



기업분석 | Mid Small-Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8897

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy(maintain)

목표주가	21,000 원
현재주가	18,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (4/4)	2,739.85pt
시가총액	3,348 억원
발행주식수	18,600 천주
52 주 최고가/최저가	23,300 / 16,250 원
90 일 일평균거래대금	5.7 억원
외국인 지분율	14.6%
배당수익률(22.12E)	1.7%
BPS(22.12E)	17,805 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 5.6%
	6개월 7.2%
	12개월 10.5%
주주구성	이광식외 2인 21.9%
	자사주 17.9%
	FIDELITY 10.0%

Stock Price



환인제약 (016580)

2022년 쉬어가고 2023년 좋을 듯

조금 더 장기적으로.. 내년을 바라보는 시기

환인제약은 국내 선두권 정신계 의약품 전문 제약회사로 인구 고령화에 따른 알츠하이머 환자증가 & 사회적인 인식 변화로서 우울증 치료제의 수요 증가를 기반으로 매년 안정적인 외형 성장(과거 5년 Sales CAGR 4.7%, 역성장 없음)이 진행되고 있는 기업이다. 이러한 외형 성장이 2022년에도 지속되는데 큰 문제는 없어 보인다.

다만, 2022년에는 영업이익 기대감이 밝지만은 않다. 이유는 1) 2021년 상품판매가 큰 폭으로 증가하며 높은 Base Effect(2021년 동사의 영업이익은 역사적 최고치를 기록함)에 대한 부담감, 2) 2022년 1월이후 적용된 정신계 의약품 약가 인하의 영향으로 P하락 효과 → 직접적인 영업이익을 감소, 3)향남(경기도 화성시) 신공장 인수(기존 한국안센의 건물 및 생산시설 매입, 460억원 규모) 이후 가동을 위한 준비에 관련된 비용(운영비 등)이 반영될 것이기 때문이다.

이러한 점을 고려하여 2022년은 수익성 측면에서 보수적인 관점으로 바라봐야 할 것이다. 그러나 장기적인 관점에서 2023년에 대한 기대감이 매우 높다. 이유는 현재 생산 Capa와 비슷한 대규모의 향남 신공장이 2023년 이후 가동이 시작될 것이기 때문이다.

동사는 중장기적인 관점에서 외형성장이 유효하지만 단기적인 수익성 악화를 반영하여 목표주가를 26,000원 → 21,000원으로 하향한다. 목표주가는 DCF valuation을 통해 산출하였다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	171.7	177.8	187.0	215.8	239.2
영업이익	28.4	31.3	22.0	28.7	32.7
세전계속사업손익	31.1	33.9	24.8	31.6	35.8
순이익(지배주주)	23.2	26.5	19.3	24.6	27.9
EPS (원)	1,532	1,750	1,264	1,609	1,825
증감률 (%)	25.1	14.2	-27.8	27.4	13.4
PER (x)	10.9	11.5	14.3	11.2	9.9
PBR (x)	1.0	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	6.0	6.9	6.9	5.7	5.0
영업이익률 (%)	16.6	17.6	11.8	13.3	13.7
EBITDA 마진 (%)	18.9	20.2	15.6	16.8	17.1
ROE (%)	8.2	8.7	6.0	7.2	7.7
부채비율 (%)	11.1	11.3	10.9	10.8	10.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 환인제약 연간실적 전망

(단위: 억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,480	1,547	1,592	1,717	1,778	1,870	2,158	2,392
YoY	4.7%	4.5%	2.9%	7.9%	3.5%	5.2%	15.4%	10.9%
정신신경용제	1,154	1,213	1,301	1,419	1,442	1,523	1,794	2,016
순환계용약	104	97	92	104	109	113	117	120
소화성궤양용제	91	89	63	40	47	49	50	52
골다공증	53	52	47	44	49	51	53	55
해열소염진통제	36	41	39	42	49	52	54	56
기타	42	54	50	68	82	82	89	94
YoY								
정신신경용제	13.7%	5.2%	7.2%	9.1%	1.6%	5.6%	17.8%	12.4%
순환계용약	9.7%	-6.7%	-4.8%	13.0%	4.6%	3.6%	4.0%	2.0%
소화성궤양용제	7.0%	-1.8%	-30.0%	-36.6%	19.0%	3.3%	3.1%	3.0%
골다공증	20.1%	-3.1%	-9.7%	-6.0%	11.9%	3.8%	3.6%	3.4%
해열소염진통제	1.0%	12.8%	-3.1%	5.8%	17.0%	7.2%	4.0%	3.1%
기타	-70.1%	31.0%	-8.1%	36.1%	20.1%	0.8%	8.0%	5.7%
% of Sales								
정신신경용제	78.0%	78.5%	81.7%	82.7%	81.1%	81.4%	83.1%	84.3%
순환계용약	7.0%	6.3%	5.8%	6.1%	6.1%	6.0%	5.4%	5.0%
소화성궤양용제	6.2%	5.8%	3.9%	2.3%	2.7%	2.6%	2.3%	2.2%
골다공증	3.6%	3.3%	2.9%	2.6%	2.8%	2.7%	2.4%	2.3%
해열소염진통제	2.4%	2.6%	2.5%	2.4%	2.8%	2.8%	2.5%	2.3%
기타	2.8%	3.5%	3.1%	4.0%	4.6%	4.4%	4.1%	3.9%
영업이익	297	273	262	284	313	220	287	327
% of sales	20.0%	17.7%	16.4%	16.6%	17.6%	11.8%	13.3%	13.7%
% YoY	37.1%	-7.8%	-4.3%	8.6%	10.1%	-29.7%	30.4%	14.2%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

그림1 환인제약 정신계 의약품 매출액 추이



자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	452	426	450	450	472	444	478	476
YoY	7.6%	1.1%	3.8%	1.8%	4.5%	4.3%	6.2%	5.9%
정신신경용제	367	348	356	372	384	363	381	396
순환계용약	29	26	26	28	31	27	27	29
소화성궤양용제	13	11	12	12	13	11	12	13
골다공증	13	11	12	13	14	11	13	13
해열소염진통제	12	12	11	14	12	13	12	15
기타	19	19	33	11	19	19	33	11
YoY								
정신신경용제	7.3%	-0.5%	-1.7%	1.5%	4.7%	4.4%	6.9%	6.5%
순환계용약	15.0%	-0.4%	-1.2%	5.1%	4.7%	4.1%	3.5%	2.2%
소화성궤양용제	38.3%	-17.6%	6.8%	84.1%	3.2%	3.8%	4.5%	1.8%
골다공증	22.4%	12.4%	16.7%	-1.3%	2.5%	3.7%	4.6%	4.4%
해열소염진통제	22.5%	26.9%	7.6%	13.2%	6.9%	7.3%	8.0%	6.6%
기타	-21.0%	37.9%	148.6%	-36.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.2%
% of Sales								
정신신경용제	81.1%	81.6%	79.1%	82.6%	81.2%	81.7%	79.7%	83.1%
순환계용약	6.5%	6.0%	5.8%	6.3%	6.5%	6.0%	5.7%	6.0%
소화성궤양용제	2.8%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%	2.6%
골다공증	2.9%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%	2.6%	2.7%	2.8%
해열소염진통제	2.6%	2.8%	2.4%	3.2%	2.6%	2.9%	2.5%	3.2%
기타	4.2%	4.5%	7.3%	2.4%	4.1%	4.3%	7.0%	2.2%
영업이익	121	76	73	43	62	54	61	43
% of sales	26.7%	17.9%	16.2%	9.6%	13.1%	12.1%	12.8%	9.1%
% YoY	66.8%	35.4%	-13.0%	-40.1%	-48.9%	-29.4%	-16.3%	0.8%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

그림2 환인제약 순현금 추이



자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

표3 DCF Valuation

(단위: 억원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	315	221	289	330	368	408	
EBIT에 대한 법인세	69	49	63	72	81	90	
NOPLAT	246	173	225	257	287	318	
감가상각비	42	45	51	57	62	66	
총현금유입	288	217	277	314	349	385	
운전자본증감	-17	87	139	120	102	99	
유무형자산투자	47	59	69	77	81	88	
총투자	30	145	208	197	183	187	
Free Cash Flow	258	72	69	118	166	198	198
PVIF (Present Value Interest Factor)		94%	87%	79%	73%	67%	61%
추정FCF의 현재가치		68	60	93	121	132	
계속가치 (2027년 이후)							2,191
Continuing Value Calculation							
FCF증가율 (2027 -normalized FCF)	0.0%						
계속성장률 g (%)	0.0%						
WACC	9.0%						
추정FCF 현재가치	474						
계속가치 현재가치	1,341						
Operating Value of FCFF	1,815						
Appraised company value							
비영업활동 투자자산	591						
순차입금	-1,443						
Net	2,034						
추정자기자본가치	3,849						
발행주식수 (천주)	18,600						
자기주식수 (천주)	3,333						
추정주당가치 (원)	25,211						
적정주당가치(원)	21,430	← 유동성을 고려한 15% discount					
현재주당가격 (원)	18,200						
Potential (%)	17.7%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

환인제약 (016580)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	214.4	228.2	240.6	250.9	266.4
현금 및 현금성자산	36.1	46.2	51.0	42.9	42.9
매출채권 및 기타채권	63.7	66.2	69.6	80.3	89.1
재고자산	32.8	31.6	33.2	38.3	42.5
기타유동자산	81.8	84.2	86.7	89.3	91.9
비유동자산	115.2	124.7	127.3	138.8	148.0
관계기업투자등	28.0	35.7	37.5	43.3	48.0
유형자산	43.6	44.1	42.9	42.0	41.0
무형자산	3.0	2.8	2.7	2.5	2.3
자산총계	329.6	352.8	367.9	389.7	414.4
유동부채	26.7	30.9	31.6	33.7	35.3
매입채무 및 기타채무	12.7	12.9	13.5	15.6	17.3
단기금융부채	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
기타유동부채	13.4	17.6	17.6	17.6	17.6
비유동부채	6.2	5.0	4.7	4.4	4.1
장기금융부채	1.6	1.3	1.0	0.7	0.3
기타비유동부채	4.6	3.7	3.7	3.7	3.8
부채총계	33.0	35.9	36.3	38.0	39.4
지배주주지분	296.1	316.5	331.2	351.2	374.4
자본금	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
자본잉여금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
이익잉여금	273.2	295.3	310.0	330.0	353.3
비지배주주지분(연결)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
자본총계	296.6	316.9	331.7	351.6	374.9

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	22.8	29.9	19.6	11.5	18.9
당기순이익(손실)	23.2	26.5	19.3	24.6	27.9
비현금수익비용가감	10.6	-1.4	4.7	0.6	2.3
유형자산감가상각비	3.7	4.2	6.8	7.3	7.8
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
기타현금수익비용	-0.9	-6.0	-2.5	-7.1	-5.8
영업활동 자산부채변동	-5.2	4.7	-4.4	-13.7	-11.2
매출채권 감소(증가)	-0.1	-2.5	-3.4	-10.7	-8.7
재고자산 감소(증가)	-5.1	1.2	-1.6	-5.1	-4.2
매입채무 증가(감소)	-0.2	0.1	0.7	2.1	1.7
기타자산, 부채변동	0.3	5.9	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	0.6	-15.1	-10.2	-15.0	-14.4
유형자산처분(취득)	-8.0	-4.7	-5.6	-6.4	-6.8
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	10.1	-10.1	-4.4	-8.4	-7.4
기타투자활동	-1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-5.2	-4.7	-4.6	-4.6	-4.6
차입금의 증가(감소)	-0.6	-0.1	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	18.1	10.1	4.8	-8.1	0.0
기초현금	18.0	36.1	46.2	51.0	42.9
기말현금	36.1	46.2	51.0	42.9	42.9

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

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	171.7	177.8	187.0	215.8	239.2
매출원가	85.1	84.3	99.6	113.6	126.6
매출총이익	86.6	93.5	87.5	102.2	112.7
판매비 및 관리비	58.2	62.2	65.5	73.5	79.9
영업이익	28.4	31.3	22.0	28.7	32.7
(EBITDA)	32.5	35.9	29.2	36.3	40.8
금융손익	1.4	1.6	1.7	1.8	2.0
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.3	1.1	1.2	1.1	1.1
세전계속사업이익	31.1	33.9	24.8	31.6	35.8
계속사업법인세비용	7.9	7.4	5.5	7.0	7.9
계속사업이익	23.2	26.5	19.3	24.6	27.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.2	26.5	19.3	24.6	27.9
지배주주	23.4	26.7	19.3	24.6	27.9
총포괄이익	26.4	26.5	19.3	24.6	27.9
매출총이익률 (%)	50.4	52.6	46.8	47.4	47.1
영업이익률 (%)	16.6	17.6	11.8	13.3	13.7
EBITDA마진률 (%)	18.9	20.2	15.6	16.8	17.1
당기순이익률 (%)	13.5	14.9	10.3	11.4	11.6
ROA (%)	7.4	7.8	5.4	6.5	6.9
ROE (%)	8.2	8.7	6.0	7.2	7.7
ROIC (%)	14.1	15.9	10.9	13.2	13.7

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	10.9	11.5	14.3	11.2	9.9
P/B	1.0	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.0	6.9	6.9	5.7	5.0
P/CF	9.2	15.0	14.0	13.4	11.2
배당수익률 (%)	1.8	1.5	1.7	1.7	1.7
성장성 (%)					
매출액	7.9	3.5	5.2	15.4	10.9
영업이익	8.6	10.1	-29.7	30.4	14.2
세전이익	10.1	9.2	-26.8	27.1	13.3
당기순이익	24.6	14.3	-27.2	27.4	13.4
EPS	25.1	14.2	-27.8	27.4	13.4
안정성 (%)					
부채비율	11.1	11.3	10.9	10.8	10.5
유동비율	802.1	738.3	761.9	745.5	753.7
순차입금/자기자본(x)	-38.7	-40.3	-40.8	-37.0	-35.5
영업이익/금융비용(x)	904.6	710.0	551.9	802.1	1,052.4
총차입금 (십억원)	2.2	1.8	1.4	1.1	0.8
순차입금 (십억원)	-114.8	-127.8	-135.4	-130.3	-133.2
주당지표(원)					
EPS	1,532	1,750	1,264	1,609	1,825
BPS	15,920	17,014	17,805	18,879	20,131
CFPS	1,815	1,350	1,292	1,354	1,621
DPS	300	300	300	300	300

환인제약 목표주가 추이		투자이견 변동내역				
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최저 대비	최고 대비	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	-10.4	-26.5	
	2022.04.04	Buy	21,000			

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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	90.8% 9.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자이견 비율은 2021. 4. 1 ~ 2022. 3.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)