상상인 증권

2020. 09.17

동국제약
(086450.KQ)

Analyst 하태기

투자의견 : 매수(유지)

애심종목 | 십전대보탕 | 비중확대 | Trading | Attention | 증장기 | 단기축소

High risk/High return | Cyclical | Structural change | Turnaround

목표주가: 36,000원(상향)/ 현재주가 : 29,300원 (상승여력 +22.9%)

코로나19시대에도 고성장 입증, 주가상승 모멘텀 있다

액면분할 이후 주가 상승여력 없겠는가?

동국제약 주식이 1/5로 액면분할 된 후, 거래가 재개(9월 10일)되었다. 주가는 액면분할 전 상승, 분할 후 횡보 중이다. 실적 성장내용과 전망을 바탕으로 주가 추가 상승 가능성에 대해서 점검해 보았다.

코로나19 환경하에서 흔들림 없는 16%대 성장, 강한 기업경쟁력을 증명하고 있다

사업별 비중이 전문의약품 38%, 일반의약품 28%, 헬스케어(화장품/생활건강) 26% 등이다. 전체 사업부 매출이 고루 성장, 1H20에도 연결기준 매출 16.5%, 영업이익 27.5% 성장했다. 2H20에도 매출성장세는 상반기와 비슷한 모습이 될 것이다(표1). 3Q20 매출액 1,424억원(YoY +15.4%), 영업이익 192억원(YoY +6.1%)으로 추정된다. 동사의 사업성장 내용과 자회사 일정을 보면 다음과 같다.

첫째, 타 제약사와는 영업실적에서 확연히 구분된다. 2020년 상반기에 코로나19로 대부분의 제약사 영업실적은 정체 혹은 마이너스 성장을 하고 있다. 특히 ETC비중이 높은 제약사의 실적부진이 뚜렷하다. 동사 ETC부문은 10% 중반 성장을 지속 중이다. 그외 OTC와 헬스케어도 10% 중반 성장하여 전사 매출이 16.5% 성장했다. 강력한 영업력과 경쟁력 있는 신제품개발이 조화를 이룬 결과일 것이다.

둘째, OTC, 헬스케어부문의 성장성이 높다. 2020년 8월에 인사돌 가격이 7% 인상되었다. 그외 판시딜(탈모증), 치센(치질), 센시아(정맥순환개선), 헤라민큐(갱년기개선) 등이 상반기에 30%대 성장했고 하반기에도 비슷한 성장이 가능할 전망이다. 화장품부문도 20%대 후반 성장하고 있다. 특히 화장품 매출액이 2019년에 811억원(yoy +46%)이고, **2020년에는 1,000억원(yoy +23.3%)에 근접할 전망이**다. 향후 헬스케어(화장품 등) 사업이 고성장, 기업가치가 큰 폭으로 증가할 전망이다.

셋째, 자회사 상장도 추진 중이다. 동국생명과학은 조영제 중심 제약사이다. 동국제약이 지분 56.11%를 보유하고 있다. 동국생명과학의 2020년 매출액 1,073억원(YoY +8.8%), 순이익 64억원(yoy +1.6%)으로 추정된다. 2021년에 상장 준비하여 2022년 상반기에 상장될 전망이다. 2021년 하반기에 자회사 상장 이벤트가 주가에 긍정적으로 작용할 것이다.

동국제약의 영업실적이 코로나19 이전에도 연평균 15~16% 성장해 왔다. 코로나19시대의 어려운 영업환경하에서도 흔들림없이 성장, 타 제약사와는 확연히 차별화된다. 이번 기회에 탁월한 사업경쟁력이 증명된 것으로 평가된다. 미래 성장전망도 긍정적으로 갖게 한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	400.8	55.1	63.1	49.4	1,057	18.6	64.2	11.0	7.0	1.7	16.3
2019	482.3	68.6	75.6	59.1	1,268	19.9	82.2	14.1	8.5	2.2	16.7
2020E	562.2	78.6	84.4	67.2	1,441	13.6	94.6	20.3	12.8	3.1	16.3
2021E	645.9	91.1	96.1	74.5	1,593	10.5	108.4	18.4	10.6	2.7	15.5
2022E	744.7	101.3	106.5	82.5	1,764	10.8	119.0	16.6	9.2	2.3	14.9

자료 : 동국제약, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

액변분할, 목표주가 36,000원

동국제약은 2020년 코로나19 환경하에서도 16.6% 성장할 것으로 추정된다. 주가평가에도 고성장성에 대해 프림미엄을 부여할 수 있을 것이다.

동국제약의 헬스케어사업부 가치를 별도로 추산해서 전사 기업가치를 평가했다. 2021년 영업실적을 반영하고, 액면분할로 늘어난 주식수를 적용하여 목표주가는 기존의 34,000원(액면분할 전 170,000원)에서 36,000원으로 소폭 상향 조정했다(표3). 추가적인 주가 레벨업이 가능할 전망이다.

[표 1] 주요 제품별 매출 추이(연결기준) (단위: 억원)

구분	내용	2015	2016	2017	2018	1Q	2Q	3Q	4Q	2019	1Q	2Q	3QE	4QE	2020E
매출액		4,008	**4,008**	**3,548**	**4,008**	**1,105**	**1,207**	**1,234**	**1,277**	**4,823**	**1,306**	**1,388**	**1,424**	**1,503**	**5,622**
(증감률)			**0.0%**	**-11.5%**	**13.0%**	**19.2%**	**17.2%**	**19.3%**	**25.6%**	**20.3%**	**18.2%**	**15.0%**	**15.4%**	**17.8%**	**16.6%**
매출액합계		2823	3260	3,818	4,293	1,196	1,259	1,287	1,324	5,066	1,349	1,420	1,451	1,474	5,694
(증감률)			15.5%	17.1%	12.4%	18.7%	13.7%	14.3%	25.9%	18.0%	12.8%	12.8%	12.8%	11.4%	12.4%
제품		2317	2744	3,188	3,545	981	1,066	1,078	1,117	4,242	1,108	1,185	1,214	1,252	4,759
(증감률)			18.4%	16.2%	11.2%	18.3%	17.9%	17.4%	24.9%	19.7%	12.9%	11.2%	12.6%	12.1%	12.2%
정제	인사돌정, 훼라민큐 등	880	942	1,051	1,202	319	344	360	334	1,357	352	364	392	371	1,479
(증감률)			7.0%	11.6%	14.4%	15.6%	12.4%	10.8%	13.2%	12.9%	10.3%	5.8%	9.0%	11.0%	9.0%
갭슐제	판시딜(탈모) 등	103	126	158	241	61	68	65	88	282	76	93	94	101	364
(증감률)			22.3%	25.4%	52.5%	32.6%	11.5%	16.1%	12.8%	17.0%	24.6%	36.8%	45%	15%	30%
연고제	마데카솔, 오라메디 등	177	174	187	198	60	48	52	44	204	46	63	62	47	218
(증감률)			-1.7%	7.5%	5.9%	25.0%	-12.7%	2.0%	0.0%	3.0%	-23.3%	31.3%	20.0%	6.0%	6.9%
수액제	파미레이, 포폴, 로렐린데포 등	624	652	709	806	227	217	230	239	913	225	241	242	254	961
(증감률)			4.5%	8.7%	13.7%	17.6%	4.3%	11.1%	20.7%	13.3%	-0.9%	11.1%	5.1%	6.1%	5.3%
내수		499	504	591	667	183	179	191	196	749	182	179	191	206	758
(증감률)			1.0%	17.3%	12.9%	18.1%	6.5%	9.1%	16.0%	12.3%	-0.5%	0.0%	0.0%	5.0%	1.2%
수출		125	148	118	139	44	38	39	43	164	43	62	51	48	203
(증감률)			18.4%	-20.3%	17.8%	15.8%	-5.0%	21.9%	48.3%	18.0%	-2.3%	63.2%	30.0%	11.0%	24.0%
프리필드	히아론퍼스트, 토마민 등	299	352	420	399	94	98	98	95	385	67	90	95	104	356
(증감률)			17.7%	19.3%	-5.0%	-10.5%	-12.5%	2.1%	10.5%	-3.5%	-28.7%	-8.2%	-2.7%	9.3%	-7.5%
내수		264	291	322	332	81	70	68	68	287	58	68	71	71	269
(증감률)			10.2%	10.7%	3.1%	0.0%	-17.6%	-19.0%	-17.1%	-13.6%	-28.4%	-2.9%	5%	5%	-6.3%
수출		35	61	98	67	13	28	30	27	98	9	22	24	32	87
(증감률)			74.3%	60.7%	-31.6%	-45.8%	-50%	-50%	-50%	46.3%	-30.8%	-21.4%	-20%	20%	-10.8%
헬스케어	**셀텔리안24 등**	**233**	**496**	**662**	**699**	**220**	**291**	**273**	**319**	**1,103**	**342**	**334**	**328**	**376**	**1,380**
(증감률)			**112.9%**	**33.5%**	**5.6%**	**38.4%**	**77.4%**	**50.0%**	**64.4%**	**57.8%**	**55.5%**	**14.8%**	**20.0%**	**18.0%**	**25.1%**
상품	의약품원료(오메가3 등 건강식품)	429	445	522	651	187	158	171	180	696	192	199	195	192	778
(증감률)			3.7%	17.3%	24.7%	40.6%	-16.0%	-7.1%	23.3%	6.9%	2.7%	25.9%	13.9%	6.6%	11.7%
내수		191	186	305	534	144	109	129	132	514	143	168	155	152	618
(증감률)			-2.6%	64.0%	75.1%	13.4%	-24.8%	-5.1%	4.8%	-3.7%	-0.7%	54.1%	20%	15%	20.2%
수출		238	259	217	117	43	49	42	48	182	49	31	40	40	160
(증감률)			8.8%	-16.2%	-46.1%	616.7%	14.0%	-12.5%	140.0%	55.6%	14.0%	-36.7%	-4.8%	-16.7%	-12.1%
기타	의약품원료, 임가공 등	77	71	108	97	28	35	38	27	128	49	36	43	30	158
(증감률)			-7.8%	52.1%	-10.2%	-39.1%	133.3%	58.3%	125.0%	32.0%	75.0%	2.9%	12.0%	12.0%	23.3%
자회사 감안 차이(내부거래 등)			-	**424**	**-1,162**	**-315**	**-294**	**-301**	**-319**	**-1,229**	**-302**	**-287**	**-292**	**-265**	**-1,146**
동국생명과학 매출액				505	877	224	242	248	272	986	259	255	265	294	1,073
(증감률)					73.7%	12.6%	3.0%	12.2%	22.5%	12.4%	15.6%	5.4%	7%	8%	8.8%

자료: 동국제약 분기보고서, 상상인증권

[표 2] 동국제약 분기별 요약 영업실적(연결기준)

12월결산	2019				2020E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	1,105	1,207	1,234	1,277	1,306	1,388	1,424	1,503
영업이익	145	150	181	210	193	182	192	218
세전이익	158	173	204	222	227	184	203	230
순이익	132	129	158	171	171	141	157	203
YoY(%)								
매출액	19.2	17.2	19.3	25.6	18.2	15.0	15.4	17.8
영업이익	13.9	11.6	12.1	63.9	33.3	21.9	6.1	3.9
세전이익	13.0	11.2	26.8	26.5	44.0	6.7	-0.3	3.3
순이익	22.8	10.3	27.2	17.8	30.2	8.9	-0.7	18.4

자료: 동국제약, 상상인증권

[표 3] 동국제약 주가 밸류에이션 (단위: 억원)

항목구분	추정수치	
2021년 순이익	708	
헬스케어 추정순이익	211	
헬스케어 제외 추정순이익	496	
PER(배)	16.0	OTC/ETC 매출액 연평균 10%대 중반 고성장 반영
사업가치	**7,942**	(최근 제약사 평균 매출액 성장률 10% 미만 성장)
화장품/생활건강 사업가치	6,335	
기업가치 합계	**14,278**	
순현금	1,900	(2020년 2분기말 순현금 1,850억원)
전체 기업가치	16,178	
발행주식수㈜	45,230,420	액면분할로 발행주식수 5배 증가
자기주식수㈜	511,680	
유통주식수㈜	44,718,740	
적정주가(원)	36,176	

자료: 상상인증권

[표 4] 동국제약 헬스케어(화장품/생활건강)사업부 가치평가 (단위: 배, 억원)

2021년 추정 매출액	1,760	센텔리안24, 덴탈제품, 콜라겐, 마스크, 건식 등
순이익률(추정)	12%	규모의 경제, 판관비율 하락 추정(순이익률 10%→12%)
추정순이익	211	
적정PER	30	LG생활건강과 아모레퍼시픽 2021년 평균 PER은 32.5배
적정기업가치	6,335	

자료: 상상인증권

[표 5] 각사별 더마화장품 매출성장 추이 (단위: 배, %, 억원)

브랜드	기업명	2017	2018	2019	평균성장률	2021 PER
CNP화장품	LG생활건강	673	798	1,028	23.6	29.6
AESTURA	아모레퍼시픽	1,025	1,001	1,111	3.9	35.4
Dr.Jart	ESTEELAUDER	3,628	4,691	6,347	32.2	-
헬스케어	동국제약	662	699	1,103	29.0	18.5
(센텔리안24)	동국제약	585	540	800	16.6	

자료: 상상인증권

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	300.4	339.0	406.5	482.0	564.5
현금 및 현금성자산	61.8	70.3	59.7	118.7	162.3
매출채권 및 기타채권	113.7	116.2	133.8	132.7	152.1
재고자산	63.5	60.9	82.5	95.0	108.9
기타유동자산	61.4	91.7	130.4	135.7	141.2
비유동자산	179.8	205.4	253.3	259.4	268.2
관계기업투자등	7.7	6.4	7.8	8.1	8.4
유형자산	140.7	158.1	184.6	186.8	191.6
무형자산	4.4	4.2	6.1	7.4	8.8
자산총계	**480.2**	**544.4**	**659.8**	**741.4**	**832.7**
유동부채	92.4	110.0	132.2	146.2	161.8
매입채무 및 기타재무	62.8	64.0	85.2	98.0	112.4
단기금융부채	15.2	17.1	17.1	17.1	17.1
기타유동부채	14.4	28.9	29.9	31.1	32.3
비유동부채	56.3	49.0	82.1	82.4	82.6
장기금융부채	40.1	43.2	74.4	74.4	74.4
기타비유동부채	16.1	5.8	7.7	7.9	8.2
부채총계	148.6	159.0	214.3	228.6	244.5
지배주주지분	313.0	362.9	421.7	489.0	564.4
자본금	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6
자본잉여금	14.3	14.1	14.2	14.2	14.2
이익잉여금	278.4	328.4	387.1	454.5	529.8
비지배주주지분(연결)	18.6	22.5	23.8	23.8	23.8
자본총계	**331.6**	**385.4**	**445.5**	**512.8**	**588.2**

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**33.2**	**69.5**	**64.0**	**94.4**	**82.3**
당기순이익(손실)	49.4	59.1	67.2	74.5	82.5
비현금수익비용가감	16.9	33.5	29.9	17.4	17.8
유형자산감가상각비	9.0	13.5	15.9	17.2	17.6
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
기타현금수익비용	-3.8	-0.6	13.9	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	-21.5	-9.8	-23.7	2.5	-17.9
매출채권 감소(증가)	-5.4	-1.0	-16.3	1.1	-19.4
재고자산 감소(증가)	-9.9	0.8	-22.0	-12.4	-13.9
매입채무 증가(감소)	0.0	0.5	17.3	12.8	14.3
기타자산, 부채변동	-6.3	-10.1	-2.6	1.0	1.0
투자활동 현금	**-90.7**	**-55.8**	**-98.3**	**-28.3**	**-31.6**
유형자산처분(취득)	-74.9	-25.0	-39.9	-19.4	-22.3
무형자산 감소(증가)	-0.1	0.0	-1.4	-1.5	-1.5
투자자산 감소(증가)	-18.0	-33.7	-48.2	-5.2	-5.4
기타투자활동	2.2	2.8	-8.8	-2.2	-2.3
재무활동 현금	**56.1**	**-4.9**	**23.8**	**-7.1**	**-7.1**
차입금의 증가(감소)	45.4	-0.6	32.2	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	7.8	-3.1	-7.2	-7.1	-7.1
배당금의 지급	4.6	4.7	7.2	7.1	7.1
기타재무활동	2.8	-1.2	-1.2	0.0	0.0
현금의 증가	**-1.3**	**8.5**	**-10.5**	**59.0**	**43.7**
기초현금	63.1	61.8	70.3	59.7	118.7
기말현금	61.8	70.3	59.7	118.7	162.3

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**400.8**	**482.3**	**562.2**	**645.9**	**744.7**
매출원가	162.9	191.4	221.9	254.5	293.4
매출총이익	**237.9**	**290.8**	**340.3**	**391.4**	**451.3**
판매비와 관리비	182.8	222.3	261.7	300.3	350.0
영업이익	**55.1**	**68.6**	**78.6**	**91.1**	**101.3**
(EBITDA)	64.2	82.2	94.6	108.4	119.0
금융손익	**3.4**	**3.2**	**5.3**	**3.8**	**4.0**
이자비용	0.4	0.6	0.1	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	-1.8	-0.8	0.3	0.2	0.2
기타영업외손익	6.4	4.6	0.2	1.0	1.0
세전계속사업이익	**63.1**	**75.6**	**84.4**	**96.1**	**106.5**
계속사업법인세비용	13.7	16.6	17.2	21.6	24.0
계속사업이익	49.4	59.1	67.2	74.5	82.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**49.4**	**59.1**	**67.2**	**74.5**	**82.5**
지배주주	46.9	56.3	64.1	70.8	78.4
총포괄이익	**49.6**	**59.1**	**67.2**	**74.5**	**82.5**
매출총이익률 (%)	59.4	60.3	60.5	60.6	60.6
영업이익률 (%)	13.8	14.2	14.0	14.1	13.6
EBITDA마진률 (%)	16.0	17.0	16.8	16.8	16.0
당기순이익률 (%)	12.3	12.2	12.0	11.5	11.1
ROA (%)	11.0	11.0	10.6	10.1	10.0
ROE (%)	16.3	16.7	16.3	15.5	14.9
ROIC (%)	20.4	19.7	19.9	20.4	21.7

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	11.0	14.1	20.3	18.4	16.6
P/B	1.7	2.2	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	7.0	8.5	12.8	10.6	9.2
P/CF	19.6	14.1	13.4	14.2	13.0
배당수익률 (%)	4.5	4.5	2.7	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	13.0	20.3	16.6	14.9	15.3
영업이익	10.1	24.4	14.6	15.9	11.2
세전이익	19.5	19.8	11.6	13.8	10.8
당기순이익	21.0	19.5	13.8	10.8	10.8
EPS	18.6	19.9	13.6	10.5	10.8
안정성(%)					
부채비율	44.8	41.2	48.1	44.6	41.6
유동비율	325.3	308.2	307.5	329.6	348.8
순차입금/자기자본	-19.3	-24.5	-20.8	-30.6	-35.0
영업이익/금융비용	133.4	110.8	524.8	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	55.3	60.3	91.6	91.6	91.6
순차입금 (십억원)	-63.9	-94.5	-92.7	-156.7	-205.6
주당지표(원)					
EPS	1,057	1,268	1,441	1,593	1,764
BPS	7,023	8,142	9,460	10,971	12,662
CFPS	1,494	2,084	2,185	2,061	2,250
DPS	520	800	800	160	160

자료: 동국제약, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Stock Data

KOSDAQ(09/15)	899.5pt
시가총액	13,027억원
발행주식수	44,460천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	32,192/12,452원
90일 일평균거래대금	59억원
외국인 지분율	29.5%
배당수익률(20.12E)	2.7%
BPS(20.12E)	9,460원

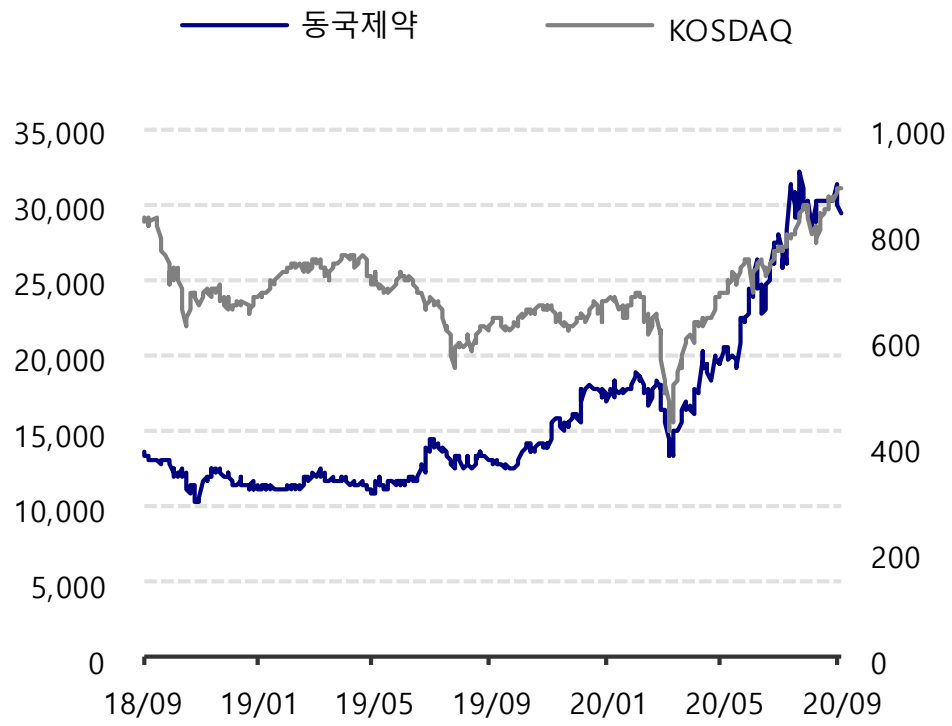
주가수익률

(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	-3.1	-3.7	78.7	123.1
상대수익률	-5.6	-11.5	7.0	80.4

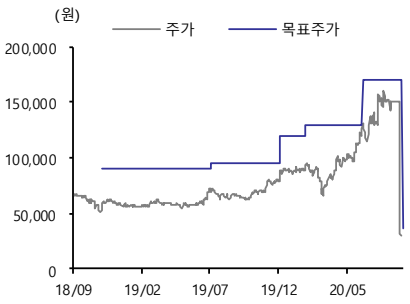
주주구성

권기범 (외 7인)	47.3%
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY (외 7인)	10.0%
박종훈 (외 28인)	6.7%

Stock Price



동국제약 목표주가 추이(액면분할)



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2019. 08 19	매수(유지)	95,000원	1 년	-31.7	-28.4
2019. 10 17	매수(유지)	95,000원	1 년	-22.0	-13.7
2019. 12 19	매수(유지)	120,000원(상향)	1 년	-26.2	-23.3
2020. 02 13	매수(유지)	130,000원(상향)	1 년	-28.8	-2.3
2020. 06 18 (1/5 액면분할)	매수(유지)	170,000원(상향)	1 년	-16.5	-5.4
2020. 09 17	매수(유지)	36,000원(상향)	1 년		

-28.4

Compliance Notice

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

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	51.1%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	1.9	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	47.0	
		합계		100.0%	