

HK이노엔 (195940)

제약/바이오



하현수

02 3770 2688

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	45,000원 (D)
현재주가 (4/7)	35,000원
상승여력	29%

시가총액	9,915억원
총발행주식수	28,329,891주
60일 평균 거래대금	77억원
60일 평균 거래량	201,886주
52주 고	47,500원
52주 저	31,900원
외인지분율	6.14%
주요주주	한국콜마 43.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.8)	(5.3)	(17.6)
상대	(14.5)	(25.8)	(13.2)
절대(달려환산)	(9.0)	(8.7)	(23.7)

23년은 쉬어가는 한해

1Q23Pre: 부진한 실적 전망

매출액 1,924억원(+6.8%YoY), 영업이익 52억원(+23.7%YoY)로 시장 기대치를 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망. 조스타박스(MSD 대상 포진 백신)의 공급 지연 지속과 뷰티 부문의 저조한 매출로 건강 기능 식품 사업을 정리하며 발생한 매출 감소분을 상쇄하기는 어려울 것으로 판단. 뷰티 사업 영업 비용 증가와 케이캡 관련 R&D 비용이 늘어나며 1분기 영업이익률은 2.7%로 추정.

주요 품목인 케이캡은 저용량 제품 출시와 구강 봉해정 판매 증가 등으로 1분기 239억원(+12.5%YoY)을 기록하며 견조한 성장을 이어갈 것으로 전망. 올 3분기 들어올 중국 로열티에서 타이신판(케이캡 중국명)의 NRDL 등재로 인한 매출 증가 수준을 확인할 수 있을 것으로 예상. 다만, 통상적으로 NRDL 등재 의약품 목록 발표가 전년도 12월에 이루어지며 1월부터 적용되었던데 반해, 올해는 COVID-19 확산으로 등재 지연 및 3월부터 급여 적용되어 기존 파트너사 목표치(약 2,000억원)보다 낮은 수준의 중국 매출 전망.

23년은 쉬어가는 시기가 될 것

23년 연간 실적으로는 매출액 8,687억원(+2.6%), 영업이익 612억원(+16.9%, OPM 7.0%)로 추정. 23년은 22년과 같은 대규모 마일스톤 유입(중국 케이캡 출시, 미국 임상 3상 진입)이 없을 것으로 보이며, 타이신판의 NRDL 적용 지연으로 로열티 수익 감소 예상. 종근당과의 코프로모션 계약이 23년 만료 예정으로 계약 연장시 수수료율 등이 개선될 것으로 예상하며 24년부터 개선된 이익율과 중국 로열티 수입 증가 등으로 큰 폭으로 이익이 증가할 것으로 전망. 계약 연장 가능성은 높을 것으로 판단하며 지난 4분기 반영된 계약 종료 예상 1회성 수수료(77억원)의 환입 발생, 3분기 중국 로열티 유입 등으로 23년 실적은 상고하저 형태를 보일 것으로 판단.

매수 의견 유지, 목표주가 45,000원으로 하향

매수 의견은 유지하나 목표주가는 45,000원으로 하향. 23년 추정 EBITDA 1,124억원에 EV/EBITDA 14배를 적용. 23년 예상되는 유럽 파트너사 계약과 3분기 중국 로열티에 따라 주가 반등이 가능할 것으로 기대.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	1Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	192	6.8	-11.0	204	-5.8
영업이익	5	23.8	-38.0	14	-61.8
세전계속사업이익	1	83.3	-63.4	11	-90.3
지배순이익	6	-21.6	154.9	14	-57.7
영업이익률 (%)	2.7	+0.4 %pt	-1.2 %pt	6.7	-4.0 %pt
지배순이익률 (%)	3.0	-1.1 %pt	+1.9 %pt	6.7	-3.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	768	847	869	917
영업이익	50	53	61	94
지배순이익	25	38	40	61
PER	51.5	30.7	25.1	16.4
PBR	1.5	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA	24.1	16.9	11.5	9.1
ROE	2.6	3.3	3.4	4.9

자료: 유안타증권

HK 이노엔 목표 주가 산정

구분	부문	단위	비고
1. 영업 가치	1,573	(십억원)	23년 예상 EBITDA 1,124억원 EV/EBITDA 14x 적용
2. 순차입금	303	(십억원)	2023년 말 예상 순차입금
3. 총 가치	1,270	(십억원)	1-2
4. 총 주식수	28,330	(천주)	
5. 주당 가치	44,830	(원)	3/4
6. 목표 주가	45,000	(원)	

자료: 유안타증권 리서치센터

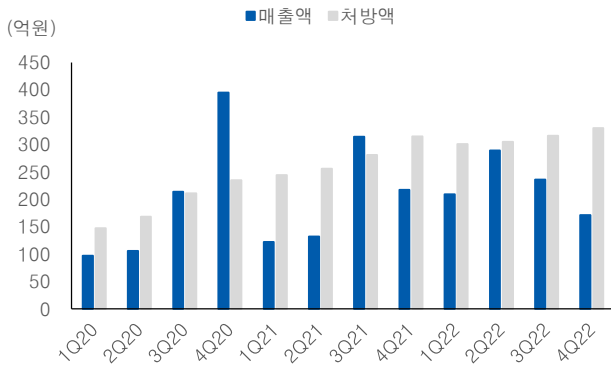
HK 이노엔 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,802	2,519	1,982	2,163	1,924	2,187	2,218	2,358	8,465	8,687	9,171
YoY	(3.5%)	36.2%	5.1%	3.3%	6.8%	(13.2%)	11.9%	9.0%	10.0%	2.6%	5.6%
의약품 사업	1,617	2,280	1,724	1,900	1,734	1,976	1,984	2,106	7,521	7,800	8,260
케이캡	209	289	236	171	235	277	276	340	909	1,129	1,206
수액 제제	229	254	266	261	273	294	307	312	1,011	1,185	1,257
MSD 백신	402	822	289	493	410	444	413	463	2,006	1,731	1,783
기타	777	915	933	974	816	961	987	991	3,595	3,755	4,015
HB&B	185	238	258	262	190	212	233	251	943	887	911
컨디션 시리즈	110	156	167	179	151	161	177	193	603	683	696
기타	75	82	91	84	39	51	56	58	340	204	215
매출 총이익	716	984	934	849	936	1,002	1,049	1,080	3,494	3,653	4,068
판매 관리비	674	807	712	765	720	814	732	776	2,970	3,041	3,132
영업 이익	42	177	223	84	52	105	217	238	525	612	936
YoY	(67.7%)	490.0	30.4%	(51.4%)	23.7%	(40.3%)	(2.1%)	183.5%	4.3%	16.9%	52.9%
OPM	2.3%	7.0%	11.2%	3.9%	2.7%	4.8%	9.8%	10.1%	6.2%	7.0%	10.2%

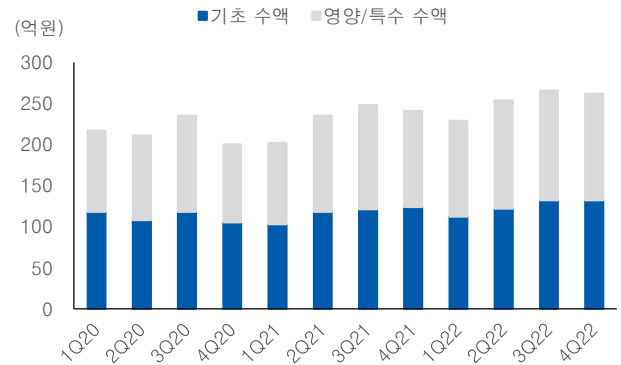
자료: 유안타증권 리서치센터

케이캡 분기별 매출, 처방액 추이



자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

수액 분기별 매출 추이



자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

HK 이노엔 (195940) 추정재무제표 (K-IFRS)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	768	847	869	917	960
매출원가	452	497	503	510	528
매출충이익	316	349	365	407	432
판매비	266	297	304	313	317
영업이익	50	53	61	94	115
EBITDA	83	87	112	136	163
영업외손익	-22	-15	-17	-16	-12
외환관련손익	0	1	0	0	0
이자손익	-19	-12	-13	-12	-9
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-4	-3	-3	-3	-3
법인세비용차감전순이익	28	38	45	78	102
법인세비용	3	0	5	17	23
계속사업순이익	25	38	40	61	79
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	38	40	61	79
지배지분순이익	25	38	40	61	79
포괄순이익	24	43	39	60	79
지배지분포괄이익	24	43	39	60	79

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

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	27	59	92	122	147
당기순이익	25	38	40	61	79
감가상각비	21	26	23	20	30
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-35	-31	-26	-11	-11
기타현금흐름	16	24	56	53	48
투자활동 현금흐름	-167	67	-61	-40	-1
투자자산	-1	-7	12	12	12
유형자산 증가 (CAPEX)	-24	-20	-61	-40	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-142	94	-11	-12	-13
재무활동 현금흐름	176	-102	-14	-17	-17
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-184	-54	-4	-4	-4
자본	391	0	0	0	0
현금배당	0	-5	-5	-9	-9
기타현금흐름	-32	-43	-4	-4	-4
연결범위변동 등 기타	0	0	-16	-14	-14
현금의 증감	36	23	1	50	115
기초 현금	51	87	111	112	162
기말 현금	87	111	112	162	277
NOPLAT	50	53	61	94	115
FCF	3	38	31	82	147

자료: 유안타증권

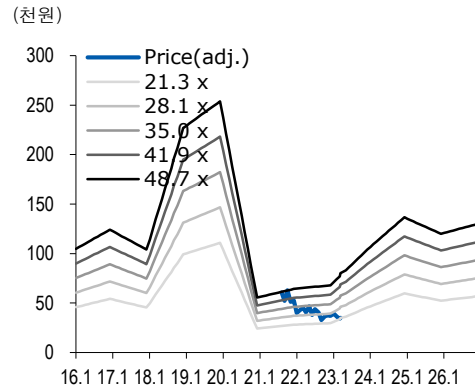
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	455	408	441	505	633
현금및현금성자산	87	111	112	162	277
매출채권 및 기타채권	121	131	151	159	165
재고자산	108	126	138	143	150
비유동자산	1,383	1,395	1,392	1,378	1,319
유형자산	255	265	303	324	294
관계기업등 지분관련자산	8	7	-5	-17	-29
기타투자자산	11	11	11	11	11
자산총계	1,838	1,803	1,834	1,884	1,952
유동부채	414	432	435	437	439
매입채무 및 기타채무	138	152	159	161	163
단기차입금	107	163	163	163	163
유동성장기부채	154	103	103	103	103
비유동부채	272	207	201	197	193
장기차입금	0	40	36	32	28
사채	249	150	150	150	150
부채총계	686	639	636	634	632
지배지분	1,151	1,164	1,198	1,249	1,320
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	516	516	516
이익잉여금	174	94	129	180	250
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,151	1,164	1,198	1,249	1,320
순차입금	290	308	303	249	130
총차입금	513	457	453	449	445

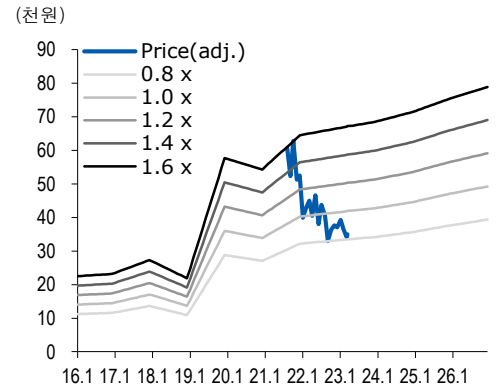
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,140	1,319	1,397	2,137	2,805
BPS	39,832	41,095	42,292	44,102	46,580
EBITDAPS	3,270	3,023	3,966	4,792	5,737
SPS	30,449	29,287	30,663	32,373	33,890
DPS	320	320	320	320	320
PER	51.5	30.7	25.1	16.4	12.5
PBR	1.5	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	24.1	16.9	11.5	9.1	6.9
PSR	1.9	1.4	1.1	1.1	1.0

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	49.1	10.2	2.6	5.6	4.7
영업이익 증가율 (%)	-59.4	4.5	16.6	52.9	22.6
지배순이익 증가율 (%)	-62.9	53.2	3.8	53.0	31.3
매출총이익률 (%)	41.2	41.3	42.1	44.4	45.0
영업이익률 (%)	6.5	6.2	7.0	10.2	12.0
지배순이익률 (%)	3.2	4.5	4.6	6.6	8.3
EBITDA 마진 (%)	10.7	10.3	12.9	14.8	16.9
ROIC	3.2	3.7	3.7	4.9	6.0
ROA	1.4	2.1	2.2	3.3	4.1
ROE	2.6	3.3	3.4	4.9	6.2
부채비율 (%)	59.6	54.9	53.1	50.8	47.9
순차입금/자기자본 (%)	25.2	26.5	25.3	19.9	9.8
영업이익/금융비용 (배)	2.6	3.5	3.4	5.2	6.4

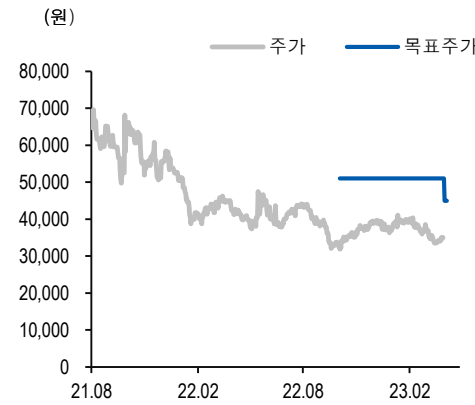
P/E band chart



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
2023-04-10	BUY	45,000	1년		
2022-10-11	BUY	51,000	1년	-27.14	-19.41
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)	0.0
Buy(매수)	91.1
Hold(중립)	8.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-04-07

※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.