



동국제약 (086450)

2022년은 수익성 개선보다는 매출 성장에 집중

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 3772-7463 / RA 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 3772-7613

Buy (유지)

목표주가(하향): 23,000원

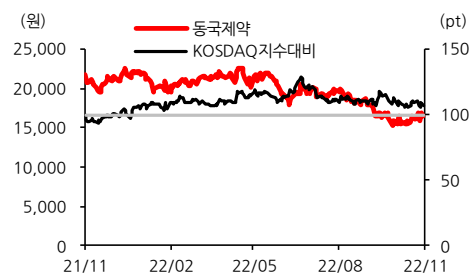
현재 주가(11/15)	17,200원
상승여력	▲33.7%
시가총액	7,647억원
발행주식수	44,460천주
52 주 최고가 / 최저가	22,550 / 15,300원
90 일 일평균 거래대금	11.12억원
외국인 지분율	18.4%
주주 구성	
권기법 (외 7 인)	46.1%
FIDELITY (외 6 인)	9.9%
박종훈 (외 28 인)	6.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.2	-12.7	-17.3	-21.3
상대수익률(KOSDAQ)	-1.7	-2.3	-4.6	6.3

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	559	594	660	719
영업이익	85	63	73	87
EBITDA	100	81	91	105
지배주주순이익	56	50	57	65
EPS	1,255	1,129	1,290	1,486
순차입금	-78	-42	-48	-79
PER	23.3	19.3	13.3	11.6
PBR	3.2	2.2	1.6	1.4
EV/EBITDA	12.2	11.5	7.9	6.5
배당수익률	0.6	0.8	1.0	1.0
ROE	14.4	11.6	11.9	12.4

주가 추이



동국제약의 3분기 연결기준 실적은 매출액 1,597억 원(YoY +10.1%), 영업이익 118억 원(YoY +2.7%)을 시현했습니다. 판매관리비 중 인건비와 광고선전비 증가로 수익성은 컨센서스 및 당리서치 추정치를 크게 하회했습니다. 2022년은 수익보다는 매출 성장에 집중하는 해로 판단해 목표주가는 23,000원으로 하향 조정합니다.

전년 동기대비로는 양호한 3분기 실적

동국제약의 3분기 연결기준 매출액 1,597억 원(YoY +10.1%)과 영업이익 118억 원(YoY +2.7%, OPM 7.4%)으로 시장기대치 및 당리서치 추정치를 하회하는 실적을 발표했다. 사업부문별로는 일반의약품(347억 원, YoY +23.9%), 전문의약품(414억 원, YoY +12.4%), 헬스케어사업부(468억 원, YoY +13.9%)가 고르게 성장했으나, 수출부문이 105억 원으로 전년동기대비 20.3% 역성장했다. 동사의 일반의약품 대표 품목인 마데카솔의 주성분(TECA:테카)으로 만든 화장품시리즈 '센텔리안 24' 제품군은 336억 원으로 전년동기 대비 24.9%의 고성장을 지속하고 있다. 의로기기 2등급으로 허가를 받아 실손보험 청구가 가능한 '센텔리안MD크림'을 11월에 출시해 피부과 중심으로 전문의약품과의 시너지 발생도 가능할 전망이다.

인건비(퇴직급여 포함)가 178억 원으로 전년 동기대비 14.8% 증가했으며, 광고선전비는 2분기 158억 원에 이어 168억 원을 집행하는 등 총 판매관리비는 806억 원(YoY +10.7%)을 집행해 영업이익률이 기대치 대비 낮아졌다. 지난 5월에 출시한 '카리토포텐'(전립선비대증 개선제) 등 신제품에 대한 광고집행은 4분기도 지속될 것으로 판단된다.

수익성 개선은 2023년으로

동사의 2022년 실적은 매출액 6,600억 원(YoY +11.1%)과 영업이익 725억 원(YoY +14.7%, OPM 11%)을 전망한다. 제품 출시 초기 광고선전비가 많이 소요되는 일반의약품의 특성으로 판매관리비가 증가되어 기존 영업이익률 전망치 13.9%에서 추정치를 조정했다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 23,000원 하향

동사에 대한 투자의견 Buy는 유지하나, 목표주가는 23,000원으로 하향한다. 추정 영업이익률 20.8% 감소에 따른 할인을 적용했다.

[표1] 회사발표치 vs. 한화추정치 vs. 컨센서스

	3Q22						
	회사 발표치	컨센서스	차이(억 원)	차이(% , %p)	한화추정치	차이(억 원)	차이(% , %p)
매출액	1,597	1,646	-49	-3.0	1,695	-98	-5.8
영업이익	118	158	-39	-24.8	211	-92	-43.8
영업이익률	7.4	9.6	-	-2.2	12.4	-	-5.0

자료: Quantwise, 동국제약, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 목표가 산출

(단위: 억 원, 배, 천 주)

구분	산출내역	비고
1. 기업가치(A*B)	10,032	
A. 매출액	6,600	2022년 기준 매출액
B. Target PSR	1.52	5년 평균 PSR 1.9배 / 2022년 수익 추정치 하향으로 20% 할인
2. 순차입금	-478	2022년 기준 예상 순차입금
3. 목표기업가치(1-2)	10,510	
4. 주식수(C-D)	44,725	전자공시시스템 최근 정기보고서(사업, 반기, 분기보고서) 기준
C. 발행주식수	45,230	상환전환우선주 77만주 포함(전환가 12,980원)
D. 자기주식수	505	
5. 적정주가(3/4)(원)	23,499	
6. 목표주가(원)	23,000	
7. 현재주가(원)	17,200	
8. 상승여력	33.7%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 동국제약 연도별 및 분기별 실적 추이

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
매출	5,591	5,942	6,600	1,306	1,388	1,476	1,421	1,439	1,548	1,450	1,505	1,657	1,699	1,597	1,648
YoY(%)	15.9	6.3	11.1	18.2	15.0	19.6	11.3	10.2	11.5	(1.8)	5.9	15.1	9.8	10.1	9.5
매출원가	2,217	2,439	2,787	516	547	575	580	575	640	607	617	699	720	672	697
YoY(%)	15.8	10.0	14.3	15.6	14.4	17.5	15.7	11.6	17.1	5.6	6.4	21.4	12.4	10.7	13.0
매출원가율(%)	39.7	41.1	42.2	39.5	39.4	38.9	40.8	40.0	41.3	41.9	41.0	42.2	42.4	42.1	42.3
매출총이익	3,374	3,503	3,813	790	841	902	841	864	908	843	888	958	979	924	951
YoY(%)	16.0	3.8	8.9	20.0	15.4	21.0	8.4	9.2	7.9	(6.5)	5.7	11.0	7.8	9.6	7.1
매출총이익률(%)	60.3	58.9	57.8	60.5	60.6	61.1	59.2	60.0	58.7	58.1	59.0	57.8	57.6	57.9	57.7
판매비	2,527	2,870	3,088	597	659	649	622	667	750	728	725	724	779	806	778
YoY(%)	13.7	13.6	7.6	16.2	13.7	15.1	10.0	11.8	13.8	12.1	16.7	8.5	3.9	10.7	7.3
판매비율(%)	45.2	48.3	46.8	45.7	47.5	44.0	43.8	46.4	48.5	50.2	48.2	43.7	45.9	50.5	47.2
영업이익	847	632	725	193	182	253	219	196	158	115	163	234	200	118	173
YoY(%)	23.5	(25.4)	14.7	33.3	21.9	39.4	4.3	1.4	(13.5)	(54.3)	(25.6)	19.4	26.4	2.7	6.2
영업이익률(%)	15.2	10.6	11.0	14.8	13.1	17.1	15.4	13.6	10.2	8.0	10.8	14.1	11.8	7.4	10.5
순이익	579	529	568	171	141	179	88	154	112	84	179	158	161	120	136
YoY(%)	(2.0)	(8.6)	7.4	30.2	8.9	12.8	(48.5)	(9.9)	(20.0)	(53.1)	102.4	2.5	43.6	43.7	(24.0)
순이익률(%)	10.4	8.9	8.6	13.1	10.1	12.1	6.2	10.7	7.3	5.8	11.9	9.5	9.5	7.5	8.2

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 동국제약 제형별 및 제품(주 참고) 매출 추이

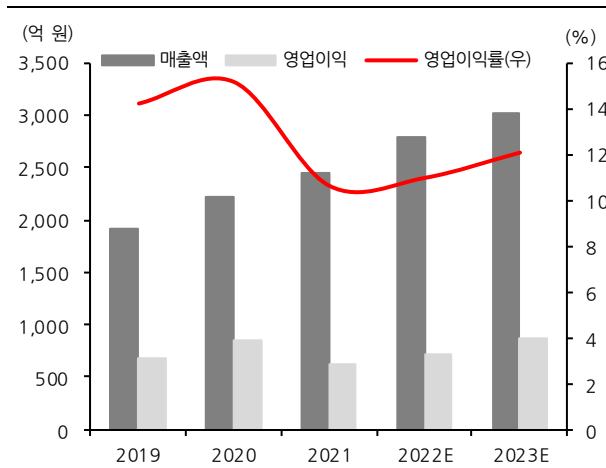
(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
제형별 매출															
정제	1,482	1,371	1,566	353	363	443	323	317	352	347	354	382	383	399	401
캡슐제	369	428	493	76	92	93	107	108	103	102	115	119	116	128	131
연고제	230	209	203	46	62	61	60	46	60	48	55	45	59	41	58
수액제	993	1,076	1,098	224	242	277	250	258	254	289	275	244	273	270	311
프리필드	351	414	427	67	90	91	104	102	113	104	95	107	121	76	123
기타제품	1,302	1,414	1,732	345	331	303	324	381	363	320	349	453	458	407	414
상품	840	1,013	999	188	203	207	242	216	273	236	288	242	239	246	272
기타	174	127	169	49	35	39	51	28	42	33	24	44	51	36	38
제형별 YoY(%)															
정제	9.0	(7.5)	14.2	10.6	5.2	22.7	(3.4)	(10.3)	(2.9)	(21.6)	9.6	20.6	8.8	15.0	13.2
캡슐제	29.1	16.0	15.3	24.7	36.4	43.4	16.6	40.6	11.6	9.5	7.9	10.3	12.3	25.5	13.6
연고제	12.7	(9.2)	(3.1)	(23.6)	31.0	19.1	35.1	(1.0)	(3.3)	(21.8)	(8.8)	(2.5)	(1.5)	(15.4)	5.4
수액제	8.9	8.3	2.1	(1.0)	11.2	20.6	4.8	14.9	5.1	4.4	9.8	(5.5)	7.4	(6.5)	13.2
프리필드	(10.1)	17.8	3.3	(30.0)	(11.5)	(6.3)	7.1	52.1	26.3	14.5	(8.7)	5.5	6.4	(26.5)	29.8
기타제품	17.2	8.6	22.5	56.0	12.0	9.6	1.7	10.6	9.7	5.9	7.6	18.7	26.1	27.0	18.7
상품	23.5	20.6	(1.4)	0.7	33.9	23.2	39.0	15.2	34.3	14.3	18.7	11.7	(12.2)	4.2	(5.4)
기타	42.3	(26.9)	32.8	91.8	10.2	0.9	93.4	(42.1)	17.5	(14.8)	(52.0)	53.6	23.8	9.5	55.4

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

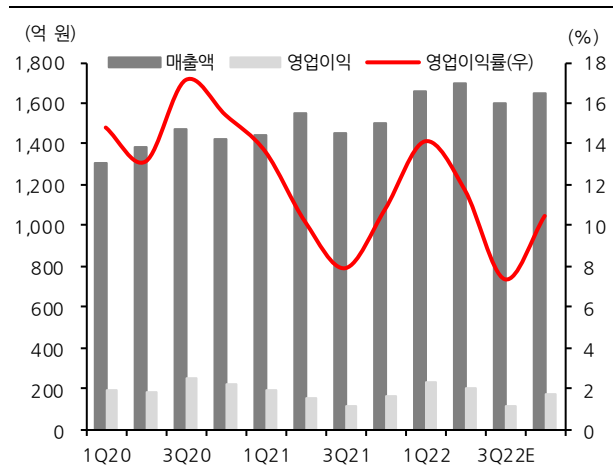
자료: 동국제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	482	559	594	660	719
매출총이익	291	337	350	381	417
영업이익	69	85	63	73	87
EBITDA	82	100	81	91	105
순이자손익	2	1	0	-2	-2
외화관련손익	1	-3	3	1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	76	80	70	73	88
당기순이익	59	58	53	57	67
지배주주순이익	56	56	50	57	65
증가율(%)					
매출액	20.3	15.9	6.3	11.1	9.0
영업이익	24.4	23.5	-25.4	14.7	19.9
EBITDA	28.0	21.5	-19.3	12.5	16.2
순이익	19.5	-2.0	-8.6	7.4	17.6
이익률(%)					
매출총이익률	60.3	60.3	58.9	57.8	58.0
영업이익률	14.2	15.2	10.6	11.0	12.1
EBITDA 이익률	17.0	17.9	13.6	13.7	14.7
세전이익률	15.7	14.3	11.7	11.1	12.2
순이익률	12.2	10.4	8.9	8.6	9.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	69	59	45	74	78
당기순이익	59	58	53	58	67
자산상각비	14	15	17	18	18
운전자본증감	-10	-29	-22	-7	-6
매출채권 감소(증가)	-1	-19	2	5	-20
재고자산 감소(증가)	1	-17	-25	-19	-4
매입채무 증가(감소)	1	13	13	6	18
투자현금흐름	-56	-97	-44	-51	-43
유형자산처분(취득)	-25	-40	-51	-42	-33
무형자산 감소(증가)	0	-2	1	-3	-2
투자자산 감소(증가)	-34	-49	17	-5	-3
재무현금흐름	-5	23	30	-52	-48
차입금의 증가(감소)	-1	3	39	-44	-40
자본의 증가(감소)	-3	-7	-8	-8	-8
배당금의 지급	-5	-7	-8	-8	-8
총현금흐름	93	106	87	87	84
(-)운전자본증감(감소)	-11	11	18	4	6
(-)설비투자	25	40	51	42	33
(+)자산매각	0	-2	1	-2	-2
Free Cash Flow	79	54	19	38	43
(-)기타투자	18	24	15	4	4
잉여현금	61	30	4	34	39
NOPLAT	54	61	48	56	66
(+) Dep	14	15	17	18	18
(-)운전자본투자	-11	11	18	4	6
(-)Capex	25	40	51	42	33
OpFCF	53	26	-3	28	45

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	339	399	420	400	415
현금성자산	153	177	170	134	125
매출채권	117	135	138	135	156
재고자산	61	79	103	121	125
비유동자산	205	264	330	365	386
투자자산	43	62	88	96	100
유형자산	158	195	235	260	275
무형자산	4	7	7	9	12
자산총계	544	663	750	765	801
유동부채	110	165	243	182	181
매입채무	70	92	111	117	135
유동성이자부채	17	47	115	43	23
비유동부채	49	62	26	55	36
비유동이자부채	43	52	14	43	23
부채총계	159	227	268	237	216
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	14	14	14	14	14
이익잉여금	328	377	420	468	526
자본조정	-2	-2	-2	-5	-5
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
자본총계	385	436	482	527	585

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	1,264	1,255	1,129	1,290	1,486
BPS	40,114	9,095	10,050	11,053	12,322
DPS	160	180	180	180	180
CFPS	2,046	2,341	1,921	1,917	1,864
ROA(%)	11.0	9.3	7.1	7.5	8.4
ROE(%)	16.7	14.4	11.6	11.9	12.4
ROIC(%)	21.5	21.5	14.1	14.7	16.1
Multiples(x, %)					
PER	14.1	23.3	19.3	13.3	11.6
PBR	0.4	3.2	2.2	1.6	1.4
PSR	1.7	2.4	1.7	1.2	1.1
PCR	8.7	12.5	11.3	9.0	9.2
EV/EBITDA	8.5	12.2	11.5	7.9	6.5
배당수익률	0.9	0.6	0.8	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	41.2	52.2	55.7	45.0	37.0
Net debt/Equity	-24.1	-17.8	-8.7	-9.2	-13.6
Net debt/EBITDA	-112.8	-77.7	-52.1	-53.4	-75.2
유동비율	308.2	241.8	173.2	219.5	229.8
이자보상배율(배)	110.8	47.2	21.9	17.5	24.8
자산구조(%)					
투하자본	56.9	56.7	58.9	63.3	65.1
현금+투자자산	43.1	43.3	41.1	36.7	34.9
자본구조(%)					
차입금	13.5	18.5	21.0	14.0	7.3
자기자본	86.5	81.5	79.0	86.0	92.7

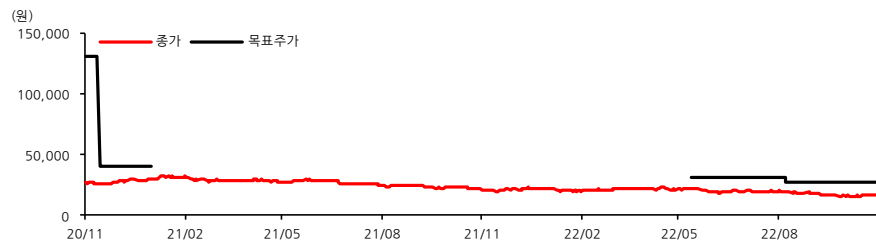
[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 11월 16일)

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, 유영술)
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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[동국제약 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	투자의견	목표가격
2016.08.12	투자등급변경	Buy
2020.11.30	Buy	40,000
2022.05.27	담당자변경	김형수
2022.05.27	Buy	31,000
2022.05.30	Buy	31,000
2022.08.23	Buy	27,000
일 시	투자의견	목표가격
2022.11.16	Buy	23,000

[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	-37.14	-28.33
2022.11.16	Buy	23,000		

[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 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%