

2023. 5. 10



Company Analysis | Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

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

Buy (유지)

목표주가 (유지) 21,000 원

현재주가 16,240 원

상승여력 29.3 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(5/9)	2,510.06 pt
시가총액	3,021 억원
발행주식수	18,600 천주
52 주 최고가/최저가	18,100 / 15,950 원
90 일평균거래대금	2.7 억원
외국인 지분율	14.2%
배당수익률(23.12E)	1.8%
BPS(23.12E)	18,813 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -2.2%
	6개월 -9.7%
	12개월 -2.8%
주주구성	이광식(외 2인) 21.9%
	자사주(외 1인) 17.9%
	FIDELITY 10.0%

Stock Price



# 환인제약 (016580)

## 1Q23 Review: 영업이익 기대치 상회

### 1Q23 Review & 2Q23 Preview

동사의 1Q23 실적은 매출액 555억원(+13.7% yoy), 영업이익 74억원(-23.9% yoy, OPM 13.3%), 순이익(지배주주) 71억원(-14.5% yoy, NPM 12.8%)을 기록하였다. 이는 당사의 기존 추정치(Sales 533억원, OP 48억원) 대비 매출액은 소폭 상승한 것이고, 영업이익은 기대치를 크게 상회한 것이다. 이는 1Q23에 물류창고 리모델링 & 연구소 내부 공사 등의 비용이 아직 본격적으로 반영되지 않은 것으로 파악된다.

동사의 2Q23 예상 실적은 매출액 547억원(+12.5% yoy) 수준으로 안정적인 외형성장이 유지될 것으로 전망한다. 영업이익은 52억원(-18.3% yoy)으로 1Q23에 이어서 YoY 이익 역성장이 예상된다. 이유는 1)안성 물류창고 개보수, 2)연구소 내부 공사 관련 등의 일회성 비용이 반영될 것이고, 3)2023년 3분기 가동이 시작될 것으로 보이는 향남 신공장의 선제적 고정비(인건비 등)가 상반기에는 매출기여 없이 비용으로만 반영될 것이기 때문이다.

참고로 2023년 7종의 의약품 상품 도입으로 수익성이 높지 않은 정신계 의약품 판매 증가가 진행되고 있어, 이익 개선보다는 매출액 확대가 더 많이 나타나고 있다.

### 정신계 의약품의 추세적인 성장

동사의 정신계 의약품 매출액은 2017년 1,154억원 → 2018년 1,213억원 → 2019년 1,301억원 → 2020년 1,419억원 → 2021년 1,442억원 → 2022년 1,553억원 → 2023년E 1,774억원, 과거 5년 CAGR 6.1% 수준의 안정적인 성장이 진행되고 있다. 이는 고령화 + 사회적인 인식 변화로 정신계 의약품 수요가 증가하고 있으며, 이러한 흐름은 향후에도 지속될 것으로 기대된다.

### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	177.8	198.9	224.1	244.2	264.9
영업이익	31.3	29.8	24.5	30.7	34.3
순이익(지배주주)	26.7	23.9	21.0	25.9	28.9
EPS (원)	1,433	1,286	1,129	1,394	1,556
증감률 (%)	14.0	-10.3	-12.2	23.5	11.6
PER (x)	12.4	13.7	14.4	11.7	10.4
PBR (x)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
영업이익률 (%)	17.6	15.0	10.9	12.6	12.9
EBITDA 마진 (%)	20.0	17.4	14.8	16.0	16.2
ROE (%)	8.7	7.4	6.1	7.2	7.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 1Q23 Review

(억원)	1Q23	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	기존추정치	오차
매출액	555	488	13.7%	522	6.5%	533	4.2%
영업이익	74	97	-23.9%	65	13.1%	48	55.5%
순이익	71	83	-14.5%	55	30.1%	39	83.1%
OPM	13.3%	19.9%		12.5%		8.9%	
NPM	12.8%	17.0%		10.5%		7.3%	

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,  
주: IFRS 연결기준

표2 추정실적 변경

(억원)	변경전		변경후		증감	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	2,155	2,336	2,241	2,442	3.9%	4.6%
영업이익	219	285	245	307	11.5%	7.5%
순이익	177	230	210	259	18.4%	12.5%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,  
주: IFRS 연결기준

표3 분기실적 전망

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	488	486	494	522	555	547	554	585
YoY	8.0%	14.0%	9.8%	15.9%	13.7%	12.5%	12.1%	12.1%
정신신경용제	377	379	388	409	433	433	442	465
순환계용약	30	31	30	30	31	32	32	31
소화성궤양용제	14	13	13	13	14	13	13	14
골다공증	11	12	11	9	11	12	11	9
해열소염진통제	12	12	14	21	22	14	16	24
기타	45	40	37	39	44	43	40	42
YoY								
정신신경용제	2.8%	9.0%	9.0%	10.0%	15.0%	14.3%	13.9%	13.8%
순환계용약	2.8%	19.4%	16.0%	5.4%	3.4%	3.6%	4.0%	3.9%
소화성궤양용제	9.8%	17.2%	14.1%	8.7%	1.8%	2.0%	2.0%	0.8%
골다공증	-19.3%	5.4%	-12.8%	-29.1%	1.0%	0.2%	-1.0%	-1.0%
해열소염진통제	6.4%	3.9%	27.9%	49.3%	77.3%	13.3%	13.7%	13.7%
기타	135.4%	107.7%	13.7%	268.6%	-1.4%	9.1%	7.1%	7.7%
% of Sales								
정신신경용제	77.2%	78.0%	78.6%	78.4%	78.0%	79.3%	79.8%	79.5%
순환계용약	6.1%	6.3%	6.1%	5.7%	5.6%	5.8%	5.7%	5.3%
소화성궤양용제	2.8%	2.6%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%
골다공증	2.2%	2.4%	2.2%	1.7%	1.9%	2.1%	1.9%	1.5%
해열소염진통제	2.5%	2.5%	2.9%	4.1%	4.0%	2.6%	2.9%	4.2%
기타	9.2%	8.2%	7.6%	7.5%	7.9%	7.9%	7.2%	7.2%
영업이익	97	64	71	65	74	52	51	67
% of sales	19.9%	13.2%	14.5%	12.5%	13.3%	9.6%	9.3%	11.5%
% YoY	-19.5%	-15.6%	-2.0%	51.8%	-23.9%	-18.3%	-28.2%	2.8%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터,  
주: IFRS 연결기준

표4 연간실적 전망

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>1,547</b>	<b>1,592</b>	<b>1,717</b>	<b>1,778</b>	<b>1,989</b>	<b>2,241</b>	<b>2,442</b>	<b>2,649</b>
YoY	4.5%	2.9%	7.9%	3.5%	11.9%	12.6%	9.0%	8.5%
정신신경용제	1,213	1,301	1,419	1,442	1,553	1,774	1,929	2,087
순환계용약	97	92	104	109	121	125	130	134
소화성궤양용제	89	63	40	47	53	54	54	55
골다공증	52	47	44	49	42	42	42	42
해열소염진통제	41	39	42	49	60	76	82	88
기타	54	50	68	82	161	170	206	243
YoY								
정신신경용제	5.2%	7.2%	9.1%	1.6%	7.7%	14.2%	8.8%	8.2%
순환계용약	-6.7%	-4.8%	13.0%	4.6%	10.5%	3.7%	3.8%	3.6%
소화성궤양용제	-1.8%	-30.0%	-36.6%	19.0%	12.3%	1.6%	1.1%	1.1%
골다공증	-3.1%	-9.7%	-6.0%	11.9%	-14.7%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
해열소염진통제	12.8%	-3.1%	5.8%	17.0%	23.2%	26.7%	7.0%	8.0%
기타	31.0%	-8.1%	36.1%	20.1%	97.3%	5.4%	21.1%	18.0%
% of Sales								
정신신경용제	78.5%	81.7%	82.7%	81.1%	78.0%	79.2%	79.0%	78.8%
순환계용약	6.3%	5.8%	6.1%	6.1%	6.1%	5.6%	5.3%	5.1%
소화성궤양용제	5.8%	3.9%	2.3%	2.7%	2.7%	2.4%	2.2%	2.1%
골다공증	3.3%	2.9%	2.6%	2.8%	2.1%	1.9%	1.7%	1.6%
해열소염진통제	2.6%	2.5%	2.4%	2.8%	3.0%	3.4%	3.3%	3.3%
기타	3.5%	3.1%	4.0%	4.6%	8.1%	7.6%	8.4%	9.2%
<b>영업이익</b>	<b>273</b>	<b>262</b>	<b>284</b>	<b>313</b>	<b>298</b>	<b>245</b>	<b>307</b>	<b>343</b>
% of sales	17.7%	16.4%	16.6%	17.6%	15.0%	10.9%	12.6%	12.9%
% YoY	-7.8%	-4.3%	8.6%	10.1%	-4.7%	-17.9%	25.4%	11.7%

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
<b>유동자산</b>	242.4	197.4	181.0	203.4	225.1
현금 및 현금성자산	64.1	36.8	14.0	25.9	36.8
매출채권 및 기타채권	63.1	72.3	76.2	83.1	90.1
재고자산	32.7	37.1	39.3	42.8	46.5
기타유동자산	82.5	51.3	51.5	51.6	51.7
<b>비유동자산</b>	110.8	172.0	205.7	207.2	212.4
관계환인제약투자등	26.2	23.9	26.9	29.3	31.8
유형자산	45.1	109.6	136.0	131.6	127.4
무형자산	3.0	3.2	3.0	2.9	6.2
<b>자산총계</b>	353.2	369.4	386.7	410.6	437.5
<b>유동부채</b>	30.9	31.8	32.6	35.1	37.7
매입채무 및 기타채무	22.1	26.7	27.5	29.9	32.5
단기금융부채	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
기타유동부채	8.4	4.9	5.0	5.0	5.1
<b>비유동부채</b>	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>	36.0	35.4	36.3	38.9	41.5
<b>자배주주지분</b>	316.9	333.5	349.9	371.3	395.6
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	331.2	352.5	376.9
<b>비자배주주지분(연결)</b>	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>자본총계</b>	317.2	333.9	350.3	371.7	396.0

### 현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	35.3	16.9	20.1	23.1	26.1
당기순이익(손실)	26.5	23.7	21.0	25.9	28.9
비현금수익비용가감	11.4	11.8	4.5	5.1	5.3
유형자산감가상각비	3.8	4.4	8.2	7.9	7.7
무형자산상각비	0.4	0.4	0.5	0.5	1.0
기타현금수익비용	7.2	7.0	-4.2	-3.4	-3.4
영업활동 자산부채변동	3.9	-12.8	-5.4	-7.9	-8.1
매출채권 감소(증가)	-0.1	-10.2	-4.0	-6.9	-7.0
재고자산 감소(증가)	0.0	-3.9	-2.2	-3.5	-3.6
매입채무 증가(감소)	3.6	2.4	0.8	2.5	2.5
기타자산, 부채변동	0.4	-1.1	0.0	0.0	0.1
<b>투자활동 현금</b>	-2.1	-38.9	-38.3	-6.6	-10.7
유형자산처분(취득)	-2.8	-47.6	-34.6	-3.5	-3.5
무형자산 감소(증가)	-0.4	-0.6	-0.3	-0.4	-4.3
투자자산 감소(증가)	2.5	29.6	-3.3	-2.8	-2.8
기타투자활동	-1.5	-20.3	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금</b>	-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>	28.0	-27.3	-22.8	11.9	10.9
기초현금	36.1	64.1	36.8	14.0	25.9
기말현금	64.1	36.8	14.0	25.9	36.8

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주 IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	177.8	198.9	224.1	244.2	264.9
매출원가	84.3	100.1	121.9	130.3	141.7
<b>매출총이익</b>	93.5	98.8	102.2	114.0	123.2
판매비 및 관리비	62.2	69.0	77.7	83.3	88.9
<b>영업이익</b>	31.3	29.8	24.5	30.7	34.3
(EBITDA)	35.5	34.7	33.2	39.1	43.0
금융손익	2.0	2.8	2.4	2.6	2.8
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
관계환인제약등 투자손익	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타영업외손익	0.7	-2.6	0.1	0.1	0.2
<b>세전계속사업이익</b>	33.9	29.8	26.8	33.2	37.1
계속사업법인세비용	7.4	6.1	5.8	7.3	8.1
계속사업이익	26.5	23.7	21.0	25.9	28.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	26.5	23.7	21.0	25.9	28.9
지배주주	26.7	23.9	21.0	25.9	28.9
<b>총포괄이익</b>	25.0	21.3	21.0	25.9	28.9
매출총이익률 (%)	52.6	49.7	45.6	46.7	46.5
영업이익률 (%)	17.6	15.0	10.9	12.6	12.9
EBITDA 마진률 (%)	20.0	17.4	14.8	16.0	16.2
당기순이익률 (%)	14.9	11.9	9.4	10.6	10.9
ROA (%)	7.8	6.6	5.6	6.5	6.8
ROE (%)	8.7	7.4	6.1	7.2	7.5
ROIC (%)	11.5	10.2	6.9	8.0	8.7

### 주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	12.4	13.7	14.4	11.7	10.4
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.9	8.0	8.3	6.7	5.9
P/CF	8.7	9.2	11.9	9.7	8.8
배당수익률 (%)	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.5	11.9	12.6	9.0	8.5
영업이익	10.1	-4.7	-17.9	25.4	11.7
세전이익	9.0	-12.0	-10.1	23.8	11.7
당기순이익	14.1	-10.3	-11.7	23.7	11.6
EPS	14.0	-10.3	-12.2	23.5	11.6
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	11.3	10.6	10.4	10.5	10.5
유동비율	784.5	621.8	555.0	579.0	596.9
순차입금/자기자본(x)	-26.9	-14.8	-7.6	-10.4	-12.6
영업이익/금융비용(x)	606.7	574.6	315.6	397.7	446.5
총차입금 (십억원)	1.7	0.2	0.2	0.2	0.2
순차입금 (십억원)	-85.4	-49.4	-26.7	-38.7	-49.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	1,433	1,286	1,129	1,394	1,556
BPS	17,040	17,931	18,813	19,961	21,270
CFPS	2,037	1,911	1,369	1,666	1,839
DPS	300	300	300	300	300



**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 3자에게 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 (환인제약)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.3% 8.7%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
				100.0%	투자이견 비율은 2022. 4. 1 ~ 2023. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)