



동국제약

| Bloomberg Code (086450 KS) | Reuters Code (086450.KQ)

2024년 1월 26일

[제약/바이오]

은근히 실속있는 편

정재원 선임연구원

☎ 02-3772-1542

✉ jaewonjeong@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (1월 25일)
17,800 원



목표주가
25,000 원 (상향)



상승여력
40.4%

- ◆ 컨센서스 부합하는 4분기 실적 전망
- ◆ 뷰티 디바이스 마데카프라임 성장 기대
- ◆ 수익성 개선을 눈여겨볼 2024년. 목표주가 상향



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	791.4십억원
발행주식수	44.5백만주
유동주식수	23.6백만주(53.0%)
52 주 최고가/최저가	18,650원/13,070원
일평균 거래량 (60 일)	231,643 주
일평균 거래액 (60 일)	3,814백만원
외국인 지분율	15.88%

주요주주

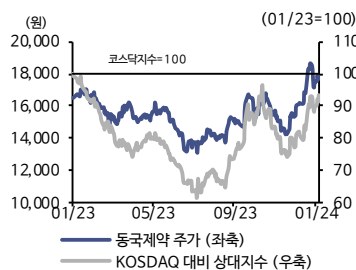
권기범 외 7 인	45.77%
박중훈 외 27 인	6.74%

절대수익률

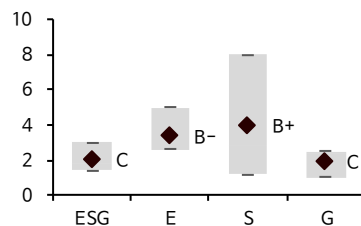
3개월	12.4%
6개월	33.5%
12개월	6.6%

KOSDAQ 대비 상대수익률

3개월	5.2%
6개월	52.4%
12개월	-5.2%

주가**ESG 컨센서스**

(점수 및 등급)

**4Q23 Pre: 컨센서스에 부합하는 실적 전망**

동국제약의 연결 기준 4분기 매출 및 영업이익을 각각 1,830억원(+9.9% YoY, 이하 YoY 생략), 195억원(+11.8%, OPM 10.6%)으로 추정한다. 컨센서스에 부합하는 실적이다. OTC 및 헬스케어 신제품 출시에 따른 판관비 증가로 수익성이 한자릿수를 기록한 이전 분기 대비 두자릿수대의 수익성을 기록할 수 있을 것으로 전망한다.

2024년 동국제약의 연간 매출 및 영업이익은 8,025억원(+10.5%), 972억원(+47.6%, OPM 12.1%)으로 전망한다. OTC, ETC 등 기존 사업부의 견고한 성장이 예상되며 판관비 이슈 발생 가능성은 낮다고 판단한다. 동사 제품들이 초기 마케팅으로 안정적으로 시장에 안착했으며 24년 출시 예정인 신규 제품이 대부분 제네릭인 것에 기인한다.

홈뷰 산업 성장에 따른 마데카프라임 수혜 기대

집에서 직접 피부를 관리하는 홈뷰 산업이 빠르게 성장하고 있다. 현재 국내 가정용 뷰티기기 시장규모는 약 1.6조원이다. 중저가형 뷰티 디바이스가 시장에 출시되면서 소비자들의 접근성을 크게 높였다.

동사의 마데카프라임 역시 작년 5월 출시한 중저가형 뷰티디바이스로 출시 이후 빠르게 매출이 성장하고 있는 상황이다. 2023년 마데카프라임의 매출은 200억원을 소폭 상회하는 수준으로 예측한다. 2024년은 작년 대비 2배 이상의 성장을 뷰티 디바이스만으로 기록할 수 있을 것으로 전망한다. 이는 산업의 성장 국면 속에서 뷰티디바이스 신규 라인업 추가에 따른 효과에 기인한다.

외형 성장+수익성 개선의 두 마리 토끼를 다 잡는 2024년

동국제약의 목표주가를 25,000원으로 상향한다. 당사가 추정한 동사 영업가치는 1조 1,312억원이다. 2024년 지배순이익 753억원에 타겟 멀티플 15배를 적용해 산출했다.

안정적인 외형 성장의 기초에서 얼마나 수익성을 개선시키는지가 중요한 한 해가 될 것이다. 또한 작년 임상 3상을 성공한 전립선치료제 파이프라인 DKF-313도 연내 허가에 대한 기대감이 살아있어 중소형 제약사이지만 실적과 R&D 모멘텀이 모두 있어 긍정적인 상황이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	594.2	63.2	50.3	1,110	10,050	19.6	11.8	2.2	11.6	(8.9)
2022	661.6	72.7	52.9	1,166	11,097	14.2	8.2	1.5	11.1	(1.9)
2023F	726.1	65.9	52.6	1,163	12,086	13.9	7.7	1.3	10.0	(7.2)
2024F	802.5	97.2	75.3	1,665	13,575	10.6	6.0	1.3	13.0	(15.9)
2025F	894.3	126.8	82.8	1,830	15,230	9.6	4.5	1.2	12.7	(23.6)

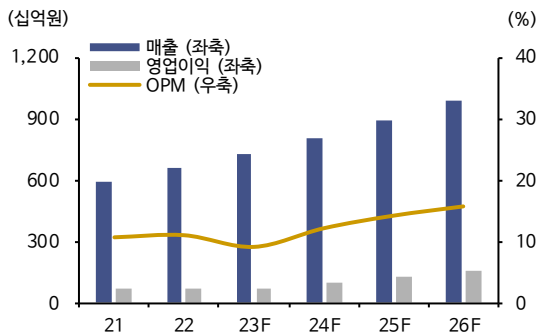
자료: 회사 자료, 신한투자증권

동국제약 4Q23F 실적 전망

(십억원, %)	4Q23F	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consensus	vs Consen.
매출액	183.0	166.4	9.9	176.4	3.7	183.2	(0.1)
영업이익	19.5	17.4	11.8	14.2	37.2	19.1	2.0
세전이익	18.5	12.8	44.9	15.1	23.0	18.4	0.8
(지배주주)순이익	14.5	9.4	54.8	12.1	19.5	16.1	(9.9)
영업이익률	10.6	10.5		8.0		10.4	
순이익률	7.9	5.6		6.9		8.8	

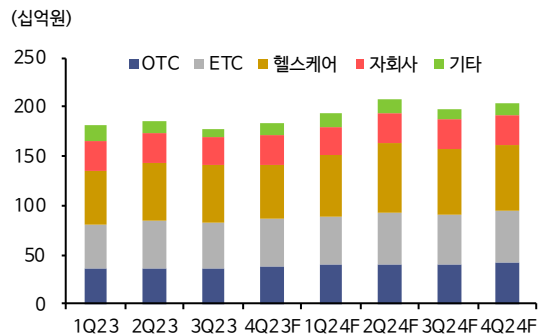
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연도별 실적 추이 및 전망



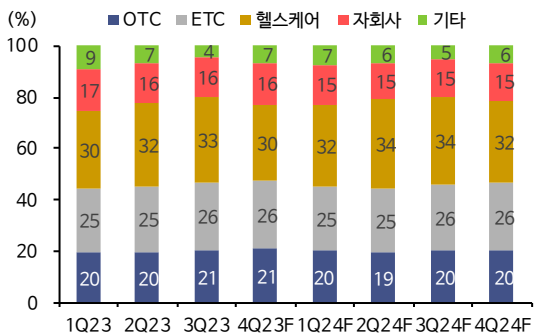
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망



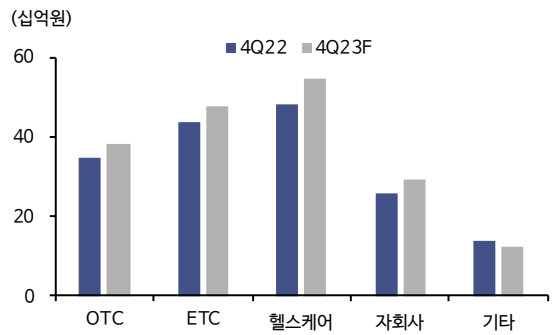
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

사업부별 매출 비교 (4Q22 vs 4Q23F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

동국제약 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	23F	24F	25F
매출액	180.8	185.9	176.4	183.0	194.5	207.0	197.0	204.1	726.1	802.5	894.3
YoY	9.1	9.4	10.5	9.9	7.6	11.4	11.6	11.5	9.7	10.5	11.4
OTC	35.9	36.9	36.5	38.5	39.3	40.1	39.3	41.2	147.9	159.9	170.8
ETC	44.9	47.4	46.5	48.0	48.3	52.6	51.5	53.9	186.8	206.3	226.9
헬스케어	53.7	59.7	57.7	54.8	62.8	70.8	66.5	65.7	225.9	265.7	320.5
화장품	37.7	42.4	34.7	37.6	42.3	48.7	45.0	42.2	152.4	178.2	219.9
동국생명과학	30.5	29.8	28.5	29.5	29.7	30.5	29.5	30.2	118.3	119.9	122.9
기타 및 연결조정	15.7	12.1	7.3	12.2	14.5	13.0	10.1	13.0	47.2	50.7	53.2
매출총이익	101.6	104.2	100.0	102.9	109.5	116.1	110.4	115.0	408.7	451.0	506.6
YoY	6.0	6.4	8.2	9.9	7.7	11.4	10.4	11.7	12.3	14.2	14.2
GPM	56.2	56.1	56.7	56.3	56.3	56.1	56.1	56.4	56.3	56.2	56.6
영업이익	19.3	12.9	14.2	19.5	23.4	22.3	21.6	29.9	65.9	97.2	126.8
YoY	(17.5)	(35.3)	19.7	11.8	21.1	73.0	52.3	53.5	(9.3)	47.6	30.4
OPM	10.7	6.9	8.0	10.6	12.0	10.8	11.0	14.7	9.1	12.1	14.2
세전이익	20.5	11.8	15.1	18.5	23.4	22.0	21.5	29.6	65.8	96.5	107.2
YoY	(10.0)	(37.4)	5.4	44.9	14.3	87.1	42.8	59.4	(4.1)	46.6	11.1
당기순이익	16.1	10.3	12.5	14.6	18.4	17.6	16.6	23.1	53.5	75.7	84.0
YoY	2.0	(36.4)	4.3	35.0	14.1	71.5	32.8	58.2	(2.3)	41.5	11.0
(지배)순이익	16.0	9.9	12.1	14.5	18.3	17.5	16.5	23.0	52.6	75.3	82.8
YoY	2.1	(37.9)	2.7	54.8	14.1	76.0	36.0	58.6	(0.5)	43.1	9.9
NPM	8.9	5.3	6.9	7.9	9.4	8.5	8.4	11.3	7.2	9.4	9.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

동국제약 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 동국제약 기업가치(A*B)	1,131.2	국내 주요 제약사 평균
A. 동국제약 24F 순이익	75.3	
B. Target PER	15.0	
2. 보통주주식수	43,962	자사주 제외
3. 적정주가 산출	25,000	2024년 1월 25일 종가
4. 현재 주가	17,800	
5. 상승여력	40.4%	

자료: Quantwise, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	750.1	768.3	848.6	936.1	1,012.9
유동자산	420.2	385.3	464.7	561.5	648.6
현금및현금성자산	85.4	73.7	123.1	184.3	228.7
매출채권	123.9	134.1	147.1	162.6	181.2
재고자산	102.6	120.2	131.9	145.7	162.4
비유동자산	329.8	383.0	383.9	374.6	364.4
유형자산	234.9	263.4	262.7	251.7	239.3
무형자산	6.9	10.9	10.7	10.6	10.4
투자자산	77.4	93.9	95.5	97.5	99.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	268.4	237.3	272.0	291.7	292.4
유동부채	242.6	198.5	222.1	230.6	234.7
단기차입금	82.2	37.0	37.0	27.0	19.0
매입채무	29.2	33.4	36.7	40.5	45.2
유동성장기부채	2.0	2.0	10.0	10.0	0.0
비유동부채	25.8	38.7	49.8	61.1	57.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	13.7	27.4	37.4	47.4	42.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	481.6	531.1	576.6	644.4	720.5
자본금	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6
자본잉여금	14.5	14.4	14.4	14.4	14.4
기타자본	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
기타포괄이익누계액	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
이익잉여금	419.8	467.2	511.9	579.3	654.1
지배주주지분	454.5	502.0	546.6	614.0	688.8
비지배주주지분	27.1	29.1	30.0	30.4	31.7
*충차입금	128.2	97.0	118.0	121.5	102.8
*순차입금(순현금)	(43.0)	(10.3)	(41.6)	(102.7)	(170.0)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	44.7	40.9	72.1	86.3	86.4
당기순이익	52.9	54.8	53.5	75.7	84.0
유형자산상각비	17.2	19.1	25.6	21.0	17.5
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외화환산손실(이익)	(0.4)	0.4	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(1.0)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(1.0)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(22.3)	(39.8)	(13.3)	(15.9)	(19.1)
(법인세납부)	(20.0)	(11.7)	(12.4)	(20.8)	(23.1)
기타	19.2	19.7	19.2	26.8	27.6
투자활동으로인한현금흐름	(43.5)	(12.4)	(32.1)	(16.7)	(11.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(51.0)	(47.2)	(30.0)	(25.0)	(20.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	5.0	15.0	15.0
무형자산의감소(증가)	1.3	(4.1)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(33.7)	(21.9)	(1.6)	(1.9)	(2.3)
기타	39.9	60.8	(5.5)	(4.8)	(4.4)
FCF	(0.8)	2.3	33.9	54.2	75.0
재무활동으로인한현금흐름	29.7	(39.8)	8.9	(9.0)	(31.0)
차입금의 증가(감소)	42.3	(30.2)	21.0	3.5	(18.8)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(8.0)	(8.0)	(8.1)	(7.9)	(7.9)
기타	(4.6)	(1.6)	(4.0)	(4.6)	(4.3)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.6	0.6	0.6
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.1	(0.5)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	30.9	(11.8)	49.4	61.2	44.4
기초현금	54.5	85.4	73.7	123.1	184.3
기말현금	85.4	73.7	123.1	184.3	228.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	594.2	661.6	726.1	802.5	894.3
증감률 (%)	6.3	11.4	9.7	10.5	11.4
매출원가	243.9	281.8	317.3	351.5	387.7
매출총이익	350.3	379.8	408.7	451.0	506.6
매출총이익률 (%)	58.9	57.4	56.3	56.2	56.6
판매관리비	287.0	307.2	342.9	353.8	379.8
영업이익	63.2	72.7	65.9	97.2	126.8
증감률 (%)	(25.4)	14.9	(9.3)	47.6	30.4
영업이익률 (%)	10.6	11.0	9.1	12.1	14.2
영업외손익	6.5	(4.0)	(0.0)	(0.7)	(19.6)
금융손익	6.7	(4.9)	0.6	(0.1)	(16.5)
기타영업외손익	(1.2)	(0.3)	(1.4)	(1.5)	(4.0)
중소 및 관계기업관련손익	1.0	1.1	0.7	0.9	0.9
세전계속사업이익	69.8	68.6	65.8	96.5	107.2
법인세비용	16.8	13.9	12.4	20.8	23.1
계속사업이익	52.9	54.8	53.5	75.7	84.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	52.9	54.8	53.5	75.7	84.0
증감률 (%)	(8.6)	3.5	(2.3)	41.5	11.0
순이익률 (%)	8.9	8.3	7.4	9.4	9.4
(지배주주)당기순이익	50.3	52.9	52.6	75.3	82.8
(비지배주주)당기순이익	2.6	1.9	0.9	0.4	1.3
총포괄이익	53.9	57.3	53.5	75.7	84.0
(지배주주)총포괄이익	51.2	55.3	52.6	75.3	82.8
(비지배주주)총포괄이익	2.6	2.0	0.9	0.4	1.3
EBITDA	80.6	91.8	91.6	118.4	144.4
증감률 (%)	(19.3)	14.0	(0.2)	29.2	21.9
EBITDA 이익률 (%)	13.6	13.9	12.6	14.8	16.1

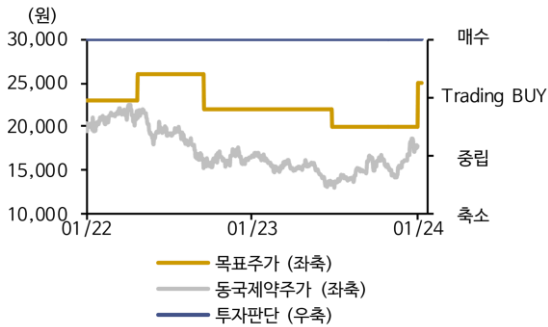
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	1,167	1,208	1,182	1,674	1,858
EPS (지배순이익, 원)	1,110	1,166	1,163	1,665	1,830
BPS (자본총계, 원)	10,649	11,741	12,749	14,248	15,930
BPS (지배지분, 원)	10,050	11,097	12,086	13,575	15,230
DPS (원)	180	180	180	180	180
PER (당기순이익, 배)	18.7	13.7	13.7	10.5	9.5
PER (지배순이익, 배)	19.6	14.2	13.9	10.6	9.6
PBR (자본총계, 배)	2.0	1.4	1.3	1.2	1.1
PBR (지배지분, 배)	2.2	1.5	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA (배)	11.8	8.2	7.7	6.0	4.5
배당성향 (%)	16.0	15.2	15.0	10.5	9.6
배당수익률 (%)	0.8	1.1	1.1	1.0	1.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	13.6	13.9	12.6	14.8	16.1
영업이익률 (%)	10.6	11.0	9.1	12.1	14.2
순이익률 (%)	8.9	8.3	7.4	9.4	9.4
ROA (%)	7.5	7.2	6.6	8.5	8.6
ROE (지배순이익, %)	11.6	11.1	10.0	13.0	12.7
ROIC (%)	14.6	14.2	12.3	17.1	21.8
안정성					
부채비율 (%)	55.7	44.7	47.2	45.3	40.6
순차입금비율 (%)	(8.9)	(1.9)	(7.2)	(15.9)	(23.6)
현금비율 (%)	35.2	37.1	55.4	80.0	97.5
이자보상배율 (배)	21.9	16.8	16.0	21.2	29.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.8	4.6	4.4	4.4	4.4
재고자산회수기간 (일)	55.8	61.4	63.3	63.1	62.9
매출채권회수기간 (일)	75.7	71.2	70.7	70.4	70.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

동국제약(086450)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 11월 19일	매수	23,000	(8.1)	(2.0)
2022년 05월 19일	매수	26,000	(26.5)	(15.4)
2022년 10월 12일	매수	22,000	(26.5)	(19.8)
2023년 04월 13일		6개월경과	(31.9)	(26.3)
2023년 07월 21일	매수	20,000	(23.4)	(6.8)
2024년 01월 22일		6개월경과	(11.4)	(10.5)
2024년 01월 26일	매수	25,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 정재원)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 25일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.33%	중립 (중립)	2.05%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------