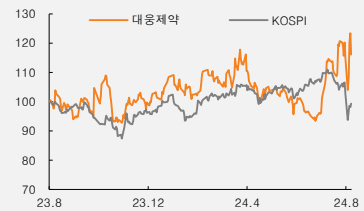


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	160,000원
현재주가(24/8/9)	125,000원
상승여력	28.0%

영업이익(24F,십억원)	148
Consensus 영업이익(24F,십억원)	150
EPS 성장률(24F,%)	-17.9
MKT EPS 성장률(24F,%)	86.1
P/E(24F,x)	15.8
MKT P/E(24F,x)	10.0
KOSPI	2,588.43
시가총액(십억원)	1,448
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	37.7
외국인 보유비중(%)	9.1
베타(12M) 일간수익률	0.73
52주 최저가(원)	99,900
52주 최고가(원)	132,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.1	5.2	17.2
상대주가	17.5	6.5	17.9



[제약/바이오]

김승민

sm.kim.a@miraeasset.com

대웅제약

제품 믹스 통한 마진 개선 지속

투자의견 매수, 목표주가 16만원 유지

목표주가는 영업가치 1.9조원 - 순차입금 4.5천억원 + 한올바이오파마 지분가치 3.9천억원을 고려해 산정했다. 제품 매출 비중 증가하며 마진 개선 국면에 있으나 메디톡스와 소송 불확실성으로 타겟 멀티플을 국내 기업 평균에서 -20% 할인 적용했다. 소송 최종 결과까지는 상당기간 소요될 것으로 예상한다. 민사소송은 23년 1심 결과, 부분 패소했고 현재 2심이 진행중이다. 형사소송은 22년 1심에서 무혐의 처분을 받았다. 다만, 서울 고검 등은 재기수사명령, 현재 재수사 진행중이다.

2Q24P Review

별도 기준, 2Q24P 매출액 3,255억원(+6% YoY), 영업이익 496억원(+37% YoY), 순이익 66억원(-77% YoY)으로 매출액과 영업이익은 컨센서스를 +2%, +15% 상회했으나 순이익은 -74% 하회했다. 순이익 감소는 일시적인 법인세 증가에 기인한다.

ETC 2,180억원(-1% YoY)을 기록했다. 도입상품 포시가(당뇨) 계약 종료되었으나 자체 제품 펙스클루(위식도역류) 332억원, 엔블로(당뇨) 28억원 등 발생하며 역성장은 제한적이었다. ETC 부문에서 제품 비중이 62.2%(+8.3%p YoY)로 지속 증가하고 있고 이에 마진 또한 지속 개선되고 있다. 나보타 531억원(+62% YoY)을 기록했다. 에볼루스형 매출 증가로 수출이 452억원(+70% YoY)으로 고성장했다. OTC 337억원(+22% YoY)을 기록했다. 우루사, 임팩타민, 이지덤 등의 성장 때문이다. ETC 부문에서의 제품 비중 증가, 고마진의 나보타 수출 증가 등으로 GPM 53.4%(+3.1%p YoY), OPM 15.2%(+3.4%p YoY)으로 개선되었다.

2024년 실적 전망

매출액 1조 2,530억원(+3% YoY), 영업이익 1,484억원(+11% YoY), OPM 11.8%(+0.9%p YoY)을 예상한다. 상품 매출 감소를 자체 제품 매출증가로 상쇄해 마진 개선이 지속될 것으로 예상된다. 주요 성장아이템 펙스클루 1,033억원(+88% YoY), 엔블로 142억원(+209% YoY), 나보타 1,712억원(+17% YoY)을 예상한다. 펙스클루는 종근당과 코프로모션중이며 하반기 저용량 출시가 기대된다. 엔블로는 SGLT-2 기전 장점과 영업확대로 성장이 기대된다. 에볼루스의 주보(나보타)는 미국시장 점유율을 확대하며 고성장 중이다. 최근 2Q24 실적 기반 24년 가이던스를 상향 조정(+\$5mn)한 바 있고, 필러 제품 출시하며 주보와 시너지가 기대되는 상황이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,161	1,222	1,253	1,316	1,395
영업이익 (십억원)	106	133	148	156	170
영업이익률 (%)	9.1	10.9	11.8	11.9	12.2
순이익 (십억원)	49	112	92	133	143
EPS (원)	4,191	9,623	7,900	11,478	12,352
ROE (%)	7.6	15.2	10.8	14.0	13.2
P/E (배)	37.8	12.1	15.8	10.9	10.1
P/B (배)	2.7	1.7	1.6	1.4	1.3
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대웅제약, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 대웅제약 밸류에이션 (억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
12개월 선행 EBITDA	1,884	
Target EV/EBITDA	10.1	- 국내 상위 제약사 6개사 평균 12m fwd EV/EBITDA에 20% 할인(소송 관련 불확실성 디스카운트)
EV	18,992	
순차입금	4,503	- 24년말 기준
한울바이오파마 지분가치	3,879	- 3개월 시가총액 평균, 지분율 30.8%에 -30% 할인
적정기업가치	18,368	
주식 수 (천주)	11,506	
목표주가 (원)	159,635	- 160,000원
현재주가 (원)	125,000	
상승여력	27.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 국내 상위 제약사 Valuation Table (십억원, %, 배)

사명	시총 (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	6.7	2,083	2,227	131	180	6.3	8.1	161	198	7.6	8.8	43.4	34.8	3.3	3.1	35.4	27.6	3.5	3.2
한미약품	3.6	1,625	1,743	264	283	16.3	16.3	191	205	16.0	14.8	19.8	18.4	3.2	2.7	10.6	9.6	2.2	2.1
종근당	1.5	1,546	1,664	109	118	7.1	7.1	91	100	9.7	9.1	17.5	16.9	1.7	1.5	8.7	8.0	1.0	0.9
동아에스티	0.6	659	704	31	42	4.7	6.0	26	33	4.1	4.7	23.9	18.9	1.0	0.9	14.4	11.9	0.9	0.9
녹십자	1.7	1,766	1,895	63	92	3.6	4.8	14	47	1.0	3.3	133.5	41.0	1.4	1.4	17.7	14.9	1.0	0.9
대웅제약	1.4	1,312	1,410	144	170	11.0	12.0	86	114	9.8	11.6	16.9	12.8	1.7	1.5	10.0	8.6	1.1	1.0
HK이노엔	1.2	910	978	99	114	10.9	11.7	71	81	-	-	16.6	14.6	-	-	11.4	9.6	1.3	1.2
평균						8.5	9.4			8.0	8.7	38.8	22.5	2.0	1.8	15.4	12.9	1.6	1.5

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 대웅제약 2Q24P Review

(억원, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24P			성장률	
			예상치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,071	2,966	3,255	3,183	2.3	6.0	9.7
매출총이익	1,544	1,485	1,740			12.6	17.2
매출총이익률	50.3	50.1	53.4			3.2	3.4
영업이익	362	312	496	432	14.7	36.9	58.7
영업이익률	11.8	10.5	15.2	13.6	1.7	3.4	4.7
순이익	287	108	66	257	-74.4	-77.1	-39.2

자료: 대웅제약, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 대웅제약 분기 및 연간 실적 추정

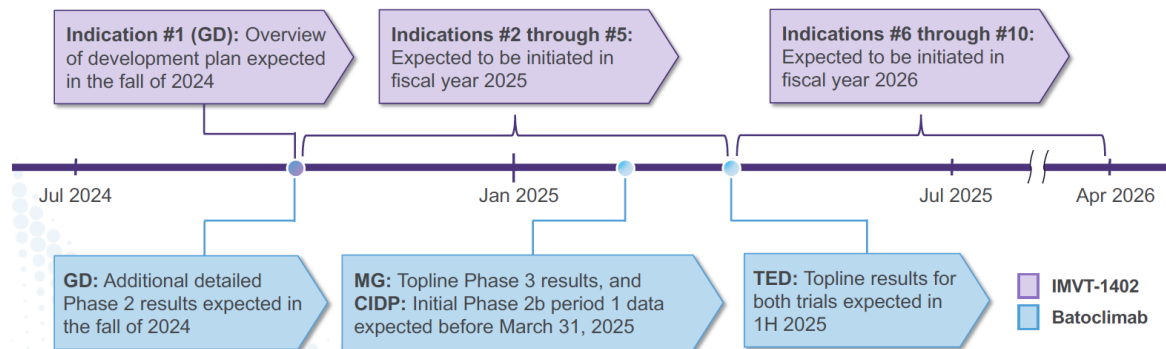
(억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F
매출액	2,923	3,071	3,030	3,196	2,966	3,255	3,044	3,265	10,550	11,614	12,220	12,530
YoY 성장률	7.3	4.5	0.5	8.8	1.5	6.0	0.5	2.2	11.7	10.1	5.2	2.5
ETC	2,069	2,207	2,165	2,284	2,095	2,180	2,114	2,230	7,780	8,256	8,725	8,618
YoY 성장률	4.7	7.2	3.3	7.4	1.3	-1.2	-2.4	-2.4	9.7	6.1	5.7	-1.2
팩수클리	117	125	144	163	181	332	250	270	0	167	549	1,033
YoY 성장률			114.9	63.0	54.7	165.6	73.6	65.6			228.7	88.2
엔블로		11	13	22	27	28	38	49			46	142
YoY 성장률						154.5	190.8	123.4				208.6
나보타	426	327	380	337	372	531	426	383	796	1,421	1,470	1,712
YoY 성장률	40.1	-11.9	-5.9	-1.5	-12.7	62.4	12.2	13.6	57.9	78.5	3.4	16.5
OTC	260	276	292	325	317	337	309	370	1,142	1,276	1,153	1,333
YoY 성장률	-12.5	-19.5	-16.1	12.8	21.9	22.1	5.9	13.7	0.9	11.7	-9.6	15.6
글로벌(수출)	39	66	40	111	55	87	53	146	369	203	256	341
YoY 성장률	11.4	4.8	-13.0	88.1	41.0	31.8	31.8	31.8	149.3	-45.0	26.1	33.2
수탁(CMO) 외	127	119	136	131	128	124	142	137	463	458	513	530
YoY 성장률	14.4	15.5	12.4	6.5	0.8	4.2	4.2	4.2	-18.6	-1.1	12.0	3.4
매출총이익	1,428	1,544	1,521	1,588	1,485	1,740	1,537	1,566	4,870	5,673	6,082	6,327
YoY 성장률	9.9	5.9	2.0	11.6	3.9	12.6	1.1	-1.4	24.9	16.5	7.2	4.0
매출총이익률	48.9	50.3	50.2	49.7	50.1	53.4	50.5	48.0	46.2	48.8	49.8	50.5
영업이익	310	362	342	320	312	496	373	304	955	1,060	1,334	1,484
YoY 성장률	15.7	7.8	12.8	109.4	0.8	36.9	9.0	-5.3	656.4	11.0	25.9	11.2
영업이익률	10.6	11.8	11.3	10.0	10.5	15.2	12.2	9.3	9.1	9.1	10.9	11.8
EBITDA	393	450	432	416	410	584	463	385	1,284	1,380	1,691	1,842
YoY 성장률	12.5	8.6	12.9	77.5	4.4	29.8	7.2	-7.5	181.5	7.5	22.5	9.0
EBITDA 마진율	13.4	14.7	14.2	13.0	13.8	17.9	15.2	11.8	12.2	11.9	13.8	14.7
순이익	205	287	198	425	108	66	244	498	358	486	1,115	915
YoY 성장률	16.9	38.5	-8.1	흑전	-47.1	-77.1	23.3	16.9	1,040.4	35.7	129.6	-17.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

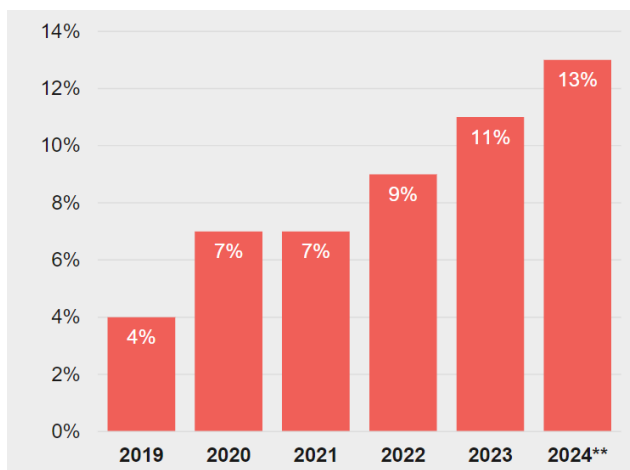
그림 1. 한울바이오파마 파트너 이뮤노반트의 단기 마일스톤

Three Investigational New Drug (IND) applications expected to be active by calendar year end.
On track to initiate 4-5 potentially registrational programs for IMVT-1402 over this fiscal year
and trials in a total of 10 indications by March 31, 2026^{1,2}



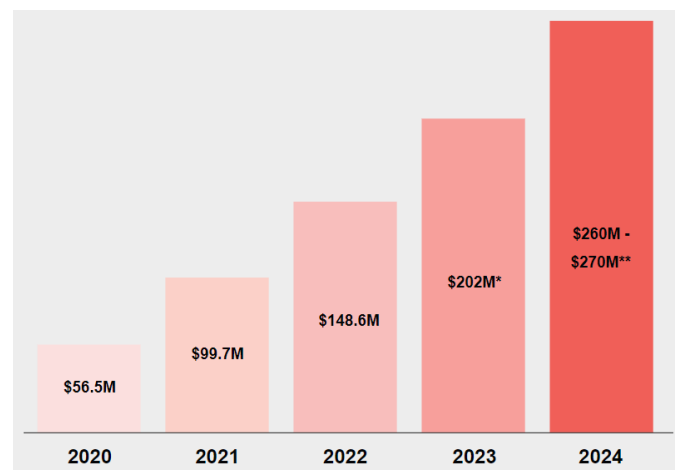
자료: Immunovant, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 에볼루스의 주보(나보타) 미국 지역 점유율 추이



주: 2024 YTD 점유율

자료: Evolus, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 24년 가이던스 \$255~265mn에서 \$260~270mn 상향조정
2028년 \$700mn 목표

자료: Evolus, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 대웅제약 파이프라인 현황

	연구	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	NDA 제출	허가/판매
NCEs (New Chemical Entity)	DWJ215 ¹⁾ 난청	Enavogliflozin 당뇨병성 안구 합병증 (eye disorder)	Fexuprazan 주사제	Bersiporocin (DWI2088) 특발성폐섬유증 (IPF) [US, KR]	Fexuprazan 비스테로이드성 소염진통제로 인한 위양 예방 (NSAIDs induced gastritis)	Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료 [Global 10개국]	Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료 위약
	DWP216 항암	Bersiporocin (DWI2088) 간질성 폐질환 (SSc-ILD)	DWRX2008 당뇨성 망막병증	DWP306001 비만	Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료 후 유지요법	Enavo ²⁾ + Insulin 2형 당뇨	Fexuprazan 위염 (10mg)
	DWP217 항암	Bersiporocin (DWI2088) 전신경화증	DWP213388 자가면역질환 [US]		Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료 [ON]		Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료
	DWP218 자가면역질환	Bersiporocin (DWI2088) 신염 (Nephritis)	DWP17061 ¹⁾ OA pain [AU]		Enavo ²⁾ + Metformin 2형 당뇨 [ON]		Enavogliflozin ²⁾ 2형 당뇨
		DWP212525 자가면역질환	DWP307399 파킨슨병 [US]		Enavo ²⁾ + Insulin 2형 당뇨 [ON]		Enavo ²⁾ + Metformin 2형 당뇨
		DWP219 Post-operative pain			Enavo ²⁾ 중등증 신장애		Enavo ²⁾ + Met + DPP4i 2형 당뇨
Biologics	DWP458 ⁴⁾ 골다공증	DWP457 장기저속형 인슐린	Furestem ⁵⁾ 크론병	Prabotulinumtoxin A (AEON) 경부근긴장이상 (Cervical dystonia)	HL161 ³⁾ MG, TED		
	DWP820S002 뇌졸중	DWP820S001 치매 (알츠하이머)	DWP710 급성호흡근관증후군	Prabotulinumtoxin A (AEON) Chronic migraine	HL036 ³⁾ Dry Eye Disease [US/CN]		
		DWP820S009 급성중증폐장염		Prabotulinumtoxin A (AEON) Episodic migraine			
				HL161 ³⁾ WAIHA, CIDP, Graves' Disease			
				Furestem-RA ⁵⁾ 골관절염			
				DWP706 각막손상			

- 1) 아이젠 테라퓨틱스
- 2) GC녹십자
- 3) HANALL
- 4) 서울아산병원
- 5) KANG STEM BIOTECH

자료: 대웅제약, 미래에셋증권 리서치센터

대웅제약 (069620)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,222	1,253	1,316	1,395
매출원가	614	620	645	676
매출총이익	608	633	671	719
판매비와관리비	475	484	515	548
조정영업이익	133	148	156	170
영업이익	133	148	156	170
비영업손익	-21	-17	-13	-7
금융손익	-12	-11	-8	-3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	112	131	143	163
계속사업법인세비용	0	39	10	20
계속사업이익	112	92	133	143
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	112	92	133	143
지배주주	112	92	133	143
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	110	92	133	143
지배주주	110	92	133	143
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	169	184	193	209
FCF	54	126	161	174
EBITDA 마진율 (%)	13.8	14.7	14.7	15.0
영업이익률 (%)	10.9	11.8	11.9	12.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.2	7.3	10.1	10.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	392	432	481	610
현금 및 현금성자산	17	49	79	183
매출채권 및 기타채권	162	164	173	183
재고자산	203	208	219	232
기타유동자산	10	11	10	12
비유동자산	1,173	1,176	1,185	1,196
관계기업투자등	292	299	314	333
유형자산	399	376	359	339
무형자산	207	226	237	248
자산총계	1,566	1,609	1,665	1,806
유동부채	626	583	510	509
매입채무 및 기타채무	200	205	216	229
단기금융부채	370	320	234	217
기타유동부채	56	58	60	63
비유동부채	136	138	142	146
장기금융부채	66	66	66	66
기타비유동부채	70	72	76	80
부채총계	763	721	652	656
지배주주지분	803	888	1,014	1,150
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	158	158	158	158
이익잉여금	648	732	859	995
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	803	888	1,014	1,150

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	133	128	168	179
당기순이익	112	92	133	143
비현금수익비용가감	64	86	55	63
유형자산감가상각비	26	24	24	24
무형자산상각비	10	12	13	15
기타	28	50	18	24
영업활동으로인한자산및부채의변동	-22	0	-2	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-10	-3	-6	-8
재고자산 감소(증가)	-37	-5	-10	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	2	5	6
법인세납부	-6	-39	-10	-20
투자활동으로 인한 현금흐름	-188	-33	-30	-32
유형자산처분(취득)	-79	-1	-6	-5
무형자산감소(증가)	-39	-31	-24	-26
장단기금융자산의 감소(증가)	1	0	0	-1
기타투자활동	-71	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	42	-57	-93	-24
장단기금융부채의 증가(감소)	-4	-50	-86	-17
자본의 증가(감소)	25	0	0	0
배당금의 지급	-7	-7	-7	-7
기타재무활동	28	0	0	0
현금의 증가	-14	32	29	105
기초현금	31	17	49	79
기말현금	17	49	79	183

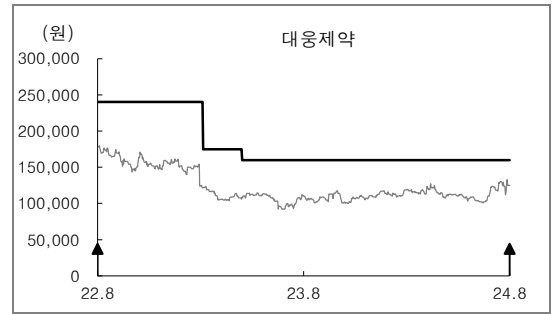
자료: 대웅제약, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	12.1	15.8	10.9	10.1
P/CF (x)	7.7	8.2	7.7	7.0
P/B (x)	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	10.5	9.7	8.7	7.4
EPS (원)	9,623	7,900	11,478	12,352
CFPS (원)	15,167	15,320	16,203	17,749
BPS (원)	69,548	76,852	87,735	99,491
DPS (원)	600	600	600	600
배당성향 (%)	6.2	7.5	5.2	4.8
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	5.2	2.5	5.0	6.0
EBITDA증가율 (%)	22.5	9.0	4.6	8.4
조정영업이익증가율 (%)	25.9	11.2	4.9	9.2
EPS증가율 (%)	129.6	-17.9	45.3	7.6
매출채권 회전율 (회)	10.1	10.0	10.1	10.2
재고자산 회전율 (회)	6.4	6.1	6.2	6.2
매입채무 회전율 (회)	7.2	6.7	6.7	6.7
ROA (%)	7.6	5.8	8.1	8.2
ROE (%)	15.2	10.8	14.0	13.2
ROIC (%)	19.0	14.0	19.5	20.1
부채비율 (%)	95.0	81.2	64.3	57.0
유동비율 (%)	62.6	74.2	94.3	119.7
순차입금/자기자본 (%)	52.1	37.8	21.8	8.6
조정영업이익/금융비용 (x)	10.1	12.0	15.1	19.4

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



* 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(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 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.