



환인제약 (016580)

자회사 브랜드 인지도 제고를 위한 투자

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 0237727463

Buy (유지)

목표주가(하향): 27,000원

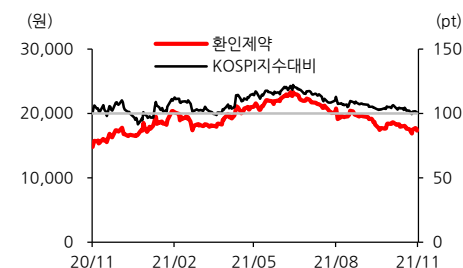
현재 주가(11/17)	17,350원
상승여력	▲55.6%
시가총액	3,227억원
발행주식수	18,600천주
52 주 최고가 / 최저가	23,300 / 14,500원
90 일 일평균 거래대금	7.33억원
외국인 지분율	14.4%
주주 구성	
이광식 (외 2 인)	21.9%
자사주 (외 1 인)	17.9%
FIDELITY mngmt&research co.(외 5 인)	10.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.7	-13.7	-17.4	19.7
상대수익률(KOSPI)	-4.0	-7.9	-11.9	3.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	159	172	180	188
영업이익	26	28	34	35
EBITDA	30	32	38	40
지배주주순이익	19	23	28	28
EPS	1,005	1,257	1,531	1,499
순차입금	-110	-115	-129	-141
PER	15.4	13.3	11.3	11.6
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.9	6.0	5.0	4.5
배당수익률	1.9	1.8	1.7	1.7
ROE	7.0	8.2	9.2	8.4

주가 추이



환인제약은 수익성에서 다소 아쉬운 3 분기 실적을 시현했습니다. 자회사 브랜드 인지도 제고를 위한 비용 집행으로 기존 기대치 대비 낮은 수익성이 예상됩니다.

자회사 '애즈유' 성장에 투자했던 3분기

환인제약의 연결기준 3분기 실적은 매출액 450억원(YoY +3.8%)과 영업이익 73억원(-12.9%)을 시현했다. 전년동기 14억원에서 78% 증가된 광고선전비 32억원이 수익성 하락의 원인이다. 별도기준 실적은 매출액 445억원(YoY +2.8%)과 영업이익 82억원(-4.7%)으로 전년동기 대비 수익성이 소폭 하락했다. 2020년 3월에 설립한 건강기능식품 중심의 종합유통 자회사 애즈유(지분율 100%)의 광고선전비 집행이 수익성 하락의 주된 이유로 판단된다. 지난 7월 출시한 프리미엄 건강기능식품 3종 '아쿠아랩 곤약제라마이드', '어글칼슘 플러스업', '레드라이 코펜맥스'를 중심으로 마케팅 비용이 집행되었다.

안정적인 매출성장이 예상되는 4분기 & 배당확대 전망

4분기 매출액은 474억원(YoY +7.2%)과 영업이익 71억원(-1.2%)이 예상된다. 동사가 국내 시장점유율 1위를 하고 있는 정신신경용 의약품이 373억원, 3분기 프로모션으로 인지도를 높인 건강기능식품 매출이 연말특수로 40억원의 매출을 달성할 것으로 판단된다. 애즈유의 브랜드 인지도 제고를 위한 마케팅 비용과 연구개발비 확대가 반영된 판매관리비는 전년동기대비 8억원 증가한 168억원으로 추정한다.

동사는 2017년부터 주당 300원의 배당을 실시했으며, 배당성향은 20~25%다. 금년도 연결기준 순이익이 전년동기대비 22% 증가한 283억원으로 추정되어, 배당금액도 증가될 것으로 예상된다. 금일 종가 기준으로 기대되는 현금배당수익률은 1.7~2.3%다.

투자의견 'BUY'유지, 목표주가 27,000원으로 하향

정신신경용 의약품을 중심으로 안정적인 성장을 시현하고 있는 동사에 대한 투자의견 'BUY'를 유지한다. 판매관리비 증가로 기존 전망치보다 낮아진 수익성을 반영해 10%의 할인율을 적용, 목표주가는 27,000원으로 하향 조정한다.

[표1] 목표가 산출내역

(단위: 억 원, 배, 천 주)

구분	산출내역	비고
1. 기업가치(A*B)	2,883	
A. 매출액	1,802	2021년 연결기준 매출액
B. Target PSR	1.6	2020년 PSR 1.8배, 예상 수익성 저하로 10% 할인
2. 순차입금	-1,293	2021년 연결기준 예상 순차입금
3. 목표기업가치(1-2)	4,176	
4. 주식수(C-D)	15,267	전자공시시스템 최근 정기보고서(사업, 반기, 분기보고서) 기준
C. 발행주식수	18,600	
D. 자기주식수	3,333	
5. 적정가치(3/4)(원)	27,354	
6. 목표주가(원)	27,000	
7. 현재주가(원)	17,350	
8. 상승여력	55.6%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 환인제약 연도별 및 분기별 실적 추이(연결)

(단위: 억 원)

	2019	2020	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E
매출	1,592	1,717	1,802	420	421	433	442	452	426	450	474
YoY(%)	2.9	7.9	4.9	7.0	4.0	6.3	14.5	7.6	1.1	3.8	7.2
매출원가	800	851	852	205	222	214	211	191	204	222	235
YoY(%)	6.1	6.4	0.1	14.5	9.6	1.2	1.5	(6.5)	(8.3)	3.8	11.6
매출원가율(%)	50.3	49.6	47.3	48.7	52.7	49.3	47.6	42.3	47.8	49.3	49.6
매출총이익	792	866	950	216	199	220	231	261	222	228	239
YoY(%)	(0.2)	9.4	9.7	0.8	(1.7)	11.7	29.7	20.9	11.6	3.8	3.2
매출총이익률(%)	49.7	50.4	52.7	51.3	47.3	50.7	52.4	57.7	52.2	50.7	50.4
판매비	530	582	609	143	143	136	160	140	146	155	168
YoY(%)	2.0	9.7	4.7	15.9	4.8	2.5	16.0	(2.3)	2.2	14.1	5.3
판매비율(%)	33.3	33.9	33.8	34.1	33.9	31.4	36.1	31.0	34.3	34.5	35.4
영업이익	262	284	341	72	56	84	72	121	76	73	71
YoY(%)	(4.3)	8.6	20.0	(19.9)	(15.2)	30.8	75.4	66.7	35.4	(12.9)	(1.2)
영업이익률(%)	16.4	16.6	18.9	17.2	13.4	19.3	16.3	26.7	17.9	16.2	15.0
순이익	186	232	283	64	47	74	46	99	68	60	57
YoY(%)	(13.5)	24.6	22.0	(16.2)	70.9	43.1	53.4	55.4	42.5	(19.4)	23.1
순이익률(%)	11.7	13.5	15.7	15.2	11.3	17.1	10.5	21.9	15.9	13.3	12.0

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 환인제약 연도별 및 분기별 실적 추이(별도)

(단위: 억 원)

	2019	2020	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
매출	1,592	1,713	420	421	433	438	453	424	445
YoY(%)	2.9	7.6	7.0	4.0	6.3	13.6	7.7	0.8	2.8
매출원가	800	850	205	222	214	210	191	203	222
YoY(%)	6.1	6.3	14.5	9.6	1.2	1.2	(6.4)	(8.4)	3.8
매출원가율(%)	50.3	49.6	48.7	52.7	49.3	47.9	42.3	47.9	49.8
매출총이익	792	863	216	199	220	228	261	221	224
YoY(%)	(0.2)	9.0	0.8	(1.7)	11.7	27.9	21.1	11.0	1.8
매출총이익률(%)	49.7	50.4	51.3	47.3	50.7	52.1	57.7	52.1	50.2
판관비	527	570	142	139	134	155	136	141	155
YoY(%)	1.5	8.1	15.3	2.4	1.7	13.5	(4.4)	1.1	15.7
판관비율(%)	33.1	33.3	33.9	33.0	30.9	35.3	30.1	33.1	34.8
영업이익	264	293	73	60	86	74	125	81	82
YoY(%)	(3.3)	10.8	(18.9)	(9.9)	32.2	74.6	70.5	33.8	(4.7)
영업이익률(%)	16.6	17.1	17.5	14.3	19.7	16.8	27.7	19.0	18.3
순이익	187	237	65	48	76	48	103	62	60
YoY(%)	(12.9)	26.3	(15.0)	69.0	44.0	60.6	58.9	29.6	(20.7)
순이익률(%)	11.8	13.8	15.5	11.3	17.5	11.0	22.8	14.6	13.5

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

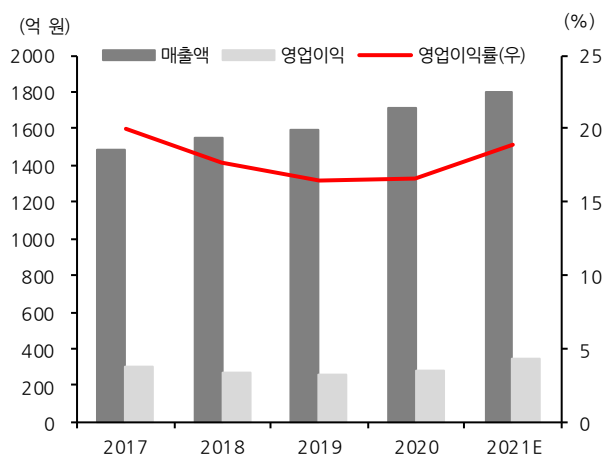
[표4] 환인제약 부문별 매출 추이(연결)

(단위: 억 원)

	2019	2020	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
부문별 매출													
정신신경용제	1,301	1,419	309	325	330	337	342	350	362	366	367	348	356
소화성궤양용제	63	40	20	21	20	2	11	8	10	11	29	26	26
순환계용약	93	104	24	23	24	23	25	26	26	27	13	11	12
골다공증 치료제	47	44	12	11	11	12	10	13	11	11	12	11	11
해열 소염 진통제	39	42	10	9	10	10	9	11	10	11	12	12	11
기타	49	68	18	16	13	2	24	14	13	17	19	19	33
부문별 YoY(%)													
정신신경용제	7.2	9.1	5.1	4.8	4.9	14.2	10.4	7.6	9.8	8.7	7.3	(0.5)	(1.7)
소화성궤양용제	(35.5)	(36.6)	(22.2)	(9.0)	(13.9)	(91.2)	(45.0)	(61.7)	(47.6)	366.2	170.7	215.2	155.6
순환계용약	4.4	11.8	(7.7)	(17.9)	(4.1)	108.4	5.8	12.4	12.3	16.9	(48.0)	(57.2)	(53.8)
골다공증 치료제	(9.7)	(6.0)	(13.7)	(13.1)	(13.7)	3.4	(19.3)	10.3	(5.7)	(8.6)	31.1	(12.4)	4.4
해열 소염 진통제	(3.1)	5.8	(3.0)	(11.7)	7.1	(4.4)	(8.4)	25.3	(0.2)	8.4	29.1	1.2	7.4
기타	(9.9)	38.9	55.7	15.3	(4.1)	(86.9)	32.4	(11.8)	1.1	735.4	(21.0)	37.7	148.6

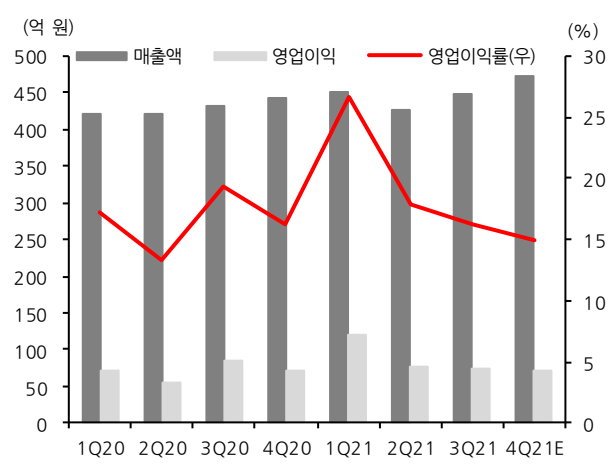
자료: 환인제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



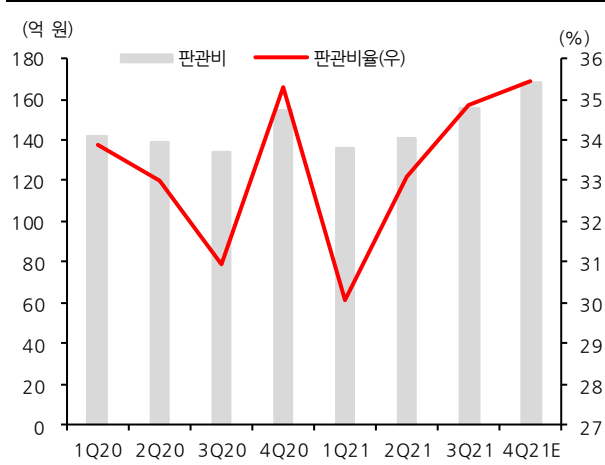
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



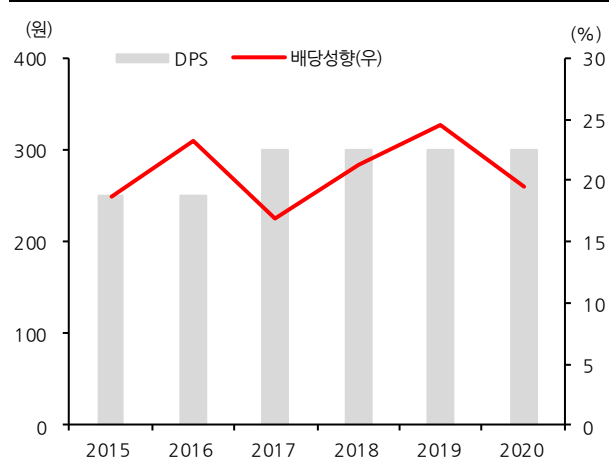
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 분기별 판매관리비 현황 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 연도별 DPS 및 배당성향 현황



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 환인제약 R&D 파이프라인

대구분	소구분	품목 및 프로젝트명	적응증	연구 시작일	임상단계				비고
					전임상	1 상	2 상	3 상	
화학합성	개량신약	WIL-1901	치매	2016 년		진행(한국)			CMO 생산 중
화학합성	개량신약	WIP-DF17	우울증	2017 년					(25mg) 허가신청
화학합성	개량신약	WIE-1901	뇌전증	2019 년		진행(한국)			처방개선 연구 중(수출용)
화학합성	신약	WIL-1906	면역항암	2019 년					유효물질 최적화 연구 진행중
화학합성	신약	WIL-2002	파킨슨	2020 년					유효물질 확보
화학합성	신약	WID-2101	파킨슨	2021 년					동물 효능실험 진행 중
화학합성	신약	WID-2102	알츠하이머	2021 년					연구계약 기간 종료, 기술이전 협의중
화학합성	제네릭	WIG-QX15	조현병	2015 년					(50mg) 처방개선 연구 중
화학합성	제네릭	WIG-1903	뇌전증	2019 년					처방개선 연구 중
화학합성	제네릭	WIE-1904	주요우울증	2019 년					허가신청
화학합성	제네릭	WIE-1906	고지혈증	2019 년					생동시험 중
화학합성	제네릭	WIT-2001	파킨슨	2020 년		진행(한국)			Pilot PK 진행 중 (수출용)
화학합성	제네릭	WIG-2001	항혈전제	2020 년					제제연구 중
화학합성	제네릭	WIG-2002	우울증	2020 년					제제연구 중
화학합성	제네릭	WIG-2102	우울증	2021 년					제제연구 중
화학합성	제네릭	WIG-2103	우울증	2021 년					공정최적화 연구 중
화학합성	제네릭	SIG-2104	신경안정제	2021 년					제제연구 착수
화학합성		WIG-1901	파킨슨	2019 년					허가 완료

자료: 환인제약, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	155	159	172	180	188
매출총이익	79	79	87	95	97
영업이익	27	26	28	34	35
EBITDA	30	30	32	38	40
순이자손익	2	2	2	2	2
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	29	28	31	37	37
당기순이익	22	19	23	28	28
지배주주순이익	22	19	23	28	28
증가율(%)					
매출액	4.5	2.9	7.9	4.9	4.4
영업이익	-7.8	-4.3	8.6	20.0	3.4
EBITDA	-4.5	-1.4	8.1	18.2	4.6
순이익	-20.8	-13.5	24.6	22.2	-1.6
이익률(%)					
매출총이익률	51.3	49.7	50.4	52.7	51.6
영업이익률	17.7	16.4	16.6	18.9	18.8
EBITDA 이익률	19.7	18.9	18.9	21.3	21.3
세전이익률	19.0	17.7	18.1	20.5	19.9
순이익률	13.9	11.7	13.5	15.7	14.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	17	25	23	22	28
당기순이익	22	19	23	28	28
자산상각비	3	4	4	4	5
운전자본증감	-6	2	-5	-7	-5
매출채권 감소(증가)	1	3	0	-5	-4
재고자산 감소(증가)	-5	-2	-5	-1	-2
매입채무 증가(감소)	-1	0	0	-2	1
투자현금흐름	-14	-40	1	-17	-15
유형자산처분(취득)	-4	-3	-8	-5	-8
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	-1
투자자산 감소(증가)	-11	-38	10	-10	-4
재무현금흐름	-5	-5	-5	-5	-6
차입금의 증가(감소)	0	-1	-1	0	0
자본의 증가(감소)	-5	-5	-5	-5	-6
배당금의 지급	-5	-5	-5	-5	-6
총현금흐름	31	31	34	36	33
(-)운전자본증감(감소)	8	-2	2	8	5
(-)설비투자	4	3	8	5	8
(+)자산매각	0	0	0	0	-1
Free Cash Flow	19	31	23	22	20
(-)기타투자	-3	0	4	0	3
잉여현금	22	31	19	22	18
NOPLAT	20	17	21	26	26
(+) Dep	3	4	4	4	5
(-)운전자본투자	8	-2	2	8	5
(-)Capex	4	3	8	5	8
OpFCF	11	20	15	17	19

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	188	205	214	234	251
현금성자산	93	112	117	131	143
매출채권	68	64	64	68	72
재고자산	26	28	33	33	35
비유동자산	100	100	115	115	121
투자자산	58	61	69	66	69
유형자산	39	38	44	46	49
무형자산	2	3	3	3	3
자산총계	288	305	330	349	373
유동부채	24	25	27	24	25
매입채무	14	12	13	12	13
유동성이자부채	0	0	1	0	0
비유동부채	4	6	6	5	5
비유동이자부채	0	1	2	1	1
부채총계	28	30	33	28	30
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	240	254	273	297	320
자본조정	-11	-11	-8	-8	-8
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
자본총계	260	274	297	321	343

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	1,157	1,005	1,257	1,531	1,499
BPS	13,956	14,719	15,920	17,216	18,415
DPS	300	300	300	300	300
CFPS	1,673	1,684	1,815	1,916	1,768
ROA(%)	7.7	6.3	7.4	8.4	7.7
ROE(%)	8.6	7.0	8.2	9.2	8.4
ROIC(%)	13.9	11.6	14.1	16.3	15.2
Multiples(x, %)					
PER	16.6	15.4	13.3	11.3	11.6
PBR	1.4	1.0	1.0	1.0	0.9
PSR	2.3	1.8	1.8	1.8	1.7
PCR	11.4	9.2	9.2	9.1	9.8
EV/EBITDA	8.6	5.9	6.0	5.0	4.5
배당수익률	1.6	1.9	1.8	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	10.8	11.1	11.1	8.9	8.6
Net debt/Equity	-36.0	-40.2	-38.7	-40.3	-41.2
Net debt/EBITDA	-306.3	-366.9	-353.5	-336.7	-351.9
유동비율	794.0	828.4	802.1	985.5	1,012.1
이자보상배율(배)	n/a	1,290.4	904.6	660.9	917.0
자산구조(%)					
투하자본	49.7	46.0	45.3	46.0	45.6
현금+투자자산	50.3	54.0	54.7	54.0	54.4
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.6	0.7	0.6	0.5
자기자본	100.0	99.4	99.3	99.4	99.5

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 11월 18일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김형수)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.05.31	2021.05.31	2021.09.02	2021.11.18	
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	
목표가격		김형수	31,000	31,000	27,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.31	Buy	31,000	-34.76	-24.84
2021.11.18	Buy	27,000		

[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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%