

# 대웅제약 (069620.KS)

## 비용 증가가 아쉬운 상황

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

4분기 영업이익은 286억원으로 컨센 대비 하회 추정. 연구비와 펙수클루 마케팅 비용 상승으로 이익률 축소. 4분기 나보타는 환 하락에도 412억 원 전망. '23년 PER은 14.3배로(환율, 신약 가치 무시) 매우 저평가. '23년은 실적 호조와 더불어 특별성 폐섭유증 등 신약 성과 확인 가능

### 4분기에도 지속적인 비용 증가로 컨센서스 하회 전망

투자의견 Buy, 목표주가 23만원 유지. 별도 기준 4분기 매출액 3,264억원(+19% y-y), 영업이익 286억원(+16% y-y)을 추정. 지속적인 비용 증가로 영업이익은 컨센서스 대비 하회 추정

비용 증가는 다음과 같음. 1)경상연구비: 별도 매출 대비 12.3%으로 최근 2개년간 가장 높은 수준. 당노신약 엔블로, 특별성 폐섭유증 신약 개발 등으로 '22년부터 경상연구비의 비중 확대, '23년 상반기까지 유사한 트렌드 지속될 전망, 2)펙수클루 마케팅 비용 확대 등으로 연구비 제외 관관비는 별도 매출 대비 28% 수준으로 높아질 전망. 다만 '23년 펙수클루 매출은 500억원을 전망하며 레버리지 효과가 가능할 것으로 판단함

나보타 사업부는 환 하락에도 4분기 412억원(+105% y-y) 호실적 전망. '23년은 에블루스 북미향 15% 성장과 더불어 중국 시장 진출을 통한 제2의 도약이 기대됨. 중국 파트너십 체결은 1분기 내로 전망

### 여전히 국내 대형제약사 중 저평가 기업

한올바이오 지분가치 및 신약가치를 배제해도 '23년 PER은 14.3배, 국내 대형 제약사 중 가장 낮은 수준. 동사는 '23년 별도 영업이익을 1,624억원(+36% y-y)으로 추정, 나보타 매출액을 '23년 2,022억원(+36% y-y), '24년 2,643억원(+31% y-y)으로 추정하는 등 지속적인 호실적 전망

'23년에는 신약 가치 반영 가능성 존재. 국내서 성과를 보이고 있는 펙수클루, 엔블로와 미국 2상을 진행중인 DWN12088의 중간결과 확인 가능

## Buy (유지)

목표주가	230,000원 (유지)
현재가 ('22/01/02)	160,500원
업종	의약품
KOSPI / KOSDAQ	2,225.67 / 671.51
시가총액(보통주)	1,859.6십억원
발행주식수(보통주)	11.6백만주
52주 최고가 ('22/07/28)	192,500원
최저가 ('22/01/27)	127,000원
평균거래대금(60일)	5,998백만원
배당수익률 (2022E)	0.38%
외국인지분율	7.6%
주요주주	
대웅 외 5 인	57.0%
국민연금공단	10.4%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	1.6 -7.2 8.4
상대수익률 (%p)	-1.6 -3.9 45.1

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	1,055	1,194	1,391	1,548
증감률	11.7	13.2	16.5	11.3
영업이익	95	119	162	201
증감률	656.4	25.0	36.0	23.5
영업이익률	9.1	10.0	11.7	13.0
(지배지분)순이익	36	87	130	169
EPS	3,089	7,534	11,238	14,606
증감률	1,040.4	143.9	49.2	30.0
PER	47.9	21.0	14.3	11.0
PBR	2.8	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA	16.2	13.8	10.5	8.3
ROE	6.0	13.3	17.2	18.8
부채비율	105.1	97.2	86.7	76.2
순차입금	364	279	176	70

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: IFRS 별도 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 대웅제약 4분기 실적 Preview (K-IFRS 별도)

(단위: 십억원, %)

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E					1Q23F
					예상치	y-y	q-q	기존추정	컨센서스	
매출액	275.3	272.2	293.8	301.5	326.4	18.6	8.3	326.4	313.1	352.5
영업이익	24.7	26.8	33.6	30.3	28.6	16.4	-5.1	33.5	32.2	33.5
영업이익률	9.0	9.8	11.4	10.1	8.8			10.3	10.3	9.5
세전이익	14.1	24.2	27.7	29.0	21.9	55.3	-24.5	26.7	23.1	25.4
당기순이익	30.2	17.5	20.7	21.5	27.5	-8.7	28.0	31.8	24.1	25.6

주: IFRS 별도기준; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 박병국  
02)768-7469, pk.park@nhqv.com

RA 한승연  
02)768-7802, seungyeon.han@nhqv.com

Summary

대웅제약은 1945년 설립되어 전문의약품(ETC) 및 일반의약품(OTC)을 제조, 판매 사업을 영위하고 있음. 또한 기존 전통 제약사업을 기반으로 특신 및 혁신 신약 개발까지 집중하고 있음. 2020년 기준 사업부문별 매출 구성을 보면, 전문의약품(ETC) 75%, 일반의약품(OTC) 12%, 나보타 5%, 기타 8%. 향후 나보타의 미국向 고성장이 기대되며, 내분비, 폐, 자가면역, 암 질환에 집중한 파이프라인 개발을 통해 신약개발 역량도 강화해나가고 있음

Share price drivers/Earnings Momentum

- 나보타의 미국向 고성장
- P-CAB 기전 신약 핵수프라잔 매출 성장
- 신규 파이프라인 개발

Downside Risk

- 신약 파이프라인의 개발 중단, 계약조건 변경
- 중국 미용 시장 규제 강화
- 약가인하, 규제강화 등 영업환경의 변화
- 나보타 소송 이슈

Cross valuations

(Units: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
Johnson & Johnson	21.9	17.6	6.1	5.3	30.4	30.4
Abbvie	11.7	15.7	12.9	13.8	110.8	87.9
Ipsen	10.4	11.0	2.4	2.0	22.7	18.4

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(Units: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022E	2023F	2024F
PER	609.1	47.9	21.0	14.3	11.0
PBR	3.3	2.8	2.6	2.3	1.9
PSR	2.0	1.6	1.5	1.3	1.2
ROE	0.6	6.0	13.3	17.2	18.8
ROIC	-2.6	21.1	20.8	25.6	31.4

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

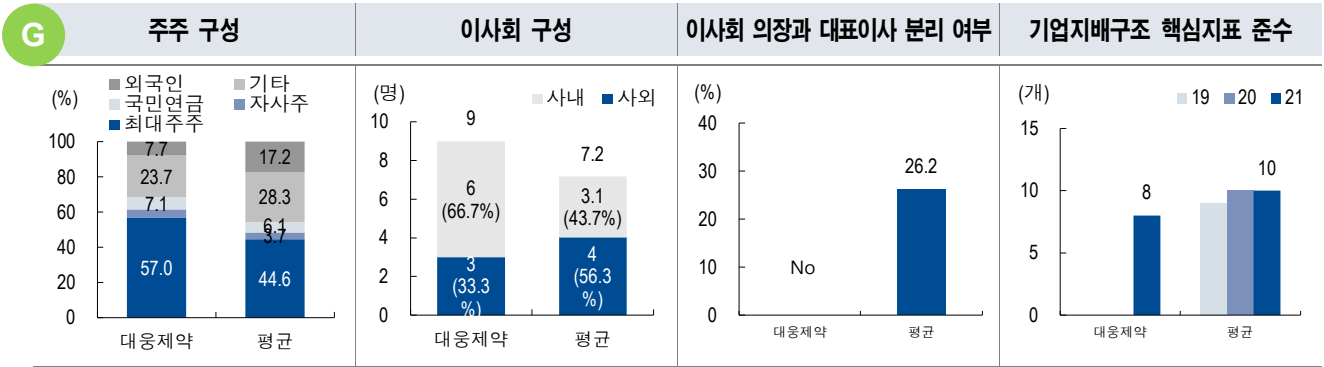
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

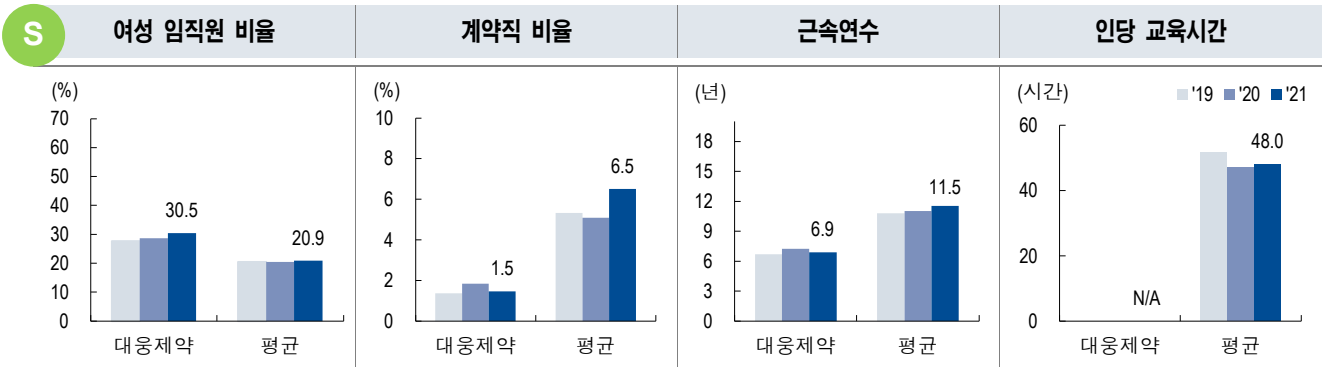
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	675	727	801	794	867	944	1,005	945	1,055
영업이익	72	54	55	35	45	34	31	13	95
영업이익률(%)	10.7	7.4	6.9	4.5	5.1	3.6	3.1	1.3	9.1
세전이익	75	55	59	35	41	16	16	-8	26
순이익	59	32	49	33	37	1	20	3	36
지배지분순이익	59	32	49	33	37	1	20	3	36
EBITDA	90	70	75	57	76	76	63	46	128
CAPEX	19	39	74	121	59	53	19	21	20
Free Cash Flow	37	-12	-36	-107	5	1	19	77	28
EPS(원)	5,064	2,744	4,249	2,846	3,170	128	1,746	271	3,089
BPS(원)	37,729	38,747	42,523	44,678	47,239	46,465	47,727	49,716	53,015
DPS(원)	800	700	700	600	600	600	600	600	600
순차입금	-59	-3	148	292	335	339	354	356	364
ROE(%)	26.8	7.2	10.5	6.5	6.9	0.3	3.7	0.6	6.0
ROIC(%)	42.2	10.9	14.4	7.8	7.6	-0.2	5.9	-2.6	21.1
배당성향(%)	14.1	22.7	14.7	18.8	16.9	418.1	30.6	205.7	18.6
배당수익률(%)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
순차입금 비율(%)	-13.5	-0.7	30.0	56.4	61.2	62.9	64.0	61.8	59.2

자료:대웅제약, NH투자증권 리서치본부

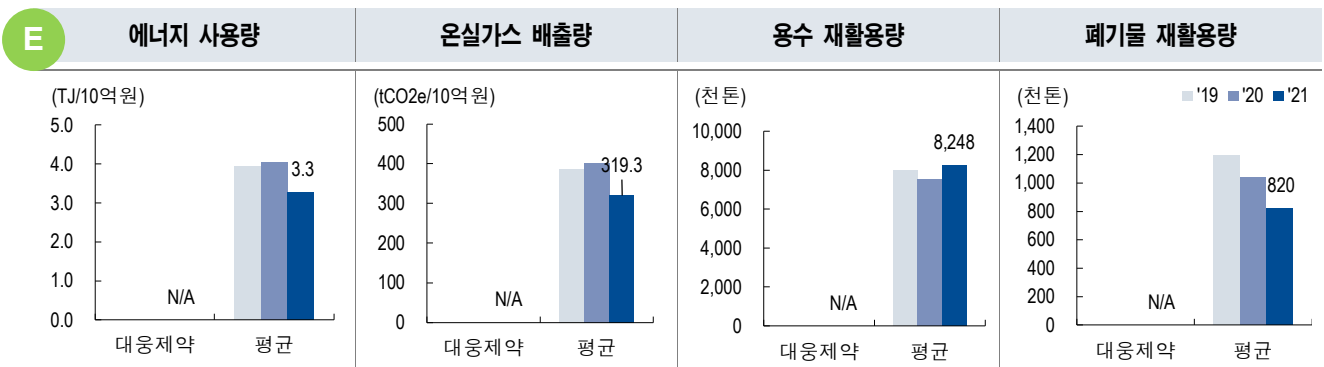
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 대웅제약, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상  
 자료: 대웅제약, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상 대상  
 자료: 대웅제약, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2019	- 환경경영시스템 및 안전보건경영시스템 동시 획득
S	2022	- 정보보호 및 개인정보보호 국제표준 인증 독시 획득
G	2022.07	- 2022년 사회공헌기업대상 ESG 부문 대상 수상
	2021.10	- 미국 버지니아 동부 지방법원 대웅제약 및 메디톡스 간의 보틀리눔 특신 소송 기각

자료: 대웅제약, NH투자증권 리서치본부

표1. 대웅제약 연간 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2021	2022E	2023F	2024F
매출액	- 수정 후	1,055.2	1,194.0	1,391.2	1,548.0
	- 수정 전	-	1,194.0	1,391.2	1,548.0
	- 변동률	-	0.0	0.0	0.0
영업이익	- 수정 후	95.5	119.4	162.4	200.5
	- 수정 전	-	124.3	170.6	191.4
	- 변동률	-	-3.9	-4.8	4.8
영업이익률(수정 후)		9.1	10.0	11.7	13.0
EBITDA		128.4	153.5	193.1	231.5
(지배지분)순이익		35.8	87.3	130.2	169.2
EPS	- 수정 후	3,089	7,534	11,238	14,606
	- 수정 전	-	7,899	11,856	13,954
	- 변동률	-	-4.6	-5.2	4.7
PER		47.9	21.0	14.3	11.0
PBR		2.8	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA		16.2	13.8	10.5	8.3
ROE		6.0	13.3	17.2	18.8

주: IFRS 별도기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 대웅제약 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E
매출액	241.7	273.1	265.0	275.3	272.3	293.8	301.5	326.4	1,055.2	1,194.0
y-y(%)	5.8	20.9	6.5	14.0	12.7%	7.6%	13.8%	18.6%	11.7%	13.2%
ETC	181.0	195.1	196.7	205.2	197.6	205.8	209.5	223.2	778.0	836.1
y-y(%)	11.7	8.8	4.1	14.6	9.2%	5.5%	6.5%	8.8%	9.7%	7.5%
OTC	26.4	28.6	30.0	29.2	29.7	34.3	34.8	32.5	114.2	131.3
y-y(%)	1.1	-3.4	3.1	2.8	12.5%	19.9%	16.0%	11.4%	0.9%	15.0%
나보타	15.4	23.2	20.9	20.1	30.4	37.1	40.4	41.2	79.6	149.1
y-y(%)	2.0	314.3	85.0	9.8	97.4%	59.9%	93.3%	104.9%	58.3%	87.3%
국내	7.5	9.0	6.7	7.2	7.6	7.9	7.8	8.0	30.4	31.3
수출	7.9	14.2	14.2	12.9	22.8	29.2	32.6	33.2	49.2	117.8
글로벌	9.6	9.8	7.1	10.4	3.5	6.3	4.6	11.5	36.9	25.9
수탁 외	9.3	16.3	10.3	10.4	11.1	10.3	12.1	18.1	46.3	51.6
기술료 내역								0.0		0.0
매출총이익	111.3	129.3	119.4	127.0	130.1	145.9	149.1	160.1	487.0	585.3
y-y(%)	15.2	38.3	23.3	23.1	16.8%	12.8%	24.9%	26.1%	24.9%	20.2%
GPM(%)	46.1	47.3	45.1	46.1	47.8%	49.7%	49.5%	49.1%	46.2%	49.0%
영업이익	20.2	26.6	23.9	24.7	26.9	33.6	30.3	28.6	95.4	119.4
y-y(%)	1,514.0	-661.9	240.5	171.5	33.2%	25.8%	26.9%	15.6%	655.9%	25.0%
OPM(%)	8.4	9.8	9.0	9.0	9.9%	11.4%	10.1%	8.8%	9.0%	10.0%
당기순이익	-23.3	14.5	14.5	30.2	17.5	31.0	21.5	27.5	35.8	87.3
y-y(%)	적지	흑전	303.3	126.7	흑전	114%	48.5%	-9%	1,040%	144%
당기순이익률(%)	-9.7	5.3	5.5	11.0	6.4%	10.5%	7.1%	8.4%	3.4%	731.1%

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

주: IFRS별도 기준

## Appendix(약어)

표3. 바이오산업 용어정리

용어	풀이	내용
CMO	- Contract Manufacturing Organization	- 바이오의약품 위탁생산
CDMO	- Contract Development Manufacturing Organization	- 바이오의약품 위탁개발 및 생산
CRO	- Contract Research Organization	- 임상시험 수탁기관
IND	- Investigational New Drug	- 임상시험 계획
PPQ	- Process Performance Qualification	- 공정성능적합성평가
GMP	- Good Manufacturing Practice	- 우수 의약품 제조·관리 기준
CMC	- Chemistry, Manufacturing and Control	- 의약품 개발과정에서 의약품(원료, 완제)의 품질과 연관된 연구개발 및 제조공정이 일관성 있게 조절 및 관리되고 있음을 문서화하여 입증하는 것
NDA	- New Drug Application	- 품목허가신청
R&D	- Research and Development	- 연구개발
BD	- Business Development	- 사업개발
ORR	- Overall Response Rate	- 객관적반응률
ADC	- Antibody-Drug Conjugate	- 치료용 항체-약물 결합체
CRISPR-Cas9	-	- 세균 DNA의 한 영역으로 앞뒤가 동일한 서열인 짧은 회문 구조가 간격을 두고 반복되는 구조의 집합체
CGT	- Cell Gene Therapy	- 유전자-세포치료제
AAV	- Adeno-Associated Virus	- 아데노연관바이러스
API	- Active Pharmaceutical Ingredient	- 유효성분
NASH	- Non Alcoholic Steatohepatitis	- 비알콜성 지방간염
Cohort	-	- 임상시험에서 같은 집단
Agonist	-	- 효능제, 신경 전달 물질이나 호르몬 등과 같은 기능을 하는 물질 또는 그러한 기능을 유지하도록 하는 물질
QC	- Quality Control	- 품질관리
QA	- Quality assurance	- 품질보증
CEPI	- Coalition for Epidemic Preparedness Innovations	- 감염병혁신연합
DP	- Drug Product	- 완제의약품
DS	- Drug Substance	- 원료의약품

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
매출액	1,055	1,194	1,391	1,548
증감률 (%)	11.7	13.2	16.5	11.3
매출원가	568	609	692	762
매출총이익	487	585	700	786
Gross 마진 (%)	46.2	49.0	50.3	50.8
판매비와 일반관리비	391	466	537	586
영업이익	95	119	162	201
증감률 (%)	656.4	25.0	36.0	23.5
OP 마진 (%)	9.1	10.0	11.7	13.0
EBITDA	128	154	193	232
영업외손익	-70	-17	-9	-1
금융수익(비용)	4	-7	-4	-1
기타영업외손익	-74	-10	-5	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	26	103	153	199
법인세비용	-10	15	23	30
계속사업이익	36	87	130	169
당기순이익	36	87	130	169
증감률 (%)	1,040.4	143.9	49.2	30.0
Net 마진 (%)	3.4	7.3	9.4	10.9
지배주주지분 순이익	36	87	130	169
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-24	0	0	0
총포괄이익	11	87	130	169

Valuation / Profitability / Stability				
	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
PER(X)	47.9	21.0	14.3	11.0
PBR(X)	2.8	2.6	2.3	1.9
PCR(X)	21.8	12.8	9.9	8.0
PSR(X)	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(X)	16.2	13.8	10.5	8.3
EV/EBIT(X)	21.8	17.7	12.5	9.6
EPS(W)	3,089	7,534	11,238	14,606
BPS(W)	53,015	59,977	70,642	84,675
SPS(W)	91,068	103,050	120,062	133,600
자기자본이익률(ROE, %)	6.0	13.3	17.2	18.8
총자산이익률(ROA, %)	2.9	6.6	9.0	10.4
투자자본이익률 (ROIC, %)	21.1	20.8	25.6	31.4
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4
배당성장률(%)	18.6	7.6	5.1	3.9
총현금배당금(십억원)	7	7	7	7
보통주 주당배당금(W)	600	600	600	600
순부채(현금)/자기자본(%)	59.2	40.1	21.5	7.1
총부채/ 자기자본(%)	105.1	97.2	86.7	76.2
이자발생부채	439	445	451	459
유동비율(%)	84.9	107.0	130.5	151.8
총발행주식수(mn)	12	12	12	12
액면가(W)	2,500	2,500	2,500	2,500
주가(W)	148,000	158,500	160,500	160,500
시가총액(십억원)	1,715	1,836	1,860	1,860

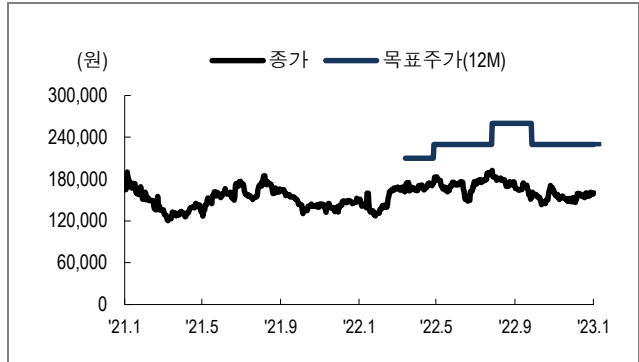
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
현금및현금성자산	33	120	225	334
매출채권	114	127	142	158
유동자산	371	497	647	805
유형자산	301	278	258	266
투자자산	298	333	372	415
비유동자산	888	873	881	924
자산총계	1,260	1,371	1,528	1,728
단기성부채	253	259	266	273
매입채무	68	76	84	94
유동부채	437	465	495	530
장기성부채	186	186	186	186
장기충당부채	2	3	3	3
비유동부채	208	211	214	217
부채총계	645	676	709	747
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	133	133	133	133
이익잉여금	501	582	705	868
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	614	695	818	981

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
영업활동 현금흐름	48	110	148	186
당기순이익	36	87	130	169
+ 유/무형자산상각비	33	34	31	31
+ 종속, 관계기업관련손익	1	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-3	0	0	0
Gross Cash Flow	79	144	188	232
- 운전자본의증가(감소)	-19	-11	-12	-14
투자활동 현금흐름	-100	-23	-44	-79
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-20	0	0	-30
+ 투자자산의매각(취득)	-17	-35	-39	-43
Free Cash Flow	28	110	148	156
Net Cash Flow	-52	87	105	108
재무활동현금흐름	33	-1	0	1
자기자본 증가	22	0	0	0
부채증감	11	-1	0	1
현금의증가	-19	87	105	109
기말현금 및 현금성자산	33	120	225	334
기말 순부채(순현금)	364	279	176	70

투자이견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자이견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2022.09.28	Buy	230,000원(12개월)	-	-
2022.07.28	Buy	260,000원(12개월)	-33.5%	-29.4%
2022.04.28	Buy	230,000원(12개월)	-25.2%	-17.0%
2022.03.15	Buy	210,000원(12개월)	-19.5%	-16.7%

대웅제약 (069620.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy : 15% 초과
  - Hold : -15% ~ 15%
  - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이견 분포는 다음과 같습니다. (2022년 12월 30일 기준)

투자이견 분포	Buy	Hold	Sell
	81.2%	18.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '대웅제약'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.