

대웅제약 (069620.KS)

유진 Corporate Day 후기

투자의견	BUY (유지)
목표주가	150,000 원(유지)
현재주가	104,100 원(06/18)
시가총액	1,206 (십억원)

제약/바이오 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 및 목표주가 15만원 유지
- 소송 장기화 및 의료 파업 영향에 대한 우려가 반영되며 2024년 주가 수익률 YTD -10.7%, 상대수익률 -14%p로 부진한 흐름이 지속되고 있음, Corporate Day에 참석하여 2024년에도 견조한 이익 성장이 지속가능한 이유에 대해 IR 진행
- 유진 Corporate Day 주요 내용: 별도 실적 기준으로 2024년 실적 가이드는 매출액 약 1.35조원 내외(연초 가이드는 약 1.45조원), 영업이익 약 1,500억원대(가이드는 유지) 제시함. 의료계 파업 영향으로 2분기 매출 성장에 부정적 영향은 있을 것이나 크지는 않을 것. 나보타 수출 증가, 종근당과의 펙수클루 코마케팅 효과, 판관비 통제 기조를 감안할 때 연초 영업이익 가이드는 유지함. 연결 실적은 한올바이오파마(지분율 30.8%)의 실적에 따라 변동성이 크기 때문에 현 시점에서 파악하기는 어려움
- 애널리스트 의견: 밸류에이션 지표 기준으로 저점이라는 점에서 주가 하방 경직성은 존재. 그러나 기업가치 할인요인들이 여전히 존재해 있는 상황임. 주력 제품들의 매출 성장 효과가 두드러지는 하반기 실적 발표 전후로 주가 반등 예상됨

주가(원, 06/18)	104,100
시가총액(십억원)	1,206

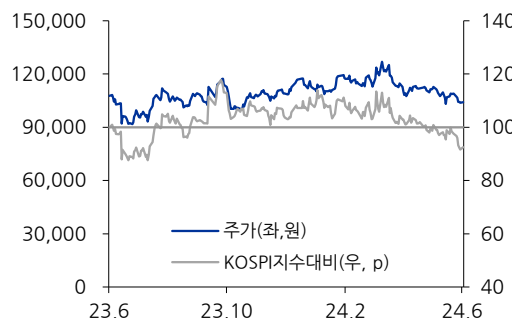
발행주식수	11,587천주
52주 최고가	127,600원
최저가	88,300원
52주 일간 Beta	0.94
60일 일평균거래대금	28억원
외국인 지분율	9.0%
배당수익률(2024E)	0.6%

주주구성	
대웅 (외 5인)	61.6%
국민연금공단 (외 1인)	8.2%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	-7.6	-4.5	-3.3
상대기준	-8.3	-11.5	-7.8
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	150,000	150,000	-
영업이익(24)	137	137	-
영업이익(25)	148	148	-

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,280	1,375	1,406	1,514
영업이익	96	123	137	148
세전손익	38	122	122	128
당기순이익	39	120	119	125
EPS(원)	3,646	10,507	9,773	10,260
증감률(%)	72.4	188.2	-7.0	5.0
PER(배)	43.5	11.1	10.7	10.1
ROE(%)	7.2	17.7	13.6	12.4
PBR(배)	3.0	1.8	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	16.4	10.3	9.5	8.6

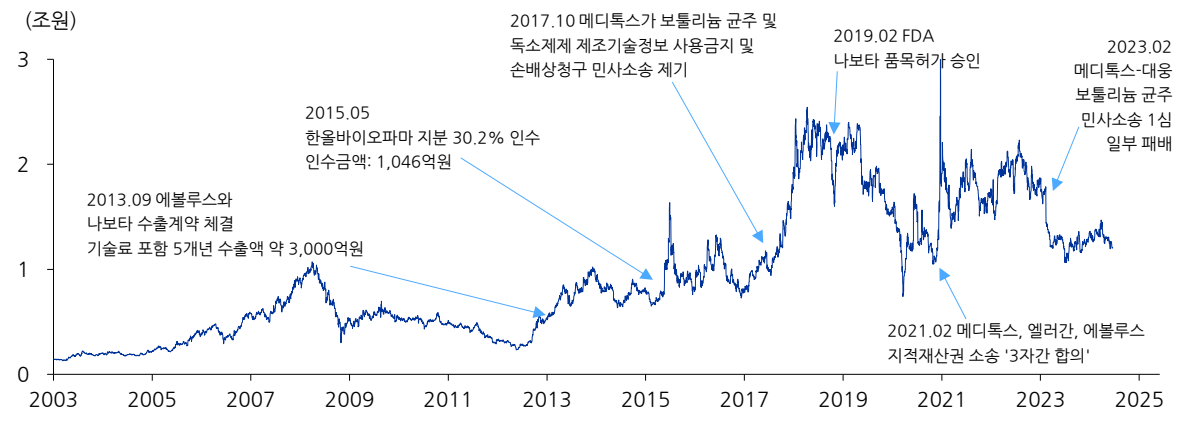
자료: 유진투자증권



2024 년 YTD -10.7%로 부진한 주가 흐름

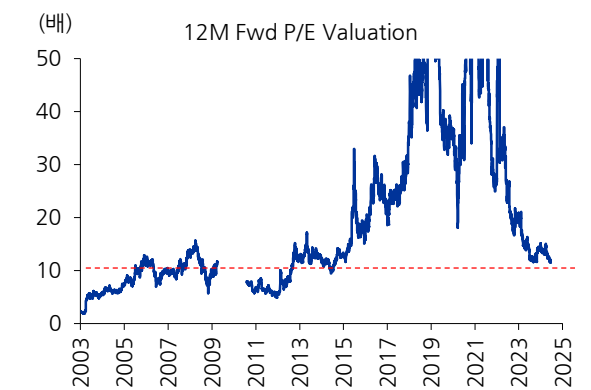
연초 이후 부진한 주가 흐름 지속	대웅제약은 2024 년 양호한 이익 성장이 예상됨에도 불구하고 2024 년 주가 수익률 YTD -10.7%, 상대수익률 -14%p 로 부진한 주가 흐름이 지속되고 있음. 이에 당사는 6월 17~21 일에 진행되는 유진 온라인 Corporate Day 에 대웅제약을 초청하여 영업현황 및 금년 실적 전망 등에 대해 점검하는 시간을 가짐.
연초에 제시한 실적 가이드스(별도 기준)에서 매출액은 소폭 하회, 영업이익은 달성 가능할 것으로 밝힘	대웅제약은 2024 년에도 견조한 이익 성장이 지속가능한 이유에 대해 IR 진행하였음. 별도 실적 기준으로 2024 년 실적 가이드스는 매출액 약 1.3~1.4 조원대, 영업이익 약 1,500 억원대 제시하였음. 대웅제약은 의외로 파업 영향으로 2 분기 매출 성장에 부정적 영향은 있을 것이나 크지는 않을 것으로 예상했음. 따라서 나보타 수출 증가, 종근당과의 펙수클루 코마케팅 효과, 판관비 통제 기조를 감안할 때 연초 영업이익 가이드스는 충분히 달성할 것으로 언급하였음. 연결 실적은 한올바이오파마(지분율 30.8%)의 실적에 따라 변동성이 크기 때문에 현 시점에서 파악하기는 어렵다고 밝힘.
하반기에 주력 3대 품목들의 매출 성장이 본격화 될 것	<p>[주력 3대 제품(펙수클루®, 나보타®, 엔블로®) 판매 현황 update]</p> <p>① 펙수클루: 종근당과 코마케팅 효과가 하반기부터 반영되어 2024 년 매출액 1,000 억원 달성 기대(+81%yoy). 2 분기부터 종근당 출하 물량이 매출액에 반영 될 것임. 종근당은 의원급 영업력이 국내 최고라는 점에서 종합병원 처방 비중이 높은 대웅제약과 시너지 효과가 발생할 것으로 기대하였음.</p> <p>② 나보타: 하반기로 갈수록 에블루스향 수출이 증가하면서 2024 년 매출액 1,600~1,700 억원 예상함(2023 년 약 1,450 억원). 에블루스는 2024 년 1 분기 실적 발표에서 주보®(나보타 미국 제품명)의 2024 년 예상 매출액을 \$255~265mn(+26~31%yoy)으로 제시한 바 있음. 주보의 2023 년 시장 점유율은 11%이며, 2024 년에는 12%를 목표로 하고 있음.</p> <p>③ 엔블로: 2024 년 연초 제시한 목표 매출액 300 억원(2023 년 약 50 억원 추정)을 하회할 것으로 예상하였음.</p>
애널리스트 의견	대웅제약에 대한 목표주가 15 만원을 유지함. 목표주가는 메디톡스(086900.KQ)와 소송이 예상보다 장기화될 것으로 판단되어 기업가치 산정 시 2024 년 예상 순이익에 Target P/E 20 배를 적용함. 한미약품 30 배 대비 약 30%할인된 수준임. 밸류에이션 지표 기준으로 저점이라는 점에서 주가 하방 경직성은 존재함. 그러나 기업가치 할인요소들이 여전히 존재하는 상황이라는 점에서 주력 제품들의 매출 성장 효과가 두드러지는 하반기 실적 발표 전후로 주가 반등 예상됨.

도표 1. 대웅제약 주가 및 이벤트 차트



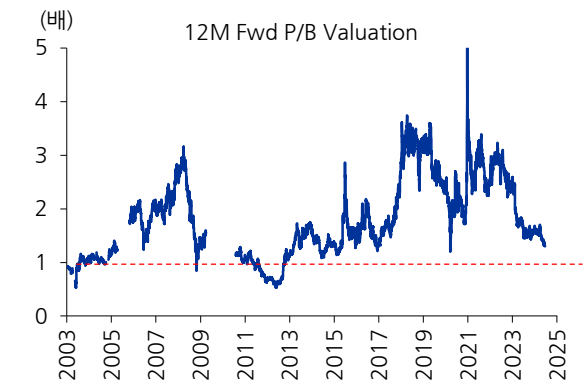
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 2. 대웅제약 P/E valuation 추이



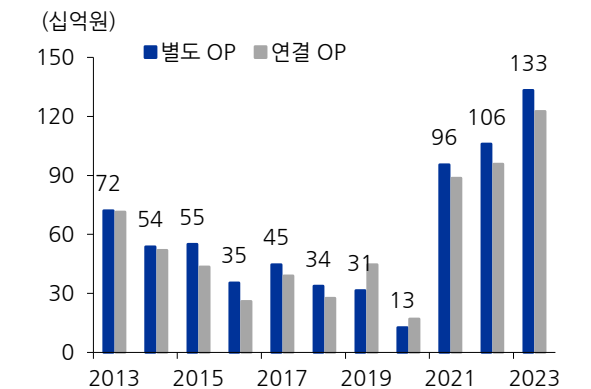
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 3. 대웅제약 P/B valuation 추이



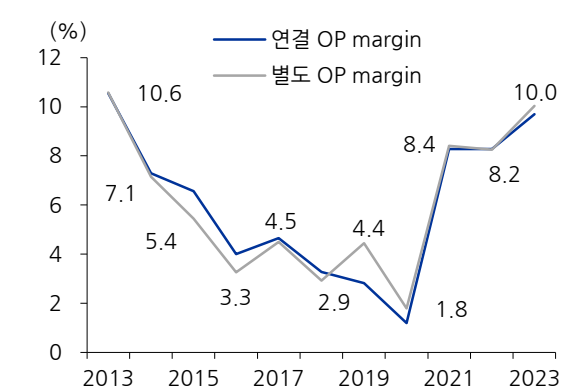
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 4. 대웅제약 별도 및 기타부문 영업이익 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 5. 대웅제약 별도 및 연결 영업이익률 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

주요 질의 및 응답

[나보타]

Q1. 지난 5 월 29 일 에블루스사에서 나보타 공장을 방문했을 때 현장 분위기에 대해 공유해주세요.

A1. 에블루스는 미국에서 시장 점유율을 높이기 위해 공격적인 마케팅을 진행하고 있는 것으로 보임. 휴젤의 보툴리눔 독신 제제(제품명 Letybo)가 FDA 에서 신약 승인을 받아 출시될 것을 대비한 것도 있음. 나보타 공장을 방문하여 나보타 생산 공정을 온라인에 공개하는 등 라이브 방송을 진행하였는데, 이 모든 것이 고객들의 관심을 유도하는 등 마케팅을 강화하기 위한 전략이었음

Q2. 인도네시아에 건설 중인 나보타 생산 공장에 관해 설명해주세요.

A2. 신규 제품 추가하기 위해 인도네시아에서 공장 짓기 시작한 것이었으며 오래 전부터 구상하고 추진했던 신성장 전략임. ITC 소송이 진행되면서 미국 연구소에서 출처가 확실한 보툴리눔 독신 균주를 확보하였으며, 동 균주를 활용한 원료로 현재 임상을 진행 중임. 인도네시아 공장에서는 신규 제품을 생산할 예정이나 자세한 계획은 아직 공개하기 어려움. 현재까지 공장 설립 일정에서 약 2~30%가 진행된 상태이며, 신규 제품 출시에는 4~5년 정도 소요될 것으로 예상함. (애널리스트 예상: 인도네시아 공장 완공은 2026년경으로 예상하고 있음)

Q3. 향후 메디톡스와 소송 일정은 어떻게 됩니까?

A3. 2023년 1심이 완료됨. 최근에 2심이 시작됨. 2심은 1~2년이 소요될 것으로 보이며 3심까지 진행된다면 3~4년이 소요될 것으로 예상함

[펙수클루]

Q4. 2024년에는 종근당과 코마케팅이 진행되면서 펙수클루 매출액 성장은 예상되지만 수익성이 하락 가능성도 있을 것으로 우려됩니다. 설명을 부탁드립니다.

A4. 펙수클루 매출액은 2023년 550억원에서 2024년 1천억원까지 성장할 것으로 기대함. 이익률이 큰 폭으로 하락하지는 않을 것으로 예상함.

Q5. 펙수클루가 글로벌 시장에서 판매될 예정입니다. 100억원대 이상으로 의미 있는 수출 증가는 언제부터 확인 가능할 것으로 예상하십니까?

A5. 현재까지는 시장 크기가 작은 국가들에 납품을 하고 있음. 규모가 큰 수출을 하기 위해서는 중국 진출이 우선되어야 하는데, 이르면 2025년에는 중국 판매가 확정될 것으로 기대함. 한편, 미국 시장에서는 이미 적극적인 마케팅을 진행하고 있는 경쟁사가 있어 펙수클루의 시장 진입이 다소 늦은 상황임. 미국 시장에서도 연내 소화기 질환 분야에 강한 마케팅 역량을 가진 기업과의 파트너십 계약 체결을 목표로 하고 있음

Q6. 하반기 펙수클루의 실적 추이는 어떨 것으로 보십니까?

A6. 1~2분기 초까지는 주목할만한 성장세가 확인되지 않을 수 있음. 종근당과 코마케팅이 6월부터 시작되어 7월부터 본격적으로 진행될 것이기 때문임. 하지만 종근당으로 납품하는 부분에 대해서는 2분기 매출액에 반영되어 매출액으로 인식됨. 하반기부터 본격적으로 처방이 증가될 것으로 예상함

[R&D]

Q7. 연구개발 파이프라인 진행 상황에 대해 설명해주세요.

A7. 베르시포르신(특발성폐섬유증 치료제)은 국내와 미국 임상 2 상을 진행 중이며 2025년 초에 결과를 확인할 수 있을 것임. 현재까지 연구 결과는 긍정적이며 유망한 신약 후보 물질로 기대하고 있음. 치료용 나보타는 만성 두통에 대한 임상 2 상에서 통계적 유의성이 확인되지 못했지만 임상 3 상 진행이 가능하도록 FDA 와 협의를 완료한 상태임. 간헐적 편두통 치료에 대한 임상에서는 효과가 낮아 투여 용량을 늘릴 것으로 임상 계획을 변경 중에 있음

대웅제약(069620.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,563	1,770	1,816	1,943	2,085
유동자산	549	575	501	574	682
현금성자산	114	115	39	87	173
매출채권	183	180	180	190	200
재고자산	209	242	242	256	269
비유동자산	1,014	1,195	1,315	1,369	1,402
투자자산	316	380	396	412	428
유형자산	433	518	590	598	585
기타	266	297	329	360	389
부채총계	822	858	916	931	944
유동부채	473	667	820	835	849
매입채무	195	243	246	260	273
유동성이자부채	235	374	524	524	524
기타	43	50	50	51	51
비유동부채	349	191	95	95	95
비유동이자부채	262	95	95	95	95
기타	88	96	0	0	0
자본총계	741	912	900	1,012	1,140
지배지분	608	767	900	1,012	1,140
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	122	149	149	149	149
이익잉여금	504	619	725	837	965
기타	(47)	(30)	(3)	(3)	(3)
비지배지분	133	145	0	0	0
자본총계	741	912	900	1,012	1,140
총차입금	497	470	620	620	620
순차입금	382	355	580	533	447

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	118	136	(49)	164	181
당기순이익	39	120	119	125	142
자산상각비	40	44	51	55	56
기타비현금성손익	15	(50)	(222)	(6)	(7)
운전자본증감	32	(21)	2	(10)	(9)
매출채권감소(증가)	(24)	(4)	(0)	(11)	(10)
재고자산감소(증가)	0	0	(0)	(14)	(13)
매입채무증가(감소)	46	33	3	14	13
기타	10	(50)	0	0	0
투자현금	(107)	(166)	(168)	(109)	(89)
단기투자자산감소	8	(9)	3	0	0
장기투자증권감소	0	0	(8)	(9)	(9)
설비투자	65	109	112	49	28
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(47)	(46)	(44)	(44)	(44)
재무현금	16	39	145	(7)	(7)
차입금증가	(1)	(3)	150	0	0
자본증가	(8)	43	(5)	(7)	(7)
배당금지급	8	7	7	7	7
현금 증감	27	9	(72)	48	86
기초현금	76	103	112	39	87
기말현금	103	112	39	87	173
Gross Cash flow	105	179	(51)	174	190
Gross Investment	83	177	169	120	98
Free Cash Flow	21	2	(220)	55	93

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,280	1,375	1,406	1,514	1,590
증가율(%)	11.0	7.4	2.2	7.7	5.0
매출원가	641	687	692	746	783
매출총이익	639	688	713	768	807
판매 및 일반관리비	543	566	576	621	652
기타영업손익	19	4	2	8	5
영업이익	96	123	137	148	155
증가율(%)	8.0	28.0	11.7	7.7	5.0
EBITDA	135	166	188	203	210
증가율(%)	4.5	22.8	13.1	7.8	3.7
영업외손익	(57)	(1)	(15)	(20)	(10)
이자수익	4	3	3	3	3
이자비용	8	14	20	25	15
지분법손익	(0)	30	0	0	0
기타영업외손익	(53)	(20)	2	2	2
세전순이익	38	122	122	128	145
증가율(%)	94.0	218.3	(0.3)	5.0	13.5
법인세비용	(1)	2	2	3	3
당기순이익	39	120	119	125	142
증가율(%)	30.2	206.4	(0.7)	5.0	13.5
지배주주지분	42	122	113	119	135
증가율(%)	72.4	188.2	(7.0)	5.0	13.5
비지배지분	(3)	(2)	6	6	7
EPS(원)	3,646	10,507	9,773	10,260	11,650
증가율(%)	72.4	188.2	(7.0)	5.0	13.5
수정EPS(원)	3,646	10,507	9,773	10,260	11,650
증가율(%)	72.4	188.2	(7.0)	5.0	13.5

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,646	10,507	9,773	10,260	11,650
BPS	52,476	66,223	77,718	87,378	98,428
DPS	600	600	600	600	600
밸류에이션(배, %)					
PER	43.5	11.1	10.7	10.1	8.9
PBR	3.0	1.8	1.3	1.2	1.1
EV/ EBITDA	16.4	10.3	9.5	8.6	7.9
배당수익률	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	17.6	7.6	n/a	6.9	6.3
수익성(%)					
영업이익률	7.5	8.9	9.7	9.7	9.7
EBITDA이익률	10.6	12.1	13.4	13.4	13.2
순이익률	3.1	8.7	8.5	8.3	8.9
ROE	7.2	17.7	13.6	12.4	12.5
ROIC	7.5	11.8	11.5	11.2	11.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	51.6	38.9	64.4	52.6	39.2
유동비율	116.1	86.2	61.1	68.7	80.4
이자보상배율	11.4	9.0	6.8	6.0	10.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	7.5	7.6	7.8	8.2	8.1
재고자산회전율	6.7	6.1	5.8	6.1	6.1
매입채무회전율	7.5	6.3	5.7	6.0	6.0

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 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

