



동국제약 (086450)

다양한 전 국민 브랜드를 보유한 제약회사

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 3772-7463

Buy (신규)

목표주가(신규): 31,000원

현재 주가(5/26)	21,500원
상승여력	▲44.2%
시가총액	9,559억원
발행주식수	44,460천주
52 주 최고가 / 최저가	29,100 / 19,500원
90 일 일평균 거래대금	18.56억원
외국인 지분율	18.2%

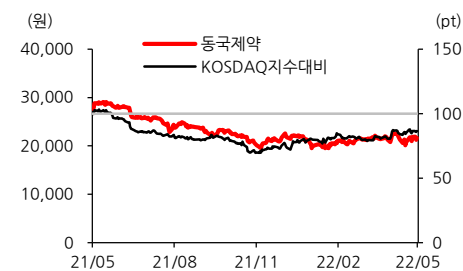
주주 구성	
권기범 (외 8 인)	47.3%
FIDELITY (외 7 인)	10.0%
박중훈 (외 28 인)	6.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.2	2.1	6.7	-22.4
상대수익률(KOSDAQ)	4.6	2.3	20.1	-12.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	559	594	672	743
영업이익	85	63	94	100
EBITDA	100	81	115	123
지배주주순이익	56	50	69	75
EPS	1,255	1,129	1,574	1,696
순차입금	-78	-42	-55	-82
PER	23.3	19.3	13.7	12.7
PBR	3.2	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	12.2	11.5	7.8	7.1
배당수익률	0.6	0.8	0.8	0.8
ROE	14.4	11.6	14.3	13.7

주가 추이



동국제약은 2021 년 코로나 19 영향에 따른 일반의약품 매출 감소로 6.3%의 매출액 성장을 보였습니다. 올해는 2020 년까지 보여준 두 자릿수 성장과 더불어 낮아진 수익성이 개선될 전망입니다.

기업개요

동국제약은 1968년 10월에 설립되어 2007년 5월 코스닥 시장에 상장한 중견제약사다. 50년 이상의 역사를 가지고 있으며 마테카솔(상처치료제), 인사돌(잇몸약), 오라메디(구내염치료제) 등 전 국민에게 친숙한 일반의약품(OTC) 제품군을 보유하고 있다.

투자포인트

1) 균형잡힌 사업부: 2021년 별도기준 매출액 5,154억 원은 전문의약품(ETC) 1,459억 원(28.3%), 일반의약품(OTC) 1,187억 원(23%), 헬스케어 1,748억 원(33.9%), 수출 및 기타 760억 원(14.7%)으로 전 사업부에 고르게 분포되어 있다. 전문의약품 비중이 높은 다른 제약사 대비 규제리스크가 제한적이며, 다양한 성장동력 확보가 가능하다.

2) 셀렐리안24를 필두로 헬스케어 사업부 약진: 마테카솔의 주성분인 테카(TECA)를 바탕으로 2015년에 출시한 ‘셀렐리안24’ 화장품 군은 2018년 714억 원에서 2021년 1,414억 원으로 3년동안 98%의 성장을 시현했다. 홈쇼핑에서 판매를 시작해 브랜드 인지도를 높여 현재 온라인/오프라인으로 판매망을 확대했으며, 글로벌 판로도 준비하고 있다. 2022년 매출은 1,743억 원으로 전년동기대비 23.3%의 성장이 전망되며, 판매망 확대에 따른 수익성 증가도 기대된다.

3) 성장과 수익의 회귀: 타제약사 대비 소비자와의 접점이 높은 일반의약품과 헬스케어사업부는 코로나 19의 영향으로 매년 이어져오던 두 자릿수 매출 성장이 2021년도(6.3%)로 끝이났다. 2022년 예상 실적은 매출액 6,724억 원(YoY +13.2%)과 영업이익 936억 원(YoY +48.1%, OPM 13.9%)으로 원래모습으로의 회귀가 예상된다.

투자의견 ‘BUY’, 목표주가 31,000원 제시

안정적인 사업부를 구비하고, 코로나19 영향에서 벗어나고 있는 동사 대해 투자의견 ‘BUY’와 목표주가 31,000원으로 커버리지를 개시한다.

[표1] 목표가 산출

(단위: 억 원, 배, 천 주)

구분	산출내역	비고
1. 기업가치(A*B)	13,112	
A. 매출액	6,724	2022년 예상 매출액
B. Target PSR	1.95	5년 평균 PSR 1.95배
2. 순차입금	-547	2022년 예상 순차입금
3. 목표기업가치(1-2)	13,659	
4. 주식수(C-D)	44,719	전자공시시스템 최근 정기보고서(사업, 반기, 분기보고서) 기준
C. 발행주식수	45,230	상환전환우선주 77만 주 포함(전환가 12,980원)
D. 자기주식수	511	
5. 적정주가(3/4)(원)	30,544	
6. 목표주가(원)	31,000	
7. 현재주가(원)	21,500	
8. 상승여력	44.2%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 동국제약 연도별 및 분기별 실적 추이(별도)

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출	5,591	5,942	6,724	1,306	1,388	1,476	1,421	1,439	1,548	1,450	1,505	1,657	1,667	1,695	1,705
YoY(%)	15.9	6.3	13.2	18.2	15.0	19.6	11.3	10.2	11.5	(1.8)	5.9	15.1	7.7	16.9	13.3
매출원가	2,217	2,439	2,852	516	547	575	580	575	640	607	617	699	707	717	730
YoY(%)	15.8	10.0	16.9	15.6	14.4	17.5	15.7	11.6	17.1	5.6	6.4	21.4	10.4	18.1	18.3
매출원가율(%)	39.7	41.1	42.4	39.5	39.4	38.9	40.8	40.0	41.3	41.9	41.0	42.2	42.4	42.3	42.8
매출총이익	3,374	3,503	3,872	790	841	902	841	864	908	843	888	958	960	978	975
YoY(%)	16.0	3.8	10.5	20.0	15.4	21.0	8.4	9.2	7.9	(6.5)	5.7	11.0	5.8	16.0	9.8
매출총이익률(%)	60.3	58.9	57.6	60.5	60.6	61.1	59.2	60.0	58.7	58.1	59.0	57.8	57.6	57.7	57.2
판매비	2,527	2,870	2,936	597	659	649	622	667	750	728	725	724	729	739	744
YoY(%)	13.7	13.6	2.3	16.2	13.7	15.1	10.0	11.8	13.8	12.1	16.7	8.5	(2.8)	1.5	2.6
판매비율(%)	45.2	48.3	43.7	45.7	47.5	44.0	43.8	46.4	48.5	50.2	48.2	43.7	43.7	43.6	43.6
영업이익	847	632	936	193	182	253	219	196	158	115	163	234	232	239	231
YoY(%)	23.5	(25.4)	48.1	33.3	21.9	39.4	4.3	1.4	(13.5)	(54.3)	(25.6)	19.4	46.6	107.3	42.1
영업이익률(%)	15.2	10.6	13.9	14.8	13.1	17.1	15.4	13.6	10.2	8.0	10.8	14.1	13.9	14.1	13.6
순이익	579	529	693	171	141	179	88	154	112	84	179	158	170	176	190
YoY(%)	(2.0)	(8.6)	30.9	30.2	8.9	12.8	(48.5)	(9.9)	(20.0)	(53.1)	102.4	2.5	50.8	110.3	6.6
순이익률(%)	10.4	8.9	10.3	13.1	10.1	12.1	6.2	10.7	7.3	5.8	11.9	9.5	10.2	10.4	11.2

자료: Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 동국제약 제형별 및 제품(주 참고) 매출 추이

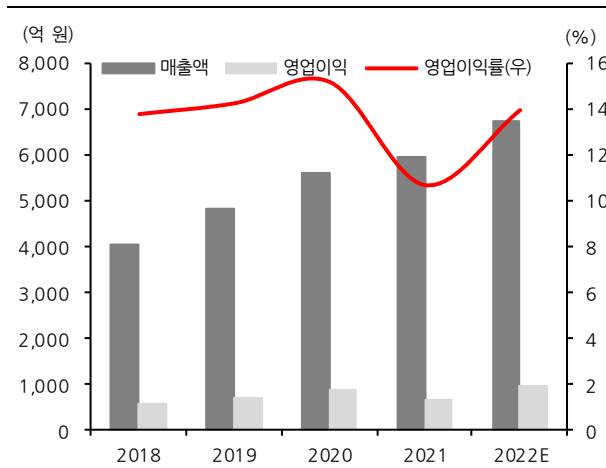
(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E
제형별 매출															
정제	1,482	1,371	1,480	353	363	443	323	317	352	347	354	382	361	357	380
캡슐제	369	428	454	76	92	93	107	108	103	102	115	119	121	105	109
연고제	230	209	210	46	62	61	60	46	60	48	55	45	52	55	58
수액제	993	1,076	1,124	224	242	277	250	258	254	289	275	244	262	307	311
프리필드	351	414	455	67	90	91	104	102	113	104	95	107	111	114	123
기타제품	1,302	1,414	1,743	345	331	303	324	381	363	320	349	453	432	444	414
상품	840	1,013	1,064	188	203	207	242	216	273	236	288	242	289	261	272
기타	174	127	142	49	35	39	51	28	42	33	24	44	31	29	38
제형별 YoY(%)															
정제	9.0	(7.5)	8.0	10.6	5.2	22.7	(3.4)	(10.3)	(2.9)	(21.6)	9.6	20.6	2.5	2.8	7.3
캡슐제	29.1	16.0	6.1	24.7	36.4	43.4	16.6	40.6	11.6	9.5	7.9	10.3	17.4	3.2	(5.5)
연고제	12.7	(9.2)	0.2	(23.6)	31.0	19.1	35.1	(1.0)	(3.3)	(21.8)	(8.8)	(2.5)	(13.9)	14.7	5.4
수액제	8.9	8.3	4.5	(1.0)	11.2	20.6	4.8	14.9	5.1	4.4	9.8	(5.5)	3.0	6.3	13.2
프리필드	(10.1)	17.8	10.0	(30.0)	(11.5)	(6.3)	7.1	52.1	26.3	14.5	(8.7)	5.5	(2.1)	9.7	29.8
기타제품	17.2	8.6	23.3	56.0	12.0	9.6	1.7	10.6	9.7	5.9	7.6	18.7	18.9	38.6	18.7
상품	23.5	20.6	5.0	0.7	33.9	23.2	39.0	15.2	34.3	14.3	18.7	11.7	6.0	10.5	(5.4)
기타	42.3	(26.9)	11.2	91.8	10.2	0.9	93.4	(42.1)	17.5	(14.8)	(52.0)	53.6	(25.4)	(12.0)	55.4

주: 정제- 인사돌정, 웨라민규정 등 / 캡슐제 - 판시달 등 / 연고제 - 마데카솔연고, 오라메디연고 등 / 수액제 - 파미레이, 포폴, 로렐린데포 등 / 프리필드 - 히아론퍼스트, 도파민 등
기타제품 - 셀렐리안24 등 / 상품 - 오메가3 등 건강기능식품

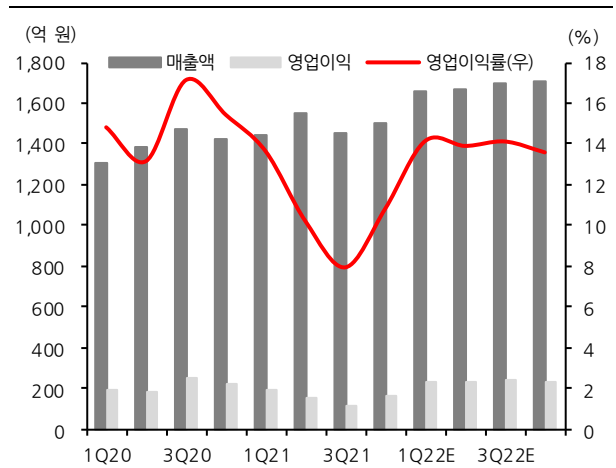
자료: 바이오플러스, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 동국제약 R&D 파이프라인

대구분	소구분	품목 및 프로젝트명	적응증	연구 시작일	임상단계				
					전임상	1 상	2 상	3 상	비고
화학합성	신약	미정	비만	-	진행(한국)				
화학합성	신약	미정	당뇨	-		준비(한국)			
화학합성	개량신약	DKM-412	골관절염	2016 년				진행(한국)	
화학합성	개량신약	DKM-420	골관절염	2019 년				준비(한국)	
화학합성	개량신약	DKF-335	골다공증	2017 년		준비(한국)			
화학합성	개량신약	DKF-361	항고혈압	2018 년		완료(한국)			
화학합성	개량신약	DKF-313	전립선비대증	2012 년				진행(한국)	
화학합성	개량신약	DKF-340	소염 진통	2016 년		준비(한국)			
화학합성	개량신약	DKF-310	치매	2012 년	진행(한국)				

자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

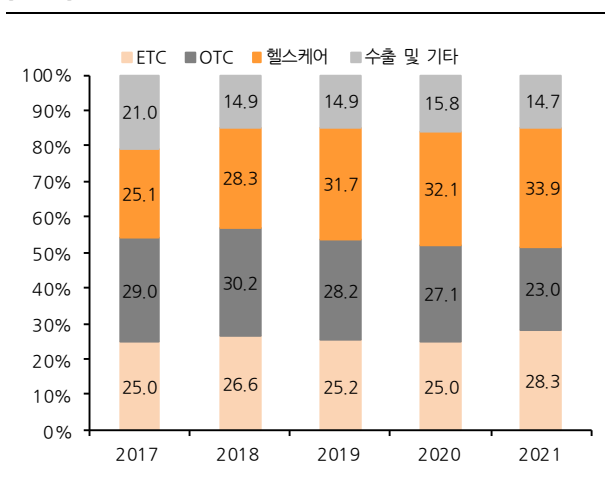
기업 개요

동국제약은 1968년 10월 의약품의 제조 및 판매 목적으로 설립되어, 2007년 5월 코스닥에 상장된 연 매출 6천억 원 규모의 전통제약사다. 일반의약품(OTC), 전문의약품(ETC) 그리고 헬스케어제품(건기식)을 취급하며, 특히 OTC에 강점을 가지고 있다. 모든 OTC 브랜드에 대해 국내 시장점유율 1위를 유지중이며, 시장에 잘 알려진 브랜드로는 마테카슬, 인사돌, 센시아 등이 있다.

2021년 기준 사업부별 매출비중은 ETC, OTC, 헬스케어가 각각 28%, 23%, 34%를 차지해 고른 사업 포트폴리오를 가지고 있다. 2018년까지 OTC의 매출비중이 30%로 가장 높았으나, OTC 파워브랜드의 화장품, 건기식 등으로의 확장전략을 통해 헬스케어사업은 연평균 21% 성장했다. ETC부문에서도 경쟁력있는 제네릭과, 개량신약 출시로 2017년부터 연평균 16% 성장해 전체 매출 대비 비중을 꾸준히 늘려나가고 있다.

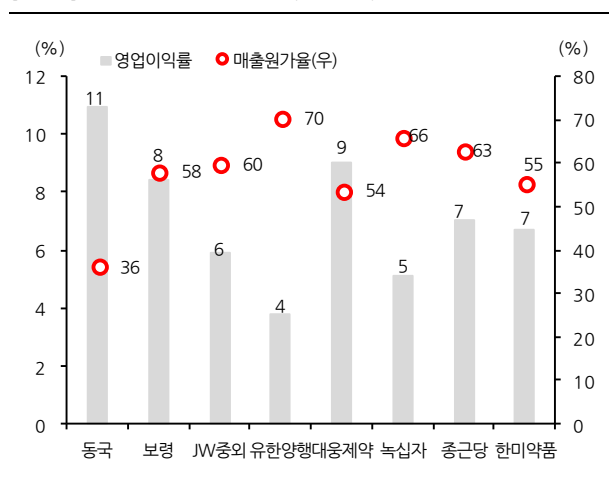
동사는 제·상품 비율이 85:15로 자체 제품의 비중이 대부분을 차지해, 높은 수익성을 유지하고 있다. 2021년 별도 기준 동사의 매출원가율은 36%로 매출규모가 비슷한 피어 그룹의 매출원가율(60%)에 비해 낮으며, 영업이익률도 약 2~4%p 높다. 국내 매출 상위 5개 제약사와 비교하더라도 가장 높은 마진율을 기록하고 있다.

[그림3] 동국제약 부문별 매출비중 변화 추이



자료: 동국제약, 한화투자증권 리서치센터

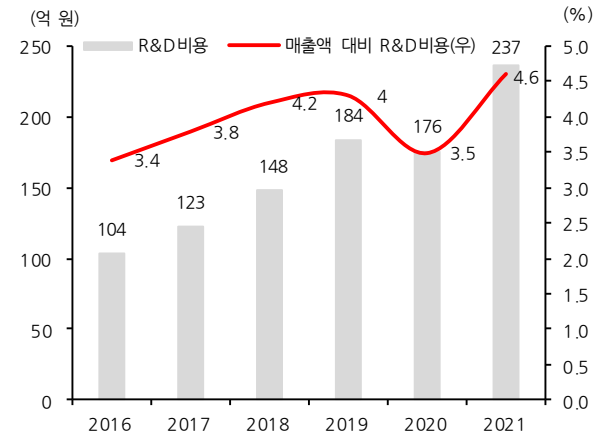
[그림4] 주요 업체 마진 비교(2021년)



자료: Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

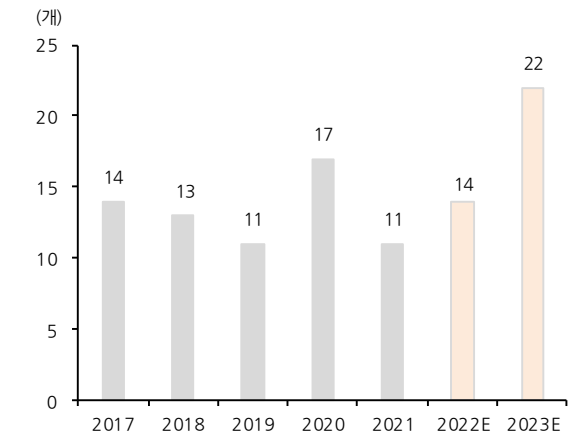
동사는 2022년 1분기 기준 총 97명의 연구개발 인력을 보유하고 있으며, 매년 전체 매출의 3~4%를 연구개발비로 투자하고 있다. 연구개발비용 지출이 큰 편은 아니지만, 비만증 신약과, 치매/골다공증 개량신약을 중심으로 파이프라인 개발이 진행중이다. 또한 마이크로스피어와 리포솜을 활용한 독자 DDS플랫폼기술을 통해 퍼스트 제네릭 ‘DKF-MA201(말단비대증)’과 ‘LA-101(진균감염 치료제)’을 개발중이다.

[그림5] 동국제약 R&D 비용 추이



자료: 동국제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 연도별 전문의약품 출시 제품 수 추이 및 전망

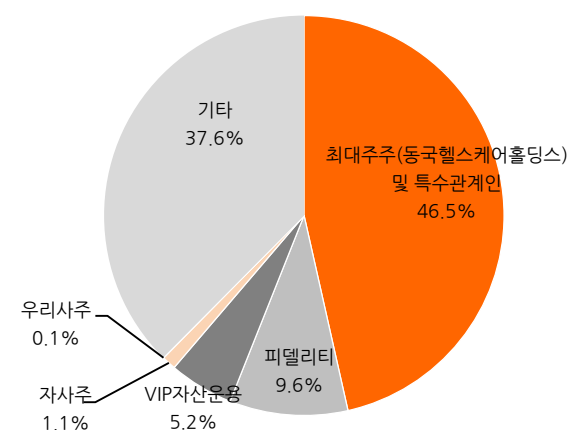


자료: 동국제약, 한화투자증권 리서치센터

2022년 1분기 기준 동사는 최대주주(동국헬스케어홀딩스) 및 특수관계자가 약 47% 지분을 보유하고 있다. 그외 피델리티는 약 10년 전 동사에 투자한 뒤 현재까지도 9.6% 지분을 보유중이며, VIP운용도 작년 12월 처음으로 5%이상 주주에 등재됐다. 주요 자회사로는 지분율 56%의 동국생명과학이 있다. 2020년 처음 매출 1천억 원을 돌파했으며 주요 사업영역은 조영제, 의료가기다.

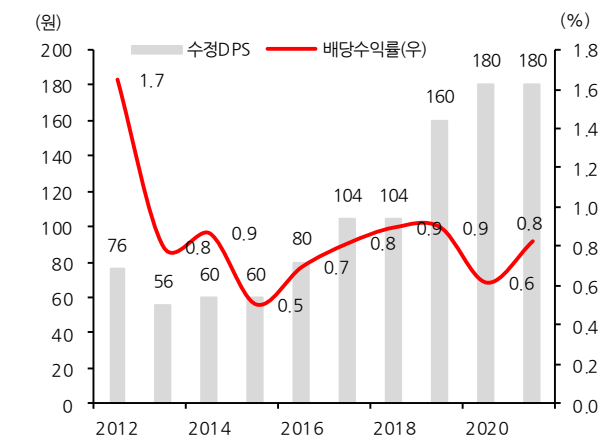
동사는 23년 연속 배당을 지급해왔다. 2020년에 이어 작년에도 180원을 주당 배당금으로 지급했으며, 연결기준 최근 3년 평균 현금배당성향은 13.7%다.

[그림7] 동국제약 주요 주주 현황



자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 동국제약 수정 DPS, 배당수익률 추이



자료: Quantiverse, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	482	559	594	672	743
매출총이익	291	337	350	387	424
영업이익	69	85	63	94	100
EBITDA	82	100	81	115	123
순이자손익	2	1	0	-3	-3
외화관련손익	1	-3	3	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	76	80	70	92	99
당기순이익	59	58	53	69	75
지배주주순이익	56	56	50	69	75
증가율(%)					
매출액	20.3	15.9	6.3	13.2	10.5
영업이익	24.4	23.5	-25.4	48.1	6.9
EBITDA	28.0	21.5	-19.3	42.9	7.1
순이익	19.5	-2.0	-8.6	30.9	7.8
이익률(%)					
매출총이익률	60.3	60.3	58.9	57.6	57.1
영업이익률	14.2	15.2	10.6	13.9	13.5
EBITDA 이익률	17.0	17.9	13.6	17.1	16.6
세전이익률	15.7	14.3	11.7	13.7	13.3
순이익률	12.2	10.4	8.9	10.3	10.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	69	59	45	81	74
당기순이익	59	58	53	69	75
자산상각비	14	15	17	22	23
운전자본증감	-10	-29	-22	-15	-24
매출채권 감소(증가)	-1	-19	2	-4	-17
재고자산 감소(증가)	1	-17	-25	-3	-21
매입채무 증가(감소)	1	13	13	-7	14
투자현금흐름	-56	-97	-44	-46	-42
유형자산처분(취득)	-25	-40	-51	-56	-33
무형자산 감소(증가)	0	-2	1	-3	-2
투자자산 감소(증가)	-34	-49	17	16	-3
재무현금흐름	-5	23	30	-18	-48
차입금의 증가(감소)	-1	3	39	-46	-40
자본의 증가(감소)	-3	-7	-8	-8	-8
배당금의 지급	-5	-7	-8	-8	-8
총현금흐름	93	106	87	98	98
(-)운전자본증감(감소)	-11	11	18	-3	24
(-)설비투자	25	40	51	56	33
(+)자산매각	0	-2	1	-3	-2
Free Cash Flow	79	54	19	41	39
(-)기타투자	18	24	15	20	4
잉여현금	61	30	4	21	35
NOPLAT	54	61	48	70	76
(+) Dep	14	15	17	22	23
(-)운전자본투자	-11	11	18	-3	24
(-)Capex	25	40	51	56	33
OpFCF	53	26	-3	38	42

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	339	399	420	423	449
현금성자산	153	177	170	165	152
매출채권	117	135	138	144	161
재고자산	61	79	103	105	126
비유동자산	205	264	330	378	395
투자자산	43	62	88	95	99
유형자산	158	195	235	274	284
무형자산	4	7	7	10	12
자산총계	544	663	750	801	843
유동부채	110	165	243	208	203
매입채무	70	92	111	115	129
유동성이자부채	17	47	115	70	50
비유동부채	49	62	26	54	34
비유동이자부채	43	52	14	41	21
부채총계	159	227	268	262	237
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	14	14	14	14	14
이익잉여금	328	377	420	481	548
자본조정	-2	-2	-2	-5	-5
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
자본총계	385	436	482	540	606

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	1,264	1,255	1,129	1,574	1,696
BPS	40,114	9,095	10,050	11,331	12,804
DPS	160	180	180	180	180
CFPS	2,046	2,341	1,921	2,162	2,173
ROA(%)	11.0	9.3	7.1	8.9	9.1
ROE(%)	16.7	14.4	11.6	14.3	13.7
ROIC(%)	21.5	21.5	14.1	18.1	17.8
Multiples(x, %)					
PER	14.1	23.3	19.3	13.7	12.7
PBR	0.4	3.2	2.2	1.9	1.7
PSR	1.7	2.4	1.7	1.4	1.3
PCR	8.7	12.5	11.3	9.9	9.9
EV/EBITDA	8.5	12.2	11.5	7.8	7.1
배당수익률	0.9	0.6	0.8	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	41.2	52.2	55.7	48.5	39.1
Net debt/Equity	-24.1	-17.8	-8.7	-10.1	-13.4
Net debt/EBITDA	-112.8	-77.7	-52.1	-47.5	-66.1
유동비율	308.2	241.8	173.2	203.3	221.1
이자보상배율(배)	110.8	47.2	21.9	18.6	20.3
자산구조(%)					
투하자본	56.9	56.7	58.9	61.0	63.9
현금+투자자산	43.1	43.3	41.1	39.0	36.1
자본구조(%)					
차입금	13.5	18.5	21.0	17.0	10.4
자기자본	86.5	81.5	79.0	83.0	89.6

[Compliance Notice]

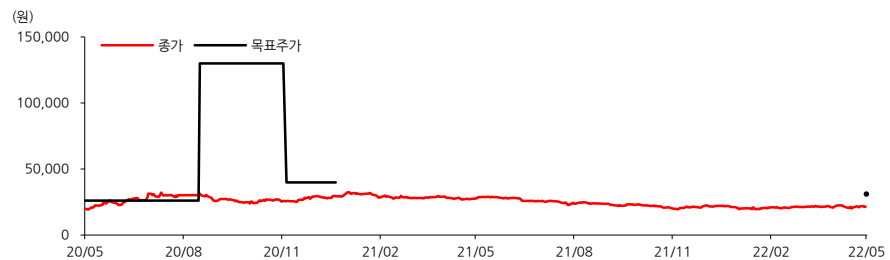
(공표일: 2022년 5월 27일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김형수)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[동국제약 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2020.11.30	2022.05.27	2022.05.27		
투자의견	투자등급변경	Buy	담당자변경	Buy		
목표가격		40,000	김형수	31,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.11.30	Buy	40,000	-33.34	-18.88
2022.05.26	Buy	31,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%