

경동제약 (011040)

자산가치 높은 제약회사

2019. 1. 8

Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

외형성장에 대한 기대감

동사의 매출액은 과거 안정적인 상승흐름을 보였고, 2018년에 잠시 성장성이 둔화되었으나, 2019년 이후 다시 외형성장이 유지될 것으로 기대된다. 이는 동사의 제약 라인업이 내과 의약품 중에서 인구 고령화에 영향을 받는 아이템(고지혈증 치료제, 혈압강하제 등)을 주로 공급하고 있기 때문이다.

외형성장이 진행되면 이익은 좋다

동사는 안정적인 실적 상승흐름을 이어가다가 2015년 이후 일반의약품 강화를 위한 마케팅 비용 확대(TV광고 등, 광고비+판촉비 합산: 2014년 103억원 → 2015년 173억원 → 2016년 175억원 → 2017년 182억원, 광고비: 3Q17누적 82억원 → 3Q18누적 71억원, 연결재무제표 주식사향의 비용의 성격별 분류 참고)에 영향을 받아 영업이익이 하락한 바 있다. 그러나 2016년 이후 마케팅 비용은 비슷한 수준으로 유지되는 반면 외형은 2019년 이후 안정적인 상승흐름으로 유지될 가능성이 높기 때문에 다시 상승흐름으로 이익이 전환될 것으로 기대된다.

높은 자산가치 & 배당메리트

동사는 순현금 820억원(3Q18 기준), 투자부동산 255억원, 자사주가치 303억원, 비유동금융자산 200억원의 합산 1,578억원(시가총액의 55%)을 보유하고 있어 자산가치가 높다. 또한 안정적인 현금흐름을 기반으로 매년 배당을 진행(과거 5년 평균 Pay-Out ratio 37.7%, 과거 5년 평균 배당수익률 3.5%)하고 있어 배당메리트가 높다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 13,000원

동사의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 13,000원으로 하향한다. 이는 제약부분 실적둔화 우려감(3Q18 누적 -1.0% yoy)으로 2019년 추정실적을 하향(2019년E OP 357억원 → 319억원)한 것을 반영하였다.

Buy(maintain)

목표주가 13,000 원

현재주가 10,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(1/7)	672.84 pt
시가총액	2,788 억원
발행주식수	26,550 천주
52 주 최고가 / 최저가	14,379 / 10,850 원
90 일 일평균거래대금	2 억원
외국인 지분율	22.6%
배당수익률(18.12E)	3.8%
BPS(18.12E)	8,709 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -12.8%
	6개월 -0.5%
	12개월 -7.5%
주주구성	류덕희외 37인 47.8%
	자사주 10.8%
	FIDELITY 5.8%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	158.6	26.3	25.0	16.9	705	25.4	32.4	13.1	5.4	1.2	8.5
2017	177.8	30.9	30.2	20.2	819	16.1	37.3	13.6	6.5	1.3	9.5
2018E	179.2	30.4	29.2	19.0	759	-7.3	37.3	13.8	5.6	1.2	8.4
2019E	187.9	31.9	30.7	20.0	799	5.3	38.8	13.1	5.3	1.2	8.5
2020E	196.9	33.6	32.4	21.2	846	5.9	40.4	12.4	4.9	1.1	8.6

자료: 경동제약, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표24 연간실적 전망

(단위: 억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,331	1,533	1,519	1,586	1,778	1,792	1,879	1,969
YoY	6.7%	15.2%	-0.9%	4.4%	12.1%	0.8%	4.9%	4.8%
제약	1,195	1,396	1,377	1,447	1,593	1,598	1,678	1,760
임대	26	27	27	26	27	27	28	28
기타	110	110	115	112	158	166	173	180
YoY								
제약	10.8%	16.8%	-1.3%	5.1%	10.1%	0.3%	5.0%	4.9%
임대	-12.8%	2.2%	2.5%	-3.6%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%
기타	-20.8%	0.3%	4.0%	-2.2%	40.7%	5.0%	4.5%	4.1%
% of Sales								
제약	89.8%	91.1%	90.6%	91.3%	89.6%	89.2%	89.3%	89.4%
임대	2.0%	1.7%	1.8%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%
기타	8.3%	7.2%	7.6%	7.1%	8.9%	9.3%	9.2%	9.2%
영업이익	300	354	260	263	309	304	319	336
% of sales	22.6%	23.1%	17.1%	16.6%	17.4%	17.0%	17.0%	17.0%
% YoY	19.2%	17.8%	-26.5%	1.0%	17.6%	-1.7%	5.0%	5.2%
비용구조								
총비용	1,031	1,179	1,259	1,323	1,469	1,514	1,586	1,659
원재료	358	450	401	417	521	525	551	577
급여	269	291	315	339	353	362	386	411
감가상각비	28	33	54	65	66	69	73	76
광고비&판매촉진비	88	103	173	175	182	183	183	184
R&D	42	48	52	50	56	84	90	97
기타	244	253	263	277	289	291	303	314

자료: 경동제약, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표25 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경 전		변경 후		증감	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액(연결)	1,885	2,009	1,792	1,879	-4.9%	-6.5%
영업이익	332	357	304	319	-8.4%	-10.6%
순이익	213	229	190	200	-10.8%	-12.5%

자료: 경동제약, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

경동제약 (011040)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	112.5	110.1	118.8	126.5	135.0
현금 및 현금성자산	22.9	25.1	38.3	42.8	48.0
매출채권 및 기타채권	14.2	21.6	18.1	19.0	19.9
재고자산	23.9	28.2	26.2	27.5	28.8
기타유동자산	51.4	35.2	36.2	37.2	38.3
비유동자산	126.0	141.3	140.7	143.2	146.1
관계기업투자등	22.3	24.0	24.2	25.4	26.6
유형자산	71.3	70.8	69.7	68.9	68.5
무형자산	4.1	4.0	4.0	4.0	3.9
자산총계	238.5	251.4	259.5	269.7	281.0
유동부채	27.2	29.9	28.2	28.3	28.5
매입채무 및 기타채무	10.6	13.3	12.0	12.6	13.2
단기금융부채	3.3	4.4	4.0	3.5	3.1
기타유동부채	13.3	12.2	12.2	12.2	12.2
비유동부채	2.7	2.2	2.2	2.2	2.2
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	2.7	2.2	2.2	2.2	2.2
부채총계	29.9	32.1	30.4	30.5	30.7
지배주주지분	209.9	221.0	230.8	240.7	251.9
자본금	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6
자본잉여금	8.3	8.5	8.5	8.5	8.5
이익잉여금	201.4	213.9	223.4	233.4	244.6
비지배주주지분(연결)	-1.4	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
자본총계	208.6	219.3	229.1	239.1	250.3

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	25.6	14.8	30.1	23.2	24.2
당기순이익(손실)	16.9	20.2	19.0	20.0	21.2
비현금수익비용가감	18.0	18.0	6.9	4.8	4.7
유형자산감가상각비	6.1	6.4	6.9	6.8	6.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	0.0	-0.3	-0.1	-2.1	-2.1
영업활동 자산부채변동	-1.8	-14.0	4.2	-1.6	-1.6
매출채권 감소(증가)	-1.9	-7.1	3.6	-0.9	-0.9
재고자산 감소(증가)	-0.7	-4.4	2.0	-1.3	-1.3
매입채무 증가(감소)	3.1	2.8	-1.3	0.6	0.6
기타자산, 부채변동	-2.3	-5.3	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-11.9	-7.9	-7.0	-8.3	-8.7
유형자산처분(취득)	-7.2	-5.0	-5.8	-6.1	-6.4
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	5.0	15.6	-1.2	-2.2	-2.3
기타투자활동	-9.8	-18.5	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-8.9	-4.6	-9.9	-10.4	-10.4
차입금의 증가(감소)	-0.1	1.1	-0.4	-0.4	-0.4
자본의 증가(감소)	-7.1	-8.2	-9.4	-10.0	-10.0
배당금의 지급	7.1	8.2	9.4	10.0	10.0
기타재무활동	-1.7	2.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	4.8	2.2	13.2	4.5	5.1
기초현금	18.1	22.9	25.1	38.3	42.8
기말현금	22.9	25.1	38.3	42.8	48.0

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	158.6	177.8	179.2	187.9	196.9
매출원가	63.6	74.4	78.2	82.7	87.2
매출총이익	95.0	103.3	100.9	105.2	109.7
판매비 및 관리비	68.7	72.4	70.5	73.3	76.1
영업이익	26.3	30.9	30.4	31.9	33.6
(EBITDA)	32.4	37.3	37.3	38.8	40.4
금융손익	1.9	1.5	1.9	2.0	2.1
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.2	-2.2	-3.1	-3.3	-3.3
세전계속사업이익	25.0	30.2	29.2	30.7	32.4
계속사업법인세비용	8.0	10.0	10.2	10.7	11.2
계속사업이익	16.9	20.2	19.0	20.0	21.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	16.9	20.2	19.0	20.0	21.2
지배주주	17.6	20.5	19.0	20.0	21.2
총포괄이익	13.9	18.2	19.0	20.0	21.2
매출총이익률 (%)	59.9	58.1	56.3	56.0	55.7
영업이익률 (%)	16.6	17.4	17.0	17.0	17.0
EBITDA 마진률 (%)	20.4	21.0	20.8	20.6	20.5
당기순이익률 (%)	10.7	11.4	10.6	10.6	10.8
ROA (%)	7.5	8.4	7.4	7.6	7.7
ROE (%)	8.5	9.5	8.4	8.5	8.6
ROIC (%)	14.2	16.0	14.3	15.2	15.6

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	13.1	13.6	14.3	13.6	12.8
P/B	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.4	6.5	5.9	5.5	5.1
P/CF	7.0	7.7	11.1	11.6	11.1
배당수익률 (%)	3.8	3.6	3.7	3.7	3.7
성장성 (%)					
매출액	4.4	12.1	0.8	4.9	4.8
영업이익	1.0	17.6	-1.7	5.0	5.2
세전이익	19.8	21.0	-3.4	5.0	5.6
당기순이익	27.7	19.3	-6.2	5.3	5.9
EPS	25.4	16.1	-7.3	5.3	5.9
안정성 (%)					
부채비율	14.3	14.6	13.3	12.8	12.3
유동비율	413.6	368.2	421.7	446.6	473.7
순차입금/자기자본(x)	-33.0	-24.8	-30.2	-31.4	-32.7
영업이익/금융비용(x)	289.2	334.7	322.2	357.0	399.1
총차입금 (십억원)	3.3	4.4	4.0	3.5	3.1
순차입금 (십억원)	-68.9	-54.5	-69.1	-75.1	-81.8
주당지표 (원)					
EPS	705	819	759	799	846
BPS	7,923	8,339	8,709	9,086	9,507
CFPS	1,318	1,443	976	935	976
DPS	350	400	400	400	400