2021년 8월 2일

기업분석 | Mid Small-Cap

환인제약 (016580)

2Q21 Review: 영업이익 +35.4% YoY

Analyst
정홍식
02 3779 8468
hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy(maintain)

목표주가	26,000 원
현재주가	21,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (7/30)		3,202.32pt
시가총액		3,980 억원
발행주식수		18,600 천주
52 주 최고가/최저가		23,300 / 14,350 원
90 일 일평균거래대금		24.79 억원
외국인 지분율		14.6%
배당수익률(21.12E)		1.4%
BPS(21.12E)		17,072 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-2.9%
	6 개월	9.0%
	12 개월	0.0%
주주구성	이광식 (외 2 인)	21.9%
	자사주 (외 1 인)	17.9%
	국민연금공단 (외 1 인)	7.1%

Stock Price

2Q21 Review: 영업이익 고성장

동사의 2Q21 실적은 매출액 426억원(+1.1% yoy), 영업이익 76억원(+35.4% yoy), 순이익 68억원(+ 41.1% yoy)을 기록하였다. 이는 당사의 기존 추정실적(Sales 448억원 대비 -4.9%, OP 85억원 대비 -10.9%)을 소폭 하회한 것이나 YoY 영업이익 고성장이 유지되었다는 데 의미가 있다.

동사의 영업이익이 급증한 이유는 지난 1분기와 비슷하게 1)도입 상품의 자사 제네릭 전환: 산도스 상품(항우울제 4종, 220억원 규모)에 판매 계약이 2020년 12월 종료되어 2021년 1월 이후 항우울제 품목을 자사 제네릭으로 전환하는 과정에서 수익성 개선 + 항우울제 부문 매출 증가가 진행된 것으로 파악되고, 2)2Q20 부진한 실적(OP -15.2%)에 대한 기저효과가 있었던 것으로 파악된다.

다만, 2Q21까지는 YoY 영업이익이 긍정적이었지만 2H21 ~ 1H22에는 성장 기대감을 조금 낮춰야 할 것이다. 이유는 동사의 과거 경험상 2년정도에 한번씩 진행되는 약가인하 영향이 2022년 나타날 것이고 일부는 올해 하반기에 선 반영될 가능성이 있기 때문이다.

정신계 의약품의 추세적인 성장성

동사의 정신계 의약품 매출액은 과거 7년간 CAGR 9.8% 수준의 매년 성장하는 모습을 보이고 있다. 이는 동사가 국내 정신계 의약품 M/S 1위 기업으로, 사회적인 인식 변화로서 우울증 치료제의 수요 증가 + 인구 고령화에 따른 알츠하이머 치료제 매출이 지속적으로 증가하고 있기 때문이다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	159.2	171.7	177.4	180.0	188.3
영업이익	26.2	28.4	32.5	32.3	34.1
세전계속사업손익	28.2	31.1	35.6	35.6	37.5
순이익(지배주주)	18.7	23.4	27.8	27.7	29.2
EPS (원)	1,225	1,532	1,821	1,816	1,915
증감률 (%)	-13.1	25.1	18.8	-0.3	5.5
PER (x)	12.6	10.9	11.8	11.8	11.2
PBR (x)	1.0	1.0	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	5.9	6.0	7.5	7.9	6.9
영업이익률 (%)	16.4	16.6	18.3	17.9	18.1
EBITDA 마진 (%)	18.9	18.9	20.9	20.9	22.0
ROE (%)	7.0	8.2	9.1	8.4	8.3
부채비율 (%)	11.1	11.1	9.3	8.6	8.1

주: IFRS 연결 기준
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

2Q21 Review

표1 2Q21 Review

(단위: 억원)	2Q21(P)	2Q20	YoY	1Q21	QoQ	기존추정치	오차
매출액	426	421	1.1%	452	-5.8%	448	-4.9%
영업이익	76	56	35.4%	121	-36.9%	85	-10.9%
순이익	68	49	41.1%	99	-31.1%	71	-3.3%
OPM	17.9%	13.4%		26.7%		19.1%	
NPM	16.1%	11.5%		22.0%		15.8%	

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표2 환인제약 분기실적 전망: 사업부별 실적은 아직 미공시

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
매출액	**420**	**421**	**433**	**442**	**452**	**426**	**443**	**452**
YoY	*7.0%*	*4.0%*	*6.3%*	*14.5%*	*7.6%*	*1.1%*	*2.3%*	*2.3%*
정신신경용제	342	350	362	366	367	353	367	369
순환계용약	25	26	26	27	29	26	29	30
소화성궤양용계	9	13	11	7	13	13	11	9
골다공증	11	10	10	13	13	10	11	14
해열소염진통제	10	9	10	13	12	9	11	14
기타	24	14	13	17	19	15	14	18
YoY								
정신신경용제	*10.4%*	*7.6%*	*9.9%*	*8.7%*	*7.3%*	*0.9%*	*1.4%*	*0.7%*
순환계용약	*5.7%*	*12.5%*	*12.4%*	*22.2%*	*15.0%*	*1.2%*	*9.9%*	*11.3%*
소화성궤양용계	*-53.9%*	*-37.9%*	*-44.7%*	*196.9%*	*38.3%*	*1.0%*	*1.2%*	*28.8%*
골다공증	*-8.6%*	*-14.8%*	*-8.7%*	*7.8%*	*22.4%*	*4.1%*	*5.4%*	*5.5%*
해열소염진통제	*-3.4%*	*1.9%*	*-2.4%*	*27.2%*	*22.5%*	*0.7%*	*8.0%*	*8.9%*
기타	*32.4%*	*-11.8%*	*1.1%*	*460.0%*	*-21.0%*	*4.7%*	*5.5%*	*6.7%*
% of Sales								
정신신경용제	81.3%	83.0%	83.6%	82.8%	81.1%	82.8%	82.8%	81.5%
순환계용약	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	6.5%	6.1%	6.6%	6.6%
소화성궤양용계	2.2%	3.1%	2.5%	1.5%	2.8%	3.1%	2.5%	1.9%
골다공증	2.6%	2.3%	2.4%	2.9%	2.9%	2.4%	2.5%	3.0%
해열소염진통제	2.3%	2.2%	2.4%	2.9%	2.6%	2.2%	2.5%	3.0%
기타	5.7%	3.3%	3.1%	3.8%	4.2%	3.4%	3.2%	4.0%
영업이익	**72**	**56**	**84**	**72**	**121**	**76**	**74**	**54**
% of sales	17.2%	13.4%	19.3%	16.3%	26.7%	17.9%	16.8%	11.9%
% YoY	*-19.9%*	*-15.2%*	*30.8%*	*75.5%*	*66.8%*	*35.4%*	*-11.1%*	*-25.3%*

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표3 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,822	1,851	1,774	1,800	-2.6%	-2.8%
영업이익	338	336	325	323	-3.9%	-4.0%
순이익	282	285	278	277	-1.5%	-2.5%

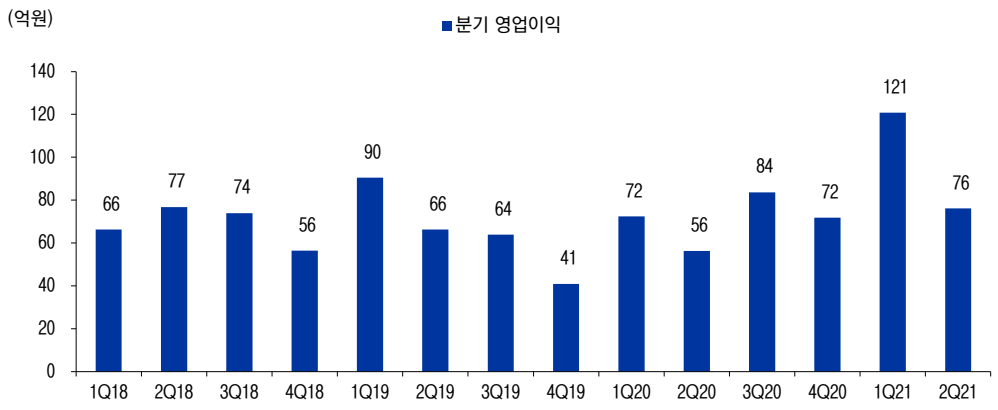
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표4 환인제약 연간실적 전망

(단위: 억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	**1,480**	**1,547**	**1,592**	**1,717**	**1,774**	**1,800**	**1,883**	**1,960**
YoY	*4.7%*	*4.5%*	*2.9%*	*7.9%*	*3.3%*	*1.5%*	*4.6%*	*4.1%*
정신신경용제	1,154	1,213	1,301	1,419	1,455	1,477	1,549	1,619
순환계용약	104	97	92	104	114	116	121	124
소화성궤양용계	91	89	63	40	45	46	47	48
골다공증	53	52	47	44	48	49	49	49
해열소염진통제	36	41	39	42	46	47	48	49
기타	42	54	50	68	66	65	68	70
YoY								
정신신경용제	*13.7%*	*5.2%*	*7.2%*	*9.1%*	*2.5%*	*1.5%*	*4.8%*	*4.5%*
순환계용약	*9.7%*	*-6.7%*	*-4.8%*	*13.0%*	*9.3%*	*2.1%*	*4.3%*	*2.4%*
소화성궤양용계	*7.0%*	*-1.8%*	*-30.0%*	*-36.6%*	*14.3%*	*2.1%*	*2.0%*	*1.9%*
골다공증	*20.1%*	*-3.1%*	*-9.7%*	*-6.0%*	*9.3%*	*1.1%*	*1.0%*	*1.0%*
해열소염진통제	*1.0%*	*12.8%*	*-3.1%*	*5.8%*	*9.9%*	*2.6%*	*2.8%*	*1.8%*
기타	*-70.1%*	*31.0%*	*-8.1%*	*36.1%*	*-3.7%*	*-1.5%*	*5.4%*	*2.8%*
% of Sales								
정신신경용제	78.0%	78.5%	81.7%	82.7%	82.0%	82.1%	82.3%	82.6%
순환계용약	7.0%	6.3%	5.8%	6.1%	6.4%	6.5%	6.4%	6.3%
소화성궤양용계	6.2%	5.8%	3.9%	2.3%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%
골다공증	3.6%	3.3%	2.9%	2.6%	2.7%	2.7%	2.6%	2.5%
해열소염진통제	2.4%	2.6%	2.5%	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%
기타	2.8%	3.5%	3.1%	4.0%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
영업이익	**297**	**273**	**262**	**284**	**325**	**323**	**341**	**359**
% of sales	20.0%	17.7%	16.4%	16.6%	18.3%	17.9%	18.1%	18.3%
% YoY	*37.1%*	*-7.8%*	*-4.3%*	*8.6%*	*14.3%*	*-0.6%*	*5.6%*	*5.1%*

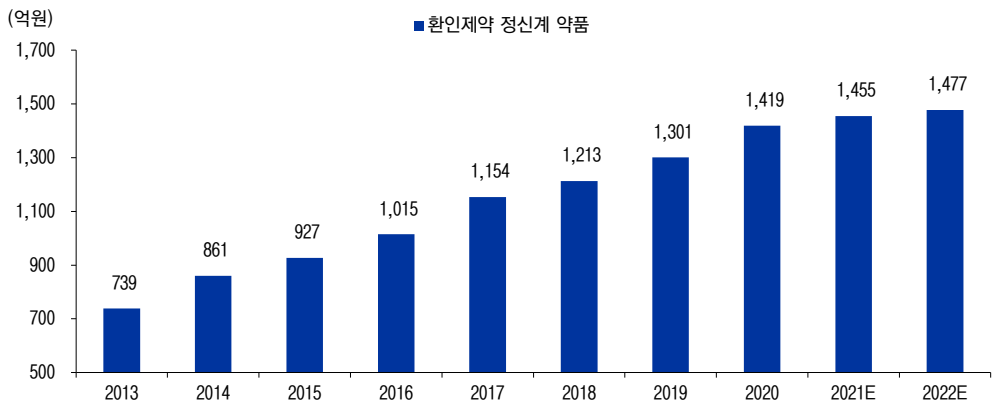
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림1 환인제약 분기별 영업이익 추이



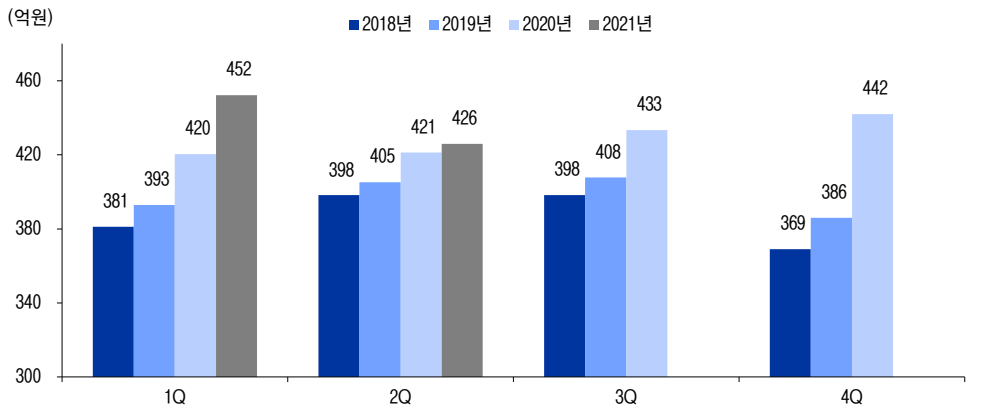
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림2 환인제약 정신계 의약품 매출액 추이



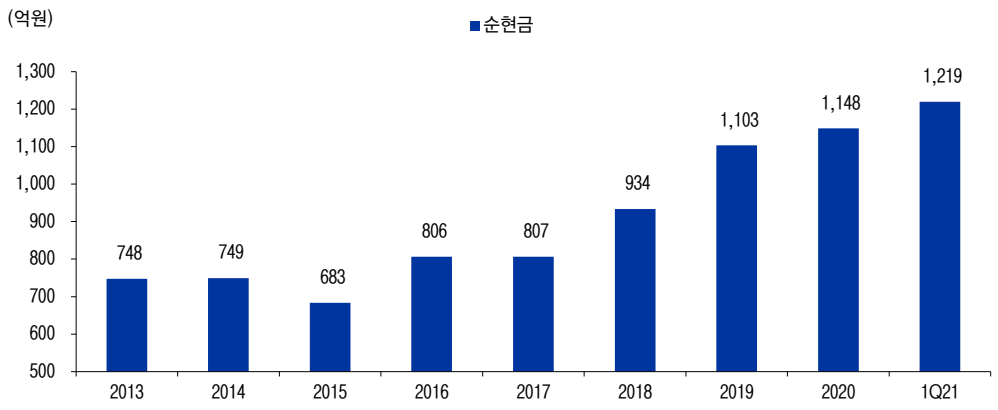
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림3 환인제약 분기별 매출액 추이: 매년 YoY 상승



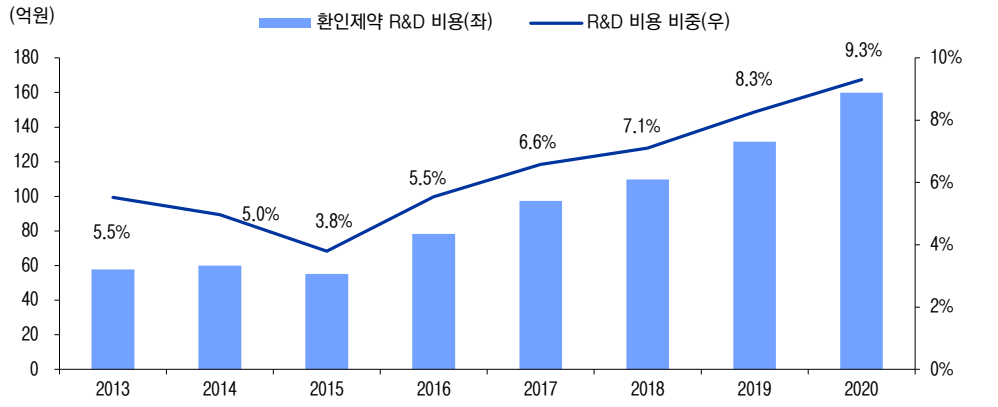
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림4 환인제약 순현금 추이



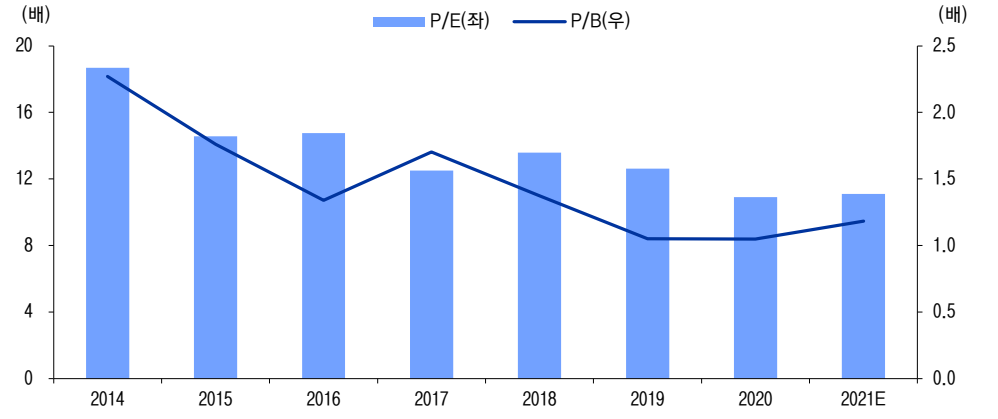
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

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

환인제약 (016580)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	205.0	214.4	222.4	202.8	219.1
현금 및 현금성자산	18.0	36.1	40.6	17.1	26.3
매출채권 및 기타채권	64.1	63.7	66.1	67.0	70.1
재고자산	28.2	32.8	31.5	32.0	33.4
기타유동자산	94.6	81.8	84.2	86.7	89.3
비유동자산	99.9	115.2	125.2	167.8	176.5
관계기업투자등	17.2	28.0	28.9	29.3	30.7
유형자산	38.1	43.6	51.5	93.2	98.7
무형자산	3.1	3.0	2.8	2.7	2.5
자산총계	**304.9**	**329.6**	**347.6**	**370.6**	**395.6**
유동부채	24.7	26.7	25.1	25.3	25.9
매입채무 및 기타재무	12.1	12.7	12.8	13.0	13.6
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**	**29.5**	**29.4**	**29.7**
지배주주지분	273.8	296.1	317.5	340.7	365.3
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	296.4	319.5	344.2
비지배주주지분(연결)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
자본총계	**274.5**	**296.6**	**318.0**	**341.2**	**365.8**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**159.2**	**171.7**	**177.4**	**180.0**	**188.3**
매출원가	80.0	85.1	86.2	88.3	92.6
매출총이익	**79.2**	**86.6**	**91.2**	**91.7**	**95.7**
판매비 및 관리비	53.0	58.2	58.7	59.4	61.6
영업이익	**26.2**	**28.4**	**32.5**	**32.3**	**34.1**
(EBITDA)	30.1	32.5	37.0	37.6	41.4
금융손익	2.0	1.4	1.6	1.7	1.7
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	1.6	1.7	1.7
세전계속사업이익	**28.2**	**31.1**	**35.6**	**35.6**	**37.5**
계속사업법인세비용	9.6	7.9	8.0	7.9	8.3
계속사업이익	18.6	23.2	27.7	27.7	29.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**18.6**	**23.2**	**27.7**	**27.7**	**29.2**
지배주주	18.7	23.4	27.8	27.7	29.2
총포괄이익	**18.7**	**26.4**	**27.7**	**27.7**	**29.2**
매출총이익률 (%)	49.7	50.4	51.4	50.9	50.8
영업이익률 (%)	16.4	16.6	18.3	17.9	18.1
EBITDA마진률 (%)	18.9	18.9	20.9	20.9	22.0
당기순이익률 (%)	11.7	13.5	15.6	15.4	15.5
ROA (%)	6.3	7.4	8.2	7.7	7.6
ROE (%)	7.0	8.2	9.1	8.4	8.3
ROIC (%)	11.6	14.1	15.7	13.3	12.3

현금흐름표

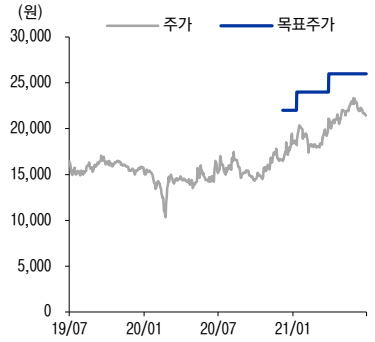
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**24.7**	**22.8**	**24.8**	**30.9**	**30.3**
당기순이익(손실)	18.6	23.2	27.7	27.7	29.2
비현금수익비용가감	12.7	10.6	-1.9	4.5	5.0
유형자산감가상각비	3.7	3.7	4.2	5.0	6.9
무형자산상각비	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3
기타현금수익비용	0.0	-0.9	-6.5	-0.9	-2.2
영업활동 자산부채변동	1.8	-5.2	-1.0	-1.2	-4.0
매출채권 감소(증가)	3.5	-0.1	-2.3	-1.0	-3.1
재고자산 감소(증가)	-2.4	-5.1	1.3	-0.5	-1.5
매입채무 증가(감소)	0.2	-0.2	0.1	0.2	0.6
기타자산, 부채변동	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-40.1**	**0.6**	**-15.6**	**-49.9**	**-16.6**
유형자산처분(취득)	-2.5	-8.0	-12.0	-46.7	-12.4
무형자산 감소(증가)	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	-37.7	10.1	-3.4	-3.0	-4.0
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**	**4.6**	**-23.5**	**9.2**
기초현금	38.5	18.0	36.1	40.6	17.1
기말현금	18.0	36.1	40.6	17.1	26.3

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	12.6	10.9	11.8	11.8	11.2
P/B	1.0	1.0	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.9	6.0	7.5	7.9	6.9
P/CF	9.2	9.2	15.5	12.4	11.6
배당수익률 (%)	1.9	1.8	1.4	1.4	1.4
성장성 (%)					
매출액	2.9	7.9	3.3	1.5	4.6
영업이익	-4.3	8.6	14.3	-0.6	5.6
세전이익	-3.8	10.1	14.7	-0.1	5.4
당기순이익	-13.5	24.6	19.4	0.1	5.5
EPS	-13.1	25.1	18.8	-0.3	5.5
안정성 (%)					
부채비율	11.1	11.1	9.3	8.6	8.1
유동비율	828.4	802.1	886.8	802.7	847.1
순차입금/자기자본(x)	-40.2	-38.7	-38.4	-29.7	-31.0
영업이익/금융비용(x)	1,290.4	904.6	725.7	785.3	918.7
총차입금 (십억원)	1.6	2.2	1.9	1.5	1.2
순차입금 (십억원)	-110.3	-114.8	-122.1	-101.4	-113.5
주당지표(원)					
EPS	1,225	1,532	1,821	1,816	1,915
BPS	14,719	15,920	17,072	18,316	19,642
CFPS	1,684	1,815	1,385	1,730	1,842
DPS	300	300	300	300	300

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준
주: IFRS 연결기준

환인제약 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.01.05	변경	정홍식									
2021.01.05	Buy	22,000	-11.6		-18.6						
2021.02.09	Buy	24,000	-12.1		-21.3						
2021.04.29	Buy	26,000									

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 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 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 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)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)