

HK 이노엔 (195940/KQ)

걱정 없는 2024년, 기대 이상 성과는 필요

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 56,000 원(상향)

현재주가: 42,650 원

상승여력: 31.3%



Analyst
이동건

dglee@sks.co.kr
3773-9909

Company Data

발행주식수	2,833 만주
시가총액	1,208 십억원
주요주주	
한국콜마(외)	43.02%
국민연금공단	8.29%

Stock Data

주가(24/01/17)	42,650 원
KOSDAQ	833.05 pt
52주 최고가	46,500 원
52주 최저가	28,250 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Pre: 컨센서스에 부합한 양호한 실적 전망

4Q23 개별 매출액 및 영업이익을 각각 2,157 억원(-0.3% YoY, 이하 YoY 생략), 221 억원(+163.5%, OPM 10.2%)으로 추정한다. 컨센서스에 부합한 양호한 실적이 예상된다. 1) 케이캡 매출액은 326 억원(+90.9%)으로 추정한다. 2023년 말을 기점으로 증권당과의 케이캡 국내 공동판매계약 종료에 따른 재고 조정에도 불구하고 신규 파트너사인 보령으로의 재고 공급이 일부 이뤄짐에 따라 전분기와 유사한 수준의 매출이 예상된다. 2) 수액제 매출액은 308 억원(+18.0%)으로 추정한다. 3Q23 영양수액제 매출이 큰 폭 증가함에 따라 역기저로 작용하며 전분기대비로는 소폭 감소가 불가피할 전망이다. 3) HB&B 매출액은 254 억원(-3.1%)으로 추정한다. 컨디션의 꾸준한 매출 성장에도 불구하고 티로그는 계절적 영향으로 전분기대비 감소가 불가피할 전망이다.

완전히 달라질 2024년. 케이캡 성장과 카나브패밀리 매출 가세

2024년 매출액 및 영업이익은 각각 9,091 억원(+10.8%), 960 억원(+46.6%, OPM 10.6%)으로 추정한다. 2024년 실적에는 큰 변화가 예상된다. 대표적으로는 1) 국내 케이캡 수수료를 개선, 2) MSD 백신 계약 종료, 3) 보령 '카나브패밀리' 유통 개시, 4) 시다프비아/직듀오 등 도입 품목 매출 반영 등이다.

매출뿐만 아니라 이익단에서의 가장 큰 변화는 파트너사 변경에 따른 케이캡 수수료를 변경이 될 전망이다. 파트너사가 보령으로 변경됨에 따라 그간 기존 파트너사와의 계약 종료를 앞두고 제한적으로 공급됐던 케이캡 매출은 1Q24를 기점으로 재고 공급을 포함해 큰 폭 증가할 전망이다. 이 과정에서 수수료를 역시 기존 대비 크게 개선된 것으로 파악되는 만큼 수익성 역시 유의미하게 상승할 전망이다. 한편 MSD 백신 계약 종료는 매출 규모 측면에서는 아쉬울 수 있으나 수익성이 미미했던 만큼 실적에 큰 영향은 없을 전망이다. 오히려 '카나브패밀리' 유통을 통해 매출액 기준으로는 1천억대 초중반 수준 달성이 기대되며 이를 통해 MSD 백신 매출 공백 상쇄와 더불어 수익성은 추가적으로 개선될 전망이다.

주가의 관건은 기대 이상의 성장 여부가 될 것. 하반기 이후 주가 주목

목표주가는 실적 추정치 조정을 반영해 5.6만원으로 상향한다. 2024년 HK 이노엔 주가의 Key는 기대 이상의 실적 성장의 가능성이 확인되는지 여부가 될 전망이다. 케이캡 수수료를 개선은 실적에 기반했던 이슈인 만큼 예상대비 높은 케이캡 매출 성장 속도가 확인되거나 카나브패밀리 또는 신규 도입 품목들에서의 성과를 바탕으로 실적 추정치 상향 및 주가 상승 여부가 결정될 전망이다. 해당 성과 확인이 가능해질 하반기에 주목할 필요가 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	515	768	847	821	909	999
영업이익	십억원	124	50	53	65	96	124
순이익(지배주주)	십억원	67	25	38	46	58	83
EPS	원	3,022	861	1,319	1,635	2,056	2,921
PER	배	0.0	61.0	28.1	27.2	20.7	14.6
PBR	배	0.0	1.3	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	4.4	21.9	15.8	15.4	11.3	8.9
ROE	%	8.7	2.6	3.3	3.9	4.7	6.4

HK 이노엔 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Previous	vs. Pre
매출액	215.7	216.3	(0.3)	215.6	0.0	221.7	(2.7)	233.3	(7.5)
영업이익	22.1	8.4	163.5	22.4	(1.5)	22.4	(1.6)	25.5	(13.4)
세전이익	18.3	3.1	489.3	18.3	(0.2)	20.2	(9.5)	21.7	(15.8)
당기순이익	14.2	2.3	521.6	14.5	(2.0)	15.0	(5.2)	16.9	(15.8)
영업이익률	10.2	3.9		10.4		10.1		10.9	
순이익률	6.6	1.1		6.7		6.8		7.3	

자료: HK 이노엔, Quantwise, SK 증권 추정

HK 이노엔 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	179.1	251.9	196.4	216.3	184.9	204.4	215.6	215.7	768.3	846.5	820.5	909.1
YoY	(3.8)	36.2	4.4	3.5	3.2	(18.9)	9.8	(0.3)	49.1	10.2	(3.1)	10.8
ETC	161.7	228.0	172.4	190.0	164.2	179.9	190.0	190.2	704.0	752.1	724.2	808.0
수액제	22.9	25.5	26.6	26.1	25.3	27.4	32.3	30.8	92.6	101.1	115.8	127.4
소화기계	23.0	31.1	25.7	19.0	26.0	30.9	34.8	34.6	87.7	98.9	126.3	183.2
케이캡	20.9	28.9	23.6	17.1	24.2	28.9	32.9	32.6	78.5	90.5	118.7	175.2
순환기계	28.9	31.3	30.7	29.3	30.8	31.6	31.1	31.4	119.4	120.3	124.8	237.1
당뇨/신장	16.3	17.8	18.7	18.3	10.8	12.7	13.6	15.6	69.5	71.1	52.7	102.7
항생제	9.9	9.5	10.0	11.9	11.1	14.6	11.7	13.9	34.9	41.3	51.4	54.0
항암	7.3	7.4	7.7	7.4	9.6	11.6	11.9	11.9	29.4	29.9	45.0	50.9
MSD 백신	40.2	82.2	28.9	49.3	35.3	36.8	37.1	32.1	192.4	200.6	141.2	(15.5)
기타	13.1	23.1	24.1	28.6	15.3	14.2	17.5	20.0	78.2	89.0	67.0	68.4
HB&B	18.5	23.8	25.8	26.2	20.7	24.5	25.6	25.4	65.8	94.4	96.3	101.1
컨디션	10.5	15.2	16.7	17.9	15.0	15.4	14.9	17.0	39.0	60.4	62.3	65.4
헛개수	2.8	3.7	3.4	3.4	2.7	3.3	3.6	3.7	13.1	13.2	13.4	14.1
기타	5.2	4.9	5.7	5.0	3.0	5.8	7.0	4.7	13.6	20.8	20.6	21.6
매출총이익	71.6	98.2	92.1	84.9	82.8	91.0	97.4	97.6	316.3	349.4	368.7	423.4
YoY	(3.3)	26.6	13.5	1.7	15.6	(7.3)	5.7	14.9	4.7	10.5	5.5	14.8
GPM	40.0	39.0	46.9	39.3	44.8	44.5	45.2	45.2	41.2	41.3	44.9	46.6
영업이익	3.9	18.0	21.3	8.4	5.6	15.3	22.4	22.1	50.3	52.5	65.5	96.0
YoY	(70.9)	492.1	26.5	(51.1)	46.1	(14.9)	5.2	163.5	(59.4)	4.5	24.7	46.6
OPM	2.2	7.2	10.9	3.9	3.1	7.5	10.4	10.2	6.5	6.2	8.0	10.6
세전이익	0.4	15.5	18.1	3.1	2.4	11.6	18.3	18.3	27.9	37.8	50.6	74.7
YoY	(95.1)	(730.4)	77.0	(74.4)	499.6	(25.0)	0.8	489.3	(69.1)	35.4	33.7	47.7
당기순이익	7.2	14.0	14.0	2.3	2.9	14.6	14.5	14.2	24.9	38.1	46.3	58.3
YoY	(15.7)	(1,813.2)	73.8	흑전	(59.0)	4.3	4.0	521.6	(62.9)	53.2	21.5	25.8
NPM	4.0	5.6	7.1	1.1	1.6	7.1	6.7	6.6	3.2	4.5	5.6	6.4

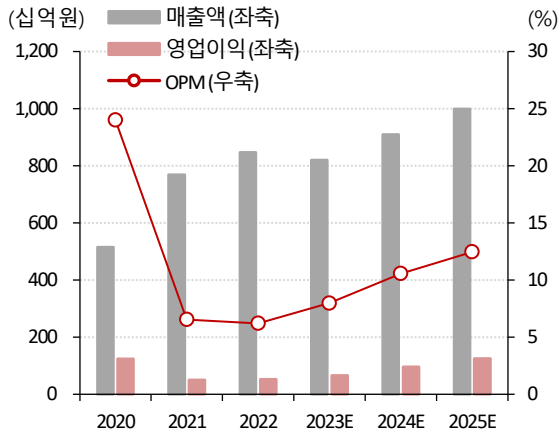
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

HK 이노엔 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 기업가치 (A*B)	1,835.0	
A. HK 이노엔 2024F EBITDA	131.7	
B. Target EV/EBITDA	13.9	국내 주요 제약사 2024F 평균 EV/EBITDA
2. 순차입금	262.0	2024년 말 추정치 기준
3. 보통주주식수	28,330	
4. 적정주가 산출	56,000	
5. 현재 주가	42,650	2024년 1월 17일 종가
6. 상승여력	31.3%	

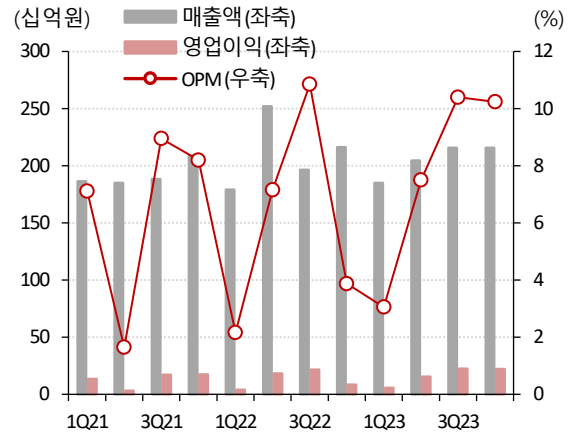
자료: SK 증권 추정

HK 이노엔 연간 실적 추이 및 전망



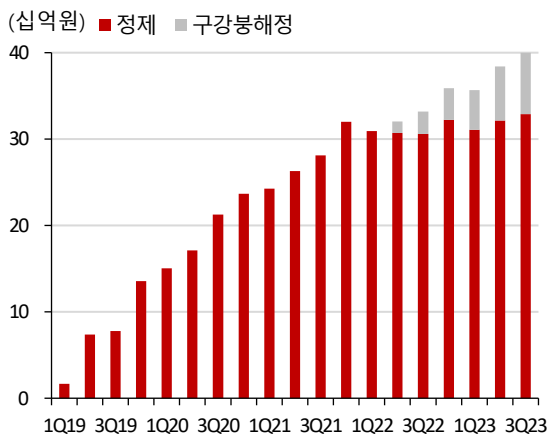
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

HK 이노엔 분기 실적 추이 및 전망



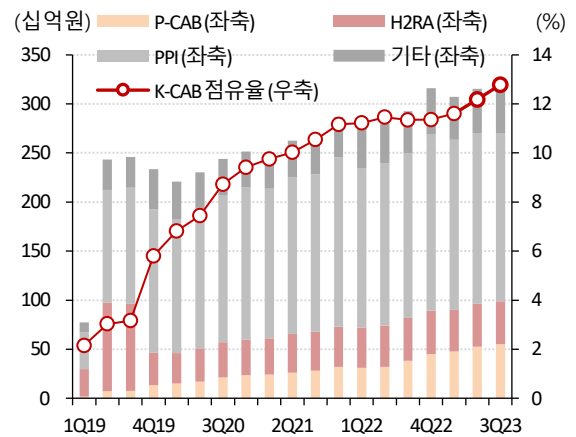
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

케이캡 처방 실적



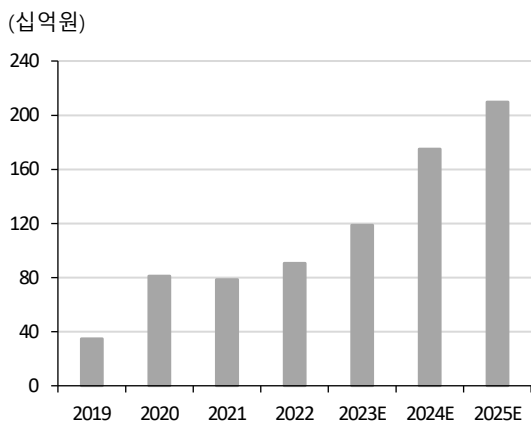
자료: UBIST, HK 이노엔, SK 증권

국내 소화성궤양용제 시장 추이



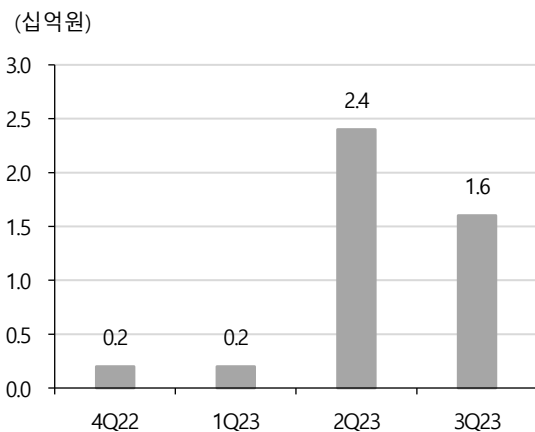
자료: UBIST, HK 이노엔, SK 증권 / 주: 1Q19는 3월 한 달치 기준

HK 이노엔 케이캡 매출액 추이 및 전망



자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

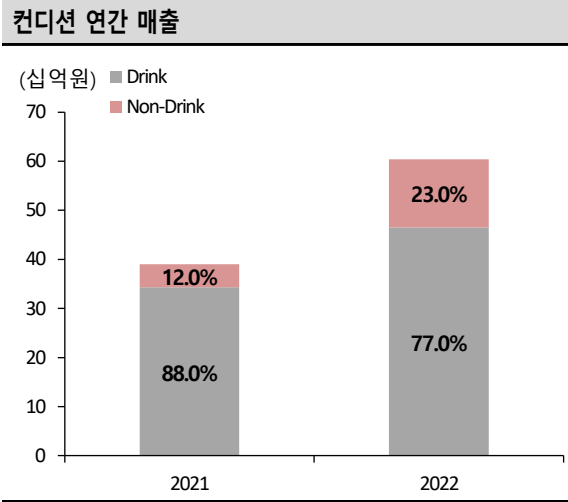
HK 이노엔 케이캡 수출 매출 추이



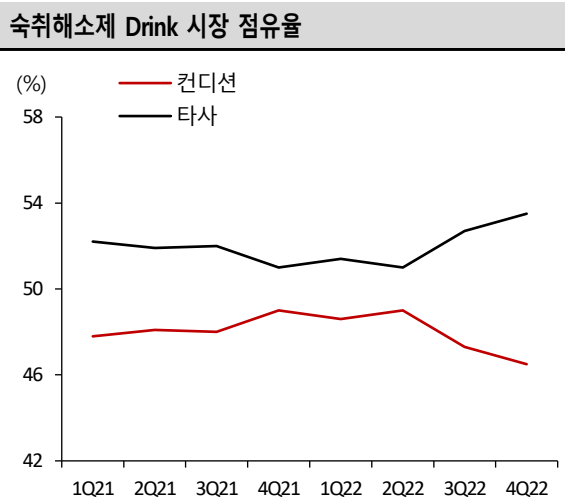
자료: HK 이노엔, SK 증권

케이캡 완제품 수출 국가			
No.	지역	국가	출시 시기
1	-	몽골	2022.10
2	동남아	필리핀	2022.11
3		인도네시아	2023.07
4		싱가포르	2023.08
5	남미	멕시코	2023.05
6		페루	2023.10

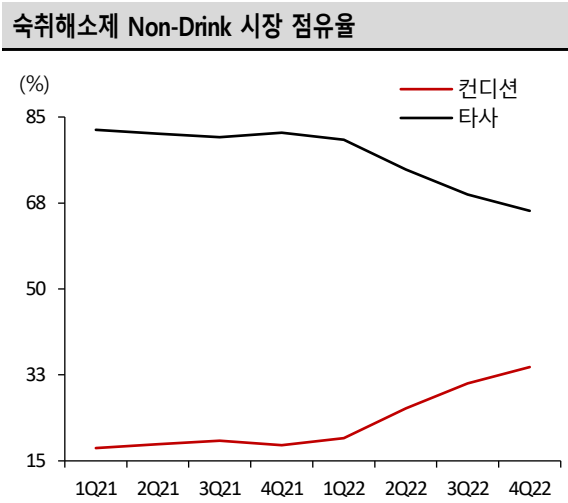
자료: HK 이노엔, SK 증권



자료: HK 이노엔, SK 증권



자료: Nielsen IQ Korea, HK 이노엔, SK 증권



자료: Nielsen IQ Korea, HK 이노엔, SK 증권

케이캡 해외 진출 현황

* 8개국 : 출시 8개국(한국, 중국, 몽골, 필리핀, 멕시코, 인도네시아, 싱가포르, 태국)



자료: HK이노엔, SK증권

케이캡 중국 및 미국 진출 상황

중국(CHINA)



■ 泰欣赞 (타이신잔) 출시 및 보험급여 등재

- ✓ 2015년 L/O, 파트너사 중국 현지 임상 진행
- ✓ 2022년 4월 8일 품목허가, 5월 1일 출시, 중국 혁신 신약 (1류) (적응증: 미란성식도염(허가) / 심이지장궤양(허가신청) / 헬리코박터균 감염 치료제(P3))
- ✓ 2023년 3월~ 중국 국가보건의약품목록(NRDL) 등재
- ✓ A2B 시장 글로벌 1위, 세계 2위 의약품 시장 (2021년 중국 A2B 시장 4조 1,464억원 규모)

■ NRDL 등재로 중국 내 성장 가속화

- ✓ 2023년 3월 1일~2024년 12월 31일 NRDL 포함
- ✓ 보험등재 후 전국 31개 성시 의약품 등록 완료 & 영업 중
- ✓ 소화기 영업력 & 경쟁약품 대비 차별점(Fast-Onset)
- ✓ 경쟁약품 중 가장 높은 약가(중국 혁신 신약)

미국(USA)



■ 미국 GERD 시장

- ✓ GERD 환자 수 약 6,500만명 (유병률 20%)
- ✓ 4,000만명 PPI 복용 : ~20% 재발, 30~40% 불응성 환자
- ✓ PPI 복용자의 최소 20~30% P-CAB 대체 가능
- ✓ Tegoprazan 10억 달러 시장 가능성

■ 개발 스케줄

적용증	진행 단계				
	임상1상	임상2상	임상3상	NDA제출	출시
미란성식도염(EE) (n=1,250)	Progressing	SKIP	Progressing	2024 (E)	2025 (E)
비미란성식도염(NERD) (n=633)	Progressing	SKIP	Progressing	2024 (E)	2025 (E)

자료: HK이노엔, SK증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	455	408	401	477	578
현금및현금성자산	87	111	110	156	225
매출채권 및 기타채권	121	131	127	140	154
재고자산	108	126	122	135	148
비유동자산	1,383	1,395	1,426	1,424	1,422
장기금융자산	17	28	28	30	32
유형자산	255	265	267	270	273
무형자산	1,095	1,088	1,100	1,093	1,086
자산총계	1,838	1,803	1,826	1,901	2,001
유동부채	414	432	415	459	503
단기금융부채	261	268	259	287	316
매입채무 및 기타채무	92	94	87	96	106
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	272	207	206	188	170
장기금융부채	252	191	191	171	151
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	686	639	621	646	673
지배주주지분	1,151	1,164	1,205	1,255	1,328
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	516	516	516
기타자본구성요소	0	-24	-24	-24	-24
자기주식	0	-24	-24	-24	-24
이익잉여금	174	94	135	184	258
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,151	1,164	1,205	1,255	1,328
부채와자본총계	1,838	1,803	1,826	1,901	2,001

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	27	59	94	98	123
당기순이익(손실)	25	38	46	58	83
비현금성항목등	63	58	54	66	73
유형자산감가상각비	21	26	28	28	29
무형자산상각비	11	8	8	7	7
기타	31	24	18	30	37
운전자본감소(증가)	-35	-31	-2	-10	-10
매출채권및기타채권의감소(증가)	-23	-11	4	-14	-14
재고자산의감소(증가)	-31	-16	4	-13	-13
매입채무및기타채무의증가(감소)	37	-4	-7	9	9
기타	-18	-0	-2	8	8
법인세납부	-26	-7	-4	-16	-23
투자활동현금흐름	-167	70	-65	-37	-37
금융자산의감소(증가)	-134	94	1	-4	-4
유형자산의감소(증가)	-24	-20	-30	-31	-32
무형자산의감소(증가)	-7	-1	-20	0	0
기타	-1	-3	-16	-2	-2
재무활동현금흐름	315	-18	-28	-16	-16
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-8	28	28
장기금융부채의증가(감소)	335	2	0	-20	-20
자본의증가(감소)	384	0	0	0	0
배당금지급	0	-5	-5	-9	-9
기타	-404	-15	-15	-15	-15
현금의 증가(감소)	36	23	-1	46	69
기초현금	51	87	111	110	156
기말현금	87	111	110	156	225
FCF	3	38	64	67	91

자료 : HK이노엔, SK증권 추정

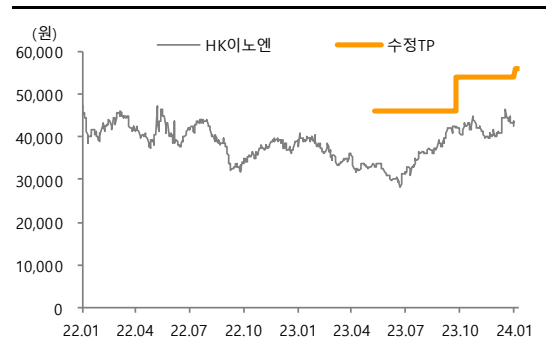
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	768	847	821	909	999
매출원가	452	497	452	486	523
매출총이익	316	349	369	423	475
매출총이익률(%)	41.2	41.3	44.9	46.6	47.6
판매비와 관리비	266	297	303	327	351
영업이익	50	53	65	96	124
영업이익률(%)	6.5	6.2	8.0	10.6	12.5
비영업손익	-18	-11	-15	-21	-18
순금융손익	-19	-12	-14	-14	-14
외환관련손익	0	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	32	41	51	75	106
세전계속사업이익률(%)	4.2	4.9	6.2	8.2	10.6
계속사업법인세	3	-0	4	16	23
계속사업이익	25	38	46	58	83
계속사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	25	38	46	58	83
순이익률(%)	3.2	4.5	5.6	6.4	8.3
지배주주	25	38	46	58	83
지배주주귀속 순이익률(%)	3.2	4.5	5.6	6.4	8.3
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	24	43	46	58	83
지배주주	24	43	46	58	83
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	83	87	101	132	160

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	49.1	10.2	-3.1	10.8	9.9
영업이익	-59.4	4.5	24.7	46.6	29.6
세전계속사업이익	-66.8	27.5	22.0	47.7	42.0
EBITDA	-43.5	5.9	15.9	30.1	21.6
EPS	-71.5	53.2	24.0	25.8	42.0
수익성 (%)					
ROA	1.4	2.1	2.6	3.1	4.2
ROE	2.6	3.3	3.9	4.7	6.4
EBITDA마진	10.7	10.3	12.3	14.5	16.0
안정성 (%)					
유동비율	109.9	94.5	96.6	104.1	115.0
부채비율	59.6	54.9	51.5	51.5	50.6
순차입금/자기자본	25.2	26.6	25.2	20.9	14.8
EBITDA/이자비용(배)	4.2	5.8	6.9	9.0	10.8
배당성향	21.5	13.5	19.6	15.6	11.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	861	1,319	1,635	2,056	2,921
BPS	39,832	41,115	43,402	45,138	47,739
CFPS	1,977	2,525	2,899	3,318	4,183
주당 현금배당금	320	320	320	320	320
Valuation지표 (배)					
PER	61.0	28.1	27.2	20.7	14.6
PBR	1.3	0.9	1.0	0.9	0.9
PCR	26.6	14.7	15.3	12.9	10.2
EV/EBITDA	21.9	15.8	15.4	11.3	8.9
배당수익률	0.6	0.9	0.7	0.7	0.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.01.18	매수	56,000원	6개월		
2023.10.12	매수	54,000원	6개월	-21.96%	-13.89%
2023.05.25	매수	46,000원	6개월	-24.66%	-7.17%



Compliance Notice

작성자(이동건)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------