

2023. 11. 14



## Company Analysis | Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

02 3779 8468 \_ hsjeong@ebestsec.co.kr

## Buy (유지)

목표주가 (유지)	21,000 원
현재주가	14,120 원
상승여력	48.7 %

## 컨센서스 대비

상회	부합	하회

## Stock Data

KOSPI(11/13)	2,403.76 pt
시가총액	2,626 억원
발행주식수	18,600 천주
52 주 최고가/최저가	18,100 / 12,700 원
90 일평균거래대금	6.8 억원
외국인 지분율	11.3%
배당수익률(23.12E)	2.1%
BPS(23.12E)	19,080 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 6.0%
	6개월 -10.2%
	12개월 -17.0%
주주구성	이광식(외 2인) 22.9%
	자사주(외 1인) 17.9%
	국민연금공단 6.0%

## Stock Price



## 환인제약 (016580)

## 3Q23 Review: 예상치 상회

## 3Q23 Review

동사의 3Q23 실적은 매출액 588억원(+19.2% yoy), 영업이익 78억원(+9.1% yoy, OPM 13.2%), 순이익(지배주주) 63억원(+33.3% yoy, NPM 10.8%)을 기록하였다. 이는 기존 추정치(Sales 560억원, OP 64억원) 대비 각각 5.1%, 21.4% 상회한 것이다.

영업이익이 예상치 대비 높은 이유는 1)정신계열 의약품(상대적으로 수익성이 높은 조현병 & 우울증 치료제 등)의 매출액이 3Q23 457억원(+17.8% yoy) 수준으로 크게 증가하였으며, 2)일부 원가율 하락이 있었던 것으로 파악된다.

중요한 점은 3Q23 분기 매출액이 최대 실적으로 외형성장이 지속되고 있다는 것이다. 다만, 4Q23에는 내년에 반영될 약가 인하의 영향이 영업이익에 일부 영향을 줄 것으로 보여 QoQ 이익하락이 나타날 것으로 보인다.

## 2024년 신공장 가동 본격화

2024년 이후에는 긍정적인 요인이 있다. 향남 신공장 가동이 본격화되면서 생산 내재화 품목 증가 → 원가율 하락 가능성이 있고, 이는 2023년 선제적인 비용 증가(인건비 등)에 대한 매출 반영이 시작되면서 수익성 개선이 나타날 것으로 보인다. 또한 현재 상품으로 판매하고 있는 신규 의약품의 수익성이 낮지만, 이러한 품목 도입으로 동사의 영업력이 확대되고 있는 상황이기 때문에 중·장기적인 관점에서는 아이템 다각화를 기대할 수 있다.

## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	177.8	198.9	229.5	248.8	271.3
영업이익	31.3	29.8	28.5	31.9	35.5
순이익(지배주주)	26.5	23.7	26.0	28.0	30.4
EPS (원)	1,433	1,286	1,396	1,503	1,634
증감률 (%)	14.0	-10.3	8.5	7.7	8.7
PER (x)	12.4	13.7	10.1	9.4	8.6
PBR (x)	1.0	1.0	0.7	0.7	0.6
영업이익률 (%)	17.6	15.0	12.4	12.8	13.1
EBITDA 마진 (%)	20.0	17.4	16.3	16.4	16.4
ROE (%)	8.7	7.4	7.5	7.6	7.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 3Q23 Review

(억원)	3Q23	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	기존추정치	오차
매출액	588	494	19.2%	576	2.1%	560	5.1%
영업이익	78	71	9.1%	85	-8.9%	64	21.4%
순이익	63	48	33.3%	87	-27.5%	50	26.7%
OPM	13.2%	14.5%		14.8%		11.4%	
NPM	10.8%	9.6%		15.2%		8.9%	

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,  
주: IFRS 연결기준

표2 추정실적 변경

(억원)	변경전		변경후		증감	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	2,280	2,474	2,295	2,488	0.6%	0.6%
영업이익	273	311	285	319	4.7%	2.6%
순이익	248	273	260	280	5.1%	2.6%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,  
주: IFRS 연결기준

표3 분기실적 추이

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
매출액	488	486	494	522	555	576	588	575
YoY	8.0%	14.0%	9.8%	15.9%	13.7%	18.6%	19.2%	10.2%
정신신경용제	377	379	388	409	416	434	457	450
순환계용약	30	31	30	30	29	32	29	31
소화성궤양용제	14	13	13	13	12	14	13	14
골다공증	11	12	11	9	11	10	11	9
해열소염진통제	12	12	14	21	41	39	42	32
기타	45	40	37	39	46	48	36	40
YoY								
정신신경용제	2.8%	9.0%	9.0%	10.0%	10.4%	14.6%	17.8%	10.0%
순환계용약	2.8%	19.4%	16.0%	5.4%	-3.6%	5.3%	-4.7%	2.9%
소화성궤양용제	9.8%	17.2%	14.1%	8.7%	-9.6%	10.2%	1.7%	0.7%
골다공증	-19.3%	5.4%	-12.8%	-29.1%	7.1%	-15.2%	5.0%	-1.2%
해열소염진통제	6.4%	3.9%	27.9%	49.3%	228.9%	212.2%	196.9%	51.8%
기타	135.4%	107.7%	13.7%	268.6%	1.8%	20.2%	-3.4%	0.8%
% of Sales								
정신신경용제	77.2%	78.0%	78.6%	78.4%	74.9%	75.3%	77.7%	78.2%
순환계용약	6.1%	6.3%	6.1%	5.7%	5.2%	5.6%	4.9%	5.3%
소화성궤양용제	2.8%	2.6%	2.7%	2.6%	2.2%	2.4%	2.3%	2.4%
골다공증	2.2%	2.4%	2.2%	1.7%	2.1%	1.7%	1.9%	1.6%
해열소염진통제	2.5%	2.5%	2.9%	4.1%	7.4%	6.7%	7.1%	5.7%
기타	9.2%	8.2%	7.6%	7.5%	8.2%	8.3%	6.2%	6.9%
영업이익	97	67	71	63	74	85	78	48
% of sales	19.9%	13.8%	14.5%	12.0%	13.3%	14.8%	13.2%	8.4%
% YoY	-19.5%	-12.1%	-2.0%	45.5%	-23.9%	27.7%	9.1%	-22.9%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,  
주: IFRS 연결기준

표4 연간실적 전망

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,547	1,592	1,717	1,778	1,989	2,295	2,488	2,713
YoY	4.5%	2.9%	7.9%	3.5%	11.9%	15.3%	8.4%	9.0%
정신신경용제	1,213	1,301	1,419	1,442	1,553	1,757	1,913	2,067
순환계용약	97	92	104	109	121	120	124	128
소화성궤양용제	89	63	40	47	53	53	55	56
골다공증	52	47	44	49	42	41	41	40
해열소염진통제	41	39	42	49	60	154	166	200
기타	54	50	68	82	161	169	189	222
YoY								
정신신경용제	5.2%	7.2%	9.1%	1.6%	7.7%	13.2%	8.9%	8.0%
순환계용약	-6.7%	-4.8%	13.0%	-4.6%	10.5%	0.0%	3.3%	3.1%
소화성궤양용제	-1.8%	-30.0%	-36.6%	19.0%	12.3%	0.5%	2.4%	2.3%
골다공증	-3.1%	-9.7%	-6.0%	11.9%	-14.7%	-1.4%	-1.3%	-1.2%
해열소염진통제	12.8%	-3.1%	5.8%	17.0%	23.2%	155.1%	7.9%	20.9%
기타	31.0%	-8.1%	36.1%	20.1%	97.3%	4.9%	12.0%	17.0%
% of Sales								
정신신경용제	78.5%	81.7%	82.7%	81.1%	78.0%	76.6%	76.9%	76.2%
순환계용약	6.3%	5.8%	6.1%	6.1%	6.1%	5.3%	5.0%	4.7%
소화성궤양용제	5.8%	3.9%	2.3%	2.7%	2.7%	2.3%	2.2%	2.1%
골다공증	3.3%	2.9%	2.6%	2.8%	2.1%	1.8%	1.6%	1.5%
해열소염진통제	2.6%	2.5%	2.4%	2.8%	3.0%	6.7%	6.7%	7.4%
기타	3.5%	3.1%	4.0%	4.6%	8.1%	7.4%	7.6%	8.2%
영업이익	273	262	284	313	298	285	319	355
% of sales	17.7%	16.4%	16.6%	17.6%	15.0%	12.4%	12.8%	13.1%
% YoY	-7.8%	-4.3%	8.6%	10.1%	-4.7%	-4.2%	11.7%	11.2%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

그림1 환인제약 정신계 의약품 매출액 추이



자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

## 환인제약 (016580)

## 재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	242.4	197.4	184.2	202.1	221.9
현금 및 현금성자산	64.1	36.8	14.4	22.2	30.3
매출채권 및 기타채권	63.1	72.3	78.1	84.7	92.3
재고자산	32.7	37.1	40.3	43.7	47.6
기타유동자산	82.5	51.3	51.5	51.6	51.7
비유동자산	110.8	172.0	208.1	216.0	224.8
관계기업투자등	26.2	23.9	27.6	29.9	32.6
유형자산	45.1	109.6	136.8	139.1	141.2
무형자산	3.0	3.2	3.0	2.9	2.9
<b>자산총계</b>	<b>353.2</b>	<b>369.4</b>	<b>392.3</b>	<b>418.1</b>	<b>446.8</b>
유동부채	30.9	31.8	33.3	35.7	38.5
매입채무 및 기타채무	22.1	26.7	28.1	30.5	33.3
단기금융부채	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
기타유동부채	8.4	4.9	5.0	5.0	5.1
비유동부채	5.1	3.7	3.7	3.7	3.8
장기금융부채	1.3	0.1	0.1	0.1	0.1
기타비유동부채	3.8	3.6	3.7	3.7	3.7
<b>부채총계</b>	<b>36.0</b>	<b>35.4</b>	<b>37.0</b>	<b>39.4</b>	<b>42.3</b>
지배주주지분	316.9	333.5	354.9	378.3	404.1
자본금	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
자본잉여금	21.1	20.8	20.8	20.8	20.8
이익잉여금	295.4	314.8	336.2	359.6	385.4
비지배주주지분(연결)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>자본총계</b>	<b>317.2</b>	<b>333.9</b>	<b>355.3</b>	<b>378.7</b>	<b>404.5</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	35.3	16.9	22.0	26.1	26.8
당기순이익(손실)	26.5	23.7	26.0	28.0	30.4
비현금수익비용가감	11.4	11.8	3.6	5.7	5.2
유형자산감가상각비	3.8	4.4	8.3	8.4	8.5
무형자산상각비	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
기타현금수익비용	7.2	7.0	-5.2	-3.2	-3.8
영업활동 자산부채변동	3.9	-12.8	-7.5	-7.6	-8.8
매출채권 감소(증가)	-0.1	-10.2	-5.8	-6.6	-7.6
재고자산 감소(증가)	0.0	-3.9	-3.2	-3.4	-3.9
매입채무 증가(감소)	3.6	2.4	1.5	2.4	2.8
기타자산, 부채변동	0.4	-1.1	0.0	0.0	0.1
투자활동 현금	-2.1	-38.9	-39.8	-13.7	-14.1
유형자산처분(취득)	-2.8	-47.6	-35.5	-10.6	-10.7
무형자산 감소(증가)	-0.4	-0.6	-0.3	-0.4	-0.4
투자자산 감소(증가)	2.5	29.6	-4.0	-2.7	-3.0
기타투자활동	-1.5	-20.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-5.2	-5.1	-4.6	-4.6	-4.6
차입금의 증가(감소)	-0.6	-0.5	0.0	0.0	0.0
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
<b>현금의 증가</b>	<b>28.0</b>	<b>-27.3</b>	<b>-22.4</b>	<b>7.8</b>	<b>8.1</b>
기초현금	36.1	64.1	36.8	14.4	22.2
기말현금	64.1	36.8	14.4	22.2	30.3

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주 IFRS 연결기준

## 손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	177.8	198.9	229.5	248.8	271.3
매출원가	84.3	100.1	130.2	141.5	154.9
매출총이익	93.5	98.8	99.3	107.4	116.4
판매비 및 관리비	62.2	69.0	70.7	75.5	80.9
영업이익	31.3	29.8	28.5	31.9	35.5
(EBITDA)	35.5	34.7	37.3	40.8	44.5
금융손익	2.0	2.8	2.4	2.6	2.8
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타영업외손익	0.7	-2.6	0.6	0.5	0.3
세전계속사업이익	33.9	29.8	31.4	34.8	38.4
계속사업법인세비용	7.4	6.1	5.4	6.8	8.0
계속사업이익	26.5	23.7	26.0	28.0	30.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	26.5	23.7	26.0	28.0	30.4
지배주주	26.7	23.9	26.0	28.0	30.4
총포괄이익	25.0	21.3	26.0	28.0	30.4
매출총이익률 (%)	52.6	49.7	43.3	43.2	42.9
영업이익률 (%)	17.6	15.0	12.4	12.8	13.1
EBITDA 마진률 (%)	20.0	17.4	16.3	16.4	16.4
당기순이익률 (%)	14.9	11.9	11.3	11.2	11.2
ROA (%)	7.8	6.6	6.8	6.9	7.0
ROE (%)	8.7	7.4	7.5	7.6	7.8
ROIC (%)	11.5	10.2	8.4	8.3	8.7

## 주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	12.4	13.7	10.1	9.4	8.6
P/B	1.0	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.9	8.0	6.3	5.6	4.9
P/CF	8.7	9.2	8.9	7.8	7.4
배당수익률 (%)	1.7	1.7	2.1	2.1	2.1
성장성 (%)					
매출액	3.5	11.9	15.3	8.4	9.0
영업이익	10.1	-4.7	-4.2	11.7	11.2
세전이익	9.0	-12.0	5.2	10.9	10.3
당기순이익	14.1	-10.3	9.4	7.7	8.7
EPS	14.0	-10.3	8.5	7.7	8.7
안정성 (%)					
부채비율	11.3	10.6	10.4	10.4	10.4
유동비율	784.5	621.8	553.6	566.2	576.5
순차입금/자기자본(x)	-26.9	-14.8	-7.6	-9.3	-10.7
영업이익/금융비용(x)	606.7	574.6	368.1	413.2	461.8
총차입금 (십억원)	1.7	0.2	0.2	0.2	0.2
순차입금 (십억원)	-85.4	-49.4	-27.1	-35.0	-43.3
주당지표 (원)					
EPS	1,433	1,286	1,396	1,503	1,634
BPS	17,040	17,931	19,080	20,338	21,725
CFPS	2,037	1,911	1,587	1,808	1,915
DPS	300	300	300	300	300

환인제약 목표주가 추이				투자이견 변동내역													
<div>(원)</div> <div><div></div><div></div></div> <div><div></div><div></div></div> <div>30,000</div> <div>25,000</div> <div>20,000</div> <div>15,000</div> <div>10,000</div> <div>5,000</div> <div>0</div> <div>21/11</div> <div>22/05</div> <div>22/11</div> <div>23/05</div> <div>23/11</div>				일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
							최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
				2021.01.05	신규	정홍식											
				2021.06.10	Buy	26,000	-10.4		-27.6								
				2022.04.04	Buy	21,000	-13.1		-18.0								
				2023.04.05	Buy	21,000											

## 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 제 3 자에게 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.4% 8.6% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경 투자이견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)