

2021.10.01

HK이노엔 (195940)

차분히 보면 매우 저평가

N.R

목표주가(12M)	-
현재주가(2021.09.30)	52,300원
상승여력	-

Analyst 오병용

byoh@hygood.co.kr

RA 박민주

minju.park@hygood.co.kr

02-3770-5144

주가지표

KOSPI(09/30)	3,069P
KOSDAQ(09/30)	1,003P
현재주가(09/30)	52,300원
시가총액	1,512십억원
총발행주식수	2,890만주
120일 평균거래대금	914억원
52주 최고주가	78,900원
52주 최저주가	49,200원
유동주식비율	12%
외국인지분율(%)	1.74%
주요주주	한국콜마 외 2인 (47.4%)
	메디카홀딩스 유한회사 (9.2%)

HK이노엔은 성장성 높은 상위 제약사다.

HK이노엔은 국내 상위 종합 제약사 중 가장 성장 가시성이 높은 기업이다. 동사의 전신은 CJ 헬스케어이며, '18년에 한국콜마에 인수되었고 사명이 HK이노엔으로 변경되었다. '20년 기준 매출 비중은 자체신약(케이캡) 13.6%, 음료(컨디션등) 13.5%, 수액 및 기타 의약품 72.9%다.

자체개발 역류성식도염 신약 '케이캡'의 무서운 성장세.

동사의 지난해 영업이익률은 14.6%로 보통 상위제약사 평균인 5~7%를 한참 상회했는데, 주된 이유 중 하나는 동사 영업이익의 상당 부분이 자체개발 위식도역류질환 신약인 '케이캡'에서 창출되기 때문이다. 케이캡의 지난해 매출액은 812억원이며, OPM을 15%로 가정하면 케이캡에서만 약120억원의 영업이익이 창출됐다고 볼 수 있다. 게다가 '케이캡'은 출시된지 2년밖에 되지 않았으며, 현재 폭발적으로 성장중이다. 케이캡의 처방액은 '19년 309억원, '20년 761억원에 이어 당반기에만 505억원을 기록했으며, 올해 1천억원을 넘길 예정이다. 한국의 위식도역류질환 시장은 약 9천억원~1조원에 달하며, 케이캡은 출시 2년만에 시장점유율 10%를 넘어섰다. 앞으로 매우 빠르게 국내시장을 장악할 것으로 보이며, 앞으로 2~3년 내에 시장점유율 30%이상을 가정한다면 사실상 케이캡 하나로만 중견제약사 수준의 영업이익 창출이 가능할 것으로 보인다.

글로벌 신약 후보물질인 '케이캡'은 매우 저평가.

더 중요한 것은 '케이캡'이 글로벌 진출을 앞두고 있다는 점이다. 이미 중국 판권은 워신사에 L/O를 해둔 상황이며 워신은 내년초에 '케이캡'의 중국 출시를 계획하고 있다. 뿐만 아니라 미국의 경우 임상 1상이 올해 안에 완료되며, 이에 따른 결과 발표 및 L/O도 기대해 볼 수 있겠다. 중국과 미국 시장은 국내와 비교할 수 없이 크다. 연말이 가까워지면서 케이캡의 해외진출 기대감이 더욱 커질 전망이다. 국내에서 3년만에 천억원을 파는 약물이 해외에서 과연 얼마가 팔릴지 기대가 될 수밖에 없다. 동사의 시가총액은 1.4조원에 불과하다. 고평가를 받는 국내 많은 바이오텍들의 신약후보물질 대비 케이캡의 가치는 매우 저평가 된 것으로 보인다.

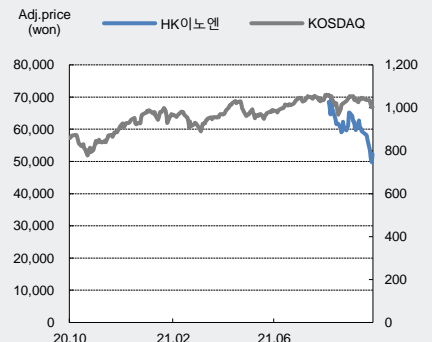
공모 이후 급락 중. 현 주가는 매력적.

올 상반기 케이캡의 yoy 매출 감소, HB&B(컨디션등 음료)사업부의 적자전환, 항암제 도입비용 일시인식 등으로 인한 실적 감소로 상장 이후 주가는 하락 중이다. 그러나 앞서 언급했듯 케이캡의 처방액은 폭발적으로 증가 중이며, 매출액은 처방액을 따라가는 수치다. 따라서 케이캡 매출감소는 단기 이슈이며, 하반기에 당연히 회복된다. 뿐만 아니라 컨디션 매출액도 코로나 방역수칙이 완화되면 회복될 가능성이 높다. HK이노엔은 케이캡을 제외하더라도 매년 7~800억원의 영업이익을 내던 기업이다. 동사의 성장성을 고려할 때, 현재 시가총액(1.4조원)은 경쟁기업인 유한양행(4.3조), 녹십자(3.9조원), 한미약품(3.3조원) 대비 매우 저렴한 상황이다. 현 주가는 공모가(59,000원)보다도 훨씬 낮다. 지금이 HK이노엔을 싸게 살 수 있는 기회로 보인다.

(억원,연결)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	511	521	491	540	598
영업이익	68	82	57	72	87
영업이익률	13.3%	15.7%	11.5%	13.4%	14.5%
순이익[지배]	47	57	47	13	28
EPS(원)	2,115	2,548	2,135	596	1,257
PER(배)					
PBR					
EV/EVITA					
ROE(%)	15.0%	16.3%	14.1%	1.9%	3.8%

자료: HK이노엔, 한양증권

상대주가차트

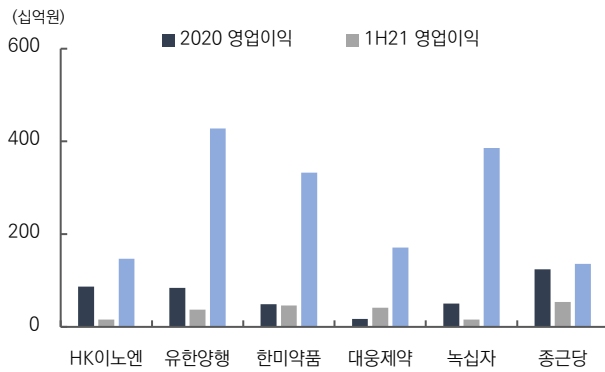


신약으로 돈 버는 기업. HK이노엔 vs 보령제약.

‘케이캡’과 유사한 국산 블록버스터 신약을 꼽으면 LG화학의 ‘제미글로’와 보령제약 ‘카나브’가 있다. ‘제미글로’는 ‘13년 출시 이후 7년만에 각종 복합제를 포함하여 처방액 1천억을 넘어섰고, ‘카나브’ 또한 ‘11년 출시 이후 복합제를 포함하여 10년만에 1천억을 넘었다. 반면 출시 3년만에 단일제로 처방액 1천억원을 넘길 것으로 예상되는 케이캡은 기대감의 수준이 독보적이라고 볼 수 있겠다.

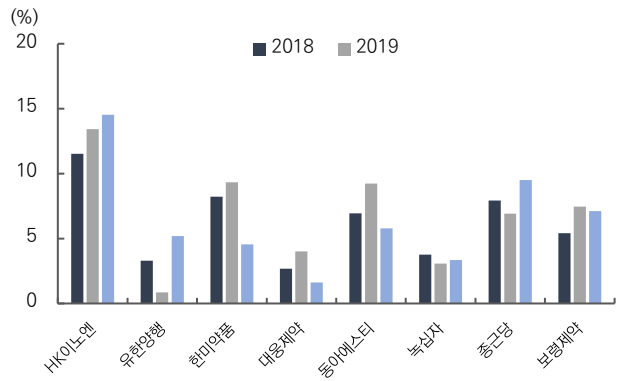
특히 동사는 매출액과 영업이익의 상당부분을 자체개발 신약에서 창출한다는 점에서 보령제약과 사업구조가 유사하다. 다만 보령의 카나브는 출시 10년이 넘어 성숙기에 있다고 한다면, 케이캡은 이제 성장기에 접어들고 있다. 따라서 밸류에이션은 HK이노엔이 높아야 할 것으로 판단한다. 컨센서스가 없어 올해 실적으로 비교는 어려우나, 보령제약(‘20년 매출액 5,618억원, 영업이익 399억원)의 시가총액이 1.1조원인 것을 고려하면, HK이노엔(‘20년 매출액 5,985억원, 영업이익 870억원)의 시가총액 1.5조원은 부담스럽지 않아 보인다.

[도표 1] 상위제약사 영업이익 대비 시가총액 비교



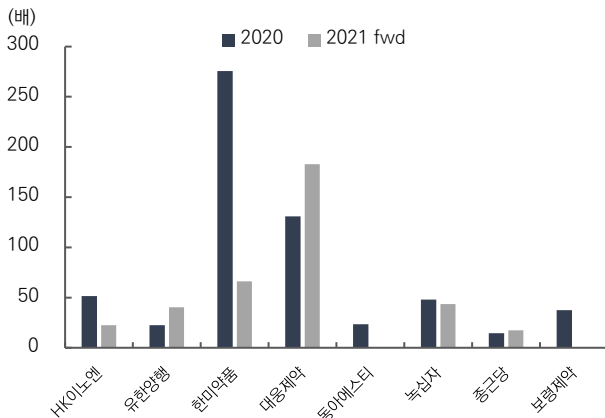
출처: Quantwise, 한양증권 리서치센터

[도표 2] 상위 제약사 영업이익률 비교



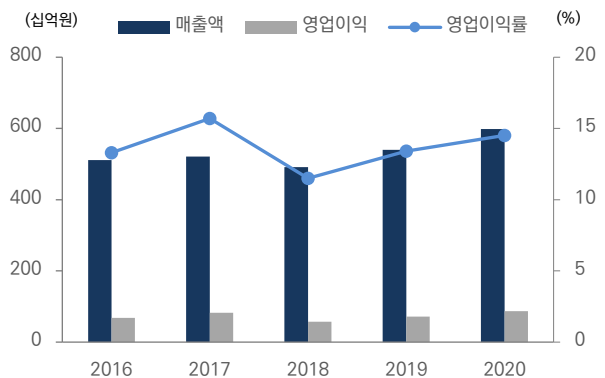
출처: Quantwise, 한양증권 리서치센터

[도표 3] 상위제약사 PER 비교



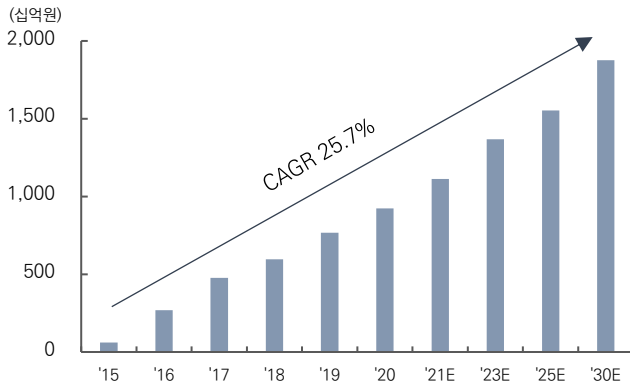
출처: Quantwise, 한양증권 리서치센터

[도표 4] HK이노엔 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이



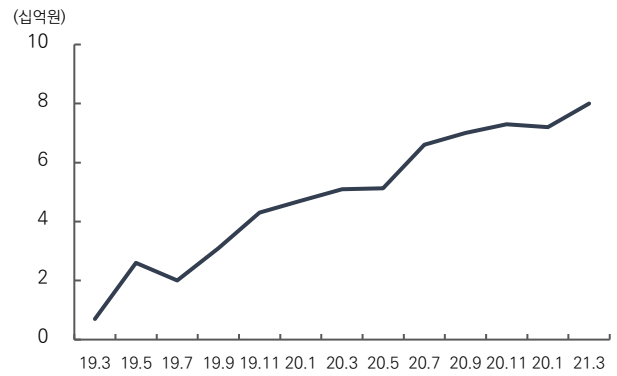
출처: Quantwise, 한양증권 리서치센터

[도표 5] 글로벌 P-CAP 시장점유율 예상



출처: HK이노엔, 한양증권 리서치센터

[도표 6] 케이캡 월별 처방 금액 추이



출처: HK이노엔, 한양증권 리서치센터

[표 7] 케이캡 글로벌 상업화 현황

	국가	파트너	계약 연도/출시 목표 연도
기술이전	중국	뤼신(중국 소화기 치료제 전문 제약사)	2015(정제) / 2022 2021(주사제) / 미정
완제품 수출	남미(17 개국)	카르넛(멕시코 소화기 의약품 시장 점유율 1 위 기업)	2019 / 2023
	동남아(5 개국)	칼베(동남아 1 위 제약사) 등 5 개사와 협업 중	2018-2020 / 2022-2023
	기타(몽골)	모노스(몽골 위식도역류질환 치료제 1 위 제약사)	2020 / 2021
	러시아 및 독립국가연합 (4 개국)		논의 중
	중동/북아프리카 등		

출처: HK이노엔, 한양증권 리서치센터

요약 재무제표

(단위: 십억원)

Income statement	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	Balance sheet	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	511	521	491	540	598	유동자산	256	273	239	304	234
매출원가	243	234	222	241	275	재고자산	54	45	52	57	78
매출총이익	268	287	269	299	324	단기금융자산	32	7	71	112	1
매출총이익률(%)	52.5%	55.1%	54.8%	55.3%	54.1%	매출채권및기타채권	68	64	59	69	98
판매비와관리비등	200	205	213	226	237	현금및현금성자산	100	154	53	61	52
기타영업손익	0	0	0	0	0	비유동자산	248	254	206	1,321	1,381
영업이익	68	82	57	72	87	유형자산	187	186	132	180	258
영업이익률(%)	13.3%	15.7%	11.5%	13.4%	14.5%	무형자산	35	34	31	1,084	1,067
조정영업이익	68	82	57	72	87	투자자산	7	10	13	14	16
EBITDA	77	89	81	95	105	자산총계	504	527	445	1,626	1,615
EBITDA 마진율(%)	15.0%	17.2%	16.5%	17.7%	17.6%	유동부채	85	88	79	254	313
조정 EBITDA	86	101	75	101	117	단기차입금	0	0	0	0	160
순금융손익	-1	-2	0	-36	-26	매입채무및기타채무	75	74	71	119	111
이자손익	-1	0	0	-36	-22	비유동부채	102	65	66	659	559
외화관련손익	0	0	0	0	0	사채	100	60	60	150	200
기타영업외손익	-9	-10	5	-6	-8	장기차입금	0	0	0	471	329
종속기업및관계기업관련손익	0	0	0	0	0	부채총계	186	152	145	913	871
법인세차감전계속사업손익	58	70	62	31	53	지배주주지분	318	374	300	712	743
당기순이익	47	57	47	13	28	자본금	10	10	10	10	11
당기순이익률(%)	9.2%	10.9%	9.7%	2.4%	4.7%	자본및이익잉여금	306	364	286	139	166
지배지분순이익	47	57	47	13	28	기타자본	0	0	0	0	0
비지배지분순이익	0	0	0	0	0	비지배지분	0	0	0	0	0
총포괄이익	46	57	46	11	31	자본총계	318	374	300	712	743

주 : K-IFRS 연결 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판매비

Cash flow statement	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	Valuation Indicator	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동으로인한현금흐름	53	90	22	103	54	Per Share (원)					
당기순이익	47	57	47	13	28	EPS(당기순이익 기준)	2,115	2,548	2,135	596	1,257
현금유출이없는비용및수익	37	42	29	90	97	EPS(지배순이익 기준)	2,115	2,548	2,135	596	1,257
유형자산감가상각비	17	18	18	18	19	BPS(자본총계 기준)	14,312	16,874	13,507	32,102	33,496
무형자산상각비	1	1	1	11	11	BPS(지배지분 기준)	14,312	16,874	13,507	32,102	33,496
기타	19	23	10	61	67	DPS(보통주)	10,000	60,500	50,300	25,000	0
영업활동관련자산부채변동	-21	2	-35	8	-54	Multiples (배)					
매출채권및기타채권의감소	-6	5	4	-10	-29	PER(당기순이익 기준)					
재고자산의감소	-4	9	-6	-5	-21	PER(지배순이익 기준)					
매입채무및기타채무의증가	-2	-3	-5	4	7	PBR(자본총계 기준)					
기타	-9	-9	-27	20	-12	PBR(지배지분 기준)					
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	-10	-11	-19	-8	-17	EV/EBITDA (발표 기준)					
투자활동으로인한현금흐름	1	8	0	-97	15	Financial Ratio					
투자자산의 감소(증가)	-5	-3	-2	-14	-2	성장성(%)					
유형자산의 감소	0	0	71	0	1	매출액증가율	10.3%	1.9%	-5.7%		10.8%
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-17	-12	-46	-94	영업이익증가율	26.7%	20.4%	-30.7%		20.1%
무형자산의 감소(증가)	-2	-1	2	-1	0	EPS(당기순이익 기준) 증가율	29.5%	20.5%	-16.2%	NA	111.1%
단기금융자산의감소(증가)	18	25	-64	-112	111	EPS(지배기준) 증가율	29.5%	20.5%	-16.2%	NA	111.1%
기타	2	2	3	75	-1	EBITDA(발표기준) 증가율	16.0%	16.3%	-9.6%	NA	10.3%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	2	2	2	2	1	수익성(%)					
재무활동으로인한현금흐름	-42	-44	-123	1	-78	ROE(당기순이익 기준)	15.0%	16.3%	14.1%	1.9%	3.8%
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	-113	-38	ROE(지배순이익 기준)	15.0%	16.3%	14.1%	1.9%	3.8%
사채의증가(감소)	0	-41	0	150	-10	ROIC	20.9%	24.8%	18.5%	4.3%	3.0%
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	ROA	9.4%	11.0%	9.7%	0.8%	1.7%
기타	-3	0	0	-4	-5	배당수익률					
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	-39	-3	-123	-31	-25	안전성(%)					
기타현금흐름	0	0	0	0	0	부채비율	58.7%	40.7%	48.5%	128.2%	117.3%
현금의 증가	12	54	-101	7	-9	순차입금비용(자본총계 대비)	-10.0%	-26.9%	-20.8%	80.2%	87.1%
기초현금	88	100	154	53	61	이자보상비율	21.9%	35.0%	30.1%	1.9%	3.8%
기말현금	100	154	53	61	52						

자료 : HK이노엔, 한양증권



한양증권 점포현황

www.hygood.co.kr

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.
