

환인제약(016580/KS)

약가인하 효과로 일시적 수익성 둔화 전망

매수(유지)

T.P 25,000 원(하향)

Analyst

한태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

환인제약은 2015년에 정신과 약품의 성장과 보톡스 상품 매출가세로 매출액이 20.5% 성장한 1,454 억원, 영업이익은 5.9% 증가한 254 억원을 기록했다. 2016년에는 실거래가 제도에 의해 주요 제품의 약가인하로 매출성장이 일시적으로 둔화되고 수익성이 정체될 가능성이 높아졌다. 2016년 실적추정치를 근거로 목표주가를 25,000 원으로 하향 조정한다. 다만 정신과약품의 장기 고성장성을 감안하여 투자의견은 매수를 유지한다.

정신과부문 매출액은 상대적 고성장 지속

환인제약은 정신과약품에 특화하여 상대적으로 높은 성장을 지속해 왔다. 2015년에는 매출액이 20.5% 성장한 1,454 억원, 영업이익이 5.9% 증가한 254 억원을 기록했다. 2015년에는 정신과부문이 7.7% 성장했고 보톡스 매출가세가 외형 고성장에 모멘텀으로 작용했다.

Company Data

자본금	97 억원
발행주식수	1,860 만주
자사주	333 만주
액면가	500 원
시가총액	3,804 억원
주요주주	
아광식(외3)	22.28%
환인제약 자사주	14.69%
외국인지분율	17.10%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(16/02/05)	20,450 원
KOSPI	19,162.6 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	26,450 원
52주 최저가	17,700 원
60일 평균 거래대금	13 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.9%	5.0%
6개월	-12.0%	-6.9%
12개월	6.8%	9.4%

2016년 주요 제품 약가인하로 수익성은 정체될 전망

2016년에도 정신과 부문의 매출증가가 예상되지만 주력 품목인 조현병치료제(리페리돈, 쿠에타핀)가 3월부터 실거래가제도에 의해 약 10%내외 인하된다. 따라서 매출 성장에 변수로 작용할 전망이다. 정신과 수요의 꾸준한 증가로 매출 수량은 기존의 증가세를 지속할 예상이나 매출액 기준으로는 성장률이 떨어질 것으로 추정한다. 2015년에 보톡스 매출은 약 180 억원대로 추정되는데 보톡스시장의 경쟁 심화로 2016년에 10% 이내 성장을 예상하는 것이 합리적이다. 동사는 외형 성장 제고를 위해 금년에 정신과약품 2개를 포함한 약 8개의 제네릭 제품을 출시할 계획이다. 따라서 약가인하에도 불구하고 수량증가요인과 신제품 매출가세 등을 고려하면 2016년 매출액이 7.0% 성장할 것으로 전망한다. 주력 제품의 약가인하로 수익성은 일시적으로 정체를 보일 것으로 추정한다. 약가인하로 원가율이 소폭 상향할 것이며 이로 인해 2016년 영업이익은 5.2% 감소한 241 억원으로 전망한다.

목표주가 25,000 원으로 하향 조정

2016년 실적추정치를 하향 조정함에 따라 목표주가도 기존의 30,000 원에서 25,000 원으로 하향 조정한다. 다만 동사는 정신과약품에 특화하여 이 부문에서 국내 1위의 위치에 있으며 장기적으로 정신과약품의 성장성이 높다는 점을 고려하여 투자의견 매수는 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	1,072	1,045	1,207	1,454	1,556	1,726
yoy	%	-2.6	-2.6	15.5	20.5	7.0	10.9
영업이익	억원	183	201	240	254	241	268
yoy	%	-9.8	10.2	19.1	5.9	-5.2	10.9
EBITDA	억원	198	219	259	272	295	316
세전이익	억원	203	214	242	266	253	283
순이익(지배주주)	억원	158	146	188	205	195	218
영업이익률%	%	17.1	19.3	19.9	17.5	15.5	15.5
EBITDA%	%	18.4	20.9	21.5	18.7	18.9	18.3
순이익률	%	14.7	14.0	15.6	14.1	12.5	12.6
EPS	원	849	784	1,011	1,099	1,046	1,171
PER	배	10.0	13.4	22.8	17.8	19.6	17.5
PBR	배	1.0	1.1	2.3	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	배	4.5	5.5	13.6	10.5	9.9	8.9
ROE	%	10.1	8.7	10.4	10.4	9.1	9.4
순차입금	억원	-698	-748	-749	-775	-894	-991
부채비율	%	11.6	11.5	15.6	17.5	17.8	18.5

분기별 요약 영업실적

(억원)	2015E					2016E		
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	350	365	372	368	376	387	401	392
영업이익	37	72	82	64	42	61	78	60
세전이익	41	85	84	56	46	75	82	50
순이익	32	65	64	43	36	58	63	38
YoY (%)								
매출액	22.8	23.4	23.8	1278	7.4	6.2	7.8	6.6
영업이익	-35.1	17.5	25.4	11.5	14.4	-15.4	-4.5	-5.9
세전이익	-28.3	31.4	41.1	-7.0	11.8	-12.0	-2.2	-10.6
순이익	-28.0	29.5	40.6	-8.1	10.4	-11.8	-1.6	-10.8

자료 SK 증권

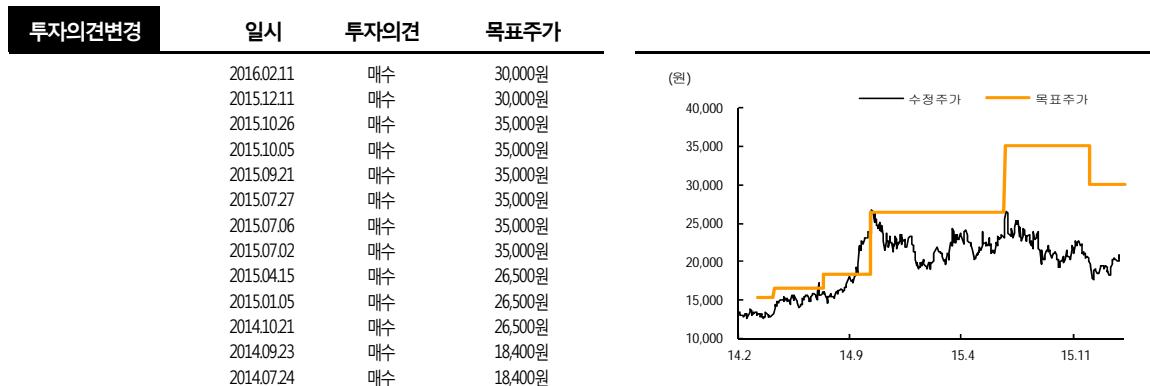
실적 추정치 변경

	신규추정(a)		기존추정(b)		차이(a/b)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
매출액	1,454	1,556	1,460	1,575	-0.4	-1.2
영업이익	254	241	247	258	3.1	-6.6
영업이익률	17.5	15.5	16.9	16.4	0.6	-0.9
세전이익	266	253	267	279	-0.5	-9.2
세전이익률	18.3	16.3	18.3	17.7	0.0	-1.4
순이익	204	195	205	214	-0.3	-9.1
순이익률	14.1	12.5	14.1	13.6	0.0	-1.1
EPS(원)	1,099	1,046	1,103	1,150	-0.3	-9.1

자료 SK 증권

환인제약 주가밸류에이션		(단위: 억원 원 배)
Forward 순이익		195
PER		20.0
사업가치		3,890
발행주식수(주)		18,600,070
자기주식수(주)		3,333,000
유통주식수(주)		15,267,070
적정주가		25,481

자료: SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 11일 기준)

매수	96%	중립	4%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,435	1,571	1,765	1,954	2,166
현금및현금성자산	450	370	391	510	607
매출채권및기타채권	478	626	754	806	894
재고자산	160	190	229	246	272
비유동자산	496	607	661	663	671
장기금융자산	71	61	75	75	75
유형자산	377	520	553	551	554
무형자산	38	18	22	25	29
자산총계	1,931	2,178	2,426	2,617	2,837
유동부채	145	245	295	316	350
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	82	168	203	217	241
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	54	48	66	79	92
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	6	7	7	8
부채총계	199	293	362	395	442
자본주주지분	1,732	1,885	2,065	2,222	2,395
자본금	97	97	97	97	97
자본잉여금	211	211	211	211	211
기타자본구성요소	-97	-97	-97	-97	-97
자기주식	-97	-97	-97	-97	-97
이익잉여금	1,521	1,671	1,837	1,993	2,165
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,732	1,885	2,065	2,222	2,395
부채와자본총계	1,931	2,178	2,426	2,617	2,837

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	86	109	90	187	168
당기순이익(손실)	146	188	205	195	218
비현금성항목등	67	64	75	100	98
유형자산감가상각비	15	17	17	52	47
무형자산상각비	2	2	1	1	1
기타	3	16	20	13	13
운전자본감소(증가)	-61	-96	-109	-49	-82
매출채권및기타채권이	-10	-153	-129	-53	-88
재고자산감소(증가)	-15	-32	-41	-16	-27
매입채무 및 기타채무의	17	86	34	14	24
기타	-53	3	26	6	9
법인세납부	-66	-47	-80	-59	-66
투자활동현금흐름	-106	-151	-31	-30	-26
금융자산감소(증가)	-114	-74	-4	0	0
유형자산감소(증가)	-11	-119	-50	-50	-50
무형자산감소(증가)	-1	17	-5	-5	-5
기타	21	25	28	25	29
재무활동현금흐름	-38	-38	-38	-38	-46
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-38	-38	-38	-38	-46
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-58	-80	20	119	97
기초현금	508	450	370	391	510
기말현금	450	370	391	510	607
FCF	81	70	40	135	117

자료 : 환인제약, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	1,045	1,207	1,454	1,556	1,726
매출원가	468	549	718	800	887
매출총이익	576	659	736	756	839
매출총이익률 (%)	55.2	54.6	50.6	48.6	48.6
판매비와관리비	375	418	481	515	571
영업이익	201	240	254	241	268
영업이익률 (%)	19.3	19.9	17.5	15.5	15.5
비영업손익	13	2	12	12	16
순금융비용	-21	-24	-24	-25	-29
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	214	242	266	253	283
세전계속사업이익률 (%)	20.5	20.0	18.3	16.3	16.4
계속사업법인세	69	54	62	59	66
계속사업이익	146	188	205	195	218
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	146	188	205	195	218
순이익률 (%)	14.0	15.6	14.1	12.5	12.6
지배주주	146	188	205	195	218
지배주주관속 순이익률(%)	13.95	15.58	14.06	12.5	12.61
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	145	191	206	196	219
지배주주	145	191	206	196	219
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	219	259	272	295	316

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	-2.6	15.5	20.5	7.0	10.9
영업이익	102	19.1	6.0	-5.2	10.9
세전계속사업이익	5.7	12.9	10.0	-4.9	11.9
EBITDA	10.6	18.4	5.2	8.1	7.2
EPS(계속사업)	-7.7	29.0	8.7	-4.9	11.9
수익성 (%)					
ROE	8.7	10.4	10.4	9.1	9.4
ROA	7.8	9.2	8.9	7.7	8.0
EBITDA마진	20.9	21.5	18.7	18.9	18.3
안정성 (%)					
유동비율	989.0	641.2	598.1	618.5	618.3
부채비율	11.5	15.6	17.5	17.8	18.5
순차입금/자기자본	-43.2	-39.7	-37.6	-40.2	-41.4
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	784	1,011	1,099	1,046	1,171
BPS	9,312	10,136	11,099	11,947	12,878
CFPS	876	1,113	1,196	1,332	1,429
주당 현금배당금	250	250	250	300	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.7	26.4	24.1	20.0	17.9
PER(최저)	11.5	10.6	16.1	17.4	15.5
PBR(최고)	1.5	2.6	2.4	1.8	1.6
PBR(최저)	1.0	1.1	1.6	1.5	1.4
PCR	12.0	20.7	16.3	15.4	14.3
EV/EBITDA(최고)	8.4	16.3	15.2	10.2	9.2
EV/EBITDA(최저)	4.3	4.8	9.2	8.4	7.6

