



동국제약 (086450)

최대 매출 달성했지만, 수익의 눈높이는 낮춰야 하는 2분기

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 3772-7463

Buy (유지)

목표주가(하향): 27,000원

현재 주가(8/22)	19,050원
상승여력	▲41.7%
시가총액	8,470억원
발행주식수	44,460천주
52 주 최고가 / 최저가	24,900 / 18,000원
90 일 일평균 거래대금	14.52억원
외국인 지분율	18.2%

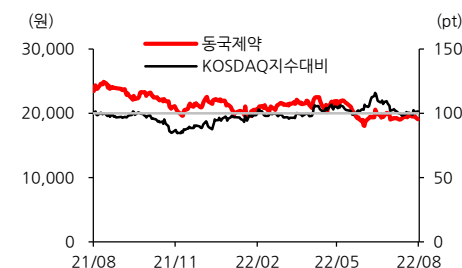
주주 구성	
권기법 (외 7 인)	46.1%
FIDELITY (외 6 인)	9.9%
박종훈 (외 28 인)	6.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.3	-12.8	-6.2	-16.6
상대수익률(KOSDAQ)	-0.5	-3.3	2.2	1.1

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	559	594	676	750
영업이익	85	63	87	109
EBITDA	100	81	106	129
지배주주순이익	56	50	66	83
EPS	1,255	1,129	1,506	1,881
순차입금	-78	-42	-49	-84
PER	23.3	19.3	12.7	10.1
PBR	3.2	2.2	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.2	11.5	7.5	5.9
배당수익률	0.6	0.8	0.9	0.9
ROE	14.4	11.6	13.8	15.1

주가 추이



동국제약의 2분기 매출액은 1,698 억 원으로 1 분기에 이어 분기 최대 매출을 경신했습니다. 판매관리비 중 광고선전비와 연구개발비의 집행 증가로 영업이익률(발표치: 11.7%)은 당리서치 추정치(13.9%)를 하회했습니다. 하반기 수익성은 2 분기보다 개선될 것으로 전망합니다.

분기 최고매출 또 경신

동국제약의 2분기 연결기준 실적은 매출액 1,698억 원(YoY +9.7%) 과 영업이익 199억 원(YoY +26%, OPM 11.7%)으로 창사이래 최대 매출액을 달성했던 1분기 1,657억 원을 연이어 경신했다. 당리서치 2 분기 추정실적 매출액 1,667억 원과 영업이익 232억 원에서 수익이 기대치에 부합되지 못했다. 매출액 증가는 동사의 일반의약품 대표 품목인 마테카솔의 주성분(TECA:테카)으로 만든 화장품시리즈 ‘센텔리안 24’ 제품군이 388억 원으로 전년동기 대비 27.7%의 고성장을 시현했다. 전문의약품 사업군은 420억 원(YoY +12.6%, QoQ +1.4%)으로 1 분기 414억 원(YoY +22.5%) 대비 소폭 증가했지만, 400억 원 이상의 안정적인 매출을 확보한 것이 상반기에 주목할 포인트다. 병·의원에서의 의사들의 처방이 시작된 전문의약품의 경우 최소 3개월 이상은 지속적 으로 매출이 이어지기 때문에 동사의 전문의약품 사업부는 2022년 1,700억 원 이상의 매출 달성이 가능할 것으로 판단된다.

당 리서치 추정치 대비 수익성이 하락한 가장 큰 이유는 판매관리비 중 광고선전비로 1분기 101억 원에서 56.4% 증가한 158억 원을 집행 했기 때문이다. 그리고 전문의약품 신제품 출시를 위한 연구개발비도 전년 동기대비 14% 증가한 65억 원을 사용해 비용 지출이 증가했다.

14%의 성장, 13%의 영업이익률이 기대되는 2022년

동사의 2022년 실적은 매출액 6,755억 원(YoY +13.7%)과 영업이익 872억 원(YoY +37.9%, OPM 12.9%)을 전망한다. 온/오프라인 판매망 확대로 매출규모를 키우고 있는 화장품의 성장이 지속될 전망이며, 전문의약품 사업부는 안정적인 Cash-Cow 역할을 할 것으로 판단된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 27,000원 하향

동사에 대한 투자의견 Buy는 유지하나, 목표주가는 27,000원으로 하향 조정한다. 판매비 집행 증가로 영업이익을 기존 추정치 936억 원에서 872억 원으로 7.3% 조정해 목표주가 산정시 할인율 적용했다.

[표1] 목표가 산출

(단위: 억 원, 배, 천 주)

구분	산출내역	비고
1. 기업가치(A*B)	11,551	
A. 매출액	6,755	2022년 기준 매출액
B. Target PSR	1.71	5년 평균 PSR 1.9배 / 2022년 수익 추정치 하향으로 10% 할인
2. 순차입금	-489	2022년 기준 예상 순차입금
3. 목표기업가치(1-2)	12,040	
4. 주식수(C-D)	44,718	전자공시시스템 최근 정기보고서(사업, 반기, 분기보고서) 기준
C. 발행주식수	45,230	상환전환우선주 77만 주 포함(전환가 12,980원)
D. 자기주식수	512	
5. 적정주가(3/4)(원)	26,924	
6. 목표주가(원)	27,000	
7. 현재주가(원)	19,050	
8. 상승여력	41.7%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

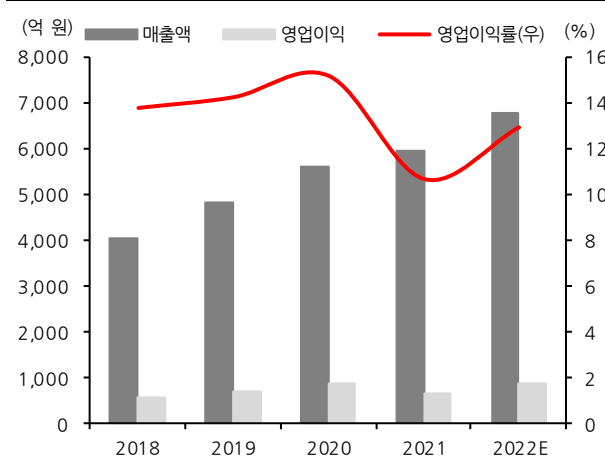
[표2] 동국제약 연도별 및 분기별 실적 추이(별도)

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E
매출	5,591	5,942	6,755	1,306	1,388	1,476	1,421	1,439	1,548	1,450	1,505	1,657	1,698	1,695	1,705
YoY(%)	15.9	6.3	13.7	18.2	15.0	19.6	11.3	10.2	11.5	(1.8)	5.9	15.1	9.7	16.9	13.3
매출원가	2,217	2,439	2,865	516	547	575	580	575	640	607	617	699	720	726	721
YoY(%)	15.8	10.0	17.5	15.6	14.4	17.5	15.7	11.6	17.1	5.6	6.4	21.4	12.5	19.5	16.9
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	42.8	42.3
매출총이익	3,374	3,503	3,890	790	841	902	841	864	908	843	888	958	978	970	984
YoY(%)	16.0	3.8	11.1	20.0	15.4	21.0	8.4	9.2	7.9	(6.5)	5.7	11.0	7.7	15.0	10.8
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	57.2	57.7
판매비	2,527	2,870	3,018	597	659	649	622	667	750	728	725	724	779	759	756
YoY(%)	13.7	13.6	5.1	16.2	13.7	15.1	10.0	11.8	13.8	12.1	16.7	8.5	3.9	4.3	4.2
판매비율(%)	45.2	48.3	44.7	45.7	47.5	44.0	43.8	46.4	48.5	50.2	48.2	43.7	45.9	44.8	44.3
영업이익	847	632	872	193	182	253	219	196	158	115	163	234	199	211	228
YoY(%)	23.5	(25.4)	37.9	33.3	21.9	39.4	4.3	1.4	(13.5)	(54.3)	(25.6)	19.4	26.0	82.6	40.0
영업이익률(%)	15.2	10.6	12.9	14.8	13.1	17.1	15.4	13.6	10.2	8.0	10.8	14.1	11.7	12.4	13.4
순이익	579	529	668	171	141	179	88	154	112	84	179	158	161	158	192
YoY(%)	(2.0)	(8.6)	26.2	30.2	8.9	12.8	(48.5)	(9.9)	(20.0)	(53.1)	102.4	2.5	43.0	88.7	7.6
순이익률(%)	10.4	8.9	9.9	13.1	10.1	12.1	6.2	10.7	7.3	5.8	11.9	9.5	9.5	9.3	11.3

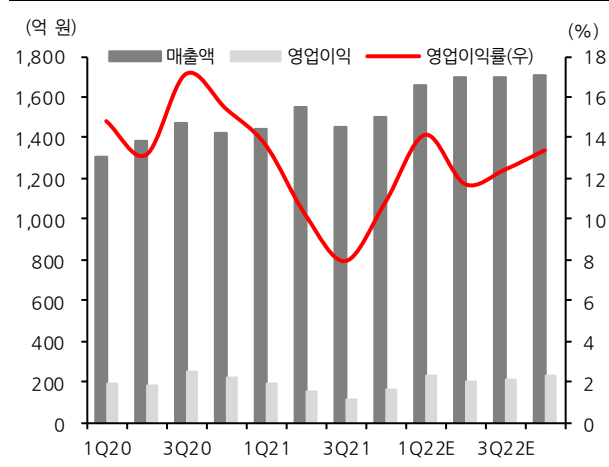
자료: Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 동국제약 R&D 파이프라인

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

자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	482	559	594	676	750
매출총이익	291	337	350	389	434
영업이익	69	85	63	87	109
EBITDA	82	100	81	106	129
순이자손익	2	1	0	-2	-1
외화관련손익	1	-3	3	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	76	80	70	87	110
당기순이익	59	58	53	67	84
지배주주순이익	56	56	50	66	83
증가율(%)					
매출액	20.3	15.9	6.3	13.7	11.0
영업이익	24.4	23.5	-25.4	37.9	25.3
EBITDA	28.0	21.5	-19.3	31.4	21.7
순이익	19.5	-2.0	-8.6	26.2	25.3
이익률(%)					
매출총이익률	60.3	60.3	58.9	57.6	57.9
영업이익률	14.2	15.2	10.6	12.9	14.6
EBITDA 이익률	17.0	17.9	13.6	15.7	17.2
세전이익률	15.7	14.3	11.7	12.9	14.7
순이익률	12.2	10.4	8.9	9.9	11.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	69	59	45	75	83
당기순이익	59	58	53	67	84
자산상각비	14	15	17	19	20
운전자본증감	-10	-29	-22	-15	-20
매출채권 감소(증가)	-1	-19	2	-1	-17
재고자산 감소(증가)	1	-17	-25	-7	-17
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	-64	-48
차입금의 증가(감소)	-1	3	39	-91	-40
자본의 증가(감소)	-3	-7	-8	-8	-8
배당금의 지급	-5	-7	-8	-8	-8
총현금흐름	93	106	87	92	103
(-)운전자본증감(감소)	-11	11	18	-3	20
(-)설비투자	25	40	51	56	33
(+)자산매각	0	-2	1	-3	-2
Free Cash Flow	79	54	19	36	47
(-)기타투자	18	24	15	20	4
잉여현금	61	30	4	16	44
NOPLAT	54	61	48	67	83
(+) Dep	14	15	17	19	20
(-)운전자본투자	-11	11	18	-3	20
(-)Capex	25	40	51	56	33
OpFCF	53	26	-3	32	49

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	339	399	420	372	402
현금성자산	153	177	170	114	110
매출채권	117	135	138	140	157
재고자산	61	79	103	108	126
비유동자산	205	264	330	381	401
투자자산	43	62	88	95	99
유형자산	158	195	235	276	290
무형자산	4	7	7	10	12
자산총계	544	663	750	753	803
유동부채	110	165	243	181	176
매입채무	70	92	111	115	129
유동성이자부채	17	47	115	42	22
비유동부채	49	62	26	36	16
비유동이자부채	43	52	14	23	3
부채총계	159	227	268	217	192
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	14	14	14	14	14
이익잉여금	328	377	420	478	553
자본조정	-2	-2	-2	-5	-5
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
자본총계	385	436	482	537	611

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	1,264	1,255	1,129	1,506	1,881
BPS	40,114	9,095	10,050	11,264	12,918
DPS	160	180	180	180	180
CFPS	2,046	2,341	1,921	2,034	2,273
ROA(%)	11.0	9.3	7.1	8.8	10.6
ROE(%)	16.7	14.4	11.6	13.8	15.1
ROIC(%)	21.5	21.5	14.1	17.1	19.4
Multiples(x, %)					
PER	14.1	23.3	19.3	12.7	10.1
PBR	0.4	3.2	2.2	1.7	1.5
PSR	1.7	2.4	1.7	1.3	1.1
PCR	8.7	12.5	11.3	9.4	8.4
EV/EBITDA	8.5	12.2	11.5	7.5	5.9
배당수익률	0.9	0.6	0.8	0.9	0.9
안정성(%)					
부채비율	41.2	52.2	55.7	40.4	31.4
Net debt/Equity	-24.1	-17.8	-8.7	-9.1	-13.8
Net debt/EBITDA	-112.8	-77.7	-52.1	-46.2	-65.6
유동비율	308.2	241.8	173.2	205.9	229.2
이자보상배율(배)	110.8	47.2	21.9	23.6	47.2
자산구조(%)					
투하자본	56.9	56.7	58.9	66.2	68.1
현금+투자자산	43.1	43.3	41.1	33.8	31.9
자본구조(%)					
차입금	13.5	18.5	21.0	10.9	4.0
자기자본	86.5	81.5	79.0	89.1	96.0

[Compliance Notice]

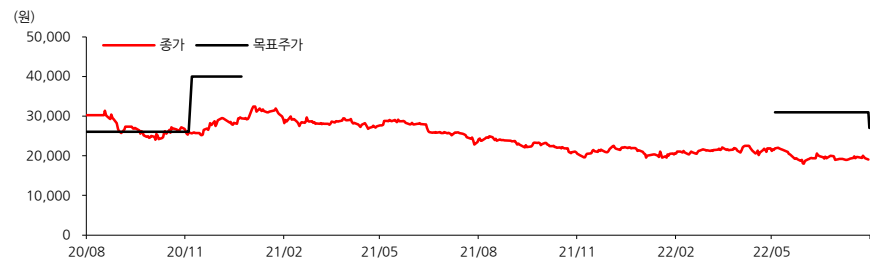
(공표일: 2022년 8월 23일)

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 종목을 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	2022.05.30	2022.08.23
투자의견	투자등급변경	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy
목표가격		40,000	김형수	31,000	31,000	27,000

[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	-36.43	-29.03
2022.08.23	Buy	27,000		

[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 추정치에 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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%