

# 대웅제약

## (069620)

### 탐방 코멘트: 하반기 실적 모멘텀 부각

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**150,000** 원(유지)

현재주가

**117,200** 원(03/12)

시가총액

**1,358**(십억원)

제약/바이오 권해순\_02)368-6181\_hskwon@eugenefn.com

- 2024년 연결기준 예상 매출액 1.4조원 및 영업이익 1,369억원으로 각각 6%yoy, 16%yoy 성장할 전망
- 매출액 성장: 포시가(2023년 매출액 950억원 추정) 코마케팅은 종료되지만 펙수클루®, 나보타®, 엔블로®가 성장을 견인
  - ① 펙수클루®(항궤양제): 종근당과 코마케팅 효과로 2023년 매출액 1,000억원 목표(2023년 약 550억원)
  - ② 나보타: 국내 매출 유지, 수출 증가(물량 +20%yoy)로 2024년 매출액 1,700억원 예상(2023년 약 1,450억원 추정)
  - ③ 엔블로: 포시가® 한국 시장 철수 수혜 예상, 2024년 예상 매출액 300억원(2023년 약 50억원 추정)
- 영업이익: 자체 개발 제품 매출 비중이 상승하며 원가율 하락, 판관비 증가에도 불구하고 영업이익률 상승 예상
- 주가 상승 동력 3가지
  - ① 주력 제품 매출 성장 확인(2분기 예상), ② 한울 바이오파마(KQ. 009420, 지분율 31.79%, 연결대상) 신약 파이프라인 임상 데이터 발표(3분기 예상) ③ Peer group 대비 부담 없는 투자 지표

주가(원, 03/12)	117,200
시가총액(십억원)	1,358

발행주식수	11,587천주
52주 최고가	123,700원
최저가	88,300원
52주 일간 Beta	0.82
60일 일평균거래대금	42억원
외국인 지분율	9.9%
배당수익률(2023E)	0.5%

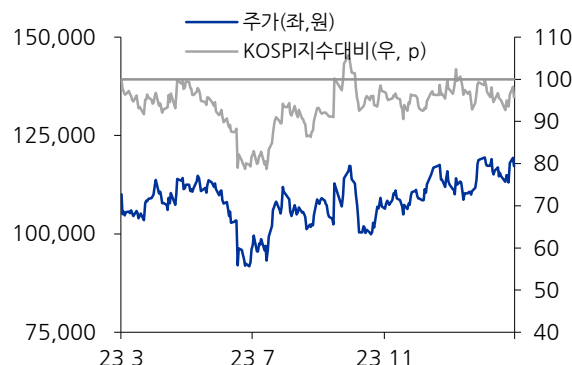
주주구성	
대웅 (외 6인)	61.6%
국민연금공단 (외 1인)	7.1%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	-1.3	8.5	5.9
상대기준	-3.7	2.	-6.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	150,000	150,000	-
영업이익(24)	137	129	▲
영업이익(25)	148	135	▲

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024E
매출액	1,153	1,280	1,375	1,406
영업이익	89	96	123	137
세전손익	20	38	113	125
당기순이익	30	39	85	91
EPS(원)	2,115	3,646	6,673	7,499
증감률(%)	92.2	72.4	83.0	12.4
PER(배)	70.0	43.5	17.6	15.6
ROE(%)	4.4	7.2	11.4	11.0
PBR(배)	3.0	3.0	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	15.5	16.4	10.2	9.1

자료: 유진투자증권



## 2024년 매출액 6%yoy 성장, 영업이익 16%yoy 성장 전망

### 주력 제품들 매출액 비중 상승에 따른 실적 성장 전망

대웅제약의 2024년 예상 매출액 및 영업이익은 각각 1.4조원, 1,369억원으로 6%yoy, 16%yoy 성장할 전망이다(포시가 한국 철수에 따른 매출 감소분 약 950억원 제외 시 매출 성장률은 약 10%yoy). 외형 성장은 자체 개발한 주력 품목 3개(펙수클루, 나보타, 엔블로) 매출 성장에 기인한다.

자체 개발한 주력 제품들의 매출 증가에 따른 원가율 하락으로 판관비 증가에도 불구하고 영업이익률은 상승할 전망이다.

주력 제품들의 매출액 비중은 2022년 12%, 2023년 15%였으며, 2024년에는 21%로 상승할 전망이다. 2022년 대비 2023년 자체 개발하여 수익성이 높은 주력 제품들의 매출 증가액은 펙수클루 약 500억원, 나보타 약 250억원, 엔블로 약 250억원으로 2024년 총 매출 증가액(포시가 철수에 따른 매출 감소분 약 950억원 제외)의 70% 이상을 차지할 것으로 예상된다.

## 목표 주가 15만원 유지

### Target P/E 20 배

대웅제약에 대한 목표주가 15만원을 유지한다. 목표주가는 메디톡스(KQ. 086900)와 소송이 예상보다 장기화될 것으로 판단되어 기업가치 산정 시 2024년 예상 순이익에 Target P/E 20배를 적용하였다. 한미약품 30배 대비 약 30% 할인된 수준이다. 2023년 실적을 반영하여 2024년 이후 실적을 소폭 상향 조정 하였으나, 그 영향이 크지 않아 목표주가 변경은 없다. 연구개발 파이프라인 가치는 반영하지 않았다.

도표 1. 대웅제약 주가 및 이벤트 차트



P-CAB 기전 치료제:  
항궤양제  
시장 M/S 상승 지속

종근당과의 펙수클루 코마케팅은 2 분기부터 시작될 것으로 예상되는데, 국내에서 영업력이 강한 두 기업의 코마케팅으로 펙수클루의 매출 증가세가 두드러질 것으로 예상된다. 경쟁사인 HK 이노엔과 보령도 금년부터 코마케팅을 시작한다.

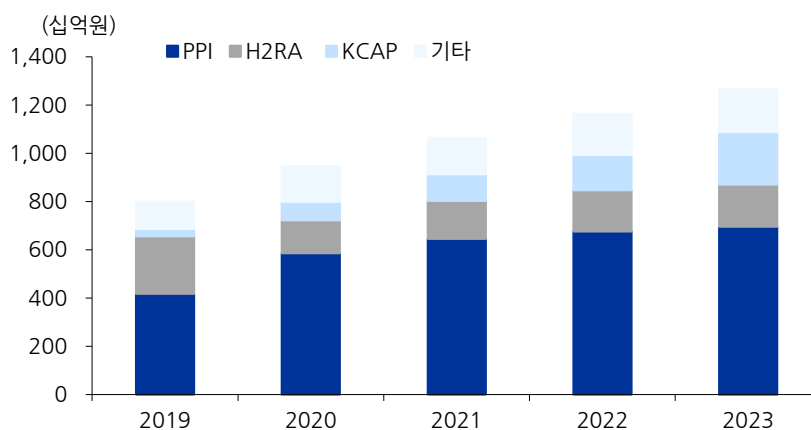
항궤양제 시장 1 조  
원 상회, 연평균  
10% yoy 성장률  
지속

원외처방데이터에 따르면 국내 항궤양제 시장은 꾸준히 성장하고 있는데, 2023년 기준 항궤양제 시장은 약 1.26 조원으로 약 9%yoy 성장하였다. 이 중 PPI (Proton Pump Inhibitor)제제 처방액은 약 7,000 억원, H2RA (Histamine2 Receptor Antagonist) 제제 처방액은 약 1,750 억원에 달한다. 2023년 기준 PPI 제제 점유율이 55%, H2RA 제제 점유율이 14%로 높다는 점에서 P-CAP 제제들이 성장하는 시장에서 점유율을 높아질 여지는 충분할 것으로 예상된다. HK 이노엔의 케이캡 점유율은 약 17%이다.

PPI 제제와 H2RA  
기전 제제들의 M/S  
지속 하락 예상

K-CAB 출시 이후 PPI 제제와 H2RA 제제의 점유율은 지속적으로 하락하고 있다. 하지만 여전히 항궤양제 시장에서 합산 점유율이 70%여서 2019년에 먼저 출시된 HK 이노엔의 P-CAB 제제뿐 아니라 2022년에 출시된 대웅제약의 펙수클루도 충분히 시장 점유율을 높여 2024년 1,000 억원에 가까운 매출 성장이 가능할 것으로 예상된다. 코마케팅으로 이익률이 하락하는 것을 감안해도 판매 증가에 따른 이익 증가는 가능할 것으로 추정된다.

도표 2. 국내 항궤양제 원외처방액 시장 및 PPI, H2RA 점유율 추이



자료: 업계 원외처방데이터, 유진투자증권

주: 종합병원 원내 처방액 등은 반영하지 않음, 원외처방 또한 일부 표본을 통해 추정하는 통계자료이기 때문에 추세를 확인하는데 의미가 있음

**나보타 2024 년  
매출액 약 2,000 억원  
예상**

나보타는 꾸준히 수출 물량이 약 20%yoy 증가하고 있다. 2024 년에도 에볼루스  
향 수출 증가는 지속될 것으로 예상되며 2024 년 매출액은 약 1,700 억원에 달  
할 것으로 예상된다.

에볼루스는 북미 시장의 점유율(2023년 11%) 상승과 유럽 출시 국가를 확대하  
면서 2024 년 목표 매출액을 2.55~2.65 억 달러(+26~31%yoy)로 제시하였다.

도표 3. 대웅제약 나보타 매출액 추이 및 전망

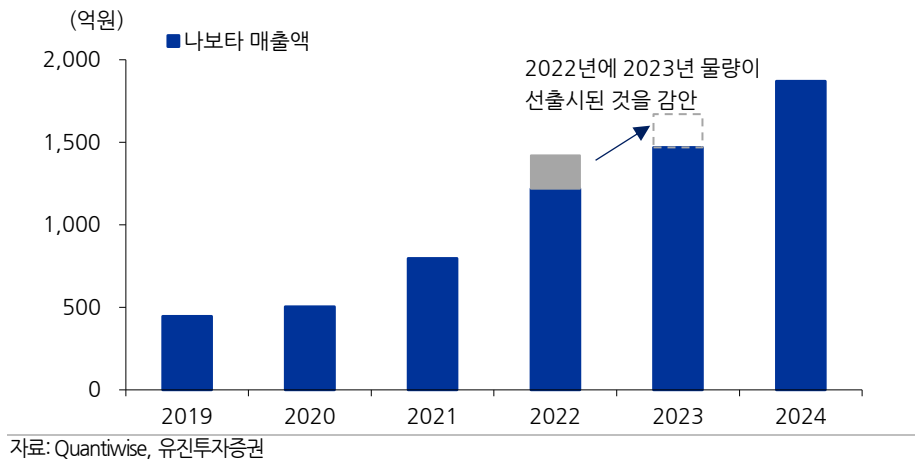


도표 4. 에볼루스 주보® 시장 점유율

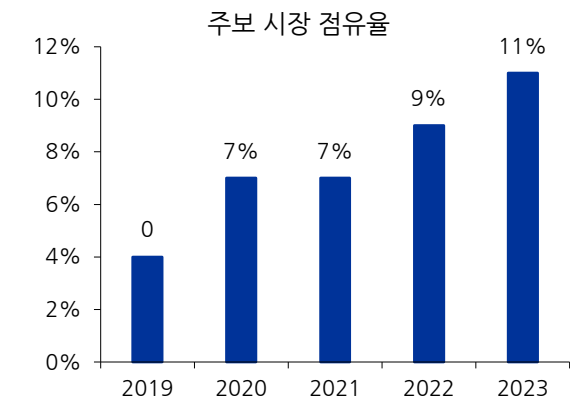


도표 5. 에볼루스 주보® 매출액 추이 및 목표치



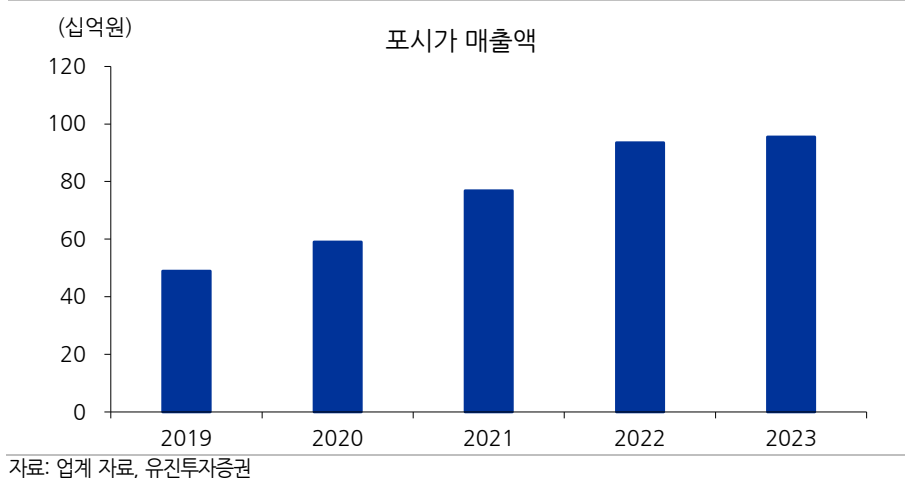
엔블로: SGLT-2  
저해기전의  
당뇨병 치료제

엔블로®는 SGLT-2 (Sodium-Glucose Transport Protein 2) 저해기전의 당뇨제로서 2023년 첫 해 출시했다. SGLT-2 저해제는 신장에서 포도당 재흡수를 억제하여 혈당을 낮추는 기전으로 제 2 당뇨병 치료제로 처방된다.

포시가 한국 철수의  
수혜 예상,  
포시가의 2023년  
매출액은 약 950  
억원으로 추정

엔블로는 첫해 판매액(약 50억원 추정)은 크지 않았으나 2024년 매출액 300억원(시장 점유율 약 10%) 예상된다. 국내 SGLT-2 저해제 시장은 2023년 기준 2,500 억원으로 추정되는데, 시장 점유율이 30%를 상회하는 아스트라제네카의 포시가®(2023년 매출액 약 950억원 추정)가 특허만료 이후 금년 1월 한국 시장에서 철수하기로 결정하면서 경쟁약으로 나머지 시장 점유율을 확보하고 있는 오리지널 의약품 자디앙®(베링거잉겔하임)과 대웅제약의 엔블로가 높은 시장 점유율을 확보할 것으로 예상되기 때문이다. 대웅제약의 국내 시장에서 마케팅력과 포시가 대비 비열등한 약효를 감안하면 엔블로가 포시가의 공백을 충분히 가져올 수 있을 것으로 예상된다.

도표 6. 포시가® 매출액 추이(2024년 국내 철수)



## 불확실성에서 안정적인 실적 성장과 신약 개발 성과를 부각 중

주가 Catalysts 3 가지      소송과 관련된 불확실성 속에서 대웅제약의 주가 상승 Catalysts 로는 다음이 될 것으로 예상한다.

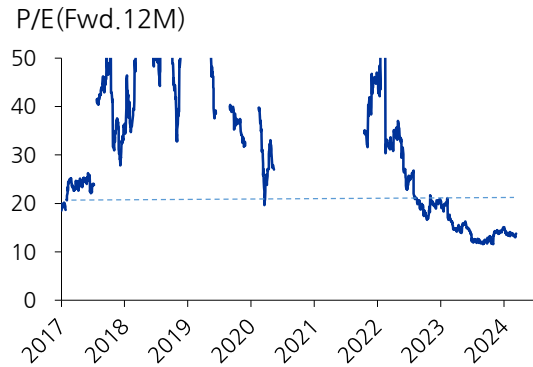
첫째, 해외 시장에서 나보타 점유율이 상승하고, 국내 시장에서 펙수클루와 엔블로 매출 증가가 실적으로 확인되기 시작하는 2 분기 실적을 주목한다.

둘째, 연결대상 기업인 한올바이오파마(KQ. 009420, 지분율 31.79%)의 임상 3상 신약 후보물질(바토클리맵) 파이프라인 데이터가 확인되는 하반기를 주목한다.

셋째, 앞선 두 가지 요인의 성과가 가시화되면 비교 그룹 대비 부담 없는 밸류에이션 매력이 부각될 것으로 예상한다.

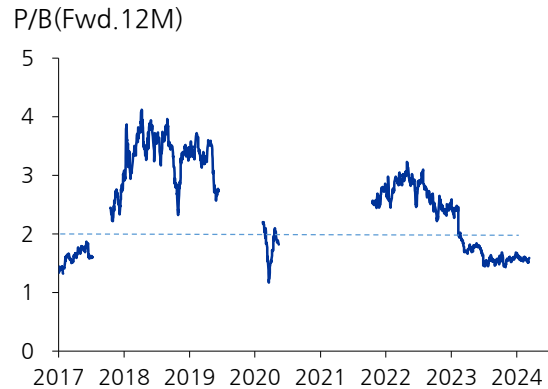
인도네시아      추가로 대웅제약은 인도네시아에 독신 생산 이전을 위한 신공장 건설을 3분기부터 본격적으로 시작한 것으로 파악되는데, 인도네시아에서 독신 생산은 2026년 이후 가능할 것      이후 가능할 것으로 예상된다.

도표 7. 대웅제약 P/E valuation 추이



자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 8. 대웅제약 P/B valuation 추이



자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 9. 대웅제약 연결 및 별도 매출액 추이

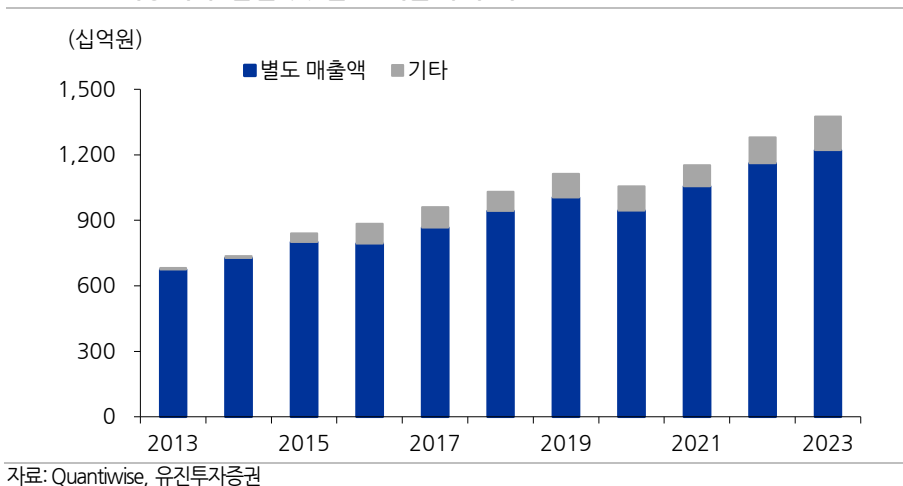


도표 10. 대웅제약 별도 및 기타부문 영업이익 추이

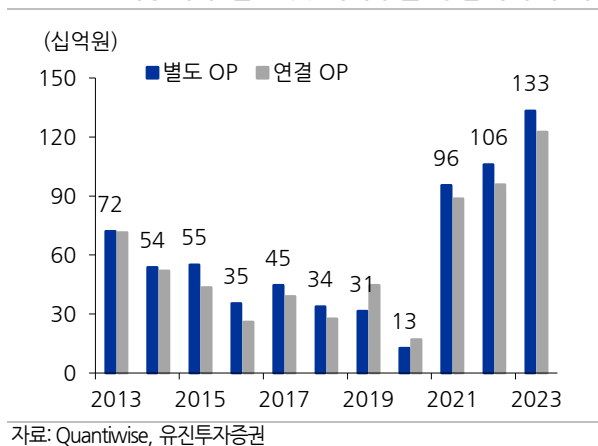


도표 11. 대웅제약 별도 및 연결 영업이익률 추이

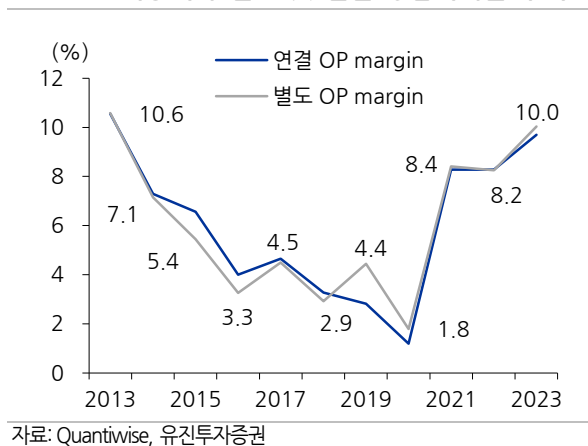


도표 12. 대웅제약 주요 기술수출 현황

품목	계약 상대방	계약 내용	대상 지역	총 계약 규모	진행 상황
나보타 (NABOTA) (Prabotulinumtoxin A)	에볼루스 (NASDAQ: EOLS)	현지 허가권, 판매에 대한 독점 및 비독점 권리 이전	미국, 캐나다, EU, 일본 등	\$299mn	미국, 캐나다 및 EU 일부 판매 중
	Probiomed	현지 허가권, 판매에 대한 독점 권리 이전	멕시코	\$10mn	판매 중
	Moksha8		브라질	\$17mn	판매 중
	이온 바이오파마 (NYSE: AEON)	치료용 적응증에 대한 글로벌 개발 및 임상 진행, 현지 허가권 및 판매 권리 이전	미국	비공개	임상 후기 단계
펙수클루 (Fexuprazan)	Shanghai Haini	현지 허가권 및 판매권 이전	중국	\$340mn	중국 품목허가 신청
	Neurogastrx		미국, 캐나다	\$430mn	계약 종료
	Moksha8		멕시코	\$44mn	허가 승인
	EMS		브라질	\$73mn	허가 신청
	Biopas		콜롬비아, 페루, 칠레, 에콰도르	\$29mn	칠레, 에콰도르 승인
	Aghrass		사우디아라비아, 오만, 아랍에미리트, 바레인, 쿠웨이트, 카타르	\$83mn	사우디아라비아 허가 신청
베르시포르신 (Bersiporocin, DWN12088)	CS Pharmaceutical	중국내 임상 개발 및 상업화 권리 이전	중국, 홍콩, 대만, 마카오	\$336mn	글로벌 임상 2 상 (미국, 한국)
엔블로 (ENBLO) (Enavogliflozin)	Moksha8	현지 허가권, 판매권 이전	브라질, 멕시코	\$84mn	1,000억 규모 수출계약 체결
DWP213388 (ITK/BTK 억제제)	Vitali Bio	글로벌 임상 개발 및 상업화 권리	글로벌 (한국 및 동남 아시아 제외)	\$477mn	미국 임상 1 상 IND 승인

자료: 대웅제약, 유진투자증권

도표 13. 대웅제약 주요 공동 연구개발 현황

품목	계약 상대방	계약 내용	적응증	계약 조건	진행 상황
HL036	한울바이오파마	공동연구개발 (전세계 사업권 공동 소유)	안구 건조증	연구개발비 및 기술이전 계약 수익 5:5 배분	임상 3 상 (미국, 중국)
HL186/187	한울바이오파마	공동연구개발 (연구개발결과물 및 지식재산권 공동소유)	면역 항암제	연구개발비 및 기술이전 계약 수익 5:5 배분	HL186 (물질 탐색) HL 187 (전임상)
DWRX2003	대웅테라퓨틱스	공동연구개발	COVID 19 치료제	연구개발비 및 기술이전 계약 수익은 5:5 배분	임상 2 상(인니)
엔블로 (ENBLO)	온코크로스	신규 적응증 공동연구개발	당뇨병 치료제 Enavogliflozin 신규 적응증 발굴	비공개	전임상 전단계
	대웅테라퓨틱스	신규 적응증 공동 연구개발	안과질환 (점안제 및 당뇨 망막병증)	비공개	임상 1 상 IND 승인
베르시포르신 (Bersiporocin, DWN12088)	온코크로스	공동연구개발	특발성 폐섬유증	비공개	전임상 전단계
	대웅테라퓨틱스	공동연구개발	서방형 데포 제형 및 신규 적응증 개발	비공개	전임상 전단계
DWJ808S009	KB 바이오메드	공동연구개발	경구용 펩타이드	비공개	-

자료: 대웅제약, 유진투자증권



## 대웅제약(069620.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>1,411</b>	<b>1,563</b>	<b>1,741</b>	<b>2,130</b>	<b>2,235</b>
유동자산	520	549	602	921	967
현금성자산	175	114	127	437	457
매출채권	160	183	187	191	202
재고자산	171	209	244	249	264
비유동자산	890	1,014	1,140	1,209	1,268
투자자산	277	316	355	369	384
유형자산	388	433	479	479	471
기타	225	266	306	360	412
<b>부채총계</b>	<b>713</b>	<b>822</b>	<b>842</b>	<b>1,151</b>	<b>1,169</b>
유동부채	461	473	641	946	961
매입채무	146	195	237	242	256
유동성이자부채	257	235	361	661	661
기타	58	43	43	44	44
비유동부채	252	349	201	205	209
비유동이자부채	207	262	102	102	102
기타	45	88	99	103	106
<b>자본총계</b>	<b>698</b>	<b>741</b>	<b>899</b>	<b>979</b>	<b>1,066</b>
지배지분	570	608	748	828	914
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	124	122	149	149	149
이익잉여금	467	504	575	655	742
기타	(50)	(47)	(5)	(5)	(5)
비지배지분	128	133	151	151	151
<b>자본총계</b>	<b>698</b>	<b>741</b>	<b>899</b>	<b>979</b>	<b>1,066</b>
총차입금	464	497	463	763	763
순차입금	289	382	336	325	306

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	<b>40</b>	<b>118</b>	<b>144</b>	<b>135</b>	<b>135</b>
당기순이익	30	39	80	91	97
자산상각비	41	40	44	48	50
기타비현금성손익	3	15	64	(0)	(0)
운전자본증감	(30)	32	(31)	(4)	(12)
매출채권감소(증가)	(28)	(24)	(7)	(4)	(11)
재고자산감소(증가)	0	0	(45)	(5)	(15)
매입채무증가(감소)	4	46	39	5	14
기타	(6)	10	(18)	(0)	(0)
<b>투자현금</b>	<b>(88)</b>	<b>(107)</b>	<b>(133)</b>	<b>(117)</b>	<b>(108)</b>
단기투자자산감소	(13)	8	(3)	0	0
장기투자증권감소	(1)	0	(5)	(8)	(8)
설비투자	29	65	73	38	28
유형자산처분	0	0	1	0	0
무형자산처분	(46)	(47)	(52)	(65)	(65)
<b>재무현금</b>	<b>50</b>	<b>16</b>	<b>11</b>	<b>293</b>	<b>(7)</b>
차입금증가	(2)	(1)	(32)	300	0
자본증가	34	(8)	43	(7)	(7)
배당금지급	6	8	7	7	7
<b>현금 증감</b>	<b>4</b>	<b>27</b>	<b>24</b>	<b>311</b>	<b>20</b>
기초현금	72	76	103	127	437
기말현금	76	103	127	437	457
Gross Cash flow	83	105	193	139	147
Gross Investment	105	83	161	121	120
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(22)</b>	<b>21</b>	<b>31</b>	<b>18</b>	<b>27</b>

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>1,153</b>	<b>1,280</b>	<b>1,375</b>	<b>1,406</b>	<b>1,514</b>
증가율(%)	9.2	11.0	7.4	2.2	7.7
매출원가	608	641	687	692	746
<b>매출총이익</b>	<b>545</b>	<b>639</b>	<b>688</b>	<b>713</b>	<b>768</b>
판매 및 일반관리비	456	543	566	576	621
기타영업손익	6	19	4	2	8
<b>영업이익</b>	<b>89</b>	<b>96</b>	<b>123</b>	<b>137</b>	<b>148</b>
증가율(%)	422.6	8.0	28.0	11.7	7.7
<b>EBITDA</b>	<b>130</b>	<b>135</b>	<b>166</b>	<b>185</b>	<b>197</b>
증가율(%)	124.0	4.5	22.8	11.4	6.3
<b>영업외손익</b>	<b>(69)</b>	<b>(57)</b>	<b>(9)</b>	<b>(12)</b>	<b>(13)</b>
이자수익	3	4	3	3	3
이자비용	10	8	12	17	18
지분법손익	0	(0)	(1)	0	0
기타영업외손익	(62)	(53)	1	2	2
<b>세전순이익</b>	<b>20</b>	<b>38</b>	<b>113</b>	<b>125</b>	<b>134</b>
증가율(%)	45.7	94.0	195.2	10.3	7.7
법인세비용	(10)	(1)	28	34	37
<b>당기순이익</b>	<b>30</b>	<b>39</b>	<b>85</b>	<b>91</b>	<b>97</b>
증가율(%)	24.6	30.2	116.2	6.9	7.7
지배주주지분	25	42	77	87	94
증가율(%)	92.2	72.4	83.0	12.4	7.7
비지배지분	6	(3)	3	4	4
<b>EPS(원)</b>	<b>2,115</b>	<b>3,646</b>	<b>6,673</b>	<b>7,499</b>	<b>8,074</b>
증가율(%)	92.2	72.4	83.0	12.4	7.7
수정EPS(원)	2,115	3,646	6,673	7,499	8,074
증가율(%)	92.2	72.4	83.0	12.4	7.7

## 주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,115	3,646	6,673	7,499	8,074
BPS	49,154	52,476	64,552	71,451	78,925
DPS	600	600	600	600	600
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	70.0	43.5	17.6	15.6	14.5
PBR	3.0	3.0	1.8	1.6	1.5
EV/ EBITDA	15.5	16.4	10.2	9.1	8.4
배당수익률	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
PCR	20.7	17.6	7.1	9.8	9.3
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	7.7	7.5	8.9	9.7	9.7
EBITDA이익률	11.2	10.6	12.1	13.2	13.0
순이익률	2.6	3.1	6.2	6.4	6.4
ROE	4.4	7.2	11.4	11.0	10.7
ROIC	7.6	7.5	9.1	9.2	9.4
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	41.4	51.6	37.4	33.2	28.7
유동비율	113.0	116.1	93.9	97.4	100.7
이자보상배율	8.7	11.4	9.8	7.9	8.1
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7
매출채권회전율	7.5	7.5	7.4	7.4	7.7
재고자산회전율	6.7	6.7	6.1	5.7	5.9
매입채무회전율	7.9	7.5	6.4	5.9	6.1

### Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

### 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)      당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

