



기업분석 | Mid Small-Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8897

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

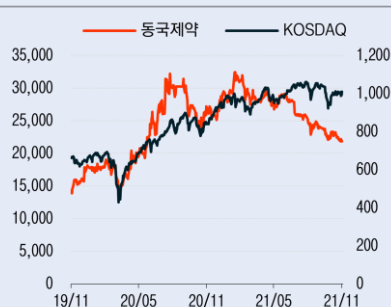
목표주가	30,000 원
현재주가	21,850 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (11/15)	1,029.03pt
시가총액	9,715 억원
발행주식수	44,460 천주
52 주 최고가/최저가	32,450 / 21,850 원
90 일 일평균거래대금	19.84 억원
외국인 지분율	18.7%
배당수익률(21.12E)	0.8%
BPS(21.12E)	9,979 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -10.1%
	6개월 -25.7%
	12개월 -31.6%
주주구성	권기범외 7인 47.3%
	FIDELITY 10.0%

Stock Price

동국제약 (086450)

3Q21 저점을 지나는 구간

3Q21 Review & 향후 실적전망

동사의 3Q21 실적은 매출액 1,450억원(-1.8% yoy), 영업이익 115억원(-54.3% yoy), 순이익 85억원(-50.2% yoy)을 기록하였다. 이는 당사의 기존 추정치(Sales 1,543억원, OP 170억원, NI 127억원)을 큰 폭으로 하회한 것이다. 실적부진 이유는 1)일반의약품 부문에서 약국방문 감소로 Sales 280억원(-25.5% yoy)을 기록하였고, 2)자회사 동국생명 과학 공장 이전 및 생산차질로 수익성이 감소(동국생명과학 OP 3Q20 31억원 → 3Q21 16억원)한데 따른 것이다.

동사는 3Q21 실적을 저점으로 4Q21 이후 4~5분기 정도 QoQ 성장이 지속될 가능성이 높다. 이유는 동사가 매년 안정적인 매출액 상승을 진행하는데, 3Q21의 경우 OTC의 급격한 매출 감소라는 일회성 요인이 발생한 것이고, 8월 저점 이후 회복되어 OTC 매출액이 8월 < 9월 < 10월 < 11월의 흐름을 보이고 있는 것으로 파악되기 때문이다.

투자의견 매수, 목표주가 30,000원으로 하향

동사의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 30,000원으로 하향한다. 이는 3Q21 기대치 이하의 실적과 추정실적 하향을 반영한 것이다. 목표주가는 RIM Valuation을 통해 산출하였다. 동사의 영업이익은 2021년 역성장이 예상된다. 그러나 동사는 매년 매출액이 성장하는 기업으로, 영업이익 역성장이 2013년 이후 처음이며, 과거 경험상 2013년 이후 3년간 OP CAGR 24.1% 수준의 고성장을 보였다. 중요한 점은 동사가 매년 안정적인 성장을 보여주는 기업인데, 2021년 영업이익 역성장이 반영되어 주가 낙폭 확대 → 가격메리트가 높은 상황이고, 3Q21 영업이익이 저점[그림 2 참고]일 가능성이 높다는 것이다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	482.3	559.1	599.0	664.5	736.4
영업이익	68.6	84.7	64.8	86.2	105.2
세전계속사업손익	75.6	80.0	68.3	89.7	108.9
순이익(지배주주)	56.3	55.9	48.9	67.9	82.7
EPS (원)	1,268	1,270	1,110	1,542	1,877
증감률 (%)	19.9	0.2	-12.6	39.0	21.7
PER (x)	14.1	23.0	19.7	14.2	11.6
PBR (x)	2.2	3.2	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA (x)	8.5	12.2	10.8	8.1	6.3
영업이익률 (%)	14.2	15.2	10.8	13.0	14.3
EBITDA 마진 (%)	17.0	17.9	13.5	15.4	16.5
ROE (%)	16.7	14.4	11.3	14.1	15.1
부채비율 (%)	41.2	52.2	44.6	39.4	34.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

3Q21 Review

표1 3Q21 Review

(단위: 억원)	3Q21	3Q20	YoY	2Q21	QoQ	기존추정치	오차
매출액	1,450	1,476	-1.8%	1,548	-6.3%	1,543	-6.0%
영업이익	115	253	-54.3%	158	-26.9%	170	-32.0%
순이익	85	170	-50.2%	113	-25.1%	127	-33.3%
OPM	8.0%	17.1%		10.2%		11.0%	
NPM	5.9%	11.5%		7.3%		8.2%	

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	1,439	1,548	1,450	1,553	1,546	1,657	1,675	1,767
YoY	10.2%	11.5%	-1.8%	9.3%	7.4%	7.0%	15.5%	13.8%
일반의약품(OTC)	290	311	280	340	318	340	371	372
전문의약품(ETC)	338	373	368	372	370	395	391	416
헬스케어(화장품 포함)	462	463	411	435	474	483	431	447
동국생명과학(자회사)	222	237	253	259	237	275	323	366
해외사업(수출)	120	137	132	142	134	153	146	157
기타 및 연결조정	7	28	7	5	13	11	13	11
YoY								
일반의약품(OTC)	-6.2%	-10.6%	-25.5%	5.4%	9.4%	9.5%	32.6%	9.3%
전문의약품(ETC)	20.9%	23.4%	2.5%	20.5%	9.6%	6.2%	6.2%	11.7%
헬스케어(화장품 포함)	8.4%	12.4%	4.2%	3.6%	2.6%	4.4%	4.9%	2.8%
동국생명과학(자회사)	11.5%	10.7%	9.5%	1.9%	6.8%	15.9%	27.8%	41.3%
해외사업(수출)	26.7%	23.0%	14.2%	69.3%	12.2%	11.6%	11.2%	10.2%
% of Sales								
일반의약품(OTC)	20.2%	20.1%	19.3%	21.9%	20.5%	20.5%	22.2%	21.0%
전문의약품(ETC)	23.5%	24.1%	25.4%	24.0%	24.0%	23.9%	23.4%	23.5%
헬스케어(화장품 포함)	32.1%	29.9%	28.3%	28.0%	30.7%	29.1%	25.7%	25.3%
동국생명과학(자회사)	15.4%	15.3%	17.4%	16.7%	15.3%	16.6%	19.3%	20.7%
해외사업(수출)	8.3%	8.9%	9.1%	9.2%	8.7%	9.2%	8.7%	8.9%
영업이익	196	158	115	178	192	203	226	241
% of sales	13.6%	10.2%	8.0%	11.5%	12.4%	12.3%	13.5%	13.6%
% YoY	1.4%	-13.5%	-54.3%	-18.5%	-2.1%	28.8%	95.6%	35.2%

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표3 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	6,081	6,899	5,990	6,645	-1.5%	-3.7%
영업이익	747	932	648	862	-13.3%	-7.5%
순이익	561	713	489	679	-12.8%	-4.7%

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표4 연간실적 전망

(단위: 억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,097	3,548	4,008	4,823	5,591	5,990	6,645	7,364
YoY	19.1%	14.6%	13.0%	20.3%	15.9%	7.1%	10.9%	10.8%
일반의약품(OTC)	896	948	1,099	1,210	1,355	1,221	1,401	1,586
전문의약품(ETC)	1,079	1,251	1,365	1,081	1,249	1,451	1,573	1,703
헬스케어(화장품 포함)	595	800	1,021	1,337	1,651	1,770	1,834	1,896
동국생명과학(자회사)	604	710	814	825	897	970	1,200	1,488
해외사업(수출)		364	287	351	405	530	590	643
기타 및 연결조정	-77	-525	-578	19	32	47	47	47
YoY								
일반의약품(OTC)	-1.5%	5.8%	15.9%	10.1%	12.0%	-9.9%	14.7%	13.3%
전문의약품(ETC)	21.2%	15.9%	9.1%	-20.8%	15.6%	16.1%	8.4%	8.3%
헬스케어(화장품 포함)	72.5%	34.5%	27.6%	30.9%	23.5%	7.2%	3.6%	3.4%
동국생명과학(자회사)	2.5%	17.5%	14.6%	1.3%	8.8%	8.1%	23.7%	24.0%
해외사업(수출)			-21.2%	22.5%	15.4%	30.9%	11.3%	9.0%
% of Sales								
일반의약품(OTC)	28.9%	26.7%	27.4%	25.1%	24.2%	20.4%	21.1%	21.5%
전문의약품(ETC)	34.8%	35.3%	34.1%	22.4%	22.3%	24.2%	23.7%	23.1%
헬스케어(화장품 포함)	19.2%	22.5%	25.5%	27.7%	29.5%	29.5%	27.6%	25.7%
동국생명과학(자회사)	19.5%	20.0%	20.3%	17.1%	16.1%	16.2%	18.1%	20.2%
해외사업(수출)	0.0%	10.3%	7.2%	7.3%	7.2%	8.9%	8.9%	8.7%
영업이익	469	501	551	686	847	648	862	1,052
% of sales	15.2%	14.1%	13.8%	14.2%	15.2%	10.8%	13.0%	14.3%
% YoY	39.6%	6.7%	10.1%	24.4%	23.5%	-23.6%	33.1%	22.1%

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

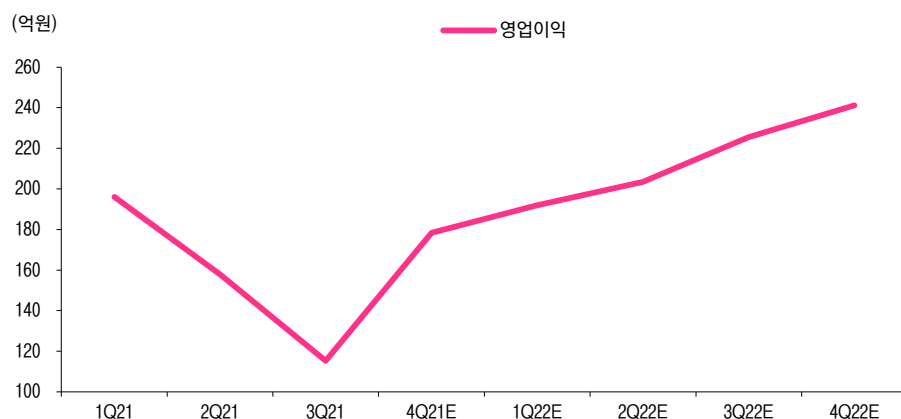
주: IFRS 연결기준

그림1 동국제약 매출액 추이: 과거 10년 이상 역성장 없이 매년 매출액 성장



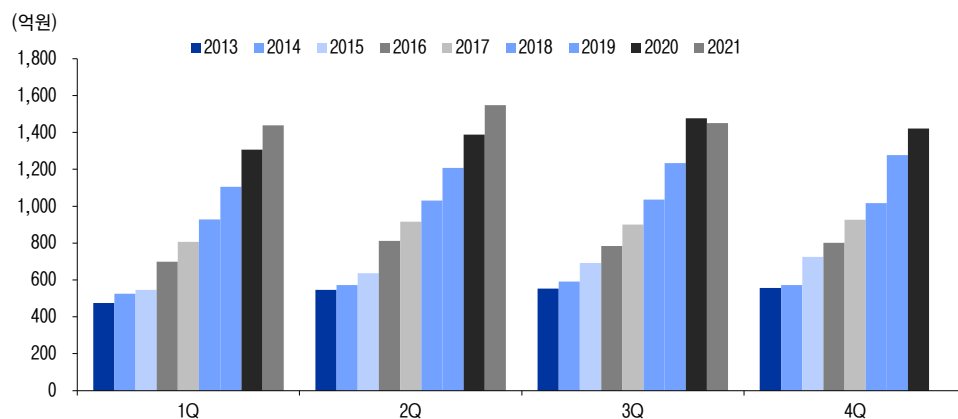
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림2 동국제약 2020년 이후 분기 매출액 추이 및 전망: 3Q21 저점일 듯



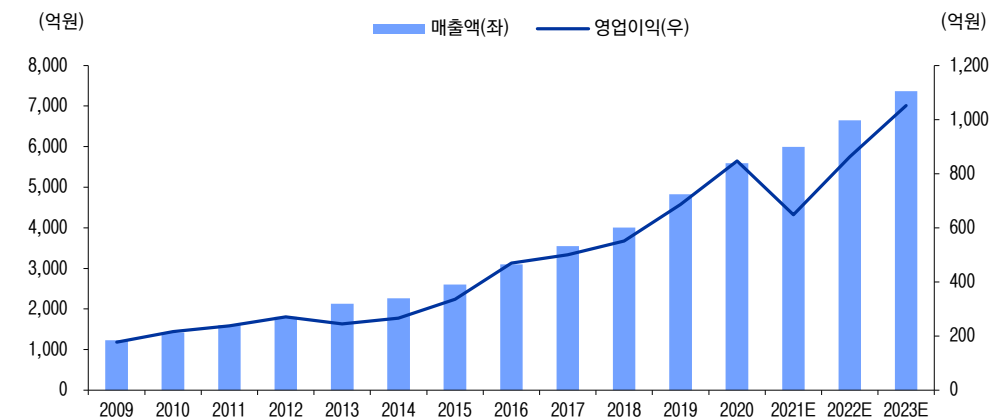
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림3 동국제약 분기별 매출액 YoY 비교



자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

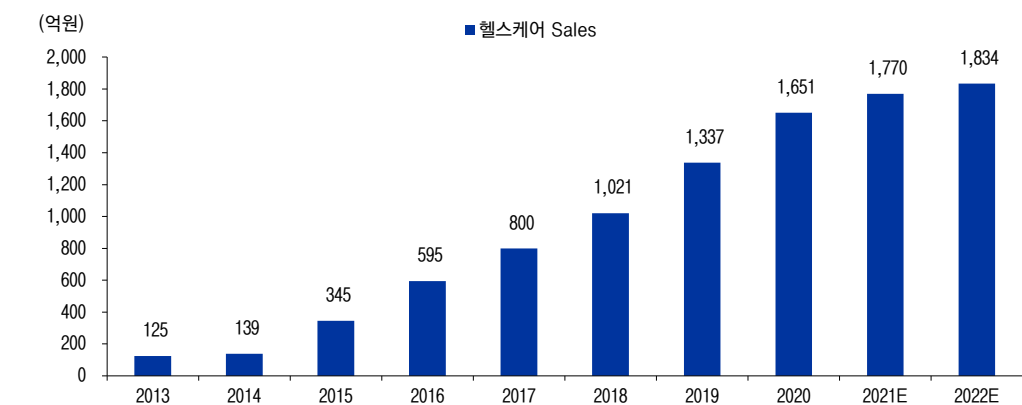
그림4 동국제약 매출액 & 영업이익 추이



자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

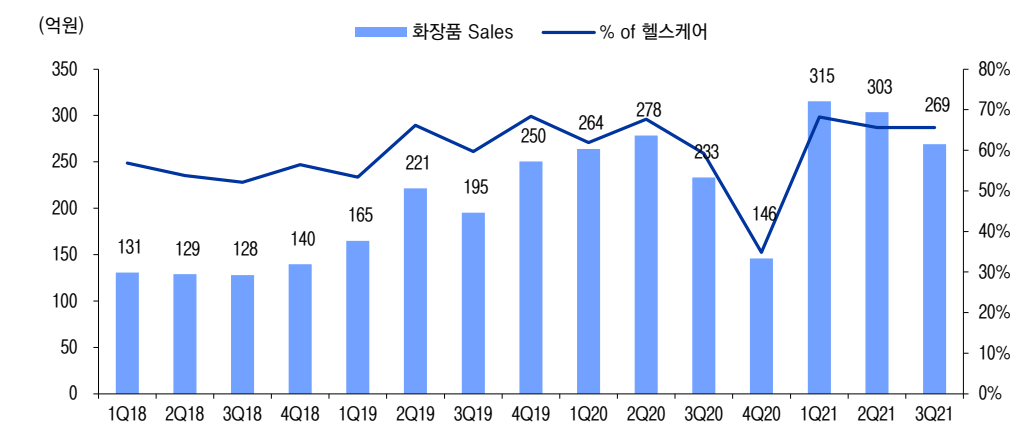
그림5 동국제약 헬스케어 매출액 추이



자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

그림6 동국제약 화장품 매출액 & 헬스케어 사업부문 내 비중



자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표5 RIM Valuation

(단위: 억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Total Shareholder's Equity	4,114	4,514	5,113	5,850	6,772	7,856	
Total Shareholder's Equity (Year average)	3,871	4,314	4,813	5,481	6,311	7,314	
Net Income	559	489	679	827	1,021	1,195	
Dividend	72	16	18	20	21	23	
Payout ratio %	12.8%	3.3%	2.6%	2.4%	2.1%	1.9%	
FROE (Forecasted ROE)	14.4%	11.3%	14.1%	15.1%	16.2%	16.3%	
무위험수익률	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
E(Rm-Rf) 리스크프리미엄	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
베타	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	
COE (Cost of Equity)	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	
ROE Spread (FROE-COE)	6.6%	3.5%	6.3%	7.3%	8.4%	8.5%	
Residual Income	256	152	303	398	527	622	622
PVIF (including Mid-year adj. Factor)		99%	92%	85%	79%	73%	68%
추정잔여이익의 현재가치		151	279	340	418	458	
계속가치 (2026년 이후)							11,139
Continuing Value Calculation							
RI 증가율 (1-normalized RI)	0.0%						
RI 계속성장률 g (%)	2.2%						
COE	7.8%						
추정RI 현재가치	1,645						
계속가치 현재가치	7,593						
Beginning Shareholder's Equity	4,114						
Equity Value for Residual Income	13,351						
Appraised company value							
발행주식수 (천주)	44,460						
자기주식수 (천주)	512						
추정주당가치 (원)	30,379						
현재주당가격 (원)	21,850						
Potential (%)	39.0%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

동국제약 (086450)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	339.0	398.8	395.8	447.1	513.5
현금 및 현금성자산	70.3	54.5	61.5	93.9	140.3
매출채권 및 기타채권	116.2	134.6	127.6	134.5	141.6
재고자산	60.9	79.0	74.9	83.1	92.1
기타유동자산	91.7	130.6	131.7	135.6	139.5
비유동자산	205.4	264.4	292.2	299.8	307.8
관계기업투자등	6.4	8.0	8.6	9.5	10.5
유형자산	158.1	195.0	217.1	216.3	215.2
무형자산	4.2	7.3	8.6	9.7	10.7
자산총계	544.4	663.2	688.0	746.9	821.3
유동부채	110.0	164.9	154.9	158.5	163.2
매입채무 및 기타채무	64.0	85.3	80.0	87.9	96.4
단기금융부채	17.1	46.8	42.1	37.9	34.1
기타유동부채	28.9	32.7	32.7	32.7	32.7
비유동부채	49.0	62.5	57.3	52.7	48.6
장기금융부채	43.2	52.1	46.9	42.2	38.0
기타비유동부채	5.8	10.3	10.4	10.5	10.6
부채총계	159.0	227.4	212.2	211.2	211.9
지배주주지분	362.9	411.4	451.4	511.3	585.0
자본금	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6
자본잉여금	14.1	14.3	14.3	14.3	14.3
이익잉여금	328.4	376.7	417.6	477.5	551.2
비지배주주지분(연결)	22.5	24.4	24.4	24.4	24.4
자본총계	385.4	435.8	475.8	535.7	609.4

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	69.5	59.1	62.9	65.5	79.9
당기순이익(손실)	59.1	57.9	49.2	68.5	83.5
비현금수익비용가감	33.5	48.0	8.0	4.2	3.9
유형자산감가상각비	13.5	15.0	15.8	16.0	16.2
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
기타현금수익비용	-0.6	1.5	-8.0	-12.0	-12.4
영업활동 자산부채변동	-9.8	-28.6	5.7	-7.2	-7.6
매출채권 감소(증가)	-1.0	-18.8	7.0	-6.9	-7.1
재고자산 감소(증가)	0.8	-17.3	4.1	-8.2	-9.0
매입채무 증가(감소)	0.5	13.5	-5.4	7.9	8.5
기타자산, 부채변동	-10.1	-5.9	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-55.8	-96.9	-43.2	-20.8	-20.7
유형자산처분(취득)	-25.0	-39.6	-37.9	-15.2	-15.1
무형자산 감소(증가)	0.0	-1.7	-1.4	-1.3	-1.2
투자자산 감소(증가)	-33.7	-49.3	-3.8	-4.3	-4.5
기타투자활동	2.8	-6.4	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-4.9	23.0	-12.7	-12.3	-12.7
차입금의 증가(감소)	-0.6	31.9	-4.7	-4.2	-3.8
자본의 증가(감소)	-3.1	-7.2	-8.0	-8.0	-8.9
배당금의 지급	4.7	7.2	8.0	8.0	8.9
기타재무활동	-1.2	-1.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	8.5	-15.7	7.0	32.4	46.4
기초현금	61.8	70.3	54.5	61.5	93.9
기말현금	70.3	54.5	61.5	93.9	140.3

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	482.3	559.1	599.0	664.5	736.4
매출원가	191.4	221.7	253.9	268.9	295.0
매출총이익	290.8	337.4	345.0	395.6	441.3
판매비 및 관리비	222.3	252.7	280.3	309.4	336.1
영업이익	68.6	84.7	64.8	86.2	105.2
(EBITDA)	82.2	99.8	80.7	102.4	121.5
금융손익	3.2	-2.1	0.9	1.2	1.5
이자비용	0.6	1.8	2.5	2.3	2.2
관계기업등 투자손익	-0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
기타영업외손익	4.6	-3.1	2.2	1.9	1.8
세전계속사업이익	75.6	80.0	68.3	89.7	108.9
계속사업법인세비용	16.6	22.2	19.1	21.2	25.4
계속사업이익	59.1	57.9	49.2	68.5	83.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	59.1	57.9	49.2	68.5	83.5
지배주주	56.3	55.9	48.9	67.9	82.7
총포괄이익	59.1	57.9	49.2	68.5	83.5
매출총이익률 (%)	60.3	60.3	57.6	59.5	59.9
영업이익률 (%)	14.2	15.2	10.8	13.0	14.3
EBITDA마진률 (%)	17.0	17.9	13.5	15.4	16.5
당기순이익률 (%)	12.2	10.4	8.2	10.3	11.3
ROA (%)	11.0	9.3	7.2	9.5	10.5
ROE (%)	16.7	14.4	11.3	14.1	15.1
ROIC (%)	19.7	19.4	13.0	17.6	20.7

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	14.1	23.0	19.7	14.2	11.6
P/B	2.2	3.2	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	8.5	12.2	10.8	8.1	6.3
P/CF	8.6	12.3	17.3	13.6	11.3
배당수익률 (%)	0.9	0.6	0.8	0.9	1.0
성장성 (%)					
매출액	20.3	15.9	7.1	10.9	10.8
영업이익	24.4	23.5	-23.6	33.1	22.1
세전이익	19.8	5.8	-14.7	31.5	21.4
당기순이익	19.5	-2.0	-15.1	39.4	21.9
EPS	19.9	0.2	-12.6	39.0	21.7
안정성 (%)					
부채비율	41.2	52.2	44.6	39.4	34.8
유동비율	308.2	241.8	255.6	282.1	314.6
순차입금/자기자본(x)	-24.5	-18.1	-20.9	-27.0	-33.3
영업이익/금융비용(x)	110.8	47.2	26.2	36.7	47.2
총차입금 (십억원)	60.3	98.9	89.0	80.1	72.1
순차입금 (십억원)	-94.5	-78.9	-99.5	-144.6	-202.9
주당지표(원)					
EPS	1,268	1,270	1,110	1,542	1,877
BPS	8,142	9,095	9,979	11,303	12,933
CFPS	2,084	2,383	1,264	1,607	1,934
DPS	160	180	180	200	220

동국제약

목표주가 추이

(원)

— 주가

— 목표주가

40,000

35,000

30,000

25,000

20,000

15,000

10,000

5,000

0

19/11

20/05

20/11

21/05

투자의견

변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최저 대비	최고 대비	평균 대비				최저 대비	최고 대비	평균 대비
2019.07.11	변경	정홍식									
2019.12.16	Buy	22,000	-7.3		-20.4						
2020.05.15	Buy	26,000	-5.8		-18.3						
2020.06.16	Buy	30,000	4.7		-13.3						
2020.07.27	Buy	38,000	-15.4		-20.5						
2020.09.15	Buy	38,000	-14.6		-27.6						
2021.09.08	Buy	35,000	-30.6		-34.5						
2021.11.16	Buy	30,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정홍식)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)