



환인제약 (016580)

삶이 힘들어질 때 사야하는 제약주 No.1

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 0237727463

Buy (신규)

목표주가(신규): 31,000원

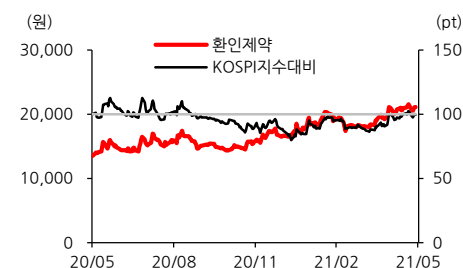
현재 주가(5/28)	21,100원
상승여력	▲46.9%
시가총액	3,925억원
발행주식수	18,600천주
52 주 최고가 / 최저가	21,550 / 13,500원
90 일 일평균 거래대금	36.15억원
외국인 지분율	13.4%
주주 구성	
이광식 (외 2 인)	21.9%
자사주 (외 1 인)	17.9%
국민연금공단 (외 1 인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.0	10.5	34.8	50.2
상대수익률(KOSPI)	-0.2	4.6	13.7	-7.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020	2021E
매출액	155	159	172	186
영업이익	27	26	28	35
EBITDA	30	30	32	40
지배주주순이익	22	19	23	28
EPS	1,157	1,005	1,257	1,524
순차입금	-93	-110	-115	-134
PER	16.6	15.4	13.3	13.8
PBR	1.4	1.0	1.0	1.2
EV/EBITDA	8.6	5.9	6.0	6.5
배당수익률	1.6	1.9	1.8	1.4
ROE	8.6	7.0	8.2	9.2

주가 추이



환인제약은 국내 정신치료 의약품 시장에서 시장점유율 19.2%로 1위를 차지하고 있습니다. 전체 매출의 80% 이상이 정신신경용 의약품으로 구성되어 있어, 뇌와 신경질환 전문제약사입니다. 코로나블루, 부동산 급등, 가상화폐 급락 등 삶이 힘들어질 때 성장하는 회사입니다.

투자 포인트

정신의학과 진료비는 2020년 6,460억원으로 5년 동안 72%가 확대 (2015년 3,764억원)되어 연평균 11.4%씩 성장하였다. 코로나로 인한 사회적 고립, 부동산 급등으로 상대적 박탈감, 가상화폐 급락 등으로 정신적 스트레스, 우울증이 증가되어 동사의 수혜가 예상된다. 1분기부터 상품을 제품으로 변경해 수익성이 개선된 부분도 매력적이다.

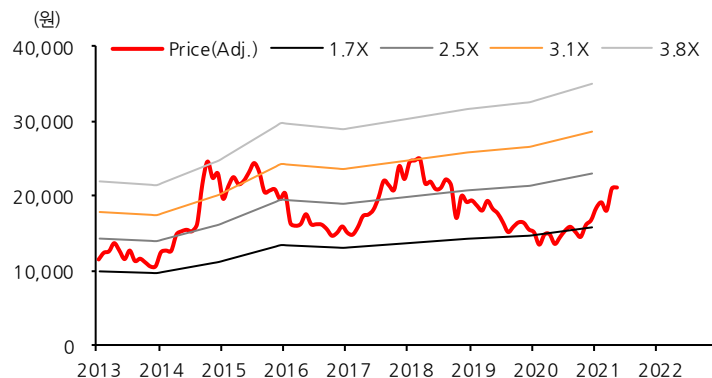
2분기 전망

연결기준 2분기 매출액은 457억원(YoY +8.6%), 영업이익 75억원 (YoY +33.9%)으로 전망한다. 2013년부터 상품 도입 판매하던 한국산 도스의 항우울제 4종(에스시탈로프람, 파록세틴, 셀트랄린, 미르탁스)이 2020년 12월에 계약만료되었다. 종료된 4품목을 자체생산, 판매하면서 1분기에 수익성(영업이익 121억원 YoY +68.1%)이 대폭 좋아졌지만, 당 리서치에서는 보수적으로 2분기를 추정했다.

투자의견 'Buy', 목표주가 31,000원 제시

동사에 대한 투자의견 'Buy', 목표주가 31,000원으로 신규커버리지를 개시한다. 최근 4분기 평균 PSR 1.8배를 적용해 목표주가를 산정했다.

PSR 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

목표가 산출 및 실적 전망

[표1] 목표가 산출

(단위: 억원, 배, 천주)

구분	산출내역	비고
1. 기업가치(A*B)	3,343	
A. 매출액	1,857	2021년 연결기준 매출액
B. Target PSR	1.8	최근 4분기 PSR 1.8배
2. 순차입금	-	2021년 연결기준 예상 순차입금
3. 목표기업가치(1-2)	4,683	
4. 주식수(C-D)	15,267	전자공시시스템 최근 경기보고서(사업, 반기, 분기보고서) 기준
C. 발행주식수	18,600	
D. 자기주식수	3,333	
5. 목표주가(3/4)(원)	31,000	
6. 현재주가(원)	21,100	
7. 상승여력	46.9%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

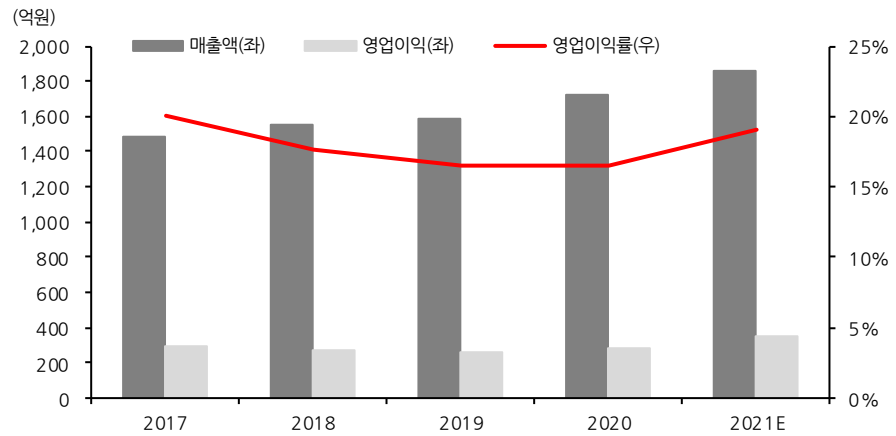
[표2] 환인제약 연도별 및 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	2019	2020	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출	1,592	1,717	1,857	420	421	433	442	452	457	468	480
YoY(%)		7.9	8.2					7.6	8.6	8.1	8.6
정신신경용제	1,301	1,419	1,520	342	350	362	366	366	378	385	391
소화성궤양용제	63	40	49	11	8	10	11	12	10	11	12
순환계용약	93	104	117	25	26	26	27	29	27	30	31
골다공증 치료제	47	44	49	10	13	11	11	13	11	12	13
해열 소염 진통제	39	42	45	9	11	10	11	12	12	13	12
기타	49	68	77	24	14	13	17	19	19	17	21
매출원가	800	851	859	205	222	214	211	191	221	224	223
YoY(%)		6.4	0.9					-6.8	-0.5	4.7	5.7
매출원가율(%)	50.3	49.6	46.3	48.8	52.7	49.4	47.7	42.3	48.4	47.9	46.5
매출총이익	792	866	998	216	199	220	231	261	236	244	257
YoY(%)		9.3	15.2					20.8	18.6	10.9	11.3
매출총이익률(%)	49.7	50.4	53.7	51.4	47.3	50.8	52.3	57.7	51.6	52.1	53.5
판관비	530	582	643	143	143	136	160	140	161	165	177
YoY(%)		9.8	10.5					-2.1	12.6	21.3	10.6
판관비율(%)	33.3	33.9	34.6	34.0	34.0	31.4	36.2	31.0	35.2	35.3	36.9
영업이익	262	284	355	72	56	84	72	121	75	79	80
YoY(%)		8.4	25.0					68.1	33.9	-6.0	11.1
영업이익률(%)	16.5	16.5	19.1	17.1	13.3	19.4	16.3	26.8	16.4	16.9	16.7
순이익	186	232	283	64	47	74	46	99	59	62	63
YoY(%)		24.7	22.0					54.7	25.5	-16.2	37.0
순이익률(%)	11.7	13.5	15.2	15.2	11.2	17.1	10.4	21.9	12.9	13.2	13.1

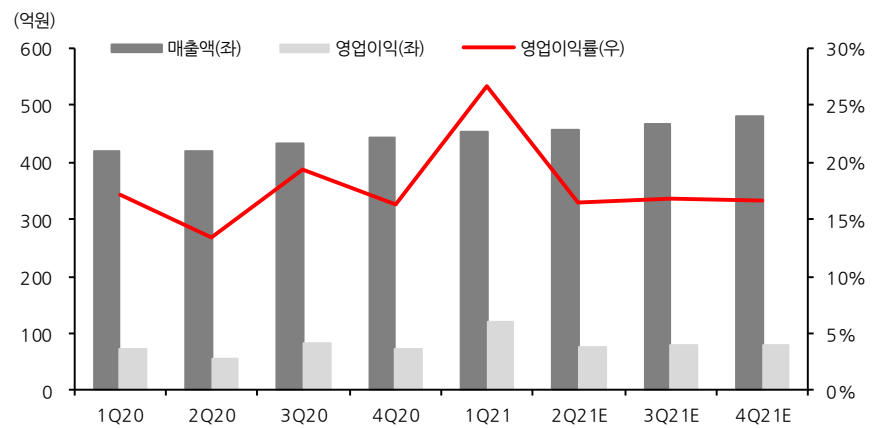
자료: 환인제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



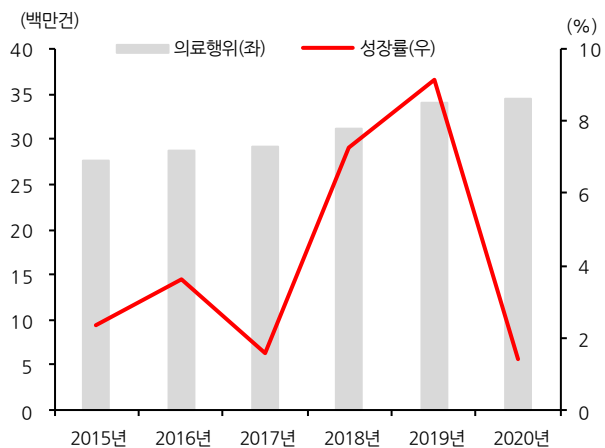
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



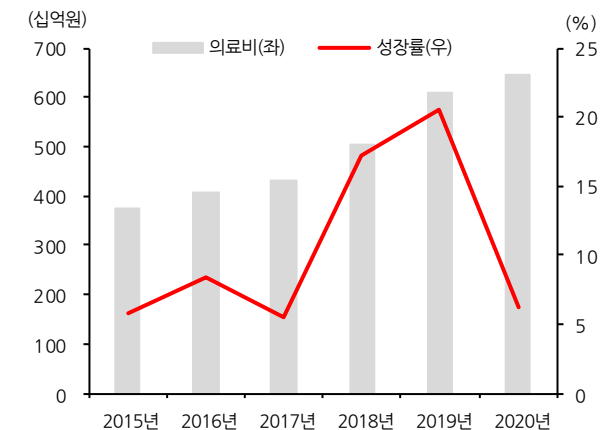
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연도별 정신건강의학과 의료행위 현황



자료: 건강보험심사평가원, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 연도별 정신건강의학과 의료비 현황



주1: 의료비는 건강보험공단에서 의료행위별로 상대가치를 부여한 금액임
 자료: 건강보험심사평가원, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 환인제약 R&D 파이프라인

대구분	소구분	품목 및 프로젝트명	적응증	임상단계					비고
				전임상	1 상	2 상	3 상		
화학합성	개량신약	WIL-1901	치매	O					CMO 생산 중
화학합성	개량신약	WIE-1901	뇌전증		O				진행중단 → 처방개선 연구 중(수출용)
화학합성	개량신약	WIE-1902	알츠하이머&파킨슨병		O				Pilot PK 진행 중(수출용)
화학합성	신약	WID-2102	알츠하이머						연구계약 기간 종료, 기술이전 협의중
화학합성	신약	WIL-1806	통증						연구계약 기간 종료 및 특허 출원 검토 중
화학합성	신약	WIL-1906	면역항암						유효물질 최적화 연구 진행중
화학합성	신약	WIL-2001	항암제						유효물질 최적화 연구 진행중
화학합성	신약	WIL-2002	파킨슨						유효물질 최적화 연구 진행 중
화학합성	신약	WID-2101	파킨슨						동물 효능실험 진행 중
화학합성	제네릭	WIE-1904	주요우울증		O				생동완료, 허가 준비 중
화학합성	제네릭	WIG-2002	우울증						제제연구 중
화학합성	제네릭	WIG-1903	뇌전증						Pilot S/U 공정최적화 연구 중
화학합성	제네릭	WIE-1906	고지혈증	O					생동성시험 준비 중
화학합성	제네릭	WIT-2001	파킨슨						제제연구 및 비임상시험 진행 중
화학합성	제네릭	WIG-2001	항혈전제						제제연구 중
화학합성	제네릭	WIG-2102	우울증						제제연구 중
화학합성	제네릭	WIG-2103	우울증						제제연구 중
화학합성	제네릭	SIG-2104	신경안정제						제제연구 착수
화학합성	제네릭	WIG-QX15	조현병						타함량 허가완료, 생동시험 준비 중

자료: 환인제약, 한화투자증권 리서치센터

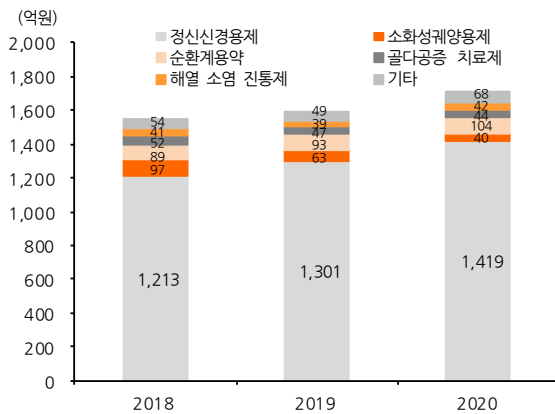
기업 개요

정신질환 치료제 압도적 1위 업체

환인제약은 1945년 설립된 환인제약소를 현 대표이사가 1978년 인수하여 1982년 사명을 바꾼 것이 현재 환인제약(주)이었다. 정신질환에 특화된 ETC(전문약품)를 생산하는 기업으로 1996년 코스피에 상장하였다. 소수 제약사만이 다루는 항우울제, 조현병 치료제 등 CNS(중추 신경계) 전문 의약품 특화 제약사로 10년 연속 15%이상 OPM을 달성하고 있다. 정신질환 치료제시장에서는 압도적인 경쟁력을 가지고 있으며 명인제약이 후발주자로서 뒤를 따르고 있다.

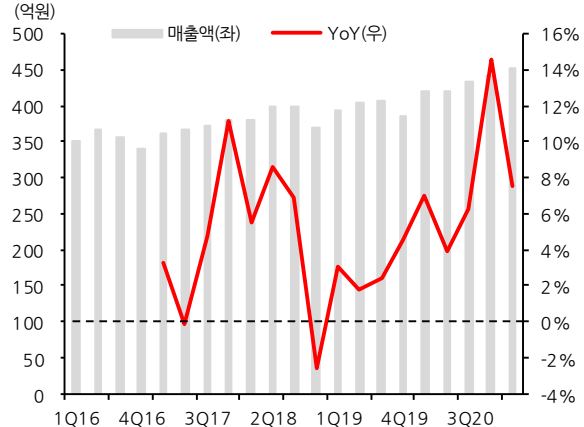
의약품 제조 및 판매 단일사업부문을 가지고 있으며 21년 1분기 기준 매출 순위는 정신신경용제(81%), 순환계용약(6%), 골다공증 치료제(3%), 소화성궤양용제, 해열 소염 진통제 순으로 정신신경용제의 판매가 압도적인 비중을 차지한다. 대표적인 품목으로는 정신분열증 치료제 리페리돈, 우울 장애 치료제 세로켈(쿠에타핀), ADHD치료제 메틸페니데이트 등이 있다. 18년 4분기 한차례 역성장을 제외하고는 15분기 연속 매출 성장을 이루었으며, 20년도 4분기와 21년 1분기에는 각각 전년동기 대비 15%, 8%에 달하는 매출성장을 시현했다.

[그림3] 환인제약 주요품목 매출 추이



자료: 환인제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 환인제약 분기별 매출 추이

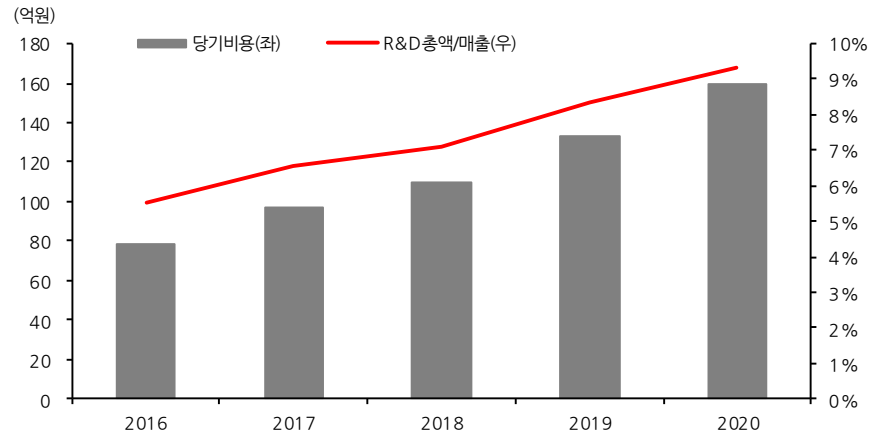


자료: 환인제약, 한화투자증권 리서치센터

매출 다변화와 파이프라인 확장을 위한 연구개발활동 확대

환인제약은 정신질환 치료제에 편중되어있는 매출을 다각화하기 위해 2018년 7월 NASH(비알콜성 지방간염)치료제를 연구개발하는 엠브로비엔파를 설립하였다. 또한 2010년 중반까지 5%대의 매출액 대비 R&D투자 수준에서 지속적인 R&D투자로 전년도 연결 재무제표 기준 전체 매출액 대비 9.3%를 R&D비용으로 지출하고 있다. 별도 재무제표 기준으로도 총 매출 대비 9.1%로 지속적으로 증가하는 추세이다.

[그림5] 환인제약 R&D 비용 추이



자료: 환인제약, 한화투자증권 리서치센터

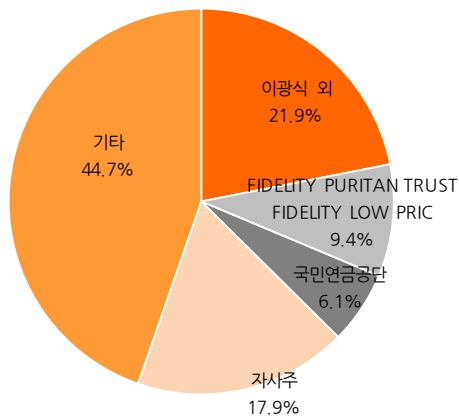
높은 자사주 비중으로
경영권 리스크 최소화

21년 분기보고서 기준 최대주주 지분율은 22%로 높지 않은 편이다. 21년 2월 국민연금 이 단순투자목적으로 6% 지분취득하였고, Fidelity자산운용의 지분율도 9.4%로 상당히 높은 편에 속한다. 환인제약은 2000년 초반부터 외국계 PEF의 지분위험을 받아왔으며 2006년 영국계 PEF인 Decan으로 최대주주가 바뀐 적이 있다. 하지만 20% 안팎의 높은 자사주 비율 덕분에 당시 경영권을 방어할 수 있었으며 20년도 말 기준으로 자사주의 비중도 18%로 높은 편에 속한다.

주주가치 제고를 위한
지속적인 주식배당

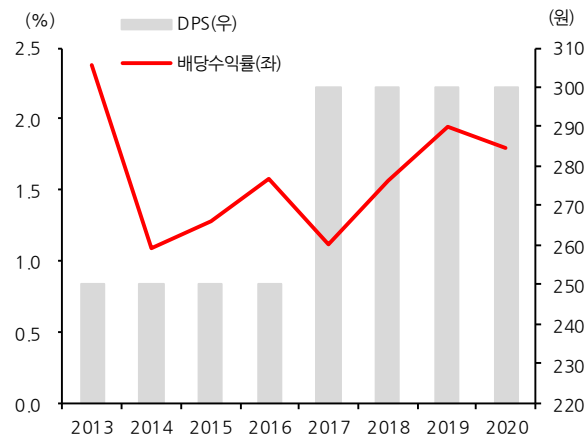
환인제약은 과거 23년 연속으로 배당을 지급하였으며, 최근 3개년 회계연도 기준 20% 안팎의 높은 현금배당성향을 가지고 있다. 17년도부터 기존 250원이었던 DPS를 300원으로 상향했으며, 20년도 배당수익률은 1.8% 최근 5개년 평균 배당수익률은 1.7%에 달한다.

[그림6] 환인제약 주요 주주 현황



자료: 환인제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 환인제약 배당수익률 및 DPS 추이



자료: 환인제약, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
매출액	148	155	159	172	186
매출총이익	79	79	79	87	100
영업이익	30	27	26	28	35
EBITDA	32	30	30	32	40
순이자손익	2	2	2	2	2
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	36	29	28	31	38
당기순이익	27	22	19	23	28
지배주주순이익	27	22	19	23	28
증가율(%)					
매출액	4.7	4.5	2.9	7.9	8.1
영업이익	37.1	-7.8	-4.3	8.6	24.8
EBITDA	35.1	-4.5	-1.4	8.1	22.5
순이익	65.7	-20.8	-13.5	24.6	22.1
이익률(%)					
매출총이익률	53.3	51.3	49.7	50.4	53.7
영업이익률	20.0	17.7	16.4	16.6	19.1
EBITDA 이익률	21.6	19.7	18.9	18.9	21.4
세전이익률	24.7	19.0	17.7	18.1	20.2
순이익률	18.4	13.9	11.7	13.5	15.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
영업현금흐름	23	17	25	23	25
당기순이익	27	22	19	23	28
자산상각비	2	3	4	4	4
운전자본증감	-3	-6	2	-5	-8
매출채권 감소(증가)	-5	1	3	0	-6
재고자산 감소(증가)	-1	-5	-2	-5	-1
매입채무 증가(감소)	3	-1	0	0	-3
투자현금흐름	-37	-14	-40	1	-9
유형자산처분(취득)	-19	-4	-3	-8	-4
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-2	-11	-38	10	-3
재무현금흐름	-4	-5	-5	-5	0
차입금의 증가(감소)	0	0	-1	-1	0
자본의 증가(감소)	-4	-5	-5	-5	-5
배당금의 지급	-4	-5	-5	-5	-5
총현금흐름	31	31	31	34	35
(-)운전자본증가(감소)	0	8	-2	2	3
(-)설비투자	19	4	3	8	4
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	11	19	31	23	28
(-)기타투자	19	-3	0	4	7
잉여현금	-8	22	31	19	21
NOPLAT	22	20	17	21	27
(+) Dep	2	3	4	4	4
(-)운전자본투자	0	8	-2	2	3
(-)Capex	19	4	3	8	4
OpFCF	5	11	20	15	24

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
유동자산	172	188	205	214	239
현금성자산	81	93	112	117	136
매출채권	69	68	64	64	69
재고자산	21	26	28	33	33
비유동자산	103	100	100	115	115
투자자산	61	58	61	69	69
유형자산	40	39	38	44	44
무형자산	2	2	3	3	3
자산총계	275	288	305	330	355
유동부채	28	24	25	27	29
매입채무	17	14	12	13	11
유동성이자부채	0	0	0	1	1
비유동부채	4	4	6	6	5
비유동이자부채	0	0	1	2	2
부채총계	32	28	30	33	34
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	220	240	254	273	297
자본조정	-7	-11	-11	-8	-8
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
자본총계	243	260	274	297	320

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
주당지표					
EPS	1,461	1,157	1,005	1,257	1,524
BPS	13,069	13,956	14,719	15,920	17,198
DPS	300	300	300	300	300
CFPS	1,667	1,673	1,684	1,815	1,871
ROA(%)	10.5	7.7	6.3	7.4	8.3
ROE(%)	11.7	8.6	7.0	8.2	9.2
ROIC(%)	17.1	13.9	11.6	14.1	17.1
Multiples(x, %)					
PER	15.2	16.6	15.4	13.3	13.8
PBR	1.7	1.4	1.0	1.0	1.2
PSR	2.8	2.3	1.8	1.8	2.1
PCR	13.3	11.4	9.2	9.2	11.3
EV/EBITDA	10.4	8.6	5.9	6.0	6.5
배당수익률	1.3	1.6	1.9	1.8	1.4
안정성(%)					
부채비율	13.1	10.8	11.1	11.1	10.7
Net debt/Equity	-33.2	-36.0	-40.2	-38.7	-41.8
Net debt/EBITDA	-252.6	-306.3	-366.9	-353.5	-336.8
유동비율	613.9	794.0	828.4	802.1	816.1
이자보상배율(배)	n/a	n/a	1,290.4	904.6	704.8
자산구조(%)					
투자자본	49.2	49.7	46.0	45.3	43.8
현금+투자자산	50.8	50.3	54.0	54.7	56.2
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	0.6	0.7	0.6
자기자본	100.0	100.0	99.4	99.3	99.4

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 05월 31일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김형수)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[환인제약 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.05.31				
투자 의견	투자등급변경	Buy				
목표가격		31,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.31	Buy	31,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%