

경동제약(011040/KQ)

성장성 둔화, 그러나 고배당은 매력적이다

중립(하향)

T.P 23,000 원(하향)

Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

경동제약의 1 분기 매출액은 2.9% 감소한 366 억원, 영업이익은 7.5% 감소한 72 억원이다. 2015년부터 시작된 외형 저성장 기조에서 벗어나지 못하고 있다. 주력 제품의 매출정체가 지속되고 의약품원료 수출이 감소한 영향이 크다. 다만 연간 600 원의 고배당 매력은 여전한 상태이다. 영업실적 성장정체를 반영하여 투자의견 중립, 목표주가 23,000 원으로 하향 조정하지만 배당주로서의 매력은 감안해야한다.

1 분기 매출 2.9% 감소, 영업이익 7.5% 감소

1 분기 경동제약의 매출액은 2.9% 감소한 366 억원, 영업이익은 7.5% 감소한 72 억원이다. 매출액과 영업이익 모두 감소하여 영업실적이 부진했다.

판관비 증가로 영업이익률 하락

경동제약은 수익성이 좋지만 성장성은 낮은 제약사로 평가 받아 왔다. 수출증가 등에 힘입어 2013~2014년 동안 매출 성장률이 비교적 높았으나 2015년부터 주력 제품 성장이 정체되면서 성장률이 떨어졌다. **의약품원료 수출도 감소하면서 전체 매출 감소에 일조**하고 있다. 이를 타개하기 위해서 2015년부터 OTC 사업을 시작했다. OTC 매출은 점진적으로 증가하는 반면에 전사 판관비율(2015.1Q 39.9% → 2016.1Q 43.1%)이 증가하여 영업이익이 감소한 것이다. **대표 OTC 제품은 여성생리 통 치료제 “그날에”이다.**

R&D 비용이 상대적으로 적은 상태

연간 R&D 비용이 경쟁사대비 상대적으로 적은데 2014년 48 억원, 2015년 52 억원에 불과했다. 금년 1 분기에는 9 억원으로 전년동기대비 8.0% 감소했다. 경쟁사들의 연평균 R&D 비용은 150~200 억원에 달한다. 따라서 상업성 있는 신제품을 순발력 있게 출시하는데 불리한 상황이며, 이는 성장성 둔화의 요인이 될 수도 있다.

고배당은 매력, 투자의견 중립, 목표주가 23,000 원으로 하향

단, 외형 저성장에도 불구하고 영업이익률이 15%대이므로 수익성은 좋은 상황이다. 특히 970 억원의 순현금자산을 보유하고 있으며, 연간 배당금이 600 원이다. 현재기준 주가배당률이 3.1%여서 배당투자매력은 있다. 실적부진을 반영하여 투자의견을 중립으로 하향하고, 목표주가도 23,000 원으로 하향 조정한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	1,331	1,533	1,519	1,551	1,628	1,711
yoY	%	6.7	15.2	-0.9	21	4.9	5.1
영업이익	억원	300	354	260	244	256	269
yoY	%	19.2	17.8	-26.5	-64	4.9	5.1
EBITDA	억원	341	396	314	306	316	322
세전이익	억원	310	337	209	244	258	274
순이익(지배주주)	억원	189	245	141	171	181	193
영업이익률%	%	22.6	23.1	17.1	15.7	15.7	15.7
EBITDA%	%	25.6	25.9	20.7	19.7	19.4	18.8
순이익률	%	13.9	15.9	8.7	11.0	11.1	11.2
EPS	원	1,420	1,847	1,065	1,289	1,363	1,450
PER	배	9.5	13.3	18.4	14.9	14.1	13.3
PBR	배	1.1	1.7	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	배	3.4	6.9	7.0	6.7	6.1	5.4
ROE	%	11.7	13.6	7.2	8.2	8.2	8.3
순차입금	억원	-630	-527	-441	-541	-660	-833
부채비율	%	18.6	19.6	14.2	14.3	14.9	15.5

경동제약 주가 밸류에이션		(단위: 억원)
2016년 추정 순이익		171
적정PER(배)		16.0
기업가치		2,738
발행주식수(주)		13,275,000
자사주(주)		1,365,873
유통주식수(주)		11,909,127
적정주가(원)		22,992

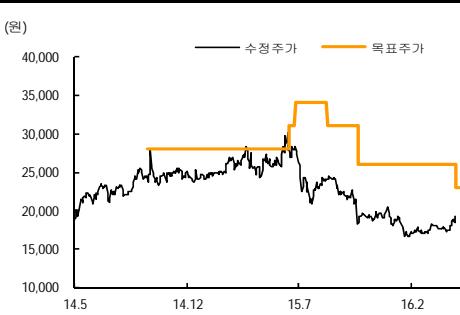
자료 SK 증권

분기별 요약 영업실적

(억원)	2015				2016E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	377	359	393	390	366	368	404	413
영업이익	78	83	56	43	72	59	64	49
세전이익	78	84	2	45	75	59	64	45
순이익	54	49	3	35	52	41	46	32
YoY (%)								
매출액	0.1	-5.3	5.1	-3.2	-2.9	2.6	2.8	5.9
영업이익	-16.4	-6.7	-43.6	-40.2	-7.5	-29.0	14.4	12.0
세전이익	-17.9	6.3	-98.2	-30.6	-32	-29.9	3561.6	-0.1
순이익	-23.5	-4.3	적전	-28.5	-1.5	-18.5	흑전	-7.4

자료 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.05.24	중립	23,000원
	2015.11.17	매수	26,000원
	2015.10.05	매수	31,000원
	2015.09.21	매수	31,000원
	2015.07.20	매수	34,000원
	2015.07.10	매수	31,000원
	2015.04.15	매수	28,000원
	2015.03.06	매수	28,000원
	2014.11.28	매수	28,000원
	2014.10.14	매수	28,000원
	2014.08.28	Not Rated	
	2014.07.08	Not Rated	
	2014.06.02	Not Rated	

(원)


수정 주가 목표주가

Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 5월 24일 기준)

매수	96.58%	중립	3.42%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,027	856	962	1,101	1,295
현금및현금성자산	190	181	334	453	626
매출채권및기타채권	182	132	134	141	148
재고자산	266	231	236	248	261
비유동자산	1,249	1,478	1,482	1,476	1,427
장기금융자산	238	419	437	437	437
유형자산	684	738	720	710	657
무형자산	37	41	45	49	52
자산총계	2,277	2,334	2,444	2,576	2,721
유동부채	320	205	207	215	225
단기금융부채	33	34	32	32	32
매입채무 및 기타채무	148	67	68	72	76
단기충당부채	8	10	11	11	12
비유동부채	52	85	99	119	139
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	372	290	306	335	364
지배주주지분	1,903	2,051	2,146	2,251	2,367
자본금	136	136	136	136	136
자본잉여금	76	83	83	83	83
기타자본구성요소	-216	-201	-201	-201	-201
자기주식	-214	-200	-200	-200	-200
이익잉여금	1,832	1,908	2,007	2,118	2,239
비지배주주지분	2	-7	-8	-9	-10
자본총계	1,904	2,044	2,138	2,242	2,357
부채와자본총계	2,277	2,334	2,444	2,576	2,721

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	231	183	161	228	229
당기순이익(손실)	243	133	170	180	192
비현금성항목등	154	208	149	136	130
유형자산감가상각비	42	53	62	60	53
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	27	95	23	14	14
운전자본감소(증가)	-70	-47	-100	-10	-10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-31	16	-4	-7	-7
재고자산감소(증가)	-13	35	-5	-12	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	31	-66	-21	3	4
기타	-57	-32	-70	5	6
법인세납부	-96	-112	-58	-78	-83
투자활동현금흐름	-198	-133	-5	-37	17
금융자산감소(증가)	-4	-42	31	0	0
유형자산감소(증가)	-211	-107	-50	-50	0
무형자산감소(증가)	-6	-4	-4	-4	-4
기타	22	20	18	17	21
재무활동현금흐름	-64	-59	-3	-72	-72
단기금융부채증가(감소)	-3	1	-2	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-71	-59	-71	-71	-71
기타	10	-1	-1	-1	-1
현금의 증가(감소)	-30	-9	153	119	173
기초현금	220	190	181	334	453
기밀현금	190	181	334	453	626
FCF	53	91	176	175	226

자료 : 경동제약 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,533	1,519	1,551	1,628	1,711
매출원가	626	613	625	656	689
매출총이익	907	906	926	972	1,021
매출총이익률 (%)	59.2	59.7	59.7	59.7	59.7
판매비와관리비	553	646	683	716	753
영업이익	354	260	244	256	269
영업이익률 (%)	23.1	17.1	15.7	15.7	15.7
비영업순익	-16	-52	0	2	6
순금융비용	-15	-14	-13	-16	-19
외환관련손익	1	1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-6	0	0	0	0
세전계속사업이익	337	209	244	258	274
세전계속사업이익률 (%)	22.0	13.7	15.7	15.8	16.0
계속사업법인세	94	76	73	78	83
계속사업이익	243	133	170	180	192
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	243	133	170	180	192
순이익률 (%)	15.9	8.7	11.0	11.1	11.2
지배주주	245	141	171	181	193
지배주주가속 순이익률 (%)	16	9.3	11.03	11.12	11.25
비지배주주	-2	-9	-1	-1	-1
총포괄이익	277	177	165	175	186
지배주주	279	186	166	176	187
비지배주주	-2	-9	-1	-1	-1
EBITDA	396	314	306	316	322

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	15.2	-0.9	2.1	4.9	5.1
영업이익	17.8	-26.5	-6.4	4.9	5.1
세전계속사업이익	8.8	-38.2	16.8	5.8	6.4
EBITDA	16.3	-20.8	-2.5	3.2	2.0
EPS(계속사업)	30.1	-42.4	21.1	5.7	6.4
수익성 (%)					
ROE	13.6	7.2	8.2	8.2	8.3
ROA	11.4	5.8	7.1	7.2	7.2
EBITDA/이자비용(배)	25.9	20.7	19.7	19.4	18.8
안정성 (%)					
유동비율	321.0	417.6	465.3	511.0	576.1
부채비율	19.6	14.2	14.3	14.9	15.5
순자금/자기자본	-27.7	-21.6	-25.3	-29.5	-35.4
EBITDA/이자비용(배)	277.3	249.5	239.9	261.9	267.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,847	1,065	1,289	1,363	1,450
BPS	14,333	15,453	16,164	16,954	17,831
CFPS	2,167	1,468	1,760	1,816	1,852
주당 현금배당금	600	600	600	600	600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	152	28.4	15.9	15.1	14.2
PER(최저)	6.9	17.2	12.9	12.2	11.5
PBR(최고)	2.0	2.0	1.3	1.2	1.2
PBR(최저)	0.9	1.2	1.0	1.0	0.9
PCR	11.3	13.4	10.9	10.6	10.4
EV/EBITDA(최고)	8.1	11.5	7.2	6.6	6.0
EV/EBITDA(최저)	3.0	6.4	5.5	5.0	4.3