

HK 이노엔

| Bloomberg Code (195940 KS) | Reuters Code (195940.KQ)

2023년 2월 15일

[제약/바이오]

정재원 책임연구원
 ☎ 02-3772-1542
 ✉ jaewonjeong@shinhan.com

지금은 나무만 보이지만 숲도 보여줘야



매수
(유지)



현재주가 (2월 14일)
40,350 원



목표주가
50,000 원 (유지)



상승여력
23.9%

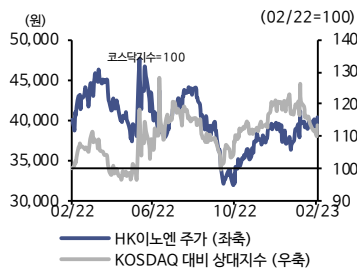
- ◆ 4Q22 Re; 외형은 성장했으나 일회성 요인으로 영업이익은 감소
- ◆ MSD백신 매출 감소 효과로 2023년 성장률은 소폭 둔화 예상
- ◆ 보유 제품 중에서 케이캡만 주목받는 상황은 해소해야하는 포인트



시가총액	1,166.3십억원
발행주식수	28.3백만주
유동주식수	14.1백만주(49.9%)
52주 최고가/최저가	47,500 원/31,900 원
일평균 거래량 (60일)	169,280 주
일평균 거래액 (60일)	6,642 백만원
외국인 지분율	6.75%
주요주주	
한국콜마	42.16%

절대수익률	
3개월	8.0%
6개월	-8.0%
12개월	3.1%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	1.1%
6개월	-1.8%
12개월	12.7%

주가



케이캡 관련 일회성 비용으로 4분기 영업이익 큰 폭으로 감소

HK이노엔의 4분기 매출 및 영업이익은 2,163억원(+3.3% YoY, 이하 YoY 생략), 84억원(-51.4%, OPM 3.9%)을 달성했다. 케이캡과 관련된 일회성 비용들이 당분기 인식됨에 따름이다. 종근당과 체결한 코프로모션 계약 종료 가정에 따른 수수료 및 공단환급금 지급시점 추정 변경에 따른 비용이 선반영되었다.

사업부별 매출은 긍정적이었다. 전분기 크게 감소한 MSD백신 매출이 회복세에 접어들었고 수익은 공장 가동률 상승에 따른 효과를 보였다. HB&B 사업부의 핵심제품인 컨디션은 소비량 회복, 신제품 점유율 확대 효과로 역대 최대 분기 매출을 기록했다. 뷰티 부문에서도 홈쇼핑 채널 축소, 신규 브랜드 판매 호조 지속으로 수익성 개선이 일어났다.

매출 성장은 둔화되나 2024년을 위한 숨고르기 과정

매년 두자릿수의 안정적 성장을 보여준 HK이노엔의 2023년 매출은 상승률이 소폭 감소할 전망이다. 올해부터 케이캡 중국 지역과 관련된 로열티 매출이 반영될 예정이다. 하지만 MSD백신 일부 품목의 계약 종료, 2세대 대상포진 백신 국내 출시에 따른 MSD백신 매출 감소가 추가적으로 발생하는 매출을 상쇄할 것이 예상된다.

둔화된 성장은 2024년에 다시 회복될 예정이다. 코프로모션 계약 갱신에 따른 수익성 개선, 중국 로열티 수익규모 증가, 해외국가 추가에 따른 마일스톤 발생 등 케이캡과 관련된 다양한 모멘텀들이 기대된다. 케이캡 외에도 수핵신공장 가동률 증가, HB&B 사업부 수익성 개선, 기타 ETC 품목 성장 등 매출 업사이드 요인은 충분하다는 판단이다.

케이캡 성장성은 명확하나 체질 개선이 필요

케이캡의 국내, 해외 퍼포먼스는 순항하고 있다. 다양한 해외 국가를 상대로 성공적인 진출을 이뤄냈다. 국내에서도 매년 처방실적을 갱신하는 등 PPI 계열의 시장에서 점유율을 꾸준히 올리는 상태다.

하지만 HK이노엔을 바라보는 시장의 시각이 케이캡 위주라는 점은 극복해야하는 포인트다. 다양한 R&D 모멘텀을 보여주면서 성장성이 보장된 제약사라는 체질 개선이 중장기적으로 필요하다는 판단이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	598.4	87.0	27.9	1,257	33,496	0.0	5.5	0.0	3.8	87.1
2021	769.8	50.3	24.7	980	39,819	53.6	21.9	1.3	2.6	25.3
2022P	846.5	52.5	38.2	1,321	40,826	28.1	12.1	0.9	3.3	18.3
2023F	886.5	63.5	43.5	1,530	42,875	26.4	12.2	0.9	3.6	11.7
2024F	970.6	86.1	62.1	2,192	44,754	18.4	10.1	0.9	5.0	4.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

HK이노엔 4Q22 실적 요약

(십억원, %)	4Q22P	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	Consen	vs Consen
매출액	216.3	209.4	3.3	198.2	9.1	224.5	(3.7)
영업이익	8.4	17.3	(51.4)	22.3	(62.4)	23.9	(64.9)
세전이익	3.1	12.0	(74.2)	19.1	(83.8)	22.4	(86.2)
(지배주주)순이익	2.3	9.0	(74.2)	15.0	(84.4)	15.5	(85.0)
영업이익률	3.9	8.2		11.2		10.6	
순이익률	1.1	4.3		7.5		6.9	

자료: FnGuide, 회사 자료, 신한투자증권

HK이노엔 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	21	22P	23F
매출액	186.8	184.9	188.6	209.4	180.2	251.9	198.2	216.3	769.8	846.5	886.5
YoY	40.7	41.2	24.7	14.1	(3.5)	36.2	5.1	3.3	28.6	10.0	4.7
ETC	171.7	167.2	176.5	188.7	161.7	228.0	172.4	190.0	704.0	752.1	779.5
수액제제	20.2	23.5	24.8	24.0	22.9	25.6	26.6	26.1	92.6	101.2	116.4
케어캡	12.2	13.2	31.4	21.7	20.9	28.9	23.6	17.1	78.5	90.5	104.1
MSD백신	60.1	41.4	39.9	51.0	40.2	82.2	28.9	49.3	192.4	200.6	160.5
기타	79.2	89.1	80.4	91.9	77.7	91.3	93.3	97.5	340.6	359.7	398.5
HB&B	15.2	17.7	12.1	20.7	18.5	23.8	25.8	26.2	65.8	94.4	107.0
매출총이익	74.5	77.7	81.5	84.1	72.7	98.4	93.4	85.1	317.9	349.7	384.9
YoY	4.2	14.0	3.6	(20.2)	(2.4)	26.6	14.6	1.2	(1.8)	10.0	10.1
GPM	39.9	42.0	43.2	40.2	40.3	39.1	47.1	39.4	41.3	41.3	43.4
영업이익	13.0	3.0	17.1	17.3	4.2	17.7	22.3	8.4	50.3	52.5	63.5
YoY	(27.9)	(70.9)	16.2	(60.9)	(67.5)	496.5	30.4	(51.4)	(42.2)	4.3	20.8
OPM	7.0	1.6	9.1	8.2	2.3	7.0	11.2	3.9	6.5	6.2	7.2
세전이익	7.8	(2.5)	10.5	12.0	0.6	15.0	19.1	3.1	27.8	37.8	48.8
YoY	(46.9)	적지	(26.6)	(62.5)	(92.3)	흑전	82.4	(74.2)	(47.7)	36.1	29.1
(지배주주)순이익	8.3	(0.9)	8.3	9.0	7.4	13.5	15.0	2.3	24.7	38.2	43.5
YoY	(33.3)	적지	(30.5)	(28.8)	(11.1)	흑전	80.7	(74.2)	(11.3)	54.3	13.9
NPM	4.5	(0.5)	4.4	4.3	4.1	5.4	7.5	1.1	3.2	4.5	4.9

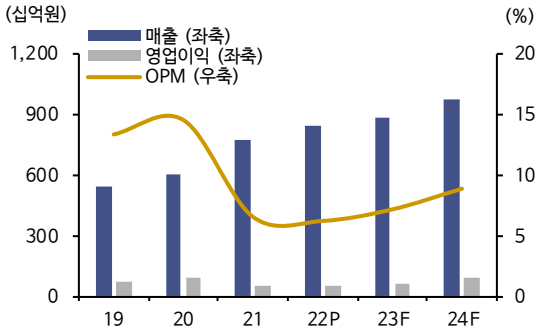
자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

HK이노엔 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	1,561.5	
A. 12MF EBITDA	108.0	연결 기준
B. Target EV/EBITDA	14.5	국내 상위 제약사 12MF EV/EBITDA 평균값 10% 할인
2. 순차입금	140.4	23년 말 기준
3. 보통주주식수	28,330	자사주 소각 반영
4. 적정주가 산출	50,000	
5. 현재 주가	40,350	2023년 2월 14일 종가
6. 상승여력	23.9%	

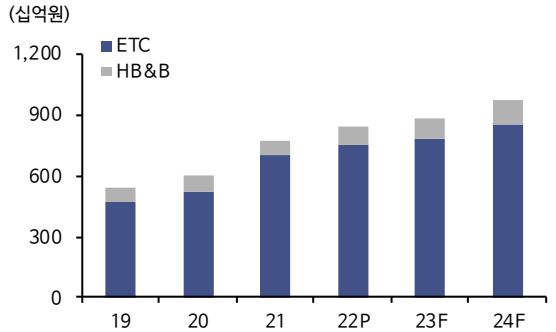
자료: Quantwise, 신한투자증권 추정

HK이노엔 연간 실적 추이 및 전망



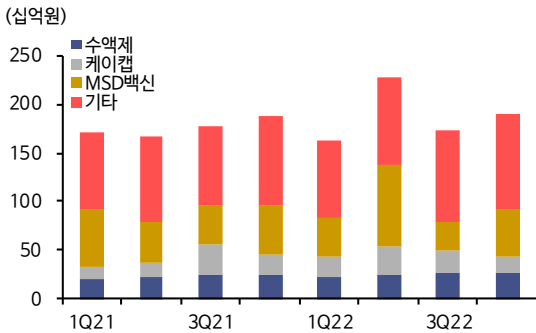
자료: 회사자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

사업부별 연간 실적 추이 및 전망



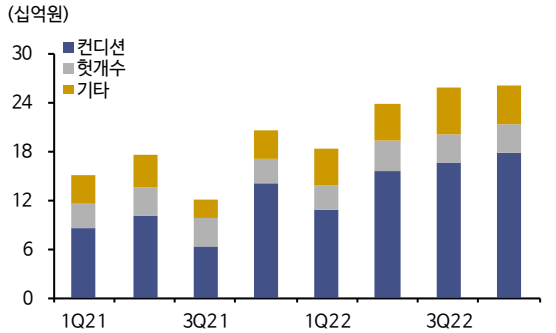
자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

ETC 제품별 실적 추이 및 전망



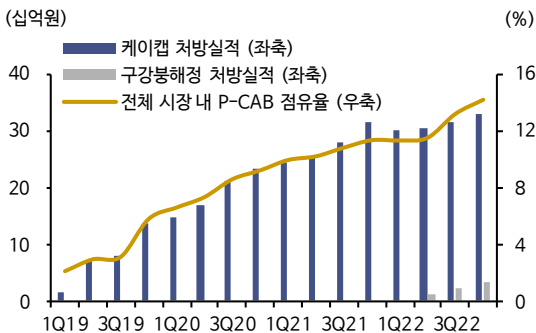
자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

HB&B 제품별 실적 추이 및 전망



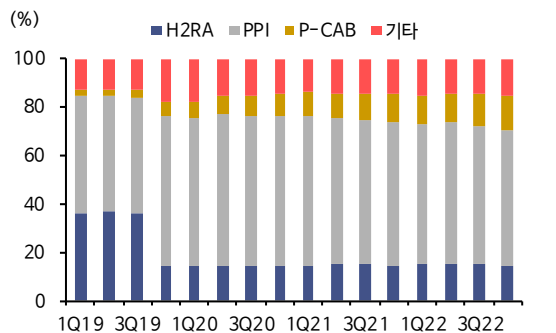
자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

국내 케이캡 처방 실적 추이



자료: 회사자료, 신한투자증권

국내 소화성궤양용제 시장점유율 추이



자료: 회사자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022P	2023F	2024F
자산총계	1,614.7	1,837.5	1,883.9	1,927.4	1,999.6
유동자산	233.6	455.4	554.5	640.8	746.6
현금및현금성자산	51.8	87.4	149.9	217.1	282.6
매출채권	97.6	120.1	132.1	138.3	151.6
채고자산	77.9	108.6	119.5	125.1	137.0
비유동자산	1,381.1	1,382.1	1,329.3	1,286.6	1,253.0
유형자산	258.0	254.5	214.0	182.7	158.7
무형자산	1,066.9	1,095.0	1,081.5	1,069.3	1,058.3
투자자산	16.4	18.2	19.5	20.2	21.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	871.4	686.5	703.8	712.8	731.7
유동부채	312.9	414.2	429.5	437.4	454.2
단기차입금	10.0	107.0	107.0	107.0	107.0
매입채무	32.8	69.7	76.6	80.2	87.8
유동성장기부채	153.9	154.0	154.0	154.0	154.0
비유동부채	558.6	272.3	274.3	275.4	277.5
사채	199.7	249.4	249.4	249.4	249.4
장기차입금(장기금융부채 포함)	334.6	2.9	2.9	2.9	2.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	743.2	1,151.0	1,180.1	1,214.6	1,267.9
자본금	11.1	14.5	14.5	14.5	14.5
자본잉여금	135.8	516.1	516.1	516.1	516.1
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	565.8	565.8	565.8	565.8	565.8
이익잉여금	30.5	54.6	83.7	118.3	171.5
지배주주지분	743.2	1,151.0	1,180.1	1,214.6	1,267.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	699.6	515.1	515.2	515.3	515.5
*순차입금(순현금)	647.1	291.7	215.9	141.7	61.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022P	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	54.1	26.8	96.9	97.9	104.1
당기순이익	27.9	24.7	38.2	43.5	62.1
유형자산상각비	19.1	21.5	40.6	31.2	24.0
무형자산상각비	10.8	10.8	13.5	12.2	11.0
외화환산손실(이익)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(53.9)	(35.1)	(9.8)	(3.0)	(6.6)
법인세납부	(16.9)	(25.8)	0.4	(5.4)	(9.3)
기타	66.5	30.4	13.9	19.3	22.8
투자활동으로인한현금흐름	15.3	(167.1)	(12.6)	(5.1)	(13.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(93.9)	(24.1)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	0.3	(7.4)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	100.0	(0.6)	(1.3)	(0.7)	(1.4)
기타	8.2	(135.0)	(11.3)	(4.4)	(11.8)
FCF	(58.7)	6.0	99.0	95.7	101.1
재무활동으로인한현금흐름	(78.2)	176.0	(21.7)	(25.5)	(25.2)
차입금의 증가(감소)	(48.1)	(183.5)	0.2	0.1	0.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	(5.3)	(9.1)	(8.9)
기타	(30.1)	359.5	(16.6)	(16.5)	(16.5)
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(8.7)	35.7	62.5	67.2	65.5
기초현금	60.5	51.8	87.4	149.9	217.1
기말현금	51.8	87.4	149.9	217.1	282.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

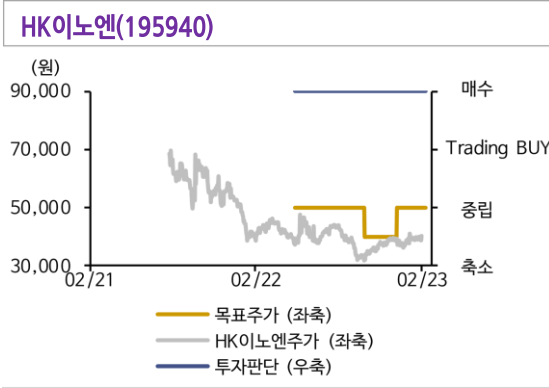
12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022P	2023F	2024F
매출액	598.4	769.8	846.5	886.5	970.6
증감률 (%)	10.8	28.6	10.0	4.7	9.5
매출원가	274.6	451.9	496.9	501.6	525.4
매출총이익	323.8	317.9	349.7	384.9	445.1
매출총이익률 (%)	54.1	41.3	41.3	43.4	45.9
판매관리비	236.8	267.6	297.1	321.4	359.1
영업이익	87.0	50.3	52.5	63.5	86.1
증감률 (%)	20.1	(42.2)	4.3	20.8	35.6
영업이익률 (%)	14.5	6.5	6.2	7.2	8.9
영업외손익	(33.9)	(22.5)	(14.7)	(14.6)	(14.7)
금융손익	(25.6)	(17.8)	(10.6)	(10.2)	(10.4)
기타영업외손익	(8.4)	(4.6)	(3.7)	(4.1)	(3.9)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.3)
세전계속사업이익	53.1	27.8	37.8	48.8	71.4
법인세비용	25.2	3.0	(0.4)	5.4	9.3
계속사업이익	27.9	24.7	38.2	43.5	62.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	27.9	24.7	38.2	43.5	62.1
증감률 (%)	111.1	(11.3)	54.3	13.9	42.9
순이익률 (%)	4.7	3.2	4.5	4.9	6.4
(지배주주)당기순이익	27.9	24.7	38.2	43.5	62.1
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	30.9	24.1	38.2	43.5	62.1
(지배주주)총포괄이익	30.9	24.1	38.2	43.5	62.1
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	117.0	82.6	106.6	106.8	121.0
증감률 (%)	15.6	(29.4)	29.1	0.2	13.3
EBITDA 이익률 (%)	19.5	10.7	12.6	12.1	12.5

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022P	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	1,257	980	1,321	1,530	2,192
EPS (지배순이익, 원)	1,257	980	1,321	1,530	2,192
BPS (자본총계, 원)	33,496	39,819	40,826	42,875	44,754
BPS (지배지분, 원)	33,496	39,819	40,826	42,875	44,754
DPS (원)	0	320	320	320	320
PER (당기순이익, 배)	0.0	53.6	28.1	26.4	18.4
PER (지배순이익, 배)	0.0	53.6	28.1	26.4	18.4
PBR (자본총계, 배)	0.0	1.3	0.9	0.9	0.9
PBR (지배지분, 배)	0.0	1.3	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (배)	5.5	21.9	12.1	12.2	10.1
배당성향 (%)	0.0	21.6	23.7	20.4	14.3
배당수익률 (%)	N/A	0.6	0.9	0.8	0.8
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	19.5	10.7	12.6	12.1	12.5
영업이익률 (%)	14.5	6.5	6.2	7.2	8.9
순이익률 (%)	4.7	3.2	4.5	4.9	6.4
ROA (%)	1.7	1.4	2.1	2.3	3.2
ROE (지배순이익, %)	3.8	2.6	3.3	3.6	5.0
ROIC (%)	3.1	3.1	3.9	4.2	5.8
안정성					
부채비율 (%)	117.3	59.7	59.6	58.7	57.7
순차입금비율 (%)	87.1	25.3	18.3	11.7	4.9
현금비율 (%)	16.5	21.1	34.9	49.6	62.2
이자보상배율 (배)	3.8	2.6	3.2	3.8	5.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	44.8	13.5	10.0	9.8	10.0
재고자산회수기간 (일)	41.2	44.2	49.2	50.3	49.3
매출채권회수기간 (일)	50.7	51.6	54.4	55.7	54.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 05월 12일	매수	50,000	(19.8)	(5.0)
2022년 10월 12일	매수	40,000	(7.3)	(0.9)
2022년 12월 22일	매수	50,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정재원)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 02월 14일 기준)

매수 (매수)	95.41%	Trading BUY (중립)	2.83%	중립 (중립)	1.77%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------