



기업분석 | Mid Small-Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8897

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy(maintain)

목표주가	21,000 원
현재주가	17,150 원

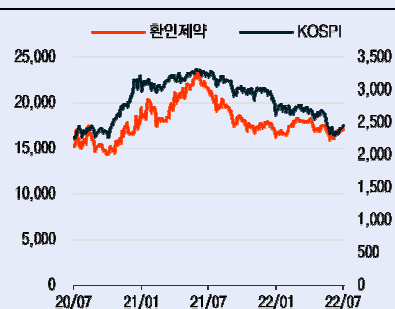
컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI (8/1)	2,452.25pt
시가총액	3,190 억원
발행주식수	18,600 천주
52 주 최고가/최저가	21,450 / 15,950 원
90 일 일평균거래대금	3.3 억원
외국인 지분율	14.4%
배당수익률(22.12E)	1.5%
BPS(22.12E)	17,999 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -0.2%
	6개월 11.6%
	12개월 3.6%
주주구성	이광식외 2인 21.9%
	자사주 17.9%
	FIDELITY 10.0%

Stock Price



환인제약 (016580)

2Q22 Review: 내년을 위한 준비

2Q22 Review: 그래도 기대치 상회

동사의 2Q22 실적은 매출액 486억원(+14.0% yoy), 영업이익 64억원(-15.6% yoy), 순이익 54억원(-21.7% yoy)을 기록하였다. YoY 이익은 감소하였지만, 당사의 기존 추정치(Sales 444억원, OP 54억원)를 상회(Sales +9.4%, OP +19.5%)하였다.

동사의 이익은 4Q21 이후 YoY 감소가 시작되었으며, 2022년 3~4분기에도 이익 YoY 감소 흐름이 이어질 것으로 보인다. 이유는 1) 2022년 1월이후 적용된 정신계 의약품 약가 인하의 영향으로 P하락 효과 → 직접적인 영업이익률 감소, 3)향남(경기도 화성시) 신공장 인수(기존 한국안센의 건물 및 생산시설 매입, 460억원 규모) 이후 가동을 위한 준비에 관련된 비용(노후기계 수선비, 인력 충원에 따른 인건비 증가, 건물공사 등)이 반영되고 있기 때문이다.

그러나 2023년에 대한 기대감은 긍정적이다. 내년에는 약가인하에 대한 기저효과 + 신공장 가동(현재 Capa와 비슷한 규모)에 따른 생산실적 증가 & 수탁사업 강화가 기대되기 때문이다.

중요한 점은 동사가 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 있으며, 2Q22에도 매출액 +14.0% 수준의 성장흐름이 유지되고 있다는 것이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	171.7	177.8	192.5	213.2	228.4
영업이익	28.4	31.3	26.0	29.7	32.4
세전계속사업손익	31.1	33.9	28.8	32.5	35.3
순이익(지배주주)	23.2	26.5	22.4	25.4	27.5
EPS (원)	1,532	1,746	1,468	1,661	1,804
증감률 (%)	25.1	14.0	-15.9	13.1	8.7
PER (x)	10.9	10.2	11.7	10.3	9.5
PBR (x)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	8.1	6.9	7.5	6.5	5.8
영업이익률 (%)	16.6	17.6	13.5	13.9	14.2
EBITDA 마진 (%)	18.9	20.0	16.0	16.3	16.5
ROE (%)	8.2	8.7	6.9	7.3	7.5
부채비율 (%)	11.1	11.3	10.6	10.7	10.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 2Q22 Review

(단위: 억원)	2Q22P	2Q21	YoY	1Q22	QoQ	기존추정치	오차
매출액	486	426	14.0%	488	-0.6%	444	9.4%
영업이익	64	76	-15.6%	97	-33.9%	54	19.5%
순이익	54	68	-21.7%	83	-35.6%	47	13.2%
OPM	13.2%	17.9%		19.9%		12.1%	
NPM	11.0%	16.1%		17.0%		10.7%	

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망(2Q22 사업부별 실적은 아직 공시되지 않아 당사 추정치 적용)

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E
매출액	452	426	450	450	488	486	484	467
YoY	7.6%	1.1%	3.8%	1.8%	8.0%	14.0%	7.5%	3.8%
정신신경용제	367	348	356	372	377	374	372	383
순환계용약	29	26	26	28	30	28	28	29
소화성궤양용제	13	11	12	12	14	15	14	13
골다공증	13	11	12	13	11	11	13	13
해열소염진통제	12	12	11	14	12	13	12	15
기타	19	19	33	11	45	45	45	14
YoY								
정신신경용제	7.3%	-0.5%	-1.7%	1.5%	2.8%	7.6%	4.4%	3.0%
순환계용약	15.0%	-0.4%	-1.2%	5.1%	2.8%	8.0%	7.4%	2.6%
소화성궤양용제	38.3%	-17.6%	6.8%	84.1%	9.8%	39.1%	25.5%	2.7%
골다공증	22.4%	12.4%	16.7%	-1.3%	-19.3%	2.1%	2.9%	2.6%
해열소염진통제	22.5%	26.9%	7.6%	13.2%	6.4%	7.2%	7.9%	6.6%
기타	-21.0%	37.9%	148.6%	-36.9%	135.4%	136.6%	36.9%	31.2%
% of Sales								
정신신경용제	81.1%	81.6%	79.1%	82.6%	77.2%	77.0%	76.8%	82.0%
순환계용약	6.5%	6.0%	5.8%	6.3%	6.1%	5.7%	5.8%	6.2%
소화성궤양용제	2.8%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%	3.1%	3.0%	2.7%
골다공증	2.9%	2.6%	2.7%	2.8%	2.2%	2.3%	2.6%	2.8%
해열소염진통제	2.6%	2.8%	2.4%	3.2%	2.5%	2.6%	2.5%	3.3%
기타	4.2%	4.5%	7.3%	2.4%	9.2%	9.3%	9.3%	3.0%
영업이익	121	76	73	43	97	64	60	39
% of sales	26.7%	17.9%	16.2%	9.6%	19.9%	13.2%	12.4%	8.4%
% YoY	66.8%	35.4%	-13.0%	-40.1%	-19.5%	-15.6%	-17.9%	-9.3%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

표3 연간실적 전망

(단위: 억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,480	1,547	1,592	1,717	1,778	1,925	2,132	2,284
YoY	4.7%	4.5%	2.9%	7.9%	3.5%	8.3%	10.8%	7.2%
정신신경용제	1,154	1,213	1,301	1,419	1,442	1,505	1,638	1,740
순환계용약	104	97	92	104	109	115	119	122
소화성궤양용제	91	89	63	40	47	56	66	77
골다공증	53	52	47	44	49	47	48	48
해열소염진통제	36	41	39	42	49	52	54	56
기타	42	54	50	68	82	149	207	242
YoY								
정신신경용제	13.7%	5.2%	7.2%	9.1%	1.6%	4.4%	8.8%	6.2%
순환계용약	9.7%	-6.7%	-4.8%	13.0%	4.6%	5.1%	4.1%	2.2%
소화성궤양용제	7.0%	-1.8%	-30.0%	-36.6%	19.0%	18.5%	17.5%	16.7%
골다공증	20.1%	-3.1%	-9.7%	-6.0%	11.9%	-3.3%	0.8%	0.8%
해열소염진통제	1.0%	12.8%	-3.1%	5.8%	17.0%	7.0%	4.0%	3.1%
기타	-70.1%	31.0%	-8.1%	36.1%	20.1%	82.4%	38.8%	16.9%
% of Sales								
정신신경용제	78.0%	78.5%	81.7%	82.7%	81.1%	78.2%	76.8%	76.2%
순환계용약	7.0%	6.3%	5.8%	6.1%	6.1%	6.0%	5.6%	5.3%
소화성궤양용제	6.2%	5.8%	3.9%	2.3%	2.7%	2.9%	3.1%	3.4%
골다공증	3.6%	3.3%	2.9%	2.6%	2.8%	2.5%	2.2%	2.1%
해열소염진통제	2.4%	2.6%	2.5%	2.4%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%
기타	2.8%	3.5%	3.1%	4.0%	4.6%	7.7%	9.7%	10.6%
영업이익	297	273	262	284	313	260	297	324
% of sales	20.0%	17.7%	16.4%	16.6%	17.6%	13.5%	13.9%	14.2%
% YoY	37.1%	-7.8%	-4.3%	8.6%	10.1%	-16.8%	14.1%	9.3%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

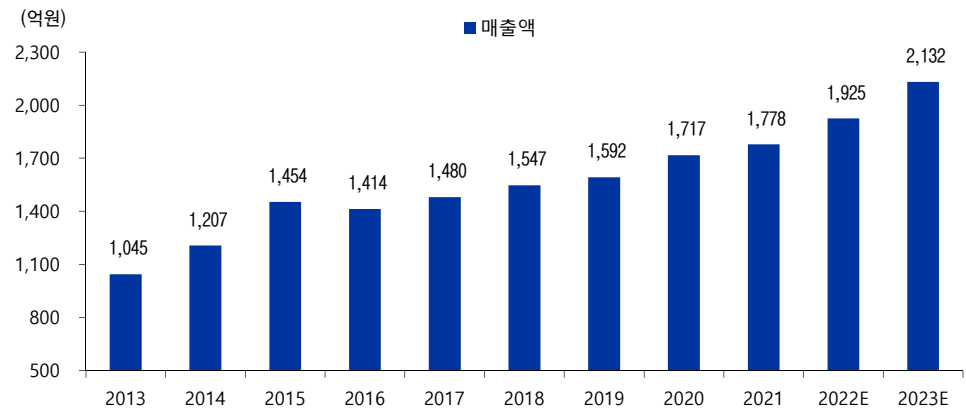
표4 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,870	2,108	1,925	2,132	2.9%	1.1%
영업이익	220	287	260	297	18.4%	3.6%
순이익	192	245	224	254	16.5%	3.5%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,

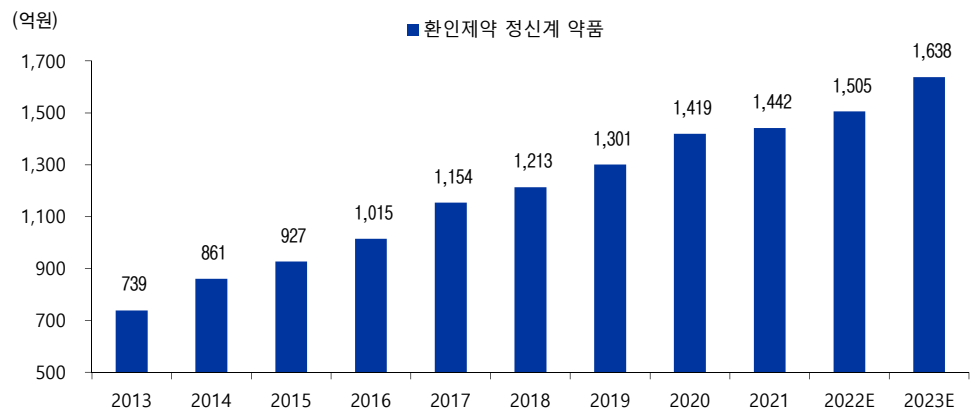
주: IFRS 연결기준

그림1 환인제약 매출액 추이



자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림2 환인제약 정신계 의약품 매출액 추이



자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

환인제약 (016580)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	214.4	242.4	253.5	268.3	285.6
현금 및 현금성자산	36.1	64.1	66.0	68.9	77.2
매출채권 및 기타채권	64.0	63.1	68.8	76.2	81.7
재고자산	32.8	32.7	35.5	39.3	42.1
기타유동자산	81.5	82.5	83.2	83.9	84.6
비유동자산	115.2	110.8	117.2	126.3	133.8
관계기업투자등	30.9	26.2	28.4	31.4	33.7
유형자산	43.6	45.1	46.3	48.0	50.1
무형자산	3.0	3.0	3.0	3.1	3.2
자산총계	329.6	353.2	370.7	394.6	419.4
유동부채	26.7	30.9	30.8	33.3	35.2
매입채무 및 기타채무	18.3	22.1	21.9	24.3	26.0
단기금융부채	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
기타유동부채	7.8	8.4	8.6	8.9	9.1
비유동부채	6.2	5.1	4.8	4.7	4.6
장기금융부채	1.6	1.3	1.0	0.8	0.8
기타비유동부채	4.6	3.8	3.8	3.8	3.8
부채총계	33.0	36.0	35.6	38.0	39.8
지배주주지분	296.1	316.9	334.8	356.3	379.3
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	295.4	313.3	334.8	357.8
비지배주주지분(연결)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
자본총계	296.6	317.2	335.1	356.6	379.6

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	22.8	35.3	15.6	17.4	23.4
당기순이익(손실)	23.2	26.5	22.4	25.4	27.5
비현금수익비용가감	10.6	11.4	1.6	0.7	2.1
유형자산감가상각비	3.7	3.8	4.3	4.5	4.7
무형자산상각비	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
기타현금수익비용	6.5	7.2	-3.2	-4.3	-3.1
영업활동 자산부채변동	-5.2	3.9	-8.4	-8.6	-6.3
매출채권 감소(증가)	-0.1	-0.1	-5.7	-7.4	-5.5
재고자산 감소(증가)	-5.1	0.0	-2.7	-3.8	-2.8
매입채무 증가(감소)	-0.2	3.6	-0.2	2.4	1.7
기타자산, 부채변동	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
투자활동 현금	0.6	-2.1	-8.9	-10.6	-10.4
유형자산처분(취득)	-7.3	-2.8	-5.6	-6.2	-6.8
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6
투자자산 감소(증가)	8.9	2.5	-2.9	-3.8	-3.0
기타투자활동	-0.8	-1.5	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-5.2	-5.2	-4.7	-3.9	-4.7
차입금의 증가(감소)	-0.6	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1
자본의 증가(감소)	-4.6	-4.6	-4.6	-3.8	-4.6
배당금의 지급	4.6	4.6	4.6	3.8	4.6
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	18.1	28.0	2.0	2.9	8.3
기초현금	18.0	36.1	64.1	66.0	68.9
기말현금	36.1	64.1	66.0	68.9	77.2

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

주: IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	171.7	177.8	192.5	213.2	228.4
매출원가	85.1	84.3	98.9	110.2	118.5
매출총이익	86.6	93.5	93.5	103.0	110.0
판매비 및 관리비	58.2	62.2	67.5	73.3	77.5
영업이익	28.4	31.3	26.0	29.7	32.4
(EBITDA)	32.5	35.5	30.8	34.7	37.6
금융손익	1.4	2.0	2.0	2.2	2.3
이자비용	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	1.3	0.7	0.8	0.7	0.6
세전계속사업이익	31.1	33.9	28.8	32.5	35.3
계속사업법인세비용	7.9	7.4	6.4	7.2	7.8
계속사업이익	23.2	26.5	22.4	25.4	27.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.2	26.5	22.4	25.4	27.5
지배주주	23.4	26.7	22.4	25.4	27.5
총포괄이익	26.4	25.0	22.4	25.4	27.5
매출총이익률 (%)	50.4	52.6	48.6	48.3	48.1
영업이익률 (%)	16.6	17.6	13.5	13.9	14.2
EBITDA마진률 (%)	18.9	20.0	16.0	16.3	16.5
당기순이익률 (%)	13.5	14.9	11.6	11.9	12.1
ROA (%)	7.4	7.8	6.2	6.6	6.8
ROE (%)	8.2	8.7	6.9	7.3	7.5
ROIC (%)	9.7	11.5	9.6	10.3	10.6

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	10.9	10.2	11.7	10.3	9.5
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.1	6.9	7.5	6.5	5.8
P/CF	9.2	8.7	13.3	12.3	10.8
배당수익률 (%)	1.8	1.7	1.5	1.7	1.9
성장성 (%)					
매출액	7.9	3.5	8.3	10.8	7.2
영업이익	8.6	10.1	-16.8	14.1	9.3
세전이익	10.1	9.0	-15.1	13.0	8.6
당기순이익	24.6	14.1	-15.3	13.1	8.7
EPS	25.1	14.0	-15.9	13.1	8.7
안정성 (%)					
부채비율	11.1	11.3	10.6	10.7	10.5
유동비율	802.1	784.5	822.2	804.6	810.2
순차입금/자기자본(x)	-15.5	-26.9	-26.4	-25.9	-26.7
영업이익/금융비용(x)	904.6	606.7	365.3	467.6	562.0
총차입금 (십억원)	2.2	1.7	1.3	1.1	0.9
순차입금 (십억원)	-45.9	-85.4	-88.4	-92.3	-101.5
주당지표(원)					
EPS	1,532	1,746	1,468	1,661	1,804
BPS	15,920	17,040	17,999	19,156	20,391
CFPS	1,815	2,037	1,289	1,398	1,592
DPS	300	300	250	300	330

환인제약 목표주가 추이		투자의견 변동내역							
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			과락율(%)
						최저 대비	최고 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	-10.4		-26.5	
10,000			2022.04.04	Buy	21,000				
5,000									
0									
	20/08	21/02	21/08	22/02	22/08				

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 리서치본부의 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 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.0% 9.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2021. 7. 1 ~ 2022. 6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)