



BUY(Maintain)

목표주가: 150,000원

주가(7/6): 91,900원

시가총액: 10,648억 원



제약바이오 Analyst **허혜민**
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/6)		2,556.29pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	192,500 원	91,900원
등락률	-52.3%	0.0%
수익률	절대	상대
1M	-18.7%	-16.9%
6M	-39.5%	-45.8%
1Y	-48.2%	-53.6%

Company Data

발행주식수	11,587 천주
일평균 거래량(3M)	41천주
외국인 지분율	7.7%
배당수익률(2023E)	0.6%
BPS(2023E)	64,355원
주요 주주	대응 외 5 인 60.8%

투자지표

(십억 원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	1,055.2	1,161.3	1,257.0	1,361.3
영업이익	95.5	106.0	133.2	151.2
EBITDA	128.4	138.0	167.6	182.3
세전이익	25.5	44.6	119.1	147.6
순이익	35.8	48.6	89.3	110.7
지배주주지분순이익	35.8	48.6	89.3	110.7
EPS(원)	3,089	4,191	7,706	9,556
증감률(% YoY)	1,040.4	35.7	83.9	24.0
PER(배)	47.9	37.8	12.1	9.8
PBR(배)	2.79	2.78	1.45	1.27
EV/EBITDA(배)	16.2	16.2	8.1	6.6
영업이익률(%)	9.1	9.1	10.6	11.1
ROE(%)	6.0	7.6	12.7	13.9
순차입금비율(%)	60.2	61.3	37.3	13.2

자료: 키움증권

Price Trend



대웅제약 (069620)

소송에 가려진 너



시장 기대치에 부합하는 2분기 실적이 전망됩니다. 신제품 마케팅 비용 증가가 예상되나, 기술 이전 계약금의 50%인 약 74억원이 반영되고 연구개발비중 정상화로 이를 상쇄할 것으로 예상됩니다. 펙수클루 복미 판권 계약 종료된 만큼, 추후 다국적제약사와의 판권 계약을 기대해봅니다.

>>> 2분기 실적 기대치 부합 전망

2분기 매출액은 3,146억원(YoY +7%, QoQ +8%), 영업이익 356억원(YoY +6%, QoQ +15%, OPM +11%)로 시장 컨센서스 매출액 3,187억원과 영업이익 355억원에 부합할 것으로 예상됩니다.

상품 제품인 포시가(당뇨, SGLT-2 억제제)의 약가 인하 집행정지 가처분신청이 인용되어 '24.2월까지 약가인하 집행정지되면서 기존 약가가 유지된다. 다만, 4월 특허 만료되어 후발 제품 출시로 인해 경쟁은 심화될 것으로 추측된다. 지난 5월 동사의 SGLT-2 억제제 계열 치료제인 엔블로가 출시되어 올해 약 100억원의 매출을 기록할 것으로 보여 이를 상쇄할 수 있을 것으로 보인다. 자체 신약이기 때문에 추후 매출 상승에 따른 **마진 개선도 기대된다.**

나보타는 1분기 초과 발주되면서 2분기에는 물량 감소하여 수출액은 303억원(YoY +4%, QoQ -17%)에 그칠 것으로 전망된다. 일반의약품 사업부가 제품 세대교체 등으로 332억원(YoY -3%)이 예상되나, 전문의약품 사업부 신제품 출시 효과로 2분기 2,289억원(YoY +7%)으로 양호한 성장이 지속될 것으로 전망된다. 지난 4월 미국 바탈리 바이오와 자가면역질환 신약 후보물질 DWP213388의 글로벌 판권 기술 수출하면서 계약금 1,100만 달러(약 147억원)가 유입되었다(총 4억 7700만 달러, 약 6,391억원). **2분기에는 선급금의 50%인 약 74억원이 인식될 것으로 보인다.** 엔블로 등의 신제품 마케팅 효과로 비용 증가가 예상되나, 연구개발비용이 매출액 대비 11% 수준(2Q23 354억원)에 그치며 이를 상쇄할 것으로 보인다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 15만원 하향.

상위제약사 밸류에이션 하락 등을 반영하여 목표주가 15만원으로 하향하나, 기나긴 소송에 대한 불확실성으로 저평가되어 있어 동사에 대한 투자의견 BUY 유지한다. 과거 ITC 판결 합의에 따른 **소제기 불가 조항**이 있기 때문에 국내 민사 소송에 따른 생산 중지로 에블루스가 손해를 보게 된다면 **합의 계약 위반**이 된다. 그럼에도 불구하고, 여전히 보틀리눔 독소 제제의 제조 및 판매 금지로 나온 **1심 소송 결과에 발목이 잡혀있어 '24년 기준 PER 10배 미만**을 기록하고 있다. 이는 신제품 믹스 개선으로 인한 실적 개선과 기술 이전으로 인한 R&D 재평가 등으로 서서히 회복될 것으로 전망된다. 동사는 뉴로가스트릭스와 '21.6월 체결한 **펙수클루** 미국/캐나다 판권이 여러 적응증으로 신속하게 개발할 수 있는 파트너사가 필요해 계약을 종료한 바 있으며, **다국적 제약사와 협상에 돌입한 만큼 재기술이전이 기대된다.**

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구분	1Q23	2Q23E	컨센서스	차이	2023E	컨센서스	차이
매출액	292.3	314.6	318.7	-1%	1,257.0	1,275.8	-1.5%
yoy	7.4%	7.1%	8.5%		8.2%	9.9%	
영업이익	31.0	35.6	35.5	0%	133.2	130.7	1.9%
yoy	15.7%	6.1%	5.7%		25.7%	23.3%	
OPM	10.6%	11.3%	11.1%		10.6%	10.2%	
순이익	20.5	24.9	23.5	6%	89.3	85.3	4.7%

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	229	234	237	914
II. OTC	30	34	35	29	128	26	33	34	35	128
III. 수출	26	35	37	31	130	40	40	44	39	164
나보타	23	29	33	25	110	36	30	37	34	137
IV. 위탁 외	11	10	12	12	46	13	12	13	13	51
매출액	272.2	293.8	301.5	293.8	1,161.3	292.3	314.6	325.1	325.0	1,257.0
YOY	12.6%	7.6%	13.7%	6.7%	10.1%	7.4%	7.1%	7.8%	10.6%	8.2%
매출원가	142	148	152	152	594	149	158	164	164	636
매출총이익	130	146	149	142	567	143	156	161	161	621
판매비와 관리비 등	103	112	119	127	461	112	121	123	132	488
영업이익	26.8	33.6	30.3	15.3	106.0	31.0	35.6	37.6	29.0	133.2
YoY	32.6%	25.8%	26.7%	-38.1%	11.0%	15.7%	6.1%	23.9%	89.7%	25.7%
OPM	9.8%	11.4%	10.1%	5.2%	9.1%	10.6%	11.3%	11.6%	8.9%	10.6%

자료: 키움증권 리서치센터

에볼루스 소제기 불가 조항

10.13. **Covenant Not to Sue.** Medytox on behalf of itself, and each of its Affiliates and each of their respective officers, directors, shareholders, members, agents, and representatives, each covenant not to, directly or indirectly, alone or by, with or through others, cause, induce, allow to continue or authorize or voluntarily assist, participate, or cooperate in the commencement, maintenance, or prosecution of any action, proceeding, petition, or investigation alleging misappropriation of the Licensed Rights or any cause of action asserted or that could have been asserted in any of the Actions, which would adversely affect Evolus's right to Commercialize the Licensed Products in the Territory, to obtain or maintain Marketing Authorization and any Regulatory Materials for the Licensed Products in the Territory, or to Manufacture or have Manufactured the Licensed Products, or any component thereof, for Commercialization or use in the Territory during the Initial Royalty Period, and, in the

Renewal Territory during the Renewal License Period, **except that** the foregoing shall not apply in the event (i) Evolus commits a material breach of any material provision of this Agreement that is incapable of remedy, or if capable of remedy is not remedied to the reasonable satisfaction of Medytox within sixty (60) days of service of written notice by Medytox or (ii) the occurrence of the circumstances described in Section 13.6.

자료: evolus, 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	16,874	Fw12M EBITDA* 상위 제약사 FW12M EV/EBITDA 30% 할인 적용
② 비영업가치	3,351	
한올바이오파마 지분 가치	3,351	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(29.7%) 적용
③ 순차입금	2,610	
④ 유통 주식 수	11,506	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	17,614	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	150,000	

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

파이프라인 현황



자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,055.2	1,161.3	1,257.0	1,361.3	1,481.1
매출원가	568.2	594.0	636.2	682.7	742.8
매출총이익	487.0	567.3	620.8	678.7	738.3
판관비	391.5	461.3	487.6	527.5	573.2
영업이익	95.5	106.0	133.2	151.2	165.1
EBITDA	128.4	138.0	167.6	182.3	193.1
영업외손익	-70.0	-61.3	-14.1	-3.6	10.1
이자수익	1.9	2.3	10.4	21.0	34.6
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	-17.6	-17.5
법인세차감전이익	25.5	44.6	119.1	147.6	175.1
법인세비용	-10.3	-3.9	29.8	36.9	43.8
계속사업손익	35.8	48.6	89.3	110.7	131.4
당기순이익	35.8	48.6	89.3	110.7	131.4
지배주주순이익	35.8	48.6	89.3	110.7	131.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.7	10.1	8.2	8.3	8.8
영업이익 증감율	656.4	11.0	25.7	13.5	9.2
EBITDA 증감율	181.4	7.5	21.4	8.8	5.9
지배주주순이익 증감율	1,040.6	35.8	83.7	24.0	18.7
EPS 증감율	1,040.4	35.7	83.9	24.0	18.6
매출총이익율(%)	46.2	48.9	49.4	49.9	49.8
영업이익율(%)	9.1	9.1	10.6	11.1	11.1
EBITDA Margin(%)	12.2	11.9	13.3	13.4	13.0
지배주주순이익율(%)	3.4	4.2	7.1	8.1	8.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	48.0	92.5	161.4	200.5	248.5
당기순이익	35.8	48.6	89.3	110.7	131.4
비현금항목의 가감	35.2	54.5	74.8	68.0	58.2
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	40.4	36.9	30.1
영업활동자산부채증감	-11.2	7.3	24.6	45.7	76.1
매출채권및기타채권의감소	-23.5	-9.3	-13.1	-14.3	-16.4
재고자산의감소	-12.7	-43.7	-14.5	-15.8	-18.2
매입채무및기타채무의증가	11.4	38.6	55.0	78.8	114.3
기타	13.6	21.7	-2.8	-3.0	-3.6
기타현금흐름	-11.8	-17.9	-27.3	-23.9	-17.2
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	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
현금 및 현금성자산의 순증가	-19.0	-2.1	125.0	163.5	211.1
기초현금 및 현금성자산	52.1	33.1	31.0	155.9	319.5
기말현금 및 현금성자산	33.1	31.0	155.9	319.5	530.6

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	371.2	383.0	539.3	737.6	988.9
현금 및 현금성자산	33.1	31.0	155.9	319.5	530.6
단기금융자산	5.5	8.5	10.6	24.1	35.6
매출채권 및 기타채권	149.6	158.7	171.8	186.1	202.5
재고자산	142.9	176.0	190.5	206.3	224.5
기타유동자산	40.1	8.8	10.6	1.6	-4.3
비유동자산	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
자산총계	1,259.7	1,374.0	1,514.8	1,700.9	1,943.0
유동부채	436.9	441.5	496.5	575.3	689.6
매입채무 및 기타채무	136.2	179.7	234.7	313.5	427.8
단기금융부채	252.7	229.6	229.6	229.6	229.6
기타유동부채	48.0	32.2	32.2	32.2	32.2
비유동부채	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
부채총계	645.4	714.2	769.2	848.0	962.2
지배자본	614.3	659.9	745.7	852.9	980.8
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	625.4	729.2	853.6
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	614.3	659.9	745.7	852.9	980.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,089	4,191	7,706	9,556	11,337
BPS	53,015	56,950	64,355	73,611	84,647
CFPS	6,128	8,895	14,161	15,425	16,362
DPS	600	600	600	600	600
주기배수(배)					
PER	47.9	37.8	12.1	9.8	8.2
PER(최고)	67.0	46.6	21.4		
PER(최저)	38.2	30.3	11.9		
PBR	2.79	2.78	1.45	1.27	1.10
PBR(최고)	3.90	3.43	2.56		
PBR(최저)	2.23	2.23	1.42		
PSR	1.63	1.58	0.86	0.80	0.73
PCFR	24.2	17.8	6.6	6.1	5.7
EV/EBITDA	16.2	16.2	8.1	6.6	5.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	18.6	13.7	7.7	6.2	5.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6
ROA	2.9	3.7	6.2	6.9	7.2
ROE	6.0	7.6	12.7	13.9	14.3
ROIC	13.6	15.6	15.8	20.1	26.1
매출채권회전율	7.3	7.5	7.6	7.6	7.6
재고자산회전율	7.4	7.3	6.9	6.9	6.9
부채비율	105.1	108.2	103.2	99.4	98.1
순차입금비율	60.2	61.3	37.3	13.2	-10.2
이자보상배율	9.9	13.3	16.7	19.0	20.7
총차입금	438.5	440.6	440.6	440.6	440.6
순차입금	369.8	404.4	278.2	113.0	-100.1
EBITDA	128.4	138.0	167.6	182.3	193.1
FCF	38.9	49.4	158.9	190.2	227.9

Compliance Notice

- 당사는 7월 6일 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

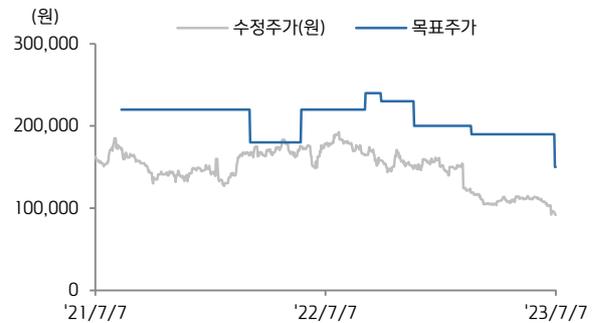
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	2021-07-07	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-27.71	-15.91
(069620)	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
	2023-01-16	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-36.24	-18.84
	2023-05-04	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-37.11	-18.84
	2023-05-30	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-41.17	-36.89
	2023-07-07	BUY(Maintain)	150,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

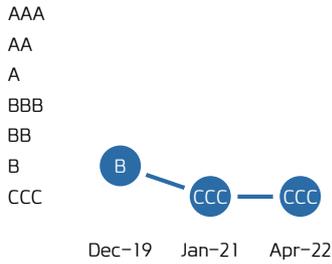
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/07/01~2023/06/31)

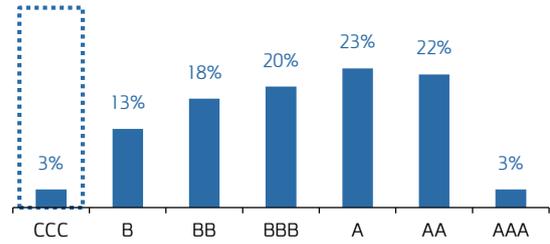
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

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

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	2.3	4.5		
환경	2.5	4.5	9.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	2.5	4.5	9.0%	
사회	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%	
지배구조	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