

동국제약(086450/KQ)

영업실적 개선 속도대비 주가는 저평가 수준

매수(유지)

T.P 80,000 원(유지)

Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

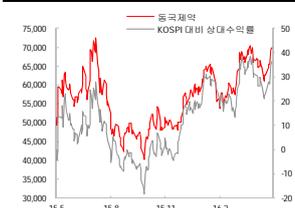
Company Data

자본금	222 억원
발행주식수	889 만주
자사주	17 만주
액면가	2,500 원
시가총액	6,162 억원
주요주주	
권기범(외)	46.51%
트라스톤자산운용	8.10%
외국인지분률	17.80%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(16/05/16)	69,300 원
KOSDAQ	704.37 pt
52주 Beta	1.31
52주 최고가	72,500 원
52주 최저가	40,150 원
60일 평균 거래대금	27 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.0%	-2.5%
6개월	43.3%	36.4%
12개월	38.6%	36.2%

동국제약의 1분기 영업실적은 매출액이 27.9% 성장한 699 억원, 영업이익이 68.6% 증가한 100 억원이다. 주력 의약품이 성장한 부분도 있지만 화장품 매출이 크게 증가한 결과로 평가한다. 헬스케어(화장품) 판매비용과 관련이 있는 지급수수료(판관비)의 증가폭으로 볼 때 화장품 매출도 크게 증가한 것으로 유추해 볼 수 있다. 영업실적 개선 속도대비 동사의 주가는 저평가된 것으로 판단한다.

1분기 매출액 27.9%, 영업이익 68.6% 증가

동국제약의 1분기 매출액은 전년동기대비 27.9% 성장한 699 억원, 영업이익이 68.6% 증가한 100 억원이다. 매출액 증가율이 타 중소형 제약사보다 월등히 높은 원인은 주력 의약품 매출 증가요인도 있지만 헬스케어(주로 화장품) 매출증가가 크게 기여한 것으로 추정한다. 의약품보다 영업이익률이 높은 화장품부문 매출이 대폭 증가하면서 전사적인 수익성도 크게 개선되는 모습이다.

지급수수료로 보면 화장품 매출도 크게 증가한 것으로 추정

동사는 작년 2분기부터 마데카솔 성분(식물에서 추출)의 화장품(센텔리안 24) 사업을 성공적으로 안착시키면서 영업실적이 뚜렷하게 개선되고 있다. 최근에는 유통채널을 홈쇼핑 중심에서 오프라인으로 확장하고 있어 매출증가가 지속될 것으로 전망한다. 그러나 분기보고서상에서 매출내역 표시(공시)를 제형 중심으로 하고 있다. 외부에서 구체적으로 제품별 매출변화를 알 수 없는 상황이다. 따라서 제품별(사업별) 매출액은 어디까지나 추정에 의존해야 하는 어려움이 있다. 당리서치는 동사의 판관비 중에서 지급수수료가 홈쇼핑 지급비용과 관련이 높을 것으로 보고 매출액을 유추해 보았다. 지급수수료는 작년 1분기까지 20 억원 내외에 머물고 있었으나 작년 2분기 38 억원, 3분기 48 억원, 4분기 56 억원으로 증가했다. 헬스케어(화장품) 매출액은 작년 2분기 10~20 억원, 3분기 60 억원, 4분기 70~80 억원으로 추정한다. 금년 1분기에 지급수수료가 68 억원으로 증가했기 때문에 헬스케어(화장품) 매출액은 90~100 억원으로 추정해 볼 수 있다. 물론 이러한 수치는 실제 매출액과 크게 차이가 날 수도 있는 어디까지나 추정치이다. 어쨌든 지급수수료의 증가가 지속되고 있어 헬스케어(화장품) 매출액도 증가하고 있는 것으로 추정한다. (뒷페이지 그래프 참고)

현재 주가 저평가

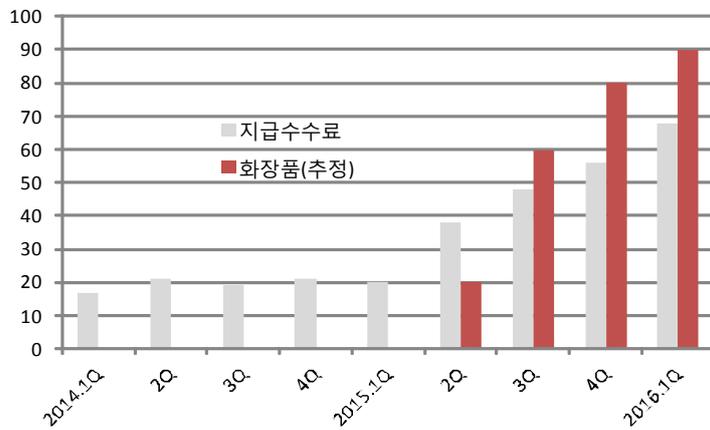
동사의 높은 외형성장과 수익성 개선 속도로 볼 때 PER 17.6 배 수준의 현재 주가는 크게 저평가된 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	2,131	2,260	2,599	3,013	3,245	3,498
yoy	%	18.2	6.1	15.0	15.9	7.7	7.8
영업이익	억원	245	266	336	422	454	490
yoy	%	-9.4	8.3	26.6	25.5	7.7	7.8
EBITDA	억원	297	309	393	479	503	531
세전이익	억원	259	284	368	459	477	516
순이익(지배주주)	억원	168	211	274	353	367	398
영업이익률%	%	11.5	11.8	12.9	14.0	14.0	14.0
EBITDA%	%	13.9	13.7	15.1	15.9	15.5	15.2
순이익률	%	7.9	9.3	10.5	11.7	11.3	11.4
EPS	원	1,885	2,373	3,084	3,972	4,127	4,472
PER	배	18.5	14.5	19.0	17.6	17.0	15.7
PBR	배	1.9	1.7	2.6	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	배	9.5	8.7	11.9	11.4	10.3	9.1
ROE	%	10.8	12.5	14.6	16.4	14.9	14.2
순차입금	억원	-347	-448	-582	-823	-1,130	-1,452
부채비율	%	34.5	38.3	37.0	36.3	33.9	31.9

지급수수료 추이와 화장품 매출 추정

(단위 : 억원)



자료 : SK 증권

주 : 지급수수료를 기준으로 한 추정치. 2015 년 헬스케어(주로 화장품) 매출액도 추정치임

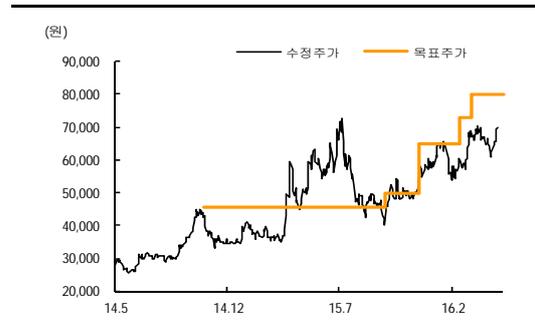
분기별 요약 영업실적 추이

12월결산	2015				2016E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	547	637	692	724	699	774	764	776
영업이익	59	61	105	111	100	103	109	110
세전이익	71	73	108	116	111	113	119	116
순이익	54	52	81	87	85	87	91	89
YoY (%)								
매출액	4.2	11.4	17.1	26.5	27.9	21.7	10.5	7.1
영업이익	-12.3	-2.8	35.7	91.8	68.6	67.5	4.3	-0.7
세전이익	-10.4	13.3	26.0	111.6	56.6	54.5	10.3	-0.4
순이익	-5.9	16.8	25.5	93.6	61.2	67.1	13.3	3.1

자료 SK 증권

주 연결기준

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.05.17	매수	80,000원
	2016.03.27	매수	80,000원
	2016.03.04	매수	73,000원
	2016.02.18	매수	65,000원
	2015.12.18	매수	65,000원
	2015.10.15	매수	50,000원
	2015.04.15	중립	45,500원
	2014.11.05	중립	45,500원



Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 기재된 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 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 5월 17일 기준)

매수	96.45%	중립	3.55%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,732	1,952	2,397	2,819	3,266
현금및현금성자산	264	370	611	918	1,240
매출채권및기타채권	881	948	1,099	1,183	1,276
재고자산	315	325	377	406	438
비유동자산	710	796	764	720	684
장기금융자산	80	123	123	123	123
유형자산	534	569	514	467	427
무형자산	50	53	55	57	59
자산총계	2,442	2,748	3,161	3,539	3,950
유동부채	528	588	671	717	768
단기금융부채	45	70	70	70	70
매입채무 및 기타채무	386	400	463	499	538
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	148	154	171	179	187
장기금융부채	16	15	15	15	15
장기매입채무 및 기타채무	8	10	10	10	10
장기충당부채	59	70	83	90	97
부채총계	676	742	841	896	955
지배주주지분	1,763	1,996	2,310	2,633	2,984
자본금	222	222	222	222	222
자본잉여금	133	133	133	133	133
기타자본구성요소	-30	-31	-31	-31	-31
자기주식	-30	-31	-31	-31	-31
이익잉여금	1,429	1,664	1,991	2,327	2,692
비지배주주지분	3	10	10	11	11
자본총계	1,766	2,006	2,320	2,643	2,995
부채외자본총계	2,442	2,748	3,161	3,539	3,950

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	227	271	264	331	344
당기순이익(손실)	210	272	353	367	398
비현금성항목등	142	180	126	136	133
유형자산감가상각비	42	55	56	47	40
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	28	35	-23	-5	-5
운전자본감소(증가)	-61	-102	-109	-63	-68
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-77	-72	-151	-85	-92
재고자산감소(증가)	3	-19	-52	-29	-32
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	60	14	64	36	39
기타	-46	-25	30	15	17
법인세납부	-63	-78	-105	-110	-119
투자활동현금흐름	-81	-173	6	10	14
금융자산감소(증가)	36	-94	0	0	0
유형자산감소(증가)	-135	-91	0	0	0
무형자산감소(증가)	1	-3	-3	-3	-3
기타	17	15	10	13	17
재무활동현금흐름	-13	7	-29	-33	-36
단기금융부채증가(감소)	12	21	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	13	3	0	0	0
자본의증가(감소)	-28	-1	0	0	0
배당금의 지급	-25	-26	-26	-31	-33
기타	15	12	-3	-3	-3
현금의 증가(감소)	130	106	241	307	322
기초현금	134	264	370	611	918
기말현금	264	370	611	918	1,240
FCF	114	196	269	332	347

자료 : 동국제약 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,260	2,599	3,013	3,245	3,498
매출원가	980	1,116	1,235	1,331	1,434
매출총이익	1,280	1,484	1,778	1,915	2,064
매출총이익률 (%)	56.6	57.1	59.0	59.0	59.0
판매비와관리비	1,014	1,147	1,356	1,460	1,574
영업이익	266	336	422	454	490
영업이익률 (%)	11.8	12.9	14.0	14.0	14.0
비영업손익	19	32	37	22	27
순금융비용	-8	-6	-7	-10	-15
외환관련손익	-2	8	7	7	7
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	284	368	459	477	516
세전계속사업이익률 (%)	12.6	14.2	15.2	14.7	14.8
계속사업법인세	74	96	105	110	119
계속사업이익	210	272	353	367	398
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	210	272	353	367	398
순이익률 (%)	9.3	10.5	11.7	11.3	11.4
지배주주	211	274	353	367	398
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.33	10.55	11.72	11.31	11.37
비지배주주	-1	-2	0	0	0
총포괄이익	196	259	340	354	385
지배주주	197	261	340	354	384
비지배주주	-1	-2	0	0	0
EBITDA	309	393	479	503	531

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	6.1	15.0	15.9	7.7	7.8
영업이익	8.3	26.6	25.5	7.7	7.8
세전계속사업이익	9.8	29.5	24.7	3.9	8.4
EBITDA	4.0	27.0	21.9	5.0	5.6
EPS(계속사업)	25.9	30.0	28.8	3.9	8.4
수익성 (%)					
ROE	12.5	14.6	16.4	14.9	14.2
ROA	9.1	10.5	12.0	11.0	10.6
EBITDA마진	13.7	15.1	15.9	15.5	15.2
안정성 (%)					
유동비율	328.1	331.7	357.4	393.1	425.5
부채비율	38.3	37.0	36.3	33.9	31.9
순차입금/자기자본	-25.4	-29.0	-35.5	-42.7	-48.5
EBITDA/이자비용(배)	172.8	173.7	182.4	191.5	202.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,373	3,084	3,972	4,127	4,472
BPS	19,828	22,449	25,973	29,606	33,554
CFPS	2,863	3,720	4,612	4,671	4,934
주당 현금배당금	300	300	350	380	400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.0	23.5	17.8	17.1	15.8
PER(최저)	10.8	11.1	13.5	13.0	12.0
PBR(최고)	2.3	3.2	2.7	2.4	2.1
PBR(최저)	1.3	1.5	2.1	1.8	1.6
PCR	12.0	15.8	15.2	15.0	14.2
EV/EBITDA(최고)	11.7	15.1	11.5	10.4	9.2
EV/EBITDA(최저)	6.1	6.4	8.4	7.4	6.4