

# HK이노엔 (195940)

## 제약/바이오



하현수

02 3770 2688

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>45,000원 (M)</b>
현재주가 (5/2)	<b>32,500원</b>
상승여력	<b>38%</b>

시가총액	9,207억원
총발행주식수	28,329,891주
60일 평균 거래대금	79억원
60일 평균 거래량	220,202주
52주 고	47,500원
52주 저	31,900원
외인지분율	3.66%
주요주주	한국콜마 43.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.7)	(18.6)	(19.4)
상대	(5.6)	(27.3)	(15.0)
절대(탈려환산)	(7.5)	(26.0)	(24.0)

## 1Q23Re: 시간이 지날수록 좋아질 흐름

### 1Q23Re: 다소 부진한 실적

연결기준 매출액 1,849억원(+2.6%), 영업이익 56억원(+33.3%)를 기록. 프로디악스(폐렴구균 백신) 계약 종료로 인한 MSD 백신 매출 감소와 슈가논(당뇨 치료제)의 코프로모션 계약 종료 등으로 매출액은 시장 기대치를 하회.

영업이익은 케이캡의 미국 파트너사에 대한 초기 기술 이전 비용(약 30억원) 발생과 마케팅 비용 증가로 인한 HB&B 사업부 적자 전환으로 전체 영업이익률은 3.1%로 부진.

### 차질 없이 진행중인 케이캡 글로벌 진출

3월부터 중국에서 급여 적용이 시작되었으며 현재 중국 주요 종합 병원(약 700여개) 중 20%에 품목 리스팅을 완료. 연말까지 80% 이상의 주요 병원에 침투할 수 있을 것으로 전망. 중국 소화성 궤양용제 시장은 약 4조원 규모로 추정되며 중국 보험 약가는 국내(1,300원)보다 높은 2천원 초반대로 추정. 케이캡은 빠른 onset을 강점으로 국내 시장 초기 M/S(2%후반) 이상의 첫해 중국 M/S 예상.

미국 파트너인 Braintree사(Sebela)는 작년 10월부터 임상 3상 투약을 시작. 1H24에 임상 결과 확인이 가능할 것으로 기대하며 허가 시점은 25년으로 예상. 초기 제조 기술 이전을 진행중에 있어 허가 후 빠른 출시 기대. 파트너사는 소화기계 전문 제약사로 미국 내 대장 내시경 시장 점유율 1위 품목인 SUTAB을 보유하고 있고, 높은 소화기계 커버리지를 보유하고 있어 케이캡의 미국 출시 이후 가파른 시장 침투 기대.

몽골, 필리핀에 이어 2분기부터 멕시코, 싱가포르등으로 수출을 확대해 나갈 예정. 연말까지 현재 파트너사가 확정되지 않은 유럽 시장에 대해서도 파트너사 계약 체결을 목표로 협의 중.

### 매수 의견, 목표주가 45,000원 유지

매수 의견과 함께 목표주가 유지. 티로그(아이스티 제로)의 초반 판매량 증가가 가파르며, 건조한 컨디션 매출이 지속되면서 건기식 사업 철수 영향은 단기에 그칠 것으로 전망. 케이캡 OD 정 비중 증가와 중국 로열티 유입으로 하반기로 갈수록 이익 개선을 전망하며, 24년부터 케이캡 수수료가 대폭 개선될 것으로 예상됨에 따라 큰 폭의 이익 성장 기대.

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	185	2.6	-14.5	196	-5.5
영업이익	6	33.3	-32.7	6	0.0
세전계속사업이익	2	292.3	-23.5	5	-53.7
지배순이익	3	-60.2	28.4	3	12.2
영업이익률 (%)	3.1	+0.8 %pt	-0.8 %pt	2.9	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	1.6	-2.5 %pt	+0.5 %pt	1.3	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

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

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	768	847	848	894
영업이익	50	53	62	86
지배순이익	25	38	38	56
PER	51.5	30.7	24.0	16.5
PBR	1.5	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	24.1	16.9	11.7	9.0
ROE	2.6	3.3	3.2	4.6

자료: 유안타증권

1Q23 HK 이노엔 실적 리뷰

(단위: 십억원)

	1Q23P	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	컨센서스	차이	당사 추정	차이
매출액	184.9	180.2	2.6%	216.3	-14.5%	195.7	-5.5%	192.4	-3.9%
영업이익	5.6	4.2	33.3%	8.4	-32.7%	5.6	0.0%	5.2	+7.7%
영업이익율	3.1%	2.3%	+0.8%pt	3.9%	-0.8%pt	2.9%	+0.2%pt	2.7%	+0.4%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

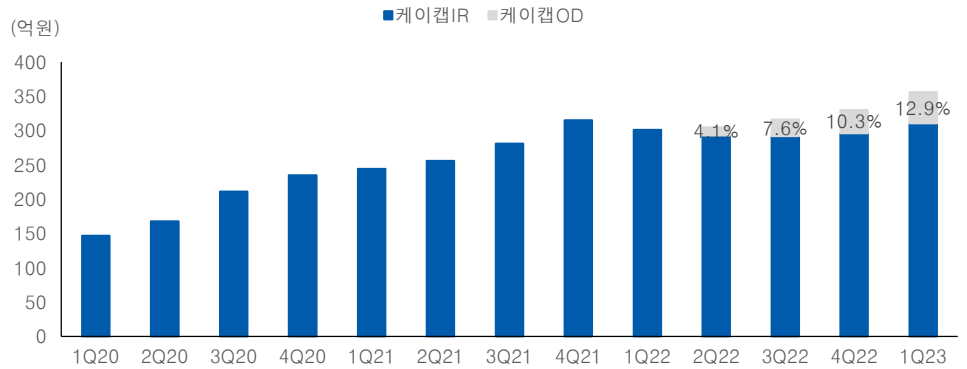
HK 이노엔 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q22E	2022	2023E	2024E
매출액	1,802	2,519	1,982	2,163	1,849	2,090	2,267	2,312	8,465	8,478	8,944
YoY	(3.5%)	36.2%	5.1%	3.3%	2.6%	(17.0%)	14.4%	6.9%	10.0%	0.1%	5.5%
의약품 사업	1,617	2,280	1,724	1,900	1,642	1,864	2,012	2,046	7,521	7,535	7,974
케이캡	209	289	236	171	242	272	316	299	909	1,129	1,204
수액 제제	229	254	266	261	253	286	305	306	1,011	1,150	1,213
MSD 백신	402	822	289	493	353	419	410	458	2,006	1,641	1,695
기타	777	915	933	974	794	888	971	963	3,595	3,615	3,862
HB&B	185	238	258	262	207	230	250	255	943	943	970
컨디션 시리즈	110	156	167	179	150	161	170	181	603	662	675
기타	75	82	91	84	57	69	80	75	340	281	295
매출 총이익	716	984	934	849	901	979	1,078	1,066	3,494	3,766	4,025
판매 관리비	674	807	712	765	771	817	779	776	2,970	3,143	3,167
영업 이익	42	177	223	84	56	113	232	221	525	623	858
YoY	(67.7%)	490.0	30.4%	(51.4%)	35.0%	(35.8%)	4.5%	163.5%	4.3%	18.9%	37.6%
OPM	2.3%	7.0%	11.2%	3.9%	3.1%	5.4%	10.3%	9.7%	6.2%	7.4%	9.6%

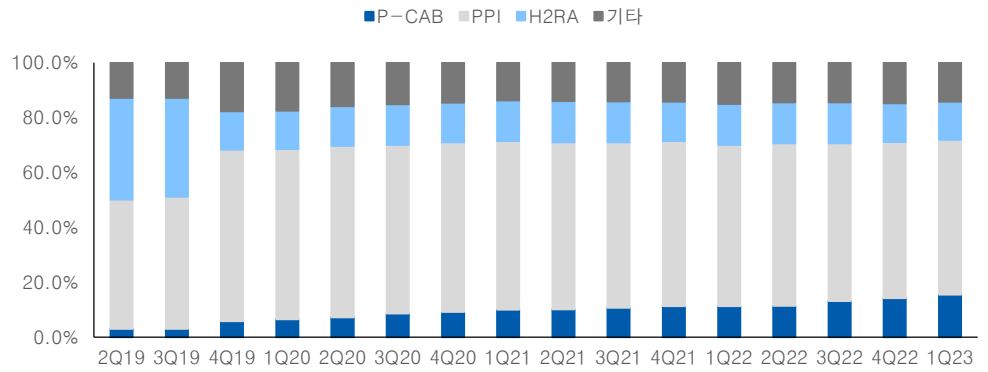
자료: 유안타증권 리서치센터

케이캡 분기별 처방 추이



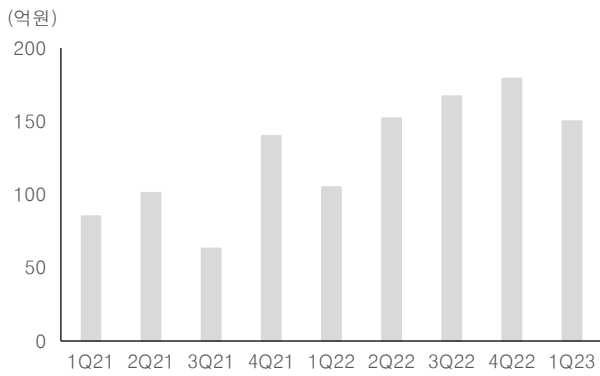
자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

소화성궤양용제 시장 점유율(국내)



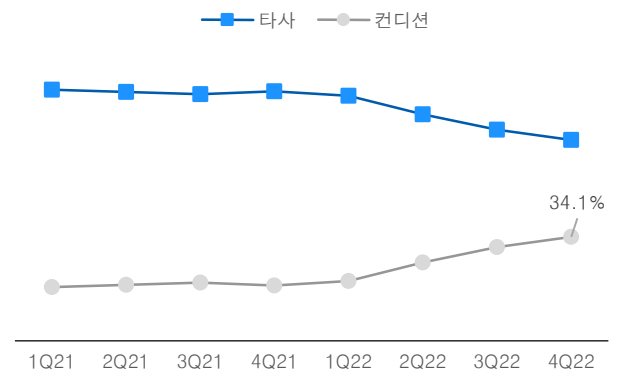
자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

컨디션 분기별 매출 추이



자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

Non-Drink 숙취해소제 시장 점유율 추이



자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

HK 이노엔 (195940) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	768	847	848	894	938
매출원가	452	497	471	492	516
매출총이익	316	349	377	402	422
판매비	266	297	314	317	321
영업이익	50	53	62	86	101
EBITDA	83	87	105	130	141
영업외손익	-22	-15	-14	-13	-11
외환관련손익	0	1	0	0	0
이자손익	-19	-12	-12	-11	-9
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-4	-3	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	28	38	49	73	90
법인세비용	3	0	10	17	21
계속사업순이익	25	38	38	56	69
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	38	38	56	69
지배지분순이익	25	38	38	56	69
포괄순이익	24	43	38	56	69
지배지분포괄이익	24	43	38	56	69

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

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	27	59	89	120	131
당기순이익	25	38	38	56	69
감가상각비	21	26	33	35	31
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-35	-31	-20	-11	-9
기타현금흐름	16	24	38	40	40
투자활동 현금흐름	-167	67	-62	-39	-1
투자자산	-1	-7	12	12	12
유형자산 증가 (CAPEX)	-24	-20	-62	-39	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-142	94	-11	-12	-13
재무활동 현금흐름	176	-102	-10	-13	-13
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-184	-54	0	0	0
자본	391	0	0	0	0
현금배당	0	-5	-5	-9	-9
기타현금흐름	-32	-43	-4	-4	-4
연결범위변동 등 기타	0	0	-16	-13	-13
현금의 증감	36	23	1	54	103
기초 현금	51	87	111	112	166
기말 현금	87	111	112	166	269
NOPLAT	50	53	62	86	101
FCF	3	38	27	81	131

자료: 유안타증권

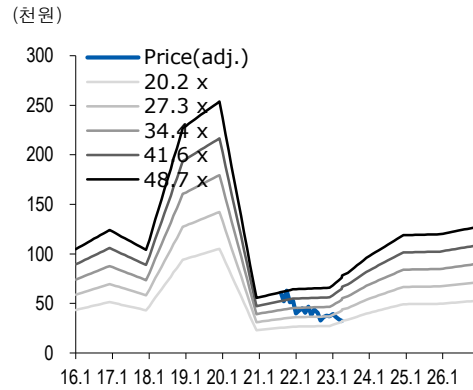
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	455	408	432	498	614
현금및현금성자산	87	111	112	166	269
매출채권 및 기타채권	121	131	146	153	159
재고자산	108	126	133	138	144
비유동자산	1,383	1,395	1,402	1,384	1,332
유형자산	255	265	294	298	267
관계기업등 지분관련자산	8	7	-5	-17	-29
기타투자자산	11	11	11	11	11
자산총계	1,838	1,803	1,834	1,883	1,946
유동부채	414	432	432	433	436
매입채무 및 기타채무	138	152	155	157	160
단기차입금	107	163	163	163	163
유동성장기부채	154	103	103	103	103
비유동부채	272	207	205	205	205
장기차입금	0	40	40	40	40
사채	249	150	150	150	150
부채총계	686	639	637	639	642
지배지분	1,151	1,164	1,197	1,244	1,304
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	516	516	516
이익잉여금	174	94	127	174	234
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,151	1,164	1,197	1,244	1,304
순차입금	290	308	307	253	150
총차입금	513	457	457	457	457

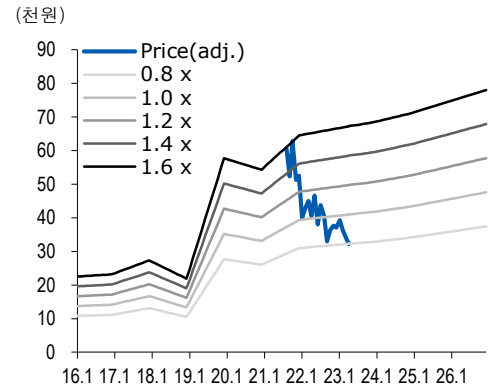
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,140	1,319	1,352	1,970	2,441
BPS	39,832	41,095	42,259	43,915	46,040
EBITDAPS	3,270	3,023	3,714	4,594	4,981
SPS	30,449	29,287	29,925	31,572	33,097
DPS	320	320	320	320	320
PER	51.5	30.7	24.0	16.5	13.3
PBR	1.5	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	24.1	16.9	11.7	9.0	7.6
PSR	1.9	1.4	1.1	1.0	1.0

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	49.1	10.2	0.1	5.5	4.8
영업이익 증가율 (%)	-59.4	4.5	18.6	37.6	17.7
지배순이익 증가율 (%)	-62.9	53.2	0.4	45.7	23.9
매출총이익률 (%)	41.2	41.3	44.4	45.0	45.0
영업이익률 (%)	6.5	6.2	7.4	9.6	10.8
지배순이익률 (%)	3.2	4.5	4.5	6.2	7.4
EBITDA 마진 (%)	10.7	10.3	12.4	14.5	15.1
ROIC	3.2	3.7	3.4	4.4	5.2
ROA	1.4	2.1	2.1	3.0	3.6
ROE	2.6	3.3	3.2	4.6	5.4
부채비율 (%)	59.6	54.9	53.2	51.3	49.2
순차입금/자기자본 (%)	25.2	26.5	25.6	20.3	11.5
영업이익/금융비용 (배)	2.6	3.5	4.0	5.5	6.5

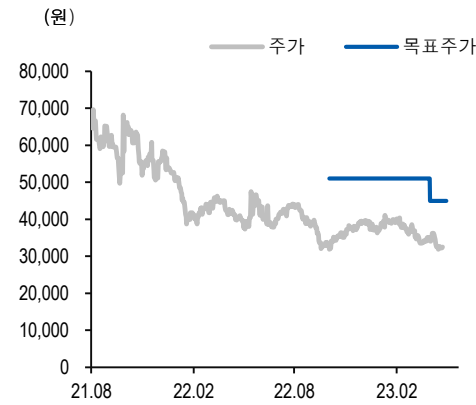
P/E band chart



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
2023-05-03	BUY	45,000	1년		
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)	91.2
Hold(중립)	8.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-04-30

※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.