

Company Brief

2023-02-17

대웅제약(069620)

보톡스 소송 이후 과도한 하락

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	170,000 원(하향)
증가(2023/02/16)	122,000 원
상승여력	39.3 %

Stock Indicator	
자본금	29십억원
발행주식수	1,159만주
2시가총액	1,414십억원
외국인지분율	6.2%
52주 주가	121,400~192,500원
60일평균거래량	73,399주
60일평균거래대금	10.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.3	-20.5	-32.0	-20.5
상대수익률	-18.4	-20.4	-29.7	-11.2



FY	2021	2022P	2023E	2024E
매출액(십억원)	1,153	1,280	1,341	1,402
영업이익(십억원)	89	96	104	121
순이익(십억원)	25	64	69	83
EPS(원)	2,128	5,484	5,992	7,143
BPS(원)	49,503	50,241	51,487	53,884
PER(배)	69.5	22.2	20.4	17.1
PBR(배)	3.0	2.4	2.4	2.3
ROE(%)	4.4	11.0	11.8	13.6
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	15.2	12.1	11.1	9.7

주: K-FRS 연결 요약 재무제표

신제품 관련 비용 증가로 수익성 감소

동사는 22년 4분기 연결기준 매출액 3,728 억원(YoY +8.2%), 영업이익 126 억원(YoY -49.4%, OPM 3.8%)을 기록함에 따라 컨센서스 매출액 3,180 억원, 영업이익 212 억원을 하회하였다. 수익성 하락의 주요 요인은 ① 펙수클루(22년 7월 국내 출시) 초기 마케팅 비용 지출에 따른 판관비 상승, ② 펙수클루와 엔블로(12월 허가) 추가 임상(치료영역 확대 목적) 진행으로 R&D 비용 증가, ③ 나보타(보톡스)의 해외 매출 성장률 둔화 3가지다. 나보타의 경우 경쟁품 텍시파이의 22년 9월 FDA 승인 이후 미국 시장 경쟁이 심화되고 있으며, 성장 지속을 위해 출시 국가 확대가 중요한 상황이다.

보톡스 소송 이후 과도한 하락

지난 2월 10일 동사는 보톡스 균주 도용에 대한 메디톡스와의 소송에서 일부 패소하였다. 1심 판결에서 해당 균주 사용 제품의 제조/판매 금지 및 400억원 손해배상 명령을 받았으며, 이에 대해 동사는 2월 15일자로 항소 및 강제집행 정지를 신청하였다.

현재 시점에서 Best 시나리오는 강제집행 정지가 인용되는 것이다. 이 경우, 항소 판결 전까지 나보타 매출에 타격이 발생하지 않는다. Worst 시나리오는 강제집행이 정지되지 않고 진행되는 것이다. 이 때에는 나보타 제조/판매가 금지되므로 매출 감소가 불가피하다. 하지만 하락폭은 제한적(국내 매출에 해당하는 22% 수준)일 것으로 예상된다.

Worst 시나리오에서도 에블루스가 담당하는 미국 판매 물량은 타격받지 않을 가능성이 크다. 지난 21년 ITC 합의에서 에블루스는 메디톡스에게 일시금/로열티를 지급하는 대신 나보타 판매/생산 권리를 보장받았기 때문이다. 메디톡스가 이를 위반하고 나보타 미국 물량에 대해서도 강제집행을 진행하여 제조/판매를 금지한다면, 합의 위반에 따라 천문학적 규모의 배상금을 지불해야 할 리스크가 발생한다. 따라서 메디톡스가 강제집행을 진행하더라도 한국, 중국 등 에블루스 담당 이외 국가에 대해서만 제조/판매를 금지할 확률이 높다.

하지만 시장에서는 모든 국가에 대한 나보타 제조/판매 중단 우려가 발생하였고, 동사 주가는 1심 판결일 하루 동안 -19.3% 하락하였다. 최악의 시나리오에서도 영향을 받지 않는 미국 매출이 78%(1,421 억원 중 1,099 억원)임을 고려하면 과도한 조정이라 판단한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 170,000 원 하향

보톡스 소송에서 최종 패소할 경우 한국, 중국 등에서 나보타의 제조/판매가 금지될 수 있는 리스크를 반영하여 target multiple 을 13.2 배(기존 14.7 배)로 조정하며, 목표주가를 170,000 원으로 하향한다. 다만 현재의 주가 하락은 과도한 수준으로 판단하여 투자의견 Buy 를 유지한다.

표1. 대웅제약(연결) 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P	2023E
매출액	269.6	289.7	290.6	303.0	298.4	322.1	331.9	327.8	1153.0	1280.1	1340.9
YoY	23%	25%	25%	26%	23%	25%	26%	26%	9%	11%	5%
전문의약품	181.0	195.1	196.7	205.2	197.6	205.8	209.5	212.7	778.0	825.5	875.4
일반의약품	26.4	28.6	30.0	29.2	29.7	34.3	34.8	28.8	114.4	127.7	131.0
나보타	15.4	23.2	20.9	20.1	30.4	37.1	40.4	34.2	79.6	142.0	149.2
수출	9.6	9.8	7.1	10.4	3.5	6.3	4.6	5.9	36.9	20.3	15.9
기타	9.3	16.3	10.3	10.4	11.1	10.3	12.1	12.3	46.3	45.7	46.6
연결조정	27.9	16.6	25.6	27.7	26.2	28.3	30.4	33.9	97.8	118.8	122.8
매출총이익	128.7	136.6	134.7	144.7	143.6	163.1	168.6	163.7	544.7	639.0	667.8
YoY	14%	28%	23%	23%	12%	19%	25%	13%	22%	17%	5%
GPM	48%	47%	46%	48%	48%	51%	51%	50%	47%	50%	50%
영업이익	22.6	18.7	22.7	24.9	23.0	30.0	30.1	12.6	88.9	95.8	104.0
YoY	305%	-680%	284%	186%	2%	61%	33%	-49%	424%	8%	9%
OPM	8%	6%	8%	8%	8%	9%	9%	4%	8%	7%	8%

자료: 하이투자증권

표2. 대웅제약 목표주가 산출

항목	단위	비고
① 영업가치	1,917 (십억원)	대웅제약 EBITDA(12개월 선행): 1,450 억원 국내 상위 제약사 EV/EBITDA(12개월 선행)에서 10% 할인: 13.2배
② 지분가치 (한올바이오파마)	192 (십억원)	시가총액*지분율*70%(30% 할인 적용)
③ 순차입금	225 (십억원)	4Q23 예상액
④ 기업가치 (=①+②-③)	1,884 (십억원)	
⑤ 주식수	11,069 (천주)	자사주 제외
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	170,246 (원)	

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2021	2022 P	2023E	2024E
유동자산	525	548	549	549
현금 및 현금성자산	76	51	38	16
단기금융자산	99	100	101	102
매출채권	166	184	192	201
재고자산	175	203	208	220
비유동자산	890	859	828	808
유형자산	388	368	349	339
무형자산	225	212	201	190
자산총계	1,415	1,407	1,378	1,357
유동부채	461	439	393	340
매입채무	71	79	82	86
단기차입금	56	46	36	26
유동성장기부채	201	181	121	61
비유동부채	252	253	253	253
사채	90	90	90	90
장기차입금	92	92	92	92
부채총계	713	693	645	593
자배주주지분	574	582	597	624
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	124	124	124	124
이익잉여금	471	528	591	667
기타자본항목	-50	-98	-147	-195
비자배주주지분	129	132	136	140
자본총계	702	714	732	765

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2021	2022 P	2023E	2024E
매출액	1,153	1,280	1,341	1,402
증가율(%)	9.2	11.0	4.8	4.6
매출원가	608	641	673	707
매출총이익	545	639	668	696
판매비와관리비	456	543	564	575
연구개발비	127	164	165	167
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	89	96	104	121
증가율(%)	423.6	7.8	8.5	16.1
영업이익률(%)	7.7	7.5	7.8	8.6
이자수익	3	3	2	2
이자비용	10	10	8	7
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-77	-12	-10	-11
세전계속사업이익	20	85	93	110
법인세비용	-10	18	19	23
세전계속이익률(%)	1.7	6.6	6.9	7.9
당기순이익	30	67	73	87
순이익률(%)	2.6	5.2	5.5	6.2
지배주주귀속 순이익	25	64	69	83
기타포괄이익	-48	-48	-48	-48
총포괄이익	-18	19	25	39
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)	2021	2022 P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	40	84	136	136
당기순이익	30	67	73	87
유형자산감가상각비	32	30	30	30
무형자산상각비	9	13	12	11
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-88	-74	-51	-72
유형자산의 처분(취득)	-29	-10	-10	-20
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	28	-16	7	-5
재무활동 현금흐름	50	-19	-59	-59
단기금융부채의증감	-1	-30	-70	-70
장기금융부채의증감	0	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	4	-25	-13	-23
기초현금및현금성자산	72	76	51	38
기말현금및현금성자산	76	51	38	16

주요투자지표

	2021	2022 P	2023E	2024E
주당지표(원)				
EPS	2,128	2,128	2,128	2,128
BPS	49,503	49,503	49,503	49,503
CFPS	5,657	5,657	5,657	5,657
DPS	600	600	600	600
Valuation(배)				
PER	69.5	69.5	69.5	69.5
PBR	3.0	3.0	3.0	3.0
PCR	26.2	26.2	26.2	26.2
EV/EBITDA	15.2	15.2	15.2	15.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.4	4.4	4.4	4.4
EBITDA 이익률	11.3	11.3	11.3	11.3
부채비율	101.5	101.5	101.5	101.5
순부채비율	37.6	37.6	37.6	37.6
매출채권회전율(x)	7.2	7.2	7.2	7.2
재고자산회전율(x)	6.6	6.6	6.6	6.6

자료 : 대웅계약, 하이투자증권 리서치본부

대웅제약  
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2022-09-20(담당자변경)	Buy	240,000	1년	-36.6%	-28.8%
2023-02-17	Buy	170,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 이호철)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2022-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	97.8%	2.2%	-