

# 대웅제약 (069620/KS)

## 견고한 본업의 가치, 이제는 재평가할 때

**SK증권 리서치센터**

### 매수(신규편입)

목표주가: 180,000 원(신규편입)

현재주가: 146,200 원

상승여력: 23.1%

**Analyst**  
**이선경**

seonkyoung.lee@sks.co.kr

#### Company Data

발행주식수	1,159 만주
시가총액	1,694 십억원
주요주주	
대웅(외4)	61.55%
국민연금공단	8.15%

#### Stock Data

주가(24/08/23)	146,200 원
KOSPI	2,701.69 pt
52주 최고가	146,200 원
52주 최저가	99,900 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 신약 듀오, 펙수클루와 엔블로의 고성장에 주목

펙수클루는 P-CAB 기전의 위식도 역류질환 치료제로 P-CAB 제제의 우월한 경쟁력과 10년 넘게 확보한 넥시움 영업력을 기반으로 23년 313% 성장한 590억원의 처방 실적을 기록했다. 하반기부터는 케이캡을 판매했던 종근당과 공동으로 판매, 고성장이 본격화될 전망이다. 엔블로가 타겟하는 SGLT-2 시장 판도 변화에도 주목할 필요가 있다. 국내 SGLT-2 처방의 50%를 차지하고 있는 포시가는 지난 4월 허가를 취하, 올해 9월까지만 판매된다. 엔블로는 SGLT-2 제제 중 가장 우수한 혈당강하 효능을 보유한 Best in Class 약제로 최근 포시가를 투약한 후 엔블로로 스위칭 해 투약한 환자군에서 엔블로 단독 투약군 대비 당화혈색소와 공복혈당이 각각 0.81%, 32.77mg/dl 감소한 결과를 발표, 포시가 철수 이후 매출 성장이 본격화될 것으로 기대한다.

### 매출 성장을 동반한 수익성 개선, 24년 영업이익 +12.9% 전망

24년 연결 기준 매출액은 1조 4,224억원(+3.4% YoY), 영업이익은 1,384억원(+12.9% YoY, OPM 9.7%)를 전망한다. 동사 주력제품의 매출은 펙수클루 1,082억원(+91% YoY), 엔블로 128억원(+176.5% YoY), 나보타 1,892억원(+30.2% YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 나보타의 미국내 점유율은 23년 11%에서 24년 2분기 기준 13%로 확대, 에볼루스는 최근 24년 매출액 가이드를 2.6억 ~2.7억 달러로 4% 상향 조정하는 등 미국내 나보타 매출은 견조한 상황이다. 고마진 주력제품들의 매출 동반 성장에 따라 GMP와 OPM은 각각 +1.4%p YoY, +0.8%p YoY 개선될 것으로 기대한다.

### 투자의견 매수, 목표주가 18만원으로 커버리지 개시

목표주가는 24년 EBITDA 추정치 1,840억원에 국내 대형 제약사의 12개월 Fwd EV/EBITDA 3개월 평균 16.2배를 적용, 국내 나보타 소송 리스크를 고려해 보수적으로 24년 매출액의 나보타 비중 추정치 13%\*2=26%를 할인해 산출했다. 동사는 견조한 본업에서의 성장과 더불어 2건의 글로벌 기술수출 실적을 보유, 경쟁력 있는 R&D 역량까지 보유하고 있음에도 불구하고 소송에 대한 리스크로 시장에서 저평가되고 있다. 에볼루스향 수출은 에볼루스/메디톡스/엘러간 제 3자 합의 내용에 따라 합의가 완료, 국내 소송결과에 따른 영향은 국내 시장으로 제한적인 상황이다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,153	1,280	1,375	1,422	1,517	1,637
영업이익	십억원	89	96	123	138	166	202
순이익(지배주주)	십억원	25	42	122	70	95	129
EPS	원	2,115	3,646	10,507	6,079	8,234	11,145
PER	배	70.0	43.5	11.1	24.1	17.8	13.1
PBR	배	2.9	2.9	1.8	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	배	16.5	17.2	11.0	10.3	8.3	6.7
ROE	%	4.4	7.2	17.7	8.7	10.6	12.9

## 기업개요

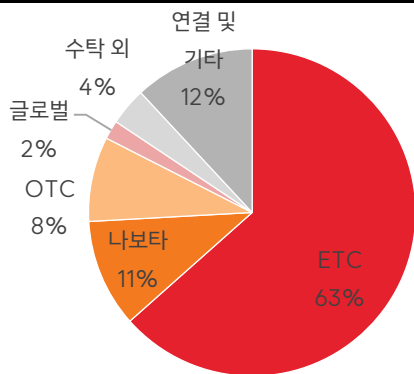
대웅제약은 2002년 10월 주식회사 대웅의 사업부문을 인적분할하여 설립된 전통 제약사로 전문의약품 및 일반의약품 제조/생산하는 사업을 영위하고 있다. 동사의 대표제품으로는 1)1974년 독자개발에 성공한 우루사, 2)국산 보툴리눔독신 제제 최초로 2019년 FDA 품목허가를 획득한 나보타, 3)자체 개발 신약인 위식도역류질환 치료제인 펙수클루와 당뇨병 치료제인 엔블로 등이 있다.

동사는 수익성이 좋은 자체 개발 품목들 중심으로 적응증 확장과 글로벌 시장 진출 확대 전략을 통해 안정적인 성장을 지속하고 있으며, 미래 신성장 동력인 신약 파이프라인에 대한 투자도 강화하고 있다.

주요 종속회사로는 한올바이오파마가 있으며, 2015년 구주 인수 및 유상증자를 통한 신주 발행을 통해 한올바이오파마의 지분 30.2%(1,046억원 규모)를 인수했다.

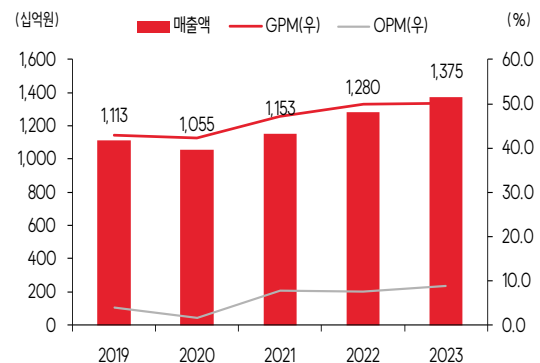
동사는 본업에서의 견조한 성장과 2건의 자체 신약 개발 성공 및 2건의 글로벌 기술이전 계약 체결 등 경쟁력 있는 신약개발 능력을 보유, 이를 기반으로 국가 대표 헬스케어 그룹으로 도약을 준비하고 있다.

사업부별 매출 비중 현황(2023 연결기준)



자료: 대웅제약, SK 증권

매출액 및 수익성 현황(2023 연결기준)



자료: 대웅제약, SK 증권

대용제약 기술이전 계약 현황

제품명	계약상대방	대상지역	계약규모 (백만달러)	선금금 (백만달러)	계약체결일	구분
Bersiporocin (폐섬유증신약)	CS Pharmaceutical	중화권	336.0	6	2023.01.31	기술이전
DWP213388 (ITK/BTK 억제제)	Vitalli Bio(미국)	한국 및 동남아시아 제외한 글로벌	477.0	11	2023.04.28	기술이전
DWJ108U 데포주사제(Leuprolide)	Zydus Worldwide	미국	92.4	-	2023.12.08	기술이전/ 공동연구

자료: 대용제약, SK 증권

대용제약 허가권 및 판권계약 체결 현황

품명	계약상대방	대상지역	계약규모	계약일
펙수클루 (Fexuprazan)	Moksha8	멕시코	44.4	20.01
	EMS	브라질	72.6	20.08
	Shanghai Haini	중국	339.5	21.03
	Neurogastrx	미국, 캐나다	430	21.06
	Biopas	콜롬비아, 페루에과도르, 칠레	29.3	21.06
	Aghrass	사우디아라비아, 아랍에미리트, 쿠웨이트, 바레인, 오만, 카타르	83	21.10.
	Cooper Pharma	모로코	20.3	23.06
엔블로 (Enavogliflozin)	Moksha8	브라질, 멕시코	84	23.02
	JSC Pharmasyntez	러시아, 카자흐스탄, 우즈베키스탄, 벨라루스, 아제르바이잔, 아르메니아	59.8	23.11
나보타 (Prabotulinumtoxin A)	Evolus	미국, 유럽, 캐나다, 호주, 러시아, 남아공, 일본, CIS	296.8	13.09 (변경: 21.03)
	Probiomed	멕시코	10	15.03
	Moksha8	브라질	16.8	18.01

자료: 대용제약, SK 증권

## 24년 91% 매출 성장이 기대되는 펙수클루의 경쟁력

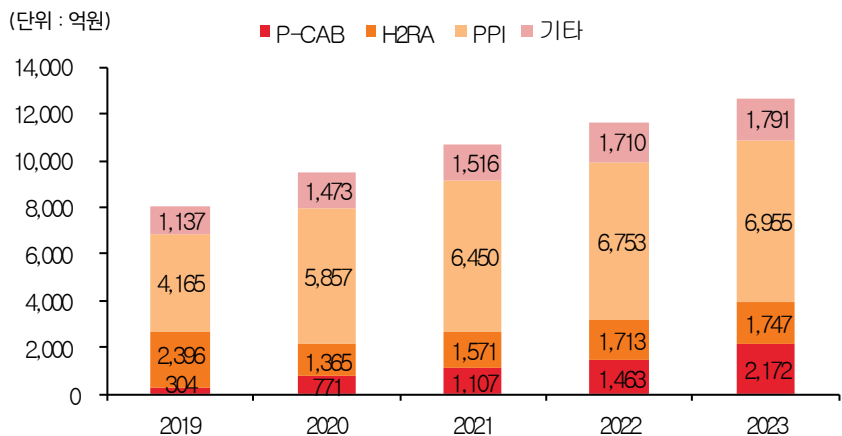
펙수클루(국내 34 호 신약)는 대웅제약이 자체 개발한 P-CAB(potassium-competitive acid blocker) 기전의 위식도 역류질환 치료제로 2022년 7월 국내 출시된 이후 견조한 성장을 지속하고 있다.

국내 위식도 역류질환 치료제 시장 규모는 23년 기준 1조 3천억원으로 파악되며 이중 55%가 PPI(proton pump inhibitor)제제다. PPI 제제는 국내 첫번째 P-CAB 제제인 케이캡이 국내 시장에 출시한 2019년 이후 5년이 지난 현재까지도 여전히 국내 시장에서 55% 시장 점유율을 차지하고 있는 의약품이다. 하지만 PPI 제제는 위산이 활성화된 후 위산 분비가 억제되는 기전으로 약효 발현 시간이 느리고 약효 지속기간 또한 짧으며, 식사 여부에 따라 복용이 제한적인 단점이 존재, 이에 따라 PPI의 단점을 보완한 P-CAB 제제에 대한 수요는 가파르게 증가하고 있다.

펙수클루 역시 P-CAB 제제의 우월한 경쟁력과 10년 넘게 확보한 넥시움(PPI)의 영업력을 기반으로 22년 7월 출시 이후 첫해 143억원, 23년 590억원의 처방실적을 기록하며 313% 성장, 케이캡과 함께 국내 P-CAB 시장 확대를 이끌었다.

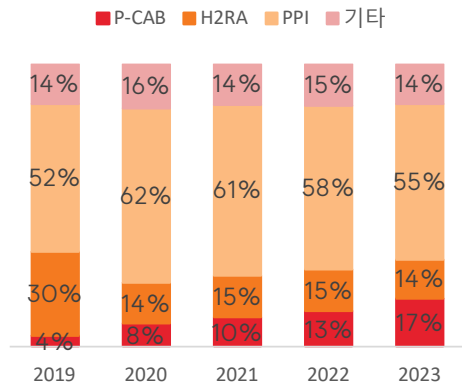
펙수클루는 이번 하반기부터 23년까지 케이캡을 판매했던 종근당과의 Co-promotion 을 통해 판매, 전년대비 91% 성장한 1,052억원 매출을 기록할 것으로 전망한다.

국내 위식도 역류질환 치료제 약제별 처방액 현황



자료: 시장자료, SK 증권

위식도역류질환 약제별 시장 점유율



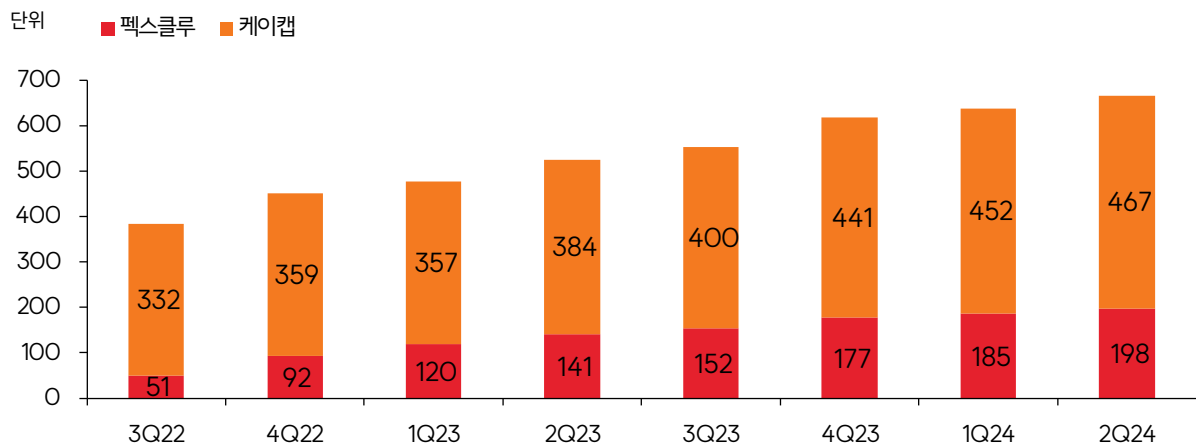
자료: 시장자료, SK 증권

PPI 대비 P-CAB의 특징점

PPI	VS	P-CAB
위산에 의해 활성화한 후 프로톤 펌프와 비가역적으로 결합해 위산 분비 억제		위산에 의한 활성화 없이 프로톤 펌프와 가역적으로 결합해 위산 분비 억제
식사 전 복용해야하며, 최대 효과까지 약 5일 소요됨		식사와 상관없이 복용하며, 수 시간 내 약효가 나타남
위산에 불안정해 위 속에 머무는 시간이 길어 약효가 짧음		위산에 안정성이 높아 위 속에 머무는 시간이 길어 약효가 오래 지속됨
야간에 산 분비		야간에 산 분비 조절 효과
약물 상호작용 우려		낮은 약물 상호작용

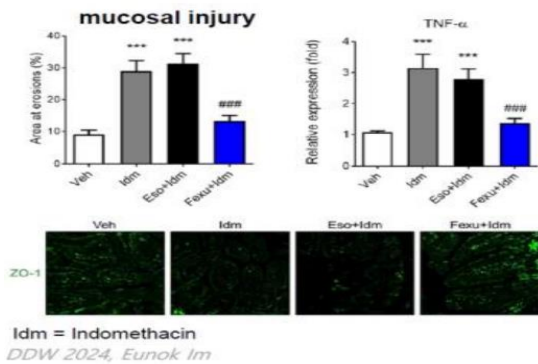
자료: 대웅제약, SK 증권

국내 P-CAB 치료제 분기별 처방액 추이



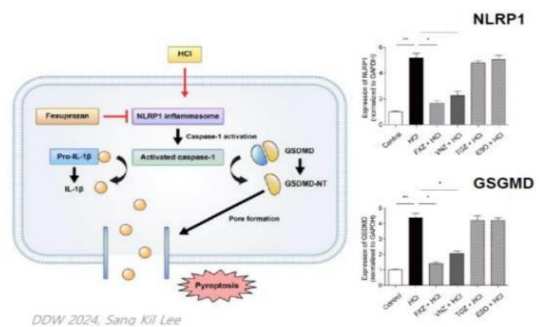
자료: 시장자료, SK 증권

펙스클루의 소장 손상 완화 효과



자료: 대웅제약, SK 증권

펙스클루의 항염증 효과



자료: 대웅제약, SK 증권

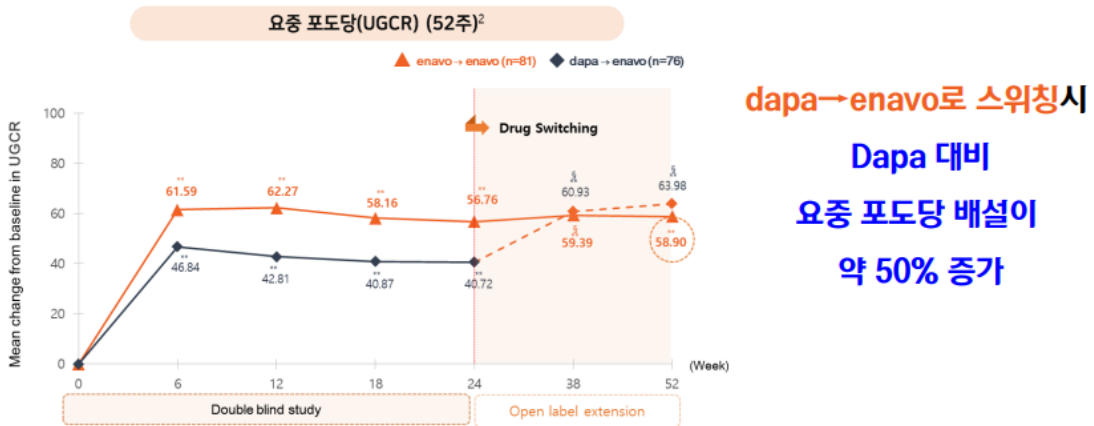
### 엔블로, 9월 국내 포시가 철수 이후 판도변화에 주목

대웅제약의 자체 개발한 두번째 신약 엔블로(국내 36 호 신약)는 SGLT-2 억제 기전의 당뇨병 치료제로는 2023 년 5 월 출시한 이후 11 월, 메트포르민을 더한 2 제 복합제인 엔블로멧을 출시했다. 엔블로 24 년 2 분기 매출은 28 억원(+148.7% YoY, +3.8% QoQ)을 기록, 포시가 제네릭 제품의 출시로 인한 경쟁심화 상황에서도 의미 있는 성장을 보여주고 있다.

SGLT-2(Sodium-glucose Cotransporter-2) 억제제는 세노관에서 포도당이 재 흡수되어 혈류 안으로 들어가는 경로를 차단, 소변으로 포도당이 배출되도록 하는 기전이다. 대표 제품으로는 베링거인겔하임/일라이 릴리의 자디양과 아스트라제네카의 포시가가 있으며, 국내 SGLT-2 처방의 50%를 차지하고 있는 포시가는 지난 4 월 허가를 취하함에 따라 올해 9 월까지 처방이 가능한 상황이다.

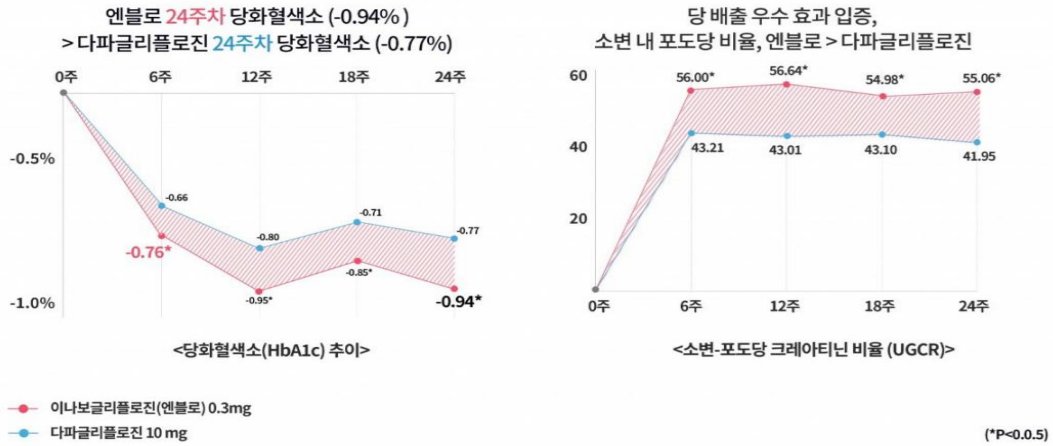
엔블로는 SGLT-2 제제 중 가장 우수한 혈당강하 효능을 보유한 Best in Class 약제로 최근 200 명의 환자를 대상으로 24 주간 포시가를 투약한 후 엔블로로 스위칭해 28 주간 투약한 환자군에서 엔블로 단독 투약군 대비 당화혈색소와 공복혈당이 각각 0.81%, 32.77mg/dl 감소한 결과를 발표, 포시가 철수 이후 매출 증대가 기대된다.

엔블로, 포시가 스위칭 연구 (N=200, 52 주)



자료: 대웅제약, SK 증권

엔블로, 포시가 비교 연구



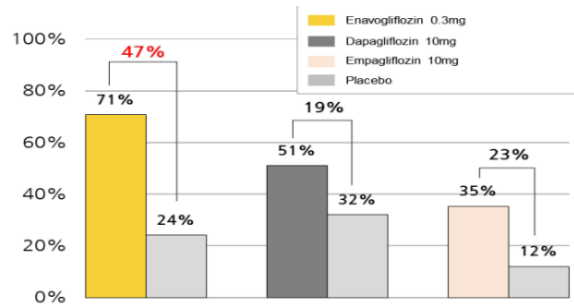
자료: 대웅제약, SK 증권

엔블로, 경쟁약품과 주요 특징 비교

	ENAVO	A company	Y company
상용량	0.3mg	5 / 10mg	100 / 300mg
요당배출량	55g	38g	33 / 47g
당화혈색소 감소수치	-0.96%	-0.66%	-0.74%
정제크기	5mm	10mm	20mm
효능지속	3 ~ 7 days	1 ~ 2 days	1 ~ 2 days

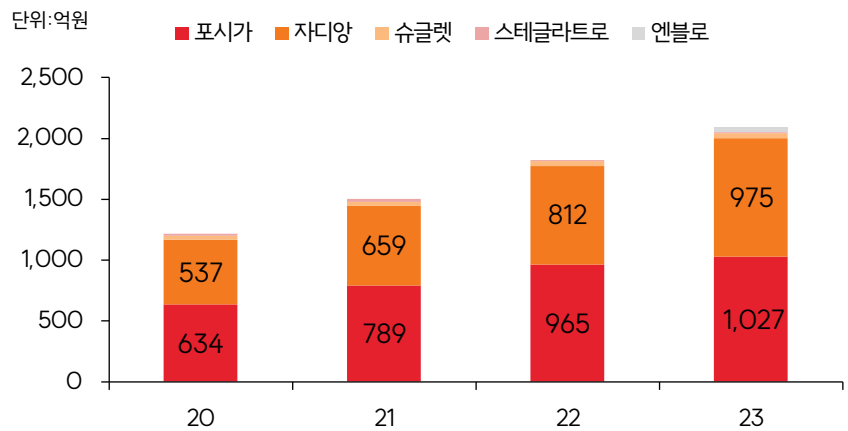
자료: 대웅제약, SK 증권

엔블로, 경쟁약품과의 혈당강하 효과 비교



자료: 대웅제약, SK 증권

국내 SGLT-2 제제 연도별 처방액 현황



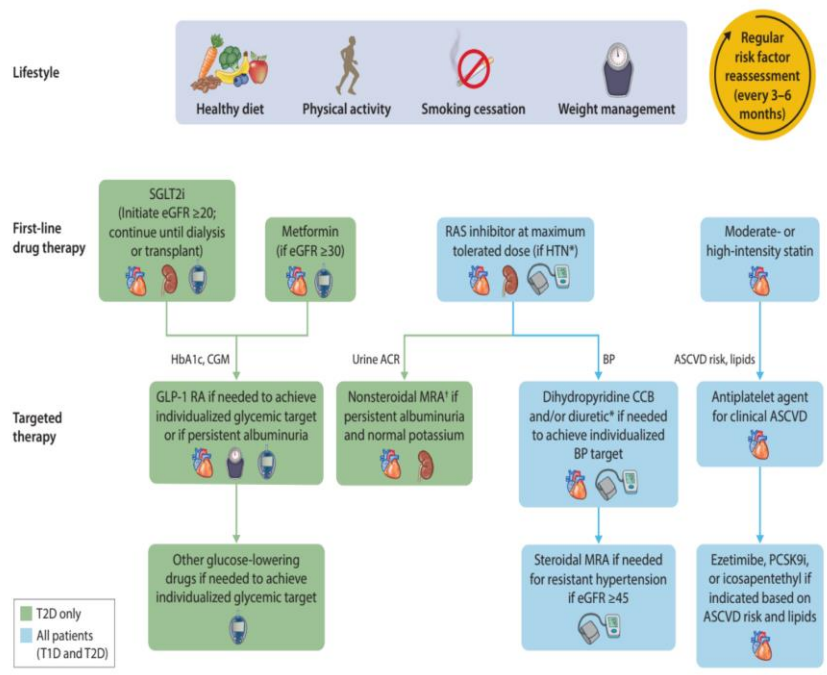
자료: 시장자료, SK 증권

SGLT-2 억제제가 매력적인 이유는 해당 제제는 체중 감소, 혈압강하 및 신장 보호 효과에 따라 최근 당뇨병성 만성신부전(CKD, Chronic Kidney Disease)에 1차 치료요법으로 권고되고 있는 약물로 적응증 확장을 위한 연구도 활발히 진행되고 있으며, 적응증 확장을 통한 매출 증대가 가능하다는 점이다.

당뇨 치료제 시장의 경우, 단일제제 비중은 2007 년 30%에서 지속적으로 감소, 이에 반해 복합제 시장이 지속적으로 증대되고 있다. 뿐만 아니라 23 년 4 월 SGLT-2 제제의 병용 급여 기준이 확대되어 복합제 출시에 따른 매출 증대도 기대해 볼 수 있어 엔블로의 24년 매출은 전년 대비 176.5% 성장한 128억원을 기록할 것으로 전망한다.

엔블로는 메트포르민과의 2 제 복합제(엔블로멧) 출시에 이어 인슐린과의 2 제 복합제, 메트포르민+DPP-4 와의 3 제 복합제에 대한 연구도 하고 있어 품목 다변화를 통한 매출 성장 또한 기대된다.

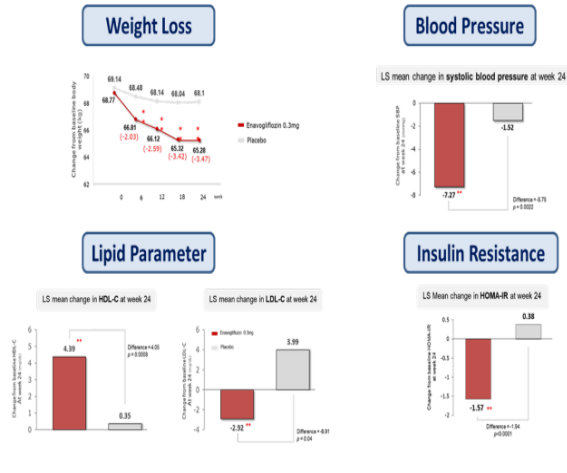
당뇨병성 만성신부전 치료제 가이드라인



자료: KDIGO 2022, SK 증권

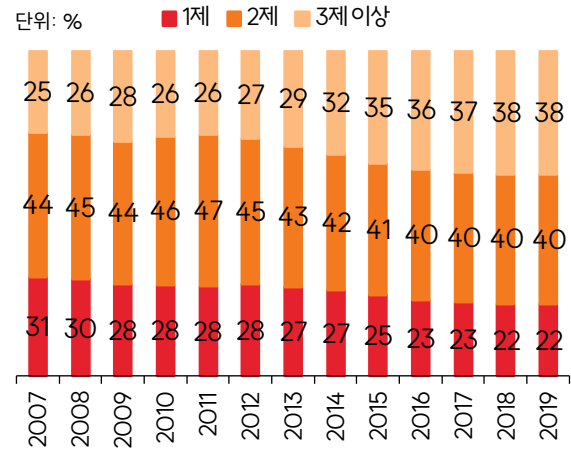


엔블로의 부가적인 효과



자료: 대웅제약, SK 증권

당뇨병 치료제 복합제 병용요법 비율



자료: 대한당뇨병학회 2022, 대웅제약, SK 증권

국내 당뇨병 치료제 병용요법 건강보험 급여 확대안

2제 병용요법의 인정 범위

●: 인정 X: 미인정

구분	메트포르민	설폰닐우레아	메글리티나이드	알파글루코시다제 억제제	치아졸리딘디온	DPP-4 억제제	SGLT-2 억제제			
							다파글리플로진	이프라글리플로진	엠파글리플로진	에르투글리플로진
메트포르민	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
설폰닐우레아	●	●	X	●	●	●	●	NEW	NEW	NEW
메글리티나이드	●	X	●	●	●	X	X	X	X	X
알파글루코시다제 억제제	●	●	●	●	X	X	X	X	X	X
치아졸리딘디온	●	●	●	X	●	●	X	X	X	X
DPP-4 억제제	●	●	X	X	●	●	X	X	X	X
SGLT-2 억제제	다파글리플로진	●	X	X	X	X	●	●	●	●
	이프라글리플로진	●	NEW	X	X	X	●	●	●	●
	엠파글리플로진	●	NEW	X	X	X	●	●	●	●
	에르투글리플로진	●	NEW	X	X	X	●	●	●	●

**3제 병용요법의 인정 범위**

- 메트포르민 + SGLT-2 억제제 + DPP-4 억제제
- 메트포르민 + SGLT-2 억제제(에르투글리플로진 제외) + 치아졸리딘디온

자료: 보건복지부, 대웅제약, SK 증권

## 합의된 시장, 에볼루스 | 나보타

동사의 보툴리눔 독신 제품인 나보타는 2014년 4월 국내 출시를 시작으로 태국(14년 9월), 파나마(15년 2월), 미국(제품명: Jeuveau, 19년 5월)과 캐나다(제품명: Nuceiva, 19년 10월)등에 출시했으며, 최근 유럽과 호주에도 추가 진출함에 따라 북미/남미/유럽/아시아 및 오세아니아 대륙까지 진출을 완료했다.

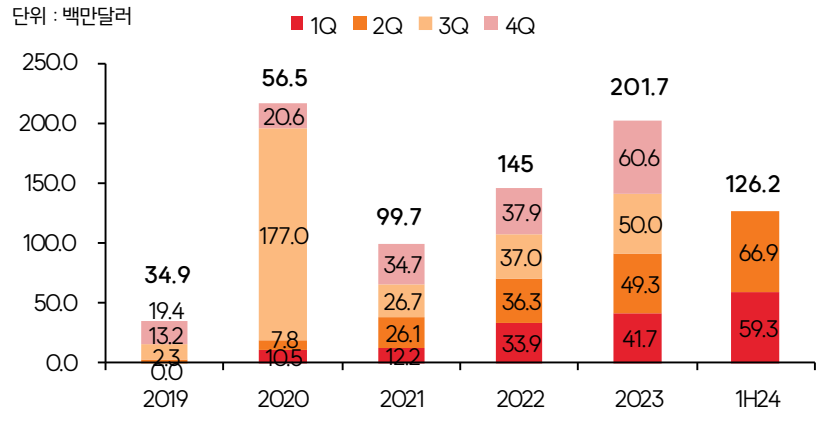
나보타 수출 매출을 견인하고 있는 미국 시장은 Abbvie(Allergan)의 Botox, Ipsen의 Dysport, Merz의 Xeomin, Revance의 Daxxif 등 다수의 제품이 존재해 경쟁이 심화되고 있는 상황이나 북미 파트너사인 에볼루스는 Botox 대비 약 30% 저렴한 가격 경쟁력을 기반으로 기존 보톡스 고객층이 아닌 신규 수요를 창출할 수 있는 밀레니얼 세대(25-39세)를 타겟, 2019년 4%에 불과했던 미국내 시장 점유율은 2024년 2분기 13%까지 확대되었다.

에볼루스의 24년 가이던스는 2.6억 달러 ~2.7억 달러로 기존 대비 4% 상향 조정, 최근 필러 도입을 통한 추가적인 영업 시너지로 매출 확대를 기대하고 있는 상황, 따라서 나보타 수출 매출 또한 견조한 성장을 지속할 것으로 기대한다.

미국 내 보툴리눔 독신 제품별 특징/매출액 현황					
제품명	Jecveau	Botox	Dysport	Xeomin	
판매사	Evolus	Abbvie(Allergan)	Galderma/Ipsen	Merz	
분자량	900 kDa	900 kDa	~400 kDa	150 kDa	
미간 사용 용량	20 U	20 U	50 U	20 U	
Retreatment 주기	3개월	3개월	3개월	3개월	
FDA 승인 (First Approval 기준)	2019.02	1989.	2009.04	2010.07	
미간 사용시 부작용(1% 이상)	N=492	N=405	n=398	N=535	
두통	13.00%	-	9%	5%	
누꺼풀 처짐	2%	4%	2%	0.40%	
보관 (미사용 제품)	2° to 8°C	2° to 8°C	2° to 8°C	상온(20°C~25°C), 냉장(2°C to 8°C), 냉동(-20°C~- 10°C)	
매출액 현황(M\$)	미국	미국	글로벌	글로벌	글로벌
22년	147	1,654	2,615	647	51
23년	200	1,670	2,682	707	53
YoY	36.20%	1.00%	2.60%	9.30%	3.90%

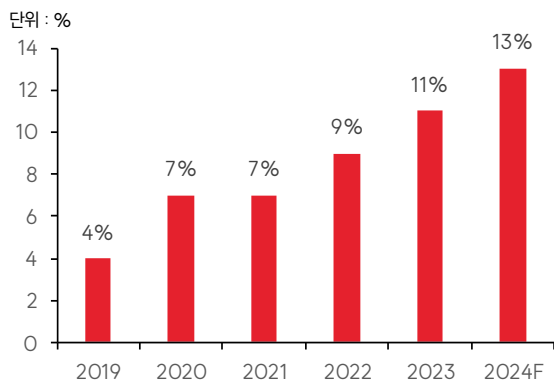
자료: NICE, SK 증권

**Evolus 매출액 추이**



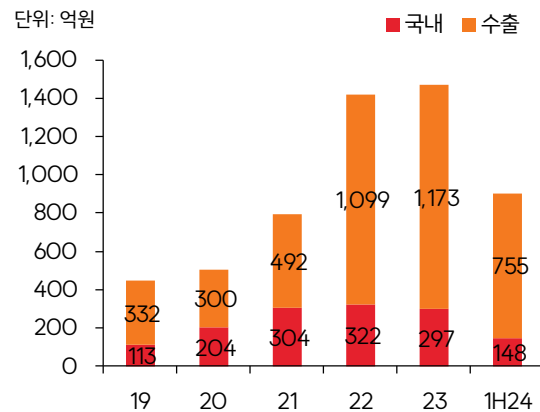
자료: Evolus, SK 증권

**나보타 미국내 매출 성장율**



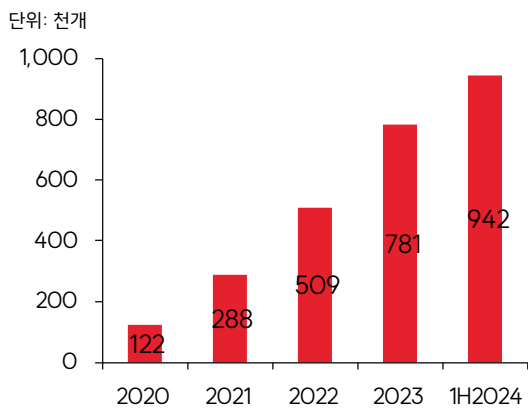
자료: Evolus, SK 증권

**대용제약 나보타 매출 추이**



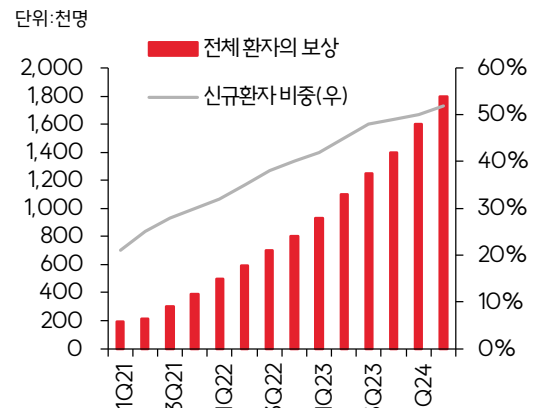
자료: 대용제약, SK 증권

**Evolus 보상 프로그램 등록 현황**



자료: Evolus, SK 증권

**Evolus 보상 프로그램 이용 소비자 현황**



자료: Evolus, SK 증권

견조한 나보타의 수출 성장에도 불구하고, 시장에서는 여전히 메디톡스와 소송에 대한 리스크가 크게 부각되고 있는 실정인데 이는 2023년 2월 10일 민사 소송 1심에서 대응제약이 패소했기 때문이다. 2심은 지난 4월 5일 법원 석명준비명령을 시작으로 진행중, 빠르면 내년 2분기 또는 하반기에 판결이 나올 것으로 예상된다.

해당 소송으로 인해 시장에서 가장 우려하고 있는 사항은 1심 판결문에서 명시한 균주 인도와 제조/판매 금지(제 3자 포함)에 대한 내용으로 패소시 국내는 물론 해외 수출까지도 영향을 받지 않을까 하는 부분이다. 하지만 만약 패소를 한다 해도 에블루스향 매출은 영향을 받지 않을 것으로 판단되는데 이는 23년 2월 10일, 서울지방법원 판결에 대한 에블루스의 입장문과 10K에서도 확인할 수 있듯이 이미 에블루스는 21년 2월 18일 진행된 메디톡스/엘러간과의 제 3자 합의를 통해서 나보타 제조 및 상업화에 대한 모든 권리를 합의했기 때문이다.

참고로 합의문의 주요내용은 (1)에블루스는 미국 및 에블루스가 권리를 보유하고 있는 특정 지역의 Jeuveau(나보타) 상용화, 제조 및 제조할 수 있는 라이선스를 취득, (2)메디톡스는 ITC 소송, 민사 소송 기각 등 에블루스를 상대로 한 미해결 소송의 기각(한국 법원에 제기된 청구 포함)이며, 합의 조건은 에블루스는 메디톡스/엘러간에게 (1)3,500만 달러의 현금 지급(3Q19 1,500만 달러, 1Q21 1,500만 달러, 1Q23 500만 달러 지급 완료) (2)22년 9월까지 판매한 나보타에 대한 바이알당 low-double digit 로열티 지급(22년 9월~32년 9월까지 판매분에 대해서는 mid-single digit 로열티) (3)에블루스 6,762,652주의 주식을 메디톡스에게 발행이다. 합의문의 합의 조건에 따라 에블루스는 (1)현금 지급 완료 및 (3)주식 발행을 완료했으며, (2)조건에 따른 로열티를 성실히 지급하고 있다.

**에블루스/메디톡스 합의 내용 및 대응 패소에 따른 리스크 요인 명시**

Effective February 18, 2021, we entered into a Settlement and License Agreement with Medytox which we refer to as the Medytox Settlement Agreement.

Under the Medytox Settlement Agreement we obtained (i) a license to commercialize, manufacture and to have manufactured for us certain products identified in the Medytox Settlement Agreements, including Jeuveau® (the "Licensed Products"), in the United States and other territories where we license Jeuveau®, (ii) the dismissal of outstanding litigation against us, including the ITC Action, a rescission of the related remedial orders, and the dismissal of a civil case in the Superior Court of California against us, which we refer to together with any claims (including claims brought in Korean courts) with a common nexus of fact as the Medytox/Allergan Actions, and (iii) releases of claims against us for the Medytox/Allergan Actions. Under the agreement, we remain obligated to pay to Medytox a mid-single digit royalty percentage on net sales of Jeuveau® in the United States and all territories we have licensed outside the United States until September 16, 2032. In addition, under the Medytox Settlement Agreement we made certain representations and warranties and agreed to certain customary positive and negative covenants.

In the event we fail to comply with the terms of the Medytox Settlement Agreement, subject to applicable cure periods, Medytox would have the ability to terminate the Medytox Settlement Agreement and thereby cancel the licenses granted to us and re-institute litigation against us. Any litigation may result in remedies against our products, resulting in either an injunction prohibiting our sales, or with respect to our sales, an obligation on our part to pay royalties and/or other forms of compensation to third parties, any of which would materially and adversely affect our ability to generate revenue from Jeuveau®, to carry out our business, and to continue as a going concern.

Additionally, if Medytox fails to comply with the terms of the Medytox Settlement Agreement and comply with the covenants and agreements under the Medytox Settlement Agreement, it could materially and adversely affect our ability to generate revenue from Jeuveau®, to carry out our business, and to continue as a going concern. For example, as required by the Medytox Settlement Agreement, in February 2021 Medytox filed a document with the Korean court that its litigation with Daewoong would not affect our right to have Jeuveau® manufactured by Daewoong or exported to us. If Medytox were to breach the Medytox Settlement Agreement and rescind this filing and the Korean court issued a ruling against Daewoong, our supply of Jeuveau® could be hindered. We would also be required to engage in costly and time-consuming litigation in order to enforce our rights under the Medytox Settlement Agreement.

자료: Evolus, 10K, SK 증권

## 고마진 제품의 매출 성장으로 24년 영업이익 +12.9% 전망

대웅제약의 연결기준 24년 매출액은 1조 4,224억원(+3.4% YoY), 영업이익은 1,384억원(+12.9% YoY, OPM 9.7%)를 전망한다. 동사 주력제품의 매출은 펙스클루 1,082억원(+91% YoY), 엔블로 128억원(+176.5% YoY), 나보타 1,892억원(+30.2% YoY)을 기록할 것으로 추정한다.

나보타의 미국내 점유율은 23년 11%에서 24년 2분기 기준 13%로 확대, 에블루스는 최근 24년 매출액 가이드를 2.6억 ~2.7억 달러로 4% 상향 조정하는 등 미국내 나보타의 매출은 견조한 상황이다. 고마진 주력제품들의 매출 동반 성장에 따라 GMP와 OPM은 각각 +1.4%p YoY, +0.8%p YoY 개선될 것으로 기대한다.

동사는 견조한 본업에서의 성장과 더불어 2건의 글로벌 기술수출 실적을 보유, 경쟁력 있는 R&D 역량까지 보유하고 있음에도 불구하고 소송에 대한 리스크로 시장에서 저평가되고 있다. 에블루스향 수출은 에블루스/메디톡스/엘리간 제 3자 합의 내용에 따라 합의가 완료, 국내 소송결과에 따른 영향은 국내 시장으로 제한적인 상황이다. 따라서 과도한 우려를 뒤로하고 본업 가치에 대한 재평가가 필요하다고 판단, 투자의견 매수, 목표주가 18만원으로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 24년 EBITDA 추정치 1,840억원에 국내 대형 제약사의 12개월 Fwd EV/EBITDA 3개월 평균 16.2배를 적용, 국내 나보타 소송 리스크를 고려해 보수적으로 24년 매출액의 나보타 비중 추정치 13%\*2 = 26%를 할인해 산출했다.

대웅제약 목표주가 산정

항목	구분	적정가치	단위	비고
1. 영업가치	(A)	2,981	십억원	24년 대웅제약 EBITDA * 국내 주요 대형제약사 3개월 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 16.2배
2. 순차입금	(B)	322	십억원	24년 차입금
3. 기업가치	(C)	26,596	십억원	(C) = (A)-(B)
4. 발행주식수	(D)	11,510	천주	자사주 제외
5. 적정주가	(E)	230,999	원	(E) = (C) / (D)
6. 할인 적용주가	(F)	180,179	원	24년 나보타 매출비중 추정치 13%*2 = 26% 할인 적용
7. 목표주가	(G)	180,000	원	

자료: 대웅제약, SK증권

대용제약 분기별 실적추정										(단위: 억원, %)
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
매출액	3,224	3,502	3,409	3,618	3,358	3,605	3,505	3,755	13,753	14,224
YoY(%)	8.1	8.7	2.7	10.4	4.1	3.0	2.8	3.8	7.4	3.4
ETC 매출	2,069	2,207	2,165	2,284	2,095	2,180	2,057	2,211	8,725	8,543
YoY(%)	4.7	7.3	3.3	7.4	1.3	-1.2	-5.0	-3.2	5.7	-2.1
OTC 매출	260	276	292	325	317	337	345	354	1,152	1,353
YoY(%)	-12.6	-19.5	-16.1	12.7	22.0	22.3	18.1	9.0	-9.7	17.4
나보타 매출	410	327	380	337	372	531	505	485	1,453	1,892
YoY(%)	34.9	-11.9	-6.0	-1.4	-12.7	62.4	32.9	43.9	2.3	30.2
글로벌 (수출)	39	66	40	111	55	87	45	115	255	302
YoY(%)	11.2	4.5	-14.6	88.9	43.4	31.4	13.7	3.2	25.8	18.2
수탁 외	127	119	136	131	128	124	135	132	512	518
연결 및 기타	305	507	397	430	392	347	418	458	1,639	1,615
영업이익	245	401	294	287	297	423	358	306	1,226	1,384
YoY(%)	6.2	33.4	-2.4	127.3	21.2	5.6	21.8	6.8	28.0	12.9
영업이익률 (%)	7.6	11.4	8.6	7.9	8.8	11.7	10.2	8.2	8.9	9.7

자료: 대용제약, SK 증권

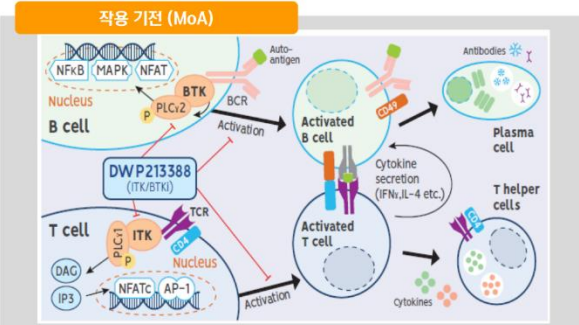
### 대용제약 R&D 파이프라인 현황

	연구	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	NDA 제출	허가/판매
NCEs (New Chemical Entity)	DWJ215 <sup>1)</sup> 난정	Enavogliflozin 당뇨병성 안구 합병증(eye disorder)	Fexuprazan 주사제	Bersiporocin(DWN12088) 특발성폐렴유증(IPF) [US, KR]	Fexuprazan 비스테로이드성 소염진통제로 인한 궤양 예방 (NSAIDs induced gastritis)	Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료 [Global 10개국]	Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료 위염
	DWP216 항암	Bersiporocin(DWN12088) 간질성 폐질환(SSc-ILD)	DWRX2008 당뇨성 망막병증	DWP306001 비만	Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료 후 유지요법	Enavo <sup>2)</sup> +Insulin 2형 당뇨	Fexuprazan 위염(10mg)
	DWP217 항암	Bersiporocin(DWN12088) 전신경화증	DWP213388 자기면역질환 [US]		Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료[CN]		Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료
	DWP218 자기면역질환	Bersiporocin(DWN12088) 신염(Nephritis)	DWP17061 <sup>1)</sup> OA pain [AU]		Enavo <sup>2)</sup> +Metformin 2형 당뇨 [CN]		Enavogliflozin <sup>2)</sup> 2형 당뇨
		DWP212525 자기면역질환	DWP307399 피킨슨병 [US]		Enavo <sup>2)</sup> +Insulin 2형 당뇨 [CN]		Enavo <sup>2)</sup> , +Metformin 2형 당뇨
		DWP219 Post-operative pain			Enavo <sup>2)</sup> 중등증 신경염		Enavo <sup>2)</sup> , +Met, +DPP4i 2형 당뇨
Biologics	DWP458 <sup>4)</sup> 골다공증	DWP457 장기지속형 인슐린	Furestem <sup>5)</sup> 크론병	Prabotulinumtoxin A (AEON) 경부근긴장이상(Cervical dystonia)	HL161 <sup>3)</sup> MG, TED		
	DWP8205002 뇌졸중	DWP8205001 치매(알츠하이머)	DWP710 급성호흡곤란증후군	Prabotulinumtoxin A (AEON) Chronic migraine	HL036 <sup>3)</sup> Dry Eye Disease [US/CN]		
		DWP8205009 급성중증해장염		Prabotulinumtoxin A (AEON) Episodic migraine			
				HL161 <sup>3)</sup> WAIHA, CIDP, Graves' Disease			
				Furestem-RA <sup>5)</sup> 골관절염			
				DWP706 각막손상			

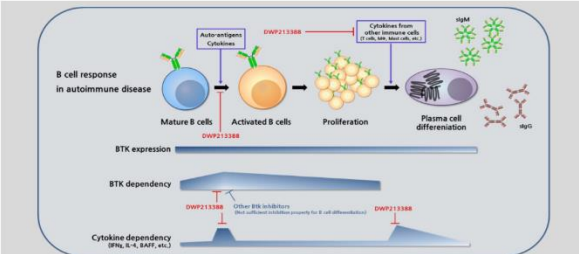
- 1) 아이엔 테라퓨틱스
- 2) GC녹십자
- 3) MANALL
- 4) 서울이산병원
- 5) KANS SYSTEM BIOTECH

자료: 대용제약, SK 증권

DWP213388 (ITK/BTK 억제제) 개발 현황 및 개요



- 24년 5월 현재, 미국 임상1상 IND승인 및 임상 준비중
- T세포, B세포 등 면역세포의 활성화에 관하여 표적 단백질인 **ITK와 BTK**를 선택적으로 이중 억제할 수 있는 계열 내 최초 (First-in-Class)신약.
- 주요적응증 : 전신 루푸스(SLE), 류마티스 관절염(RA), 건선 등 자가 면역 질환
- 전신 루푸스 치료제 : 최근까지 항체 의약품 2종만이 승인 (Belimumab - BAFF, Anifrolumab- IFNαR)
- 임상성공률 낮은 질환 - 병인이 상당히 이질적 이기 때문에 다중 작용 필요
- 경구제 개발: Deucravacitinib - TYK2, Ph 3, Upadacitinib - JAK1, Ph 2, AC-0058 - BTK, Ph 2



[기술수출현황]

- 계약상대방 : Vitalli Bio, Inc. (미국)
- 계약금 : USD 477,000,000
- 선금금 (USD11,000,000) / 마일스톤 (USD 466,000,000)
- 2개 물질에 대한 옵션 계약 체결 (USD941,500,000)

자료: 대웅제약, SK 증권

DWN12088 (Bersiporocin) 개발 현황 및 개요

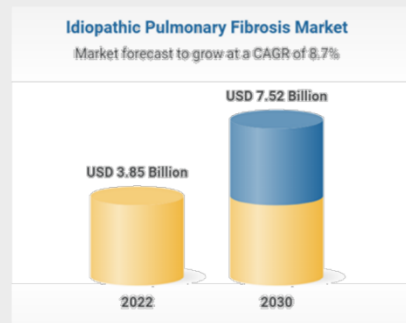
**Bersiporocin 개발현황**

- ✓ First-in-Class 성공 가능성을 가진 PRS 저해제
- ✓ FDA Orphan Drug 및 Fast Track, EMA Orphan Drug 지정
- ✓ 주요 적응증: 특발성폐섬유증 (IPF), 전신경화증, 신장섬유증, MASH 등  
→ IPF 글로벌시장 2030년 10조원까지 성장 예측 (연간 8% 성장률)
- ✓ CS Pharma (영국)사에 중화권 라이선스 계약 체결 (총 \$336mIn)  
→ 추가 2개 물질 옵션 권한 포함 (총 \$941.5mIn)
- ✓ 글로벌 임상 2상 (한국/미국) 2025년 4분기 결과도출 예정

2023년 2월	2025년 3-4분기	2025년 4분기	2026년
첫 환자 투약	임상 1차 종료	임상 완료 결과 도출	임상 2b IND

Title	Clinical Trial to Evaluate the Safety and Efficacy of DWN12088 (Bersiporocin) in Patients With IPF
환자수	총 102명 모집 목표
임상디자인	randomized, double-blinded, placebo-controlled multicenter study

Idiopathic Pulmonary Fibrosis 시장



- 특발성 폐섬유증은 과도하게 생성된 섬유 조직 때문에 폐가 점점 딱딱하게 굳으면서 기능을 상실 → 진단 후 5년 내 생존율 < 40%
- PRS 저해제는 콜라겐 생성에 영향을 주는 PRS 단백질 작용을 저해함으로써 섬유증 원인인 콜라겐의 과도한 생성을 억제
- 현존하는 치료제들로는 완전한 치료가 어렵고, 부작용으로 중도 복용 포기율이 높아 미충족 의료 수요가 매우 높은 시장

자료: 대웅제약, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	549	575	679	870	1,077
현금및현금성자산	103	112	177	349	507
매출채권 및 기타채권	183	180	186	194	212
재고자산	209	242	251	261	286
<b>비유동자산</b>	1,014	1,195	1,218	1,182	1,176
장기금융자산	141	177	207	213	245
유형자산	433	518	526	494	465
무형자산	266	297	289	277	265
<b>자산총계</b>	1,563	1,770	1,897	2,052	2,254
<b>유동부채</b>	473	667	711	776	850
단기금융부채	235	374	389	404	443
매입채무 및 기타채무	175	216	285	335	367
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	349	191	194	198	207
장기금융부채	212	67	67	67	67
장기매입채무 및 기타채무	11	7	7	7	7
장기충당부채	41	46	48	50	54
<b>부채총계</b>	822	858	905	974	1,057
<b>지배주주지분</b>	608	767	854	943	1,065
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	122	149	149	149	149
기타자본구성요소	-17	-2	-2	-2	-2
자기주식	-18	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	504	619	682	771	893
비지배주주지분	133	145	138	135	132
<b>자본총계</b>	741	912	992	1,078	1,197
<b>부채외자본총계</b>	1,563	1,770	1,897	2,052	2,254

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	118	136	144	173	166
당기순이익(손실)	39	120	68	93	126
비현금성항목등	65	59	117	107	120
유형자산감가상각비	31	33	34	32	30
무형자산상각비	9	11	12	12	11
기타	26	15	71	63	79
운전자본감소(증가)	32	-21	10	36	-0
매출채권및기타채권의감소(증가)	-24	-4	0	-7	-19
재고자산의감소(증가)	0	0	-2	-10	-25
매입채무및기타채무의증가(감소)	46	33	27	49	32
기타	-27	-31	-89	-118	-154
법인세납부	-9	-8	-38	-55	-75
<b>투자활동현금흐름</b>	-107	-166	-66	-13	-65
금융자산의감소(증가)	5	-9	-2	-6	-29
유형자산의감소(증가)	-65	-108	-37	0	0
무형자산의감소(증가)	-47	-46	-4	0	0
기타	0	-3	-23	-7	-35
<b>재무활동현금흐름</b>	16	39	14	8	32
단기금융부채의증가(감소)	85	-66	14	15	39
장기금융부채의증가(감소)	-86	63	-1	0	0
자본의증가(감소)	-2	28	0	0	0
배당금지급	-8	-7	0	-7	-7
기타	27	22	0	0	0
현금의 증가(감소)	27	9	66	172	158
기초현금	76	103	112	177	349
기말현금	103	112	177	349	507
FCF	54	28	107	173	166

자료 : 대웅제약, SK증권 추정

포괄손익계산서

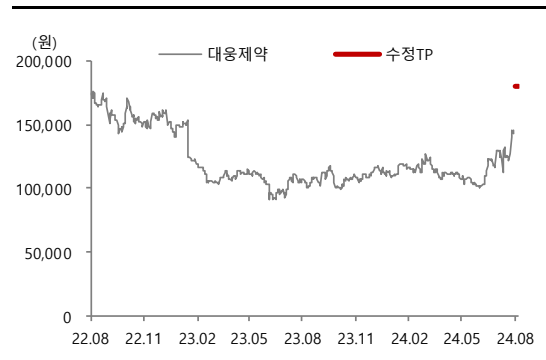
12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	1,280	1,375	1,422	1,517	1,637
매출원가	641	687	691	751	810
<b>매출총이익</b>	639	688	731	766	826
매출총이익률(%)	49.9	50.0	51.4	50.5	50.5
<b>판매비와 관리비</b>	543	566	593	599	624
<b>영업이익</b>	96	123	138	166	202
영업이익률(%)	7.5	8.9	9.7	11.0	12.3
<b>비영업손익</b>	-57	-1	-29	-19	-2
순금융손익	-4	-11	-12	-9	-5
외환관련손익	-0	-2	1	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-2	-1	-1	-1
<b>세전계속사업이익</b>	38	122	109	147	200
세전계속사업이익률(%)	3.0	8.9	7.7	9.7	12.2
<b>계속사업법인세</b>	-1	2	41	55	75
<b>계속사업이익</b>	39	120	68	93	126
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	39	120	68	93	126
순이익률(%)	3.1	8.7	4.8	6.1	7.7
지배주주	42	122	70	95	129
지배주주귀속 순이익률(%)	3.3	8.9	5.0	6.3	7.9
비지배주주	-3	-2	-2	-3	-4
총포괄이익	52	130	87	93	126
지배주주	47	123	105	113	152
비지배주주	5	7	-18	-20	-27
<b>EBITDA</b>	135	166	184	210	243

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	11.0	7.4	3.4	6.6	7.9
영업이익	8.0	28.0	12.9	20.2	21.5
세전계속사업이익	94.0	218.3	-10.6	35.1	35.8
EBITDA	4.5	22.8	10.9	13.8	15.9
EPS	72.4	188.2	-42.1	35.5	35.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	2.6	7.2	3.7	4.7	5.8
ROE	7.2	17.7	8.7	10.6	12.9
EBITDA마진	10.6	12.1	13.0	13.8	14.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	116.1	86.2	95.6	112.1	126.8
부채비율	110.9	94.1	91.2	90.3	88.3
순차입금/자기자본	47.9	36.4	28.7	11.9	0.7
EBITDA/이자비용(배)	16.1	12.2	11.5	12.4	13.6
배당성향	15.7	5.7	9.8	7.2	5.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,646	10,507	6,079	8,234	11,145
BPS	54,061	66,469	73,985	81,623	92,173
CFPS	7,071	14,287	10,053	11,989	14,694
주당 현금배당금	600	600	600	600	600
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	43.5	11.1	24.1	17.8	13.1
PBR	2.9	1.8	2.0	1.8	1.6
PCR	22.4	8.2	14.5	12.2	9.9
EV/EBITDA	17.2	11.0	10.3	8.3	6.7
배당수익률	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.08.26	매수	180,000원	6개월		
2024.07.08	담당자변경				
2022.11.01	매수	220,000원	6개월	-46.66%	-26.59%
2022.07.29	매수	260,000원	6개월	-36.12%	-29.42%



**Compliance Notice**

작성자(이선경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 26일 기준)**

매수	97.44%	중립	2.56%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------