



기업분석 | Mid Small-Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy(maintain)

목표주가	26,000 원
현재주가	21,100 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI (4/28)	3,181.47pt
시가총액	3,925 억원
발행주식수	18,600 천주
52 주 최고가/최저가	21,100 / 13,500 원
90 일 일평균거래대금	46.16 억원
외국인 지분율	12.4%
배당수익률(21.12E)	1.4%
BPS(21.12E)	17,079 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 11.0%
	6 개월 10.4%
	12 개월 -19.0%
주주구성	이광식 외 2 인 21.9%
	자사주 외 1 인 17.9%
	국민연금공단 외 1 인 6.1%

Stock Price



환인제약 (016580)

1Q21 Review: 영업이익 +66.8% YoY

1Q21 Review: 어닝 서프라이즈

동사의 1Q21 실적은 매출액 452억원(+7.6% yoy), 영업이익 121억원(+66.8% yoy), 순이익 99억원(+54.6% yoy)으로 매출액 영업이익 순이익 모두 분기 최대실적을 기록하였다. 중요한 점은 영업이익 100억원 이상을 기록하였고, OP Margin이 26.7% 수준으로 역사적 최고 수익성이다. 이는 당사의 기존 추정치 대비 Sales +2.1%, OP +52.0% 상회한 것이다.

영업이익이 급증한 이유는 도입 상품의 자사 제네릭 전환: 산도스 상품(항우울제 4종)에 판매 계약이 2020년 12월 종료되어 2021년 1월 이후 항우울제 품목을 자사 제네릭으로 전환하는 과정에서 수익성 개선 + 항우울제 부문 매출 증가가 진행된 것으로 파악된다. 참고로 2020년 기준 산도스 항우울제 판매금액은 220억원 규모(매출비중 13%)이며, 1Q21에는 초기 공급물량에 대한 일회성 이익이 일부 반영되었을 가능성이 있고, 2Q21 이후의 OP Margin은 과거 수준으로 회귀할 것으로 보인다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 26,000원으로 상향

환인제약에 대해 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 24,000원 → 26,000원으로 상향한다. 이는 1Q21 기대치 이상의 실적과 2021년 영업이익 추정치 상향을 고려한 것이다. 목표주가는 RIM Valuation(기존 가정치 동일: Cost of Equity 7.0%, Sustainable Growth 0%, 보수적 관점)을 통해 산출하였으며, Target P/E 13.9배(12MF EPS 기준)는 1)기존 Target P/E와 동일하고, 2)과거 7년 평균 수준이며, 3)EPS growth 16.1%(2019년 ~ 2022년 CAGR)을 고려하면 무리가 없다는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	159.2	171.7	184.1	196.5	208.2
영업이익	26.2	28.4	33.4	35.0	37.4
세전계속사업손익	28.2	31.1	36.2	37.8	40.3
순이익(지배주주)	18.7	23.4	27.9	29.3	31.3
EPS (원)	1,225	1,532	1,829	1,917	2,052
증감률 (%)	-13.1	25.1	19.4	4.8	7.0
PER (x)	12.6	10.9	11.5	11.0	10.3
PBR (x)	1.0	1.0	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	5.9	6.0	7.3	7.6	6.6
영업이익률 (%)	16.4	16.6	18.2	17.8	18.0
EBITDA 마진 (%)	18.9	18.9	20.6	20.5	21.5
ROE (%)	7.0	8.2	9.1	8.9	8.8
부채비율 (%)	11.1	11.1	9.4	8.9	8.4

주: IFRS 연결 기준

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터

1Q21 Review

표1 1Q21 Review: 분기 최대 실적

(단위: 억원)	1Q21	1Q20	YoY	4Q20	QoQ	기존추정치	오차
매출액	452	420	7.6%	442	2.3%	443	2.1%
영업이익	121	72	66.8%	72	68.0%	79	52.0%
순이익	99	64	54.6%	47	113.7%	66	49.6%
OPM	26.7%	17.2%		16.3%		17.9%	
NPM	22.0%	15.3%		10.5%		15.0%	

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망(사업부문별 실적은 아직 공시되지 않은 당사 추정치, 매출액 & 영업이익은 발표치)

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21(P)	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	420	421	433	442	452	448	465	475
YoY	7.0%	4.0%	6.3%	14.5%	7.6%	6.4%	7.4%	7.5%
정신신경용제	342	350	362	366	377	373	390	394
순환계용약	25	26	26	27	27	28	29	29
소화성궤양용제	9	13	11	7	9	13	10	7
골다공증	11	10	10	13	11	10	11	13
해열소염진통제	10	9	10	13	10	10	11	14
기타	24	14	13	17	18	15	14	18
YoY								
정신신경용제	10.4%	7.6%	9.9%	8.7%	10.3%	6.6%	7.7%	7.5%
순환계용약	5.7%	12.5%	12.4%	22.2%	7.7%	8.5%	10.0%	9.0%
소화성궤양용제	-53.9%	-37.9%	-44.7%	196.9%	-3.6%	-0.6%	-3.1%	5.3%
골다공증	-8.6%	-14.8%	-8.7%	7.8%	1.6%	2.6%	3.8%	3.8%
해열소염진통제	-3.4%	1.9%	-2.4%	27.2%	6.0%	7.3%	7.3%	8.1%
기타	32.4%	-11.8%	1.1%	460.0%	-23.8%	5.3%	5.5%	6.7%
% of Sales								
정신신경용제	81.3%	83.0%	83.6%	82.8%	83.3%	83.2%	83.8%	82.9%
순환계용약	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	6.0%	6.2%	6.3%	6.1%
소화성궤양용제	2.2%	3.1%	2.5%	1.5%	1.9%	2.9%	2.2%	1.5%
골다공증	2.6%	2.3%	2.4%	2.9%	2.4%	2.2%	2.3%	2.8%
해열소염진통제	2.3%	2.2%	2.4%	2.9%	2.2%	2.2%	2.4%	2.9%
기타	5.7%	3.3%	3.1%	3.8%	4.1%	3.3%	3.0%	3.8%
영업이익	72	56	84	72	121	68	83	63
% of sales	17.2%	13.4%	19.3%	16.3%	26.7%	15.1%	17.8%	13.3%
% YoY	-19.9%	-15.2%	30.8%	75.5%	66.8%	20.2%	-1.0%	-12.0%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준, 사업부문별 실적은 아직 공시되지 않은 당사 추정치

표3 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,836	1,956	1,841	1,965	0.3%	0.5%
영업이익	310	327	334	350	7.8%	7.0%
순이익	261	276	279	293	7.2%	6.2%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

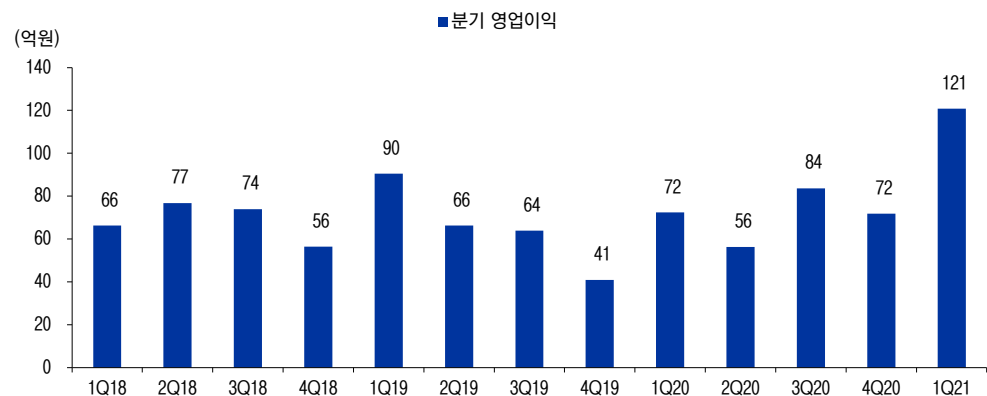
표4 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,454	1,414	1,480	1,547	1,592	1,717	1,841	1,965
YoY	20.4%	-2.8%	4.7%	4.5%	2.9%	7.9%	7.2%	6.8%
정신신경용제	927	1,015	1,154	1,213	1,301	1,419	1,533	1,653
순환계용약	90	95	104	97	92	104	113	118
소화성궤양용제	84	85	91	89	63	40	39	39
골다공증	42	44	53	52	47	44	45	45
해열소염진통제	34	36	36	41	39	42	45	46
기타	277	139	42	54	50	68	65	64
YoY								
정신신경용제	7.7%	9.5%	13.7%	5.2%	7.2%	9.1%	8.0%	7.9%
순환계용약	9.7%	4.7%	9.7%	-6.7%	-4.8%	13.0%	8.8%	4.0%
소화성궤양용제	6.7%	1.2%	7.0%	-1.8%	-30.0%	-36.6%	-1.0%	-1.2%
골다공증	19.6%	7.1%	20.1%	-3.1%	-9.7%	-6.0%	3.0%	0.4%
해열소염진통제	1.8%	3.7%	1.0%	12.8%	-3.1%	5.8%	7.3%	2.4%
기타	137.3%	-49.9%	-70.1%	31.0%	-8.1%	36.1%	-4.6%	-1.6%
% of Sales								
정신신경용제	63.7%	71.8%	78.0%	78.5%	81.7%	82.7%	83.3%	84.1%
순환계용약	6.2%	6.7%	7.0%	6.3%	5.8%	6.1%	6.2%	6.0%
소화성궤양용제	5.8%	6.0%	6.2%	5.8%	3.9%	2.3%	2.1%	2.0%
골다공증	2.9%	3.1%	3.6%	3.3%	2.9%	2.6%	2.5%	2.3%
해열소염진통제	2.4%	2.5%	2.4%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%
기타	19.0%	9.8%	2.8%	3.5%	3.1%	4.0%	3.5%	3.3%
영업이익	254	216	297	273	262	284	334	350
% of sales	17.5%	15.3%	20.0%	17.7%	16.4%	16.6%	18.2%	17.8%
% YoY	5.9%	-14.9%	37.1%	-7.8%	-4.3%	8.6%	17.7%	4.6%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

그림1 환인제약 분기별 영업이익 추이: 1Q21 어닝 서프라이즈



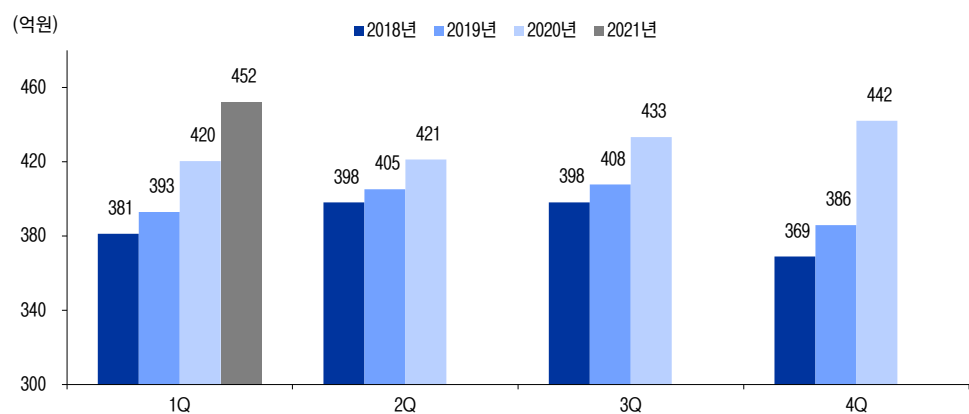
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림2 환인제약 정신계 의약품 매출액 추이



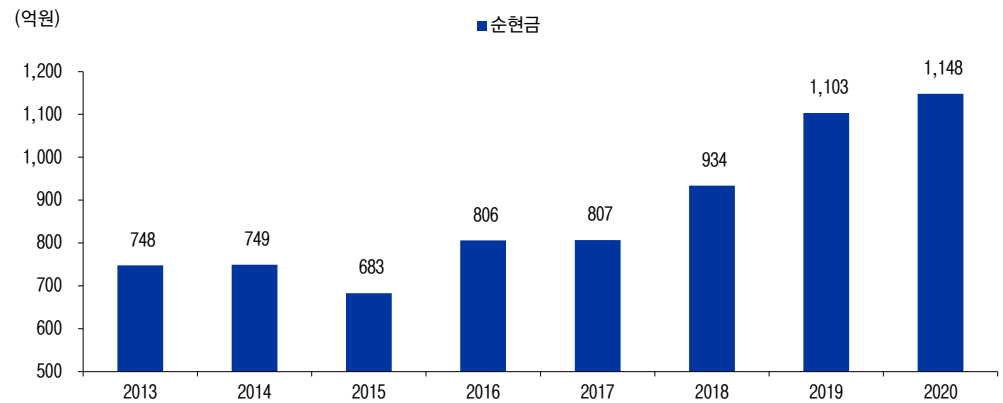
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림3 환인제약 분기별 매출액 추이: 매년 YoY 상승



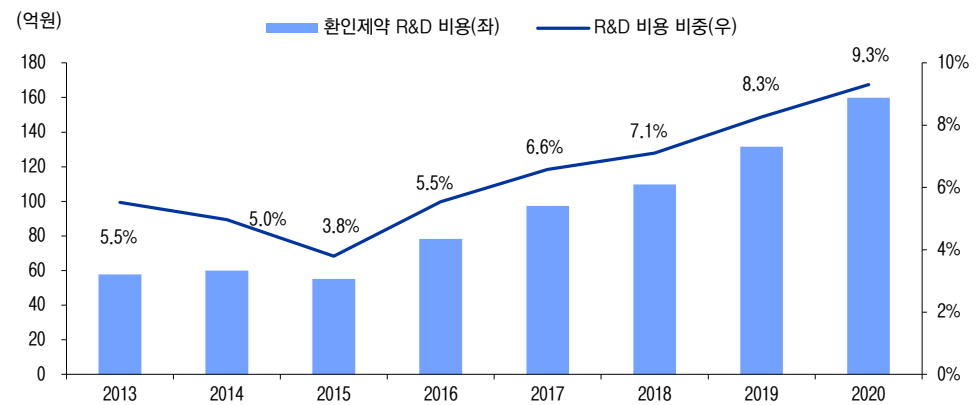
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림4 환인제약 순현금 추이



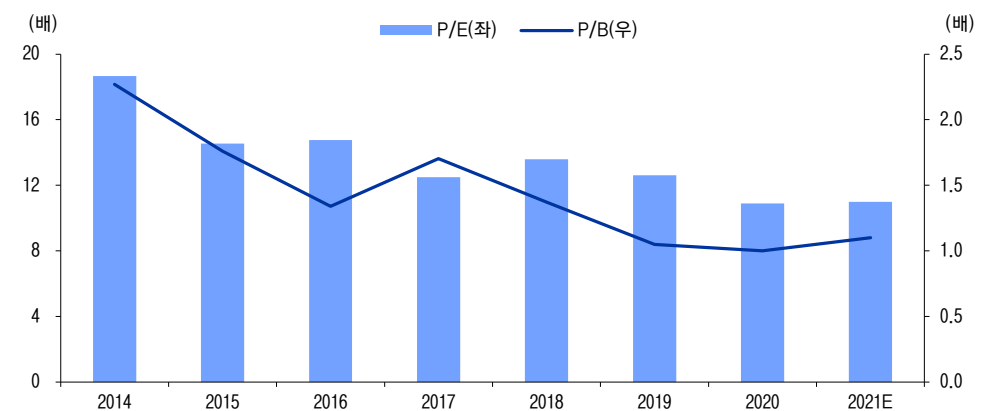
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림5 환인제약 R&D 비용 & 비중 추이



자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림6 환인제약 P/E & P/B 추이: 역사적인 저점 수준의 Valuation



자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표5 Rim Valuation

(단위: 억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Total Shareholder's Equity	2,961	3,182	3,429	3,696	3,986	4,299	
Total Shareholder's Equity (Year average)	2,849	3,071	3,305	3,562	3,841	4,142	
Net Income	234	279	293	314	336	359	
Dividend	46	46	46	46	46	46	
Payout ratio %	19.6%	16.4%	15.6%	14.6%	13.6%	12.8%	
FROE (Forecasted ROE)	8.2%	9.1%	8.9%	8.8%	8.7%	8.7%	
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	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62	
COE (Cost of Equity)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	
ROE Spread (FROE-COE)	1.2%	2.1%	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%	
Residual Income	36	66	63	66	68	71	71
PVIF (including Mid-year adj. Factor)		97%	90%	84%	79%	74%	69%
추정잔여이익의 현재가치		64	57	56	54	52	
계속가치 (2026년 이후)							1,019
Continuing Value Calculation							
RI 증가율 (1-normalized RI)	0.0%						
RI 계속성장률 g (%)	0.0%						
COE	7.0%						
추정RI 현재가치	283						
계속가치 현재가치	703						
Beginning Shareholder's Equity	2,961						
Equity Value for Residual Income	3,947						
Appraised company value							
발행주식수 (천주)	18,600						
자기주식수 (천주)	3,333						
추정주당가치 (원)	25,854						
현재주당가격 (원)	20,900						
Potential (%)	23.7%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

환인제약 (016580)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	205.0	214.4	220.1	198.2	214.8
현금 및 현금성자산	18.0	36.1	34.6	3.4	11.0
매출채권 및 기타채권	64.1	63.7	68.5	73.2	77.5
재고자산	28.2	32.8	32.7	34.9	37.0
기타유동자산	94.6	81.8	84.2	86.7	89.3
비유동자산	99.9	115.2	128.1	175.3	186.0
관계기업투자등	17.2	28.0	30.0	32.0	33.9
유형자산	38.1	43.6	51.7	94.1	100.3
무형자산	3.1	3.0	2.8	2.7	2.5
자산총계	304.9	329.6	348.2	373.5	400.8
유동부채	24.7	26.7	25.6	26.5	27.3
매입채무 및 기타채무	12.1	12.7	13.3	14.2	15.0
단기금융부채	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
기타유동부채	12.2	13.4	11.7	11.7	11.7
비유동부채	5.7	6.2	4.5	4.2	3.9
장기금융부채	1.1	1.6	1.3	1.0	0.7
기타비유동부채	4.5	4.6	3.2	3.2	3.2
부채총계	30.4	33.0	30.0	30.6	31.2
지배주주지분	273.8	296.1	317.7	342.4	369.1
자본금	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
자본잉여금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
이익잉여금	254.1	273.2	296.5	321.2	347.9
비지배주주지분(연결)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
자본총계	274.5	296.6	318.2	342.9	369.6

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	24.7	22.8	20.1	25.5	30.1
당기순이익(손실)	18.6	23.2	27.9	29.3	31.3
비현금수익비용가감	12.7	10.6	-3.6	2.1	4.3
유형자산감가상각비	3.7	3.7	4.2	5.0	7.0
무형자산상각비	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3
기타현금수익비용	0.0	-0.9	-8.2	-3.2	-3.0
영업활동 자산부채변동	1.8	-5.2	-4.2	-6.0	-5.5
매출채권 감소(증가)	3.5	-0.1	-4.8	-4.6	-4.3
재고자산 감소(증가)	-2.4	-5.1	0.1	-2.2	-2.1
매입채무 증가(감소)	0.2	-0.2	0.6	0.9	0.8
기타자산, 부채변동	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-40.1	0.6	-17.0	-52.1	-17.9
유형자산처분(취득)	-2.5	-8.0	-12.3	-47.3	-13.2
무형자산 감소(증가)	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	-37.7	10.1	-4.5	-4.6	-4.5
기타투자활동	0.4	-1.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-5.2	-5.2	-4.6	-4.6	-4.6
차입금의 증가(감소)	-0.6	-0.6	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6
배당금의 지급	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-20.5	18.1	-1.5	-31.2	7.6
기초현금	38.5	18.0	36.1	34.6	3.4
기말현금	18.0	36.1	34.6	3.4	11.0

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

주: IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	159.2	171.7	184.1	196.5	208.2
매출원가	80.0	85.1	88.3	95.8	101.9
매출총이익	79.2	86.6	95.8	100.7	106.3
판매비 및 관리비	53.0	58.2	62.4	65.8	68.9
영업이익	26.2	28.4	33.4	35.0	37.4
(EBITDA)	30.1	32.5	38.0	40.3	44.7
금융손익	2.0	1.4	1.6	1.7	1.8
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	1.3	1.2	1.1	1.1
세전계속사업이익	28.2	31.1	36.2	37.8	40.3
계속사업법인세비용	9.6	7.9	8.3	8.5	9.0
계속사업이익	18.6	23.2	27.9	29.3	31.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	18.6	23.2	27.9	29.3	31.3
지배주주	18.7	23.4	27.9	29.3	31.3
총포괄이익	18.7	26.4	27.9	29.3	31.3
매출총이익률 (%)	49.7	50.4	52.1	51.3	51.1
영업이익률 (%)	16.4	16.6	18.2	17.8	18.0
EBITDA마진률 (%)	18.9	18.9	20.6	20.5	21.5
당기순이익률 (%)	11.7	13.5	15.2	14.9	15.0
ROA (%)	6.3	7.4	8.2	8.1	8.1
ROE (%)	7.0	8.2	9.1	8.9	8.8
ROIC (%)	11.6	14.1	15.8	13.7	12.6

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	12.6	10.9	11.5	11.0	10.3
P/B	1.0	1.0	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.9	6.0	7.3	7.6	6.6
P/CF	9.2	9.2	16.1	12.5	11.0
배당수익률 (%)	1.9	1.8	1.4	1.4	1.4
성장성 (%)					
매출액	2.9	7.9	7.2	6.8	5.9
영업이익	-4.3	8.6	17.7	4.6	7.0
세전이익	-3.8	10.1	16.5	4.3	6.7
당기순이익	-13.5	24.6	20.3	4.9	7.0
EPS	-13.1	25.1	19.4	4.8	7.0
안정성 (%)					
부채비율	11.1	11.1	9.4	8.9	8.4
유동비율	828.4	802.1	860.9	749.0	786.6
순차입금/자기자본(x)	-40.2	-38.7	-36.5	-25.6	-26.6
영업이익/금융비용(x)	1,290.4	904.6	746.9	850.6	1,007.4
총차입금 (십억원)	1.6	2.2	1.9	1.5	1.2
순차입금 (십억원)	-110.3	-114.8	-116.1	-87.7	-98.2
주당지표(원)					
EPS	1,225	1,532	1,829	1,917	2,052
BPS	14,719	15,920	17,079	18,407	19,845
CFPS	1,684	1,815	1,307	1,689	1,915
DPS	300	300	300	300	300

환인제약 목표주가 추이		투자 의견 변동내역							
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			과락율(%)
						최고 대비	최저 대비	평균 대비	
30,000			2021.01.05	변경	정홍식				
25,000			2021.01.05	Buy	22,000	-11.6		-18.6	
20,000			2021.02.09	Buy	24,000	-12.1		-21.3	
15,000			2021.04.29	Buy	26,000				
10,000									
5,000									
0									
19/04									
19/10									
20/04									
20/10									

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 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 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2020. 4. 1 ~ 2021. 3.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)