



기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8897

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy(maintain)

목표주가	21,000 원
현재주가	17,200 원

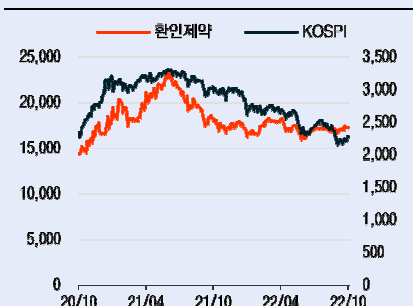
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (10/31)	2,293.61pt
시가총액	3,199 억원
발행주식수	18,600 천주
52 주 최고가/최저가	18,250 / 15,950 원
90 일 일평균거래대금	3.78 억원
외국인 지분율	14.3%
배당수익률(22.12E)	1.7%
BPS(22.12E)	17,986 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -3.7%
	6 개월 9.7%
	12 개월 18.6%
주주구성	이광식외 2 인 21.9%
	자사주 17.9%
	FIDELITY 10.0%

Stock Price



환인제약 (016580)

3Q22 Review: 기대치 상회, 4Q22 이후 기대감

3Q22 Review: 기대치 상회

동사의 3Q22 실적은 매출액 494억원(+9.8% yoy), 영업이익 71억원(-2.0% yoy, OPM 14.5%), 순이익 48억원(-20.8% yoy, NPM 9.6%)을 기록하였다. 영업이익은 YoY 소폭 감소하였지만, 당사의 기존 추정치(Sales 484억원, OP 60억원)대비 영업이익이(Sales +2.1%, OP +19.4%) 크게 상회하였다.

동사의 이익은 4Q21 이후 YoY 감소가 시작(4분기 연속 OP 역성장)되었다. 이유는 1) 2022년 연초 이후 정신계 의약품 약가 인하(P하락) → 영업이익률 감소, 2)향남(경기도 화성시) 신공장 인수(기존 한국안센의 건물 및 생산시설 매입, 460억원 규모) 이후 노후기계 수선비, 인건비 증가 등의 비용이 발생하고 있기 때문이다.

이러한 이익 둔화 흐름을 지나서 4Q22를 기점으로 동사의 영업이익이 YoY 상승세를 보일 것으로 기대된다. 물론 4Q22에도 지난 1~3분기와 같이 비용이 증가하겠지만 규모가 상대적으로 미미하고, 2023년 이후에는 약가인하에 대한 높은 Base Effect가 없기 때문에 YoY 성장이 가능할 것으로 기대된다.

다만, 동사의 OP margin이 2018년 ~ 2021년 수준인 17.1%(Band 16.4% ~ 17.7%)으로 회복되는데 시간이 조금 걸릴 것으로 보인다. 2023년에도 안성 물류창고 개보수 등의 일회성 비용이 반영될 것이고, 향남 신공장의 가동이 본격화되는 2Q23이후 고정비가 증가할 것이기 때문이다. 그래도 중장기적인 외형성장과 영업이익 증가 관점에서는 긍정적이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	171.7	177.8	192.7	211.7	228.3
영업이익	28.4	31.3	27.8	31.4	34.5
세전계속사업손익	31.1	33.9	28.2	32.0	35.4
순이익(지배주주)	23.2	26.5	22.1	25.0	27.6
EPS (원)	1,532	1,746	1,453	1,638	1,809
증감률 (%)	25.1	14.0	-16.8	12.7	10.4
PER (x)	10.9	10.2	11.8	10.5	9.5
PBR (x)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	8.1	6.9	7.1	6.3	5.5
영업이익률 (%)	16.6	17.6	14.4	14.8	15.1
EBITDA 마진 (%)	18.9	20.0	16.9	17.2	17.4
ROE (%)	8.2	8.7	6.8	7.3	7.5
부채비율 (%)	11.1	11.3	10.6	10.6	10.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 3Q22 Review

(단위: 억원)	3Q22	3Q21	YoY	2Q22	QoQ	기존추정치	오차
매출액	494	450	9.8%	486	1.6%	484	2.1%
영업이익	71	73	-2.0%	64	11.1%	60	19.4%
순이익	48	60	-20.8%	54	-11.2%	52	-9.2%
OPM	14.5%	16.2%		13.2%		12.4%	
NPM	9.6%	13.4%		11.0%		10.8%	

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망: 3Q22 사업부별 실적은 아직 미공시: 당사 추정치 적용

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
매출액	452	426	450	450	488	486	494	460
YoY	7.6%	1.1%	3.8%	1.8%	8.0%	14.0%	9.8%	2.2%
정신신경용제	367	348	356	372	377	379	382	376
순환계용약	29	26	26	28	30	31	30	29
소화성궤양용제	13	11	12	12	14	13	14	13
골다공증	13	11	12	13	11	12	13	13
해열소염진통제	12	12	11	14	12	12	12	15
기타	19	19	33	11	45	40	43	14
YoY								
정신신경용제	7.3%	-0.5%	-1.7%	1.5%	2.8%	9.0%	7.3%	1.1%
순환계용약	15.0%	-0.4%	-1.2%	5.1%	2.8%	19.4%	13.5%	3.9%
소화성궤양용제	38.3%	-17.6%	6.8%	84.1%	9.8%	17.2%	24.0%	2.3%
골다공증	22.4%	12.4%	16.7%	-1.3%	-19.3%	5.4%	3.1%	2.8%
해열소염진통제	22.5%	26.9%	7.6%	13.2%	6.4%	3.9%	7.7%	6.3%
기타	-21.0%	37.9%	148.6%	-36.9%	135.4%	107.7%	35.6%	29.1%
% of Sales								
정신신경용제	81.1%	81.6%	79.1%	82.6%	77.2%	78.0%	77.4%	81.7%
순환계용약	6.5%	6.0%	5.8%	6.3%	6.1%	6.3%	6.0%	6.4%
소화성궤양용제	2.8%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%	2.6%	2.9%	2.7%
골다공증	2.9%	2.6%	2.7%	2.8%	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%
해열소염진통제	2.6%	2.8%	2.4%	3.2%	2.5%	2.5%	2.4%	3.3%
기타	4.2%	4.5%	7.3%	2.4%	9.2%	8.2%	8.7%	3.0%
영업이익	121	76	73	43	97	64	71	45
% of sales	26.7%	17.9%	16.2%	9.6%	19.9%	13.2%	14.5%	9.8%
% YoY	66.8%	35.4%	-13.0%	-40.1%	-19.5%	-15.6%	-2.0%	4.2%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표3 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,925	2,132	1,927	2,117	0.1%	-0.7%
영업이익	260	297	278	314	6.7%	5.8%
순이익	224	254	222	252	-1.0%	-0.8%

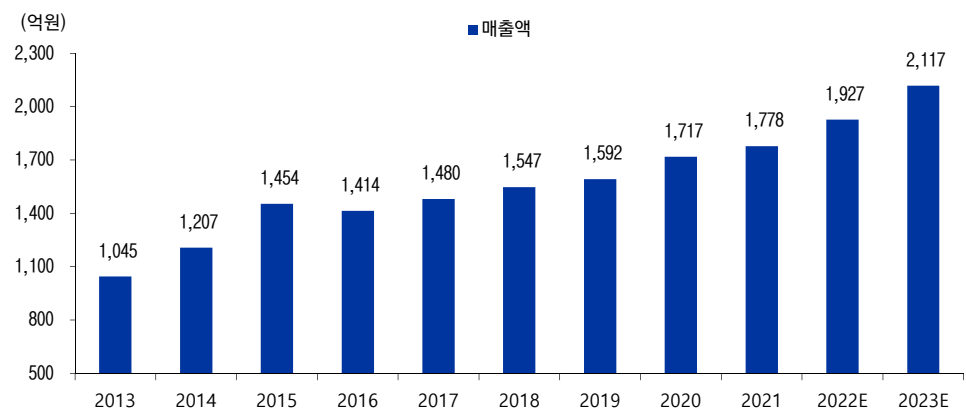
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표4 연간실적 전망

(단위: 억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,480	1,547	1,592	1,717	1,778	1,927	2,117	2,283
YoY	4.7%	4.5%	2.9%	7.9%	3.5%	8.4%	9.8%	7.8%
정신신경용제	1,154	1,213	1,301	1,419	1,442	1,514	1,641	1,754
순환계용약	104	97	92	104	109	119	125	130
소화성궤양용제	91	89	63	40	47	53	60	65
골다공증	53	52	47	44	49	48	49	49
해열소염진통제	36	41	39	42	49	52	54	55
기타	42	54	50	68	82	141	189	229
YoY								
정신신경용제	13.7%	5.2%	7.2%	9.1%	1.6%	5.0%	8.4%	6.9%
순환계용약	9.7%	-6.7%	-4.8%	13.0%	4.6%	9.5%	4.6%	3.8%
소화성궤양용제	7.0%	-1.8%	-30.0%	-36.6%	19.0%	13.0%	12.3%	8.6%
골다공증	20.1%	-3.1%	-9.7%	-6.0%	11.9%	-2.5%	1.6%	1.6%
해열소염진통제	1.0%	12.8%	-3.1%	5.8%	17.0%	6.1%	3.9%	3.0%
기타	-70.1%	31.0%	-8.1%	36.1%	20.1%	73.0%	33.5%	21.6%
% of Sales								
정신신경용제	78.0%	78.5%	81.7%	82.7%	81.1%	78.5%	77.5%	76.8%
순환계용약	7.0%	6.3%	5.8%	6.1%	6.1%	6.2%	5.9%	5.7%
소화성궤양용제	6.2%	5.8%	3.9%	2.3%	2.7%	2.8%	2.8%	2.9%
골다공증	3.6%	3.3%	2.9%	2.6%	2.8%	2.5%	2.3%	2.2%
해열소염진통제	2.4%	2.6%	2.5%	2.4%	2.8%	2.7%	2.5%	2.4%
기타	2.8%	3.5%	3.1%	4.0%	4.6%	7.3%	8.9%	10.1%
영업이익	297	273	262	284	313	278	314	345
% of sales	20.0%	17.7%	16.4%	16.6%	17.6%	14.4%	14.8%	15.1%
% YoY	37.1%	-7.8%	-4.3%	8.6%	10.1%	-11.2%	13.1%	10.0%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림1 환인제약 매출액 추이

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

환인제약 (016580)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	214.4	242.4	253.2	267.4	284.4
현금 및 현금성자산	36.1	64.1	65.6	68.7	76.0
매출채권 및 기타채권	64.0	63.1	68.9	75.7	81.6
재고자산	32.8	32.7	35.5	39.0	42.1
기타유동자산	81.5	82.5	83.2	83.9	84.6
비유동자산	115.2	110.8	117.3	125.7	133.8
관계기업투자등	30.9	26.2	28.4	31.2	33.6
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	370.5	393.1	418.1
유동부채	26.7	30.9	30.9	33.2	35.2
매입채무 및 기타채무	18.3	22.1	21.9	24.1	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	37.8	39.8
지배주주지분	296.1	316.9	334.5	355.0	378.0
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	313.1	333.5	356.5
비지배주주지분(연결)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
자본총계	296.6	317.2	334.8	355.3	378.3

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	22.8	35.3	15.2	18.2	22.6
당기순이익(손실)	23.2	26.5	22.1	25.0	27.6
비현금수익비용가감	10.6	11.4	1.6	1.0	1.8
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	-4.0	-3.4
영업활동 자산부채변동	-5.2	3.9	-8.5	-7.9	-6.8
매출채권 감소(증가)	-0.1	-0.1	-5.8	-6.8	-5.9
재고자산 감소(증가)	-5.1	0.0	-2.8	-3.5	-3.1
매입채무 증가(감소)	-0.2	3.6	-0.2	2.2	1.9
기타자산, 부채변동	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
투자활동 현금	0.6	-2.1	-9.0	-10.3	-10.6
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	-3.0	-3.6	-3.2
기타투자활동	-0.8	-1.5	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-5.2	-5.2	-4.7	-4.7	-4.7
차입금의 증가(감소)	-0.6	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1
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	28.0	1.5	3.2	7.3
기초현금	18.0	36.1	64.1	65.6	68.7
기말현금	36.1	64.1	65.6	68.7	76.0

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

주: IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	171.7	177.8	192.7	211.7	228.3
매출원가	85.1	84.3	96.3	106.2	115.0
매출총이익	86.6	93.5	96.5	105.5	113.3
판매비 및 관리비	58.2	62.2	68.7	74.1	78.7
영업이익	28.4	31.3	27.8	31.4	34.5
(EBITDA)	32.5	35.5	32.6	36.4	39.7
금융손익	1.4	2.0	2.0	2.1	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	-1.5	-1.5	-1.4
세전계속사업이익	31.1	33.9	28.2	32.0	35.4
계속사업법인세비용	7.9	7.4	6.1	7.0	7.8
계속사업이익	23.2	26.5	22.1	25.0	27.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.2	26.5	22.1	25.0	27.6
지배주주	23.4	26.7	22.2	25.0	27.6
총포괄이익	26.4	25.0	22.1	25.0	27.6
매출총이익률 (%)	50.4	52.6	50.0	49.8	49.6
영업이익률 (%)	16.6	17.6	14.4	14.8	15.1
EBITDA마진률 (%)	18.9	20.0	16.9	17.2	17.4
당기순이익률 (%)	13.5	14.9	11.5	11.8	12.1
ROA (%)	7.4	7.8	6.1	6.6	6.8
ROE (%)	8.2	8.7	6.8	7.3	7.5
ROIC (%)	9.7	11.5	10.2	10.9	11.3

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	10.9	10.2	11.8	10.5	9.5
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.1	6.9	7.1	6.3	5.5
P/CF	9.2	8.7	13.5	12.3	10.9
배당수익률 (%)	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
성장성 (%)					
매출액	7.9	3.5	8.4	9.8	7.8
영업이익	8.6	10.1	-11.2	13.1	10.0
세전이익	10.1	9.0	-16.7	13.5	10.5
당기순이익	24.6	14.1	-16.5	13.3	10.4
EPS	25.1	14.0	-16.8	12.7	10.4
안정성 (%)					
부채비율	11.1	11.3	10.6	10.6	10.5
유동비율	802.1	784.5	820.3	805.8	807.1
순차입금/자기자본(x)	-15.5	-26.9	-26.3	-25.9	-26.5
영업이익/금융비용(x)	904.6	606.7	389.7	494.7	598.3
총차입금 (십억원)	2.2	1.7	1.3	1.1	0.9
순차입금 (십억원)	-45.9	-85.4	-88.0	-92.1	-100.3
주당지표(원)					
EPS	1,532	1,746	1,453	1,638	1,809
BPS	15,920	17,040	17,986	19,085	20,323
CFPS	1,815	2,037	1,274	1,399	1,581
DPS	300	300	300	300	300

환인제약

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

30,000

25,000

20,000

15,000

10,000

5,000

0

20/11

21/05

21/11

22/05

22/11

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			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 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	90.2% 9.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2021. 10. 1 ~ 2022. 9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)