

2023. 4. 12



▲ 제약/바이오

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

Buy

적정주가 (12개월) **160,000 원**

현재주가 (4.11) **109,600 원**

상승여력 **46.0%**

KOSPI 2,547.86pt

시가총액 12,699억원

발행주식수 1,159만주

유동주식비율 38.53%

외국인비중 7.92%

52주 최고/최저가 192,500원/103,500원

평균거래대금 115.5억원

주요주주(%)

대웅 외 5 인 60.75

국민연금공단 9.15

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.0 -26.9 -34.2

상대주가 -6.9 -37.1 -30.4

주가그래프



대웅제약 069620

본업은 이상 무, 앞으로의 향방을 지켜볼 때

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 16만원으로 하향 조정
- ✓ 1Q23E 별도 기준 매출액 3,010억원(YoY +10.6%, QoQ +2.4%), 영업이익 279억원 (YoY +4.0%, QoQ +82.0%)으로 시장 컨센서스 부합 전망
- ✓ 작년 펙수클루 출시 이후 증가되었던 판관비 감소, 1Q23E 50억원 매출 예상
- ✓ 나보타 기존 국가에 정상 판매 중, 엔블로 약가 협상 후 상반기 내 출시 목표

1Q23E Preview

대웅제약의 1Q23E 별도 기준 매출액 3,010억원(YoY +10.6%, QoQ +2.4%), 영업이익 279억원 (YoY +4.0%, QoQ +82.0%)으로 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 작년 출시된 펙수클루정의 판관비가 감소하면서 영업이익률이 개선되었다. 1Q23 펙수클루의 예상 매출액은 50억원이다. 강제집행정지 신청이 인용되면서 나보타 매출액에는 영향이 없을 것으로 예상된다. 이외에도 1H23내 출시를 목표로 엔블로는 약가 협상 중이고, 보툴리눔 독신의 적응증 추가 임상은 순항 중에 있다.

보툴리눔 독신 판매 현황

민사 소송 1심 판결 이후 대웅제약은 강제집행정지 신청과 항소 의사를 밝혔다. 강제집행정지 신청이 인용되면서 전체 매출액에 큰 영향은 없을 것으로 예상된다. 파트너사 에볼루스를 통해 누시바(Nuceiva)라는 제품명으로 작년 10월 영국 출시에 이어 올해 2월 독일과 오스트리아에 정식 출시되었다. 글로벌 보툴리눔 독신 시장 규모 2위 유럽 공략이 가속화되고 있다. 또한 호주, 싱가포르 연내 발매를 앞두고 있어 판매 국가 확대가 기대되는 상황이다.

투자의견 Buy, 적정주가 16만원 하향조정

대웅제약에 대한 투자의견 Buy 유지하고, 적정주가 16만원으로 하향조정 한다. 2023년 예상 EBITDA 소폭 조정에 따라 적정주가는 하향하지만 작년 펙수클루정 출시 이후 증가한 판관비가 감소하면서 영업이익률의 개선이 기대된다. 또한 상반기 내 국산 36호 신약 엔블로 정의 약가 협상이 마무리되면서 매출액 기여가 예상된다.

(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	48.6	4,191	35.7	56,950	37.8	2.8	16.2	7.6	108.2
2023E	1,237.0	116.9	66.0	5,692	35.8	62,068	19.3	1.8	11.7	9.6	101.7
2024E	1,407.9	140.8	91.8	7,920	39.1	69,393	13.8	1.6	9.9	12.0	91.7
2025E	1,537.5	184.5	124.2	10,720	35.3	79,517	10.2	1.4	7.4	14.4	78.8

표1 대웅제약(별도) 1Q23E Preview

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	301.0	272.2	10.6%	293.8	2.4%	301.4	-0.1%
영업이익	27.9	26.8	4.0%	15.3	82.0%	26.7	4.3%
OPM (%)	9.3%	9.8%	-5.9%	5.2%	77.7%	8.9%	4.5%
당기순이익	9.5	17.5	-45.7%	-11.2	-184.9%	10.2	-6.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 대웅제약(별도) 연간 실적 추정치 변경 Table

(십억원)	변경 전		변경 후		(% diff.)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,263.1	1,519.0	1,237.0	1,407.9	-2.1%	-7.3%	1,288.0	1,434.4
영업이익	113.7	185.6	116.9	140.8	2.8%	-24.1%	123.2	148.7
OPM(%)	9.0%	12.2%	9.4%	10.0%	5.0%	-18.1%	9.6%	10.4%
당기순이익	68.9	122.9	66.0	91.8	-4.2%	-25.3%	80.3	130.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 대웅제약(별도) 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	272.2	293.8	301.5	293.8	301.0	301.8	311.8	322.4	1,161.3	1,237.0	1,407.9
% YoY	12.6%	7.6%	13.7%	6.7%	10.6%	2.7%	3.4%	9.7%	10.1%	6.5%	13.8%
영업이익	26.8	33.6	30.3	15.3	27.9	27.2	29.6	32.2	106.0	116.9	140.8
% YoY	32.6%	25.8%	26.7%	-38.1%	4.0%	-19.1%	-2.3%	110.7%	11.0%	10.3%	20.5%
OPM (%)	9.8%	11.4%	10.1%	5.2%	9.3%	9.0%	9.5%	10.0%	9.1%	9.4%	10.0%
당기순이익	17.5	20.7	21.5	-11.2	9.5	16.9	19.3	20.3	48.6	66.0	91.8
% YoY	-175%	43%	49%	-137%	-46%	-18%	-10%	-281%	35.7%	35.8%	39.1%
NPM (%)	6.4%	7.1%	7.1%	-3.8%	3.2%	5.6%	6.2%	6.3%	4.2%	5.3%	6.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 대웅제약 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
대웅제약 영업가치 (A)	1,843.2	대웅제약 2023년 EBITDA 1,478억원 HK이노엔, 휴젤, 한미약품 12M Fwd EV/EBITDA 13배
한울바이오파마 지분가치 (B)	287.2	한울바이오파마 지분율 적용(=시가총액×지분율)
순차입금 (C)	388.9	2023년 말 기준
대웅제약 주주가치 (D=A+B-C)	1,741.5	
주식 수 (E)	11,069	천주
적정주가 (F=D/E)	160,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

대웅제약 (069620)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,055.2	1,161.3	1,237.0	1,407.9	1,537.5
매출액증가율 (%)	11.7	10.1	6.5	13.8	9.2
매출원가	568.2	594.0	609.2	689.9	738.0
매출총이익	487.0	567.3	627.8	718.0	799.5
판매관리비	391.5	461.3	510.9	577.2	615.0
영업이익	95.5	106.0	116.9	140.8	184.5
영업이익률	9.1	9.1	9.4	10.0	12.0
금융손익	3.8	-8.0	-9.0	-9.3	-9.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-73.7	-53.4	-21.1	-10.7	-11.2
세전계속사업이익	25.5	44.6	86.8	120.8	163.4
법인세비용	-10.3	-3.9	20.8	29.0	39.2
당기순이익	35.8	48.6	66.0	91.8	124.2
지배주주지분 순이익	35.8	48.6	66.0	91.8	124.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	48.0	92.5	76.3	92.4	137.3
당기순이익(손실)	35.8	48.6	66.0	91.8	124.2
유형자산상각비	25.2	24.1	16.7	18.0	20.0
무형자산상각비	7.7	8.0	8.2	7.9	7.5
운전자본의 증감	-11.2	7.3	-14.6	-25.2	-14.3
투자활동 현금흐름	-100.2	-89.1	-55.8	-72.6	-58.1
유형자산의증가(CAPEX)	-20.2	-45.7	-32.0	-35.0	-34.0
투자자산의감소(증가)	-17.1	-34.8	-23.3	-35.9	-23.5
재무활동 현금흐름	32.9	-6.2	-8.3	-28.1	-37.6
차입금의 증감	0.1	2.1	-1.6	-21.2	-30.7
자본의 증가	22.0	0.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.0	-2.1	12.2	-8.3	41.6
기초현금	52.1	33.1	31.0	43.2	34.9
기말현금	33.1	31.0	43.2	34.9	76.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	371.2	383.0	429.3	474.6	550.8
현금및현금성자산	33.1	31.0	43.2	34.9	76.5
매출채권	113.8	119.3	130.9	148.8	160.5
재고자산	142.9	176.0	193.1	219.5	236.8
비유동자산	888.5	991.1	1,021.4	1,066.5	1,096.5
유형자산	301.1	334.4	349.7	366.7	380.8
무형자산	147.2	177.7	169.4	161.6	154.1
투자자산	298.0	332.8	356.0	392.0	415.4
자산총계	1,259.7	1,374.0	1,450.7	1,541.1	1,647.3
유동부채	436.9	441.5	461.0	465.0	455.2
매입채무	67.7	78.4	86.0	97.8	105.4
단기차입금	52.4	139.1	149.1	139.1	119.1
유동성장기부채	200.3	90.5	86.9	83.5	80.2
비유동부채	208.5	272.7	270.6	272.1	270.7
사채	89.7	89.8	86.3	82.9	79.6
장기차입금	90.0	115.0	110.5	106.1	101.9
부채총계	645.4	714.2	731.6	737.1	725.9
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	-28.5	-28.5	-28.5	-28.5
이익잉여금	501.1	543.0	602.3	687.2	804.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	614.3	659.9	719.2	804.0	921.3

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	91,068	100,224	106,761	121,512	132,694
EPS(지배주주)	3,089	4,191	5,692	7,920	10,720
CFPS	6,128	8,895	10,575	13,556	17,212
EBITDAPS	11,084	11,913	12,237	14,382	18,292
BPS	53,015	56,950	62,068	69,393	79,517
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	47.9	37.8	19.3	13.8	10.2
PCR	24.2	17.8	10.4	8.1	6.4
PSR	1.6	1.6	1.0	0.9	0.8
PBR	2.8	2.8	1.8	1.6	1.4
EBITDA	128.4	138.0	141.8	166.6	211.9
EV/EBITDA	16.2	16.2	11.7	9.9	7.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	7.6	9.6	12.0	14.4
EBITDA 이익률	12.2	11.9	11.5	11.8	13.8
부채비율	105.1	108.2	101.7	91.7	78.8
금융비용부담률	0.9	0.7	1.1	0.9	0.8
이자보상배율(x)	9.9	13.3	8.6	10.6	14.7
매출채권회전율(x)	9.5	10.0	9.9	10.1	9.9
재고자산회전율(x)	7.4	7.3	6.7	6.8	6.7

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대웅제약 (069620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

