



## Outperform(Downgrade)

목표주가: 15,400원

주가(9/27): 13,460원

시가총액: 2,504억 원

의료기기 Analyst 신민수  
alstn0527@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (9/27)	최고가	최저가
52 주 주가동향	15,470 원	13,070 원
최고/최저가 대비	-13.0%	3.0%
등락률	절대	상대
수익률	-0.6%	0.9%
1M	-8.0%	-4.3%
6M	-3.3%	-10.0%
1Y		

## Company Data

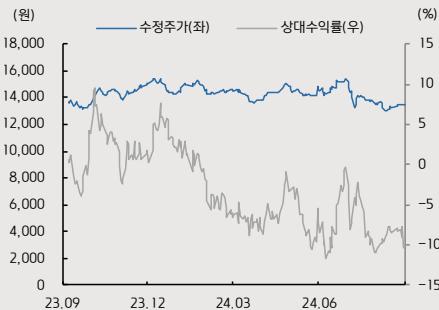
발행주식수	18,600 천주
일평균 거래량(3M)	27천주
외국인 지분율	11.2%
배당수익률(2024E)	2.2%
BPS(2024E)	20,605원
주요 주주	이광식 외 1 인
	23.3%

## 투자지표

(십억 원) IFRS 연결	2022	2023	2024E	2025E
매출액	198.9	230.4	256.2	275.4
영업이익	29.8	30.2	28.7	29.9
EBITDA	34.7	36.8	36.8	37.0
세전이익	29.8	33.8	34.5	36.8
순이익	23.7	29.8	30.4	32.4
지배주주지분순이익	23.9	29.8	30.4	32.4
EPS(원)	1,286	1,601	1,633	1,744
증감률(% YoY)	-10.3	24.5	2.0	6.8
PER(배)	13.7	9.4	8.2	7.7
PBR(배)	0.98	0.78	0.65	0.61
EV/EBITDA(배)	6.9	5.5	4.1	3.3
영업이익률(%)	15.0	13.1	11.2	10.9
ROE(%)	7.4	8.6	8.2	8.2
순차입금비율(%)	-26.1	-21.7	-26.3	-31.2

자료: 키움증권

## Price Trend

 실적 Preview

## 환인제약 (016580)

## 회사 체급 키우기



3Q24 매출액 648억 원, 4Q24 매출액 661억 원으로 매 분기별로 YoY +10% 이상의 성장세를 기록할 것으로 전망합니다. 상품으로 들여와 동사가 유통을 진행 중인 GSK의 중추신경계 의약품 6개와 Sanofi의 류마티스 관절염 경구용 치료제의 외형 성장 등이 주요 성장 동력입니다. 이익률 제고보다는 회사의 체급을 키우고자 매출액을 성장시키는 것을 더 높은 우선순위로 삼고 있는 상태입니다. 목표 주가 산정에 쓰이는 PER을 낮추어 목표주가와 투자의견을 하향 조정합니다.

## &gt;&gt;&gt; 차곡차곡 성장하는 외형, 회사의 체급 키우기

3Q24 실적은 매출액 648억 원(YoY +11.5%, QoQ +1.9%), 영업이익 67억 원(YoY -6.4%, QoQ -4.6%, OPM 10.3%)으로 추정한다.

'22년 12월부터 상품으로 취급 중인 GSK의 중추신경계 의약품 6개를 비롯하여 꾸준한 성장세를 기록할 것이다. 다만, 하반기에는 출시 초기였던 상반기에 시중에 재고를 확보하는 물량세가 줄어들며 이전보다 작은 폭의 외형 성장을 기록할 전망이다.

'24년 1월부터 도입한 Sanofi의 류마티스 관절염 경구용 치료제 '아라바'도 연초 목표치를 달성할 수준으로 영업이익 개선되고 있다. 꾸준히 회사의 체급을 키워가는 전략 중 일환으로, GSK, Sanofi 파이프라인 외에도 외형 확장을 이룩할 수 있는 제품을 들여오려는 계획을 가지고 있다.

'24년 연간 실적은 매출액 2,562억 원(YoY +11.2%, 영업이익 287억 원(YoY -4.9%, OPM 11.2%), '25년은 매출액 2,754억 원(YoY +7.5%, 영업이익 299억 원(YoY +4.1%, OPM 10.9%)으로 전망한다.

## &gt;&gt;&gt; 건기식, 마이크로바이옴 업체 인수, 사업 시너지 목표

지난 8월 30일, 동사는 비피더스균 기반 건강기능식품과 마이크로바이옴 의약품을 개발하는 비피도의 지분 30%를 150억 원에 인수하며 최대주주에 등극하였다. 이미 건기식 유통업을 영위하고 있는 자회사 애즈유와의 사업 시너지를 통해 실적을 성장시킬 예정이다. 애즈유는 1H24 매출 12억 원(YoY +5.4%), 반기순이익 -3억 원(YoY 적자, NPM -26.5%)을 기록했다. 참고로, 비피도는 지난 6월 약 81억 원의 직원 횡령 사건이 적발되며 현재 상장적격성 실질심사를 위한 거래정지 상태이다.

## &gt;&gt;&gt; 목표 PER 하향에 따른 목표주가 및 투자의견 하향

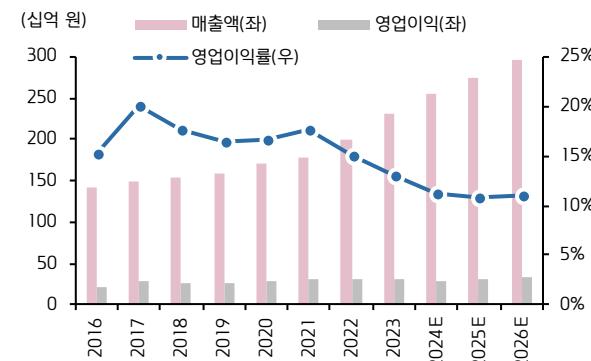
선행 4개분기 EPS 1,675원에 목표 PER 9.2배를 적용하여 목표주가를 15,400원으로 하향한다(기존 19,000원 대비 -18.9%). 동사는 해외 제약사 파이프라인을 상품으로 취급하여 유통을 하기에 외형 성장에 우선순위를 두고 있다. 그렇기에 회사의 체급을 키운 후에 이익률을 제고하는 방식을 선택하였다. 현재로서의 주가 상승여력은 +14.3%로 판단하여 투자의견을 'Buy' → 'Outperform'으로 조정한다.

## 환인제약 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>55.0</b>	<b>57.3</b>	<b>58.2</b>	<b>59.9</b>	<b>61.6</b>	<b>63.6</b>	<b>64.8</b>	<b>66.1</b>	<b>230.4</b>	<b>256.2</b>	<b>275.4</b>
YoY	15.3%	22.5%	20.7%	6.5%	12.1%	11.0%	11.5%	10.3%	15.8%	11.2%	7.5%
정신신경용제	41.6	43.4	45.7	46.1	47.9	51.0	51.9	52.9	176.8	203.7	221.3
해열소염진통제	4.1	3.9	4.2	3.9	4.7	5.4	5.5	4.9	16.0	20.5	22.7
순환기질환 치료제	2.9	3.2	2.9	3.0	3.2	3.0	2.9	3.3	12.0	12.4	12.8
소화성궤양 치료제	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	5.3	5.6	5.6
골다공증 치료제	1.1	1.0	1.1	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	4.2	3.5	4.5
기타	4.0	4.5	3.0	4.6	3.7	2.0	2.2	2.6	16.0	10.5	8.5
매출원가	31.6	31.8	33.2	34.6	36.7	38.9	39.1	40.4	131.2	155.1	167.9
매출원가율	57.5%	55.5%	57.1%	57.7%	59.6%	61.2%	60.3%	61.1%	57.0%	60.6%	61.0%
매출총이익	23.4	25.5	25.0	25.4	24.9	24.7	25.7	25.7	99.2	101.0	107.4
매출총이익률	42.5%	44.5%	42.9%	42.3%	40.4%	38.8%	39.7%	38.9%	43.0%	39.4%	39.0%
판매비와관리비	16.5	17.3	17.8	17.4	16.6	17.7	19.1	18.9	69.0	72.3	77.5
판관비율	30.1%	30.1%	30.7%	29.0%	26.9%	27.9%	29.4%	28.7%	29.9%	28.2%	28.2%
<b>영업이익</b>	<b>6.8</b>	<b>8.2</b>	<b>7.1</b>	<b>8.0</b>	<b>8.3</b>	<b>7.0</b>	<b>6.7</b>	<b>6.8</b>	<b>30.2</b>	<b>28.7</b>	<b>29.9</b>
YoY	-20.2%	68.3%	19.5%	-23.2%	21.9%	-15.2%	-6.4%	-15.6%	1.2%	-4.9%	4.1%
영업이익률	12.4%	14.4%	12.2%	13.4%	13.5%	11.0%	10.3%	10.2%	13.1%	11.2%	10.9%
<b>당기순이익</b>	<b>6.5</b>	<b>8.5</b>	<b>5.7</b>	<b>9.1</b>	<b>9.1</b>	<b>6.2</b>	<b>7.3</b>	<b>7.8</b>	<b>29.8</b>	<b>30.4</b>	<b>32.4</b>
YoY	-8.2%	126.2%	58.9%	-2.2%	39.0%	-26.6%	27.8%	-14.0%	25.5%	2.0%	6.8%
당기순이익률	11.9%	14.8%	9.8%	15.2%	14.7%	9.8%	11.2%	11.9%	12.9%	11.9%	11.8%

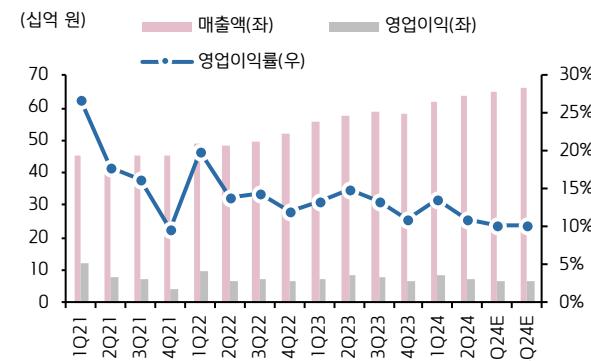
자료: 환인제약, 키움증권 리서치센터

## 환인제약 연간 실적 추이 및 전망



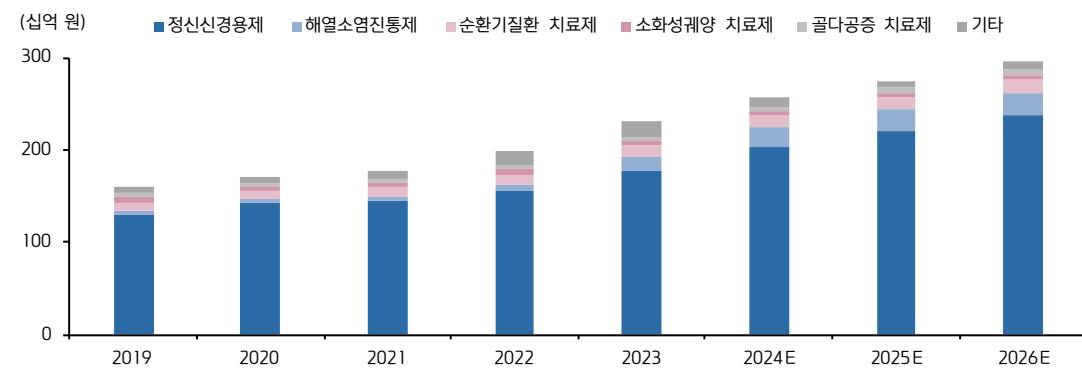
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 환인제약 분기 실적 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

### 환인제약 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 환인제약, 키움증권 리서치센터

## 환인제약 시가총액 추이 분석



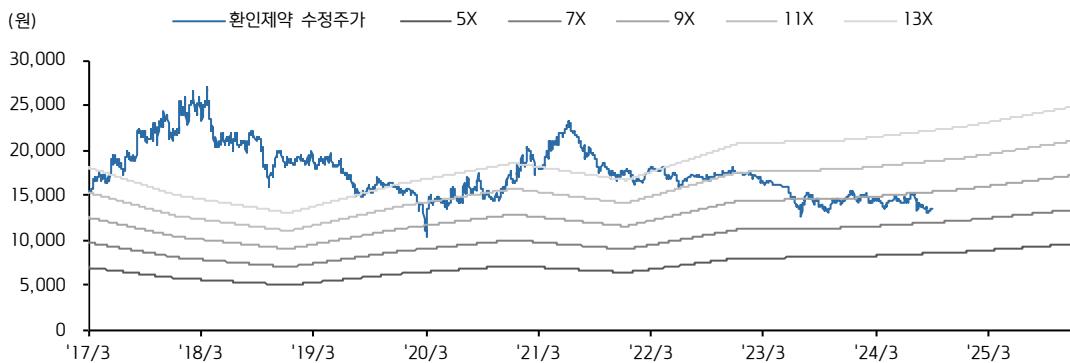
자료: FnGuide, 환인제약, 언론보도, 키움증권 리서치센터

## 환인제약 목표주가 산정 내용

선행 4 개분기 EPS 전망치	1,675 원
목표 PER	9.2 배
목표 주가	15,376 원
조정	15,400 원
현재 주가	13,460 원
상승 여력	14.4%

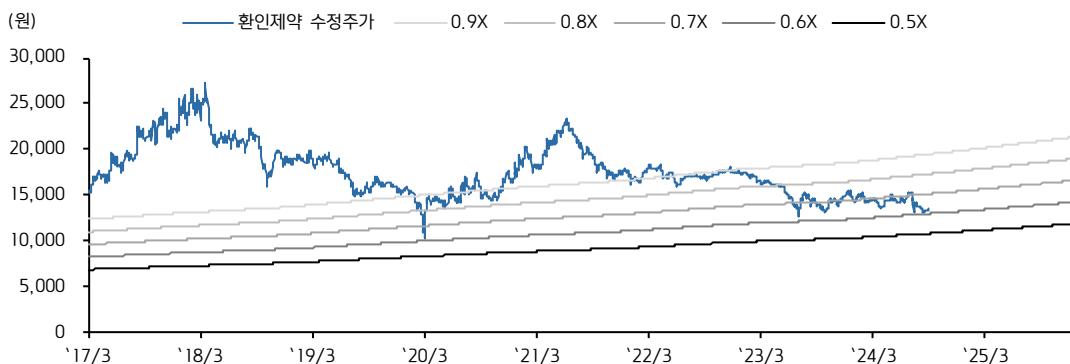
자료: 키움증권 리서치센터

## 환인제약 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 환인제약, 키움증권 리서치센터

## 환인제약 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 환인제약, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억 원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	198.9	230.4	256.2	275.4	295.3
매출원가	100.1	131.2	155.1	167.9	178.2
매출총이익	98.8	99.2	101.0	107.4	117.0
판관비	69.0	69.0	72.3	77.5	84.7
영업이익	29.8	30.2	28.7	29.9	32.4
EBITDA	34.7	36.8	36.8	37.0	38.6
영업외손익	0.0	3.6	5.8	6.9	8.2
이자수익	2.2	3.3	4.3	5.5	6.7
이자비용	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련이익	1.1	0.2	0.2	0.2	0.2
외환관련손실	0.8	0.4	0.3	0.3	0.3
증속 및 관계기업손익	-0.2	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
기타	-2.2	1.5	2.6	2.5	2.6
법인세차감전이익	29.8	33.8	34.5	36.8	40.6
법인세비용	6.1	4.0	4.1	4.4	4.8
계속사업순손익	23.7	29.8	30.4	32.4	35.7
당기순이익	23.7	29.8	30.4	32.4	35.7
지배주주순이익	23.9	29.8	30.4	32.4	35.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.9	15.8	11.2	7.5	7.2
영업이익 증감율	-4.7	1.3	-5.0	4.2	8.4
EBITDA 증감율	-2.2	6.1	0.0	0.5	4.3
지배주주순이익 증감율	-10.4	24.7	2.0	6.6	10.2
EPS 증감율	-10.3	24.5	2.0	6.8	10.2
매출총이익률(%)	49.7	43.1	39.4	39.0	39.6
영업이익률(%)	15.0	13.1	11.2	10.9	11.0
EBITDA Margin(%)	17.4	16.0	14.4	13.4	13.1
지배주주순이익률(%)	12.0	12.9	11.9	11.8	12.1

## 현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억 원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	16.9	23.2	24.2	28.7	31.0
당기순이익	23.7	29.8	30.4	32.4	35.7
비현금항목의 가감	11.8	10.7	4.5	2.6	1.0
유형자산감가상각비	4.4	6.4	7.6	6.6	5.8
무형자산감가상각비	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4
지분법평가손익	-0.2	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
기타	7.2	5.0	-2.6	-3.5	-4.2
영업활동자산부채증감	-12.8	-15.8	-11.3	-7.8	-8.0
매출채권및기타채권의감소	-10.2	-7.3	-8.8	-6.6	-6.8
재고자산의감소	-3.9	-17.6	-6.1	-4.5	-4.7
매입채무및기타채무의증가	2.4	9.3	3.6	3.3	3.5
기타	-1.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-5.8	-1.5	0.6	1.5	2.3
투자활동 현금흐름	-38.9	-9.4	-2.3	-2.4	-2.5
유형자산의 취득	-67.1	-30.5	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.6	-0.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.3	5.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	31.4	17.4	-1.7	-1.7	-1.8
기타	-4.0	-0.8	-0.6	-0.7	-0.7
재무활동 현금흐름	-5.1	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6
기타	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
기타현금흐름	-0.1	0.0	4.5	4.5	4.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-27.3	8.6	21.2	25.6	27.8
기초현금 및 현금성자산	64.1	36.8	45.4	66.5	92.2
기말현금 및 현금성자산	36.8	45.4	66.5	92.2	120.0

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억 원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	197.4	212.1	249.8	288.4	329.5
현금 및 현금성자산	36.8	45.4	66.5	92.3	120.0
단기금융자산	50.6	33.2	34.8	36.6	38.4
매출채권 및 기타채권	72.3	78.9	87.7	94.3	101.1
재고자산	37.1	54.1	60.1	64.6	69.3
기타유동자산	0.6	0.5	0.7	0.6	0.7
비유동자산	172.0	189.1	180.1	172.0	164.7
투자자산	25.4	19.3	18.3	17.3	16.3
유형자산	109.6	130.6	123.0	116.4	110.5
무형자산	3.2	5.4	4.9	4.4	4.0
기타비유동자산	33.8	33.8	33.9	33.9	33.9
자산총계	369.4	401.2	429.9	460.4	494.2
유동부채	31.8	40.0	43.7	46.9	50.4
매입채무 및 기타채무	26.7	34.2	37.9	41.1	44.6
단기금융부채	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
기타유동부채	4.9	5.5	5.5	5.5	5.5
비유동부채	3.7	3.0	3.0	3.0	3.0
장기금융부채	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
기타비유동부채	3.6	2.7	2.7	2.7	2.7
부채총계	35.4	43.0	46.6	49.9	53.4
자본지분	333.5	358.2	383.3	410.4	440.8
자본금	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
자본잉여금	20.8	21.1	21.1	21.1	21.1
기타자본	-9.7	-9.7	-9.7	-9.7	-9.7
기타포괄손익누계액	-2.1	-2.9	-3.6	-4.4	-5.1
이익잉여금	314.8	340.0	365.8	393.6	424.8
비자본지분	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	333.9	358.2	383.3	410.4	440.8
투자지표					
(단위: 원, %, 배)					
12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,286	1,601	1,633	1,744	1,921
BPS	17,931	19,258	20,605	22,063	23,698
CFPS	1,911	2,174	1,874	1,885	1,973
DPS	300	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	13.7	9.4	8.3	7.7	7.0
PER(최고)	15.1	11.0	9.7		
PER(최저)	12.2	7.8	7.9		
PBR	0.98	0.78	0.66	0.61	0.57
PBR(최고)	1.08	0.92	0.77		
PBR(최저)	0.87	0.64	0.63		
PSR	1.65	1.21	0.98	0.91	0.85
PCFR	9.2	6.9	7.2	7.2	6.8
EV/EBITDA	6.9	5.5	4.1	3.3	2.4
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	19.3	15.4	15.1	14.1	12.8
배당수익률(%), 보통주, 현금	1.7	2.0	2.2	2.2	2.2
ROA	6.6	7.7	7.3	7.3	7.5
ROE	7.4	8.6	8.2	8.2	8.4
ROIC	15.0	12.3	10.9	11.2	12.1
매출채권회전율	2.9	3.0	3.1	3.0	3.0
재고자산회전율	5.7	5.1	4.5	4.4	4.4
부채비율	10.6	12.0	12.2	12.2	12.1
순차입금비율	-26.1	-21.7	-26.3	-31.2	-35.8
이자보상배율	574.6	1,331.7	1,267.0	1,318.8	1,428.7
총차입금	0.2	0.6	0.6	0.6	0.6
순차입금	-87.1	-77.9	-100.7	-128.2	-157.8
EBITDA	34.7	36.8	36.8	37.0	38.6
FCF	-52.6	-14.4	22.1	25.6	26.8

**Compliance Notice**

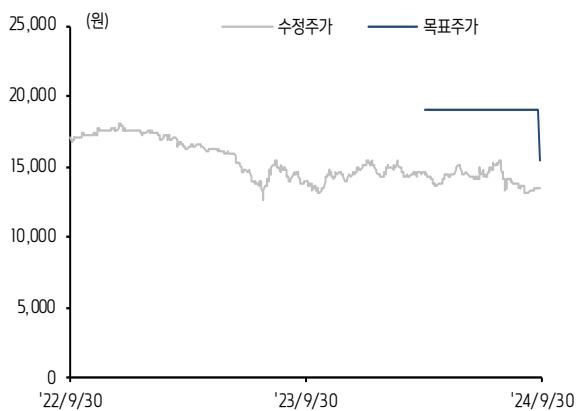
- 당사는 9월 27일 현재 '환인제약(016580)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**고지사항**

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

**투자의견 변동내역 (2개년)**

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대비 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
환인제약 (016580)	2024-04-01	Buy(Initiate)	19,000원	6개월	-25.34	-19.11	
	2024-09-30	Outperform (Downgrade)	15,400원	6개월			

**목표주가 추이 (2개년)**

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

**투자의견 및 적용기준**

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

**투자등급 비율 통계 (2023/07/01~2024/06/30)**

매수	중립	매도
94.71%	5.29%	0.00%