanditgesellschaft auf Aktien	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●	●●●●●	N/A	◀▶
CIPLA LIMITED	●	●●●●	●●●●●	●	●●	●●●●	N/A	▲
IPSEN SA	●●●●	●●	●●●●	●●	●●	●●●●●	N/A	◀▶
DR.REDDY'S LABORATORIES LTD	●●	●●●●	●●	●●	●●●●	●	N/A	▲
대웅제약	●	●	●	●●	●	●	CCC	▼

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치