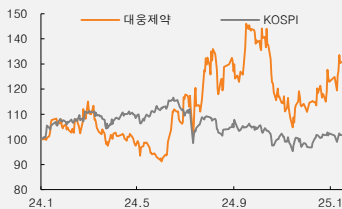


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 210,000원
현재주가(25/2/10)	144,400원
상승여력	45.4%

영업이익(24F,십억원)	164		
Consensus 영업이익(24F,십억원)	164		
EPS 성장률(24F,%)	-61.8		
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.2		
P/E(24F,x)	34.4		
MKT P/E(24F,x)	10.8		
KOSPI	2,521.27		
시가총액(십억원)	1,673		
발행주식수(백만주)	12		
유동주식비율(%)	37.7		
외국인 보유비중(%)	8.8		
베타(12M) 일간수익률	1.19		
52주 최저가(원)	100,600		
52주 최고가(원)	161,100		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.6	15.5	21.5
상대주가	10.3	18.6	26.3



[제약/바이오]

김승민

sm.kim.a@miraeasset.com

069620 · 제약/바이오

대웅제약

마진 개선 우등생

4Q24P Review: 컨센서스에 부합

별도 기준, 4Q24P 매출액 3,273억원(+2% YoY), 영업이익 418억원(+30% YoY), 순이익 -62억원(적자전환 YoY)으로 매출액과 영업이익은 컨센서스에 부합했다. 순이익 적자는 기 투자 자산의 손상차손 인식 등 때문이다.

ETC 2,187억원(-4% YoY)을 기록했다. 도입상품 포시가(당뇨) 계약 종료 되었으나 자체 제품 펙수클루(위식도역류) 232억원, 엔블로(당뇨) 31억원 등 발생하며 역성장을 일부 상쇄했다. ETC 부문에서 제품 비중이 58%(+5.3%p YoY)로 증가했다. 나보타 486억원(+44% YoY)을 기록했다. 국내 84억원(-16% YoY) 역성장에도, 에볼루스 향 매출 증가로 수출이 402억원(+69% YoY) 고성장했다. OTC 335억원(+3% YoY)을 기록했다. 우루사, 임팩타민 및 건기식 때문이다. ETC 부문에서 제품 비중 증가, 고마진의 나보타 수출 증가 등으로 GPM 51.5%(+1.8%p YoY), OPM 12.8%(+2.7%p YoY)으로 개선되었다.

2025년 실적 전망: 매출액 +8% YoY, 영업이익 +13% YoY 성장 전망

별도 기준, 2025년 매출액 1조 3,651억원(+8% YoY), 영업이익 1,846억원(+13% YoY)을 전망한다. 기존 추정치 대비 +4%, +19% 상향조정했다.

ETC 9,311억원(+8% YoY)을 예상한다. 공동판매 효과 및 하반기 저용량 출시로 펙수클루(1,450억원 +49% YoY)와 엔블로(249억원, +117% YoY)가 주요 성장 동력이다. 나보타 2,100억원(+13% YoY)을 예상한다. 국내 성장은 제한적이나, 에볼루스의 시장 침투 확대에 수출이 확대될 전망이다. 에볼루스는 올해 +31% 성장 가이던스를 제시하고 있다. 자체 제품 ETC 매출 증가와 나보타 성장 지속되며 GPM 52.3%(+0.8%p YoY), OPM 13.5%(+0.6%p YoY) 마진 개선이 지속될 전망이다.

투자 의견 매수, 목표주가 21만원으로 상향(기존 16만원)

실적 추정치 상향 조정 기반으로 목표주가를 상향한다. 영업가치 2조 5,264억원, 순차입금 5,400억원, 한울바이오파마 지분 가치 4,309억원을 고려해 산정했다. 영업가치는 메디톡스와 소송이 마무리되지 않은 바, 상위 제약사 평균 EV/EBITDA 대비 -20% 할인한 멀티플을 적용했다. 소송 최종 결론까지 상당기간 소요될 것으로 예상된다. 다만, 제품 믹스 개선 통한 마진 개선만으로도 상승여력은 충분하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,161	1,222	1,265	1,365	1,447
영업이익 (십억원)	106	133	164	185	201
영업이익률 (%)	9.1	10.9	13.0	13.6	13.9
순이익 (십억원)	49	112	43	151	158
EPS (원)	4,191	9,623	3,679	13,026	13,650
ROE (%)	7.6	15.2	5.2	16.6	14.9
P/E (배)	37.8	12.1	34.4	11.1	10.6
P/B (배)	2.7	1.7	1.7	1.7	1.5
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4

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	2,256	
Target EV/EBITDA	11.2	- 국내 상위 6개 제약사 평균 대비 -20% 할인 (메디톡스와 소송 관련 불확실성)
EV	25,264	
순차입금	5,399	- 25년 기준
한올바이오파마 지분가치	4,309	- 3개월 시가총액 평균. 지분율30.8%에 -30% 할인
적정기업가치	24,173	
주식 수 (천주)	11,506	
목표주가 (원)	210,089	- 210,000원
현재주가 (원)	144,400	
상승여력	45.5%	

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	10.2	2,083	2,276	94	164	4.5	7.2	117	183	5.9	8.4	88.3	58.7	5.2	4.9	69.2	46.2	5.3	4.9
한미약품	3.3	1,633	1,759	242	265	14.8	15.1	174	190	13.3	12.9	20.8	19.1	2.8	2.5	10.4	9.4	2.1	1.9
대웅제약	1.7	1,345	1,445	154	175	11.4	12.1	67	119	8.3	12.8	24.5	14.1	2.0	1.8	10.5	9.2	1.2	1.2
녹십자	1.6	1,691	1,861	43	81	2.5	4.3	-14	36	-1.0	2.7	-	47.8	1.3	1.3	20.5	15.7	1.0	0.9
종근당	1.1	1,564	1,683	91	93	5.8	5.5	109	83	12.0	8.6	10.3	13.4	1.2	1.1	7.2	6.7	0.7	0.7
HK이노엔	1.0	908	995	91	109	10.1	11.0	63	79	-	-	16.5	13.0	-	-	10.3	8.3	1.1	1.0
동아에스티	0.5	652	709	35	40	5.3	5.6	17	27	2.7	4.1	26.0	16.7	0.7	0.7	11.3	11.2	0.7	0.7
평균						7.8	8.7			6.9	8.2	31.1	26.1	2.2	2.0	19.9	15.3	1.7	1.6

주: 25년 2월 10일 기준

자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 대웅제약 4Q24P Review

(억원, %, %p)

	4Q23	3Q24	4Q24P			성장률	
			예상치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,196	3,159	3,273	3,290	-0.5	2.4	3.6
매출총이익	1,588	1,605	1,687	1,696	-0.5	6.2	5.1
매출총이익률	49.7	50.8	51.5	51.6	0.0	1.8	0.7
영업이익	320	411	418	421	-0.6	30.4	1.6
영업이익률	10.0	13.0	12.8	12.8	0.0	2.7	-0.3
순이익	425	319	-62	281	-122.1	적전	적전

자료: Fnguide, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 연간 실적 추정 변경

(억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	24P	25F	24P	25F	24P	25F
매출액	12,530	13,156	12,653	13,651	1.0	3.8
영업이익	1,484	1,557	1,638	1,846	10.3	18.5
EBITDA	1,842	1,926	2,031	2,256	10.2	17.1
순이익	915	1,330	426	1,509	-53.4	13.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 대웅제약 분기 및 연간 실적 추정

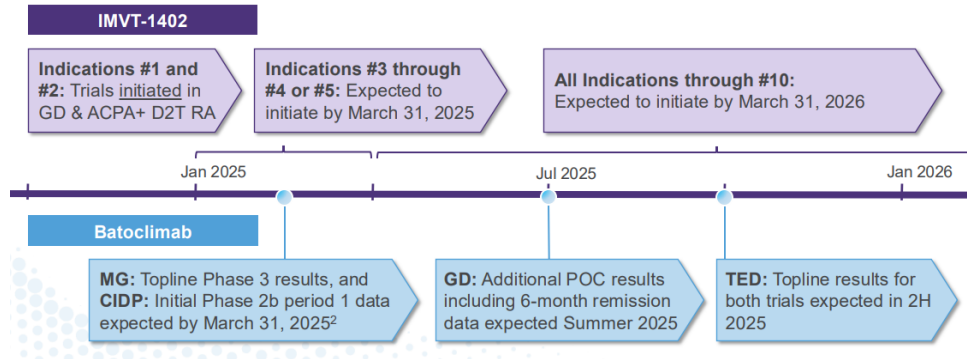
(억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024P	2025F
매출액	2,966	3,255	3,159	3,273	3,128	3,363	3,516	3,644	11,614	12,220	12,653	13,651
YoY 성장률	1.5	6.0	4.3	2.4	5.5	3.3	11.3	11.3	10.1	5.2	3.5	7.9
ETC	2,095	2,180	2,143	2,187	2,148	2,215	2,443	2,505	8,256	8,725	8,605	9,311
YoY 성장률	1.3	-1.2	-1.0	-4.2	2.5	1.6	14.0	14.6	6.1	5.7	-1.4	8.2
팩수클리	181	332	226	232	250	300	450	450	167	549	971	1,450
YoY 성장률	54.7	165.6	56.9	42.3	38.1	-9.6	99.1	94.0		228.7	76.9	49.3
엔블로	27	28	29	31	40	52	68	89		46	115	249
YoY 성장률		154.5	123.1	40.9	49.3	87.1	134.9	185.6			150.0	116.8
나보타	372	531	475	486	458	577	517	547	1,421	1,470	1,864	2,100
YoY 성장률	-12.7	62.4	25.0	44.2	23.2	8.7	8.8	12.6	78.5	3.4	26.8	12.6
OTC	317	337	344	335	342	359	364	343	1,276	1,153	1,333	1,409
YoY 성장률	21.9	22.1	17.8	3.1	8.0	6.6	5.8	2.4	11.7	-9.6	15.6	5.7
글로벌(수출)	55	87	67	122	61	96	74	134	203	256	331	364
YoY 성장률	41.0	31.8	67.5	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	-45.0	26.1	29.3	10.0
수탁(CMO) 외	128	124	127	122	120	116	119	114	458	513	501	468
YoY 성장률	0.8	4.2	-6.6	-6.6	-6.6	-6.6	-6.6	-6.6	-1.1	12.0	-2.3	-6.6
매출총이익	1,485	1,740	1,605	1,686	1,611	1,782	1,853	1,895	5,673	6,082	6,515	7,141
YoY 성장률	3.9	12.7	5.5	6.1	8.5	2.4	15.5	12.4	16.5	7.2	7.1	9.6
매출총이익률	50.1	53.4	50.8	51.5	51.5	53.0	52.7	52.0	48.8	49.8	51.5	52.3
영업이익	312	496	411	418	382	491	499	474	1,060	1,334	1,638	1,846
YoY 성장률	0.8	37.1	20.3	30.4	22.2	-1.0	21.3	13.4	11.0	25.9	22.8	12.7
영업이익률	10.5	15.2	13.0	12.8	12.2	14.6	14.2	13.0	9.1	10.9	12.9	13.5
EBITDA	410	595	512	514	484	594	604	573	1,380	1,691	2,031	2,256
YoY 성장률	4.4	32.2	18.7	23.4	18.0	-0.1	18.0	11.6	7.5	22.5	20.1	11.1
EBITDA 마진율	13.8	18.3	16.2	15.7	15.5	17.7	17.2	15.7	11.9	13.8	16.0	16.5
순이익	108	66	319	-67	319	353	489	348	486	1,115	426	1,509
YoY 성장률	-47.1	-77.1	61.6	-115.8	194.9	436.6	53.0	-617.9	35.7	129.6	-61.8	254.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

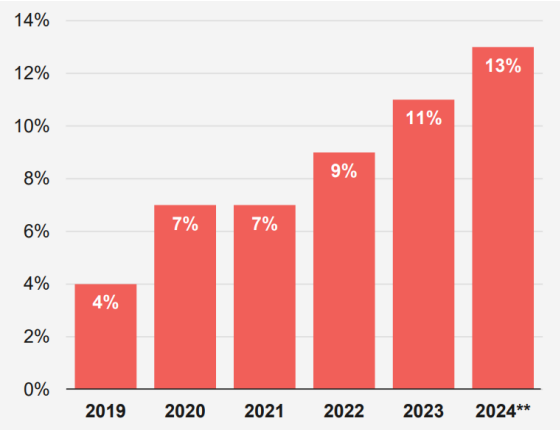
그림 1. 한울바이오파마 파트너 이뮤노반트의 단기 마일스톤

On track to initiate 4-5 potentially registrational programs for IMVT-1402 by March 31, 2025 and trials in a total of 10 indications by March 31, 2026¹



자료: Immunovant(25.02), 미래에셋증권 리서치센터

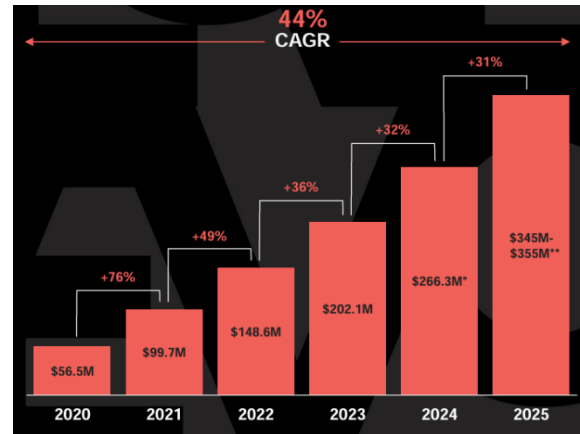
그림 2. 에볼루스: 주보(나보타) 미국 지역 점유율 추이



주: 2024 YTD 점유율

자료: Evolus(25.01), 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 에볼루스: 25년 가이던스 \$345~\$355mn 목표



자료: Evolus(25.01), 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 대웅제약 파이프라인 R&D 업데이트 현황 (1Q25)

	연구	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상
자가면역 & 염증 (7)	A22 (PPI) 전신성홍반성루푸스	B DWP8175004 (미공개) 근감소증	DWP212525 (JAK3/TFK) 천포창	Aneratrigine (Nav1.7) ²⁾ 골관절염 통증 [EU/KR]	B Tanfanercept (TNFα) ¹⁾ 연구건조증 [US]
	A24 (TPD) 전신성홍반성루푸스	B DWP714 (TGF-β3) 연골재생			
대사 & 섬유증 (7)	KDDF DWP220 (미공개) MASH / 특발성폐섬유증	Bersiporocin (PRS 저해제) 전신경화증	Bersiporocin (PRS 저해제) 켈로이드, 비후성상훈: SC 제형	KDDF Bersiporocin (PRS 저해제) ⁴⁾ 특발성 폐섬유증	
	DWP222 (GLP-1/GIP) 비만/ 당뇨 - 경구형	B DWP코드미정 (GLP-1) ⁵⁾ 비만: 1개월 장기지속형 (개량)			
항암 (3)		B DWRX5003 (GLP-1) 비만: 마이크로니들 패치형 (개량)			
	DWP221 (표적단백질분해제) ⁶⁾ 고형암	KDDF DWP216262 (TEAD1) NF2 변이: EGFR/KRAS 내성 암			
뇌 & 기타 (5)	DWP217 (면역항암제) 면역항암제 불응성 암	DWP223384 (항성치사, Pol θ) 난소암: 유방암			
	KDDF DWP219 (Kv7.4) 난청	DWP218358 (BBB투과 ITK/BTK) 다발성경화증	DWP307399 (Nurr1) ^{1,3)} 파킨슨병 [US]	Aneratrigine (Nav1.7) ²⁾ 대상포진 통증 [EU/KR]	
			B DWRX5001 (Somatropin) 성장호르몬: 마이크로니들 패치형		

1) Biologics 2) KDDF Korea Drug Development Fund Project 3) HANALL 4) 2) 미래에셋증권 리서치센터 5) NURRON 6) CSP 7) TIONLAB 8) Sin

자료: 대웅제약, 미래에셋증권 리서치센터

대웅제약 (069620)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,222	1,265	1,365	1,447
매출원가	614	614	651	683
매출총이익	608	651	714	764
판매비와관리비	475	488	530	563
조정영업이익	133	164	185	201
영업이익	133	164	185	201
비영업손익	-21	-89	-15	-8
금융손익	-12	-12	-9	-5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	112	75	170	193
계속사업법인세비용	0	32	19	35
계속사업이익	112	43	151	158
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	112	43	151	158
지배주주	112	43	151	158
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	110	43	151	158
지배주주	110	43	151	158
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	169	203	226	244
FCF	54	151	182	193
EBITDA 마진율 (%)	13.8	16.0	16.6	16.9
영업이익률 (%)	10.9	13.0	13.6	13.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.2	3.4	11.1	10.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	392	387	458	607
현금 및 현금성자산	17	1	41	164
매출채권 및 기타채권	162	166	179	190
재고자산	203	210	227	240
기타유동자산	10	10	11	13
비유동자산	1,173	1,176	1,189	1,197
관계기업투자등	292	302	326	345
유형자산	399	373	351	328
무형자산	207	226	237	248
자산총계	1,566	1,563	1,648	1,804
유동부채	626	585	520	520
매입채무 및 기타채무	200	207	224	237
단기금융부채	370	320	234	217
기타유동부채	56	58	62	66
비유동부채	136	139	145	149
장기금융부채	66	66	66	66
기타비유동부채	70	73	79	83
부채총계	763	724	665	670
지배주주지분	803	839	983	1,134
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	158	158	158	158
이익잉여금	648	684	828	979
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	803	839	983	1,134

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	133	153	188	198
당기순이익	112	43	151	158
비현금수익비용가감	64	154	70	82
유형자산감가상각비	26	28	28	28
무형자산상각비	10	12	13	15
기타	28	114	29	39
영업활동으로인한자산및부채의변동	-22	0	-4	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-10	-4	-10	-8
재고자산 감소(증가)	-37	-7	-17	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	3	7	6
법인세납부	-6	-32	-19	-35
투자활동으로 인한 현금흐름	-188	-33	-31	-32
유형자산처분(취득)	-79	-1	-6	-5
무형자산감소(증가)	-39	-31	-24	-26
장단기금융자산의 감소(증가)	1	0	-1	-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	-17	41	123
기초현금	31	17	1	41
기말현금	17	1	41	164

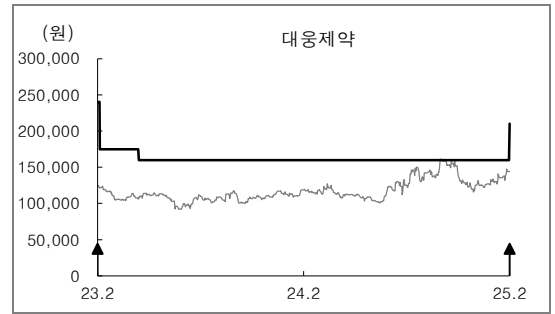
자료: 대웅제약, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	12.1	34.4	11.1	10.6
P/CF (x)	7.7	7.5	7.6	7.0
P/B (x)	1.7	1.7	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	10.5	9.1	8.6	7.3
EPS (원)	9,623	3,679	13,026	13,650
CFPS (원)	15,167	16,949	19,047	20,768
BPS (원)	69,548	72,631	85,062	98,116
DPS (원)	600	600	600	600
배당성향 (%)	6.2	16.2	4.6	4.4
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	5.2	3.6	7.9	6.0
EBITDA증가율 (%)	22.5	20.1	11.1	8.1
조정영업이익증가율 (%)	25.9	22.8	12.7	8.8
EPS증가율 (%)	129.6	-61.8	254.1	4.8
매출채권 회전율 (회)	10.1	10.1	10.3	10.2
재고자산 회전율 (회)	6.4	6.1	6.2	6.2
매입채무 회전율 (회)	7.2	6.6	6.6	6.5
ROA (%)	7.6	2.7	9.4	9.2
ROE (%)	15.2	5.2	16.6	14.9
ROIC (%)	19.0	12.6	22.1	22.3
부채비율 (%)	95.0	86.4	67.7	59.1
유동비율 (%)	62.6	66.2	88.1	116.6
순차입금/자기자본 (%)	52.1	45.9	26.2	10.4
조정영업이익/금융비용 (x)	10.1	13.3	17.9	22.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
대웅제약 (069620)				
2025.02.11	매수	210,000	-	-
2024.04.26	1년 경과 이후	160,000	-19.90	0.69
2023.04.26	매수	160,000	-31.69	-20.69
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
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 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.