2023년 1월 11일

기업분석 | Mid-Small Cap

환인제약 (016580)

4Q22 Preview: 2023년 하반기 신공장 가동

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

Buy(maintain)

목표주가	21,000 원
현재주가	17,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (1/10)		2,351.31pt
시가총액		3,274 억원
발행주식수		18,600 천주
52 주 최고가/최저가		18,250 / 15,950 원
90 일 일평균거래대금		3.35 억원
외국인 지분율		14.5%
배당수익률(22.12E)		1.7%
BPS(22.12E)		18,050 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	1.6%
	6 개월	5.0%
	12 개월	18.8%
주주구성	이광식 외 2 인	21.9%
	자사주	17.9%
	FIDELITY	10.0%

Stock Price

4Q22 Preview

동사의 4Q22 예상 실적은 매출액 470억원(+4.5% yoy), 영업이익 61억원(+42.1% yoy, OPM 10.3%), 순이익 50억원(+28.7% yoy, NPM 10.6%)을 전망한다. 이는 당사의 기존 추정치(Sales 460억원, OP 45억원)대비 상향(Sales +2.3%, OP +36.4%)하는 것이다. 영업이익이 YoY 크게 성장할 것이라고 보는 이유는 1)지난 4Q21 약가 인하로 인한 출하조정으로 수익성이 둔화된 것에 대한 기저효과, 2)이번 분기에는 특별한 일회성 비용 반영이 없는 것으로 파악되기 때문이다.

2023년은 준비 그리고 2024년 이익성장 기대감

동사의 OP margin은 2023년을 저점으로 점진적인 회복을 보일 것으로 기대된다. 2023년에는 1)안성 물류창고 개보수, 2)연구소 내부 공사 관련 등의 일회성 비용이 반영될 것이고, 3)2023년 3분기 가동이 시작될 것으로 보이는 향남 신공장의 선제적 고정비(인건비 등)가 상반기에는 매출기여 없이 비용으로만 반영될 것이기 때문이다. 참고로 2023년 매출액은 7종의 의약품 상품도입 효과로 외형확대가 가능할 것으로 보인다.

정신계 의약품의 추세적인 성장

동사의 정신계 의약품 매출액은 과거 5년 CAGR 5.8% 수준의 안정적인 성장이 진행되고 있다. 특히, 항우울제(아고틴+에프람정 Sales 2020년 46억원 → 2021년 142억원 → 2022년 188억원 → 2023년E 222억원)가 고성장하고 있다. 향후에도 고령화 + 사회적인 인식 변화로 정신계 의약품 성장흐름이 유지될 가능성이 높다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	171.7	177.8	193.8	213.3	229.9
영업이익	28.4	31.3	29.4	21.7	28.0
세전계속사업손익	31.1	33.9	29.8	22.5	29.0
순이익(지배주주)	23.4	26.7	23.4	17.5	22.6
EPS (원)	1,532	1,746	1,531	1,149	1,481
증감률 (%)	25.1	14.0	-12.3	-25.0	28.9
PER (x)	10.9	10.2	11.5	15.3	11.9
PBR (x)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	8.1	6.9	7.3	9.3	7.5
영업이익률 (%)	16.6	17.6	15.2	10.2	12.2
EBITDA 마진 (%)	18.9	20.0	19.7	14.2	15.9
ROE (%)	8.2	8.7	7.2	5.1	6.3
부채비율 (%)	11.1	11.3	10.6	10.9	10.9

주: IFRS 연결 기준
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

표1 4Q22 Preview

(단위: 억원)	4Q22E	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	기존추정치	변경
매출액	470	450	4.5%	494	-4.7%	460	2.3%
영업이익	61	43	42.1%	71	-14.3%	45	36.4%
순이익	50	39	28.7%	48	4.3%	37	34.3%
OPM	13.0%	9.6%		14.5%		9.8%	
NPM	10.6%	8.6%		9.6%		8.0%	

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	**488**	**486**	**494**	**470**	**533**	**538**	**542**	**519**
YoY	*8.0%*	*14.0%*	*9.8%*	*4.5%*	*9.2%*	*10.8%*	*9.7%*	*10.5%*
정신신경용제	377	379	388	388	417	427	432	435
순환계용약	30	31	30	29	31	32	31	30
소화성궤양용계	14	13	13	13	14	13	13	13
골다공증	11	12	11	13	11	12	11	14
해열소염진통제	12	12	14	15	13	13	15	16
기타	45	40	37	11	47	42	39	12
YoY								
정신신경용제	*2.8%*	*9.0%*	*9.0%*	*4.5%*	*10.5%*	*12.7%*	*11.4%*	*12.0%*
순환계용약	*2.8%*	*19.4%*	*16.0%*	*4.0%*	*3.3%*	*3.5%*	*3.9%*	*3.8%*
소화성궤양용계	*9.8%*	*17.2%*	*14.1%*	*2.2%*	*1.7%*	*1.9%*	*1.9%*	*0.7%*
골다공증	*-19.3%*	*5.4%*	*-12.8%*	*4.7%*	*3.4%*	*2.8%*	*1.8%*	*2.0%*
해열소염진통제	*6.4%*	*3.9%*	*27.9%*	*7.7%*	*6.7%*	*5.2%*	*5.1%*	*4.5%*
기타	*135.4%*	*107.7%*	*13.7%*	*5.5%*	*5.9%*	*5.4%*	*3.4%*	*4.0%*
% of Sales								
정신신경용제	77.2%	78.0%	78.6%	82.6%	78.1%	79.3%	79.8%	83.7%
순환계용약	6.1%	6.3%	6.1%	6.2%	5.8%	5.9%	5.8%	5.9%
소화성궤양용계	2.8%	2.6%	2.7%	2.7%	2.6%	2.4%	2.5%	2.4%
골다공증	2.2%	2.4%	2.2%	2.8%	2.1%	2.2%	2.0%	2.6%
해열소염진통제	2.5%	2.5%	2.9%	3.3%	2.5%	2.4%	2.7%	3.1%
기타	9.2%	8.2%	7.6%	2.4%	8.9%	7.8%	7.1%	2.3%
영업이익	**97**	**64**	**71**	**61**	**48**	**51**	**57**	**61**
% of sales	19.9%	13.2%	14.5%	13.0%	8.9%	9.6%	10.6%	11.7%
% YoY	*-19.5%*	*-15.6%*	*-2.0%*	*42.1%*	*-51.1%*	*-19.9%*	*-19.8%*	*-0.9%*

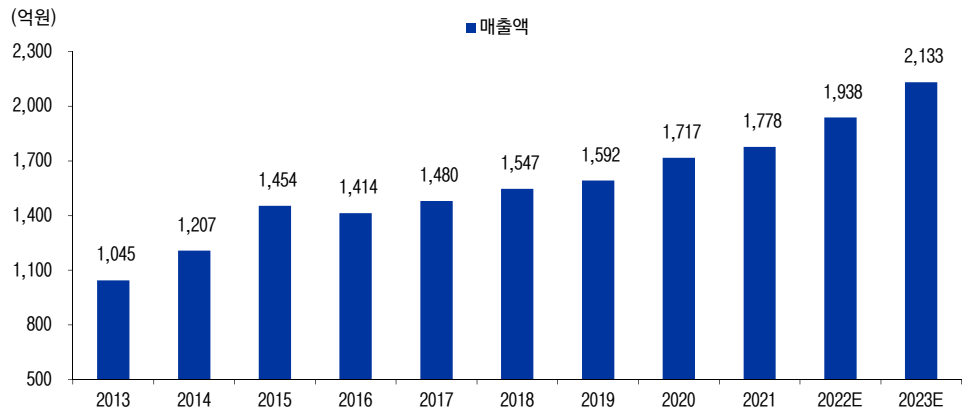
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표3 연간실적 전망

(단위: 억원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,547**	**1,592**	**1,717**	**1,778**	**1,938**	**2,133**	**2,299**	**2,464**
YoY	*4.5%*	*2.9%*	*7.9%*	*3.5%*	*9.0%*	*10.0%*	*7.8%*	*7.2%*
정신신경용제	1,213	1,301	1,419	1,442	1,532	1,711	1,846	1,980
순환계용약	97	92	104	109	120	124	129	134
소화성궤양용계	89	63	40	47	52	53	54	54
골다공증	52	47	44	49	46	47	48	50
해열소염진통제	41	39	42	49	54	57	59	62
기타	54	50	68	82	133	140	162	185
YoY								
정신신경용제	*5.2%*	*7.2%*	*9.1%*	*1.6%*	*6.3%*	*11.7%*	*7.9%*	*7.2%*
순환계용약	*-6.7%*	*-4.8%*	*13.0%*	*4.6%*	*10.2%*	*3.6%*	*3.7%*	*3.5%*
소화성궤양용계	*-1.8%*	*-30.0%*	*-36.6%*	*19.0%*	*10.6%*	*1.5%*	*1.1%*	*1.0%*
골다공증	*-3.1%*	*-9.7%*	*-6.0%*	*11.9%*	*-6.0%*	*2.5%*	*2.3%*	*2.2%*
해열소염진통제	*12.8%*	*-3.1%*	*5.8%*	*17.0%*	*11.0%*	*5.3%*	*3.6%*	*4.3%*
기타	*31.0%*	*-8.1%*	*36.1%*	*20.1%*	*62.9%*	*4.9%*	*16.2%*	*14.0%*
% of Sales								
정신신경용제	78.5%	81.7%	82.7%	81.1%	79.1%	80.2%	80.3%	80.4%
순환계용약	6.3%	5.8%	6.1%	6.1%	6.2%	5.8%	5.6%	5.4%
소화성궤양용계	5.8%	3.9%	2.3%	2.7%	2.7%	2.5%	2.3%	2.2%
골다공증	3.3%	2.9%	2.6%	2.8%	2.4%	2.2%	2.1%	2.0%
해열소염진통제	2.6%	2.5%	2.4%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%
기타	3.5%	3.1%	4.0%	4.6%	6.9%	6.5%	7.1%	7.5%
영업이익	**273**	**262**	**284**	**313**	**294**	**217**	**280**	**310**
% of sales	17.7%	16.4%	16.6%	17.6%	15.2%	10.2%	12.2%	12.6%
% YoY	*-7.8%*	*-4.3%*	*8.6%*	*10.1%*	*-6.0%*	*-26.2%*	*29.3%*	*10.4%*

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	212.0	222.2	237.4
현금 및 현금성자산	36.1	64.1	23.8	22.7	28.3
매출채권 및 기타채권	64.0	63.1	69.3	76.3	82.2
재고자산	32.8	32.7	35.7	39.3	42.4
기타유동자산	81.5	82.5	83.2	83.9	84.6
비유동자산	115.2	110.8	159.7	164.8	169.6
관계기업투자등	30.9	26.2	28.6	31.4	33.9
유형자산	43.6	45.1	88.4	86.5	85.3
무형자산	3.0	3.0	3.0	3.1	3.2
자산총계	**329.6**	**353.2**	**371.8**	**387.0**	**407.0**
유동부채	26.7	30.9	31.0	33.4	35.4
매입채무 및 기타재무	18.3	22.1	22.1	24.3	26.2
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**	**35.8**	**38.0**	**40.0**
지배주주지분	296.1	316.9	335.7	348.7	366.7
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	314.2	327.2	345.2
비지배주주지분(연결)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
자본총계	**296.6**	**317.2**	**336.0**	**349.0**	**367.0**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**171.7**	**177.8**	**193.8**	**213.3**	**229.9**
매출원가	85.1	84.3	93.8	113.9	119.3
매출총이익	**86.6**	**93.5**	**100.0**	**99.4**	**110.6**
판매비 및 관리비	58.2	62.2	70.6	77.7	82.5
영업이익	**28.4**	**31.3**	**29.4**	**21.7**	**28.0**
(EBITDA)	32.5	35.5	38.2	30.3	36.5
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	-1.6	-1.3	-1.3
세전계속사업이익	**31.1**	**33.9**	**29.8**	**22.5**	**29.0**
계속사업법인세비용	7.9	7.4	6.5	5.0	6.4
계속사업이익	23.2	26.5	23.3	17.5	22.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**23.2**	**26.5**	**23.3**	**17.5**	**22.6**
지배주주	23.4	26.7	23.4	17.5	22.6
총포괄이익	**26.4**	**25.0**	**23.3**	**17.5**	**22.6**
매출총이익률 (%)	50.4	52.6	51.6	46.6	48.1
영업이익률 (%)	16.6	17.6	15.2	10.2	12.2
EBITDA마진률 (%)	18.9	20.0	19.7	14.2	15.9
당기순이익률 (%)	13.5	14.9	12.0	8.2	9.8
ROA (%)	7.4	7.8	6.4	4.6	5.7
ROE (%)	8.2	8.7	7.2	5.1	6.3
ROIC (%)	9.7	11.5	9.9	6.3	7.9

현금흐름표

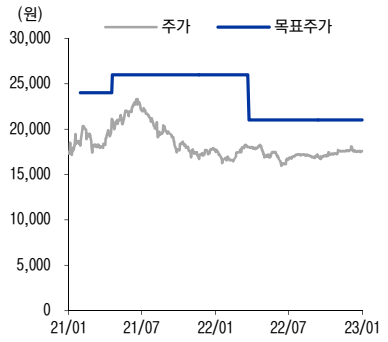
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**22.8**	**35.3**	**19.7**	**14.0**	**20.9**
당기순이익(손실)	23.2	26.5	23.3	17.5	22.6
비현금수익비용가감	10.6	11.4	5.3	4.5	5.1
유형자산감가상각비	3.7	3.8	8.3	8.1	8.0
무형자산상각비	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
기타현금수익비용	6.5	7.2	-3.4	-4.1	-3.4
영업활동 자산부채변동	-5.2	3.9	-9.0	-8.1	-6.8
매출채권 감소(증가)	-0.1	-0.1	-6.2	-7.0	-5.9
재고자산 감소(증가)	-5.1	0.0	-3.0	-3.6	-3.1
매입채무 증가(감소)	-0.2	3.6	-0.1	2.2	1.9
기타자산, 부채변동	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
투자활동 현금	**0.6**	**-2.1**	**-55.2**	**-10.4**	**-10.6**
유형자산처분(취득)	-7.3	-2.8	-51.6	-6.2	-6.8
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6
투자자산 감소(증가)	8.9	2.5	-3.1	-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**	**-40.2**	**-1.1**	**5.5**
기초현금	18.0	36.1	64.1	23.8	22.7
기말현금	36.1	64.1	23.8	22.7	28.3

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	10.9	10.2	11.5	15.3	11.9
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.1	6.9	7.3	9.3	7.5
P/CF	9.2	8.7	11.4	14.8	11.8
배당수익률 (%)	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
성장성 (%)					
매출액	7.9	3.5	9.0	10.0	7.8
영업이익	8.6	10.1	-6.0	-26.2	29.3
세전이익	10.1	9.0	-12.2	-24.4	28.9
당기순이익	24.6	14.1	-12.0	-24.7	28.9
EPS	25.1	14.0	-12.3	-25.0	28.9
안정성 (%)					
부채비율	11.1	11.3	10.6	10.9	10.9
유동비율	802.1	784.5	684.4	666.1	670.6
순차입금/자기자본(x)	-15.5	-26.9	-13.8	-13.2	-14.3
영업이익/금융비용(x)	904.6	606.7	412.6	341.5	485.7
총차입금 (십억원)	2.2	1.7	1.3	1.1	0.9
순차입금 (십억원)	-45.9	-85.4	-46.3	-46.1	-52.6
주당지표(원)					
EPS	1,532	1,746	1,531	1,149	1,481
BPS	15,920	17,040	18,050	18,747	19,716
CFPS	1,815	2,037	1,539	1,186	1,489
DPS	300	300	300	300	300

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

환인제약 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 평균대비
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			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 평균대비

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	93.0% 7.0%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)