

2023. 2. 17



▲ 제약/바이오

Analyst **박송이**  
02. 6454-4865  
songyi.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **170,000 원**

현재주가 (2.16) **122,000 원**

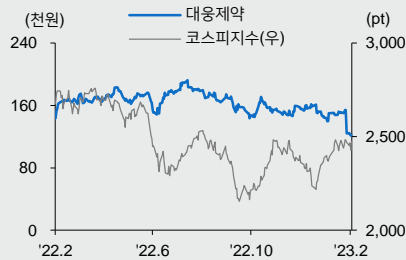
상승여력 **39.3%**

KOSPI	2,475.48pt
시가총액	14,136억원
발행주식수	1,159만주
유동주식비율	38.52%
외국인비중	6.15%
52주 최고/최저가	192,500원/121,400원
평균거래대금	104.2억원

<b>주요주주(%)</b>	
대용 외 5인	56.98
국민연금공단	10.90

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-15.3	-32.0	-20.5
상대주가	-17.9	-30.4	-12.4

주가그래프



# 대웅제약 069620

## 4Q22 Review

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 17만원으로 하향 조정
- ✓ 4Q22 별도 기준 매출액 2,939억원(YoY +6.7%, QoQ -2.5%), 영업이익 153억원(YoY -38.0%, QoQ -49.5%)으로 시장 컨센서스 하회
- ✓ 나보타 미국, 유럽 매출은 영향이 없을 것, 2023년 실적 추정치에 보수적으로 국내 매출액과 손해배상 청구액 반영하여 적정주가 하향 조정

### 4Q22 Review

대웅제약의 4Q22 별도 기준 매출액 2,939억원(YoY +6.7%, QoQ -2.5%), 영업이익 153억원(YoY -38.0%, QoQ -49.5%)으로 시장 컨센서스를 소폭 하회했다. 펙수클루 관련 판관비와 신약 임상시험 비용 집행이 컨센서스 하회의 주된 요인이다.

### 나보타 소송 관련

2022년 나보타의 전체 매출액은 1,421억원, 국내 매출액은 322억원이다. 나보타 수출의 매출액 성장률은 YoY +123.3%, 국내는 5.9%이다. 전체 나보타 매출액 대비 국내 매출액은 약 23%, 전체 매출액 대비 국내 나보타 매출액은 2.8% 수준이다.

2월 15일 민사 소송에 대한 항소장과 강제집행정지 신청서를 제출하였다. 지난 2021년 2월 메디톡스와 합의를 통해 한국 소송 결과와 관계없이 에볼루스 향의 지속적인 제조 상업화를 규정했다. ITC 합의문에 의거하면 나보타 관련 수출액에는 큰 영향이 없을 것으로 예상된다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 17만원 하향조정

강제집행정지 인용 여부가 국내와 ROW 국가 매출액에 영향을 줄 것이고, 민사 소송 1심 결과로 중국 파트너사 선정 어려움에 따른 불확실성이 존재한다. 나보타 국내 연간 매출액 300억원, 손해배상 청구액 400억원을 보수적으로 2023년 실적 추정치에 모두 반영해 적정주가 하향조정 했다. 소송의 방향에 따라 향후 나보타 매출액 추정치는 상향조정 가능하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,055.2	95.5	35.8	3,089	1,040.4	53,015	47.9	2.8	16.2	6.0	105.1
2022	1,161.3	106.0	80.1	6,916	123.9	60,105	22.9	2.6	15.8	12.2	95.3
2023E	1,263.1	113.7	68.9	5,946	-14.0	65,477	20.5	1.9	11.8	9.5	92.2
2024E	1,519.0	185.6	122.9	10,611	78.5	75,515	11.5	1.6	7.6	15.1	84.4
2025E	1,826.7	233.0	198.8	17,159	61.7	92,101	7.1	1.3	4.7	20.5	65.4

(십억원)	4Q22	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	293.9	275.3	6.7%	301.5	-2.5%	311.3	-5.6%	307.2	4.5%
영업이익	15.3	24.7	-38.0%	30.3	-49.5%	22.2	-31.0%	26.0	69.7%
OPM (%)	5.2%	9.0%	-41.9%	10.1%	-48.2%	7.1%	-26.9%	8.5%	62.4%
당기순이익	20.4	30.2	-32.5%	21.5	-5.3%	19.2	6.1%	17.9	-12.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	변경 전			변경 후			(% diff.)		
	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
매출액	1,174.6	1,348.0	1,519.0	1,161.3	1,263.1	1,519.0	-1.1%	-6.3%	0.0%
영업이익	116.6	149.6	176.6	106.0	113.7	185.6	-9.1%	-24.0%	5.1%
OPM(%)	9.9%	11.1%	11.6%	9.1%	9.0%	12.2%	-8.1%	-18.9%	5.1%
당기순이익	77.7	105.6	126.4	80.1	68.9	122.9	3.2%	-34.8%	-2.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	272.2	293.8	301.5	293.9	281.3	311.9	328.7	341.1	1,161.3	1,263.1	1,519.0
% YoY	12.6%	7.6%	13.7%	6.7%	3.4%	6.2%	9.0%	16.1%	10.1%	8.8%	20.3%
영업이익	26.8	33.6	30.3	15.3	18.1	27.9	32.1	35.5	106.0	113.7	185.6
% YoY	32.6%	25.8%	26.7%	-38.0%	-32.2%	-16.8%	6.0%	131.5%	11.0%	7.3%	63.2%
OPM (%)	9.8%	11.4%	10.1%	5.2%	6.4%	9.0%	9.8%	10.4%	9.1%	9.0%	12.2%
당기순이익	17.5	20.7	21.5	20.4	9.9	16.9	20.1	21.9	80.1	68.9	122.9
% YoY	흑전	43%	49%	-33%	-43%	-18%	-6%	7%	123.9%	-14.0%	78.5%
NPM (%)	6.4%	7.1%	7.1%	6.9%	3.5%	5.4%	6.1%	6.4%	6.9%	5.5%	8.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	Value	내용
대웅제약 영업가치 (A)	1,888.7	대웅제약 2023년 EBITDA 1,812억원 HK이노엔, 휴젤, 한미약품 12month forward EV/EBITDA 13x
한올바이오파마 지분가치 (B)	287.2	한올바이오파마 지분율 적용(=시가총액×지분율)
순차입금 (C)	304.1	2023년 말 기준
대웅제약 주주가치 (D=A+B-C)	1871.8	
주식 수 (E)	11,069	천주
적정주가 (F=D/E)	170,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

## Q&amp;A

**Q** 가장 중요한 에볼루스 향 매출액에 영향이 없는지? 에볼루스 향 수출이 어려워 질 경우 다른 계획이 있는지?

**A**

- ITC 소송 당시 합의문을 보면 에볼루스 향 매출액에는 국내 소송 결과가 영향을 줄 수 없음. 강제집행정지 인용이 된다면 원래 사용하던 균주를 사용할 수 있고, 현재 사용하던 균주를 쓸 수 없다면 새로 도입한 균주가 있으나 개발 및 임상시험 기간 소요 예정.

**Q** 보툴리눔 독신 중국 수출에 대한 가능성은 어떻게 보아야 하는지?

**A**

- 중국 인허가에 대한 문제는 없을 것 같지만, 파트너 사 선정에 어려움이 있을 것. 일정 지연 발생 가능성이 있음.

**Q** 강제집행정지 인용이 되지 않을 경우의 계획은?

**A**

- 강제집행정지 인용이 되지 않는 것에 대한 항소가 가능함.

**Q** 향후 소송 타임라인?

**A**

- 1심 판결이 날 때까지 6년이 걸렸는데, 향후 3심까지 간다면 앞으로 3년 정도 예상

**Q** 소송을 위한 총당금이 잡힐 가능성이 있는지?

**A**

- 약 400억원 가량 비용으로 잡힐 가능성 있고 시점은 미정.

**Q** 2023년 가이드스

**A**

- 2023년 매출액 가이드스는 1.3조원, OPM은 10% 이상 제시. 해당 금액에는 기술료 미포함. 나보타 영업이 정상화 되었을 경우를 가정함. R&D 비용 비율은 11~12% 전망.

## 대웅제약 (069620)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>1,055.2</b>	<b>1,161.3</b>	<b>1,263.1</b>	<b>1,519.0</b>	<b>1,826.7</b>
매출액증가율 (%)	11.7	10.1	8.8	20.3	20.3
매출원가	568.2	594.0	618.9	744.3	895.1
매출총이익	487.0	567.3	644.2	774.7	931.6
판매관리비	391.5	461.3	530.5	589.1	698.6
<b>영업이익</b>	<b>95.5</b>	<b>106.0</b>	<b>113.7</b>	<b>185.6</b>	<b>233.0</b>
영업이익률	9.1	9.1	9.0	12.2	12.8
금융손익	3.8	-8.0	-9.0	-9.4	10.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-73.7	-12.2	-14.0	-14.5	0.0
세전계속사업이익	25.5	85.7	90.7	161.8	243.0
법인세비용	-10.3	5.6	21.8	38.8	44.2
<b>당기순이익</b>	<b>35.8</b>	<b>80.1</b>	<b>68.9</b>	<b>122.9</b>	<b>198.8</b>
지배주주지분 손이익	35.8	80.1	68.9	122.9	198.8

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>48.0</b>	<b>106.0</b>	<b>84.1</b>	<b>134.4</b>	<b>246.3</b>
당기순이익(손실)	35.8	80.1	68.9	122.9	198.8
유형자산상각비	25.2	24.2	23.6	21.9	67.9
무형자산상각비	7.7	8.0	8.0	7.6	7.2
운전자본의 증감	-18.8	-23.0	-16.4	-18.0	-27.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-100.2</b>	<b>-71.7</b>	<b>-43.5</b>	<b>-47.8</b>	<b>-73.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-20.2	-28.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-17.1	-30.8	-37.4	-41.1	-63.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>32.9</b>	<b>-8.3</b>	<b>-6.6</b>	<b>-6.6</b>	<b>-107.0</b>
차입금의 증감	0.1	4.5	0.0	0.0	-100.4
자본의 증가	22.0	0.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.0	27.0	34.0	80.0	65.9
기초현금	52.1	33.1	60.2	94.1	174.1
기말현금	33.1	60.2	94.1	174.1	240.0

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>371.2</b>	<b>421.6</b>	<b>513.5</b>	<b>657.2</b>	<b>820.9</b>
현금및현금성자산	33.1	60.2	94.1	174.1	240.0
매출채권	113.8	121.4	140.9	162.4	195.3
재고자산	142.9	152.5	177.0	203.9	245.2
<b>비유동자산</b>	<b>888.5</b>	<b>938.6</b>	<b>944.4</b>	<b>956.0</b>	<b>944.0</b>
유형자산	301.1	317.0	293.4	271.5	203.6
무형자산	147.2	166.6	158.6	151.0	143.8
투자자산	298.0	328.8	366.2	407.3	470.3
<b>자산총계</b>	<b>1,259.7</b>	<b>1,360.2</b>	<b>1,457.9</b>	<b>1,613.2</b>	<b>1,764.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>436.9</b>	<b>388.8</b>	<b>420.4</b>	<b>455.2</b>	<b>408.0</b>
매입채무	67.7	72.3	83.9	96.6	116.2
단기차입금	52.4	91.8	91.8	91.8	91.8
유동성장기부채	200.3	100.4	100.4	100.4	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>208.5</b>	<b>275.0</b>	<b>278.9</b>	<b>283.1</b>	<b>289.7</b>
사채	89.7	89.8	89.8	89.8	89.8
장기차입금	90.0	155.0	155.0	155.0	155.0
<b>부채총계</b>	<b>645.4</b>	<b>663.8</b>	<b>699.3</b>	<b>738.3</b>	<b>697.7</b>
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	133.2	133.8	133.8	133.8	133.8
기타포괄이익누계액	-31.9	-23.4	-23.4	-23.4	-23.4
이익잉여금	501.1	574.6	636.8	753.1	945.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>614.3</b>	<b>696.4</b>	<b>758.7</b>	<b>875.0</b>	<b>1,067.1</b>

### Key Financial Data

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	91,068	100,228	109,015	131,099	157,657
EPS(지배주주)	3,089	6,916	5,946	10,611	17,159
CFPS	6,783	11,241	11,044	16,525	26,594
EBITDAPS	11,084	11,923	12,539	18,558	26,594
BPS	53,015	60,105	65,477	75,515	92,101
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	47.9	22.9	20.5	11.5	7.1
PCR	21.8	14.1	11.0	7.4	4.6
PSR	1.6	1.6	1.1	0.9	0.8
PBR	2.8	2.6	1.9	1.6	1.3
EBITDA	128.4	138.2	145.3	215.0	308.1
EV/EBITDA	16.2	15.8	11.8	7.6	4.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.0	12.2	9.5	15.1	20.5
EBITDA 이익률	12.2	11.9	11.5	14.2	16.9
부채비율	105.1	95.3	92.2	84.4	65.4
금융비용부담률	0.9	0.8	1.5	1.2	0.9
이자보상배율(x)	9.9	11.5	6.2	10.1	14.3
매출채권회전율(x)	9.5	9.9	9.6	10.0	10.2
재고자산회전율(x)	7.4	7.9	7.7	8.0	8.1

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**대웅제약 (069620) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

