

리스크 부각/모멘텀 부재하나 과도한 주가 하락

매수
(유지)

목표가: 160,000원 ▼
상승여력: 50.8%

김승민 sm.kim.a@miraeeasset.com

이지현 jihyun_lee@miraeeasset.com

1Q23 Preview & 2023년 실적 전망

- 별도 기준, 1Q23 매출액 2,940억원(+8% YoY), 영업이익 294억원(+10% YoY) 기록할 것으로 예상. 매출액과 영업이익이 컨센서스 대비 -2%, +0%로 부합 전망
- ETC 2,169억원(+10% YoY), OTC 284억원(-4% YoY), 나보타 351억원(+16% YoY) 기록 전망. ETC 자체 제품 견조한 성장 예상되나 경쟁 심화 및 가격 인하로 특정 ETC 상품(포시가, 크레스토 등)의 성장 정체 예상. 소비 심리 악화로 건강 기능 식품 매출 감소, OTC 부문 역 성장 예상. 나보타는 소송과 상관없이 에블루스향 수출 견조 예상
- 1월, PRS 저해 기전 자체개발신약 bersiporocin(특발성폐섬유증)의 CS파마로의 중화권 기술수출에 따른 업프론트와 판관비 통제로 1Q23 영업이익률 10% 달성 전망
- 23년 매출 1조 2,675억원(+9% YoY), 영업이익 1,246억원(+18% YoY) 기록 전망. 자체 제품 ETC 성장 견조(펙수클루 23년 매출 600억원 추정, 2분기 SGLT-2 엔블로 출시 등), OTC 부문의 역 성장. 나보타는 메디톡스와 민사 소송 1심 패소로 불확실성 존재하나 단기 실적 영향 제한적. 에블루스향 매출과 신규 지역 출시로 성장 지속 전망
- 핵심 아이템 적응증 추가 확보 및 신규 자체 개발 신약 R&D 비용 증가로 예상 보다 더딘 마진 개선 전망. 23년 영업이익률 9.8%로 추정(기존 10.5%). 이를 반영해 23년 매출액 -4%, 영업이익 및 EBITDA -10% 하향 조정

밸류에이션 및 향후 전망

목표주가 160,000원(기존 175,000만원), 투자이견 매수 유지

- 기업 가치 1.8조원(기존 1.88조원) - 순차입금 3,330억원(기존 3,000억원) + 한울바이오파마 지분가치 2,960억원(기존 2,650 억원)
- 메디톡스 소송 리스크는 밸류에이션 할인 요소. 한편, 경기 침체 우려 매크로 불확실성 속 전 세계적으로 '제약사' 투자 매력 부각되는 상황. 그러나 경쟁 상위 제약사 대비 모멘텀(유한양행-R&D, 한미약품-CMO 등) 부재. R&D 성과 등 새로운 모멘텀 필요
- 그럼에도 적정 기업 가치 대비 50% 수준의 괴리, 투자이견 매수 유지

Key data



현재주가(23/4/25,원)	106,100	시가총액(십억원)	1,229
영업이익(23F,십억원)	125	발행주식수(백만주)	12
Consensus 영업이익(23F,십억원)	118	유동주식비율(%)	38.5
EPS 성장률(23F,%)	87.1	외국인 보유비중(%)	7.8
P/E(23F,x)	13.5	베타(12M) 일간수익률	0.27
MKT P/E(23F,x)	15.6	52주 최저가(원)	103,500
KOSPI	2,489.02	52주 최고가(원)	192,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.5	-35.3	-37.8
상대주가	-1.5	-41.9	-33.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	945	1,055	1,161	1,267	1,383	1,516
영업이익 (십억원)	13	95	106	125	148	167
영업이익률 (%)	1.4	9.0	9.1	9.9	10.7	11.0
순이익 (십억원)	3	36	49	91	113	149
EPS (원)	271	3,089	4,191	7,841	9,795	12,829
ROE (%)	0.6	6.0	7.6	12.9	14.2	16.1
P/E (배)	609.1	47.9	37.8	13.5	10.8	8.3
P/B (배)	3.2	2.7	2.7	1.6	1.4	1.2
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 대웅제약, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 대웅제약 밸류에이션

(억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
12개월 선행 EBITDA	1,622	
Target EV/EBITDA	11.1	- 국내 상위 제약사 6개사 평균 12m fwd EV/EBITDA에 20% 할인(소송 관련 불확실성 부각 디스카운트)
EV	18,040	
총차입금	4,406	- 23년말 기준
현금	1,075	- 23년말 기준
순차입금	3,331	- 23년말 기준
한울바이오파마 지분가치	2,960	- 3개월 시가총액 평균. 지분율 31.5%
적정기업가치	17,669	
주식 수 (천주)	11,069	
목표주가 (원)	159,623	- 160,000원
현재주가 (원)	106,100	
상승여력	50.4%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 국내 상위 제약사 Peer Valuation (컨센서스)

(십억원, %, 배)

사명	시가총액 (조원)	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
유한양행	4.0	1,927	2,101	75	125	3.9	6.0	111	152	5.8	7.6	36.1	26.0	2.1	2.0	33.4	23.8	2.3	2.1
한미약품	3.8	1,467	1,594	198	226	13.5	14.1	132	155	12.2	12.5	31.9	27.6	3.9	3.4	14.6	13.1	2.6	2.4
종근당	1.0	1,585	1,685	124	129	7.8	7.7	88	93	12.7	12.0	11.6	11.0	1.5	1.3	7.3	6.7	0.7	0.6
동아에스티	0.5	650	701	37	44	5.7	6.3	29	37	4.7	5.7	16.0	12.6	0.8	0.7	11.2	9.9	0.7	0.7
녹십자	1.4	1,756	1,852	62	85	3.5	4.6	53	72	3.6	4.8	31.1	23.8	1.1	1.1	14.9	13.1	0.8	0.8
대웅제약	1.2	1,351	1,463	120	143	8.9	9.8	79	100	10.1	12.1	17.8	13.4	1.8	1.6	9.8	8.3	0.9	0.8
HK이노엔	0.9	866	929	63	88	7.2	9.5	42	61	-	-	21.5	14.7	-	-	10.7	8.9	1.0	1.0
평균						7.2	8.3			8.2	9.1	23.7	18.4	1.9	1.7	14.5	12.0	1.3	1.2

자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 대웅제약 1Q23 Preview

(억원, %, %p)

	1Q22	4Q22	1Q23F			성장률	
			예상치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	2,723	2,938	2,940	3,011	-2.3	8.0	0.1
매출총이익	1,300	1,423	1,375			5.8	-3.4
매출총이익률	47.7	48.4	46.8			-1.0	-1.7
영업이익	268	153	294	294	0.1	10.0	92.3
영업이익률	9.8	5.2	10.0	9.8	1.0	0.2	4.8
순이익	175	-112	206	164	25.9	17.9	-284.3

자료: 대웅제약, QuantiWise, 미래에셋증권

표 4. 연간 실적 추정 변경

(억원, %)

	변경 전		변경 후		조정 비율	
	23년	24년	23년	24년	23년	24년
매출액	13,139	14,931	12,675	13,831	-3.5	-7.4
영업이익	1,381	1,730	1,246	1,480	-9.8	-14.4
EBITDA	1,738	2,088	1,567	1,801	-9.8	-13.7
순이익	729	1,344	908	1,135	24.7	-15.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 대웅제약 분기 및 연간 실적 추정

(억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,723	2,938	3,015	2,938	2,940	3,195	3,315	3,224	10,550	11,614	12,675	13,831
YoY 성장률	12.7	7.6	13.8	6.7	8.0	8.7	10.0	9.7	11.7	10.1	9.1	9.1
ETC	1,976	2,058	2,095	2,127	2,169	2,291	2,337	2,374	7,780	8,256	9,171	10,045
YoY 성장률	9.2	5.5	6.5	3.7	9.8	11.3	11.5	11.6	9.7	6.1	11.1	9.5
나보타	304	371	404	342	351	431	487	406	796	1,421	1,675	1,879
YoY 성장률	97.4	59.9	93.3	70.1	15.5	16.2	20.6	18.6	57.9	78.5	17.9	12.2
OTC	297	343	348	288	284	329	337	278	1,142	1,276	1,228	1,276
YoY 성장률	12.5	19.9	16.0	-1.4	-4.4	-4.2	-3.2	-3.4	0.9	11.7	-3.8	3.9
글로벌(수출)	35	63	46	59	19	36	28	37	369	203	120	126
YoY 성장률	-63.5	-35.7	-35.2	-43.3	-45.0	-43.0	-40.0	-37.0	149.3	-45.0	-40.9	5.0
수탁(CMO) 외	111	103	121	123	117	108	127	129	463	458	481	505
YoY 성장률	19.4	-36.8	17.5	18.3	5.0	5.0	5.0	5.0	-18.6	-1.1	5.0	5.0
매출총이익	1,300	1,459	1,491	1,423	1,375	1,560	1,638	1,562	4,870	5,673	6,135	6,791
YoY 성장률	16.8	12.9	24.9	12.0	5.8	7.0	9.8	9.7	24.9	16.5	8.1	10.7
매출총이익률	47.7	49.6	49.5	48.4	46.8	48.8	49.4	48.4	46.2	48.8	48.4	49.1
영업이익	268	336	303	153	294	338	343	271	955	1,060	1,246	1,480
YoY 성장률	32.6	25.8	26.7	-38.1	10.0	0.6	13.1	77.0	656.4	11.0	17.6	18.8
영업이익률	9.8	11.4	10.1	5.2	10.0	10.6	10.3	8.4	9.1	9.1	9.8	10.7
EBITDA	349	414	382	234	376	417	422	353	1,284	1,380	1,567	1,801
YoY 성장률	22.4	18.3	19.4	-28.6	7.7	0.5	10.4	50.4	181.5	7.5	13.5	14.9
EBITDA 마진율	12.8	14.1	12.7	8.0	12.8	13.0	12.7	10.9	12.2	11.9	12.4	13.0
순이익	175	207	215	-112	206	281	247	173	358	486	908	1,135
YoY 성장률	-175.1	43.3	48.5	적전	17.9	35.7	14.9	흑전	1,040.4	35.7	87.1	24.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 대웅제약-메디톡스 보툴리눔 독신 분쟁 주요 타임라인

날짜	내용
2006.03	메디톡스, '메디톡신' 국내 출시
2014.04	대웅제약, '나보타' 국내 출시
2014.09	대웅제약, '나보타' 미국 FDA 임상3상 IND 승인
2016.06	메디톡스, 미국에서 대웅제약 상대로 균주 도용 소송 제기
2016.11	메디톡스, 기자회견 통해 자사 보툴리눔균 유전자 공개
2017.01	메디톡스, 대웅제약을 산업기술유출방지법 및 부정경쟁방지법 위반으로 국내 형사 고소
2017.10	메디톡스, 대웅제약 상대로 서울중앙지법에 영업비밀 침해금지 국내 민사소송 제기. 11억원 손해배상 청구 소송. 메디톡스 균주 및 제조공정을 대웅, 대웅제약이 도용했다고 주장
2017.12	메디톡스, 미국 FDA에 '나보타' 미국 진출 막기 위해 BLA 승인 거부 시민청원
2018.04	미국 법원, 한국 내 소송 판단 존중 결정(미국 법원 소 각하)
2019.01	메디톡스, 엘라간과 함께 제조기술문서 절취 혐의로 미국 ITC에 대웅제약 제소
2019.02	미국 FDA, BLA 관련 시민청원 거부
2019.02	미국 FDA, '나보타' 미국 판매 승인
2019.03	미국 ITC, 대웅제약과 파트너사인 에블루스 혐의 조사 착수
2019.05	대웅제약, '주보(나보타 미국 수출명)' 미국 출시
2019.05	메디톡스 전 직원, '메디톡신' 원액 변경 공익신고
2019.05	미국 ITC, 대웅제약에 '나보타' 균주 제출 명령
2019.07	미국 ITC, 메디톡스에 영업비밀 침해 설명 요구
2019.08	법원 지정 감정시험에서 대웅제약 균 포자형성 확인
2019.09	메디톡스, ITC에 대웅 측 균주 감정보고서 제출
2020.06	식약처, '메디톡신' 등 3개 품목 허가 취소
2020.06	메디톡스, 대전지법에 '메디톡신' 품목 허가 취소 효력정지 가처분 신청
2020.06	법원이 품목 허가 취소처분 7월 14일까지 효력정지
2020.07	미국 ITC, 대웅제약의 메디톡스 영업 비밀 침해 예비판결
2020.11	미국 ITC 최종판결 12월 16일로 연기
2020.12	미국 ITC 최종판결에서 메디톡스 승소. 대웅제약 '나보타' 21개월간 미국 내 수입 금지 명령
2021.02	메디톡스, 엘라간, 에블루스 3자간 합의 체결
2021.05	메디톡스, 미국 법원에 대웅제약 상대 추가 소송
2021.05	미국 ITC, '주보' 수입금지 명령과 ITC 최종 결정에 대해 연방항소소회법원의 항소 무의미하다고 발표
2021.10	미국 ITC, '주보' 수입금지 명령을 포함한 최종 결정 무효화
2022.02	대웅제약, 2017.01 메디톡스가 형사 고소한 산업기술유출방지법 및 부정경쟁방지법 위반 사건에 대해 서울중앙지검 형사12부로부터 증거 불충분으로 불기소 처분
2022.02	국내 형사 사건 '혐의 없음' 결론에 대해 메디톡스 항고
2022.10	국내 민사소송 손해배상 청구액 11억원에서 501억으로 늘려
2023.02	메디톡스, 대웅제약 상대로 낸 영업비밀 침해금지 국내 민사소송 1심 승소. 서울중앙지법 1심 판결 '대웅제약의 나보타는 메디톡스의 균주와 제조공정을 도용해 개발됐다' 선고. 나보타를 포함한 대웅제약의 보툴리눔 독소 제제 제조 및 판매 금지. 해당 균주 인도, 이미 생산된 독소 제제 폐기 명. 대웅제약이 메디톡스에게 400억원 손해 배상 판시
2023.02	서울지방법, 대웅제약이 신청한 민사 1심 판결 집행정지 신청 인용

주: 주황색 강조 - 민사소송, 파란색 강조 - 형사소송

자료: 각 사 보도자료, 미래에셋증권 리서치센터

대웅제약 (069620)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,161	1,267	1,383	1,516
매출원가	594	654	704	761
매출총이익	567	613	679	755
판매비와관리비	461	489	531	588
조정영업이익	106	125	148	167
영업이익	106	125	148	167
비영업손익	-61	-11	-6	-1
금융손익	-6	-5	-1	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	45	114	142	166
계속사업법인세비용	-4	23	28	17
계속사업이익	49	91	113	149
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	49	91	113	149
지배주주	49	91	113	149
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	52	91	113	149
지배주주	52	91	113	149
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	138	157	180	199
FCF	47	123	142	173
EBITDA 마진율 (%)	11.9	12.4	13.0	13.1
영업이익률 (%)	9.1	9.9	10.7	11.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.2	7.2	8.2	9.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	383	490	617	683
현금 및 현금성자산	31	108	199	225
매출채권 및 기타채권	155	168	183	200
재고자산	176	192	210	230
기타유동자산	21	22	25	28
비유동자산	991	993	1,000	1,017
관계기업투자등	235	257	280	307
유형자산	334	305	279	256
무형자산	178	187	197	208
자산총계	1,374	1,483	1,617	1,700
유동부채	441	461	482	416
매입채무 및 기타채무	163	178	194	213
단기금융부채	230	230	230	139
기타유동부채	48	53	58	64
비유동부채	273	278	284	292
장기금융부채	211	211	211	211
기타비유동부채	62	67	73	81
부채총계	714	739	766	707
지배주주지분	660	744	851	992
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	134	134	134	134
이익잉여금	543	627	734	876
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	660	744	851	992

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	92	118	139	173
당기순이익	49	91	113	149
비현금수익비용가감	55	60	61	47
유형자산감가상각비	24	24	23	22
무형자산상각비	8	8	9	10
기타	23	28	29	15
영업활동으로인한자산및부채의변동	7	-5	-7	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-11	-12	-14
재고자산 감소(증가)	-44	-16	-18	-20
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	39	7	8	9
법인세납부	-7	-23	-28	-17
투자활동으로 인한 현금흐름	-89	-13	-17	-22
유형자산처분(취득)	-45	6	4	1
무형자산감소(증가)	-42	-18	-20	-21
장단기금융자산의 감소(증가)	27	-1	-1	-1
기타투자활동	-29	0	0	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	-6	-7	-7	-97
장단기금융부채의 증가(감소)	2	0	0	-90
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-7	-7	-7	-7
기타재무활동	-2	0	0	0
현금의 증가	-2	77	91	26
기초현금	33	31	108	199
기말현금	31	108	199	225

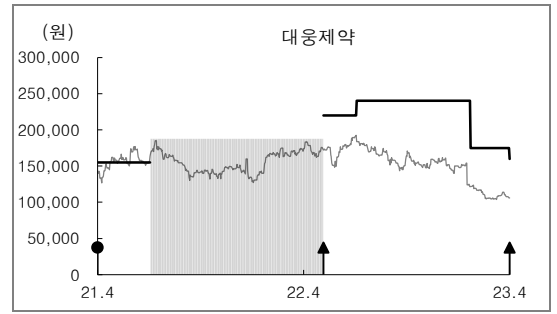
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	37.8	13.5	10.8	8.3
P/CF (x)	17.8	8.2	7.0	6.3
P/B (x)	2.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (x)	16.2	9.9	8.1	6.8
EPS (원)	4,191	7,841	9,795	12,829
CFPS (원)	8,895	12,978	15,100	16,870
BPS (원)	58,534	65,801	75,001	87,234
DPS (원)	600	600	600	600
배당성향 (%)	13.7	7.6	6.1	4.6
배당수익률 (%)	0.4	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	10.1	9.1	9.1	9.6
EBITDA증가율 (%)	7.5	13.5	14.9	10.8
조정영업이익증가율 (%)	11.0	17.6	18.8	13.2
EPS증가율 (%)	35.7	87.1	24.9	31.0
매출채권 회전을 (회)	10.0	10.2	10.2	10.2
재고자산 회전을 (회)	7.3	6.9	6.9	6.9
매입채무 회전을 (회)	8.1	8.0	7.9	7.8
ROA (%)	3.7	6.4	7.3	9.0
ROE (%)	7.6	12.9	14.2	16.1
ROIC (%)	18.2	15.2	18.2	23.0
부채비율 (%)	108.2	99.3	90.1	71.3
유동비율 (%)	86.7	106.4	127.9	164.2
순차입금/자기자본 (%)	61.2	43.9	27.6	11.8
조정영업이익/금융비용 (x)	13.3	15.6	18.5	23.3

자료: 대웅제약, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
대웅제약 (069620)				
2023.04.26	매수	160,000	-	-
2023.02.16	매수	175,000	-36.81	-29.37
2022.07.29	매수	240,000	-34.20	-23.54
2022.05.31	매수	220,000	-21.48	-12.50
2021.07.29	분석 대상 제외	-	-	-
2021.01.29	중립	155,000	-5.17	14.19



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.7%	10.7%	2.9%	0.7%

* 2023년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.