한화투자증권

2022년 5월 19일
기업분석

환인제약 (016580)

뜯어보면 호실적

▶Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 0237727463

Buy (유지)

목표주가(하향): 23,000원

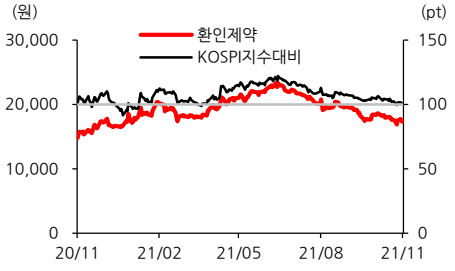
현재 주가(5/18)	17,100원
상승여력	▲34.5%
시가총액	3,181억원
발행주식수	18,600천주
52 주 최고가 / 최저가	23,300 / 16,250원
90 일 일평균 거래대금	7.59억원
외국인 지분율	14.5%
주주 구성	
이광식 (외 2 인)	21.9%
자사주 (외 1 인)	17.9%
FIDELITY mngmt&research co.(외 5 인)	10.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.5	3.0	-1.2	-18.8
상대수익률(KOSPI)	-2.0	7.3	9.7	-1.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	171	177	190	223
영업이익	29	33	24	31
EBITDA	33	37	31	40
지배주주순이익	24	26	19	25
EPS	1,273	1,416	1,274	1,668
순차입금	-45	-84	-28	-21
PER	13.1	12.6	13.4	10.2
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.0	6.6	9.4	7.5
배당수익률	1.8	1.7	1.8	1.8
ROE	8.3	8.6	6.1	7.7

주가 추이



환인제약의 1 분기는 약가인하에도 준수한 성적을 달성했습니다. 생산능력 확대를 위한 향남공장 인수 영향이 2 분기부터 반영될 전망입니다.

뜯어보면 고성장에 평소와 같은 수익성을 달성한 1분기

환인제약의 별도 기준 1분기 실적은 매출액 477억 원(YoY +5.4%)과 영업이익 99억 원(YoY -20.6%, OPM 20.8%)으로 1월 1일부터 시행된 약가인하에도 매출규모에서는 호실적을 기록했다. 매출원가율이 42.3%로 역대 최저를 기록한 작년 1분기와 비교해 수익성은 감소되어 보이지만, 올 1분기 영업이익률은 20.8%로 작년 연간 18.9%보다 높은 수익성을 달성했다. 작년 12월 보건복지부 건강보험정책심의위원회는 2020년 7월 1일부터 1년 동안 요양기관을 대상으로 조사한 약제 실거래가 결과를 토대로 보험약가 인하를 1월 1일부터 실행했다. 동사는 107품목에 대해 평균 2.5%의 보험약가가 인하되었다. 보험약가 효과는 동사의 매출에서 3% 정도로 추정되며, 작년 매출 기준으로 53억 원으로 분기별 13억 원 정도 영향을 미친 것으로 판단된다. 약가인하 영향이 없었다면, 490억 원의 매출액으로 8.1%의 고성장(5년 평균 매출성장율 4.6%)을 보인 1분기 실적이다.

2분기부터 시작되는 신공장 영향

2분기 매출액은 466억 원(YoY +9.8%)과 영업이익 66억 원(-17.8%, OPM 14.2%)이 예상된다. 코로나 19 이전의 일상생활로 돌아가고 있는 '위드 코로나' 정책으로 병원 내방율이 높아지고 있어 매출액은 높은 성장이 전망된다. 다만, 2020년 11월 한국얀센으로부터 460억 원에 인수한 향남공장이 하반기 가동을 준비하면서 매출원가율(49.2%→53.4%) 증가가 예상된다. 동사의 안성공장 가동률이 2020년부터 90%를 넘기면서 생산설비 확보는 피할 수 없는 선택이었다. 늘어난 생산능력을 바탕으로 하반기부터 수탁사업 매출 성장이 전망되어 연간 매출액은 1,897억 원(YoY +7.1%)으로 추정한다.

투자의견 'BUY'유지, 목표주가 23,000원으로 하향

동사에 대한 투자의견 'BUY' 유지하나, 목표주가는 23,000원으로 14.8% 하향 조정한다. 성장을 위한 투자로 생산설비를 인수했지만, 수익성 저하가 불가피해 10%의 할인율을 적용해 산출했다.

[표1] 목표가 산출내역 (단위: 억 원, 배, 천 주)

구분	산출내역	비고
1. 기업가치(A*B)	3,244	
A. 매출액	1,897	2022년 별도기준 매출액
B. Target PSR	1.71	최근 3년 PSR 1.9, 10% 할인
2. 순차입금	-339	2022년 별도기준 예상 순차입금
3. 목표기업가치(1-2)	3,583	
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)	23,468	
6. 목표주가(원)	23,000	
7. 현재주가(원)	17,100	
8. 상승여력	34.5%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 환인제약 연도별 및 분기별 실적 추이(별도) (단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출	1,713	1,772	1,897	420	421	433	438	453	424	445	449	477	466	470	484
YoY(%)	*7.6*	*3.4*	*7.1*	*7.0*	*4.0*	*6.3*	*13.6*	*7.7*	*0.8*	*2.8*	*2.5*	*5.4*	*9.8*	*5.5*	*7.8*
매출원가	850	841	1,023	205	222	214	210	191	203	221	226	235	249	267	272
YoY(%)	*6.3*	*(1.0)*	*21.5*	*14.5*	*9.6*	*1.2*	*1.2*	*(6.4)*	*(8.4)*	*3.4*	*7.5*	*22.7*	*22.3*	*21.0*	*20.4*
매출원가율(%)	49.6	47.5	53.9	48.7	52.7	49.3	47.9	42.3	47.9	49.6	50.2	49.2	53.4	56.9	56.1
매출총이익	863	930	875	216	199	220	228	261	221	224	224	242	217	203	213
YoY(%)	*9.0*	*7.8*	*(6.0)*	*0.8*	*(1.7)*	*11.7*	*27.9*	*21.1*	*11.0*	*2.2*	*(2.1)*	*(7.2)*	*(1.7)*	*(9.7)*	*(4.9)*
매출총이익률(%)	50.4	52.5	46.1	51.3	47.3	50.7	52.1	57.7	52.1	50.4	49.8	50.8	46.6	43.1	43.9
판관비	570	596	633	142	139	134	155	136	140	143	177	143	151	154	185
YoY(%)	*8.1*	*4.6*	*6.2*	*15.3*	*2.4*	*1.7*	*13.5*	*(4.4)*	*1.1*	*6.5*	*14.3*	*5.1*	*7.5*	*7.8*	*4.7*
판관비율(%)	33.3	33.6	33.4	33.9	33.0	30.9	35.3	30.1	33.1	32.1	39.4	30.0	32.4	32.8	38.2
영업이익	293	334	242	73	60	86	74	125	81	82	47	99	66	49	28
YoY(%)	*10.8*	*14.1*	*(27.7)*	*(18.9)*	*(9.9)*	*32.2*	*74.6*	*70.5*	*33.8*	*(4.7)*	*(36.5)*	*(20.6)*	*(17.8)*	*(40.5)*	*(41.1)*
영업이익률(%)	17.1	18.9	12.7	17.5	14.3	19.7	16.8	27.7	19.0	18.3	10.4	20.8	14.2	10.3	5.7
순이익	237	263	195	65	48	76	48	103	62	60	38	85	48	37	25
YoY(%)	*26.3*	*11.3*	*(26.2)*	*(15.0)*	*69.0*	*44.0*	*60.6*	*58.9*	*29.6*	*(20.7)*	*(20.8)*	*(17.7)*	*(22.7)*	*(38.0)*	*(36.0)*
순이익률(%)	13.8	14.9	10.3	15.5	11.3	17.5	11.0	22.8	14.6	13.5	8.5	17.8	10.3	7.9	5.1

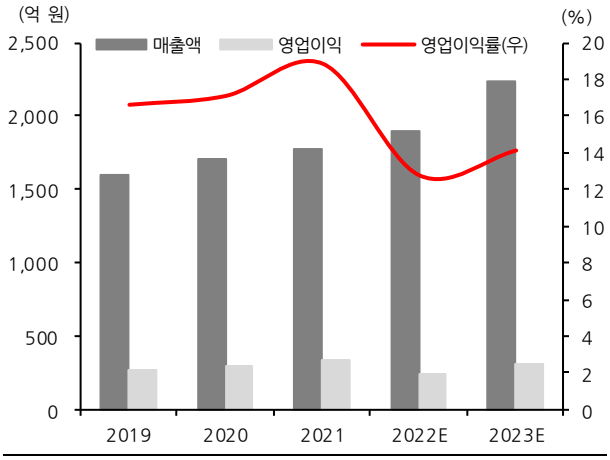
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 환인제약 부문별 매출 추이 (단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E
부문별 매출															
정신신경용제	1,419	1,442	1,519	342	350	362	366	367	348	356	372	377	378	381	383
순환계용약	104	109	119	25	26	26	27	29	26	26	28	30	29	29	31
골다공증 치료제	44	49	49	10	13	11	11	13	11	12	13	11	11	13	14
소화성궤양용제	40	47	59	11	8	10	11	12	11	12	12	14	14	15	16
해열 소염 진통제	42	49	51	9	11	10	11	12	12	11	14	12	12	12	15
기타	68	82	100	24	14	13	17	19	19	33	11	33	22	20	25
부문별 YoY(%)															
정신신경용제	*9.1*	*1.6*	*5.3*	*10.4*	*7.6*	*9.8*	*8.7*	*7.3*	*(0.5)*	*(1.7)*	*1.5*	*2.8*	*8.7*	*7.1*	*3.1*
순환계용약	*11.8*	*4.6*	*9.2*	*5.8*	*12.4*	*12.3*	*16.9*	*14.9*	*(0.4)*	*(1.2)*	*5.1*	*2.8*	*13.6*	*11.0*	*10.1*
골다공증 치료제	*(6.0)*	*11.9*	*(0.9)*	*(19.3)*	*10.3*	*(5.7)*	*(8.6)*	*38.6*	*(13.1)*	*13.0*	*16.4*	*(19.3)*	*0.3*	*6.4*	*10.0*
소화성궤양용제	*(36.6)*	*19.0*	*24.4*	*(45.0)*	*(61.7)*	*(47.6)*	*366.2*	*15.8*	*33.5*	*12.7*	*17.0*	*9.8*	*29.4*	*30.1*	*29.5*
해열 소염 진통제	*5.8*	*17.0*	*5.2*	*(8.4)*	*25.3*	*(0.2)*	*8.4*	*29.1*	*3.3*	*5.1*	*33.1*	*6.4*	*1.0*	*9.0*	*4.6*
기타	*38.9*	*20.0*	*22.6*	*32.4*	*(11.8)*	*1.1*	*735.4*	*(21.0)*	*37.7*	*148.6*	*(37.0)*	*74.3*	*15.2*	*(39.3)*	*134.9*

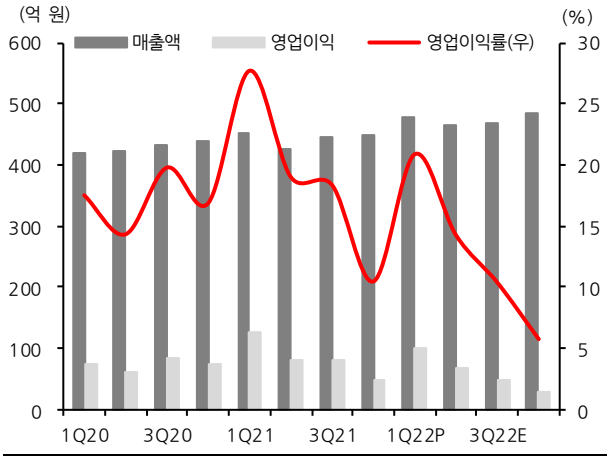
자료: 환인제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 실거래가 약가인하 현황(2022 년 1 월 시행)

순번	회사명	인하 품목수(개)	보험약가(전, 원)	보험약가(후, 원)	인하율(%)
1	제일약품(주)	67	2,106,183	1,972,416	6.4%
2	삼천당제약(주)	25	73,181	68,936	5.8%
3	이연제약(주)	43	971,690	916,213	5.7%
4	신일제약(주)	6	6,864	6,476	5.7%
5	동아에스티(주)	98	3,841,034	3,633,909	5.4%
6	명인제약(주)	162	118,596	113,026	4.7%
7	삼진제약(주)	74	290,114	277,357	4.4%
8	보령제약(주)	68	3,343,695	3,217,820	3.8%
9	부광약품(주)	44	218,819	210,791	3.7%
10	광동제약(주)	24	1,589,458	1,536,216	3.3%
11	(주)경보제약	13	149,784	144,862	3.3%
12	영진약품(주)	52	134,005	129,847	3.1%
13	일동제약(주)	68	1,640,841	1,592,218	3.0%
14	건일제약(주)	15	34,092	33,084	3.0%
15	(주)유한양행	36	1,808,333	1,754,905	3.0%
16	에스케이케미칼(주)	22	48,631	47,202	2.9%
17	신풍제약(주)	63	2,808,488	2,727,352	2.9%
18	한올바이오파마(주)	17	1,133,546	1,100,977	2.9%
19	(주)종근당	101	4,009,667	3,894,720	2.9%
20	에이치케이이노엔(주)	85	1,399,323	1,359,611	2.8%
21	하나제약(주)	36	312,749	304,189	2.7%
22	동국제약(주)	36	1,769,725	1,722,001	2.7%
23	제이더블유생명과학(주)	17	424,019	412,696	2.7%
24	대웅바이오(주)	25	58,214	56,686	2.6%
25	제이더블유중외제약(주)	85	3,671,458	3,576,136	2.6%
26	대한약품공업(주)	31	1,733,664	1,689,787	2.5%
27	환인제약(주)	107	130,556	127,270	2.5%
28	(주)셀트리온제약	5	21,189	20,677	2.4%
29	한미약품(주)	97	2,373,754	2,320,562	2.2%
30	코오롱제약(주)	17	561,362	548,953	2.2%

주: 보험약가는 약가인하 대상 품목의 단순합산임

자료: 보건복지부, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 환인제약 R&D 파이프라인

대구분	소구분	품목 및 프로젝트명	적응증	연구 시작일	임상단계				비고
					전임상	1 상	2 상	3 상	
건강기능식품		WIN-1702	눈건강	2017 년					식약처 개별인정 획득
화학합성	개량신약	WIP-DF17	우울증	2017 년					(25mg) 허가완료
화학합성	개량신약	WIE-1901	뇌전증	2019 년					처방개선 연구 중(수출용)
화학합성	신약	WII-1906	면역항암	2019 년					과제종료
화학합성	신약	WII-2002	파킨슨	2020 년					선도물질 최적화 연구중
화학합성	신약	WID-2101	파킨슨	2021 년					선도물질 최적화 및 효능평가 연구 중
화학합성	신약	WID-2102	알츠하이머	2021 년					선도물질 효능평가 연구 중
화학합성	신약	WII-2001	항암제	2020 년					국가신약개발과제 선정
화학합성	신약	WII-2104	크론병	2021 년					선도물질 효능 평가 연구 중
화학합성	신약	WII-2201	류마티스 관절염	2022 년					선도물질 발굴 연구 중
화학합성	신약	WII-2105	대장암	2022 년					유효물질 발굴 연구 중

자료: 환인제약, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	159	171	177	190	223
매출총이익	79	86	93	87	103
영업이익	26	29	33	24	31
EBITDA	30	33	37	31	40
순이자손익	2	2	2	3	3
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	-1	-1
세전계속사업손익	28	32	34	25	32
당기순이익	19	24	26	19	25
지배주주순이익	19	24	26	19	25
증가율(%)					
매출액	2.9	7.6	3.4	7.1	17.6
영업이익	-3.3	10.8	14.1	-27.7	30.3
EBITDA	-0.8	9.6	12.8	-17.8	29.1
순이익	-12.9	26.3	11.3	-26.2	31.0
이익률(%)					
매출총이익률	49.7	50.4	52.5	46.1	46.2
영업이익률	16.6	17.1	18.9	12.7	14.1
EBITDA 이익률	19.0	19.4	21.1	16.2	17.8
세전이익률	17.8	18.4	19.1	13.1	14.6
순이익률	11.8	13.8	14.9	10.3	11.4

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	204	213	241	194	213
현금성자산	38	47	86	29	22
매출채권	64	64	63	69	85
재고자산	28	33	32	34	42
비유동자산	101	117	112	163	169
투자자산	60	71	64	67	70
유형자산	38	44	45	93	97
무형자산	2	3	3	3	2
자산총계	304	329	353	356	382
유동부채	25	27	31	30	35
매입채무	17	18	22	21	26
유동성이자부채	0	1	0	0	0
비유동부채	6	6	5	4	4
비유동이자부채	1	2	1	1	1
부채총계	30	33	36	34	39
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	254	273	295	310	331
자본조정	-11	-8	-9	-19	-19
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
자본총계	274	296	317	322	343

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	25	24	37	6	13
당기순이익	19	24	26	19	25
자산상각비	4	4	4	7	8
운전자본증감	2	-5	4	-10	-21
매출채권 감소(증가)	4	0	0	-6	-16
재고자산 감소(증가)	-2	-5	0	-2	-8
매입채무 증가(감소)	0	0	4	-1	5
투자현금흐름	-42	0	-4	-49	-16
유형자산처분(취득)	-2	-7	-3	-54	-12
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-38	10	3	9	-1
재무현금흐름	-5	-5	-5	-5	-5
차입금의 증가(감소)	-1	-1	-1	0	0
자본의 증가(감소)	-5	-5	-5	-5	-5
배당금의 지급	-5	-5	-5	-5	-5
총현금흐름	32	34	40	17	35
(-)운전자본증가(감소)	22	-2	-15	10	21
(-)설비투자	3	8	4	54	12
(+)자산매각	0	1	1	0	0
Free Cash Flow	7	29	52	-48	1
(-)기타투자	-22	10	16	4	4
잉여현금	30	19	36	-52	-3
NOPLAT	18	22	26	19	25
(+) Dep	4	4	4	7	8
(-)운전자본투자	22	-2	-15	10	21
(-)Capex	3	8	4	54	12
OpFCF	-3	20	41	-39	0

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	1,008	1,273	1,416	1,274	1,668
BPS	14,722	15,938	17,041	17,320	18,443
DPS	300	300	300	300	300
CFPS	1,695	1,853	2,137	909	1,863
ROA(%)	6.3	7.5	7.7	5.5	6.9
ROE(%)	7.0	8.3	8.6	6.1	7.7
ROIC(%)	8.6	10.1	12.3	8.1	8.9
Multiples(x,%)					
PER	15.3	13.1	12.6	13.4	10.2
PBR	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
PSR	1.8	1.8	1.9	1.7	1.4
PCR	9.1	9.0	8.3	18.8	9.2
EV/EBITDA	8.3	8.0	6.6	9.4	7.5
배당수익률	1.9	1.8	1.7	1.8	1.8
안정성(%)					
부채비율	11.1	11.1	11.3	10.6	11.4
Net debt/Equity	-13.3	-15.1	-26.5	-8.7	-6.1
Net debt/EBITDA	-120.1	-135.2	-224.8	-90.9	-52.5
유동비율	823.0	798.2	780.5	645.3	603.6
이자보상배율(배)	1,304.0	932.4	648.2	509.6	632.1
자산구조(%)					
투하자본	68.7	65.1	57.7	73.3	76.1
현금+투자자산	31.3	34.9	42.3	26.7	23.9
자본구조(%)					
차입금	0.6	0.7	0.5	0.4	0.3
자기자본	99.4	99.3	99.5	99.6	99.7

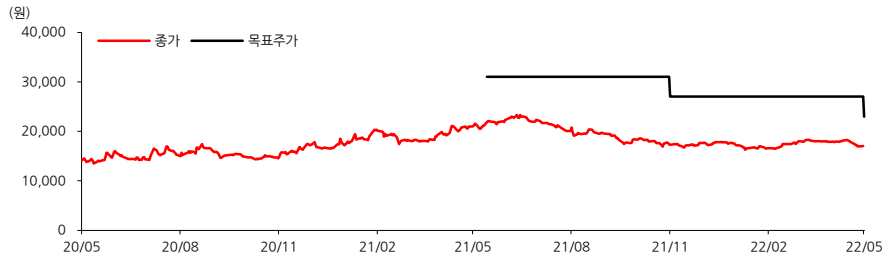
주: IFRS 별도 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2022 년 5 월 19 일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김형수)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 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 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.05.31	2021.05.31	2021.09.02	2021.11.18	2022.05.19
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김형수	31,000	31,000	27,000	23,000

[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	-35.43	-32.41
2022.05.19	Buy	23,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2022 년 3 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%