

2024. 1. 9



Company Analysis | Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

\_hsjeong@ebestsec.co.kr

**Buy** (유지)

목표주가 (상향)	23,000 원
현재주가	17,920 원
상승여력	28.3 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (1/8)	879.34 pt
시가총액	7,967 억원
발행주식수	44,460 천주
52 주 최고가/최저가	17,920 / 13,070 원
90 일평균거래대금	38.35 억원
외국인 지분율	15.8%
배당수익률(23.12E)	1.0%
BPS(23.12E)	12,091 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 19.9%
	6 개월 34.0%
	12 개월 9.4%
주주구성	권기범 (외 8인) 45.8%
	FIDELITY 5.6%

Stock Price



# 동국제약 (086450)

## 영업이익 회복에 대한 방향성이 맞다

### OP Margin 회복 흐름 뚜렷

동국제약의 OP Margin은 2Q23 6.9% → 3Q23 8.0% → 4Q23E 10.4% 수준으로 빠르게 회복될 것으로 보인다. 이는 지난 2~3분기 마데카프라임 광고비 집행에 따른 매출기여가 4분기에 나타나고 있기 때문이다. 이에 연간 기준으로 영업이익률 2023년E 9.0% → 2024년E 10.0% 수준으로 회복되며, 올해에는 영업이익 고성장이 가능할 것으로 전망한다.

### 4Q23 Preview: 성장흐름 이어갈 듯

동사의 4Q23 예상 실적은 매출액 1,830억원(+10.0% yoy), 영업이익 190억원(+8.9% yoy, OPM 10.4%)을 전망한다. OTC, ETC, 헬스케어 전 사업부문에서 YoY 성장이 진행되고 있는 것으로 파악된다. 특히, 지난 2~3분기 마케팅 비용의 영향으로 부진했던 이익에서 점진적으로 회복되고 있다는 점이 중요하다.

### 마데카프라임 고성장 효과

동사의 마데카프라임은 2023년 연초 이후 1H23 50억원 규모 → 2H23 160~180억원 규모로 2023년 210~230억원 매출액을 기록한 것으로 파악된다. 2024년에는 유통 채널 & 제품 라인업을 확대하여 400~500억원 규모를 기대하고 있다. 이는 동사의 헬스케어 사업에서 화장품 외에 뷰티 디바이스라는 아이템 다각화에 의미가 있으며, 외형이 확대되면 고정비성 비용 비중 절감으로 수익성이 점진적으로 개선될 것으로 보인다.

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 23,000원으로 상향

동사의 투자 의견 매수를 유지하며, 목표주가는 20,000원 → 23,000원으로 상향한다. 이는 기대치 이상의 4Q23 실적기대감, 영업이익이 2023년을 저점으로 2024년~2025년 CAGR 15~20% 수준의 성장흐름이 진행될 것으로 전망하기 때문이다. 목표주가는 RIM Valuation을 통해 산출하였다.

### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	594.2	661.6	726.1	801.4	881.1
영업이익	63.2	72.7	65.4	80.3	90.5
순이익(지배주주)	52.9	54.8	54.1	62.4	70.5
EPS (원)	1,129	1,187	1,189	1,360	1,537
증감률 (%)	-10.0	5.1	0.2	14.4	13.0
PER (x)	19.3	14.0	15.1	13.2	11.7
PBR (x)	2.2	1.5	1.5	1.4	1.2
영업이익률 (%)	10.6	11.0	9.0	10.0	10.3
EBITDA 마진 (%)	13.6	13.9	12.3	13.4	13.6
ROE (%)	11.6	11.1	10.1	10.6	10.9

주: IFRS 연결 기준

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

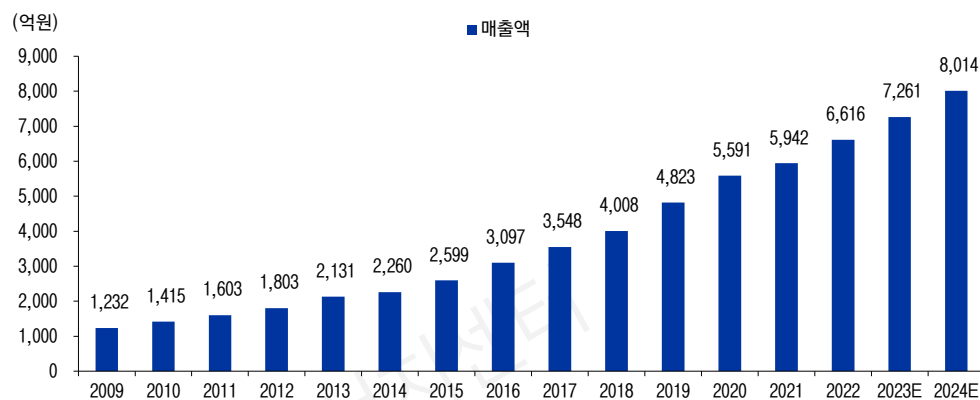
표1 연간실적 전망

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	4,823	5,591	5,942	6,616	7,261	8,014	8,811	9,660
YoY	20.3%	15.9%	6.3%	11.4%	9.7%	10.4%	10.0%	9.6%
일반의약품(OTC)	1,210	1,355	1,187	1,340	1,461	1,507	1,553	1,598
전문의약품(ETC)	1,081	1,249	1,459	1,683	1,858	2,008	2,168	2,336
헬스케어(화장품 포함)	1,337	1,651	1,790	1,981	2,297	2,680	3,103	3,569
동국생명과학(자회사)	825	897	969	1,052	1,167	1,327	1,492	1,658
해외사업(수출)	351	405	488	527	475	481	486	490
기타 및 연결조정	19	32	49	33	3	10	10	10
YoY								
일반의약품(OTC)	10.1%	12.0%	-12.4%	12.9%	9.0%	3.2%	3.0%	2.9%
전문의약품(ETC)	14.9%	15.6%	16.8%	15.3%	10.4%	8.1%	7.9%	7.8%
헬스케어(화장품 포함)	30.9%	23.5%	8.4%	10.7%	15.9%	16.6%	15.8%	15.0%
동국생명과학(자회사)	1.3%	8.8%	8.0%	8.5%	11.0%	13.7%	12.4%	11.1%
해외사업(수출)	22.5%	15.4%	20.4%	8.1%	-9.9%	1.3%	1.0%	0.8%
% of Sales								
일반의약품(OTC)	25.1%	24.2%	20.0%	20.3%	20.1%	18.8%	17.6%	16.5%
전문의약품(ETC)	22.4%	22.3%	24.6%	25.4%	25.6%	25.1%	24.6%	24.2%
헬스케어(화장품 포함)	27.7%	29.5%	30.1%	29.9%	31.6%	33.4%	35.2%	36.9%
동국생명과학(자회사)	17.1%	16.1%	16.3%	15.9%	16.1%	16.6%	16.9%	17.2%
해외사업(수출)	7.3%	7.2%	8.2%	8.0%	6.5%	6.0%	5.5%	5.1%
영업이익	686	847	632	727	654	803	905	1,042
% of sales	14.2%	15.2%	10.6%	11.0%	9.0%	10.0%	10.3%	10.8%
% YoY	24.4%	23.5%	-25.4%	14.9%	-10.0%	22.8%	12.7%	15.2%

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

그림1 동국제약 매출액 추이



자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

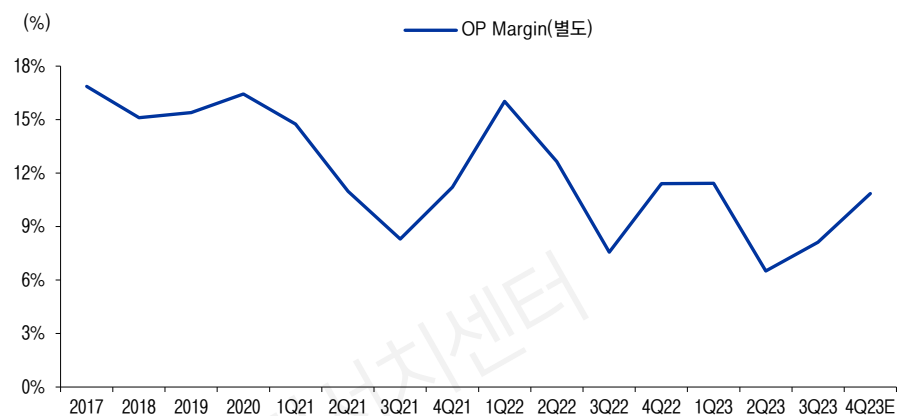
표2 분기실적 전망

(억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	1,808	1,859	1,764	1,830	1,986	2,050	1,958	2,021
YoY	9.1%	9.4%	10.5%	10.0%	9.8%	10.3%	11.0%	10.4%
일반의약품(OTC)	359	369	365	367	375	383	375	375
전문의약품(ETC)	449	474	465	470	490	512	503	504
헬스케어(화장품 포함)	537	597	577	587	616	691	680	693
동국생명과학(자회사)	305	298	285	279	345	339	327	317
해외사업(수출)	156	121	70	127	158	123	71	129
기타 및 연결조정	1	0	2	-	1	2	3	4
YoY								
일반의약품(OTC)	16.2%	9.3%	5.2%	6.1%	4.5%	3.7%	2.6%	2.0%
전문의약품(ETC)	8.5%	12.9%	12.4%	7.9%	9.0%	8.1%	8.0%	7.3%
헬스케어(화장품 포함)	5.5%	16.6%	23.3%	19.1%	14.6%	15.8%	17.9%	18.1%
동국생명과학(자회사)	15.2%	11.1%	9.9%	7.6%	13.2%	13.7%	14.7%	13.4%
해외사업(수출)	9.5%	-21.2%	-33.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%
% of Sales								
일반의약품(OTC)	19.9%	19.9%	20.7%	20.1%	18.9%	18.7%	19.1%	18.5%
전문의약품(ETC)	24.8%	25.5%	26.4%	25.7%	24.7%	25.0%	25.7%	24.9%
헬스케어(화장품 포함)	29.7%	32.1%	32.7%	32.1%	31.0%	33.7%	34.7%	34.3%
동국생명과학(자회사)	16.9%	16.0%	16.1%	15.2%	17.4%	16.5%	16.7%	15.7%
해외사업(수출)	8.6%	6.5%	4.0%	7.0%	8.0%	6.0%	3.6%	6.4%
영업이익	193	129	142	190	193	199	202	207
% of sales	10.7%	6.9%	8.0%	10.4%	9.7%	9.7%	10.3%	10.3%
% YoY	-17.5%	-35.3%	19.7%	8.9%	0.2%	54.5%	42.6%	9.3%

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

그림2 동국제약 분기 OPM 추이: 2Q23 을 저점으로 회복 중



자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

표3 RIM Valuation

(억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Total Shareholder's Equity	5,019	4,882	4,794	4,686	4,633	4,670	
Total Shareholder's Equity (Year average)	4,783	4,951	4,838	4,740	4,659	4,651	
Net Income	529	530	606	685	791	932	
Dividend	80	80	80	80	80	80	
Payout ratio %	15.2%	15.2%	13.3%	11.8%	10.2%	8.6%	
FROE (Forecasted ROE)	11.1%	10.7%	12.5%	14.5%	17.0%	20.0%	
무위험수익률	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
E(Rm-Rf) 리스크프리미엄	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
베타	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	
COE (Cost of Equity)	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	
ROE Spread (FROE-COE)	2.4%	2.1%	3.9%	5.8%	8.3%	11.4%	
Residual Income	115	102	188	275	388	530	530
PVIF (including Mid-year adj. Factor)		100%	92%	85%	78%	72%	66%
추정잔여이익의 현재가치		102	173	233	303	380	
계속가치 (2028년 이후)							6,128
<b>Continuing Value Calculation</b>							
RI 증가율 (1 -normalized RI)	0.0%						
RI 계속성장률 g (%)	0.0%						
COE	8.6%						
추정RI 현재가치	1,190						
계속가치 현재가치	4,048						
Beginning Shareholder's Equity	5,019						
Equity Value for Residual Income	10,258						
<b>Appraised company value</b>							
발행주식수 (천주)	44,460						
자기주식수 (천주)	350						
추정주당가치 (원)	23,255						
현재주당가격 (원)	17,800						
Potential (%)	30.6%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 동국제약 (086450)

### 재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	420.2	385.3	399.7	416.2	436.4
현금 및 현금성자산	85.4	73.7	78.3	65.4	54.4
매출채권 및 기타채권	138.0	151.4	158.8	175.3	192.7
재고자산	102.6	120.2	122.2	134.9	148.3
기타유동자산	94.2	40.0	40.3	40.6	40.9
비유동자산	329.8	383.0	424.6	472.4	524.4
관계기업투자등	70.3	86.8	95.2	105.1	115.5
유형자산	234.9	263.4	290.1	320.8	354.5
무형자산	6.9	10.9	15.1	19.9	25.1
<b>자산총계</b>	<b>750.1</b>	<b>768.3</b>	<b>824.3</b>	<b>888.7</b>	<b>960.8</b>
유동부채	242.6	198.5	209.7	221.7	234.5
매입채무 및 기타채무	110.9	108.9	120.6	133.1	146.4
단기금융부채	114.5	69.5	68.8	68.1	67.4
기타유동부채	17.2	20.1	20.3	20.5	20.7
비유동부채	25.8	38.7	38.5	38.4	38.2
장기금융부채	13.7	27.4	27.2	26.9	26.6
기타비유동부채	12.1	11.3	11.4	11.4	11.5
<b>부채총계</b>	<b>268.4</b>	<b>237.3</b>	<b>248.3</b>	<b>260.1</b>	<b>272.7</b>
지배주주지분	454.6	501.9	546.9	599.5	659.0
자본금	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6
자본잉여금	14.5	14.4	14.4	14.4	14.4
이익잉여금	419.8	467.2	512.1	564.7	624.2
비지배주주지분(연결)	27.1	29.1	29.1	29.1	29.1
<b>자본총계</b>	<b>481.6</b>	<b>531.1</b>	<b>576.0</b>	<b>628.6</b>	<b>688.1</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	44.7	40.9	76.2	67.2	76.8
당기순이익(손실)	52.9	54.8	54.1	62.4	70.5
비현금수익비용가감	34.0	37.7	19.6	21.2	23.7
유형자산감가상각비	17.2	19.1	24.1	26.6	29.4
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
기타현금수익비용	16.6	18.5	-6.9	-7.8	-8.2
영업활동 자산부채변동	-22.3	-39.8	2.4	-16.4	-17.4
매출채권 감소(증가)	2.5	-13.3	-7.4	-16.5	-17.4
재고자산 감소(증가)	-24.7	-18.0	-2.1	-12.7	-13.4
매입채무 증가(감소)	12.5	0.8	11.7	12.5	13.2
기타자산, 부채변동	-12.6	-9.3	0.2	0.2	0.2
투자활동 현금	-43.5	-12.4	-62.8	-71.3	-78.1
유형자산처분(취득)	-51.0	-47.1	-50.8	-57.4	-63.1
무형자산 감소(증가)	1.3	-4.1	-4.4	-4.9	-5.4
투자자산 감소(증가)	4.2	31.3	-7.6	-9.0	-9.6
기타투자활동	1.9	7.5	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	29.7	-39.8	-8.7	-8.7	-9.6
차입금의 증가(감소)	39.2	-32.4	-0.7	-0.7	-0.7
자본의 증가(감소)	-8.0	-8.0	-8.1	-8.1	-8.9
배당금의 지급	8.0	8.0	-8.1	-8.1	-8.9
기타재무활동	-1.4	0.7	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>30.9</b>	<b>-11.8</b>	<b>4.6</b>	<b>-12.9</b>	<b>-11.0</b>
기초현금	54.5	85.4	73.7	78.3	65.4
기말현금	85.4	73.7	78.3	65.4	54.4

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주 IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	594.2	661.6	726.1	801.4	881.1
매출원가	243.9	281.8	318.3	344.9	384.5
매출총이익	350.3	379.8	407.8	456.4	496.6
판매비 및 관리비	287.0	307.2	342.4	376.2	406.1
영업이익	63.2	72.7	65.4	80.3	90.5
(EBITDA)	80.6	91.8	89.6	107.1	120.1
금융손익	2.2	-0.7	-4.0	-3.9	-3.7
이자비용	2.9	4.3	6.1	6.0	6.0
관계기업등 투자손익	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
기타영업외손익	3.3	-4.4	3.8	1.7	1.8
세전계속사업이익	69.8	68.6	66.3	79.2	89.7
계속사업법인세비용	16.8	13.9	12.1	16.8	19.2
계속사업이익	52.9	54.8	54.1	62.4	70.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	52.9	54.8	54.1	62.4	70.5
지배주주	50.3	52.9	53.0	60.6	68.5
총포괄이익	52.9	54.8	54.1	62.4	70.5
매출총이익률 (%)	58.9	57.4	56.2	57.0	56.4
영업이익률 (%)	10.6	11.0	9.0	10.0	10.3
EBITDA 마진률 (%)	13.6	13.9	12.3	13.4	13.6
당기순이익률 (%)	8.9	8.3	7.5	7.8	8.0
ROA (%)	7.1	7.0	6.7	7.1	7.4
ROE (%)	11.6	11.1	10.1	10.6	10.9
ROIC (%)	14.1	14.4	11.8	12.8	12.9

### 주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	19.3	14.0	15.1	13.2	11.7
P/B	2.2	1.5	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	11.5	8.0	8.8	7.4	6.7
P/CF	11.3	8.1	11.0	9.7	8.6
배당수익률 (%)	0.8	1.1	1.0	1.1	1.2
성장성 (%)					
매출액	6.3	11.4	9.7	10.4	10.0
영업이익	-25.4	14.9	-10.0	22.8	12.7
세전이익	-12.8	-1.6	-3.4	19.5	13.2
당기순이익	-8.6	3.5	-1.1	15.3	13.0
EPS	-10.0	5.1	0.2	14.4	13.0
안정성 (%)					
부채비율	55.7	44.7	43.1	41.4	39.6
유동비율	173.2	194.1	190.6	187.7	186.1
순차입금/자기자본(x)	-8.7	-1.2	-2.1	-0.1	1.3
영업이익/금융비용(x)	21.9	16.8	10.8	13.3	15.1
총차입금 (십억원)	128.2	97.0	96.0	95.0	94.1
순차입금 (십억원)	-42.0	-6.4	-12.3	-0.7	9.1
주당지표 (원)					
EPS	1,129	1,187	1,189	1,360	1,537
BPS	10,050	11,097	12,091	13,253	14,570
CFPS	1,921	2,043	1,630	1,849	2,082
DPS	180	180	180	200	220

동국제약

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

35,000

30,000

25,000

20,000

15,000

10,000

5,000

0

22/01

22/07

23/01

23/07

24/01

2019.07.11

신규

정홍식

2022.04.26

Buy

30,000

-25.0

-35.6

2022.10.19

Buy

22,000

-19.8

-28.0

2023.07.11

Buy

20,000

-10.4

-25.0

2024.01.09

Buy

23,000

### Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기 존 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	8.4%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023. 1. 1 ~ 2023. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)