

동국제약
(086450.KQ)

Senior Analyst
하태기

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 90,000원(유지) / 현재주가: 58,600원 (상승여력: 53.5%)

PM Grade :

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

여전히 대표적인 저평가 중형 제약주이다

2018년 매출액 4,008억원(+13.0%), 영업이익 552억원(10.2%), 예상 범위에서 성장 중

동국제약의 사업포트폴리오는 전문의약품(ETC: 조영제, 마취제 등 제네릭 비중 높음), 일반의약품(OTC: 인사돌, 마데카솔, 센시아, 판시달 등), 그리고 헬스케어/화장품(센텔리안 24) 등으로 구성되어 있다. 최근 몇 년간 전사 매출액은 연간 13~15%내외 고성장해 왔다. 2018년에도 연결 매출액은 13.0% 증가한 4,008억원, 영업이익이 10.2% 증가한 552억원이다. 또한 4분기만 보면 매출액이 9.7% 증가한 1,044억원, 영업이익이 18.5% 감소한 128억원 기록했다. 비록 4분기에 영업이익이 감소했지만, 연간으로는 예상범위 내에서 영업실적이 성장하고 있는 것으로 평가된다.

외형 고성장 지속, 2019년 1분기 매출액, 영업이익 각각 10%근접 성장 전망

동국제약의 2018년 4분기 연결기준 매출액은 9.7% 성장한 1,030억원, 영업이익이 18.5% 감소한 128억원이다. 마진이 좋은 제품의 고성장으로 매출원가율이 전년동기대비 1.2%p 개선된 41.6%이고, 판관비율은 5.6%p 높아진 45.8%이다. 따라서 영업이익률이 4.4%p 떨어진 12.6%를 기록한 것이다. 장기간 판관비율이 44~45%로 유지되고 있는데, 2017년 4분기에 특별히 낮았던 것이고, 2018년 4분기에는 소폭 높은 수준이다. 아직 2018년 사업보고서가 발표되지 않아서 사업별 매출액을 정확히 알 수 없다. 3분기까지 트렌드를 참고해서 추정을 해보면 전문의약품(ETC)에서 수액제로 분류된 파미레이(조영제), 포폴(전신마취제), 로렌린데포(항암제) 등이 안정적으로 증가했고, ETC경구용은 크게 성장한 것으로 추정된다. 인사돌, 센시아 판시달 등의 일반의약품(OTC)도 골고루 고성장했으며, 특히 상품에서 황사마스크를 비롯해서 내수(자석파스, 안마기 등) 매출이 특별히 고성장했을 것이다(표1 참고). 화장품에서 마데카크림(센텔리안 24)을 중심으로 2017년 585억원 내외의 매출피크를 시현했지만, 그 이후 2018년 1분기 136억원(-10.0%, yoy), 2분기 126억원(-21.3%, yoy), 3분기 140억원(+12.0%)이었고, 4분기에는 140억원 이상으로 추정된다. 2018년에 홈쇼핑 중심에서 H&B 스토어, 면세점, 백화점 등 오프라인으로 유통채널을 확대하고 있다. 그러나 경쟁심화와 제품의 성숙기 진입 등에 의해 매출성장이 뚜렷하지 않은 상황이다. 조영제부문은 약가인하 영향이 2018년 1분기에 마무리(yoy 기준)된 후 안정적인 성장이 지속된 것으로 추정된다. 2019년 1분기 영업도 순조로울 것으로 전망된다. ETC와 OTC가 안정적으로 성장하는 가운데 황사마스크 등 헬스케어 매출이 고성장할 것으로 전망되기 때문이다. 2019년 1분기 연결 매출액은 전년동기대비 12.6% 증가한 1,044억원, 영업이익은 9.1% 증가한 139원으로 전망된다. 영업실적 호조가 지속될 전망이다.

중형 제약사중 최상위권 영업이익 창출 → 여전히 매수권이다

ETC, OTC, 그리고 헬스케어 등의 매출이 고성장 중에 있다. 자회사 동국생명과학의 영업실적도 순조롭다. 영업이익도 두 자리에 근접하는 성장을 지속하고 있다. 중형 제약사 중에서 최상위권 영업이익을 창출하고 있다. 영업실적이 13~14% 성장하는 가운데, 주가는 여전히 PER 11배 수준이다. 기업가치대비 저평가된 것으로 판단된다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	309.7	46.9	54.1	40.7	4,573	48.3	52.7	12.6	8.1	2.2	18.6
2017	354.8	50.1	52.8	40.9	4,454	-2.6	57.4	14.2	8.1	2.1	15.8
2018p	400.8	55.2	61.7	48.0	4,980	11.8	64.1	11.9	6.2	1.7	15.6
2019E	456.7	59.4	63.3	48.7	4,999	0.4	69.6	11.9	5.5	1.5	13.6
2020E	511.4	63.6	67.5	52.0	5,333	6.7	75.6	11.1	4.9	1.3	12.8

자료 : 동국제약, 골드브릿지투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

[표 1] 주요 제품별 매출 추이(연결기준)

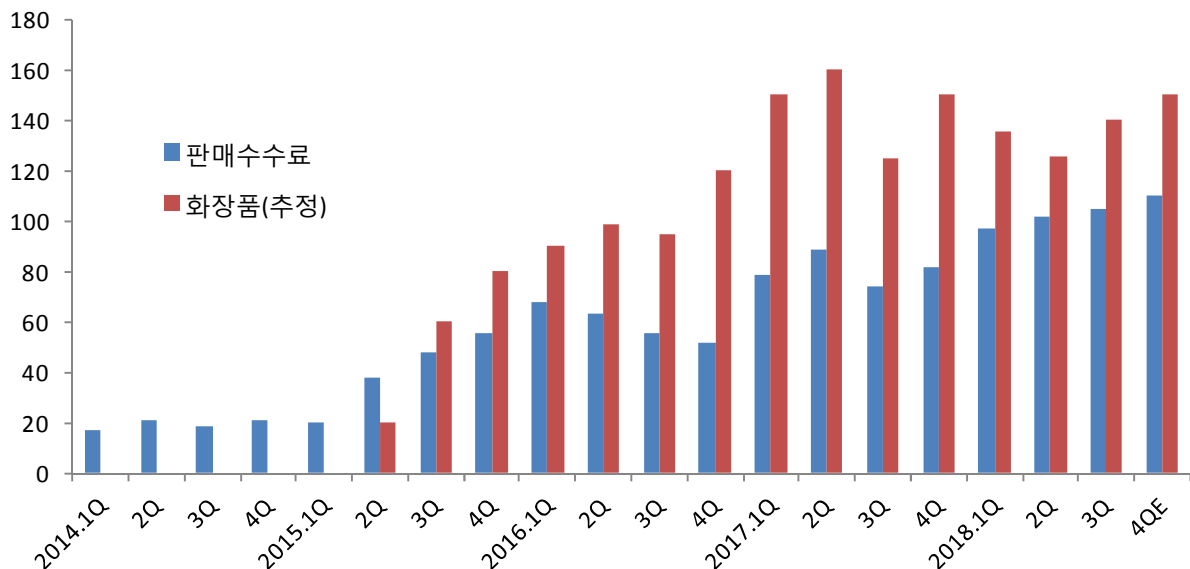
(단위: 억원)

구분	내용	2016	2017	1Q	2Q	3Q	4QE	2018E	1QE	2QE	3QE	4QE	2019E
매출액		3,097	3,548	927	1,030	1,035	1,016	4,008	1,044	1,166	1,168	1,189	4,567
(증감률)		0.0%	14.6%	15.1%	12.5%	14.9%	9.7%	13.0%	12.6%	13.2%	12.8%	17.1%	14.0%
매출액합계		3260	3,818	1,008	1,107	1,126	1,089	4,329	1,102	1,176	1,178	1,170	4,359
(증감률)		15.5%	17.1%	17.1%	23.4%	32.2%	-9.8%	13.4%	9.4%	6.3%	4.6%	7.4%	0.7%
제품		2744	3,188	829	904	918	894	3,544	899	987	989	964	3,571
(증감률)		18.4%	16.2%	11.7%	15.0%	20.6%	-0.5%	11.2%	8.4%	9.2%	7.7%	7.8%	0.7%
정제	인사돌정, 웨라민큐 등	942	1,051	276	306	325	293	1,200	304	337	358	322	1,320
(증감률)		7.0%	11.6%	14.5%	16.8%	12.5%	13.0%	14.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
캡슐제	판시달(탈모) 등	126	158	46	61	56	56	219	60	79	64	65	
(증감률)		22.3%	25.4%	43.8%	84.8%	21.7%	20%	38.9%	30%	30%	15%	15%	30%
연고제	마데카솔, 오라메디 등	174	187	48	55	51	48	202	52	59	55	51	218
(증감률)		-1.7%	7.5%	17.1%	14.6%	-5.6%	8.0%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
수액제	파미레이, 포폴, 로렐린데포 등	652	709	193	208	207	212	820	195	210	209	214	828
(증감률)		4.5%	8.7%	22.2%	40.5%	58.0%	-21.8%	15.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
내수		504	591	155	168	175	171	669	157	170	177	173	676
(증감률)		1.0%	17.3%	12.3%	33.3%	76.8%	-25.0%	13.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
수출		148	118	38	40	32	41	151	38	40	32	41	152
(증감률)		18.4%	-20.3%	81.0%	81.8%	0.0%	-5.0%	27.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
프리필드	히아론퍼스트, 토마민 등	352	420	105	112	96	111	424	114	122	103	119	458
(증감률)		17.7%	19.3%	4.0%	2.8%	0.0%	-3.5%	0.9%	8.4%	8.6%	6.9%	7.6%	7.9%
내수		291	322	81	85	84	91	341	85	89	88	96	358
(증감률)		10.2%	10.7%	2.5%	9.0%	7.7%	5%	6.0%	5%	5%	5%	5%	5.0%
수출		61	98	24	27	12	20	83	29	32	14	24	99
(증감률)		74.3%	60.7%	14.3%	-12.9%	-33.3%	-30%	-15.7%	20%	20%	20%	20%	20.0%
기타	셀렐리안24 등	496	662	159	164	182	175	680	175	180	200	193	748
(증감률)		112.9%	33.5%	-6.5%	-11.4%	26.4%	7.4%	2.7%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
상품	의약품원료(오메가3 등 건강식품)	445	522	133	188	184	159	664	152	173	162	166	653
(증감률)		3.7%	17.3%	38.5%	129.3%	170.6%	-42.5%	27.2%	14.3%	-8.1%	-11.7%	4.3%	-1.6%
내수		186	305	127	145	136	139	547	146	167	156	160	629
(증감률)		-2.6%	64.0%	108.2%	145.8%	112.5%	15%	79.4%	15%	15%	15%	15%	15.0%
수출		259	217	6	43	48	20	117	6	6	6	6	24
(증감률)		8.8%	-16.2%	-82.4%	87.0%	1100.0%	-87.2%	-46.1%	0.0%	-86.0%	-87.5%	-70.0%	-79.5%
기타	의약품원료, 임가공 등	71	108	46	15	24	36	121	52	16	27	40	135
(증감률)		-7.8%	52.1%	91.7%	20.0%	20.0%	12.0%	11.9%	12.0%	8.0%	12.0%	12.0%	11.5%
매출환인		- 163	- 270	- 81	- 77	- 91	- 74	- 321	- 58	- 10	- 10	- 19	- 60
자회사 감란 차이		-	- 424	- 81	- 77	- 91	- 74	- 322	- 265	- 250	- 240	- 210	- 261
동국생명과학 매출액			505	199	235	221	220	875	207	240	230	229	905
(증감률)					108.0%	22.8%	3.8%	73.3%	4%	2%	4%	4%	3.5%
순이익		35	11	25	13	16	65		19	24	22	22	86
순이익률		6.9%	5.5%	10.6%	5.9%	7.3%	7.4%		9.0%	10.0%	9.5%	9.5%	9.5%

자료: 동국제약 분기보고서, 골든브릿지증권. 아직 사업보고서가 발표되지 않아서 2018년 4분기는 당리서치 추정치임

[표 2] 분기별 화장품 매출 추이

(단위: 억원)



자료: 동국제약, 골든브릿지투자증권

[표 3] 동국제약 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

항목구분	추정수치	
2019년 추정 순이익	487	고성장성 반영
PER(배)	14.0	
사업가치	6,819	
순현금	1,310	
기업가치	8,129	
발행주식수(주)	8,892,000	
자기주식수(주)	102,336	
유통주식수(주)	8,789,664	
적정주가(원)	92,485	

자료: 동국제약, 골든브릿지투자증권

[표 4] 동국제약 분기별 요약 영업실적(연결기준)

12월결산 (억원)	2018p				2019E			
	1Q	2Q	3Q	4Qp	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	927	1,030	1,035	1,016	1,044	1,166	1,168	1,189
영업이익	127	134	162	128	139	146	161	149
세전이익	140	155	167	155	145	149	167	172
순이익	107	117	127	128	112	115	128	132
YoY(%)								
매출액	15.1	12.5	14.9	9.7	12.6	13.2	12.8	17.1
영업이익	14.1	24.2	30.8	-18.5	9.1	8.7	-0.5	15.9
세전이익	28.7	26.7	27.8	-6.5	3.8	-3.9	-0.4	10.7
순이익	30.8	24.5	24.0	-1.4	4.1	-1.9	0.9	3.1

자료: 동국제약, 골든브릿지투자증권

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	234.0	271.2	311.3	353.5	389.6
현금 및 현금성자산	56.4	63.1	91.4	103.2	115.3
매출채권 및 기타채권	95.0	111.1	111.8	130.9	145.6
재고자산	45.2	50.7	53.1	62.1	69.1
기타유동자산	37.4	46.2	55.1	57.3	59.6
비유동자산	91.1	102.1	118.3	132.7	153.2
관계기업투자등	10.4	19.2	19.9	20.7	21.5
유형자산	62.8	69.4	81.6	94.3	113.1
무형자산	5.3	4.3	4.4	4.8	5.1
자산총계	325.1	373.3	429.6	486.2	542.8
유동부채	72.9	80.2	93.7	105.7	115.0
매입채무 및 기타채무	53.4	58.2	66.7	78.1	86.8
단기금융부채	5.1	9.5	13.3	13.3	13.3
기타유동부채	14.3	12.4	13.7	14.3	14.9
비유동부채	13.9	13.6	16.0	16.5	17.2
장기금융부채	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
기타비유동부채	13.4	13.3	15.7	16.3	16.9
부채총계	86.8	93.8	109.7	122.2	132.2
지배주주지분	237.3	263.9	303.9	348.0	394.7
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	13.3	4.5	4.5	4.5	4.5
이익잉여금	203.9	239.6	279.8	323.9	370.5
비지배주주지분(연결)	1.0	15.6	16.0	16.0	16.0
자본총계	238.3	279.5	319.9	364.0	410.6
현금흐름표					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	39.4	28.7	47.8	43.1	52.1
당기순이익(손실)	40.7	40.9	48.0	48.7	52.0
비현금수익비용가감	20.4	19.3	14.4	10.8	12.7
유형자산감가상각비	5.6	7.2	8.8	10.1	11.9
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	-4.6	1.6	5.5	0.6	0.6
영업활동 자산부채변동	-11.3	-17.5	-8.0	-16.4	-12.5
매출채권 감소(증가)	-0.5	-11.1	-3.0	-19.1	-14.7
재고자산 감소(증가)	-15.7	-0.6	-1.4	-9.1	-7.0
매입채무 증가(감소)	10.8	-1.3	-1.3	11.4	8.8
기타자산, 부채변동	-5.9	-4.5	-2.2	0.4	0.4
투자활동 현금	-15.6	-17.4	-21.5	-26.7	-34.7
유형자산처분(취득)	-9.4	-11.1	-11.1	-22.8	-30.7
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.2	-0.2	-0.5	-0.5
투자자산 감소(증가)	-3.7	-5.4	-10.5	-2.9	-3.0
기타투자활동	-2.4	-0.7	0.3	-0.5	-0.5
재무활동 현금	-4.5	-3.3	0.9	-4.6	-5.3
차입금의 증가(감소)	-2.9	-3.5	3.6	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-2.6	-3.5	-4.6	-4.6	-5.3
배당금의 지급	2.6	3.5	4.6	4.6	5.3
기타재무활동	1.0	3.7	1.8	0.0	0.0
현금의 증가	19.3	6.8	28.3	11.8	12.1
기초현금	37.0	56.4	63.1	91.4	103.2
기말현금	56.4	63.1	91.4	103.2	115.3

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	309.7	354.8	400.8	456.7	511.4
매출원가	126.8	145.4	162.9	187.5	211.2
매출총이익	182.9	209.4	237.9	269.3	300.2
판매비와 관리비	136.0	159.3	182.7	209.9	236.6
영업이익	46.9	50.1	55.2	59.4	63.6
(EBITDA)	52.7	57.4	64.1	69.6	75.6
금융손익	1.7	-1.6	1.6	1.7	1.8
이자비용	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	1.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	5.5	3.1	4.9	2.1	2.1
세전계속사업이익	54.1	52.8	61.7	63.3	67.5
계속사업법인세비용	13.4	11.9	13.8	14.5	15.5
계속사업이익	40.7	40.9	48.0	48.7	52.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	40.7	40.9	48.0	48.7	52.0
지배주주	40.7	39.6	44.3	44.4	47.4
총포괄이익	40.9	40.6	47.8	48.7	52.0
매출총이익률 (%)	59.1	59.0	59.3	59.0	58.7
영업이익률 (%)	15.2	14.1	13.8	13.0	12.4
EBITDA마진률 (%)	17.0	16.2	16.0	15.2	14.8
당기순이익률 (%)	13.1	11.5	12.0	10.7	10.2
ROA (%)	13.6	11.3	11.0	9.7	9.2
ROE (%)	18.6	15.8	15.6	13.6	12.8
ROIC (%)	25.4	25.4	25.6	24.6	22.6
주요 투자지표					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	12.6	14.2	11.9	11.9	11.1
P/B	2.2	2.1	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.1	8.1	6.2	5.5	4.9
P/CF	8.6	8.8	8.5	8.9	8.2
배당수익률 (%)	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
성장성 (%)					
매출액	19.1	14.6	13.0	14.0	12.0
영업이익	39.6	6.7	10.2	7.8	7.0
세전이익	47.1	-2.5	16.9	2.5	6.7
당기순이익	49.5	0.4	17.4	1.5	6.7
EPS	48.3	-2.6	11.8	0.4	6.7
안정성(%)					
부채비율	36.4	33.6	34.3	33.6	32.2
유동비율	321.0	338.2	332.2	334.6	338.8
순차입금/자기자본	-36.2	-34.6	-40.3	-39.2	-38.2
영업이익/금융비용	304.0	209.1	613.2	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	5.6	9.9	13.6	13.6	13.6
순차입금 (십억원)	-86.2	-96.8	-128.9	-142.7	-157.0
주당지표(원)					
EPS	4,573	4,454	4,980	4,999	5,333
BPS	26,689	29,683	34,182	39,140	44,384
CFPS	6,874	6,765	7,012	6,689	7,268
DPS	400	520	520	520	600

자료: 동국제약, 골든브릿지투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Stock Data

KOSDAQ(03/08)	735.9pt
시가총액	5,211억원
발행주식수	8,892천주
액면가	2,500원
52주 최고가 / 최저가	74,200/51,300원
90일 일평균거래대금	7억원
외국인 지분율	26.9%
배당수익률(18.12E)	0.9%
BPS(18.12E)	34,182원

주가수익률

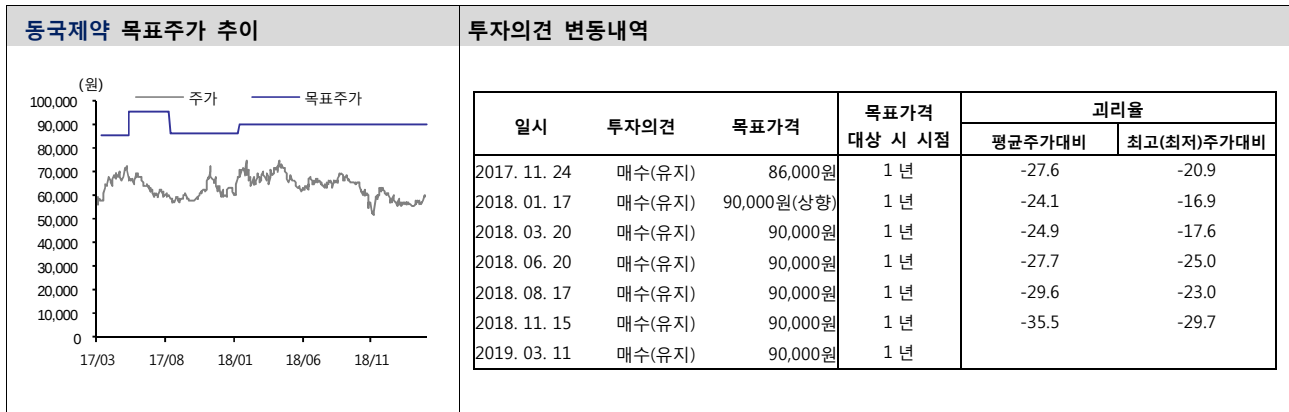
(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	5.5	7.0	-10.8	-10.5
상대수익률	7.6	5.9	-0.8	1.8

주주구성

권기범 (외 6인)	46.5%
피데릴티 매니지먼트 앤 리서치	9.3%
국민연금공단	5.1%

Stock Price





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: tg8872@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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 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 1년간 누적 기준,
		합계		100.0%	분기별 갱신)