

동구바이오제약 (006620.KQ)

Senior Analyst
하태기

투자의견: N/R

목표주가: N/R /현재주가: 20,100원

PM Grade:

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

점진적 수익성 개선 가능 전망

CMO에서 매출 성장기반 마련, 다양한 제네릭 의약품 포트폴리오 구축

동사는 전문의약품(제네릭 중심, 피부/비뇨기과에 특화), CMO매출, 줄기세포 배양, 화장품사업을 하고 있다. 2017년 기준 매출액 비중은 의약품 66.4%, CMO 31%, 기타 2.6% 내외이다. 향후 전문의약품은 First generic과 개량신약을 통해서 성장하고, 미래 성장사업으로 피부과 연관업종인 화장품이 있고, 자회사를 통해서 펩타이드사업에도 진출 중이다.

2019년 CMO사업 중심 성장은 유효, 판관비 증가로 이익은 정체

동사의 전문의약품은 대부분 제네릭 의약품이고, 특히 **피부과(국내 1위)와 비뇨기과(국내 9위)** 에서 경쟁력을 확보하고 있다. 그러나 피부/비뇨기과 매출이 안정적으로 성장 중이나 규모가 크지 않아 캐시카우역할에 충실한 것으로 평가되고, 최근 성장은 CMO에서 이루어지고 있다. **CMO(수탁생산)에서 경쟁력을 확보, 2014년부터 2017년까지 연평균 19.4% 성장해 왔다.** CMO의 고성장배경을 보면 첫째, 의약품 제형개발 기술로 전반적인 제품라인을 갖추었으며, 둘째 고부가가치 CMO 제품을 확보, 우선판매권을 수탁사와 공동추진 하여 ODM 수준의 CMO사업을 적극 진행 중이다. **특히 주력 품목인 콜린알포세레이트 CMO 매출액은 2015년 3억원, 2016년 15억원, 2017년 83억원이며, 2018년 130억원으로 추정된다.** 최근 치매환자에 대한 정부 정책지원으로 치매치료제 CMO매출이 고성장할 전망이다. **2019년에는 150억원(+15.4%)에 근접할 전망이다.** 셋째, 33억원을 투자, 설비생산 캐파(CMO중심, 1차)를 순차적으로 2018년 2월까지 늘렸다. 이후에도 2차 설비확대가 진행되면 현재 캐파의 2배가 될 전망이다. 피부과 전문제약사의 이미지와 연계, 시작한 **코스메슈티칼 화장품사업(Cell Bloom 브랜드)**은 현재 마케팅 초기 단계이다. 2018년까지 경쟁심화로 매출성장은 더딘 상황이고, **2019년에는 홈쇼핑 진출을 추진 중이어서 화장품매출 성장 가능성은 있다.**

2018년에는 영업실적 성장이 다소 정체된 모습이다. 설비증설 이슈가 있었고 판매수수료 상승(2018년 2분기부터)으로 영업실적이 예상보다 다소 부진(특히 수익성)했다. 2018년 연간 매출액은 3.5% 성장한 1,047억원, 영업이익이 50.4% 감소한 66억원으로 추정된다. 2018년에 비용조정이 마무리된 만큼 2019년에는 다시 영업실적이 개선될 전망이다. 매출액이 9%대 성장한 1,149억원, 영업이익이 21.9% 성장한 80억원으로 추정된다. 제품비중이 절대적으로 높아 매출원가율이 기존의 40%내외에서 유지되고, 2018년에 증가된 판관비율이 2019년에는 52% 내외에서 안정되면서 점진적인 수익성 회복이 가능할 것이다.

2019년 영업실적 개선, 자회사 지분 투자에 주목

동사는 피부과 및 비뇨기과에 경쟁력이 있으며 치매치료제 CMO 매출에서 고성장 중이다. 향후 실적안정성은 좋은 기업이다. 또한 **피부관련 화장품 출시와 오픈이노베이션차원의 바이오지분 투자 등이 진행 중이다. 2019년에는 실적개선과 자회사 지분가치 상승여부에 주목할 필요가 있다. 점진적인 기업가치 성장은 가능할 전망이다.**

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	87.4	10.6	10.2	10.9			12.7	n/a	1.4	n/a	87.6
2017	101.1	13.3	13.2	11.0			15.5	n/a	0.3	n/a	36.4
2018E	104.7	6.6	6.5	5.3			8.9	n/a	20.2	2.5	9.5
2019E	114.9	8.0	7.9	6.5	682	n/a	10.5	28.5	16.6	2.3	8.5
2020E	128.6	11.5	11.4	9.5	985	44.5	13.9	19.7	12.1	2.1	11.2

자료 : 동구바이오제약, 골드브릿지투자증권 리서치센터, K-IFRS 개별기준

가. 치매치료제 CMO사업: 2019년 치매치료제 CMO 매출 150억원 근접 추정

동사는 연질캡슐부문에서 특허를 회피한 우선판매권을 확보한 후, 수탁사와 공동 판매계약을 맺고 생산하는데, **현재 국내업계 2위의 연질캡슐 수탁매출을 기록**하고 있다. 연질캡슐에서 가장 성공적인 제품이 치매치료제 콜린알포세레이트(아세틸콜린 분해효소 억제제)이다. 인구의 노령화와 정부의 정책적 지원으로 치매치료제 시장이 고성장 중이다. 국내 콜린알포세레이트 시장은 연평균 23.2% 성장 중이고 2017년 기준 2,319억원이다. 치매치료제 수탁매출액은 2018년 상반기에 약 70억원의 매출이 발생했으나 3분기에 마이너스 성장했다. 그러나 4분기에 매출이 증가, 2018년 연간으로는 전년대비 56.6% 증가한 130억원에 근접한 것으로 추정되고 **2019년에는 150억원에 근접할 전망이다.**

나. 화장품 마케팅강화: 홈쇼핑 진출 추진, 중국시장 진출도 추진 중

피부과 전문제약사의 이미지와 유통채널 등을 이용하여 피부과 연관 화장품사업을 시작했다. Cell Bloom이라는 브랜드로 줄기세포 배양액 기반 화장품을 출시했다. 현재 로컬피부과의원과 H&B스토어 위드팜, 신세계 면세점, 온라인몰 유통채널로 판매되고 있다. 2018년부터 마케팅비용(TV광고비포함) 15억원을 확보(상반기 지출 완료)하고 매출확대를 추진 중이다. 2018년에 6억원 내외의 매출이 발생할 것으로 추정된다. **2019년에는 홈쇼핑 진출을 추진 중이어서 매출성장 가능성이 있다.** 참고로 **2019년 상반기에 중국에서 제품허가가 난다면 Cell Bloom이라는 브랜드로 중국 상하이웨이이를 통해 중국시장 진출이 추진**되고 있다.

다. 자회사 노바셀테크놀로지, D&D파마테크 지분 8% 보유

동사는 펩타이드 R&D 전문기업인 노바셀테크놀로지를 자회사(지분 28.0%)로 두고 있다. 2017년에 자체펩타이드 화장품의 라인업을 구축한 바 있고, **아토피치료제(항균, 면역), 항체치료제 Pipeline이 있는데, 아토피치료제는 2019년 상반기에 임상 1상 진입할 가능성이 있다.** 또한 최근에 신약개발 바이오벤처 D&D파마테크 지분 8%(31억원 투자)도 인수, 바이오투자를 늘리고 있다. D&D파마테크는 2019년 상반기에 치매치료제 Pipeline을 가지고 미국 임상 1상 진입을 추진한다는 계획이다.

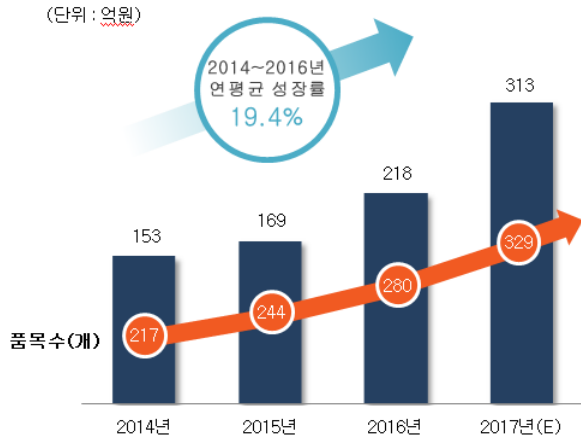
[표 1] 주요 제품별 매출 추이

(단위: 억원)

		2017					2018E					2019					
구분	매출유형	2016	1Q	2Q	3Q	4Q	2017	1Q	2Q	3Q	4QE	2018E	1QE	2QE	3QE	4QE	2019E
제품매출	알레르기정 등	633	155	166	172	178	671	179	174	156	172	681	188	191	171	189	740
			4.0%	12.9%	9.6%	-1.1%	6.0%	15.5%	4.8%	-9.5%	7.0%	1.4%	5%	10%	10%	10%	8.7%
CMO 매출	치매치료제 등	213	77	79	85	72	313	86	86	69	90	331	93	95	76	99	362
			60.4%	61.2%	54.5%	18.0%	46.9%	11.7%	8.9%	-18.8%	15.0%	5.8%	8.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.5%
해외	기타	29	4	7	4	5	20	5	6	4	5	20	5	6	4	6	21
			-33.3%	0.0%	-50.0%	-28.6%	-31.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	15.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	15.0%
화장품	기타	1	1	1	1	0	2	1	2	3	4	10	2	3	5	6	16
								100.0%	300.0%	500.0%	1233.3%	400.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
스마트X	기타	2	1	0	1	1	2	1	1	1	2	5	2	2	3	2	9
								0.0%	50.0%	66.7%	300.0%	130.0%	100.0%	233.3%	200.0%	0.0%	95.7%
기타	기타	1	2	-	-	-	2	1	-	-	-	1	1	-	-	-	1
								5.0%				15.0%	5.0%				15.0%
조정	기타	0	-	-	-	-	-	-	1	-	-	1	-	1	-	-	1
합계		880	239	253	263	256	1,010	273	268	233	273	1,047	291	297	259	302	1,149
			17.2%	24.6%	19.5%	1.2%	14.8%	14.2%	5.9%	-11.4%	6.7%	3.7%	6.5%	10.7%	11.4%	10.6%	9.7%

자료: 동구바이오제약, 골드브릿지증권

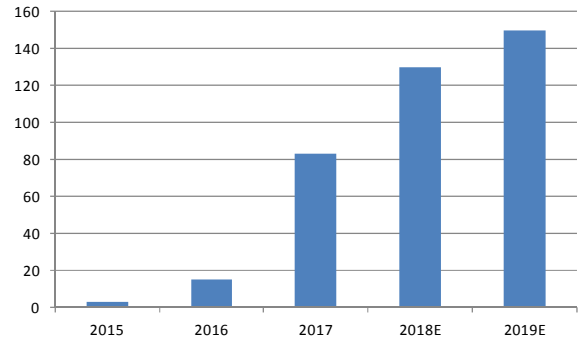
[표 2] CMO 매출 추이



자료: 동구바이오제약

[표 3] 치매치료제 CMO 매출 추이

(단위: 억원)



자료: 동구바이오제약, 골든브릿지투자증권

[표 4] 동구바이오제약 분기별 요약 영업실적(개별기준)

12월결산 (억원)	2018E				2019E			
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	273	268	233	273	291	297	259	302
영업이익	32	10	10	14	19	19	18	24
세전이익	32	7	12	14	19	19	16	25
순이익	26	6	9	12	16	15	14	20
YoY(%)								
매출액	14.2	6.0	-11.3	6.3	6.5	10.7	11.4	10.6
영업이익	18.4	-78.2	-76.4	-19.3	-41.3	90.6	80.6	76.9
세전이익	16.7	-85.5	-71.4	-9.3	-39.0	167.4	40.5	74.7
순이익	19.3	-85.6	-72.1	-21.2	-39.2	170.8	47.7	74.7

자료: 동구바이오제약, 골든브릿지투자증권

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	32.2	44.5	66.7	76.1	88.7
현금 및 현금성자산	4.9	9.9	1.8	5.6	11.3
매출채권 및 기타채권	15.8	21.2	28.8	31.9	35.8
재고자산	10.7	12.1	16.3	18.0	20.2
기타유동자산	0.8	1.2	19.8	20.6	21.5
비유동자산	33.1	31.1	43.3	42.5	41.9
관계기업투자등	1.2	1.4	1.2	1.3	1.3
유형자산	29.6	28.2	30.3	29.1	28.1
무형자산	1.0	1.0	1.8	1.6	1.5
자산총계	65.3	75.6	110.1	118.7	130.6
유동부채	41.1	34.5	33.3	35.3	37.8
매입채무 및 기타채무	14.1	15.0	16.5	18.2	20.5
단기금융부채	21.7	12.8	11.5	11.5	11.5
기타유동부채	5.3	6.6	5.4	5.6	5.8
비유동부채	1.9	3.2	3.3	3.4	3.4
장기금융부채	1.2	2.4	2.1	2.1	2.1
기타비유동부채	0.7	0.8	1.2	1.3	1.3
부채총계	43.1	37.7	36.6	38.7	41.2
지배주주지분	22.2	37.9	73.4	80.0	89.5
자본금	3.4	3.8	4.8	4.8	4.8
자본잉여금	8.9	13.2	42.6	42.6	42.6
이익잉여금	10.8	21.7	26.9	33.4	42.9
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	22.2	37.9	73.4	80.0	89.5
현금흐름표					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	12.6	9.5	-3.7	6.3	8.3
당기순이익(손실)	10.9	11.0	5.3	6.5	9.5
비현금수익비용가감	2.6	6.7	3.1	2.6	2.5
유형자산감가상각비	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0
무형자산상각비	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3
기타현금수익비용	1.1	0.2	0.9	0.1	0.1
영업활동 자산부채변동	-2.4	-6.5	-9.2	-2.8	-3.7
매출채권 감소(증가)	-4.6	-5.8	-7.5	-3.0	-3.9
재고자산 감소(증가)	-0.2	-1.6	-3.0	-1.7	-2.2
매입채무 증가(감소)	2.6	1.0	4.6	1.7	2.2
기타자산, 부채변동	-0.2	-0.1	-3.2	0.2	0.2
투자활동 현금	-0.9	-1.8	-33.0	-2.5	-2.6
유형자산처분(취득)	-0.8	-0.8	-4.1	-0.9	-1.0
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	-1.0	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	1.3	-1.7	-15.3	-0.9	-1.0
기타투자활동	-1.4	0.7	-12.5	-0.4	-0.4
재무활동 현금	-7.1	-2.8	28.6	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	-7.1	-4.2	-1.8	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	1.4	30.4	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	4.6	5.0	-8.1	3.8	5.6
기초현금	0.3	4.9	9.9	1.8	5.6
기말현금	4.9	9.9	1.8	5.6	11.3

자료: 동구바이오제약, 골든브릿지투자증권 리서치센터, K-IFRS 개별기준

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	87.4	101.1	104.7	114.9	128.6
매출원가	34.8	40.2	42.8	46.2	51.4
매출총이익	52.5	60.9	61.9	68.6	77.1
판매비와 관리비	41.9	47.6	55.3	60.6	65.6
영업이익	10.6	13.3	6.6	8.0	11.5
(EBITDA)	12.7	15.5	8.9	10.5	13.9
금융손익	-2.6	-0.2	-0.2	0.3	0.3
이자비용	2.4	0.6	0.4	0.4	0.4
관계기업등 투자손	-0.2	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	2.5	0.6	0.1	-0.3	-0.3
세전계속사업이익	10.2	13.2	6.5	7.9	11.4
계속사업법인세비용	-0.7	2.2	1.2	1.4	2.0
계속사업이익	10.9	11.0	5.3	6.5	9.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	10.9	11.0	5.3	6.5	9.5
지배주주	10.9	11.0	5.3	6.5	9.5
총포괄이익	10.8	11.1	5.3	6.5	9.5
매출총이익률 (%)	60.1	60.2	59.2	59.7	60.0
영업이익률 (%)	12.1	13.2	6.3	7.0	9.0
EBITDA마진률 (%)	14.6	15.4	8.5	9.1	10.8
당기순이익률 (%)	12.5	10.8	5.1	5.7	7.4
ROA (%)	17.3	15.5	5.7	5.7	7.6
ROE (%)	87.6	36.4	9.5	8.5	11.2
ROIC (%)	19.1	27.9	10.3	10.2	14.1

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E				28.5	19.7
P/B			2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	1.4	0.3	20.2	16.6	12.1
P/CF				20.5	15.6
배당수익률 (%)					
성장성 (%)					
매출액	8.7	15.8	3.5	9.7	11.9
영업이익	30.5	25.9	-50.4	21.9	43.4
세전이익	103.5	28.8	-51.0	22.6	44.5
당기순이익	169.3	0.3	-51.6	23.6	44.5
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	44.5
안정성(%)					
부채비율	193.8	99.4	49.9	48.3	46.0
유동비율	78.2	129.2	200.2	215.7	234.9
순차입금/자기자본	79.8	11.1	-10.5	-15.4	-21.0
영업이익/금융비용	4.3	23.2	18.0	22.3	32.0
총차입금 (십억원)	22.9	15.2	13.5	13.5	13.5
순차입금 (십억원)	17.7	4.2	-7.7	-12.3	-18.8
주당지표(원)					
EPS				682	985
BPS	3,092	4,973	7,648	8,330	9,315
CFPS				950	1,243
DPS					

Stock Data

KOSDAQ(01/10)	683.3pt
시가총액	1,930억원
발행주식수	9,604천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	43,850/18,750원
90일 일평균거래대금	14억원
외국인 지분율	0.7%
배당수익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	7,648원

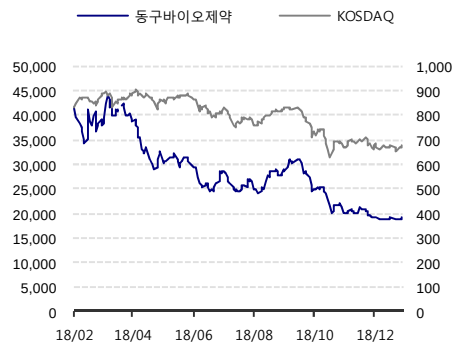
주가수익률

(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	2.1	-1.0	-26.9	-
상대수익률	0.6	-0.2	-11.0	-

주주구성

조용준 (외 7인)	40.9%
------------	-------

Stock Price



동구바이오제약 목표주가 추이		투자의견 변동내역				
		일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율 평균주가대비 최고(최저)주가대비
		2018. 03. 19	N/R	N/R	1년	
		2018. 07. 16	N/R	N/R	1년	
		2018. 09. 17	N/R	N/R	1년	
		2019. 01. 11	N/R	N/R	1년	

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:하태기)

연락처: 02-3779-3513 / Email: tgha8872@gmail.com

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 당사에게 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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	51.3%	
		Hold (보유)	-15% ~+15%	0.9%	투자 의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	마지막 공표 의견을 기준으로 한
		Not Rated(투자 의견 없음)	등급보류	47.8%	투자등급별 비중(최근 1 년간 누적 기준,
		합계		100.0%	분기별 갱신)