2022년 11월 16일

기업분석 | Mid-Small Cap

동국제약 (086450)

3Q22 Review: YoY 회복은 있었지만..

Analyst
정홍식
02 3779 8897
hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	22,000 원
현재주가	17,200 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSDAQ (11/)		744.96 pt
시가총액		7,647 억원
발행주식수		44,460 천주
52 주 최고가/최저가		22,550 / 15,300 원
90 일 일평균거래대금		10.92 억원
외국인 지분율		18.4%
배당수익률(22.12E)		1.2%
BPS(22.12E)		10,996 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-1.7%
	6 개월	-4.6%
	12 개월	6.9%
주주구성	권기범 (외 7 인)	46.1%
	FIDELITY	9.9%

Stock Price

3Q22 Review

동국제약의 3Q22 실적은 매출액 1,597억원(+10.1% yoy), 영업이익 119억원(+2.8% yoy, OPM 7.4%), 순이익 118억원(+39.3% yoy)을 기록하였다. 이는 당사의 기존 추정치(Sales 1,620억원. OP 126억원, NI 96억원)에 부합한 것이다.

이번 실적은 YoY 외형성장이 진행되었지만, 전년동기 어닝이 낮은 수준이었기 때문에 의미가 크게 없고, 수익성 개선이 여전히 진행되고 있지 않다는 데 우려감이 있다.

수익성이 과거 대비 낮은 이유는 1)동사의 광고선전비가 1Q22 101억원 → 2Q22 158억원 → 3Q22 168억원으로 증가하고 있기 때문인데, 이는 OTC 부문에서 신제품 출시에 따른 마케팅 활동을 강화한 데 사용된 것으로 파악된다. 2)전반적인 비용 상승: 원재료 & 에너지(가스, 전력 등)에 대한 부담이 있었던 것으로 보이며, 3)판매수수료도 3Q21 207억원 → 3Q22 239억원 규모로 크게 상승한 요인이 있었던 것으로 파악된다.

3Q22 사업부별 실적을 살펴보면, 일반의약품 347억원(+23.9% yoy), 전문의약품 414억원(+12.4% yoy), 헬스케어 468억원(+13.9% yoy), 동국생명과학 259억원(+2.6% yoy), 해외사업 105억원(-20.3% yoy)으로 해외사업을 제외한 부문에서 안정적인 외형성장이 나타났다. 참고로 화장품 사업도 336억원(+24.9% yoy. 헬스케어 내 비중 71.9%) 규모로 성장흐름이 유지되었다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	559.1	594.2	655.4	718.8	785.1
영업이익	84.7	63.2	72.0	83.4	95.9
세전계속사업손익	80.0	69.8	70.6	85.2	96.8
순이익(지배주주)	55.9	50.3	54.8	65.0	74.4
EPS (원)	1,269	1,142	1,244	1,474	1,689
증감률 (%)	0.2	-10.0	8.9	18.5	14.6
PER (x)	23.0	19.1	13.8	11.7	10.2
PBR (x)	3.2	2.2	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	12.2	11.5	7.5	6.3	5.3
영업이익률 (%)	15.2	10.6	11.0	11.6	12.2
EBITDA 마진 (%)	17.9	13.6	14.2	14.6	15.0
ROE (%)	14.4	11.6	11.5	12.4	12.7
부채비율 (%)	52.2	55.7	49.1	44.1	39.5

주: IFRS 연결 기준
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

표1 3Q22 Review

(단위: 억원)	3Q22	3Q21	YoY	2Q22	QoQ	기존추정치	오차
매출액	1,597	1,450	10.1%	1,699	-6.0%	1,620	-1.4%
영업이익	119	115	2.8%	200	-40.6%	126	-5.8%
순이익	118	85	39.3%	160	-26.2%	96	22.6%
OPM	7.4%	8.0%		11.8%		7.8%	
NPM	7.4%	5.9%		9.4%		5.9%	

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표2 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	6,598	7,256	6,554	7,188	-0.7%	-0.9%
영업이익	713	825	720	834	0.9%	1.0%
순이익	531	649	548	650	3.1%	0.1%

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표3 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
매출액	**1,439**	**1,548**	**1,450**	**1,505**	**1,657**	**1,699**	**1,597**	**1,602**
YoY	*10.2%*	*11.5%*	*-1.8%*	*6.0%*	*15.1%*	*9.8%*	*10.1%*	*6.4%*
일반의약품(OTC)	290	311	280	306	309	338	347	326
전문의약품(ETC)	338	373	368	380	414	420	414	419
헬스케어(화장품 포함)	462	463	411	454	509	512	468	484
동국생명과학(자회사)	222	237	253	258	265	268	259	260
해외사업(수출)	120	137	132	100	143	154	105	108
기타 및 연결조정	7	28	7	7	16	7	4	4
YoY								
일반의약품(OTC)	*-6.2%*	*-10.6%*	*-25.5%*	*-5.2%*	*6.6%*	*8.7%*	*23.9%*	*6.7%*
전문의약품(ETC)	*20.9%*	*23.4%*	*2.5%*	*23.1%*	*22.5%*	*12.6%*	*12.4%*	*10.2%*
헬스케어(화장품 포함)	*8.4%*	*12.4%*	*4.2%*	*8.3%*	*10.2%*	*10.7%*	*13.9%*	*6.6%*
동국생명과학(자회사)	*11.5%*	*10.7%*	*9.5%*	*1.6%*	*19.5%*	*13.3%*	*2.6%*	*0.9%*
해외사업(수출)	*26.7%*	*23.0%*	*14.2%*	*18.7%*	*19.4%*	*12.4%*	*-20.3%*	*7.9%*
% of Sales								
일반의약품(OTC)	20.2%	20.1%	19.3%	20.3%	18.7%	19.9%	21.7%	20.4%
전문의약품(ETC)	23.5%	24.1%	25.4%	25.2%	25.0%	24.7%	25.9%	26.2%
헬스케어(화장품 포함)	32.1%	29.9%	28.3%	30.2%	30.7%	30.1%	29.3%	30.2%
동국생명과학(자회사)	15.4%	15.3%	17.4%	17.1%	16.0%	15.8%	16.2%	16.3%
해외사업(수출)	8.3%	8.9%	9.1%	6.6%	8.6%	9.1%	6.6%	6.7%
영업이익	**196**	**158**	**115**	**163**	**234**	**200**	**119**	**167**
% of sales	13.6%	10.2%	8.0%	10.8%	14.1%	11.8%	7.4%	10.5%
% YoY	*1.4%*	*-13.5%*	*-54.3%*	*-25.6%*	*19.4%*	*26.4%*	*2.8%*	*2.7%*

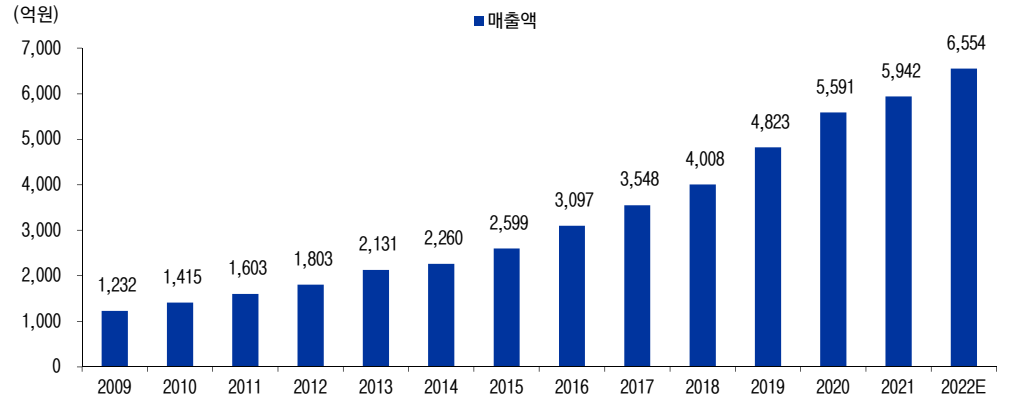
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표4 연간실적 전망

(단위: 억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**3,548**	**4,008**	**4,823**	**5,591**	**5,942**	**6,554**	**7,188**	**7,851**
YoY	*14.6%*	*13.0%*	*20.3%*	*15.9%*	*6.3%*	*10.3%*	*9.7%*	*9.2%*
일반의약품(OTC)	948	1,099	1,210	1,355	1,187	1,320	1,439	1,562
전문의약품(ETC)	807	941	1,081	1,249	1,459	1,667	1,880	2,116
헬스케어(화장품 포함)	800	1,021	1,337	1,651	1,790	1,973	2,166	2,364
동국생명과학(자회사)	710	814	825	897	969	1,053	1,151	1,248
해외사업(수출)	364	287	351	405	488	509	520	529
기타 및 연결조정	-81	-154	19	32	49	32	31	31
YoY								
일반의약품(OTC)	*5.8%*	*15.9%*	*10.1%*	*12.0%*	*-12.4%*	*11.2%*	*9.0%*	*8.5%*
전문의약품(ETC)	*-25.2%*	*16.6%*	*14.9%*	*15.6%*	*16.8%*	*14.2%*	*12.8%*	*12.6%*
헬스케어(화장품 포함)	*34.5%*	*27.6%*	*30.9%*	*23.5%*	*8.4%*	*10.3%*	*9.8%*	*9.2%*
동국생명과학(자회사)	*17.5%*	*14.6%*	*1.3%*	*8.8%*	*8.0%*	*8.6%*	*9.4%*	*8.4%*
해외사업(수출)	*0.0%*	*-21.2%*	*22.5%*	*15.4%*	*20.4%*	*4.4%*	*2.2%*	*1.7%*
% of Sales								
일반의약품(OTC)	26.7%	27.4%	25.1%	24.2%	20.0%	20.1%	20.0%	19.9%
전문의약품(ETC)	22.7%	23.5%	22.4%	22.3%	24.6%	25.4%	26.2%	27.0%
헬스케어(화장품 포함)	22.5%	25.5%	27.7%	29.5%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%
동국생명과학(자회사)	20.0%	20.3%	17.1%	16.1%	16.3%	16.1%	16.0%	15.9%
해외사업(수출)	10.3%	7.2%	7.3%	7.2%	8.2%	7.8%	7.2%	6.7%
영업이익	**501**	**551**	**686**	**847**	**632**	**720**	**834**	**959**
% of sales	14.1%	13.8%	14.2%	15.2%	10.6%	11.0%	11.6%	12.2%
% YoY	*6.7%*	*10.1%*	*24.4%*	*23.5%*	*-25.4%*	*13.8%*	*15.9%*	*15.0%*

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

동국제약 (086450)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	398.8	420.2	438.6	478.8	526.9
현금 및 현금성자산	54.5	85.4	98.4	125.9	161.7
매출채권 및 기타채권	135.4	138.0	143.2	149.2	154.9
재고자산	79.0	102.6	100.2	104.4	108.3
기타유동자산	129.8	94.2	96.7	99.4	102.1
비유동자산	264.4	329.8	343.5	357.7	372.7
관계기업투자등	46.1	70.3	77.6	85.1	92.9
유형자산	195.0	234.9	239.6	244.5	249.8
무형자산	7.3	6.9	6.9	6.8	6.7
자산총계	**663.2**	**750.1**	**782.1**	**836.6**	**899.7**
유동부채	164.9	242.6	232.4	231.5	230.5
매입채무 및 기타재무	92.3	110.9	106.4	110.9	115.1
단기금융부채	46.8	114.5	108.8	103.4	98.2
기타유동부채	25.8	17.2	17.2	17.2	17.2
비유동부채	62.5	25.8	25.2	24.7	24.2
장기금융부채	52.1	13.7	13.0	12.4	11.7
기타비유동부채	10.3	12.1	12.2	12.3	12.4
부채총계	**227.4**	**268.4**	**257.7**	**256.1**	**254.6**
지배주주지분	411.4	454.6	497.3	553.4	618.0
자본금	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6
자본잉여금	14.3	14.5	14.5	14.5	14.5
이익잉여금	376.7	419.8	466.5	522.6	587.2
비지배주주지분(연결)	24.4	27.1	27.1	27.1	27.1
자본총계	**435.8**	**481.6**	**524.4**	**580.4**	**645.0**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**559.1**	**594.2**	**655.4**	**718.8**	**785.1**
매출원가	221.7	243.9	274.9	303.0	332.2
매출총이익	**337.4**	**350.3**	**380.5**	**415.8**	**452.8**
판매비 및 관리비	252.7	287.0	308.6	332.4	357.0
영업이익	**84.7**	**63.2**	**72.0**	**83.4**	**95.9**
(EBITDA)	99.8	80.6	93.0	104.8	117.8
금융손익	-2.1	2.2	-1.9	-1.8	-1.6
이자비용	1.8	2.9	4.1	4.0	3.9
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.6	4.3	0.6	3.6	2.5
세전계속사업이익	**80.0**	**69.8**	**70.6**	**85.2**	**96.8**
계속사업법인세비용	22.2	16.8	15.2	19.6	21.5
계속사업이익	57.9	52.9	55.4	65.7	75.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**57.9**	**52.9**	**55.4**	**65.7**	**75.2**
지배주주	55.9	50.3	54.8	65.0	74.4
총포괄이익	**57.9**	**52.9**	**55.4**	**65.7**	**75.2**
매출총이익률 (%)	60.3	58.9	58.1	57.9	57.7
영업이익률 (%)	15.2	10.6	11.0	11.6	12.2
EBITDA마진률 (%)	17.9	13.6	14.2	14.6	15.0
당기순이익률 (%)	10.4	8.9	8.5	9.1	9.6
ROA (%)	9.3	7.1	7.2	8.0	8.6
ROE (%)	14.4	11.6	11.5	12.4	12.7
ROIC (%)	21.5	14.1	15.0	16.5	18.6

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**59.1**	**44.7**	**62.2**	**78.2**	**88.5**
당기순이익(손실)	57.9	52.9	55.4	65.7	75.2
비현금수익비용가감	48.0	34.0	14.0	18.3	18.6
유형자산감가상각비	15.0	17.2	20.9	21.3	21.8
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	28.3	9.4	-7.0	-3.1	-3.3
영업활동 자산부채변동	-28.6	-22.3	-7.3	-5.7	-5.4
매출채권 감소(증가)	-18.8	2.5	-5.2	-6.0	-5.6
재고자산 감소(증가)	-17.3	-24.7	2.4	-4.2	-3.9
매입채무 증가(감소)	13.5	12.5	-4.4	4.5	4.2
기타자산, 부채변동	-5.9	-12.6	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-96.9**	**-43.5**	**-35.4**	**-36.4**	**-37.6**
유형자산처분(취득)	-39.6	-51.0	-25.5	-26.3	-27.1
무형자산 감소(증가)	-1.7	1.3	-0.1	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-50.0	4.2	-9.8	-10.1	-10.5
기타투자활동	-5.6	1.9	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**23.0**	**29.7**	**-13.8**	**-14.4**	**-15.0**
차입금의 증가(감소)	3.5	39.2	-5.7	-5.4	-5.2
자본의 증가(감소)	-7.2	-8.0	-8.0	-8.9	-9.8
배당금의 지급	-7.2	-8.0	8.0	8.9	9.8
기타재무활동	26.7	-1.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-15.7**	**30.9**	**13.0**	**27.4**	**35.9**
기초현금	-70.3	-54.5	85.4	98.4	125.9
기말현금	54.5	85.4	98.4	125.9	161.7

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	23.0	19.1	13.8	11.7	10.2
P/B	3.2	2.2	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.2	11.5	7.5	6.3	5.3
P/CF	12.5	11.3	11.2	9.3	8.3
배당수익률 (%)	0.6	0.8	1.2	1.3	1.4
성장성 (%)					
매출액	15.9	6.3	10.3	9.7	9.2
영업이익	23.5	-25.4	13.8	15.9	15.0
세전이익	5.8	-12.8	1.3	20.7	13.5
당기순이익	-2.0	-8.6	4.7	18.5	14.6
EPS	0.2	-10.0	8.9	18.5	14.6
안정성 (%)					
부채비율	52.2	55.7	49.1	44.1	39.5
유동비율	241.8	173.2	188.7	206.9	228.7
순차입금/자기자본(x)	-17.8	-8.7	-12.2	-17.2	-22.4
영업이익/금융비용(x)	47.2	21.9	17.4	20.7	24.4
총차입금 (십억원)	98.9	128.2	121.8	115.7	109.9
순차입금 (십억원)	-77.6	-42.0	-63.9	-100.1	-144.4
주당지표(원)					
EPS	1,269	1,142	1,244	1,474	1,689
BPS	9,095	10,050	10,996	12,234	13,662
CFPS	2,341	1,921	1,535	1,856	2,075
DPS	180	180	200	220	240

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

동국제약 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 평균대비
2019.07.11	변경	정홍식									
2020.11.17	Buy	38,000	-14.6		-27.4						
2021.09.08	Buy	35,000	-30.6		-34.5						
2021.11.16	Buy	30,000	-24.8		-32.7						
2022.10.19	Buy	22,000									

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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	90.2% 9.8%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2021. 10. 1 ~ 2022. 9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)