기업분석 Company Report | 2026.02.23

동국제약 086450

Analyst 하태기 | 에스테틱/헬스케어 스몰캡
02-3779-3513, teagi.ha@sangsanginib.com

화장품 성장 잠재력을 다시 보자

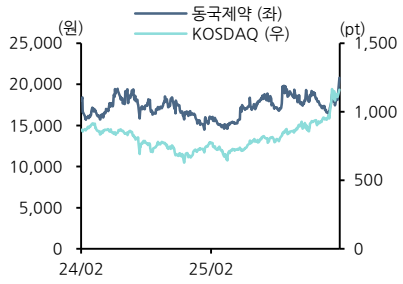
BUY 유지

목표주가 상향	30,000원
종가(26.02.20)	20,500원
상승여력	46.3%

Stock Data

KOSDAQ(02/20)	1,154.0pt
시가총액	9,272억원
액면가	500원
52주 최고가	20,800원
52주 최저가	14,590원
외국인지분율	16.8%
90일 일평균거래대금	45억원
주요주주지분율	
권기범 (외 8인)	45.0%
유동주식비율	54.6%

Stock Price



QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

2025년 영업실적 무난한 고성장

2025년 연결 매출액은 13.1% 증가한 9,186억원, 영업이익은 14.6% 증가한 922억원으로 전망된다. 2025년에도 헬스케어 부문이 전사 매출 성장을 이끌면서 제약업계로 보면 고성장한 것이고, 동국제약의 지난 성장률로 보면 무난한 성장을 나타낸 것으로 평가된다. 이러한 성장세는 2026년에도 이어질 전망이다.

화장품 수출이 성장의 분기점에 진입, 의미 부여할 수 있다

화장품 부문에서 성장률이 높아질 전망이다. 2025년 헬스케어 내 뷰티(화장품+미용의료기기) 부문 매출액은 17.0% 성장한 2,395억원, 헬스케어 사업 전체 매출은 14.8% 성장한 3,140억원으로 추정된다. 국내 부문에서 화장품 부문 매출이 성장하는 가운데, 수출 부문에서 성장률이 대폭 높아지고 있다. 2025년 초에는 수출 조직을 기존의 사업본부에서 글로벌 사업본부로 확대 개편한 바 있다.

헬스케어 수출(대부분 화장품)은 2024년까지 많지 않았다. 2025년 헬스케어 수출은 미국(아마존)과 일본(Qoo10) 향 중심으로 성장했고, 중국 등 기타 국가 향 수출도 가세했다. **수출은 대부분 온라인 중심이며, 2025년 연간 전년 대비 80% 중반 성장, 300억원에 근접한 것으로 추정**된다. 특히 최근 동사의 주요 화장품 브랜드가 아마존 화장품 부분별 세부 카테고리에서 상위에 진입하기도 했다.

2026년에도 북미, 일본, 그리고 중국향 온라인 마케팅을 강화하고, 글로벌 화장품 유통사와 B2B 오프라인 수출도 확대할 계획이다. 2026년에는 동사의 화장품 수출은 품질 경쟁 우위와 K-뷰티 인기 분위기를 바탕으로 100% 이상 성장할 수 있을 전망이다. 따라서 화장품을 포함한 헬스케어 매출이 2026년 전사 매출 성장을 견인할 것으로 전망된다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	731	67	47	1,052	15.4	8.3	1.3	9.0	1.1
2024	812	80	61	1,367	12.1	6.6	1.2	10.7	1.2
2025E	919	92	69	1,555	13.4	7.1	1.4	10.9	1.0
2026E	1,028	102	78	1,760	11.8	5.9	1.3	11.2	1.1
2027E	1,164	111	86	1,927	10.8	4.7	1.2	11.2	1.1

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권

수출 확대를 통한 기업가치 증가 기대

화장품 사업의 성장 잠재력 기준, 주가는 크게 저평가 상태

동국제약의 기업가치에 영향을 미치는 주요한 변수를 두 가지 측면에서 살펴볼 수 있다.

첫째, 제약사이기 때문에 기본적으로 제네릭 의약품 약가 인하 이슈가 불확실성 요인으로 작용하고 있다. 정부는 제네릭 의약품의 약가를 인하하는 정책을 추진 중이다. 제네릭 의약품 가격을 2026년 하반기부터 오리지널 대비 기존의 53.55%에서 40%대 수준으로 낮추고, 단계적으로 인하한다는 안이다. 따라서 국내 제네릭 의약품 매출비중이 높은 제약사의 실적 불확실성이 높아진 상황이다.

동국제약도 전체 매출에서 차지하는 전문 의약품 비중이 2025년 기준 23.9%로 추정된다. 제약사이긴 하지만 타 제약사보다는 전문의약품 매출 비중이 크게 낮은 수준이다. 동사의 전문의약품 중에서 제네릭 의약품 비중이 절대적이다. 헬스케어 중심으로 고성장 중이어서 시간이 지날수록 전문 의약품 매출 비중이 축소될 것으로 전망된다. **제네릭 의약품의 약가를 단계적으로 인하한다면 충분히 불확실성을 통제할 수 있을 것**이다.

둘째, 화장품 부문에서 K-뷰티의 성장 분위기와 함께 수출 증가 움직임이 나타나고 있다. 동사의 뷰티 부문을 포함한 헬스케어 사업 비중이 2025년 연간 기준 34.2%이며, 전사 매출 성장을 이끌고 있다. 2019년부터 2025년까지 6년간 뷰티 부문의 연평균 성장률(CAGR)은 15.03%이며, 한 번도 마이너스 성장을 한 해가 없다. 다만 그동안 수출보다는 내수 중심으로 성장해 왔다.

그러나 2025년을 기점으로 수출에서 의미 있는 변화가 나타나고 있다. K-뷰티의 분위기를 타고 있는 조짐이 나타나고 있다. **2025년 헬스케어 수출이 미국(아마존)과 일본(Qoo10) 향 등 온라인 중심으로 전년 대비 80% 중반 증가한 300억원 내외로 추정된다.** 수출의 대부분이 화장품이며, 현재 북미 아마존에서 동사의 대표 브랜드 센텔리안24가 주요 화장품 세부 부분별 카테고리에서 상위권에 올라와 있다. 틱톡샵에서도 높은 판매 순위와 조회수를 기록 중이다. 최근 수출확대를 위해 센텔리안24의 글로벌 앰배서더(모델)로 글로벌 K팝 스타를 발탁했다. 2026년에도 아마존과 Qoo10 등 미국, 일본 온라인 수출을 강화하고, 왕홍 등 인플루언서 대상 중국 온라인 마케팅도 강화할 예정이다. 여기에다 **글로벌 화장품 유통사와 B2B 오프라인 수출도 확대할 계획**이다. 동사의 화장품은 품질 경쟁력이 높다. 글로벌 마케팅만 잘 된다면 K-뷰티의 바람을 타고 수출이 크게 증가할 수 있을 것이다. **2026년에 동사의 화장품 수출은 품질 경쟁 우위를 바탕으로 100% 이상 성장할 수 있을 전망**이다. 이렇게 된다면 향후 화장품 수출비중이 크게 확대될 것이다.

현재 화장품 부문의 영업이익률이 타 사업부에 비해 낮다. 향후 규모의 경제 수준으로 수출 증가하면 마진이 개선될 수 있을 것이다. 또한 그리고 자회사를 통해 자체 생산 비중을 늘리면 원가율이 점차 하향 조정될 수 있을 것이다. 향후 몇년간 수출 증가를 통해서 동사의 기업가치가 대폭 증가할 것으로 전망된다.

주가 수준 레벨업 가능하다

주가는 큰 흐름에서는 장기 조정권에 있다고 할 수 있다. 2024년에 영업실적 개선에도 불구, 줄곧 하향 조정하여 2025년 2월에 1만 4천원 내외까지 하락했다. 이후에 주가는 등락을 거듭하다 실적 성장에 대한 기대감으로 2026년 2월 하순 현재 20,000원대까지 회복했다.

동국제약의 성장 잠재력에 비해 주가는 크게 저평가되어 있다. 2026년 추정 이익 기준으로 현재 PER은 11.8배 수준에 불과하다. 참고로 2026년 추정 실적 기준 대형 화장품사의 PER 컨센서스를 보면 아모레퍼시픽 31배, LG생활건강 35배이다.

다만 소액주주 입장에서 보면 주당 배당금이 200원으로 매우 낮아 계속 아쉬운 부분이다. 의약품과 화장품은 성숙 산업으로 볼 수 있다. 동사와 같이 영업에서 이익이 많이 나고 현금 보유 규모가 큰 기업들은 배당 성향을 대폭 상향 조정할 필요가 있어 보인다.

표 1: 동국제약 사업별 매출액 추이 (단위: 억원)

구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q	2Q	3Q	4QE	2025E	1QE	2QE	3QE	4QE	2026E
매출액	4,823	5,591	5,942	6,616	7,310	8,122	2,237	2,335	2,268	2,346	9,186	2,510	2,621	2,533	2,616	10,279
(매출액 증가율)		15.9%	6.3%	11.4%	22.7%	11.1%	13.7%	14.7%	12.9%	11.2%	13.1%	12.2%	12.3%	11.7%	11.5%	11.9%
헬스케어	1,357	1,608	1,789	1,981	2,331	2,736	790	787	742	821	3,140	932	944	890	986	3,753
(증감률)		18.5%	11.3%	10.7%	17.7%	17.4%	17.4%	12.4%	13.3%	16.0%	14.8%	18.0%	20.0%	20.0%	20.0%	19.5%
(뷰티사업부, 화장품+미용기기)	832	922	1,215	1,461	1,549	2,047	626	592	508	669	2,395	751	728	625	823	2,927
(뷰티 증감률)		10.8%	31.8%	20.2%	6.0%	32.1%	20.8%	20.0%	20.0%	25.0%	17.0%	20.0%	23.0%	23.0%	23.0%	22.2%
전문의약품	1,081	1,249	1,459	1,683	1,863	2,011	497	557	595	542	2,191	547	602	631	564	2,343
(증감률)			16.8%	15.4%	10.7%	7.9%	7.1%	9.2%	9.4%	10.0%	9.0%	10.0%	8.0%	6.0%	4.0%	6.9%
일반의약품	1,210	1,355	1,187	1,340	1,451	1,614	420	448	425	458	1,751	462	493	468	503	1,926
(증감률)		12.0%	-12.4%	12.9%	8.3%	11.2%	10.5%	8.7%	4.7%	10.0%	8.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
수출	351	405	488	527	466	354	108	100	81	97	386	118	109	88	105	420
(증감률)		15.4%	20.5%	8.0%	-11.6%	-24.0%	-10.7%	29.9%	26.6%	5.0%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
자회사(동국생명과학)	986	1,095	969	1,052	1,182	1,272	342	342	287	329	1,300	363	363	304	348	1,378
(증감률)		11.1%	-11.5%	8.6%	12.4%	7.6%	4.3%	5.9%	-7.7%	6.0%	2.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
기타	- 162	- 121	47	33	829	135	80	101	138	99	418	88	111	152	109	460
(증감률)		-25.4%	-138.8%	-28.7%	2375.5%	-83.7%	3538.0%	652.0%	379.7%	10.0%	210.7%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

자료: 동국제약, 상상인증권

표 2: 분기별 요약 영업실적

12월결산	2025				2026E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	2,237	2,335	2,268	2,346	2,510	2,621	2,533	2,616
영업이익	253	221	248	199	296	257	241	222
세전이익	227	233	288	215	312	269	252	237
순이익	180	181	223	186	249	215	202	190
YoY(%)								
매출액	13.7	14.7	12.9	11.2	12.2	12.3	11.7	11.5
영업이익	20.5	15.2	10.1	12.9	17.0	16.0	-3.0	11.5
세전이익	-9.6	33.1	8.2	38.9	37.2	15.7	-12.5	10.1
순이익	-10.1	40.8	5.1	125.2	38.7	19.3	-9.7	1.9

자료: 동국제약, 상상인증권

표 3: 주가 밸류에이션 (단위: 억원)

항목구분	추정수치	
2026년 추정이익	783	
PER(배)	17.5	헬스케어 사업 고성장 반영 프리미엄 부여
기업가치	13,708	
발행주식수㈜	45,230,420	
자기주식수㈜	-	
유통주식수㈜	45,230,420	
적정주가(원)	30,306	

자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**419.2**	**470.0**	**568.4**	**652.9**	**746.3**
현금 및 현금성자산	60.6	50.3	68.3	154.9	273.4
매출채권	178.9	202.6	241.2	215.0	243.8
재고자산	138.3	159.6	182.4	203.4	146.3
비유동자산	**420.3**	**483.2**	**490.1**	**497.6**	**509.1**
관계기업투자등	104.8	116.2	119.3	124.2	129.2
유형자산	272.7	299.5	307.0	307.3	311.5
무형자산	16.2	42.5	43.4	44.8	46.1
자산총계	**839.5**	**953.2**	**1,058.5**	**1,150.5**	**1,255.3**
유동부채	**231.2**	**232.7**	**267.2**	**289.6**	**318.3**
매입채무	129.3	151.3	184.0	205.2	232.7
단기금융부채	87.5	52.1	53.3	53.3	53.3
비유동부채	**32.2**	**41.5**	**30.9**	**31.2**	**31.5**
장기금융부채	20.2	29.5	20.8	20.8	20.8
부채총계	263.4	274.2	298.1	320.7	349.8
지배주주지분	**544.7**	**603.5**	**662.0**	**731.3**	**807.1**
자본금	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6
자본잉여금	16.9	24.8	23.1	23.1	23.1
이익잉여금	507.3	558.2	618.4	687.7	763.5
비지배주주지분	**31.5**	**75.5**	**98.4**	**98.4**	**98.4**
자본총계	**576.2**	**679.0**	**760.5**	**829.7**	**905.5**

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**731.0**	**812.2**	**918.6**	**1,027.9**	**1,163.6**
매출원가	320.2	364.3	423.2	471.3	541.1
매출총이익	410.8	447.9	495.4	556.6	622.5
판매비와 관리비	343.9	367.5	403.2	455.0	511.5
영업이익	**66.9**	**80.4**	**92.2**	**101.6**	**111.0**
EBITDA	88.0	108.9	123.4	132.9	142.6
금융손익	-0.7	3.7	2.9	6.6	7.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.4	0.6	3.3	-1.2	-0.8
세전계속사업이익	**60.8**	**84.7**	**98.3**	**107.0**	**117.2**
계속사업법인세비용	12.0	22.4	19.3	21.4	23.4
당기순이익	48.9	62.3	79.0	85.6	93.7
지배주주순이익	**47.2**	**61.2**	**69.2**	**78.3**	**85.8**
매출총이익률 (%)	56.2	55.1	53.9	54.1	53.5
영업이익률 (%)	9.1	9.9	10.0	9.9	9.5
EBITDA 마진률 (%)	12.0	13.4	13.4	12.9	12.3
세전이익률 (%)	8.3	10.4	10.7	10.4	10.1
지배주주순이익률 (%)	6.5	7.5	7.5	7.6	7.4
ROA (%)	5.9	6.8	6.9	7.1	7.1
ROE (%)	9.0	10.7	10.9	11.2	11.2
ROIC (%)	11.6	11.5	13.2	14.4	16.8

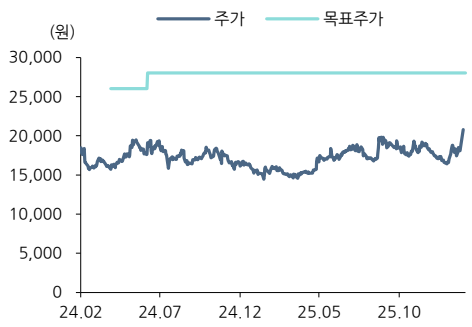
현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**41.8**	**76.1**	**73.5**	**137.2**	**174.4**
당기순이익(손실)	48.9	62.3	77.0	85.6	93.7
현금수익비용가감	44.7	49.7	59.2	24.3	23.9
유형자산감가상각비	21.0	27.7	29.9	30.5	30.7
무형자산상각비	0.1	0.8	1.3	0.8	0.8
기타현금수익비용	9.2	3.9	9.5	-7.0	-7.7
운전자본 증감	-35.2	-24.6	-40.1	27.3	56.7
매출채권의 감소(증가)	-27.6	-17.8	-40.6	26.2	-28.8
재고자산의 감소(증가)	-19.2	-17.3	-23.7	-21.0	57.1
매입채무의 증가(감소)	18.9	14.3	23.3	21.2	27.5
기타영업현금흐름	-7.2	-3.7	0.9	0.9	0.9
투자활동 현금흐름	**-52.4**	**-64.9**	**-54.3**	**-41.5**	**-45.9**
유형자산 처분(취득)	-30.4	-26.5	-22.6	-30.8	-34.9
무형자산 감소(증가)	-5.4	-3.9	-3.0	-2.2	-2.2
투자자산 감소(증가)	-20.3	-44.0	-32.0	-7.6	-8.0
기타투자활동	3.7	9.6	3.2	-0.8	-0.9
재무활동 현금흐름	**-2.3**	**-22.3**	**-1.2**	**-9.1**	**-10.0**
차입금의 증가(감소)	8.2	-11.1	-8.1	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-8.1	-8.3	9.3	-9.1	-10.0
배당금 지급	-8.1	-8.3	9.2	9.1	10.0
기타재무활동	-2.5	-2.8	-2.4	0.0	0.0
현금의 증감	**-13.1**	**-10.3**	**18.0**	**86.6**	**118.4**
기초현금	-73.7	-60.6	50.3	68.3	154.9
기말현금	60.6	50.3	68.3	154.9	273.4

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (배)					
P/E	15.4	12.1	13.4	11.8	10.8
P/B	1.3	1.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.3	6.6	7.1	5.9	4.7
P/S	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8
배당수익률 (%)	1.1	1.2	1.0	1.1	1.1
성장성 (%)					
매출액 증가율	10.5	11.1	13.1	11.9	13.2
영업이익 증가율	-9.6	20.3	14.6	10.2	9.2
세전이익 증가율	-11.4	39.3	16.0	8.8	9.5
지배주주순이익 증가율	-10.8	29.8	13.1	13.2	9.5
EPS 증가율	-11.3	29.9	13.8	13.2	9.5
안정성 (%)					
부채비율	45.7	40.4	39.2	38.7	38.6
유동비율	181.4	202.0	212.7	225.5	234.4
순차입금/자기자본	2.3	-2.4	-8.3	-18.4	-30.3
영업이익/금융비용	11.4	17.9	42.2	49.0	53.5
총차입금 (십억원)	107.7	81.5	74.1	74.1	74.1
순차입금 (십억원)	13.4	-16.1	-63.3	-152.7	-274.1
주당지표 (원)					
EPS	1,052	1,367	1,555	1,760	1,927
BPS	12,043	13,342	14,637	16,168	17,844
SPS	16,162	17,956	20,309	22,726	25,726
DPS	180	200	200	220	220

동국제약 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-05-20	Buy	28,000	1년	-35.9	-25.7
2025-06-10	Buy	28,000	1년	-35.7	-25.7
2026-02-23	Buy	30,000	1년		

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

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	84.6%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	15.4%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.5%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		