동구바이오제약

(006620.KQ)

Senior Analyst
하태기

투자의견: N/R

목표주가: - /현재주가: 21,800원

PM Grade:	Increase	Trading Up	Short-term Reduce

미래 성장을 위한 투자국면 진행

CMO 중심 성장, 다양한 제네릭 의약품 매출

동사는 전문의약품(**제네릭 중심, 피부/비뇨기과에 특화**), CMO매출, 줄기세포 배양, 화장품사업을 하고 있다. 2018년 기준 매출액 비중은 의약품 65.2%, CMO 31.6%, 기타 3.2% 내외이다. 향후 전문의약품은 First generic과 개량신약을 통해서 성장하고, 미래 성장사업으로 피부과 연관업종인 화장품, 줄기세포키트사업 등을 추진 중이다.

2019년 CMO사업 중심 성장은 유효하나 성장률은 둔화, 이익은 전년대비 회복 가능

동사의 전문의약품은 대부분 제네릭 의약품이고, 특히 **피부과(국내 1위)와 비뇨기과(국내 9위) 에서 경쟁력을 확보하고 있다**. 그러나 전반적으로 제네릭의약품 매출의 성장률이 낮고, 최근 성장은 CMO에서 이루어지고 있다. **CMO(수탁생산)에서 경쟁력을 확보, 2014년부터 2017년까지 연평균 19.4% 성장했고, 2018년에는 5.8% 성장**했다. CMO의 성장배경을 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 127억원이**다. 최근 치매환자에 대한 정부 정책지원으로 치매치료제 CMO매출이 고성장, **2019년에는 140억원(+10.2%)에 근접할 전망이다**. 셋째, 85억원을 투자, 설비생산 캐파(CMO중심, 1차 25억원 2018년 2월 준공, 2차 60억원 2019년 6월 준공 예정)를 늘리고 있다. 2차까지 설비확대가 진행되면 현재 캐파의 2배가 될 전망이다. 신규사업으로 피부과 전문제약사의 이미지와 연계, 시작한 **코스메슈티칼 화장품사업(Cell Bloom 브랜드)**은 현재 마케팅비를 늘리고 있으나 매출은 아직 초기 단계이다. 줄기세포 기반 스마트X 사업도 추진 중이다. 지금은 IPO 이후 미래성장을 위해 다양한 투자를 진행하는 시기로 평가된다

최근 영업실적 성장이 다소 둔화된 모습이다. 설비증설 이슈가 있었고, 인건비(인원 70명증가) 증가, 판매수수료 상승으로 영업이익이 마이너스 성장했다. 2018년 연간 매출액은 3.7% 성장한 1,048억원, 영업이익이 57.4% 감소한 57억원이다. 2018년에 비용조정이 마무리된 만큼 2019년에는 다시 영업실적이 정상화되어, 매출액이 7.2% 성장한 1,124억원, 영업이익이 37.0% 성장한 78억원으로 전망된다. 제품비중이 절대적으로 높아 매출원가율이 기존의 41%내외에서 유지되고, 2017년 47.0%에서 2018년 53.1%로 증가된 판관비율이 2019년에는 52% 내외에서 안정, 점진적인 수익성 회복이 기대된다. 다만 하반기부터 증설된 공장가동으로 연 10억원 내외의 감가상각비 증가요인이 있을 것으로 추정된다.

주가 밸류에이션 부담 해소 중, 신규사업, 자회사투자 가치 변화에 주목

동사는 피부과 및 비뇨기과에 경쟁력이 있으며 치매치료제 CMO 매출에서 성장 중이다. 또한 **피부관련 화장품 출시와 오픈이노베이션차원의 바이오지분 투자 등이 진행 중이다. 주가밸류에이션 부담이 있으나, 2019년 점진적인 실적회복과 투자지분가치, 그리고 스마트X 사업 등의 진행을 지켜볼 필요가 있다.**

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	101.1	13.3	13.2	10.9			15.5		0.3	n/a	36.5
2018	104.8	5.7	5.3	4.6	476		7.9	40.6	22.2	2.6	8.3
2019E	112.4	7.8	7.5	6.4	668	40.3	10.3	32.4	18.4	2.6	8.5
2020E	122.2	8.5	8.3	7.1	737	10.3	11.3	29.3	16.7	2.4	8.6
2021E	133.7	10.0	9.8	8.4	870	18.1	13.0	24.8	14.3	2.2	9.3

자료: 동구바이오제약, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 개별기준

가. 치매치료제 CMO매출 증가는 유효

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 수탁매출액**은 2018년 상반기에 약 70억원의 매출이 발생했으나 3분기에 마이너스 성장했다. 그러나 4분기에 매출이 증가, 2018년 연간으로는 전년대비 53.0% 증가한 127억원이며, **2019년에는 10.2% 증가한 140억원에 근접할 전망이**다.

나. 화장품 마케팅강화 중, 아직 매출규모는 적다

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 지출했다. 2018년에 5억원 내외의 매출이 발생했다. 참고로 **2019년 상반기에 중국에서 위생허가가 난다면 Cell Bloom이라는 브랜드로 중국 상하이웨이이를 통해 중국시장 진출이 추진**되고 있다.

다. 노바셀테크놀로지 28%, 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 전임상을 마치고, 2019년내에 임상 1상 진입할 가능성이 있**다. 또한 신약개발 바이오벤처 D&D파마테크 지분 8%(31억원 투자)도 인수, 바이오투자를 늘리고 있다. D&D파마테크는 2019년내에 치매치료제 Pipeline를 가지고 미국 임상 1상 진입을 추진한다는 계획이다.

[표 1] 주요 제품별 매출 추이 (단위: 억원)

				2018					2019				
구분	매출유형	2016	2017	1Q	2Q	3Q	4Q	**2018**	1QE	2QE	3QE	4QE	**2019E**
제품매출	알레르기정 등	633	671	179	174	158	172	684	184	184	168	183	719
			6.0%	15.5%	4.8%	-8.0%	7.0%	1.9%	3%	6%	6%	6%	5.2%
CMO 매출	**치매치료제 등**	**213**	**313**	**86**	**86**	**69**	**90**	**331**	**93**	**93**	**75**	**97**	**357**
			46.9%	11.7%	8.9%	-18.8%	25.0%	5.8%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
해외	기타	29	20	5	6	4	11	26	5	6	4	11	27
			-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	2	1	2	1	1	5	2	3	3	3	11
				100.0%	300.0%	100.0%	233.3%	150.0%	60.0%	60.0%	200.0%	200.0%	116.0%
스마트X	기타	2	2	1	1	1	1	3	2	2	3	2	9
				0.0%	25.0%	-16.7%	0.0%	25.0%	100.0%	300.0%	500.0%	300.0%	260.0%
기타	기타	1	2	1	-	-	-	1	1	-	-	-	1
									5.0%				
조정	기타	0	-	-	1	-	-	1	-	1	-	-	1
합계		880	1,011	273	268	233	275	1,048	287	288	253	296	1,124
			14.9%	14.2%	6.0%	-11.3%	6.8%	3.7%	5.2%	7.5%	8.5%	7.9%	7.2%

자료: 동구바이오제약, 상상인증권

[표 2] 동구바이오제약 분기별 요약 영업실적(개별기준)

12월결산	2018				2019E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	273	268	233	275	287	288	253	296
영업이익	32	10	10	4	17	19	15	27
세전이익	32	7	12	3	16	19	14	27
순이익	26	6	9	4	14	16	12	23
YoY(%)								
매출액	14.2	6.0	-11.3	6.8	5.2	7.5	8.5	7.9
영업이익	18.4	-78.2	-76.4	-74.0	-46.5	85.1	50.8	505.9
세전이익	16.7	-85.5	-71.4	-81.7	-49.7	169.1	20.8	841.0
순이익	19.3	-85.6	-72.1	-70.0	-48.5	179.7	30.3	412.7

자료: 동구바이오제약, 상상인증권

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	44.5	58.8	71.1	76.4	82.9
현금 및 현금성자산	9.9	4.7	12.6	13.6	15.1
매출채권 및 기타채권	21.2	21.9	24.5	26.6	29.1
재고자산	12.1	14.9	16.1	17.6	19.2
기타유동자산	1.2	17.2	17.9	18.6	19.4
비유동자산	31.1	45.5	40.7	44.0	47.6
관계기업투자등	1.4	3.0	3.2	3.3	3.4
유형자산	28.2	31.8	34.8	38.1	41.6
무형자산	1.0	1.8	1.6	1.4	1.2
자산총계	**75.6**	**104.3**	**111.9**	**120.5**	**130.5**
유동부채	34.6	28.6	29.7	31.2	32.8
매입채무 및 기타재무	15.1	11.6	13.9	15.2	16.6
단기금융부채	12.8	10.7	10.7	10.7	10.7
기타유동부채	6.6	6.3	5.1	5.3	5.5
비유동부채	3.3	3.6	3.6	3.7	3.8
장기금융부채	2.4	1.9	1.9	1.9	1.9
기타비유동부채	0.9	1.6	1.7	1.8	1.8
부채총계	37.8	32.2	33.4	34.9	36.6
지배주주지분	37.7	72.1	78.5	85.6	93.9
자본금	3.8	4.8	4.8	4.8	4.8
자본잉여금	13.2	42.6	42.6	42.6	42.6
이익잉여금	21.5	25.5	31.9	38.9	47.3
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**37.7**	**72.1**	**78.5**	**85.6**	**93.9**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**101.1**	**104.8**	**112.4**	**122.2**	**133.7**
매출원가	40.2	43.4	45.8	49.5	54.1
매출총이익	**60.9**	**61.4**	**66.6**	**72.7**	**79.5**
판매비와 관리비	47.6	55.7	58.8	64.1	69.5
영업이익	**13.3**	**5.7**	**7.8**	**8.5**	**10.0**
(EBITDA)	15.5	7.9	10.3	11.3	13.0
금융손익	**-0.2**	**-0.3**	**0.0**	**0.1**	**0.1**
이자비용	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
관계기업등 투자손	-0.5	-0.2	-0.6	-0.6	-0.6
기타영업외손익	0.6	0.1	0.3	0.3	0.3
세전계속사업이익	**13.2**	**5.3**	**7.5**	**8.3**	**9.8**
계속사업법인세비용	2.2	0.8	1.1	1.2	1.5
계속사업이익	10.9	4.6	6.4	7.1	8.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**10.9**	**4.6**	**6.4**	**7.1**	**8.4**
지배주주	10.9	4.6	6.4	7.1	8.4
총포괄이익	**11.1**	**4.6**	**6.4**	**7.1**	**8.4**
매출총이익률 (%)	60.2	58.6	59.2	59.5	59.5
영업이익률 (%)	13.2	5.4	6.9	7.0	7.5
EBITDA마진률 (%)	15.4	7.6	9.2	9.2	9.7
당기순이익률 (%)	10.8	4.4	5.7	5.8	6.3
ROA (%)	15.5	5.1	5.9	6.1	6.7
ROE (%)	36.5	8.3	8.5	8.6	9.3
ROIC (%)	27.9	10.5	12.0	12.0	12.9

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**9.5**	**-0.8**	**14.7**	**8.3**	**9.4**
당기순이익(손실)	10.9	4.6	6.4	7.1	8.4
비현금수익비용가감	6.7	2.6	9.5	3.4	3.6
유형자산감가상각비	2.0	2.1	2.4	2.6	2.8
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
기타현금수익비용	0.2	0.5	7.0	0.6	0.6
영업활동 자산부채변동	-6.5	-5.0	-1.3	-2.2	-2.5
매출채권 감소(증가)	-5.8	-0.6	-2.6	-2.2	-2.5
재고자산 감소(증가)	-1.6	-1.2	-1.2	-1.4	-1.7
매입채무 증가(감소)	1.0	-0.4	2.3	1.2	1.4
기타자산, 부채변동	-0.1	-2.9	0.2	0.2	0.2
투자활동 현금	**-1.8**	**-32.2**	**-6.8**	**-7.3**	**-7.9**
유형자산처분(취득)	-0.8	-5.0	-5.4	-5.8	-6.4
무형자산 감소(증가)	0.0	-1.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-1.7	-13.1	-1.4	-1.4	-1.4
기타투자활동	0.7	-13.2	0.0	0.0	-0.1
재무활동 현금	**-2.8**	**27.8**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
차입금의 증가(감소)	-4.2	-2.6	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	1.4	30.4	0.0	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	**5.0**	**-5.2**	**7.9**	**1.0**	**1.5**
기초현금	4.9	9.9	4.7	12.6	13.6
기말현금	9.9	4.7	12.6	13.6	15.1

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E		40.6	32.4	29.3	24.8
P/B		2.6	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	0.3	22.2	18.4	16.7	14.3
P/CF		28.9	13.0	19.8	17.3
배당수익률 (%)		n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	15.8	3.7	7.2	8.7	9.4
영업이익	25.9	-57.4	37.0	9.8	17.4
세전이익	28.6	-59.6	41.8	10.3	18.1
당기순이익	0.2	-58.2	40.3	10.3	18.1
EPS			40.3	10.3	18.1
안정성(%)					
부채비율	100.3	44.6	42.5	40.7	38.9
유동비율	128.7	205.5	239.2	245.3	252.7
순차입금/자기자본	11.1	-12.6	-22.5	-22.6	-23.0
영업이익/금융비용	23.2	15.6	22.9	25.2	29.6
총차입금 (십억원)	15.2	12.6	12.6	12.6	12.6
순차입금 (십억원)	4.2	-9.1	-17.6	-19.4	-21.6
주당지표(원)					
EPS	n/a	476	668	737	870
BPS	4,952	7,507	8,175	8,911	9,781
CFPS		747	1,659	1,088	1,245
DPS					

자료: 동구바이오제약, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 개별기준

Stock Data

KOSDAQ(04/16)	765.0pt
시가총액	2,094억원
발행주식수	9,604천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	39,000/18,750원
90일 일평균거래대금	9억원
외국인 지분율	1.3%
배당수익률(19.12E)	0.0%
BPS(19.12E)	8,175원

주가수익률

(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	6.4	2.4	-12.9	-44.5
상대수익률	4.4	-0.1	-19.6	-30.5

주주구성

조용준 (외 7인)	40.9%

Stock Price

동구바이오제약 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율	
				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		
2019. 04. 17	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 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	53.2%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중(최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	0.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	46.2%	
		합계		100.0%	