HK이노엔 (195940)

하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

4Q23Pre: 변화의 시기

4Q23Pre: 케이캡 파트너 변경

연결기준 매출액 2,216억원(+2.4%yoy), 영업이익 219억원(+161.8%yoy, OPM 9.9%)로 컨센서스(매출액 2,296억원, 영업이익 232억원)에 부합하는 실적 전망. 케이캡 공동 판매가 보령으로 변경되면서 케이캡 출하 물량 증가 영향, HB&B 사업부는 컨디션 스틱을 비롯한 음식료 사업 부분 성장은 견조하나 뷰티 사업 부진은 지속되고 있는 것으로 판단.

MSD 빈 자리는 보령과 AZ로

MSD백신 판매 계약이 23년말로 종료로 매출 부재는 카나브 시리즈(보령)과 직듀오/시다프비아(AZ)으로 상쇄할 수 있을 것으로 예상. 카나브는 보령에서 개발한 고혈압 치료제로 주성분인 fimasartan을 기반으로 듀카로, 듀카브 등 다수 복합제 개발. 동사는 4종(카나브, 듀카로, 듀카브, 듀카브플러스)의 공동 판매 계약을 체결, 동사 기준 24년 4종의 도입 품목 매출은 1,171억원으로 추정.

직듀오와 시다프비아는 SGLT2 억제제인 Dapgliflozin을 이용한 당뇨 복합제. SGLT-2 억제제는 GLP-1과 함께 당뇨 시장에서 선호도가 높은 기전으로 24년 2개 품목의 매출액은 654억원으로 추정. 다만, 직듀오는 집행정지를 통해 2월까지 기존 약가가 유지되나 AZ korea의 포시가(dapagliflozin) 철수를 결정으로 행정 소송을 지속할 것인지 불확실. 집행정지 종료 시 직듀오의 약가는 30% 인하될 전망.

매수의견 및 목표주가 5.5만원 유지

매수 의견 및 기존 목표 주가 5.5만원 유지. 동사는 케이캡 공동 판매 계약 변경으로 케이캡 관련 수수료가 크게 개선되면서 24년 큰 폭의 이익 성장 예상. 케이캡 미국 임상은 비미란성 식도염 1H24, 미란성 식도염 2H24에 종료 예정. 세벨라(미국 파트너)는 미란성 식도염 임상 종료 이후 FDA 승인 신청 목표. 유럽 파트너사 계약은 현재 논의 중으로 1H24에 파트너사 확인이 가능할 것으로 기대.

BUY (M)

목표주가	55,000원 (M)
현재주가 (1/11)	43,600원
상승여력	26%

시가총액	12,352억원
총발행주식수	28,329,891주
60일 평균 거래대금	94억원
60일 평균 거래량	222,902주
52주 고/저	46,500원 / 28,250원
외인지분율	8.30%
배당수익률	0.86%
주요주주	한국콜마 외 1 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.2	2.7	13.5
상대	2.4	(4.9)	(8.7)
절대 (달러환산)	8.5	4.7	7.8

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	222	2.4	2.8	226	-1.8
영업이익	22	161.8	-2.2	23	-4.2
세전계속사업이익	23	639.7	25.3	21	11.7
지배순이익	18	690.3	24.5	15	18.6
영업이익률 (%)	9.9	+6.0 %pt	-0.5 %pt	10.2	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	8.2	+7.1 %pt	+1.5 %pt	6.8	+1.4 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	768	847	826	951
영업이익	50	53	65	105
지배순이익	25	38	50	86
PER	51.5	30.7	25.2	14.3
PBR	1.5	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	24.1	17.0	16.5	10.9
ROE	2.6	3.3	4.2	6.9

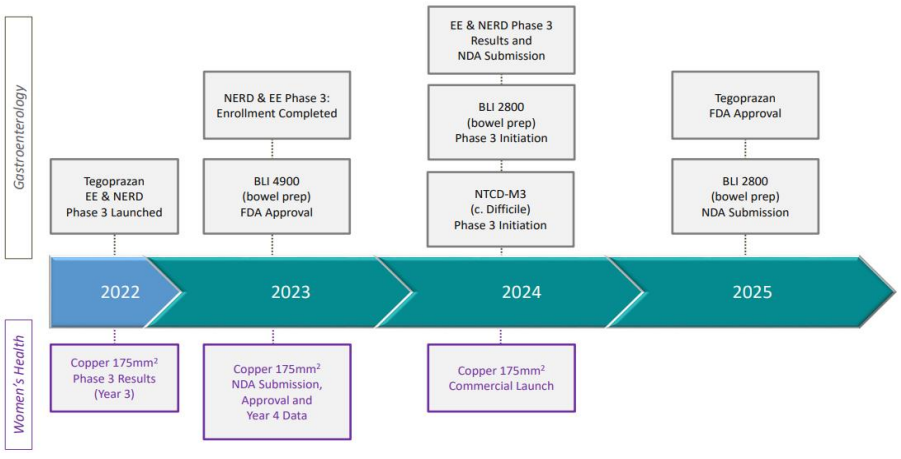
자료: 유안타증권

HK 이노엔 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	1,849	2,044	2,156	2,216	2,194	2,336	2,420	2,556	8.465	8,265	9,506
YoY	2.6%	(18.9%)	8.8%	2.4%	18.7%	14.3%	12.2%	15.4%	10.0%	(2.4%)	15.0%
의약품 사업	1,642	1,799	1,900	1,958	1,951	2,083	2,159	2,292	7,521	7,299	8,485
케이캡(로열티 포함)	244	313	329	319	406	428	467	484	909	1,205	1,785
수액 제제	253	273	323	303	306	118	325	223	1,011	1,152	1,264
MSD 백신	353	368	371	345	0	0	0	0	2,006	1,437	0
카나브 시리즈 4종	0	0	0	0	273	311	292	295	0	0	1,171
직듀오/시다프비아	0	0	0	0	150	162	172	170	0	0	654
기타	792	845	877	991	816	870	903	1,021	3,578	3,505	3,610
HB&B	207	245	256	258	243	254	261	264	943	966	1,021
컨디션 시리즈	150	154	149	165	152	156	150	166	603	618	624
기타	57	91	106	93	91	98	110	98	340	347	397
매출 총이익	828	910	974	997	987	1,035	1,077	1,135	3,494	3,709	4,234
판매 관리비	771	757	750	778	788	794	786	815	2,970	3,056	3,184
영업 이익	56	153	224	219	200	241	290	319	525	652	1,050
YoY	33.3%	(13.1%)	0.9%	161.1%	256.5%	57.3%	29.6%	45.6%	4.0%	24.5%	61.0%
OPM	3.0%	7.5%	10.4%	9.9%	9.1%	10.3%	12.0%	12.5%	6.2%	7.9%	11.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

세벨라사(미국 파트너) 주요 타임라인



자료: Sebela, 유안타증권 리서치센터

HK 이노엔 (195940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					(단위: 십억원)
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	**768**	**847**	**826**	**951**	**983**
매출원가	452	497	456	527	541
매출총이익	316	349	371	423	442
판관비	266	297	306	318	319
영업이익	**50**	**53**	**65**	**105**	**123**
EBITDA	83	87	93	131	146
영업외손익	-22	-15	-10	4	4
외환관련손익	0	1	0	0	0
이자손익	-19	-12	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-4	-3	-10	4	4
법인세비용차감전순손익	28	38	55	109	127
법인세비용	3	0	5	23	27
계속사업순손익	25	38	50	86	100
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	38	50	86	100
지배지분순이익	**25**	**38**	**50**	**86**	**100**
포괄순이익	24	43	50	86	100
지배지분포괄이익	24	43	50	86	100

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

현금흐름표					(단위: 십억원)
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	**27**	**59**	**100**	**101**	**143**
당기순이익	25	38	50	86	100
감가상각비	21	26	28	26	23
외환손익	0	0	0	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-35	-31	11	-28	1
기타현금흐름	16	24	11	18	19
투자활동 현금흐름	**-167**	**67**	**-18**	**-7**	**-2**
투자자산	-1	-7	-5	-2	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-24	-20	-18	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-142	94	5	-5	-1
재무활동 현금흐름	**176**	**-102**	**-594**	**-39**	**-39**
단기차입금	-53	58	42	-20	-20
사채 및 장기차입금	-132	-112	-29	-10	-10
자본	384	0	0	0	0
현금배당	0	-5	-5	-9	-9
기타현금흐름	-23	-42	-602	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	562	-8	-24
현금의 증감	**36**	**23**	**50**	**47**	**78**
기초 현금	51	87	111	160	208
기말 현금	87	111	160	208	285
NOPLAT	**50**	**53**	**65**	**105**	**123**
FCF	**3**	**38**	**81**	**101**	**143**

재무상태표					(단위: 십억원)
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	**455**	**408**	**485**	**584**	**675**
현금및현금성자산	87	111	160	208	285
매출채권 및 기타채권	121	131	145	169	175
재고자산	108	126	141	165	170
비유동자산	1,383	1,395	1,382	1,358	1,335
유형자산	255	265	236	210	187
관계기업등 지분관련자산	8	7	7	8	9
기타투자자산	11	11	15	16	16
자산총계	**1,838**	**1,803**	**1,866**	**1,942**	**2,010**
유동부채	414	432	451	458	444
매입채무 및 기타채무	138	152	155	179	184
단기차입금	107	163	205	185	165
유동성장기부채	154	103	75	75	75
비유동부채	272	207	206	198	189
장기차입금	0	40	20	10	0
사채	249	150	150	150	150
부채총계	**686**	**639**	**657**	**656**	**633**
지배지분	1,151	1,164	1,209	1,286	1,377
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	516	516	516
이익잉여금	174	94	115	192	283
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**1,151**	**1,164**	**1,209**	**1,286**	**1,377**
순차입금	**290**	**310**	**277**	**194**	**85**
총차입금	513	459	472	442	412

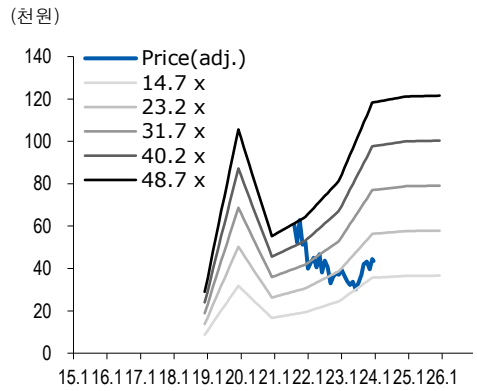
Valuation 지표					(단위: 원, 배, %)
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,140	1,319	1,767	3,039	3,543
BPS	39,832	41,095	42,672	45,391	48,615
EBITDAPS	3,270	3,023	3,277	4,620	5,157
SPS	30,449	29,287	29,089	33,555	34,695
DPS	320	320	320	320	320
PER	**51.5**	**30.7**	**25.2**	**14.3**	**12.3**
PBR	**1.5**	**1.0**	**1.0**	**1.0**	**0.9**
EV/EBITDA	**24.1**	**17.0**	**16.5**	**10.9**	**9.0**
PSR	**1.9**	**1.4**	**1.5**	**1.3**	**1.3**

재무비율					(단위: 배, %)
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	**49.1**	**10.2**	**-2.4**	**15.0**	**3.4**
영업이익 증가율 (%)	**-59.4**	**4.5**	**24.4**	**60.8**	**17.2**
지배순이익 증가율 (%)	**-62.9**	**53.2**	**31.6**	**71.5**	**16.6**
매출총이익률 (%)	41.2	41.3	44.9	44.5	45.0
영업이익률 (%)	**6.5**	**6.2**	**7.9**	**11.0**	**12.5**
지배순이익률 (%)	3.2	4.5	6.1	9.1	10.2
EBITDA 마진 (%)	10.7	10.3	11.3	13.8	14.9
ROIC	3.2	3.7	4.1	5.9	6.9
ROA	1.4	2.1	2.7	4.5	5.1
ROE	**2.6**	**3.3**	**4.2**	**6.9**	**7.5**
부채비율 (%)	59.6	54.9	54.4	51.0	45.9
순차입금/자기자본 (%)	25.2	26.6	22.9	15.1	6.2
영업이익/금융비용 (배)	2.6	3.5	0.0	0.0	0.0

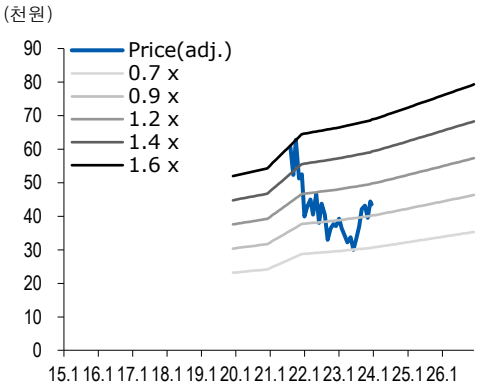
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

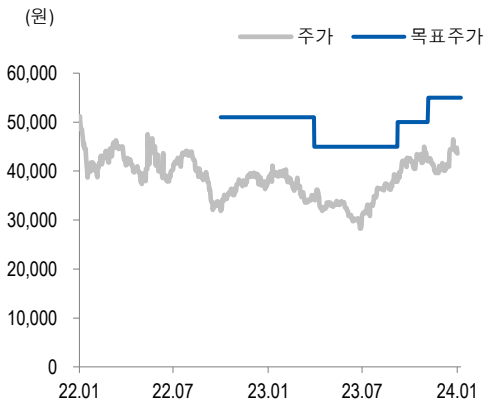
P/E band chart



P/B band chart



HK 이노엔 (195940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-01-12	BUY	55,000	1년		
2023-11-16	BUY	55,000	1년		
2023-09-18	BUY	50,000	1년	-16.01	-10.00
2023-04-10	BUY	45,000	1년	-25.31	-12.56
2022-10-11	BUY	51,000	1년	-27.06	-19.41
2021-07-22	담당자변경 NOT RATED	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (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
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-01-11

※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.