

KOSPI | 제약과생물공학

# 환인제약 (016580)

## 정신신경과 치료제 국내 1위 제약회사

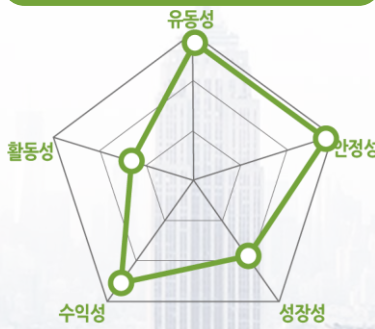
### 체크포인트

- 정신신경과 진단 및 처방 증가세: 정신건강 관련 의료기관의 수가 증가하고 있으며, 내방 환자수 증가가 치료제 처방의 증가와 연동되며 정신과 치료제 시장 성장을 견인
- 환인제약은 국내 1위 정신신경과 치료제 전문 제약회사로 1)탄탄한 정신신경과 의약품 라인업 보유, 2)강력한 네트워크를 바탕으로 정신신경과 분야에서 영업적인 강점을 보유
- 2023년 GSK 제품 도입에 따라 큰 폭의 매출 성장(YoY +18.6%)이 기대되나, 상품매출 증가로 인한 원가율 상승, 신공장 가동에 따른 고정비 성 비용 증가는 다소 아쉬운 부분

### 주가 및 주요이벤트



### 재무지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류 상 의약품산업 내 등급화

### 벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 3Q22 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 의약품산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

# 환인제약 (016580)

Analyst 박선영 [sypark@kirs.or.kr](mailto:sypark@kirs.or.kr)  
RA 서지원 [jiwon.seo@kirs.or.kr](mailto:jiwon.seo@kirs.or.kr)

**KOSPI**  
제약과생물공학

## 국내 1위 정신신경과 전문 제약회사

환인제약은 정신치료 약물시장의 약 16%를 점유하는 국내 1위 정신신경과 치료제 전문 제약 회사. 최근 사회적, 제도적 변화로 인해 정신신경과의 진단 및 처방이 증가하는 추세에 있으며, 동사는 탄탄한 정신신경과 의약품의 라인업 보유, 강력한 네트워크를 바탕으로 정신신경과 분야에서 강점을 보유하고 있음

## 2023년에는 GSK 제품 도입으로 매출 레벨업

동사는 2018년부터 2022년까지 연평균 6.1% 매출액이 성장하였으나, 2023년에는 GSK社의 중추신경계(CNS) 주요 6개 품목(약 250억원 규모)의 도입을 포함하여 전년대비 약 18.9% 수준의 높은 매출 성장이 기대됨. 다만 상품매출 증가, 신공장 가동에 따른 고정비용 비용 증가로 인한 원가율 상승은 다소 아쉬운 부분

## 차입금 없는 안정적인 재무구조

동사는 차입금 없이 2017년 신사옥(376억원) 준공, 2022년 향남공장(460억원) 및 연구센터(110억원) 자산양수도를 진행하였으며, 2022년말 기준 현금성 자산을 약 750억원 보유. 2023년까지는 신공장 및 물류창고 등의 투자가 집행됨에 따라 수익성 하락이 예상되나, 2024년부터는 수익성 개선으로 동사의 주가 저평가 요인이 해소될 것으로 전망됨

### Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액(억원)	1,592	1,717	1,778	1,989	2,359
YoY(%)	2.9	7.9	3.5	11.9	18.6
영업이익(억원)	262	284	313	298	259
OP 마진(%)	16.4	16.6	17.6	15.0	11.0
지배주주순이익(억원)	187	234	267	239	227
EPS(원)	1,005	1,257	1,433	1,285	1,219
YoY(%)	-13.1	25.1	14.0	-10.4	-5.1
PER(배)	15.4	13.3	12.4	13.7	14.1
PSR(배)	1.8	1.8	1.9	1.6	1.4
EV/EBIDA(배)	5.9	6.0	5.3	5.7	6.1
PBR(배)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
ROE(%)	7.0	8.2	8.7	7.3	6.6
배당수익률(%)	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

### Company Data

현재주가 (2/24)	17,200원
52주 최고가	18,250원
52주 최저가	15,950원
KOSPI (2/24)	2,423.61p
자본금	97억원
시가총액	3,199억원
액면가	500원
발행주식수	19백만주
일평균 거래량 (60일)	2만주
일평균 거래액 (60일)	4억원
외국인지분율	14.41%
주요주주	이광식 외 1인 21.90%
	FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 4인 9.99%

### Price & Relative Performance



### Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.9	0.3	4.6
상대주가	-2.0	1.3	14.3

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임  
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

# 기업 개요

## 1 회사 개요

국내 정신치료 약물시장의 약 16%를 점유한 정신신경과 국내 1위 제약회사

환인제약은 1978년 설립된 정신신경과 치료제 국내 1위 제약회사이다. 당사는 2021년 IMS DATA(글로벌컨설팅 시장조사업체인 한국아이큐비아에서 제공하는 데이터) 금액 기준으로 국내 정신치료 약물시장의 약 16%를 점유하고 있으며 조현병 치료제, 신경안정제, 항우울제, 뇌전증 치료제, 항경련제 등 정신건강의학과 영역에 특화된 치료제를 비롯하여 순환계 치료제, 소화성궤양 치료제 등을 제조 및 판매하고 있다.

2022년 3분기 누적 매출액 1,426억원 기준으로 동사의 질환영역별 매출비중은 정신신경용제 80.2%, 순환계용약 6.4%, 소화성궤양용제 2.8%, 해열소염진통제 2.7%, 골다공증치료제 2.3%, 기타 5.7%로, 전체 매출의 약 80%가 정신신경치료제로 구성되어 있다.

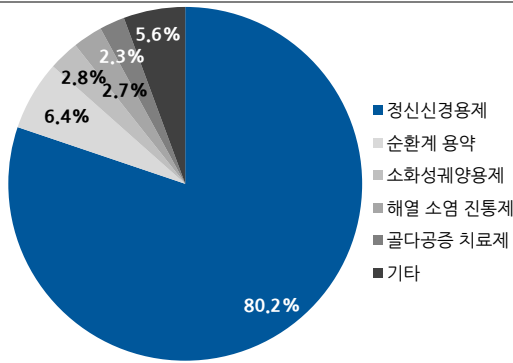
환인제약의 주요주주 구성은 2022년 9월말 기준 이광식 대표이사 및 특수관계인 21.9%, 피델리티 펀드 10.0%, 국민연금 6.0%이며, 당사는 자사주 17.9%를 보유하고 있다.

### 회사 연혁



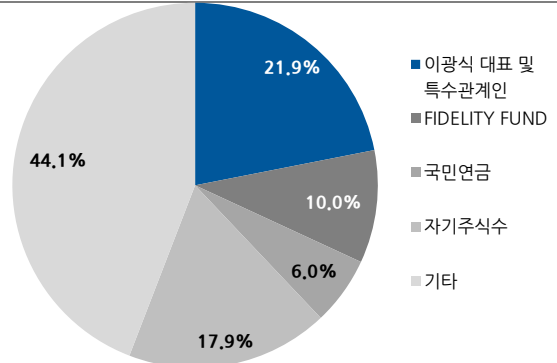
자료: 환인제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

질환영역별 매출비중(2022년 3분기 누적 기준)



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

주주현황(2022년 9월말 기준)



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

## 2 주요 사업 영역 및 생산 능력

### 전체 매출의 약 80%가 정신신경용제로 구성됨

환인제약은 의약품 제조 및 판매 단일 사업부문을 가지고 있다. 의약품 부문 중에서도 동사는 2021년 IMS 데이터 기준 국내 정신치료 약물의 점유율 1위 기업으로 조현병, 우울증, 정신신경 안정제 등 정신신경계 약물에 주력하고 있다.

정신신경용제가 전체 매출의 약 80%를 차지하고 있으며, 나머지 20% 비중으로 순환계, 소화성궤양, 해열소염진통제 등의 질환 치료제를 생산 및 판매하고 있다. 동사는 글로벌 제약사의 약을 도입하거나 제네릭(복제약) 혹은 개량신약 출시 등을 통해 제품 및 상품 포트폴리오를 갖추고 있으며 2022년 기준으로 상품매출 비중이 약 20% 후반 수준을 차지하고 있다.

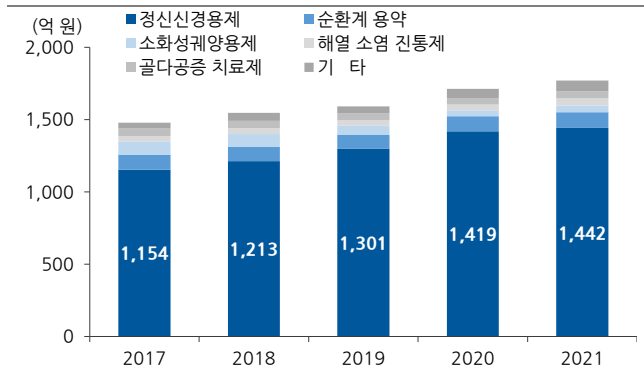
### 안성공장 가동률 90% 이상, 2023년 향남공장(신공장) 가동 예정

환인제약의 생산공장으로는 안성공장 및 2023년부터 가동에정인 향남공장이 있으며, 연구시설로는 2023년 1월 완공된 경기도 용인의 환인제약 연구센터가 있다.

환인제약은 경기도 안성에 의약품 생산을 담당하는 자체 GMP 공장을 보유하고 있다. 안성공장은 1988년 완공되었으며, 2006년 내용고형제 전문공장으로 리노베이션 되었다. 안성공장 생산능력은 연간 약 743억원 규모로, 안성공장의 평균 가동률이 90%를 넘기면서 동사는 생산시설 확충이 필요하게 되었다. 환인제약은 2020년 11월 한국안신의 경기도 화성 향남공장을 양수금액 460억원으로 자산양수도 계약을 체결하고, 2022년 3월에 자산양수를 완료하였다. 동사는 향남공장 정상가동을 위해 생산설비 점검 및 투자를 진행하였으며, 2023년 하반기부터는 의약품 생산을 시작할 예정이다.

또한 동사는 경기도 수원시에 있던 중앙연구소를 확장 이전하여 2023년 1월 경기도 용인시에 연구센터를 완공하였다. 동사는 해당 건물을 2022년 4월에 주식회사 마니커로부터 양수금액 107억원으로 양수도 계약을 완료하였다. 동사는 해당 연구센터를 통해 제네릭 및 개량신약을 포함한 신제품 개발을 진행할 예정이다.

질환영역별 매출 추이



자료: 환인제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 품목 현황(2022년 기준)

조현병치료제	항우울제	정신 신경 안정제	불면증 치료제
쿠에타핀 188	아고틴 94	알프라람 94	졸피람 27
리페리돈 82	에프람정 94		
아리피졸 68			
자이레핀 66	불면증 치료제	알코올중독치료제	치매 증상 치료제/치매치료
노바티스			
클로자릴 31	졸피람 27	환인 아캄 프로세이트 15	환인 도네페질 86
			알포세틴 61

자료: 환인제약, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 1 제네릭, 개량신약 위주의 국내 제약산업

신약의  
높은 진입장벽으로 인해  
개량신약, 제네릭 위주로  
성장한 국내 제약산업

의약품은 크게 제조방식과 성분을 기준으로 Chemical과 Bio, 개발순서와 부가가치를 기준으로 Original(신약), Super Generic(개량신약), Generic(제네릭)으로 구분된다.

신약은 첨단기술과 장기간의 거액 투자가 요구되는 등의 매우 높은 진입장벽 하에서 개발 및 상업화의 높은 불확실성으로 인하여 다수 포트폴리오 형태의 투자방식이 요구되며, 기술과 자금력을 보유한 주요 다국적 제약사들은 '신약개발 → 블록버스터 출시 → 거액의 수익실현 → R&D 재투자'의 선순환 구조를 통하여 절대적 시장지배력을 행사하고 있다.

개량신약은 화학구조나 제제의 변경(염변경, 신규제제, 용도추가, 복합제 등)을 통하여 특허보호와 약가산정 우대로 투자 대비 효율적인 수익창출이 가능하며, 제네릭은 특허 만료된 신약의 복제약으로 저렴한 가격을 기본으로 빠른 출시와 기타 마케팅 역량 등이 주요 경쟁요소라고 할 수 있다.

국내 제약산업은 앞서 언급한 신약의 높은 진입장벽으로 인해 주로 개량신약과 제네릭을 주요 제품군으로 하고 있다. 국내제조 생산 기반을 둔 내수 완제품 중심이었으나 최근에는 여러 규제를 통해 내수시장의 성장동력이 약화되면서 많은 제약사들이 다국적 제약사와 협업을 통하여 해외시장 개척, 신약개발, 바이오 의약품 부문에 진출하면서 경쟁력을 키워가고 있다.

여러 규제에도 불구하고 국내 제약시장은 급속도로 진행되는 고령화와 만성질환의 증가 등으로 향후 견조한 성장세가 예상되고 있다. 또한 최근 신약 R&D 부분에서 좋은 성과가 이어지면서 과거 복제약 판매에서 탈피하여 글로벌 메이커로서의 성장이 기대되며 최근 각광받고 있는 바이오 의약품 분야와 기술융합을 통하여 시너지 효과를 거둘 수 있을 것으로 전망된다.

### 의약품의 구분

구분	개발순서와 부가가치		
	Original	Super Generic	Generic
제조방식과	Chemical		
성분	Bio		
	신약	개량신약	복제약(copy)
	바이오신약(Biologics)	바이오베터(Biobetter)	바이오시밀러(Biosimilar)

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

신약 vs 개량신약 vs 복제약

구분	시험항목	개발기간	개발비용	특허기간	장점	단점
신약	독성시험, 임상 I, II, III	10-20년	5-10억불	10-15년	장기 독점	거액의 투자비, 높은 불확실성
개량신약	독성시험 일부, 비교임상, 생동	3-5년	10-40억원	3-7년	적은 투자로 독점 가능	특허분쟁
복제약	생동시험	2-3년	2-5억원	-	저비용	경쟁과다

자료: 한국R협회의 기업리서치센터

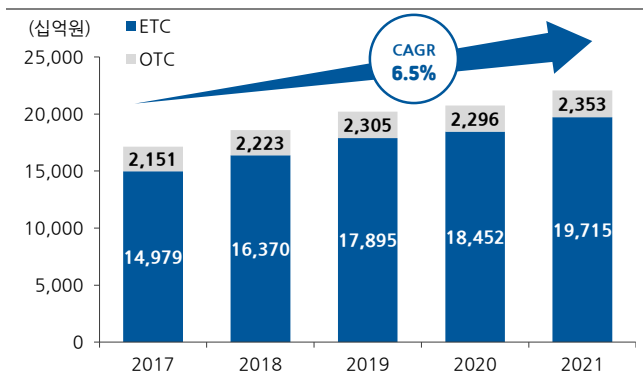
## 2 국내 정신건강 시장

### 국내 정신과 치료제 시장의 규모 및 성장성

IMS Health 2021 데이터에 따르면 국내 제약시장은 2017년 약 17조원 규모에서 2021년 약 22조원 규모로 연평균 약 6.5% 성장하였다. 국내 제약시장은 크게 처방의약품(ETC)과 일반의약품(OTC)로 구분되며, 2021년 기준으로 ETC가 약 19.7조원 규모로 전체 제약시장의 89.3%를 차지하고 있으며, OTC가 약 2.4조원 규모로 전체 제약시장의 10.7%를 차지하고 있다. 성장률 측면에서 보면 2017년부터 2021년까지 ETC는 연평균 약 7.1%, OTC는 연평균 약 2.3% 성장하며 ETC가 전체 제약시장의 성장을 견인하고 있다는 것을 알 수 있다.

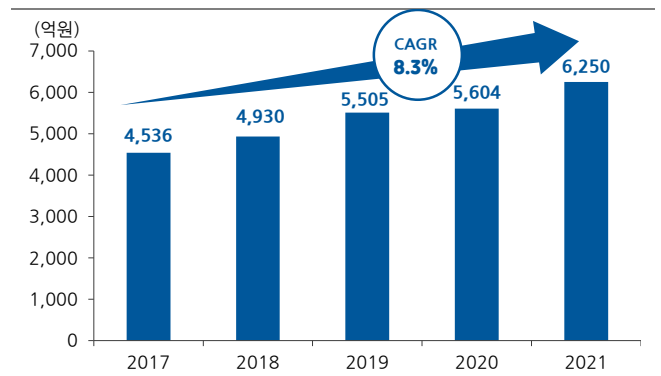
국내 정신과 치료제 시장은 2021년 기준 약 6,250억원 규모로, 국내 제약시장에서 약 2.8%의 작은 비중을 차지하고 있다. 하지만 정신과 치료제 시장은 2017년부터 2021년까지 연평균 8.3%의 성장률로 전체 시장 성장률인 연평균 6.5% 대비 높은 성장세를 보이고 있다. 대표적인 현대병으로 알려진 정신질환은 과거 정신과 진료기록 노출로 인한 입시, 취업, 직장 등 사회생활의 불이익을 걱정하는 사람들에게 꺼려지는 진료 영역이었으나, 최근에는 정신과 진료기록이 민감한 개인 정보이자 법적으로 보호받는 기록으로 분류되어 법령에서 정한 특수상황이나 본인의 동의 없이 제3자가 열람하거나 처리하는 것이 불법이라는 것이 알려지며 정신과 방문의 진입장벽을 낮추고 있다. 실제로 최근 몇 년 동안 정신건강 관련 의료기관의 수가 증가하고 있으며, 내방 환자 수의 증가가 치료제 처방 증가와 연동되며 정신과 치료제 시장 성장을 견인하고 있다.

국내 제약시장 규모



자료: 식품의약품안전처, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 정신과 치료제 시장 규모



자료: 식품의약품안전처, 한국R협회의 기업리서치센터

### 정신질환 정의와

### 국내 정신질환 치료제 시장

의학적 의미에서 '정신질환'이란 사고, 감정, 행동상의 기능장애나 기능이상 등 정신건강의학과에서 다루는 질환을 포괄적으로 의미한다. 정신질환의 종류는 불안장애(강박장애, 공황장애, PTSD(외상 후 스트레스장애) 등), 감정조절장애(우울증, 조울증 등), 정신병적 장애(조현병 등), 해리성장애(다중 인격 장애), 성격장애, 섭식장애, 수면장애

등으로 나뉜다. 2017년에 개정된 정신건강복지법에서는 정신질환자를 '망상, 환각, 사고나 기분의 장애 등으로 인하여 독립적으로 일상생활을 영위하는 데 중대한 제약이 있는 사람'으로 정의하고 있다. 과거에는 질환의 경중을 가리지 않고 정신과 관련된 질환을 모두 정신질환으로 표현하였으나, 정신건강복지법 개정 후에는 정신질환의 범위를 '중증도 이상'으로 축소하여 정신질환의 의학적 의미와는 차이를 보인다.

중증정신질환은 특히 유병기간이 일정기간 이상이고 일상생활 장애 등 전반적으로 기능이 저조한 것을 뜻하며, 대표적으로 조현병, 분열형 및 망상장애, 양극성 장애, 중증도 이상 우울장애 등이 있다. 정신질환의 원인으로는 생화학적 요인(뇌 속의 신경전달물질 및 호르몬의 이상), 유전적 요인, 환경적 요인 등이 있다고 알려져 있으나, 아직까지 근본적인 원인에 대해서는 밝혀지지 않았다.

정신질환 진단 및 치료와 관련된 시장은 주로 약물과 정신 요법(정신과 전문의와의 상담 등)이 주를 이루고 있으며, 최근에는 빅데이터, 인공지능 등 최신 기술을 활용한 연구가 진행되고 있다. 생화학적 요인이 원인인 경우에는 약물을 통한 치료가 병행된다. 2021년 기준 국내 정신과 약물 시장 중에서 가장 큰 비중을 차지하고 있는 치료제는 '우울증 치료제'로, 국내 정신과 치료제 시장의 40.2%인 약 2,515억원의 시장 규모를 형성하고 있으며 2017년부터 연평균 11.7%의 높은 성장세를 나타내고 있다. '조현병 치료제'는 국내 정신과 치료제 시장의 37.0%인 약 2,312억원 규모로 2017년부터 연평균 6.9% 성장하고 있다.

우울증이나 조울증의 경우 꾸준한 약물 복용이 중요하며, 발병 후 재발 확률이 높은 편이기 때문에 증상이 완화된 후에도 재발 방지를 위해 장기적인 치료가 필요하다는 특징이 있다. 조현병과 우울증의 경우 뇌에 있는 특정 신경전달물질(세로토닌, 노르에피네프린, 도파민 등)의 불균형이 원인이 되어 발생하기 때문에 뇌 안에서 신경전달물질의 불균형을 조절하는 치료제를 사용하여 증상을 개선할 수 있다. 뇌 속의 신경전달물질을 조절하는 치료제는 그 작용기전에 따라 다양한 약물이 존재하는데, 최근 증가하는 우울증 시장 수요에 대비하기 위해 국내외 제약업체가 치료제 개발에 나서고 있다. 2022년 12월 대응제약은 바이오 벤처 기업 뉴로라이브와 우울증 치료제 신약 후보물질 공동 연구개발 계약을 체결하여 우울증 치료제 시장에 진출하고 있으며, 부광약품은 2022년 10월 식품의약품안전처에 조현병 및 양극성 우울증 치료제 신약인 '루라시돈'의 국내 품목허가를 신청하며 우울증 치료제 시장에 적극적으로 대응하고 있다.

## 국내 정신건강시장 현황

코로나19 영향과 더불어 사회의 구조적 변화로 국내 정신건강 시장은 확대되고 있다. 특히 팬데믹으로 인한 사회적 격리에 따라 '코로나 블루'라는 용어가 생겨날 정도로 우울증과 관련된 현상이 급증하였다. 보건복지부가 2022년 2분기 실시한 <코로나19 국민 정신건강 실태조사>에 따르면 2022년 6월 우울위험군은 16.9%로 2019년(3.2%)대비 5배가 넘는 수치를 보이며, 자살생각률 또한 12.7%로 2019년(4.6%)대비 3배 이상 높은 수준을 보였다.

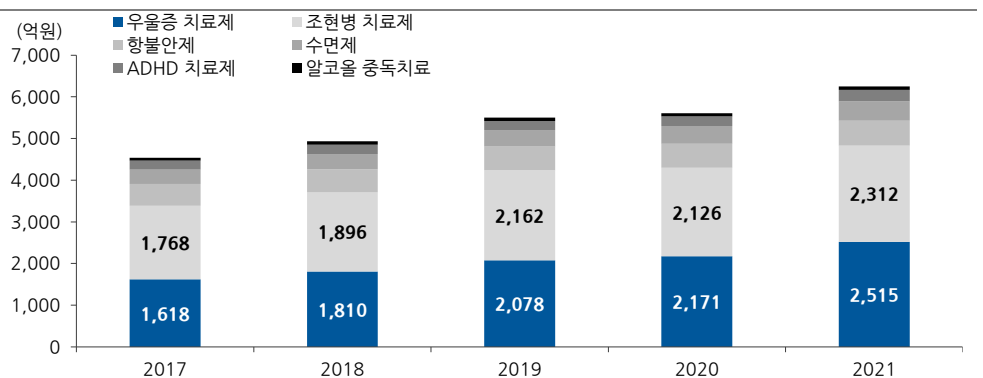


2021년 국가정신건강현황에 따르면 한 해 동안 만 15세 이상의 인구 10만명 중 F코드(정신질환코드)로 진료받은 사람은 총 2,349,029명으로 2018년 대비 약 26% 증가하였다. 인구 10만 명당 우울증 치료를 받은 사람의 수는 2018년 1,533명에서 2021년 1,911명으로 약 23% 증가하였으며, 제1형 및 2형 양극성 장애로 진단받은 사람은 2018년 226명에서 2021년 281명으로 약 24% 증가하였다. 'F코드'란 정신질환에 대해 WHO(세계보건기구)가 정한 국제질병분류 기호로, 과거에는 우울증, 불면증, 강박장애, ADHD 등과 같은 가벼운 질환이나, 조현병 같은 중증도 정신질환을 모두 F코드로 분류하였다. 하지만 보건복지부는 2013년 4월부터 간단한 상담만 받는 경우에는 F코드가 아닌 보건 일반 상담 치료를 의미하는 'Z코드'를 부여할 수 있도록 이를 변경하였다. 이에 Z코드 분류 환자가 매년 큰 폭으로 증가하고 있으며, 건강보험심사평가원 측은 실제로 Z코드에서 정신건강의학과 진료를 받은 환자의 수가 상당한 것으로 보고 있다.

국내 정신건강과 관련 기관으로는 정신건강복지센터, 자살예방센터, 중독관리통합지원센터, 정신재활시설, 정신요양시설, 의료기관 등이 있으며, 이 중 정신의료기관이 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 정신의료기관이란 종합병원부터 의원급 정신과까지 포괄하고 있으며, 한의원, 요양병원 정신과도 이에 해당한다. 정신과에 대한 수요 증가에 따라 정신건강과 관련한 기관의 수도 늘어나고 있는데, 2021년 기준 총 관련 기관 수는 2,759개(2018년 대비 14% 증가)이며, 의료기관 수는 2,038개(2018년 대비 22% 증가)이다. 인구 1인당 정신건강과 관련한 예산도 꾸준히 증가하였는데 2018년 4,791원이었던 1인당 예산은 2021년 7,139원으로 약 49% 증가했다.

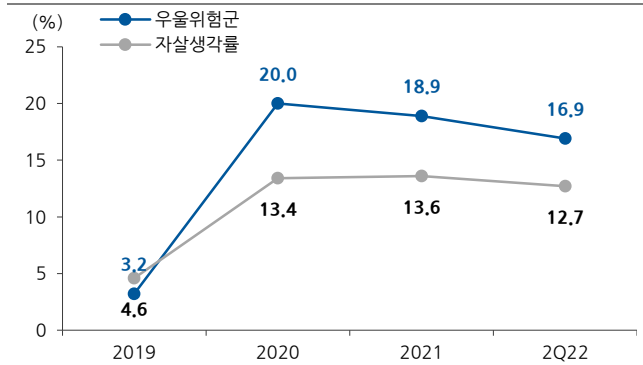
현재는 F코드로 진단을 받은 이력이 있는 경우 보험사에서 보험 가입이나 보장에 차별을 두고 있는 실정이다. 이에 2022년 12월, 국회에서 정신질환에 대한 사회적 차별과 편견을 제도적으로 방지하는 내용의 '정신건강증진 및 정신질환자 복지서비스 지원에 관한 법률' 개정안이 발의되었다. 개정안의 주요 내용은 보험사가 정당한 사유 없이 정신건강의학과 병력을 가진 사람에게 차별적인 대우를 하지 못하게 한다는 내용이다. 관련 개정안 통과 시 F코드에 대한 우려로 억눌렸던 정신건강의학과 진료 수요는 증가할 것으로 전망된다.

국내 정신질환 치료분야별 치료제



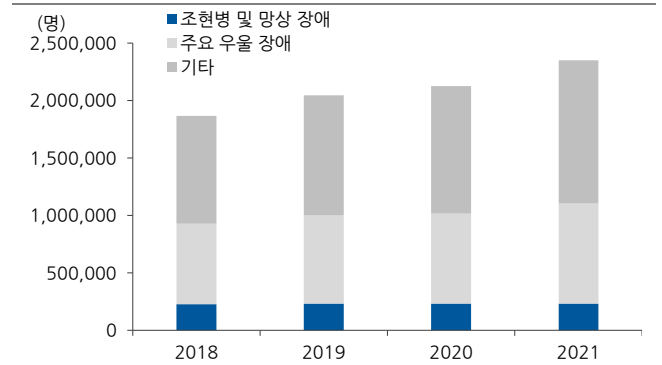
자료: 환인제약, IMS Health 2021, 한국IR협회의 기업리서치센터

코로나19 국민 정신건강 실태조사: 우울위험군 및 자살생각률 추이



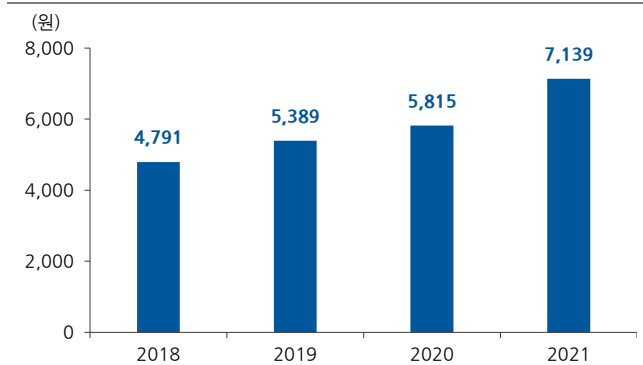
자료: 보건복지부, 한국IR협의회 기업리서치센터

F코드로 진료받은 수진자 수 추이



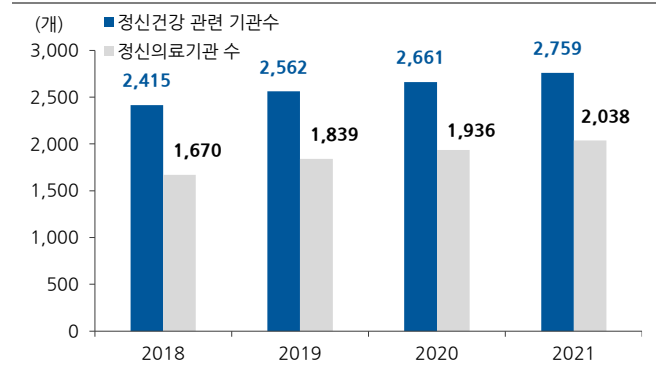
자료: 보건복지부, 한국IR협의회 기업리서치센터

인구1인당 정신건강 예산 추이



자료: 보건복지부, 한국IR협의회 기업리서치센터

정신건강 관련 기관 수 추이



자료: 보건복지부, 한국IR협의회 기업리서치센터

**정신질환의 종류**

종류	내용
신경발달장애 (Neurodevelopmental Disorders)	뇌의 발달 지연 또는 뇌 손상과 관련된 정신장애로 지적 장애, 의사소통 장애, 자폐증 스펙트럼 장애, 주의력결핍과잉행동장애(ADHD), 특수학습장애, 운동장애 등
조현병 스펙트럼 및 기타 정신병적 장애 (Schizophrenia Spectrum and Other Psychotic Disorders)	분열형 성격장애, 망상장애, 단기 정신병적 장애, 정신분열형 장애, 조현병, 분열정동 장애, 조현정동장애 등
양극성 및 관련 장애 (Bipolar and Related Disorders)	제1형 양극성 장애, 제2형 양극성 장애, 순환감정장애 등
우울장애(Depressive Disorders)	파괴적 정서조절 장애, 주요우울장애, 지속적인 우울장애 등
불안장애(Anxiety Disorders)	분리불안장애, 선택적 공포증, 특정공포증, 사회공포증, 공황장애, 공황발작, 광장공포증, 범불안장애 등
강박 및 관련 장애(Obsessive-Compulsive and Related Disorders)	강박장애, 신체변형장애, 저장장애, 모발 뽑기 장애, 피부 벗기기장애 등
외상 및 스트레스 관련 장애(Trauma- and Stressor-Related Disorders)	트라우마와 스트레스 사건에 노출됐을 때 나타날 수 있는 장애로 반응성 애착장애, 탈억제 사회관여 장애, 외상후 스트레스 장애, 급성 스트레스 장애, 적응장애 등
해리장애(Dissociative Disorders)	의식, 기억, 행동, 자기 정체감의 통합적 기능 이상, 해리성 정체성 장애, 해리성 기억 상실증, 이인성 장애 등
신체증상 및 관련 장애(Somatic Symptom and Related Disorders)	심리적 원인에 의한 다양한 신체적 증상과 건강염려를 나타내는 경우로 신체증상 장애, 질병불안 장애, 전환 장애, 허위성 장애 등
급식 및 섭식장애 (Feeding and Eating Disorders)	신경성 식욕부진증, 신경성 폭식증, 폭식장애, 이식증, 반추장애, 회피적/제한적 음식 섭취장애 등
배설장애(Elimination Disorders)	일정 기간 동안 대변과 소변을 가리는 행동의 장애로 유뇨증, 유분증 등
수면-각성 장애 (Sleep-Wake Disorders)	수면 기능의 문제로 불면장애, 과다수면장애, 수면발작증, 호흡관련 수면장애 등
성기능 장애(Sexual Dysfunctions)	성 행위와 관련한 장애 또는 통증으로 지루증, 발기장애, 여성절정감 장애 등
성 불편증(Gender Dysphoria)	생물학적 성별에 대한 심한 불편감
파괴적, 충동통제 및 품행장애(Disruptive, Impulse Control, and Conduct Disorders)	경서와 행동에 대한 자기 통제의 문제를 나타내는 장애로 적대적 반항장애, 간헐적 폭발성 장애, 품행장애, 반사회적 성격장애, 도박증, 방화증 등
물질-관련 및 중독 장애(Substance-Related and Addictive Disorders)	<물질관련장애>알코올, 카페인, 대마계, 환각제, 흡입제, 아편류, 진정제, 수면제, 흥분제, 담배, 기타 <비물질관련장애>도박장애
신경인지장애(Neurocognitive Disorders)	뇌의 손상으로 인해 의식, 기억, 언어, 판단 등의 인지적 기능 문제로 주요신경인지장애, 경도신경인지장애
성격장애(Personality Disorders)	편집성 성격장애, 반사회성 성격장애, 회피성 성격장애 등
성도착 장애(Paraphilic Disorders)	관음장애, 노출장애, 접촉마찰장애 등

자료: 한국보건산업진흥원, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 투자포인트

정신치료 약물시장의  
약 16%를 점유하는  
국내1위  
정신신경과 전문 제약회사

### 1 국내 1위 정신신경과 전문 제약회사: 안정적인 매출 포트폴리오 구축

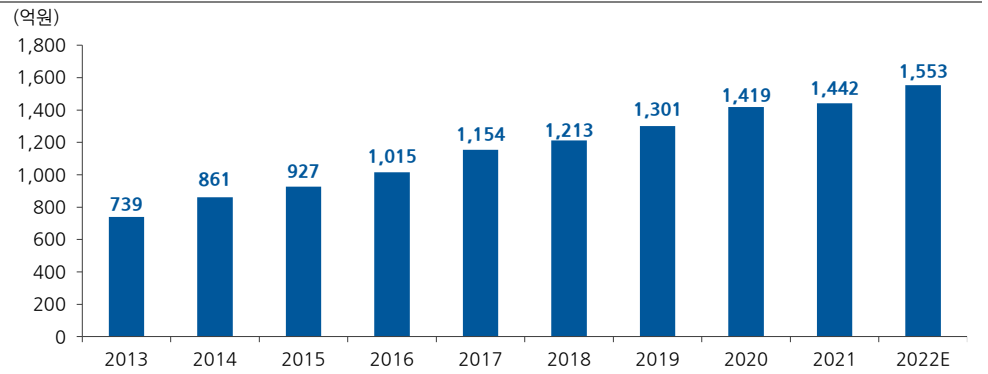
환인제약은 2021년 IMS DATA 금액 기준 정신치료 약물시장의 약 16%를 점유하는 국내 1위 정신신경과 치료제 전문 제약회사이다. 정신신경과 영역은 과거와 달리 정신질환에 대한 사회적 편견이 개선되고 있고 우울증이나 치매에 대한 적극적인 치료 필요성이 높아짐에 따라 최근 환자가 증가하고 있다. 특히 2018년 7월부터는 정신과 상담 및 치료에 건강보험이 적용됨에 따라 정신신경과의 환자 증가로 인한 진단 및 처방이 증가하고 있다.

환인제약의 정신계 의약품 매출은 2013년 739억원에서 2022년 약 1,553억원으로 연평균 7.3% 성장하였다. 정신계 의약품 약물은 전체 처방의약품 시장에서 차지하는 규모는 작지만 전문성이 요구되는 분야로, 동사는 국내 정신과 부문의 99% 이상에 대한 네트워크를 보유하고 있을 정도로 정신신경과 의약품 마케팅 및 판매에 있어서 강점을 보유하고 있다. 최근에는 공정거래위원회에서 제약회사의 불공정한 거래 관행에 대해 강하게 규제하고 있기 때문에, 단순히 판촉비를 많이 쓰는 영업보다는 정신신경과 영역에 전문성을 보유하고 있는 동사가 영업적인 강점을 가져가기 유리한 상황이다.

국내 정신계 의약품 매출에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 우울증 치료제 및 조현병 치료제 영역이다. 동사는 2021년 IMS 데이터 기준 우울증 치료제 시장점유율 11.1%, 조현병 치료제 시장점유율 20.2%를 차지하고 있다. 우울증 치료제는 2019년 아그틴, 2020년 에프람정을 출시하여 출시 2~3년만에 매출액 90억원대 이상 제품으로 성장시키는 것을 통해 동사의 정신과 영업력을 확인할 수 있다. 동사는 정신신경계 의약품 라인업 구성이 잘 되어 있으며, 추가적으로 제품군 강화를 통해 영업력을 공고하게 가져가고 있다

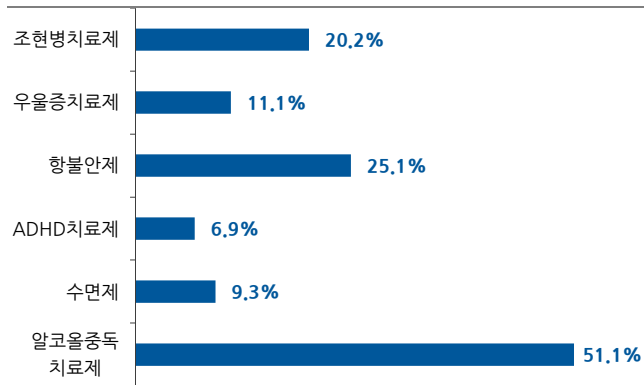
환인제약은 우울증, 뇌전증, 파킨슨병, 알츠하이머 치매 등 다양한 CNS(중추신경계) 분야의 라인업을 확장을 통해 시장 경쟁력을 강화하고 있다. 2020년에는 포르투갈 제약사 비아로부터 도입한 뇌전증 치료제 '제비닉스정', 파킨슨병 제네릭 '라미펙솔서방정', 항우울 제네릭 '미르젠탁오디정', 항우울 제네릭 '데팍신' 등의 품목허가를 받아 출시하였다. 2019년 8월부터는 GSK社와 파트너십을 맺고 CNS 계열 주요 품목(파킨슨 치료제 리킵/리킵PD, 라믹탈, 편두통 치료제 나라믹, 이미그란 등 신경과 의약품 4개 브랜드)의 국내 영업을 담당하였으며, 2022년 12월에는 GSK社의 CNS 계열 주요 6개품목에 대한 국내 판매/유통 계약을 체결하여 2023년부터 본격적인 유통 판매를 시작할 예정이다.

환인제약 정신계 의약품 매출 추이: 2013년부터 2022년까지 연평균 7.3% 성장



자료: 환인제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

환인제약 정신치료약물 질환별 시장점유율



자료: 환인제약(2021년 IMS DATA 금액기준), 한국IR협회의 기업리서치센터

정신신경용제 매출 추이

(단위: 백만원)

	2018	2019	2020	2021	2022(예상)
전체실적	154,664	159,178	171,326	177,179	194,258
정신신경계 실적	121,345	130,076	141,936	144,182	155,251
비율	78.50%	81.70%	82.80%	81.40%	79.90%
G/R	5.20%	7.20%	9.10%	1.60%	7.70%

자료: 환인제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

주요품목 매출 추이

제품명	약효군 분류	2018	2019	2020	2021	2022	2023 목표
쿠에타핀	조현병 치료제	14,750	16,130	17,650	19,120	18,760	17,600
아고틴	항우울제		1,310	4,200	6,810	9,350	11,200
에프람정	항우울제			380	7,420	9,430	11,000
알프라	정신 신경 안정제	8,160	8,290	8,510	9,010	9,370	9,430
환인 도네페질	치매 증상 치료제	6,850	7,590	7,970	8,810	8,550	9,200
리페리돈	조현병 치료제	9,320	8,910	8,870	9,100	8,240	8,600
아리피졸	조현병 치료제	2,900	3,350	3,740	4,740	6,820	8,000
자이레핀	조현병 치료제	5,050	5,690	6,150	6,780	6,610	7,200
알포세틴	치매치료	3,170	4,340	4,980	5,650	6,140	7,150
졸피람	불면증 치료제	2,690	2,590	2,570	2,690	2,660	2,560
환인 아캄프로세이트	알코올중독치료제	3,450	2,620	2,060	2,070	1,530	1,550
에보트 데파코트	항전간제	8,920	9,030	10,040	10,810	11,300	11,700
노바티스 클로자릴	조현병 치료제	4,040	4,010	4,100	3,670	3,060	3,300
<b>합계</b>		<b>69,300</b>	<b>73,860</b>	<b>81,220</b>	<b>96,680</b>	<b>101,820</b>	<b>108,490</b>

자료: 환인제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 2 시설 투자 마무리

- 2020년 향남공장 양수도계약
- 2022년 연구센터 양수도계약
- 2023년 안성 물류창고 개보수

환인제약은 2020년부터 기존 공장인 안성공장의 평균가동률이 90%에 육박한 관계로 신규 생산시설 확충이 필요하였다. 이를 위해 동사는 2020년 11월 자산양수도 계약을 통해 한국 안센의 향남공장을 인수했다. 2022년 3월 잔금을 납입 완료하였으며(총 460억원), 향남공장 정상가동을 위해 4월부터 9월까지 생산설비 점검 및 투자를 집행하였다(약 110억원 규모). 향남공장은 2023년 하반기부터 본격 가동이 시작될 것으로 예상된다.

또한 동사는 2022년 4월 경기도 용인시 기흥구 토지 및 건물을 주식회사 마니커로부터 양수금액 107억원에 자산양수도 하였으며, 기존 경기도 수원시에 있던 중앙연구소를 확장 이전하여 2023년 1월 환인제약 연구센터를 완공하였다. 동사는 연구센터를 통해 차별화된 제네릭과 개량신약을 포함한 신제품 개발에 집중하려고 한다.

2023년에는 안성 물류창고 개보수 등에 약 50억원 수준의 투자가 집행될 예정이다. 동사는 금번 물류창고 개보수 공사까지 진행함에 따라 2020년부터 시작된 대규모의 시설 투자가 마무리 될 것으로 전망되며, 2024년부터는 가동률 상승에 따른 수익성 개선이 진행될 것으로 예상된다.

향남공장: 2022년 한국안센 공장 양수(양수금액 460억원)



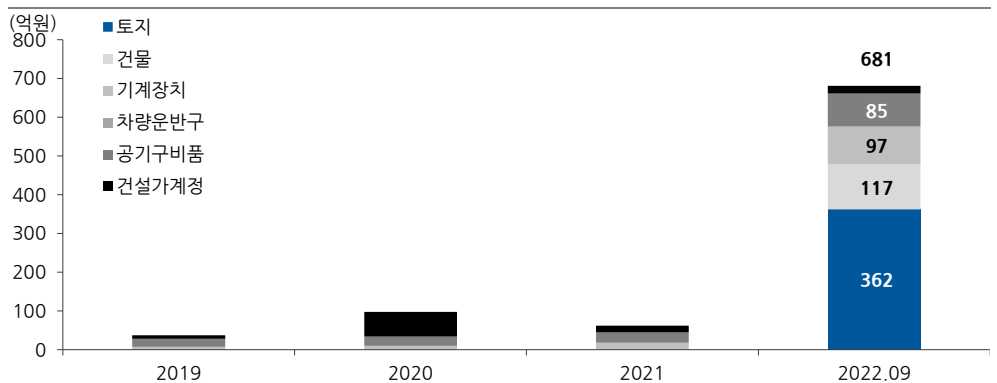
자료: 언론(한국안센), 한국IR협의회 기업리서치센터

연구센터: 2022년 마니커 건물 인수(양수금액 107억원)



자료: 환인제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 생산설비 관련 투자 진행 추이



자료: 환인제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

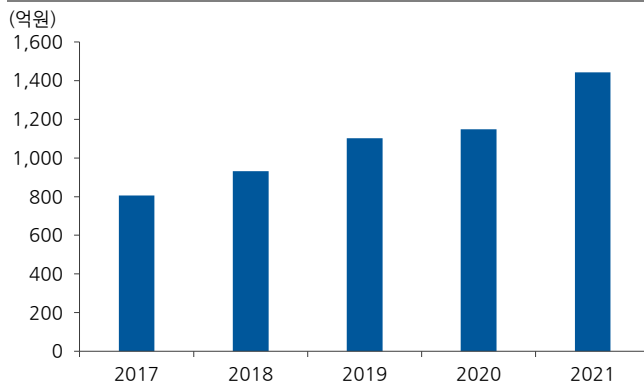
### 3 안정적인 재무구조

#### 차입금 없는 안정적인 재무구조

환인제약은 차입금이 없는 안정적인 재무구조를 보유하고 있다. 동사는 2017년 서울 송파구 문정 법조단지에서 지상 11층 지하 5층(연면적 1만5,572㎡) 규모로 총 376억 원을 투자하여 신사옥을 준공하였다. 또한 2022년에는 생산시설 확충을 위해 한국안센의 향남공장을 총 460억원 규모로 자산양수도 하였으며, 경기도 용인시에 연구센터를 위한 건물을 약 107억원 규모로 자산양수도 하였다. 동사는 풍부한 현금성 자산을 바탕으로 차입 없이 부동산 등에 대한 과감한 투자를 진행할 수 있었으며, 2022년말 기준 현금성 자산을 약 750억원 보유하고 있다.

동사는 확정된 배당정책을 가지고 있지는 않지만 2017년부터 2021년까지 매년 주당 300원의 현금배당을 시행하고 있다. 동사의 배당성향은 약 20% 수준으로, 동사의 안정적인 재무구조를 감안 시 동등 이상의 배당 성향을 유지할 수 있을 것으로 판단된다.

순현금 추이



자료: 환인제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

높은 배당 성향

(단위: 백만원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
액면가(원)	500	500	500	500	500	500
순이익	16,397	27,172	21,518	18,309	23,676	26,347
EPS(원)	1,074	1,780	1,409	1,199	1,551	1,726
배당성향	23	17	21	25	19	17
주당 현금배당(원)	250	300	300	300	300	300
주당순자산(원)	11,768	12,974	13,828	14,565	15,681	16,798

자료: 환인제약, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 실적 추이 및 전망

### 1 2022년 실적

2022년 약 3% 수준의  
약가인하 영향에도 불구하고  
전년대비 11.9%의  
매출 성장 달성

환인제약은 2022년 매출액 1,989억원(YoY +11.9%), 영업이익 298억원(YoY -4.6%), 영업이익률 15.0%(전년대비 2.6%p 하락), 지배주주순이익 239억원(YoY -10.3%)의 실적을 달성하였다. 2022년도에는 실거래가에 따른 약가인하제 영향으로 평균 약 3% 수준의 약가 인하가 매출의 마이너스 요인으로 작용하였으나, 동사는 신규품목 확장 및 판매량 확대를 통해 전년대비 11.9%의 매출 성장을 달성하였다.

이익 측면에서는 매출원가가 높은 상품 매출의 증가로 인해 원가를 상승 및 판매비 증가 등의 영향으로 영업이익률이 전년대비 2.6%p 하락하였다.

### 2 2023년 실적 전망

2023년에는 GSK 상품 도입을  
통한 큰 폭의 매출 성장 기대됨.  
상품비중 증가 및 생산설비  
투자로 인한  
고정비성 비용 증가로  
일시적인 수익성 하락 예상

2023년에는 매출액 2,359억원(YoY +18.6%), 영업이익 259억원(YoY -13.3%), 영업이익률 11.0%(전년대비 4.0%p 하락), 지배주주순이익 227억원(YoY -5.1%)의 실적을 전망한다. 정신의약품 부문은 매년 5% 내외의 꾸준한 성장을 이어갈 것으로 예상되며, 2023년에는 특히 GSK 상품 도입을 통한 큰 폭의 매출 성장이 기대된다.

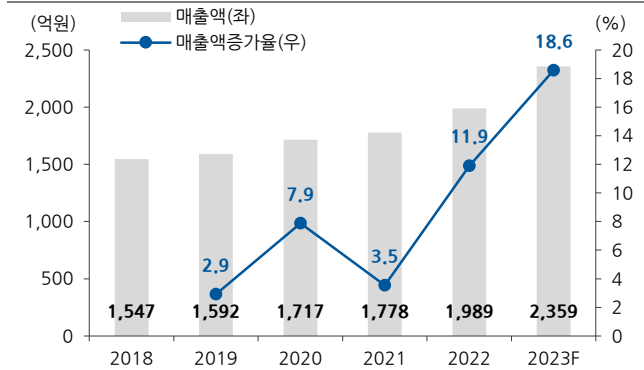
동사는 2022년 12월 GSK社와 중추신경계(CNS) 주요 6개 품목(파킨슨 치료제 리캡/리캡PD, 편두통 치료제 나라믹, 이미그란, 항우울제 웰부트린XL, 팍실CR, 세로자트)에 대한 국내 판매 및 유통계약을 체결하였다. 해당 품목들의 도입으로 2023년 약 250억원 수준의 매출 성장이 추가될 것으로 예상된다.

GSK 도입 상품 매출을 통한 전사 매출의 성장은 긍정적이거나, 전사 매출에서 상품매출이 차지하는 비중은 2022년 20%대 후반에서 2023년에는 30%대로 증가할 예정이며, 이로 인해 전사 매출원가율이 크게 상승할 것으로 전망된다.

또한 2023년에는 안성 물류창고 개보수, 연구소 내부 공사 관련 등 일회성비용 발생이 예상되며, 하반기부터 가동이 시작될 것으로 예상되는 향남공장의 고정비성 비용(인건비 등)이 반영됨에 따라 전년대비 수익성에 부정적인 영향이 미칠 것으로 예상된다.

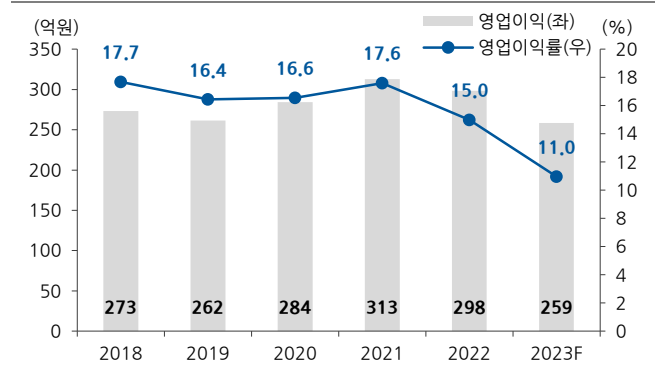


매출액 추이



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

영업이익 추이



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

GSK의 중추신경계 6개 품목 판매유통계약(2022,12)



자료: 환인제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년 추가되는 GSK 품목



자료: 환인제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>매출액</b>	<b>1,592</b>	<b>1,717</b>	<b>1,778</b>	<b>1,989</b>	<b>2,359</b>
증가율 (%)	2.9	7.9	3.5	11.9	18.6
정신신경용제	1,301	1,419	1,442	1,583	1,936
순환계 용약	93	104	109	120	125
소화성궤양용제	63	40	47	52	54
해열 소염 진통제	39	42	49	53	55
골다공증 치료제	47	44	49	46	48
기타	49	64	75	135	140
<b>매출원가</b>	<b>800</b>	<b>851</b>	<b>843</b>	<b>984</b>	<b>1,315</b>
매출원가율 (%)	50.3	49.6	47.4	49.5	55.7
<b>매출총이익</b>	<b>792</b>	<b>866</b>	<b>935</b>	<b>1,005</b>	<b>1,044</b>
매출총이익률 (%)	49.7	50.4	52.6	50.5	44.3
<b>영업이익</b>	<b>262</b>	<b>284</b>	<b>313</b>	<b>298</b>	<b>259</b>
영업이익률 (%)	16.4	16.6	17.6	15.0	11.0
증가율 (%)	-4.3	8.6	10.1	-4.6	-13.3
<b>세전계속사업이익</b>	<b>282</b>	<b>311</b>	<b>339</b>	<b>298</b>	<b>283</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>187</b>	<b>234</b>	<b>267</b>	<b>239</b>	<b>227</b>
순이익률 (%)	11.7	13.6	15.0	12.0	9.6

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

## Valuation

### 현 주가 수준은 역사적인 밸류에이션 하단 구간

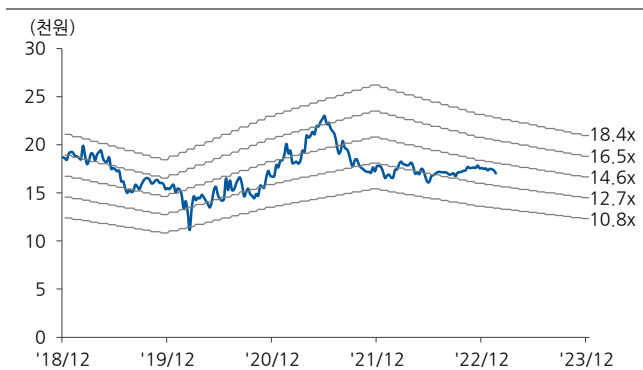
- KOSPI 의약품 지수 대비**
- 50% 이상 저평가 국면임.**
- 2024년부터 수익성이 개선되며**
- 주가 저평가 요인이**
- 해소될 것으로 전망됨**

2020년부터 코로나19가 전세계적으로 유행하며 한국의 제약/바이오/헬스케어 기업들의 주가는 코로나 백신, 코로나 치료제, 코로나 진단키트 등 전염병 관련 모멘텀의 유무에 따라 주가의 방향성이 결정되는 경향을 보였다. 주식시장에서 성장에 대한 기대감이 큰 주식에 대한 관심이 집중됨에 따라 상대적으로 국내 내수 처방의약품 시장을 기반으로 안정적인 사업을 영위하고 있는 중소형 제약사들은 시장에서 소외되었다고 판단된다.

환인제약의 현재 주가 수준을 판단하기 위해 국내 유가증권시장(KOSPI)에 상장되어 있는 중소형 제약사(유나이티드제약, 대원제약, 삼진제약, 하나제약)를 비교대상기업으로 선정하여 밸류에이션 수준을 비교해보고자 한다. 동사의 현 주가 수준은 2022년 실적 기준으로 PER 13.7배, PBR 1.0배 수준으로 비교대상기업들의 평균 밸류에이션인 PER 12.8배, PBR 1.2배와 비교 시 PER은 상대적인 고평가, PBR은 상대적인 저평가 구간이다. 또한 2023년 예상 실적 기준으로도 동사의 밸류에이션은 PER 14.1배, PBR 0.9배 수준으로 비교대상기업 평균 밸류에이션 PER 10.9배, PBR 1.1배와 비교 시 PER은 상대적인 고평가, PBR은 상대적인 저평가 구간으로 판단된다. 하지만 동사의 밸류에이션 수준은 유가증권시장(KOSPI) 의약품 지수의 밸류에이션인 PER 39.2배, PBR 4.9배 대비하여 크게 저평가 구간이며, 최근 5년간 동사의 역사적인 PER, PBR 밴드 차트 상에서도 밸류에이션 하단 구간이라고 판단된다.

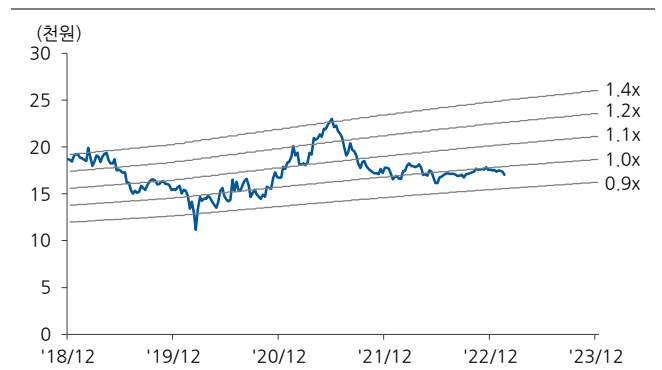
환인제약은 정신신경과 치료제 국내 1위 기업으로 최근 10년간 연평균 매출액 성장률 7.4%, 평균 영업이익률 17.7% 수준으로 꾸준한 실적을 달성하는 기업이다. 다만, 2022년, 2023년에는 신규 공장 및 물류창고 등의 투자가 집행됨에 따라 일시적인 고정비 상승에 따른 수익성 하락으로 전년 대비 이익이 감소할 것으로 전망되나, 2024년부터는 수익성이 개선되며 동사의 주가 저평가 요인이 해소될 것으로 전망된다.

PER 밴드



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

PBR 밴드



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

동종기업 비교

(단위: 원, 억원, %, 배)

	환인제약	유나이티드제약	대원제약	삼진제약	하나제약	
주가(원) 2023년 2월 22일 종가 기준	16,960	23,200	15,500	23,450	15,100	
시가총액 (억원)	3,155	3,769	3,405	3,260	2,684	
자산총계 (억원)	2020	3,296	3,534	3,352	2,690	2,766
	2021	3,532	3,800	4,296	3,325	3,035
	2022E	3,765	4,336	4,531	4,070	3,561
	2023E	4,016	N/A	4,960	3,410	3,613
자본총계 (억원)	2020	2,961	2,769	2,139	2,135	2,324
	2021	3,169	3,007	2,193	2,342	2,519
	2022E	3,364	3,455	2,481	2,759	2,684
	2023E	3,543	N/A	2,839	2,400	2,829
매출액 (억원)	2020	1,717	2,160	3,085	2,352	1,773
	2021	1,778	2,210	3,542	2,501	1,964
	2022E	1,989	2,503	4,789	2,742	2,100
	2023E	2,359	N/A	4,996	2,680	2,318
영업이익(억원)	2020	284	401	241	322	317
	2021	313	332	194	339	360
	2022E	298	432	430	234	346
	2023E	259	N/A	527	350	379
영업이익률(%)	2020	16.6	18.6	7.8	13.7	17.9
	2021	17.6	15.0	5.5	13.6	18.3
	2022E	15.0	17.3	9.0	8.5	16.5
	2023E	11.0	N/A	10.5	13.1	16.4
지배주주순이익(억원)	2020	234	266	176	279	149
	2021	267	286	70	284	280
	2022E	239	521	300	222	245
	2023E	227	N/A	387	280	295
ROE(%)	2020	8.2	9.6	8.2	13.1	6.4
	2021	8.7	9.5	3.2	12.1	11.1
	2022E	7.3	15.1	12.1	8.0	9.1
	2023E	6.6	N/A	13.6	11.7	10.4
PER(배)	2020	13.3	40.5	22.3	13.6	28.0
	2021	12.4	26.8	50.6	12.9	12.8
	2022E	13.7	7.1	13.7	16.1	13.2
	2023E	14.1	N/A	8.9	11.7	9.1
PBR(배)	2020	1.0	3.9	1.8	1.8	1.8
	2021	1.0	2.6	1.6	1.6	1.4
	2022E	1.0	1.1	1.7	1.3	1.2
	2023E	0.9	N/A	1.2	1.4	0.9
PSR(배)	2020	1.8	5.0	1.3	1.6	2.4
	2021	1.9	3.5	1.0	1.5	1.8
	2022E	1.6	1.5	0.9	1.3	1.5
	2023E	1.4	N/A	0.7	1.2	1.2
배당수익률(%)	2020	1.8	0.5	0.8	2.9	2.0
	2021	1.7	0.8	1.2	3.0	2.5

주: FY2022의 경우 환인제약, 대원제약, 삼진제약, 하나제약은 실적발표 기준, 유나이티드제약은 trailing 적용, FY2023의 경우 대원제약, 삼진제약, 하나제약은 컨센서스 적용

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

## ! 리스크 요인

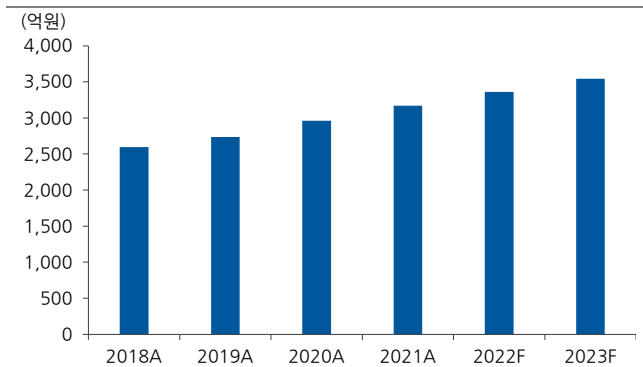
### 1 ROE(자기자본이익률) 하락

**ROE 개선을 위해 이익 성장, 주주환원정책 등이 필요하다고 판단됨**

환인제약은 차입금이 없는 안정적인 재무구조를 보유한 기업이다. 당사는 신공장 및 연구센터를 위한 부동산을 차입없이 양수도를 진행할 수 있을 정도로 자금력이 있는 회사로, 2022년말 기준 현금성 자산을 약 750억원 보유하고 있다. 하지만 주주의 입장에서 회사의 ROE(자기자본이익률)가 매년 하락하고 있다는 점은 자본 효율성 측면에서 리스크 요인이라고 판단된다.

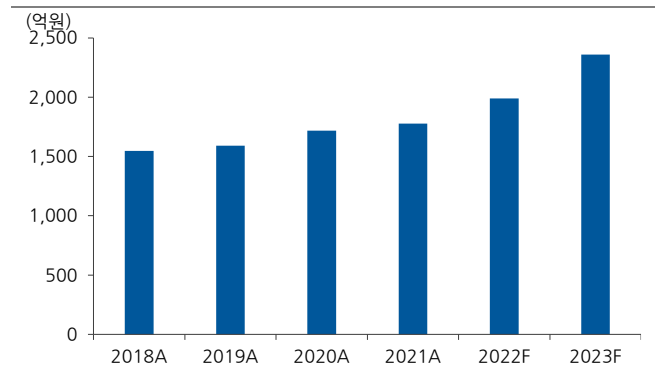
ROE는 수익성과 성장성을 나타내는 투자지표로, 순이익을 자기자본을 나눈 값이다. 즉, 빚을 제외한 자기자본으로 얼마나 많은 이익을 창출하였는가를 나타내는 지표이다. 최근 5개년간 당사는 연평균 매출액이 약 6.4% 성장하였으나, 연평균 지배주주순이익은 약 1.0% 성장하였다. 특히 2022년부터는 유형자산(공장 등) 투자에 따른 고정비 증가로 인해 지배주주순이익이 전년대비 하락하는 상황이다. 반면 자기자본은 최근 5개년간 연평균 약 6.4% 성장하면서, 늘어나는 자본에 상응하는 수익을 창출하지 못하는 상황이라고 할 수 있다. ROE를 개선하기 위해서는 강한 이익 성장, 혹은 주주환원정책(배당, 자사주매입/소각 등)이 필요하다고 판단된다.

자기자본 추이



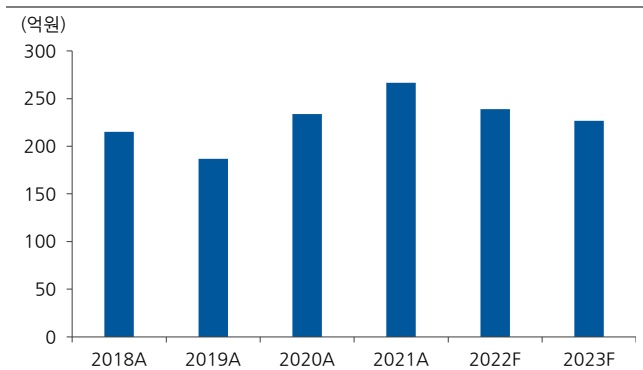
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

매출액 추이



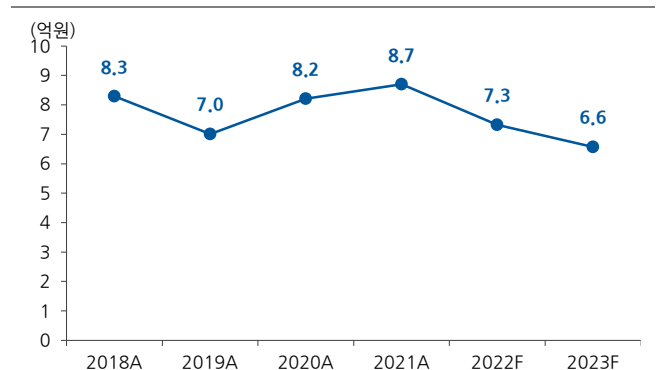
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

지배주주순이익 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

ROE 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

**실거래가에 따른 약가인하제로  
2년마다 약가인하 불구하고  
동사는  
처방량 증가 및 신제품으로  
전사 매출 성장세 유지**

## 2년마다 반복되고 있는 제약업계 약가 인하 이슈

제약산업은 국민의 건강과 밀접하게 연관되어 있는 산업군으로 제품의 개발에서 임상시험, 인허가 및 제조, 유통, 판매 등 전반적인 과정을 규제당국으로부터 통제 받고 있으며, 의약품의 품질유지, 수량확보, 약가 규제 등 행정 또는 법적인 규제관리가 이루어지는 산업이다.

건강보험 약가관리제도는 한정된 건강보험재정을 효율적으로 배분하기 위한 사후관리 제도로서, 사용량-약가연동 제에 의한 약가인하(매월, 매년), 특히 만료 등 제네릭 등재에 의한 약가인하(수시), 급여범위 확대에 따른 사전 약가인하(사유 발생시), 실거래가 조사에 의한 약가인하(2년마다) 등이 있다. 2012년에는 가등제 의약품을 대상으로 하는 대규모 일괄약가인하(최초 제네릭 등재 시 오리지널 및 제네릭의 가격을 특허만료 전 오리지널 가격의 53.55%로 일괄인하) 단행으로 인해 국내 제약업계 전반의 매출성장둔화와 수익성 하락을 경험한 바 있다.

2016년 개정되어 적용 중인 실거래가에 따른 약가인하제는 2년 주기로 요양기관의 의약품 청구금액을 조사하여 산출한 가중평균가격이 정부 고시 기준상한금액보다 낮으면, 그 차이만큼 상한금액을 인하하는 제도이다. 정신신경용제의 특성 상 입원환자 처방이 많은 편이고, 특히 처방이 집중되는 요양병원 등의 입찰가격이 평균 약가보다 낮게 형성되는 경우가 많기 때문에, 의료현장에서 해당 처방량이 증가하면 약가는 떨어지는 구조로 갈 수 밖에 없다. 실제 동사는 2016년부터 2년마다 계속 약가 인하 이슈가 발생하고 있으며 이로 인한 매출 감소는 불가피한 상황이다. 그러나 동사는 약가 인하에도 불구하고 처방량 증가 및 신제품 등을 통해 꾸준히 전사 매출을 성장시키고 있다.

### 현행 약가 인하 제도

#### 사용량-약가 연동 협상

내용	약가 협상 시 의약품의 사용량과 약값을 연동해 약가 책정 및 인하
인하율	최대 10%

#### 실거래가 약가 인하

내용	실거래가 조사를 통해 의약품 상한금액을 가중평균가로 인하
인하율	최대 10%

#### 사용(급여)범위 확대 시 사전 인하

내용	연간 3억원 이상 청구금액 증가 예상 품목 대상 상한금액 사전 인하
인하율	최대 5%

#### 특허 만료 시 오리지널 약가 인하

내용	오리지널 의약품 특허 만료 시 오리지널 및 제네릭 모두 오리지널 상한금액 조정
인하율	오리지널 의약품 가격의 53.55%

#### 약가 차등제

내용	제네릭 등재 요건 충족에 따라 약가 차등 산정
인하율	20개 이내 38.69%~53.55%, 20개 이후 최저가의 85%

자료: 연론인용(비즈니스위치), 한국IR협의회 기업리서치센터

실거래가 약가인하 중복 품목 현황

Type	2020년도	2018년도	2016년도
인하 품목 수	3924개	3619개	4640개
중복 인하 품목 수	2795개 (2020년도 인하 품목의 71%) (2018년도 인하 품목의 77%) 주사제: 1219개(44%)		
		2390개 (2018년도 인하 품목의 61%) (2016년도 인하 품목의 52%)	
	1893개 (2020년도 인하 품목의 48%) (2018년도 인하 품목의 52%) (2016년도 인하 품목의 41%) 주사제: 937개(49%)		

자료: 언론인용(실거래가 약가인하 제도 개선방안에 대한 연구), 한국IR협의회 기업리서치센터

3번의 실거래가 약가인하 품목수 상위 10개 제약사

(단위: 개)

순위	2016		2018		2020	
	제약사	품목수	제약사	품목수	제약사	품목수
1	신풍제약	142	명인제약	135	명인제약	172
2	명인제약	126	한미약품	127	한미약품	138
3	한림제약	122	동아에스티	115	종근당	112
4	JW 중외제약	120	CJ 헬스케어	109	<b>환인제약</b>	<b>108</b>
5	일동제약	118	일동제약	106	동아에스티	104
6	보령제약	116	JW 중외제약	106	한국화이자	104
7	CJ 헬스케어	115	종근당	98	CJ 헬스케어	101
8	동아에스티	111	<b>환인제약</b>	<b>81</b>	한국노바티스	98
9	제일약품	104	한림제약	78	한림제약	92
10	한미약품	99	보령제약 한국화이자	75	일동제약	84

자료: 언론인용(실거래가 약가인하 제도 개선방안에 대한 연구), 한국IR협의회 기업리서치센터

**포괄손익계산서**

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>매출액</b>	<b>1,592</b>	<b>1,717</b>	<b>1,778</b>	<b>1,989</b>	<b>2,359</b>
증가율(%)	2.9	7.9	3.5	11.9	18.6
<b>매출원가</b>	<b>800</b>	<b>851</b>	<b>843</b>	<b>984</b>	<b>1,315</b>
매출원가율(%)	50.3	49.6	47.4	49.5	55.7
<b>매출총이익</b>	<b>792</b>	<b>866</b>	<b>935</b>	<b>1,005</b>	<b>1,044</b>
매출이익률(%)	49.7	50.4	52.6	50.5	44.3
<b>판매관리비</b>	<b>530</b>	<b>582</b>	<b>622</b>	<b>707</b>	<b>785</b>
판매비율(%)	33.3	33.9	35.0	35.5	33.3
<b>EBITDA</b>	<b>301</b>	<b>325</b>	<b>355</b>	<b>386</b>	<b>333</b>
EBITDA 이익률(%)	18.9	18.9	20.0	19.4	14.1
증가율(%)	-1.4	8.1	9.2	8.8	-13.7
<b>영업이익</b>	<b>262</b>	<b>284</b>	<b>313</b>	<b>298</b>	<b>259</b>
영업이익률(%)	16.4	16.6	17.6	15.0	11.0
증가율(%)	-4.3	8.6	10.1	-4.6	-13.3
<b>영업외손익</b>	<b>21</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>-0</b>	<b>24</b>
금융수익	21	17	22	32	20
금융비용	0	2	1	1	1
기타영업외손익	-0	13	6	-32	5
종속/관계기업관련손익	0	-0	-1	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>282</b>	<b>311</b>	<b>339</b>	<b>298</b>	<b>283</b>
증가율(%)	-3.8	10.1	9.0	-12.0	-5.1
법인세비용	96	79	74	61	58
계속사업이익	186	232	265	237	225
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>186</b>	<b>232</b>	<b>265</b>	<b>237</b>	<b>225</b>
당기순이익률(%)	11.7	13.5	14.9	11.9	9.5
증가율(%)	-13.5	24.6	14.1	-10.4	-5.1
지배주주지분 순이익	187	234	267	239	227

**현금흐름표**

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>247</b>	<b>228</b>	<b>353</b>	<b>305</b>	<b>176</b>
당기순이익	186	232	265	237	225
유형자산 상각비	37	37	38	83	70
무형자산 상각비	2	4	4	5	4
외환손익	0	2	0	0	0
운전자본의감소(증가)	18	-52	39	-41	-123
기타	4	5	7	21	0
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>-401</b>	<b>6</b>	<b>-21</b>	<b>-486</b>	<b>-89</b>
투자자산의 감소(증가)	-229	-2	134	34	-5
유형자산의 감소	2	0	0	675	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-28	-80	-44	-1,291	-60
기타	-146	88	-111	96	-24
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>-52</b>	<b>-52</b>	<b>-52</b>	<b>-45</b>	<b>-45</b>
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	1
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-46	-46	-46	-46	-46
기타	-6	-6	-6	1	0
<b>기타현금흐름</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-0</b>	<b>213</b>	<b>0</b>
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-205</b>	<b>181</b>	<b>280</b>	<b>-13</b>	<b>42</b>
기초현금	385	180	361	641	627
기말현금	180	361	641	627	670

**재무상태표**

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	<b>2,050</b>	<b>2,144</b>	<b>2,424</b>	<b>2,156</b>	<b>2,416</b>
현금성자산	180	361	641	627	670
단기투자자산	939	809	820	483	507
매출채권	634	630	619	636	754
재고자산	282	328	327	358	424
기타유동자산	14	15	17	52	62
<b>비유동자산</b>	<b>999</b>	<b>1,152</b>	<b>1,108</b>	<b>1,609</b>	<b>1,600</b>
유형자산	381	436	451	984	974
무형자산	31	30	30	31	27
투자자산	221	318	269	235	240
기타비유동자산	366	368	358	359	359
<b>자산총계</b>	<b>3,049</b>	<b>3,296</b>	<b>3,532</b>	<b>3,765</b>	<b>4,016</b>
<b>유동부채</b>	<b>247</b>	<b>267</b>	<b>309</b>	<b>346</b>	<b>410</b>
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	92	89	94	105	125
기타유동부채	155	178	215	241	285
<b>비유동부채</b>	<b>57</b>	<b>62</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>63</b>
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	57	62	51	55	63
<b>부채총계</b>	<b>304</b>	<b>330</b>	<b>360</b>	<b>401</b>	<b>473</b>
지배주주지분	2,738	2,961	3,169	3,363	3,543
자본금	97	97	97	97	97
자본잉여금	211	211	211	211	211
자본조정 등	-97	-97	-97	-97	-97
기타포괄이익누계액	-15	18	3	3	3
이익잉여금	2,541	2,732	2,954	3,148	3,329
<b>자본총계</b>	<b>2,745</b>	<b>2,966</b>	<b>3,172</b>	<b>3,364</b>	<b>3,543</b>

**주요투자지표**

	2019	2020	2021	2022F	2023F
P/E(배)	15.4	13.3	12.4	13.7	14.1
P/B(배)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
P/S(배)	1.8	1.8	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	5.9	6.0	5.3	5.7	6.1
배당수익률(%)	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7
EPS(원)	1,005	1,257	1,433	1,285	1,219
BPS(원)	14,719	15,920	17,040	18,078	19,051
SPS(원)	8,558	9,231	9,558	10,695	12,682
DPS(원)	300	300	300	300	300
<b>수익성(%)</b>					
ROE	7.0	8.2	8.7	7.3	6.6
ROA	6.3	7.3	7.8	6.5	5.8
ROIC	15.0	19.3	20.3	16.7	11.7
<b>안정성(%)</b>					
유동비율	828.4	802.1	784.5	623.5	589.3
부채비율	11.1	11.1	11.3	11.9	13.3
순차입금비율	-40.2	-38.7	-45.5	-32.5	-32.7
이자보상배율	1,290.4	904.6	606.7	648.2	540.8
<b>활동성(%)</b>					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
매출채권회전율	2.5	2.7	2.8	3.2	3.4
재고자산회전율	5.9	5.6	5.4	5.8	6.0



## Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.