

HK이노엔

195940

Feb 14, 2024

Buy

유지

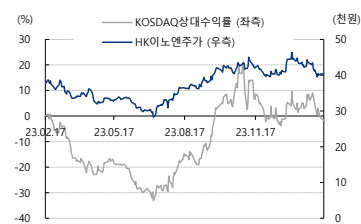
TP 49,000 원

유지

Company Data

현재가(02/13)	40,450 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	46,500 원
52 주 최저가(보통주)	28,250 원
KOSPI (02/13)	2,649.64p
KOSDAQ (02/13)	845.15p
자본금	145 억원
시가총액	11,459 억원
발행주식수(보통주)	2,833 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	13.8 만주
평균거래대금(60 일)	58 억원
외국인자본(보통주)	8.93%
주요주주	
한국콜마 외 1 인	43.02%
국민연금공단	8.29%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.6	11.3	4.3
상대주가	-4.0	20.1	-4.7



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com



KYOBO 교보증권

4Q23 Re. 무난한 실적(Q&A 포함)

4Q23 실적 리뷰

4Q23 매출 2,241억(QoQ +3.9%, YoY +3.6%), OP 225억(QoQ +0.3%, YoY +168.5%, OPM 10.0%) 기록. 1/11일 교보증권 추정치(2,139억/228억)나 컨센서스(2,197억/222억)와 유사한 수준. 동 분기 특이 사항은 1) 4Q23 케이캡 원외처방액은 441억(QoQ +10%)에 달하며 꾸준한 성장을 이어간 점, 2) 수액 신공장 가동으로 고정비가 상쇄되며 수익성 개선효과가 지속되고 있는 점 등. 전반적으로 무난한 분기 실적을 기록

24년 실적 가정

HK이노엔의 24년 연간 실적 추정치는 매출 9,081억(YoY +9.5%), OP 994억(YoY 10.9%). 1/11일 교보증권 추정치(8,924억/991억)에 큰 변화 없고 컨센서스(9,240억/1,007억)와도 유사한 수준. 24년 주요 실적 가정은 1) 원외처방액 성장분과 판매수수료를 하락 분 감안시 케이캡 순매출 1,733억(약 YoY +530억). 참고로 24년 케이캡 원외처방액은 1,900억대 전망. 2) MSD 백신 사업 종료에 따라 YoY -1,270억 3) 보령과의 카나브 공동 판매 +1,200억 4) 아스트라제네카 직유오/포시가 등 공동판매 YoY +650억 5) 중국 로열티 YoY +50억 등

투자의견 Buy, 목표주가 4.9만원 유지

HK이노엔에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 4.9만 유지. 이번 보고서에서는 실적 추정치의 주요 가정 변동 없어. 참고로 케이캡 미국 3상 Data Readout은 비미란성 (600명) 1H24, 미란성(1,200명)은 2H24 예정. 비미란성 FDA NDA 신청은 24년 내 예상. 다만 글로벌 P-CAB 시장의 상업성 판단에 있어 보다 신중한 접근 필요. 교보증권은 11월 13일 보고서를 통해 글로벌 P-CAB 동향 보고서 발간. 결론은 P-CAB 신약이 상업적으로 성공하기 위해서는 PPI나 위약과의 효능 비교도 중요하지만 시장의 Unmet Needs와 약가 간 비교도 중요하다라는 점. 23년 12월 동일한 P-CAB 신약 Voquezna를 미국에 출시한 Phathom의 시가총액 변화 추이는 P-CAB 상업적 가치를 판단하는데 중요한 기준이 될 것.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	768	847	829	908	960
YoY(%)	49.1	10.2	-2.1	9.5	5.7
영업이익(십억원)	50	53	66	99	111
OP 마진(%)	6.5	6.3	8.0	10.9	11.6
순이익(십억원)	25	38	47	72	84
EPS(원)	1,140	1,319	1,666	2,553	2,953
YoY(%)	-78.1	15.8	26.3	53.2	15.7
PER(배)	46.1	28.1	26.7	15.8	13.7
PCR(배)	13.1	11.1	8.7	6.8	6.4
PBR(배)	1.3	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	21.9	15.8	15.7	10.6	9.5
ROE(%)	2.6	3.3	4.0	5.8	6.4

HK 이노엔 [195940]

4Q23 Re. 무난한 실적(Q&A 포함)

[도표 1] HK 이노엔 분기 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F		2023P	2024F	2025F
매출액	1,849	2,044	2,156	2,241	2,114	2,215	2,318	2,434		8,290	9,081	9,598
QoQ(%)	-14.5%	10.5%	5.5%	3.9%	-5.7%	4.8%	4.6%	5.0%				
YoY(%)	2.6%	-18.8%	8.8%	3.6%	14.3%	8.4%	7.5%	8.6%		-2.1%	9.5%	5.7%
ETC	1,642	1,799	1,900	2,009	1,905	1,970	2,062	2,200		7,350	8,136	8,616
QoQ(%)	-13.6%	9.6%	5.6%	5.7%	-5.2%	3.4%	4.6%	6.7%				
YoY(%)	1.5%	-21.1%	10.2%	5.7%	16.0%	9.5%	8.5%	9.5%		-2.3%	10.7%	5.9%
케이캡	242	289	329	334	416	426	437	453		1,195	1,733	1,906
QoQ(%)	60.8%	19.3%	13.8%	1.4%	24.7%	2.4%	2.5%	3.7%				
YoY(%)	16.0%	-6.5%	39.3%	121.4%	71.7%	47.3%	32.8%	35.9%		31.9%	45.1%	10.0%
H&B	207	245	256	231	209	245	256	234		939	945	982
QoQ(%)	-21.1%	18.4%	4.5%	-9.8%	-9.5%	17.2%	4.5%	-8.4%				
YoY(%)	11.9%	2.8%	-0.8%	-12.0%	1.0%	0.0%	0.0%	1.5%		-0.5%	0.6%	4.0%
영업이익	56	153	224	225	168	205	287	334		658	994	1,107
OPM	3.0%	7.5%	10.4%	10.0%	7.9%	9.3%	12.4%	13.7%		7.9%	10.9%	11.5%
QoQ(%)	-33.2%	173.2%	46.6%	0.3%	-25.3%	22.0%	40.0%	16.4%				
YoY(%)	32.4%	-13.3%	0.7%	168.5%	200.0%	34.0%	28.0%	48.4%		25.4%	51.0%	11.4%
ETC	58	149	175	166	160	191	241	284		548	894	996
OPM	3.5%	8.3%	9.2%	8.3%	8.4%	9.7%	11.7%	12.9%		7.5%	11.0%	11.6%
QoQ(%)	723.8%	156.9%	17.4%	-5.1%	-3.6%	19.4%	26.2%	17.8%				
YoY(%)	22.5%	-18.9%	-8.7%	2258%	175.9%	28.2%	37.7%	71.1%		27.5%	63.1%	11.4%
HB&B	-2	4	49	59	8	14	46	50		110	100	111
OPM	-0.8%	1.4%	14.9%	17.7%	1.9%	3.3%	10.5%	11.0%		9.2%	5.8%	5.8%
QoQ(%)	-102.6%	-300.0%	1125%	20.4%	-86.4%	75.0%	228.6%	8.7%				
YoY(%)	-60.4%	-156.4%	58.3%	-23.1%	-500.0%	250.0%	-6.1%	-15.3%		15.1%	-9.1%	11.3%
당기순이익	29	146	145	151	110	144	215	254		471	723	837
당기순이익률	1.6%	7.1%	6.7%	6.7%	5.2%	6.5%	9.3%	10.4%		5.7%	8.0%	8.7%
QoQ(%)	24.3%	403.4%	-0.4%	3.8%	-27.2%	31.5%	48.5%	18.5%				
YoY(%)	-60.8%	8.3%	-2.8%	547.4%	278.8%	-1.1%	47.5%	68.4%		23.5%	53.4%	15.7%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] HK 이노엔 4Q23 실적과 교보증권 추정치 & 컨센서스와의 비교(단위: 억원)

	4Q23P	교보증권	차이	컨센서스	차이	3Q23	QoQ(%)	4Q22	YoY(%)
매출액	2,241	2,139	102	2,197	44	2,163	3.6%	2,156	3.9%
영업이익	225	228	-3	222	3	84	168.5%	224	0.3%
순이익	151	155	-4	146	5	23	547.4%	145	3.8%
영업이익률	10.0%	10.6%		10.1%		3.9%		10.4%	
순이익률	6.7%	7.3%		6.6%		1.1%		6.7%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] HK 이노엔 1Q24 & 2024 실적 추정 변경 내역(단위: 억원)

	1Q24F				2024F			
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	변경 후	변경 전	차이	컨센서스
매출액	2,114			2,162	9,081	8,924	156	9,240
영업이익	168			206	994	991	3	1,007
순이익	110			152	723	715	9	720
영업이익률	7.9%			9.5%	10.9%	11.1%		10.9%
순이익률	5.2%			7.0%	8.0%	8.0%		7.8%

자료: 교보증권 리서치센터

주요 Q&AQ1. 제품별 가이드를 보다 구체적으로 한다면?

A. 24년 연간 매출 9,000억원대, 영업이익률 두자리수 전환 예상(low double digit). 상하반기 이익 비중은 상하반기 각각 30% 후반/60% 초반 전망. 케이캡 처방 실적은 1,800억(순매출 1,600억대), 케이캡 완제품 수출 23년 53억에서 24년 YoY 성장하나 성장 폭은 추이 지켜봐야. 케이캡 중국 로열티 100억 보다 보수적. 수액 매출은 24년 최소 10% 이상 성장하며 영양수액 출시로 수익성 개선될 것. H&B 부문의 컨디션 24년 연간 매출은 600억 중반이며 25년 1월 식약처 인체적용시험 의무화 이후 매출 성장 가능할 것. 티로그도 24년 100억

Q2. 24년 뷰티 사업부 전략 변화 있는지?

A. 23년 일부 제품 정리하며 비용 효율화 진행. 24년에도 대규모 성장보다는 비용 효율화 과정

Q3. 케이캡 국내 파트너사 변경에 따른 판매 전략 변경 있는지?

A. 24년에도 케이캡 고성장 전망. 24년 1월 처방실적 YoY 30% 증가한 것이나 저용량(25mg) 판매 증가 등을 고려할 때 24년 고성장을 이어나가며 처방 실적 1,800억 기대

Q4. H&B 24년 매출이나 분기별 실적 추이를 전망한다면?

A. 23년에는 상반기 이익 낮고 하반기 이익 편중된바 있으며 24년에도 비슷한 상하반기 이익 분포 전망. 다만 24년 매출이나 이익에서 큰 폭 성장 어려워. 컨디션 매출 성장 폭이 축소되고 뷰티도 비용 효율화 관점에서 경영 예상

Q5. 24년에 예정된 케이캡 미국 마일스톤 있는지?

A. 예정된 마일스톤 없음. 참고로 미란성 식도염은 1H24 Datareadout 가능. 그리고 비미란성 식도염은 중증환자 임상 등록 지연에 따라 2H24 Data Readout은 가능하나 NDA 신청이 연내 가능할 지 불확실

Q6. 다케캡 미국 판매 상황 업데이트?

A. Phathom 23년 12월 판매 시작. 아직 공개된 자료 많지 않음.

Q7. 케이캡 유럽 기술이전 관련 업데이트 있는지? 유럽 딜은 가이드스에 포함되었는지?

A. 유럽 기술이전 건은 현재 소통 중이나 시기적으로 명확하지 않으며 최대한 빠르게 진행하고자 노력 중. 규모 역시 예상하기 어렵기 때문에 가이드스에 포함되어 있지 않음.

Q8. AZ 포시가 24년에만 유통하는게 맞는지?

A. 24년 철수 예정이며 철수 전까지 동사가 유통. 24년에는 23년 대비 처방실적 감소 예상. 참고로 23년 처방실적은 500억.

[HK이노엔 195940]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	768	847	829	908	960
매출원가	452	497	453	527	557
매출총이익	316	349	376	381	403
매출총이익률 (%)	41.2	41.3	45.4	42.0	42.0
판매비와관리비	266	297	310	282	292
영업이익	50	53	66	99	111
영업이익률 (%)	6.5	6.2	7.9	10.9	11.5
EBITDA	83	87	97	127	135
EBITDA Margin (%)	10.7	10.3	11.7	14.0	14.1
영업외손익	-22	-15	-21	-16	-14
관계기업손익	0	0	-9	-5	-5
금융수익	3	6	8	10	11
금융비용	-21	-17	-16	-17	-17
기타	-5	-4	-3	-3	-3
법인세비용차감전순이익	28	38	45	84	97
법인세비용	3	0	-2	11	13
계속사업순이익	25	38	47	72	84
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	38	47	72	84
당기순이익률 (%)	3.2	4.5	5.7	8.0	8.7
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	25	38	47	72	84
지배순이익률 (%)	3.2	4.5	5.7	8.0	8.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	5	7	7	7
포괄순이익	24	43	54	79	90
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	24	43	54	79	90

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	27	59	101	98	112
당기순이익	25	38	47	72	84
비현금항목의 가감	63	58	58	63	60
감가상각비	21	26	23	20	17
외환손익	0	0	-1	-1	-1
자본법평가손익	0	0	9	5	5
기타	41	32	27	38	38
자산부채의 증감	-35	-31	4	-18	-12
기타현금흐름	-26	-7	-8	-20	-20
투자활동 현금흐름	-167	67	3	-17	-22
투자자산	-1	-7	0	0	0
유형자산	-24	-20	-20	-20	-20
기타	-142	94	23	3	-2
재무활동 현금흐름	176	-102	-31	-22	-22
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	199	-150	10	10	10
장기차입금	-383	96	-9	-9	-9
자본의 증가(감소)	391	0	0	0	0
현금배당	0	-5	-5	-9	-9
기타	-32	-43	-27	-14	-14
현금의 증감	36	23	75	66	75
기초 현금	51	87	110	185	251
기말 현금	87	110	185	251	326
NOPLAT	45	53	69	86	96
FCF	18	37	83	75	88

자료: HK 이노엔, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	455	408	452	535	623
현금및현금성자산	87	111	185	251	326
매출채권 및 기타채권	121	131	128	141	149
재고자산	108	126	123	135	143
기타유동자산	139	41	16	8	6
비유동자산	1,383	1,395	1,384	1,376	1,372
유형자산	255	265	262	262	264
관계기업투자금	8	7	7	7	7
기타금융자산	11	11	11	11	11
기타비유동자산	1,109	1,112	1,104	1,097	1,090
자산총계	1,838	1,803	1,836	1,911	1,995
유동부채	414	432	423	434	443
매입채무 및 기타채무	138	152	151	157	161
차입금	107	163	163	163	163
유동성채무	154	103	95	100	105
기타유동부채	15	14	14	14	14
비유동부채	272	207	207	208	208
차입금	0	40	31	22	13
사채	249	150	160	170	180
기타비유동부채	23	17	16	16	16
부채총계	686	639	630	642	651
지배지분	1,151	1,164	1,206	1,269	1,344
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	516	516	516
이익잉여금	174	94	136	199	274
기타자본변동	0	-24	-24	-24	-24
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,151	1,164	1,206	1,269	1,344
총차입금	513	457	449	455	461

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

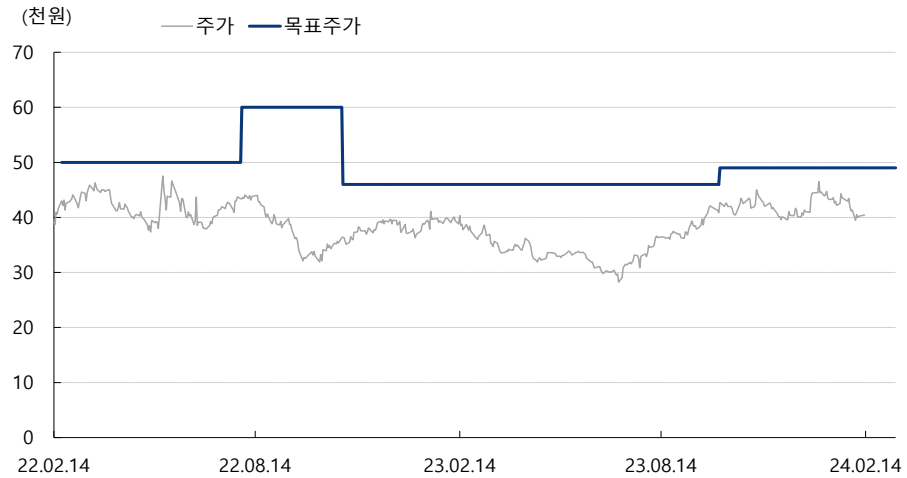
12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,140	1,319	1,666	2,553	2,953
PER	46.1	28.1	26.7	15.8	13.7
BPS	39,832	40,278	42,568	44,801	47,434
PBR	1.3	0.9	1.0	0.9	0.9
EBITDAPS	3,270	3,023	3,409	4,474	4,767
EV/EBITDA	21.9	15.8	15.7	10.6	9.5
SPS	35,175	29,287	29,262	32,054	33,879
PSR	1.5	1.3	1.5	1.3	1.2
CFPS	706	1,275	2,941	2,663	3,119
DPS	320	320	320	320	320

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	49.1	10.2	-2.1	9.5	5.7
영업이익 증가율	-59.4	4.5	25.3	51.1	11.4
순이익 증가율	-62.9	53.2	23.7	53.2	15.7
수익성					
ROIC	3.2	3.7	4.8	6.0	6.6
ROA	1.4	2.1	2.6	3.9	4.3
ROE	2.6	3.3	4.0	5.8	6.4
안정성					
부채비율	59.6	54.9	52.2	50.6	48.5
순차입금비율	27.9	25.3	24.5	23.8	23.1
이자보상배율	2.6	3.5	4.4	6.6	7.3

HK 이노엔 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.02.21	매수	50,000	(14.37)	(7.40)	2023.08.02	매수	46,000	(25.56)	(8.48)
2022.05.10	매수	50,000	(16.18)	(5.00)	2023.10.06	매수	49,000	(14.17)	(11.22)
2022.08.02	매수	60,000	(37.23)	(26.50)	2023.10.31	매수	49,000	(14.16)	(5.10)
2022.11.01	매수	46,000	(16.75)	(10.65)	2024.01.11	매수	49,000	(14.05)	(5.10)
2023.02.14	매수	46,000	(18.41)	(10.65)	2024.02.14	매수	49,000		
2023.04.10	매수	46,000	(18.41)	(10.65)					
2023.04.10	매수	46,000	(18.41)	(10.65)					
2023.04.10	매수	46,000	(19.39)	(10.65)					
2023.05.03	매수	46,000	(27.51)	(26.30)					
2023.05.30	매수	46,000	(30.42)	(26.30)					
2023.07.10	매수	46,000	(30.46)	(26.30)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자 2023.12.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	3.6	2.2	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자가 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하