



환인제약 (016580)

투자에도 불구하고 높은 안정성을 보유한 알짜기업

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 0237727463 / RA 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 0237727613

Buy (유지)

목표주가(유지): 23,000원

현재 주가(11/17)	17,450원
상승여력	▲31.8%
시가총액	3,246억원
발행주식수	18,600천주
52 주 최고가 / 최저가	18,250 / 15,950원
90 일 일평균 거래대금	3.5억원
외국인 지분율	14.3%
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	2.3	1.2	2.3	0.6
상대수익률(KOSPI)	-7.9	3.9	8.9	17.9

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	171	177	191	211
영업이익	29	33	28	27
EBITDA	33	37	34	36
지배주주순이익	24	26	22	21
EPS	1,273	1,416	1,416	1,378
순차입금	-45	-84	-55	-56
PER	13.1	12.6	12.3	12.7
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.0	6.6	8.0	7.4
배당수익률	1.8	1.7	1.7	1.7
ROE	8.3	8.6	6.6	6.1

주가 추이



환인제약의 3 분기 실적은 당 리서치 추정치를 상회하는 매출액과 영업이익을 시현했습니다. 신공장 투자로 수익성이 하락되는 구간이나 업계 대비 현저히 낮은 부채비율로 안정성이 높은 기업으로 판단합니다.

특화된 영역(정신신경과)에서 꾸준한 성장을 시현

환인제약의 별도 기준 3분기 매출액과 영업이익은 482억 원(YoY +8.2%)과 72억 원(YoY -11.4%, OPM 15%)으로 당 리서치 추정치 매출액 470억원과 영업이익 49억원을 각각 2.5%, 47.5% 상회하는 실적을 발표했다. 1월 1일부터 시행된 보험약가인하로 동사는 107개 품목이 평균 2.5%의 가격인하가 있었음에도 전년동기대비 8.2%의 성장을 시현했다. 동사의 매출액 중 80%를 넘게 차지하는 정신신경용 의약품군의 매출이 388억 원으로 전년동기대비 9%의 성장을 보여 3분기 성장을 견인했다. 다만 연구개발비와 올 3월에 인수를 마무리한 향남신규 공장 직원채용 및 생산설비투자 등으로 판매관리비가 2021년 3분기 143억 원에서 173억 원으로 21.3% 증가해 수익성은 줄어들었다. 2021년 11월 첫 임상환자를 모집해 임상 3상을 진행중인 조현병 치료제 신약 '카리프라진'(WID-RGC20)을 필두로 연구개발비를 22억 원(2021년 3Q 연구개발비 4억 원) 집행해 판매비가 상승했다.

향남신공장은 2023년 2분기부터 본격가동 전망

2020년 11월 계약한 한국얀센의 향남공장은 지난 3월에 잔금을 지급하고 총 460억 원에 인수를 마무리했다. 향남 신공장의 정상가동을 위해 동사는 4월부터 9월까지 생산설비 점검 및 투자로 110억원 가량을 집행했다. 10월부터 일부 가동이 시작되어 제조원가가 52%로 전년동기 50.2%보다 1.8%p 증가할 것으로 전망된다. 2023년 1분기 KGMP 승인과 2분기 품목이전 및 본격 생산설비 가동이 예상된다.

투자의견 'BUY', 목표주가 23,000원 유지

동사에 대한 투자의견 'BUY'와 목표주가 23,000원을 유지한다. 생산능력 확대와 신제품 개발을 위한 투자의 확대로 수익성이 저하되는 구간이다. 하지만 동사는 연구소와 신공장에 1,000억 원의 투자를 집행하면서도 2022년 예상 부채비율 8.4%로 업계평균 55.9% 대비 현저하게 낮아 고금리 시대에 안전하게 투자할수 있는 기업으로 판단된다.

[표1] 회사발표치 vs. 한화추정치 vs. 컨센서스

	3Q22			
	회사 발표치	한화추정치	차이(억 원)	차이(% , %p)
매출액	482	470	12	2.5
영업이익	72	49	23	47.5
영업이익률	15.0	10.4	-	4.6

자료: Quantwise, 환인제약, 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	2Q22	3Q22	4Q22E
매출	1,713	1,772	1,911	420	421	433	438	453	424	445	449	477	468	482	484
YoY(%)	7.6	3.4	7.8	7.0	4.0	6.3	13.6	7.7	0.8	2.8	2.5	5.3	10.2	8.2	7.8
매출원가	850	841	960	205	222	214	210	191	203	221	226	235	238	236	252
YoY(%)	6.3	(1.0)	14.1	14.5	9.6	1.2	1.2	(6.4)	(8.4)	3.4	7.5	22.6	16.8	6.9	11.6
매출원가율(%)	49.6	47.5	50.3	48.7	52.7	49.3	47.9	42.3	47.9	49.6	50.2	49.2	50.8	49.0	52.0
매출총이익	863	930	950	216	199	220	228	261	221	224	224	242	230	246	232
YoY(%)	9.0	7.8	2.1	0.8	(1.7)	11.7	27.9	21.1	11.0	2.2	(2.1)	(7.4)	4.1	9.4	4.0
매출총이익률(%)	50.4	52.5	49.7	51.3	47.3	50.7	52.1	57.7	52.1	50.4	49.8	50.8	49.2	51.0	48.0
판관비	570	596	666	142	139	134	155	136	140	143	177	143	162	173	188
YoY(%)	8.1	4.6	11.8	15.3	2.4	1.7	13.5	(4.4)	1.1	6.5	14.3	4.9	15.5	21.3	6.4
판관비율(%)	33.3	33.6	34.9	33.9	33.0	30.9	35.3	30.1	33.1	32.1	39.4	29.9	34.7	36.0	38.8
영업이익	293	334	284	73	60	86	74	125	81	82	47	99	68	72	44
YoY(%)	10.8	14.1	(15.1)	(18.9)	(9.9)	32.2	74.6	70.5	33.8	(4.7)	(36.5)	(20.7)	(15.8)	(11.3)	(5.1)
영업이익률(%)	17.1	18.9	14.9	17.5	14.3	19.7	16.8	27.7	19.0	18.3	10.4	20.8	14.5	15.0	9.2
순이익	237	263	216	65	48	76	48	103	62	60	38	84	56	44	33
YoY(%)	26.3	11.3	(18.0)	(15.0)	69.0	44.0	60.6	58.9	29.6	(20.7)	(20.8)	(19.0)	(10.1)	(26.5)	(14.4)
순이익률(%)	13.8	14.9	11.3	15.5	11.3	17.5	11.0	22.8	14.6	13.5	8.5	17.5	11.9	9.2	6.8

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

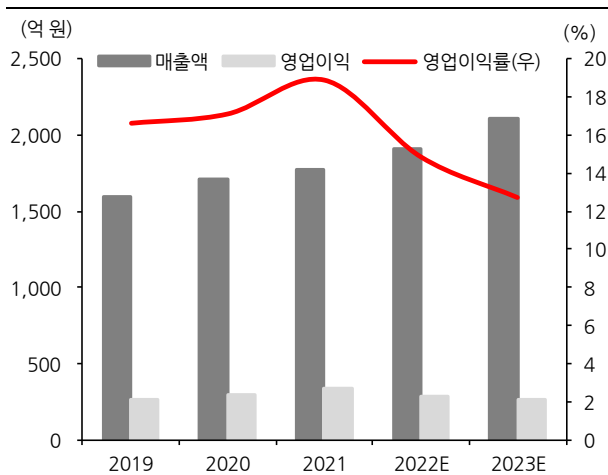
[표3] 환인제약 제품별 매출 추이

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
제품별 매출															
정신신경용제	1,419	1,442	1,527	342	350	362	366	367	348	356	372	377	379	388	383
순환계용약	104	109	122	25	26	26	27	29	26	26	28	30	31	30	31
골다공증 치료제	44	49	47	10	13	11	11	13	11	12	13	11	12	11	14
소화성궤양용제	40	47	56	11	8	10	11	12	11	12	12	14	13	13	16
해열 소염 진통제	42	49	54	9	11	10	11	12	12	11	14	12	12	14	15
기타	68	82	105	24	14	13	17	19	19	33	11	33	22	26	25
제품별 YoY(%)															
정신신경용제	9.1	1.6	5.9	10.4	7.6	9.8	8.7	7.3	(0.5)	(1.7)	1.5	2.8	9.0	9.0	3.1
순환계용약	11.8	4.6	11.7	5.8	12.4	12.3	16.9	14.9	(0.4)	(1.2)	5.1	2.8	19.4	16.0	10.1
골다공증 치료제	(6.0)	11.9	(4.6)	(19.3)	10.3	(5.7)	(8.6)	38.6	(13.1)	13.0	16.4	(19.3)	5.4	(12.8)	10.0
소화성궤양용제	(36.6)	19.0	17.7	(45.0)	(61.7)	(47.6)	366.2	15.8	33.5	12.7	17.0	9.8	17.1	14.2	29.5
해열 소염 진통제	5.8	17.0	10.1	(8.4)	25.3	(0.2)	8.4	29.1	3.3	5.1	33.1	6.4	3.9	27.9	4.6
기타	38.9	20.0	29.0	32.4	(11.8)	1.1	735.4	(21.0)	37.7	148.6	(37.0)	74.3	13.3	(22.2)	134.9

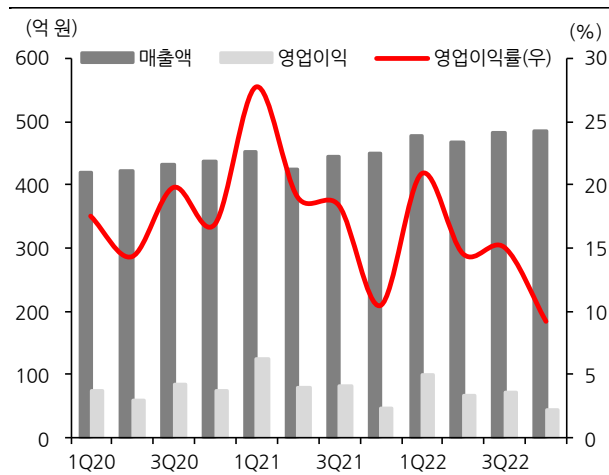
자료: 환인제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	159	171	177	191	211
매출총이익	79	86	93	95	100
영업이익	26	29	33	28	27
EBITDA	30	33	37	34	36
순이자손익	2	2	2	2	2
외화관련손익	0	0	0	1	0
지분법손익	0	0	-2	-1	-2
세전계속사업손익	28	32	34	28	28
당기순이익	19	24	26	22	21
지배주주순이익	19	24	26	22	21
증가율(%)					
매출액	2.9	7.6	3.4	7.8	10.3
영업이익	-3.3	10.8	14.1	-15.1	-5.5
EBITDA	-0.8	9.6	12.8	-9.5	7.4
순이익	-12.9	26.3	11.3	-18.0	-2.7
이익률(%)					
매출총이익률	49.7	50.4	52.5	49.7	47.4
영업이익률	16.6	17.1	18.9	14.9	12.7
EBITDA 이익률	19.0	19.4	21.1	17.7	17.3
세전이익률	17.8	18.4	19.1	14.5	13.2
순이익률	11.8	13.8	14.9	11.3	10.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	25	24	37	19	21
당기순이익	19	24	26	22	21
자산상각비	4	4	4	5	10
운전자본증감	2	-5	4	-12	-11
매출채권 감소(증가)	4	0	0	-5	-8
재고자산 감소(증가)	-2	-5	0	-2	-4
매입채무 증가(감소)	0	0	4	-3	2
투자현금흐름	-42	0	-4	-34	-16
유형자산처분(취득)	-2	-7	-3	-45	-11
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	-1
투자자산 감소(증가)	-38	10	3	33	-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	37	32
(-)운전자본증감(감소)	22	-2	-15	-10	11
(-)설비투자	3	8	4	65	11
(+)자산매각	0	1	1	19	-1
Free Cash Flow	7	29	52	1	9
(-)기타투자	-22	10	16	44	4
잉여현금	30	19	36	-43	5
NOPLAT	18	22	26	22	20
(+) Dep	4	4	4	5	10
(-)운전자본투자	22	-2	-15	-10	11
(-)Capex	3	8	4	65	11
OpFCF	-3	20	41	-27	8

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	204	213	241	194	209
현금성자산	38	47	86	55	56
매출채권	64	64	63	67	75
재고자산	28	33	32	35	39
비유동자산	101	117	112	168	172
투자자산	60	71	64	60	62
유형자산	38	44	45	105	106
무형자산	2	3	3	3	4
자산총계	304	329	353	362	381
유동부채	25	27	31	25	28
매입채무	17	18	22	21	23
유동성이자부채	0	1	0	0	0
비유동부채	6	6	5	3	3
비유동이자부채	1	2	1	0	0
부채총계	30	33	36	28	31
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	254	273	295	313	329
자본조정	-11	-8	-9	-9	-9
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
자본총계	274	296	317	334	350

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	1,008	1,273	1,416	1,416	1,378
BPS	14,722	15,938	17,041	17,956	18,841
DPS	300	300	300	300	300
CFPS	1,695	1,853	2,137	1,999	1,738
ROA(%)	6.3	7.5	7.7	6.0	5.7
ROE(%)	7.0	8.3	8.6	6.6	6.1
ROIC(%)	8.6	10.1	12.3	9.6	7.7
Multiples(x, %)					
PER	15.3	13.1	12.6	12.3	12.7
PBR	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
PSR	1.8	1.8	1.9	1.7	1.5
PCR	9.1	9.0	8.3	8.7	10.0
EV/EBITDA	8.3	8.0	6.6	8.0	7.4
배당수익률	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	11.1	11.1	11.3	8.4	8.8
Net debt/Equity	-13.3	-15.1	-26.5	-16.5	-15.9
Net debt/EBITDA	-120.1	-135.2	-224.8	-162.5	-153.2
유동비율	823.0	798.2	780.5	773.9	752.1
이자보상배율(배)	1,304.0	932.4	648.2	563.1	623.2
자산구조(%)					
투하자본	68.7	65.1	57.7	69.0	69.6
현금+투자자산	31.3	34.9	42.3	31.0	30.4
자본구조(%)					
차입금	0.6	0.7	0.5	0.1	0.1
자기자본	99.4	99.3	99.5	99.9	99.9

[Compliance Notice]

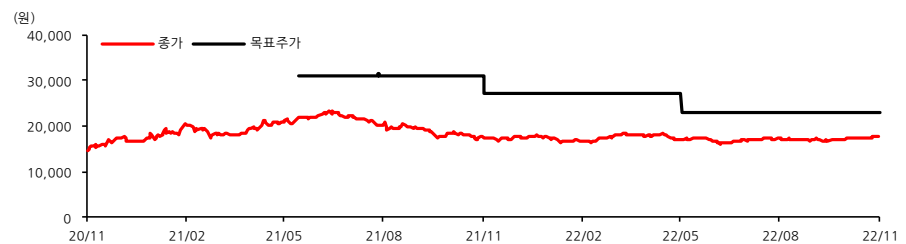
(공표일: 2022년 11월 18일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 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, 유영술)

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 책임소지에 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
일 시	2022.05.30	2022.11.18				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	23,000	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	-35.44	-32.41
2022.05.19	Buy	23,000		

[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: 2022년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%