

# HK이노엔 (195940)

## 제약/바이오



하현수

02 3770 2688

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>51,000원 (M)</b>
현재주가 (2/13)	<b>38,800원</b>
상승여력	<b>31%</b>

시가총액	11,215억원
총발행주식수	28,329,891주
60일 평균 거래대금	64억원
60일 평균 거래량	164,395주
52주 고	47,500원
52주 저	31,900원
외인지분율	6.69%
주요주주	한국콜마 42.16%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.1	4.0	(3.1)
상대	(7.7)	(1.5)	10.0
절대(달려환산)	(2.7)	7.4	(9.1)

## 4Q22Re: 일회성 비용으로 컨센서스 하회

### 4Q22Review: 케이캡 관련 수수료 영향으로 컨센서스 하회

4분기 매출액은 2,163억원(+3.3%YoY, +9.1%QoQ), 영업이익 84억원(-51.4%YoY, -62.3%QoQ)로 컨센서스를 하회하는 실적 기록. 컨센서스 하회 주요 요인으로는 ETC 사업부에서 케이캡과 관련된 일회성 비용 반영 영향. 일회성 비용으로는 1) 23년말 계약 종료 예정인 케이캡 공동 판매 계약 종료 시 발생할 수 있는 수수료 비용(77억원)과 2) 사용량 약가 연동 환급금 반영 시점 변경으로 지급 수수료(41억원) 추가 인식 영향. 일회성 비용 제거시 매출액 2,240억원 영업이익 202억원 기록.

HB&B 사업은 컨디션 매출 호조와 뷰티 제품들의 판매 채널 다양화와 건기식 사업 철수 등으로 수익성 개선하며, 매출액 262억원(+27.6%YoY), 영업이익 77억원(+1239.7%YoY) 및 OPM 29.2%를 기록.

### 23년에는 ETC와 HB&B의 고른 성장

23년 매출액은 9,022억원(+6.6%), 영업이익은 727억원(+38.4%, OPM 8.1%)을 예상. 23년에는 ETC와 HB&B 부분 모두에서 고른 성장 전망. HB&B 부분은 컨디션 스탁의 M/S 확대와 뷰티 제품의 견조한 성장이 이어지며 수익성 개선이 23년에도 이어질 것으로 판단.

ETC 부분은 타이신판(케이캡 중국명)의 NRDL에 등재되었으며 3월부터 급여 적용 예정. 보험 적용으로 큰 폭의 매출액 증가 및 로열티 수익 기대. 다만 NRDL 적용 시점이 기존 예상 시점인 1월에서 3월로 늦어져 2년차 타이신판 매출액은 목표치(2천억원)보다 낮을 것으로 판단. GSK의 대상 포진 백신인 싱그릭스 출시에 따라 동사가 판매중인 조스타박스(MSD)의 매출 하락은 불가피할 것으로 예상되나, MSD 백신 판매의 낮은 수익성으로 이익에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단.

### 투자 의견 Buy, 목표 주가 유지

동사는 4분기 실적 발표와 함께 22년 매입한 자사주(242억원, 약2%)를 소각 결정을 공시하며 주주가치 재고를 지속하고 있음. 케이캡 미국 임상3상은 24년 1월(NERD)과 6월(EE)에 까지로 유럽 파트너사와의 L/O 도 연내 체결될 것으로 기대. 24년에는 케이캡 공동 판매 계약(또는 직판)으로 큰 폭의 수익성 개선이 발생할 것으로 예상.

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	216	3.3	9.2	225	-3.7
영업이익	8	-51.3	-62.3	24	-64.9
세전계속사업이익	3	-74.3	-83.9	22	-86.2
지배순이익	2	-74.1	-84.3	16	-84.9
영업이익률 (%)	3.9	-4.3 %pt	-7.3 %pt	10.6	-6.7 %pt
지배순이익률 (%)	1.1	-3.2 %pt	-6.4 %pt	6.9	-5.8 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	598	770	847	902
영업이익	87	50	53	73
지배순이익	28	25	38	48
PER	-	51.8	28.0	23.2
PBR	-	1.5	0.9	0.9
EV/EBITDA	-	24.0	16.8	13.3
ROE	3.8	2.6	3.3	4.1

자료: 유안타증권

4Q22 HK 이노엔 실적 리뷰

(단위: 십억원)

	4Q22P	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	컨센서스	차이	당사 추정	차이
매출액	216.3	209.4	+3.3%	198.2	+9.1%	224.5	-3.7%	219.5	-1.5%
영업이익	8.4	17.3	-51.4%	22.3	-62.3%	23.9	-64.9%	23.1	-63.6%
영업이익률	3.9%	8.2%	-4.3%pt	11.2%	-7.3%pt	10.6%	-6.3%pt	10.5%	-6.2%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

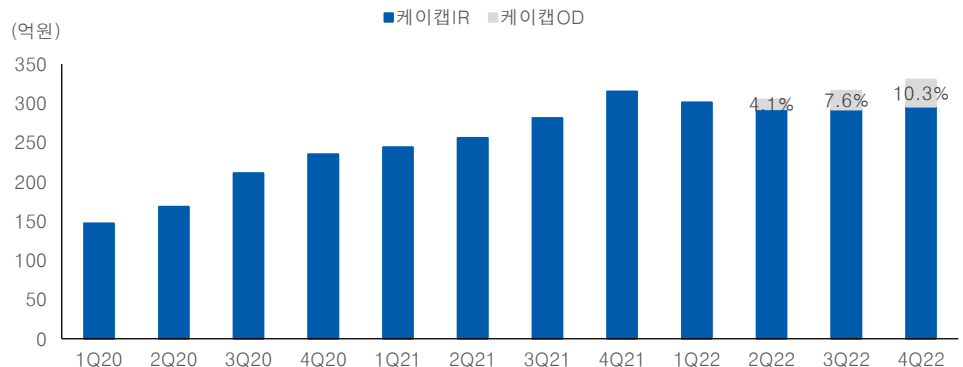
HK 이노엔 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q22E	2022	2023E	2024E
매출액	1,802	2,519	1,982	2,163	2,100	2,265	2,262	2,396	8,465	9,022	9,044
YoY	(3.5%)	36.2%	5.1%	3.3%	16.8%	(10.1%)	14.1%	10.8%	10.0%	6.6%	7.3%
의약품 사업	1,617	2,280	1,724	1,900	1,857	2,014	1,996	2,127	7,521	7,994	8,056
케이캡	209	289	236	171	261	292	297	282	905	1,133	1,309
수액 제제	229	254	266	261	265	271	286	287	1,011	1,109	1,147
MSD 백신	402	822	289	493	430	436	422	444	2,006	1,731	1,921
기타	777	915	933	974	901	1,116	991	1,114	3,899	4,021	3,679
HB&B	185	238	258	262	242	251	266	269	944	1,028	988
컨디션 시리즈	110	156	167	179	152	160	172	177	604	661	640
기타	75	82	91	84	90	92	94	91	340	367	349
매출 총이익	716	984	934	849	892	951	968	1,023	3,485	3,835	4,254
판매 관리비	674	807	712	765	739	784	780	805	2,959	3,108	3,251
영업 이익	42	177	223	84	153	168	188	218	525	727	1,003
YoY	(67.7%)	490.0	30.4%	(51.4%)	264.9%	(4.8%)	(15.8%)	159.5%	4.3%	38.4%	38.0%
OPM	2.3%	7.0%	11.2%	3.9%	7.3%	7.4%	8.3%	9.1%	6.2%	8.1%	10.5%
세전 이익	61	150	191	31	118	148	164	188	379	618	900
당기 순이익	74	135	150	23	92	116	128	147	382	482	702
YoY	(10.8%)	흑전	80.7%	(74.1%)	24.4%	(14.2%)	(14.8%)	538.2%	4.5%	26.3%	45.5%

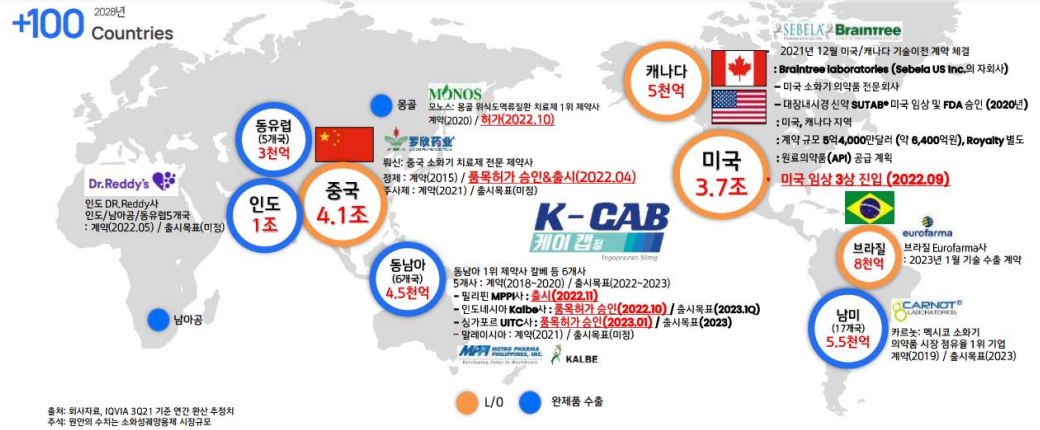
자료: 유안타증권 리서치센터

케이캡 처방액 추이



자료: UBIST, HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

케이캡 글로벌 진출 현황



자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

케이캡 적응증 및 제형 현황

적응증 (5+1)		제형 (3+2)	
미란성식도염(ERD)	보험 급여	50mg 정제 (약가: 1,300원)	판매 중
비미란성식도염(NERD)	보험 급여	50mg 구강붕해정 (약가: 1,300원)	판매 중('22.5~)
위궤양(GU)	보험 급여	25mg 정제 (약가: 867원)	판매 중('23.1~)
헬리코박터 파일로리 제균	보험급여 추진	25mg 구강붕해정	개발 진행 중
위식도역류질환 치료 유지요법	보험 급여	주사제	개발 진행 중
NSAIDs 병용투여 요법	P3 진행 중		

자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

HK 이노엔 (195940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	598	770	847	902	953
매출원가	275	452	497	519	528
매출총이익	324	318	349	383	425
판매비	237	268	297	311	325
영업이익	87	50	53	73	100
EBITDA	117	83	81	107	135
영업외손익	-34	-23	-15	-11	-10
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-22	-19	-4	-11	-10
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-12	-4	-10	0	0
법인세비용차감전순이익	53	28	38	62	90
법인세비용	25	3	0	14	20
계속사업순이익	28	25	38	48	70
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	28	25	38	48	70
지배지분순이익	28	25	38	48	70
포괄순이익	31	24	38	49	71
지배지분포괄이익	31	24	38	49	71

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	54	27	69	56	97
당기순이익	28	25	38	48	70
감가상각비	19	21	19	24	25
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-54	-35	10	-36	-19
기타현금흐름	61	16	1	20	20
투자활동 현금흐름	15	-167	64	-54	-46
투자자산	100	-1	-9	-12	-12
유형자산 증가 (CAPEX)	-94	-24	-30	-44	-36
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	9	-142	103	2	2
재무활동 현금흐름	-78	176	-102	-27	-24
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-48	-184	-57	-14	-11
자본	0	391	0	0	0
현금배당	0	0	-5	-9	-9
기타현금흐름	-30	-32	-39	-4	-4
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	-1
현금의 증감	-9	36	32	-25	26
기초 현금	61	52	87	119	95
기말 현금	52	87	119	95	121
NOPLAT	87	50	53	73	100
FCF	-40	3	39	13	61

자료: 유안타증권

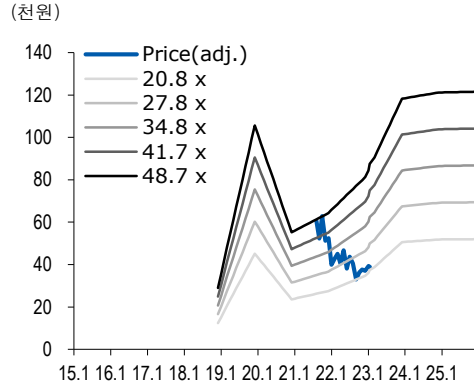
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	234	455	426	435	473
현금및현금성자산	52	87	119	95	121
매출채권 및 기타채권	98	120	139	158	164
재고자산	78	109	122	138	143
비유동자산	1,381	1,382	1,357	1,378	1,392
유형자산	258	255	249	269	280
관계기업 등 지분관련자산	5	7	13	25	37
기타투자자산	11	11	10	10	10
자산총계	1,615	1,838	1,783	1,813	1,864
유동부채	313	414	369	374	374
매입채무 및 기타채무	111	138	138	143	143
단기차입금	160	107	165	165	165
유동성장기부채	4	154	54	54	54
비유동부채	559	272	254	240	229
장기차입금	329	0	38	33	29
사채	200	249	197	189	182
부채총계	871	687	623	614	603
지배지분	743	1,151	1,160	1,199	1,261
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	136	516	516	516	516
이익잉여금	31	55	87	127	188
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	743	1,151	1,160	1,199	1,261
순차입금	646	290	296	307	270
총차입금	698	513	456	442	431

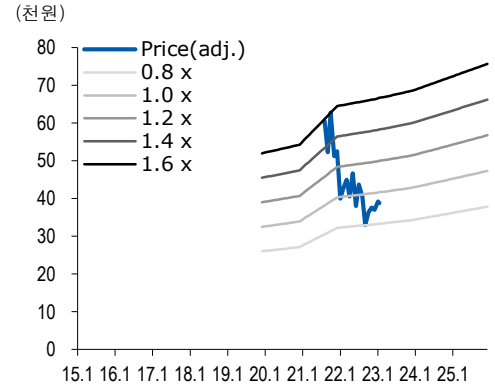
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	2,168	1,133	1,321	1,669	2,428
BPS	33,496	39,819	40,941	42,337	44,508
EBITDAPS	5,271	3,273	2,808	3,705	4,672
SPS	26,971	30,510	29,288	31,214	32,970
DPS	0	320	320	320	320
PER	-	51.8	28.0	23.2	16.0
PBR	-	1.5	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	-	24.0	16.8	13.3	10.3
PSR	-	1.9	1.3	1.2	1.2

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	10.8	28.6	10.0	6.6	5.6
영업이익 증가율 (%)	20.1	-42.2	4.4	38.3	38.0
지배순이익 증가율 (%)	111.1	-11.3	54.4	26.3	45.5
매출총이익률 (%)	54.1	41.3	41.3	42.5	44.6
영업이익률 (%)	14.5	6.5	6.2	8.1	10.5
지배순이익률 (%)	4.7	3.2	4.5	5.3	7.4
EBITDA 마진 (%)	19.5	10.7	9.6	11.9	14.2
ROIC	3.5	3.2	3.7	3.9	5.3
ROA	1.7	1.4	2.1	2.7	3.8
ROE	3.8	2.6	3.3	4.1	5.7
부채비율 (%)	117.3	59.7	53.7	51.2	47.8
순차입금/자기자본 (%)	86.9	25.2	25.5	25.6	21.4
영업이익/금융비용 (배)	3.8	2.6	11.5	6.5	9.3

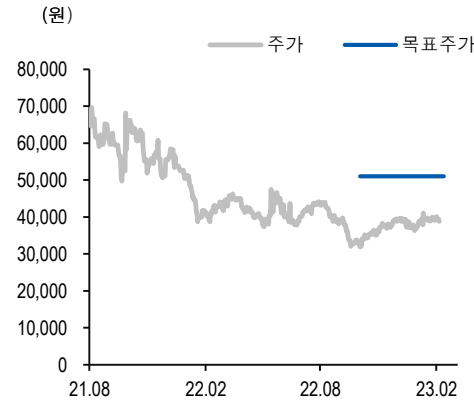
P/E band chart



P/B band chart



HK 이노엔 (195940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-02-14	BUY	51,000	1년		
2022-10-11	BUY	51,000	1년		
2022-07-22	담당자변경 1년 경과 이후		1년		-
2021-07-22	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.2
Hold(중립)	6.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-02-11

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.