



기업분석 | Mid Small-Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	35,000 원
현재주가	24,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (9/7)	1,054.43pt
시가총액	10,848 억원
발행주식수	44,460 천주
52 주 최고가/최저가	32,450 / 22,850 원
90 일 일평균거래대금	33.8 억원
외국인 지분율	17.9%
배당수익률(21.12E)	0.7%
BPS(21.12E)	10,138 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -4.6%
	6개월 -30.8%
	12개월 -25.5%
주주구성	권기범 (외 7인) 47.3%
	FIDELITY 10.0%

Stock Price



동국제약 (086450)

단기적으로 쉬고 2022년에 고성장

2021년 하반기 쉬어가고 2022년 고성장 기대감

동사는 2021년 하반기 이익 감소, 2022년 영업이익 고성장이 기대된다. 이는 연결대상 자회사 동국생명과학(지분율 56.1%)에서 공장이전에 따른 비용이 올해 하반기 발생하고 내년에는 공장 효율성이 높아져 OPM이 개선될 전망이다기 때문이다.

동국생명과학은 국내 M/S 1위의 조영제(CT & MRI 촬영시 사용) 생산 및 의료기기 판매업을 영위하고 있으며, 매출액(동국제약에 반영된 내부거래 제거 기준)은 2017년 461억 원 → 2018년 716억 원 → 2019년 825억 원 → 2020년 897억 원(CAGR 24.9%), 1H21 459억 원(+11.1% yoy) 수준의 견조한 외형성장을 보이고 있다. 그런데, 동국생명과학의 순이익은 2Q20 16억 원 → 2Q21 -2억 원으로 -18억 원(YoY) 감소하였으며, 이는 동국제약의 2Q21 순이익 YoY 감소 금액 -20억 원에 직접적인 영향을 주었다.

이유는 동국생명과학에서 조영제 완제품 목적으로 인수한 바이엘의 안성 공장에 대한 생산시설 이전 및 조영제 완제품 생산허가와 관련된 비용이 2021년 2~4분기에 발생하고 있는 것이다. 이에 동국생명과학은 1Q22 안정화를 거쳐 2Q22 이후에는 1)기저효과, 2) 조영제 생산시설 효율성 개선으로 영업이익률이 큰 폭으로 확대될 것으로 기대되어 2022년 2분기 이후 동국제약의 연결 영업이익 고성장이 진행될 것으로 보인다.

위의 이유로 동사의 영업이익 추정치를 하향(2021년 -7.2%, 2022년 -7.7%)하며, 이와 비슷하게 목표주가를 7.8% 하향(38,000원 → 35,000원으로 하향)한다. 단기적 비용 증가로 영업이익 둔화가 불가피하나, 2022년 이후 동국생명과학의 완제품 공장이 가동되면 이익률이 오히려 상승할 가능성이 높아 중장기적인 관점에서 관심을 가질 필요가 있다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	482.3	559.1	608.1	689.9	778.0
영업이익	68.6	84.7	74.7	93.2	112.1
세전계속사업손익	75.6	80.0	75.0	93.5	112.5
순이익(지배주주)	56.3	55.9	56.1	71.3	85.6
EPS (원)	1,268	1,270	1,273	1,618	1,944
증감률 (%)	19.9	0.2	0.3	27.1	20.1
PER (x)	14.1	23.0	19.4	15.2	12.7
PBR (x)	2.2	3.2	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA (x)	8.5	12.2	10.9	8.7	6.9
영업이익률 (%)	14.2	15.2	12.3	13.5	14.4
EBITDA 마진 (%)	17.0	17.9	14.9	15.9	16.5
ROE (%)	16.7	14.4	12.9	14.5	15.3
부채비율 (%)	41.2	52.2	44.2	39.3	34.9

주: IFRS 연결 기준

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

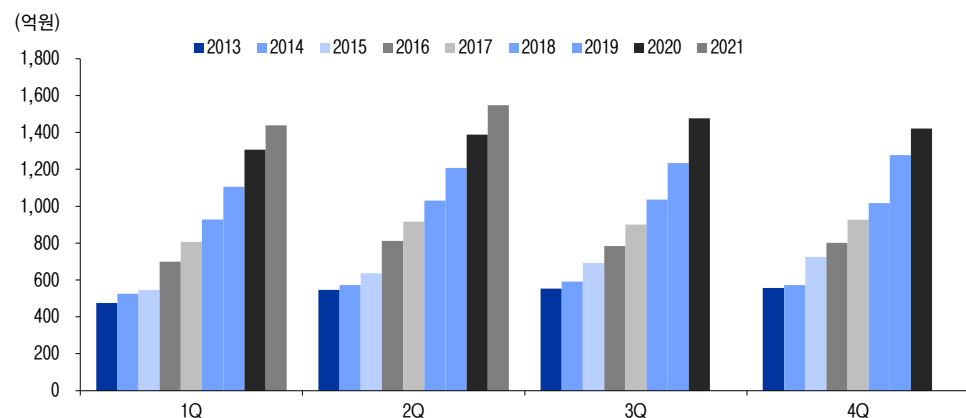
표1 동국제약 분기실적 전망

	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	1,439	1,548	1,543	1,552	1,615	1,719	1,768	1,797
YoY	10.2%	11.5%	4.5%	9.2%	12.2%	11.1%	14.6%	15.8%
일반의약품(OTC)	290	311	321	334	337	350	358	364
전문의약품(ETC)	338	373	387	376	392	419	431	444
헬스케어(화장품 포함)	462	463	465	481	506	509	520	525
동국생명과학(자회사)	222	237	222	209	225	268	278	283
해외사업(수출)	120	137	143	146	141	162	169	172
기타 및 연결조정	7	28	5	5	12	10	12	10
YoY								
일반의약품(OTC)	-6.2%	-10.6%	-14.6%	3.6%	16.2%	12.7%	11.5%	8.9%
전문의약품(ETC)	20.9%	23.4%	7.7%	21.8%	16.0%	12.6%	11.4%	18.1%
헬스케어(화장품 포함)	8.4%	12.4%	18.1%	14.8%	9.6%	10.1%	11.7%	9.0%
동국생명과학(자회사)	11.5%	10.7%	-3.7%	-17.8%	1.5%	13.2%	25.4%	35.7%
해외사업(수출)	26.7%	23.0%	23.9%	74.1%	18.3%	18.0%	18.1%	17.3%
% of Sales								
일반의약품(OTC)	20.2%	20.1%	20.8%	21.5%	20.9%	20.4%	20.2%	20.2%
전문의약품(ETC)	23.5%	24.1%	25.1%	24.2%	24.3%	24.4%	24.4%	24.7%
헬스케어(화장품 포함)	32.1%	29.9%	30.2%	31.0%	31.4%	29.6%	29.4%	29.2%
동국생명과학(자회사)	15.4%	15.3%	14.4%	13.5%	13.9%	15.6%	15.7%	15.8%
해외사업(수출)	8.3%	8.9%	9.3%	9.4%	8.8%	9.4%	9.5%	9.6%
영업이익	196	158	170	223	211	221	247	252
% of sales	13.6%	10.2%	11.0%	14.4%	13.1%	12.9%	14.0%	14.0%
% YoY	1.4%	-13.5%	-32.8%	1.9%	7.8%	40.3%	45.5%	12.9%

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

그림1 동국제약 분기별 매출액 YoY 비교



자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표2 동국제약 연간실적 전망

(단위: 억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,097	3,548	4,008	4,823	5,591	6,081	6,899	7,780
YoY	19.1%	14.6%	13.0%	20.3%	15.9%	8.8%	13.4%	12.8%
일반의약품(OTC)	896	948	1,099	1,210	1,355	1,256	1,409	1,563
전문약품(ETC)	1,079	1,251	1,365	1,081	1,249	1,473	1,686	1,926
헬스케어(화장품 포함)	595	800	1,021	1,337	1,651	1,872	2,060	2,254
동국생명과학(자회사)	604	710	814	825	897	889	1,055	1,255
해외사업(수출)	-	364	287	351	405	546	643	736
기타 및 연결조정	-77	-525	-578	19	32	45	45	45
YoY								
일반의약품(OTC)	-1.5%	5.8%	15.9%	10.1%	12.0%	-7.3%	12.2%	11.0%
전문약품(ETC)	21.2%	15.9%	9.1%	-20.8%	15.6%	17.9%	14.5%	14.2%
헬스케어(화장품 포함)	72.5%	34.5%	27.6%	30.9%	23.5%	13.3%	10.1%	9.4%
동국생명과학(자회사)	2.5%	17.5%	14.6%	1.3%	8.8%	-0.9%	18.6%	19.0%
해외사업(수출)			-21.2%	22.5%	15.4%	34.7%	17.9%	14.3%
영업이익	469	501	551	686	847	747	932	1,121
% of sales	15.2%	14.1%	13.8%	14.2%	15.2%	12.3%	13.5%	14.4%
% YoY	39.6%	6.7%	10.1%	24.4%	23.5%	-11.9%	24.8%	20.4%

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

그림2 동국제약 매출액 추이: 과거 10년 이상 역성장 없이 매년 매출액 성장



자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표3 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	6,117	6,946	6,081	6,899	-0.6%	-0.7%
영업이익	805	1,010	747	932	-7.2%	-7.7%
순이익	605	777	561	713	-7.3%	-8.3%

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

동국제약 (086450)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	339.0	398.8	403.4	458.6	528.5
현금 및 현금성자산	70.3	54.5	66.0	97.1	142.0
매출채권 및 기타채권	116.2	134.6	129.6	139.6	149.6
재고자산	60.9	79.0	76.1	86.3	97.3
기타유동자산	91.7	130.6	131.7	135.6	139.5
비유동자산	205.4	264.4	293.0	302.2	311.7
관계기업투자등	6.4	8.0	8.7	9.9	11.1
유형자산	158.1	195.0	216.8	215.9	214.6
무형자산	4.2	7.3	8.6	9.7	10.7
자산총계	544.4	663.2	696.4	760.8	840.2
유동부채	110.0	164.9	156.1	161.9	168.7
매입채무 및 기타채무	64.0	85.3	81.2	91.2	101.8
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	213.4	214.6	217.3
지배주주지분	362.9	411.4	458.6	521.8	598.4
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	424.8	488.0	564.7
비지배주주지분(연결)	22.5	24.4	24.4	24.4	24.4
자본총계	385.4	435.8	483.0	546.2	622.9

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	69.5	59.1	67.5	64.4	78.7
당기순이익(손실)	59.1	57.9	56.7	72.0	86.7
비현금수익비용가감	33.5	48.0	7.0	2.7	2.3
유형자산감가상각비	13.5	15.0	16.1	16.2	16.4
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
기타현금수익비용	-0.6	1.5	-9.2	-13.7	-14.2
영업활동 자산부채변동	-9.8	-28.6	3.8	-10.3	-10.4
매출채권 감소(증가)	-1.0	-18.8	5.0	-10.1	-10.0
재고자산 감소(증가)	0.8	-17.3	3.0	-10.2	-11.0
매입채무 증가(감소)	0.5	13.5	-4.1	10.0	10.6
기타자산, 부채변동	-10.1	-5.9	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-55.8	-96.9	-43.3	-21.1	-21.0
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	-3.9	-4.5	-4.7
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	11.5	31.1	45.0
기초현금	61.8	70.3	54.5	66.0	97.1
기말현금	70.3	54.5	66.0	97.1	142.0

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	482.3	559.1	608.1	689.9	778.0
매출원가	191.4	221.7	258.4	286.7	324.2
매출총이익	290.8	337.4	349.7	403.1	453.7
판매비 및 관리비	222.3	252.7	275.1	309.9	341.6
영업이익	68.6	84.7	74.7	93.2	112.1
(EBITDA)	82.2	99.8	90.9	109.6	128.7
금융손익	3.2	-2.1	0.9	1.2	1.6
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	-1.0	-1.3	-1.7
세전계속사업이익	75.6	80.0	75.0	93.5	112.5
계속사업법인세비용	16.6	22.2	18.3	21.5	25.8
계속사업이익	59.1	57.9	56.7	72.0	86.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	59.1	57.9	56.7	72.0	86.7
지배주주	56.3	55.9	56.1	71.3	85.6
총포괄이익	59.1	57.9	56.7	72.0	86.7
매출총이익률 (%)	60.3	60.3	57.5	58.4	58.3
영업이익률 (%)	14.2	15.2	12.3	13.5	14.4
EBITDA마진률 (%)	17.0	17.9	14.9	15.9	16.5
당기순이익률 (%)	12.2	10.4	9.3	10.4	11.1
ROA (%)	11.0	9.3	8.3	9.8	10.7
ROE (%)	16.7	14.4	12.9	14.5	15.3
ROIC (%)	19.7	19.4	15.7	18.9	21.7

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	14.1	23.0	19.4	15.2	12.7
P/B	2.2	3.2	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	8.5	12.2	10.9	8.7	6.9
P/CF	8.6	12.3	17.5	14.9	12.5
배당수익률 (%)	0.9	0.6	0.7	0.8	0.9
성장성 (%)					
매출액	20.3	15.9	8.8	13.4	12.8
영업이익	24.4	23.5	-11.9	24.8	20.4
세전이익	19.8	5.8	-6.3	24.7	20.3
당기순이익	19.5	-2.0	-2.1	27.1	20.4
EPS	19.9	0.2	0.3	27.1	20.1
안정성 (%)					
부채비율	41.2	52.2	44.2	39.3	34.9
유동비율	308.2	241.8	258.5	283.3	313.3
순차입금/자기자본(x)	-24.5	-18.1	-21.5	-27.0	-32.9
영업이익/금융비용(x)	110.8	47.2	30.2	39.7	50.3
총차입금 (십억원)	60.3	98.9	89.0	80.1	72.1
순차입금 (십억원)	-94.5	-78.9	-104.0	-147.7	-204.7
주당지표(원)					
EPS	1,268	1,270	1,273	1,618	1,944
BPS	8,142	9,095	10,138	11,536	13,231
CFPS	2,084	2,383	1,408	1,651	1,969
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

19/09

20/03

20/09

21/03

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.07.11	변경	정홍식			
2019.10.22	Buy	19,000	-15.2		-21.8
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			

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 당사에 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)	투자 의견 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	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)