

HK 이노엔 (195940/KQ)

추가 업사이드를 위한 고민

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 54,000 원(유지)
 현재주가: 43,000 원
 상승여력: 25.6%



Analyst
이동건

dglee@sk.com.kr
 3773-9909

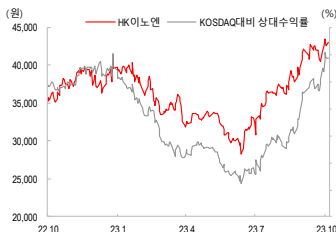
Company Data

발행주식수	2,833 만주
시가총액	1,218 십억원
주요주주	
한국콜마	43.01%
국민연금공단	5.04%

Stock Data

주가(23/10/30)	43,000 원
KOSDAQ	757.12pt
52주 최고가	43,500 원
52주 최저가	28,250 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



3Q23 Re: 케이캡 호조, 수액제 고성장, HB&B 수익성 개선으로 호실적

3Q23 개별 매출액 및 영업이익은 각각 2,156억원(+9.8% YoY, 이하 YoY 생략), 224억원(+5.2%, OPM10.4%)을 시현했다. 최근 상향된 시장 컨센서스에 부합한 호실적이다.

1) ETC 매출액 및 영업이익은 각각 1,900억원(+10.2%), 175억원(-8.5%, OPM 9.2%)을 기록했다. 3Q22 케이캡 미국 임상 3상 진입에 따른 마일스톤 유입이 역기저로 작용하며 영업이익은 전년동기대비 감소했으나 견조한 국내 케이캡 매출 성장 및 케이캡 중국 로열티 반영(약 15억원), 수액제 신공장 증설 효과에 따른 매출 고성장 지속 및 수익성 개선 등에 힘입어 매출액은 10% 이상 증가했으며, 영업이익 감소폭 역시 제한적이었다. 수액제 매출액은 323억원(+21.6%)을 기록했으며, 기초/영양/특수수액 모두 고르게 증가했다. 특히 수익성이 좋은 영양수액의 경우 신규 라인이 7월부터 가동됨에 따라 매출 성장폭이 크게 확대, 수익성 개선에 긍정적이었다. 케이캡 매출은 견조한 국내 처방량 증가를 바탕으로 329억원(+39.3%)을 기록했으며, 완제 수출은 16억원, 중국 로열티는 약 15억원을 기록했다. 당초 반기 정산으로 인식 예정인 중국 케이캡 로열티는 정산 시점 차이로 4Q23 에도 약 15억원이 반영될 전망이다. 2) HB&B 매출액 및 영업이익은 각각 256억원(-0.8%), 49억원(+57.6%, OPM19.1%)을 기록했다. 주요 품목들(컨디션, 헛개수 등)의 고른 성장 속 4월 출시한 티로그 지속 성장, 비용 통제에 따른 광고선전비 큰 폭 감소 등 효과로 영업이익률이 크게 상승했다.

4Q23, 2024년 실적 모멘텀 유효. 다만 추가 업사이드 위한 고민 존재

4Q23, 2024년 실적도 호조를 이어갈 전망이다. 주요 성장 포인트인 1) 케이캡 국내 및 중국, 완제 수출 호조 지속, 2) 수액제 고성장세 및 영업 레버리지 가속화, 3) HB&B 수익성 개선 등 전 부문의 매출 및 수익성 개선은 지속될 예정이다. 특히 2024년부터는 국내 케이캡 파트너사 계약 연장 또는 변경에 따른 수수료율 하락도 예정되어 있다. 이에 따라 4Q23 매출액 및 영업이익은 각각 2,333억원(+7.9%), 255억원(+204.3%, OPM10.9%), 2024년 매출액 및 영업이익은 각각 9,443억원(+12.7%), 1,027억원(+49.1%, OPM 10.9%)이 예상된다. 최근 주가는 이러한 실적 고성장 모멘텀을 반영해 꾸준히 상승했다. 연초 이후 주가 상승률은 16.1%, 최근 3개월 주가 상승률은 16.2%로 국내 주요 제약사들 대비 견조한 주가 퍼포먼스를 기록했다. 하지만 추가적인 업사이드를 위한 고민은 필요한 시점으로 판단한다. 이미 4Q23~2024년 실적 추정치에 국내 케이캡 수수료율 개선, 중국 케이캡 로열티, 수액제 매출 고성장 등이 반영된 상황에서 이를 추가적으로 상향 시키거나, 기타 제품군의 기대 이상의 호조 확인이 필요하다. 다만 이는 2024년 이후 가시화될 수 있다는 점에 주목해야 한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	515	768	847	838	944	1,021
영업이익	십억원	124	50	53	69	103	120
순이익(지배주주)	십억원	67	25	38	49	63	79
EPS	원	3,022	861	1,319	1,729	2,241	2,787
PER	배	0.0	61.0	28.1	24.6	19.0	15.2
PBR	배	0.0	1.3	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	4.4	21.9	15.8	14.3	10.5	8.9
ROE	%	8.7	2.6	3.3	4.1	5.1	6.1

HK 이노엔 3Q23 실적 요약

(십억원, %)	3Q23P	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	SKS	vs. SKS
매출액	215.6	196.4	9.8	204.4	5.5	218.3	(1.2)	216.3	(0.3)
영업이익	22.4	21.3	5.2	15.3	46.3	21.7	3.2	22.2	1.0
세전이익	18.3	18.1	0.8	11.6	57.4	19.5	(6.1)	18.1	1.3
당기순이익	14.5	14.0	4.0	14.6	(0.3)	14.6	(0.5)	14.1	3.2
영업이익률	10.4	10.9		7.5		10.0		10.3	
순이익률	6.7	7.1		7.1		6.7		6.5	

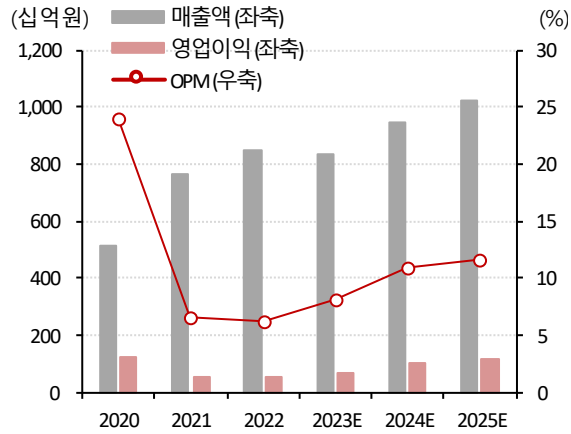
자료: HK 이노엔, FnGuide, SK 증권 추정

HK 이노엔 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	179.1	251.9	196.4	216.3	184.9	204.4	215.6	233.3	768.3	846.5	838.1	944.3
YoY	(3.8)	36.2	4.4	3.5	3.2	(18.9)	9.8	7.9	49.1	10.2	(1.0)	12.7
ETC	161.7	228.0	172.4	190.0	164.2	179.9	190.0	203.7	704.0	752.1	737.7	835.7
수액제	22.9	25.5	26.6	26.1	25.3	27.4	32.3	33.2	92.6	101.1	118.2	141.8
소화기계	23.0	31.1	25.7	19.0	26.0	30.9	34.8	34.2	87.7	98.9	126.0	170.9
케이캡	20.9	28.9	23.6	17.1	24.2	28.9	32.9	32.2	78.5	90.5	118.3	162.8
순환기계	28.9	31.3	30.7	29.3	30.8	31.6	31.1	31.4	119.4	120.3	124.8	128.5
당뇨/신장	16.3	17.8	18.7	18.3	10.8	12.7	13.6	14.6	69.5	71.1	51.8	62.1
항생제	9.9	9.5	10.0	11.9	11.1	14.6	11.7	13.9	34.9	41.3	51.4	55.0
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	44.4	192.4	200.6	153.5	158.1
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	29.6	65.8	94.4	100.5	108.6
컨디션	10.5	15.2	16.7	17.9	15.0	15.4	14.9	18.5	39.0	60.4	63.7	68.2
헛개수	2.8	3.7	3.4	3.4	2.7	3.3	3.6	3.7	13.1	13.2	13.4	14.7
기타	5.2	4.9	5.7	5.0	3.0	5.8	7.0	7.5	13.6	20.8	23.3	25.7
매출총이익	71.6	98.2	92.1	84.9	82.8	91.0	97.4	104.6	316.3	349.4	375.8	436.3
YoY	(3.3)	26.6	13.5	1.7	15.6	(7.3)	5.7	23.2	4.7	10.5	7.5	16.1
GPM	40.0	39.0	46.9	39.3	44.8	44.5	45.2	44.8	41.2	41.3	44.8	46.2
영업이익	3.9	18.0	21.3	8.4	5.6	15.3	22.4	25.5	50.3	52.5	68.9	102.7
YoY	(70.9)	492.1	26.5	(51.1)	46.1	(14.9)	5.2	204.3	(59.4)	4.5	31.2	49.1
OPM	2.2	7.2	10.9	3.9	3.1	7.5	10.4	10.9	6.5	6.2	8.2	10.9
세전이익	0.4	15.5	18.1	3.1	2.4	11.6	18.3	21.7	27.9	37.8	54.0	81.4
YoY	(95.1)	(730.4)	77.0	(74.4)	499.6	(25.0)	0.8	599.5	(69.1)	35.4	42.7	50.8
당기순이익	7.2	14.0	14.0	2.3	2.9	14.6	14.5	16.9	24.9	38.1	49.0	63.5
YoY	(15.7)	(1,813.2)	73.8	흑전	(59.0)	4.3	4.0	637.8	(62.9)	53.2	28.5	29.6
NPM	4.0	5.6	7.1	1.1	1.6	7.1	6.7	7.3	3.2	4.5	5.8	6.7

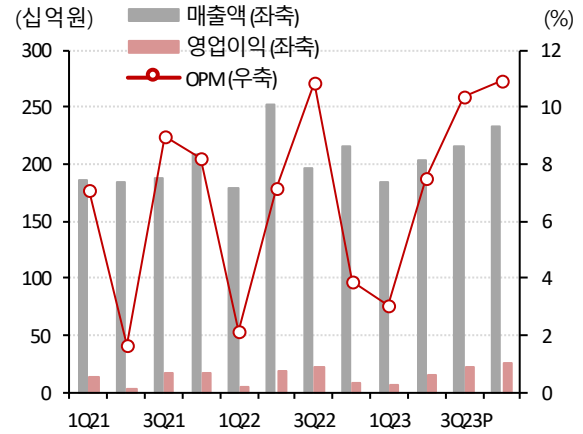
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

HK 이노엔 연간 실적 추이 및 전망



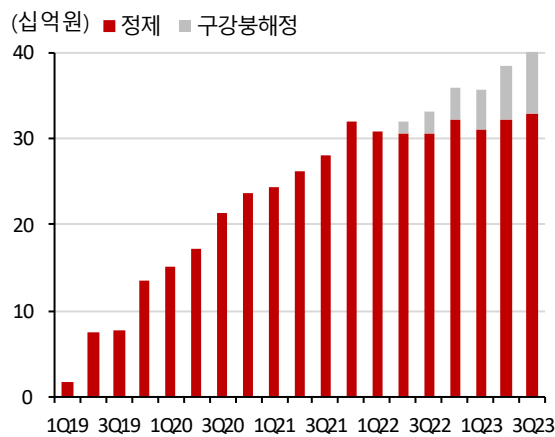
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

HK 이노엔 분기 실적 추이 및 전망



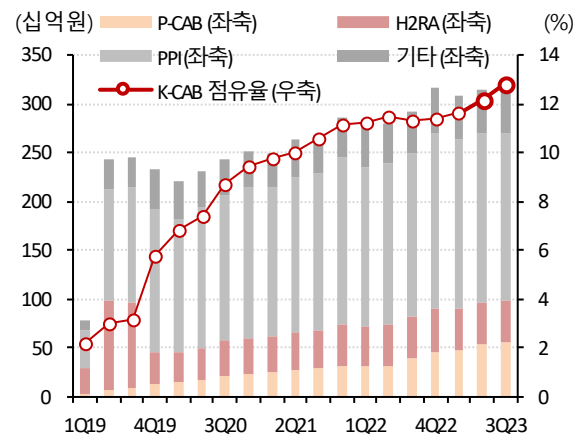
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

케이캡 처방 실적



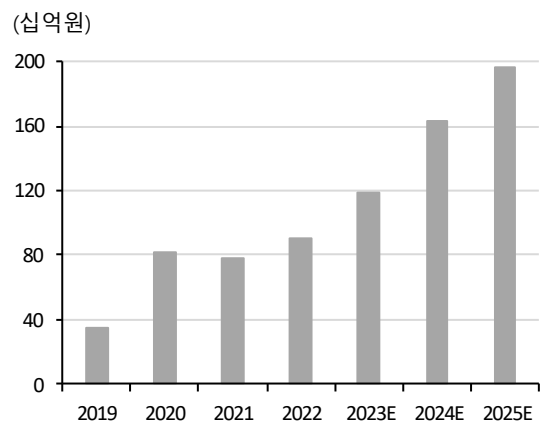
자료: UBIST, HK 이노엔, SK 증권

국내 소화성궤양용제 시장 추이



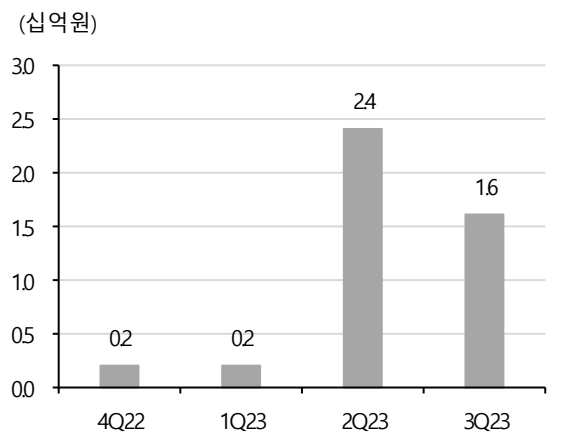
자료: UBIST, HK 이노엔, SK 증권 / 주: 1Q19는 3월 한 달치 기준

HK 이노엔 케이캡 매출액 추이 및 전망



자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

HK 이노엔 케이캡 수출 매출 추이



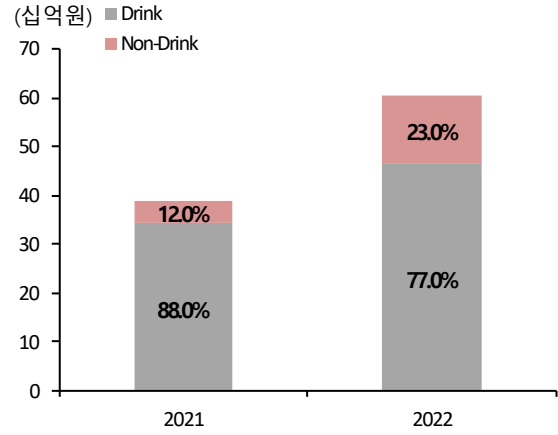
자료: HK 이노엔, SK 증권

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

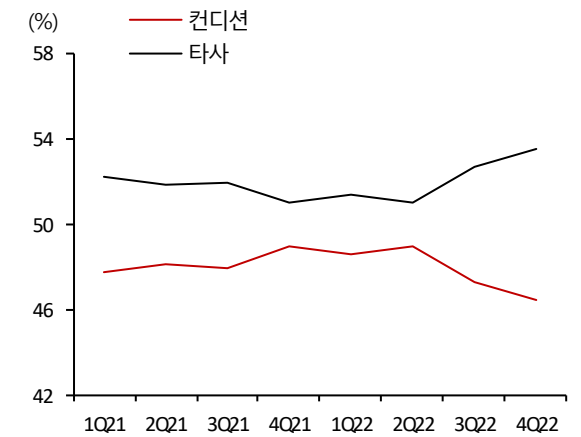
자료: HK 이노엔, SK 증권

컨디션 연간 매출



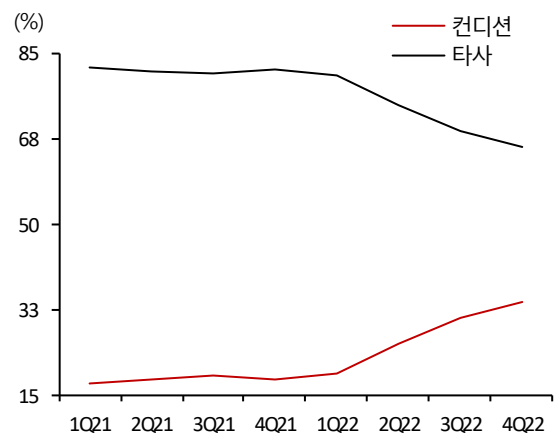
자료: HK 이노엔, SK 증권

속취해소제 Drink 시장 점유율



자료: Neilsen IQ Korea, HK 이노엔, SK 증권

속취해소제 Non-Drink 시장 점유율



자료: Neilsen IQ Korea, HK 이노엔, SK 증권

케이캡 해외 진출 현황

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



자료: HK 이노엔, SK 증권

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) / 십이지장궤양(허가신청) / 헬리코박테라균로리 제균요법(P3))
- ✓ 2023년 3월~ 중국 국가보협약품목록(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 & 경쟁약물 대비 차별점(Fast-Onset)
- ✓ 경쟁약 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

적응증	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: HK 이노엔, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	455	408	410	501	592
현금및현금성자산	87	111	114	167	230
매출채권 및 기타채권	121	131	129	146	158
재고자산	108	126	125	140	152
비유동자산	1,383	1,395	1,426	1,425	1,423
장기금융자산	17	28	28	31	32
유형자산	255	265	267	270	273
무형자산	1,095	1,088	1,100	1,093	1,086
자산총계	1,838	1,803	1,837	1,926	2,015
유동부채	414	432	422	475	513
단기금융부채	261	268	265	298	323
매입채무 및 기타채무	92	94	87	98	106
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	272	207	207	189	170
장기금융부채	252	191	191	171	151
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	686	639	629	663	682
지배주주지분	1,151	1,164	1,208	1,262	1,332
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	138	192	262
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,151	1,164	1,208	1,262	1,332
부채외자본총계	1,838	1,803	1,837	1,926	2,015

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	27	59	94	102	120
당기순이익(손실)	25	38	49	63	79
비현금성항목등	63	58	55	68	72
유형자산감가상각비	21	26	28	28	29
무형자산상각비	11	8	8	7	7
기타	31	24	19	32	36
운전자본감소(증가)	-35	-31	-5	-12	-8
매출채권및기타채권의감소(증가)	-23	-11	1	-16	-12
재고자산의감소(증가)	-31	-16	1	-16	-11
매입채무및기타채무의증가(감소)	37	-4	-7	11	8
기타	-18	-0	-1	9	7
법인세납부	-26	-7	-5	-18	-22
투자활동현금흐름	-167	70	-66	-38	-36
금융자산의감소(증가)	-134	94	0	-5	-3
유형자산의감소(증가)	-24	-20	-30	-31	-32
무형자산의감소(증가)	-7	-1	-20	0	0
기타	-1	-3	-17	-2	-1
재무활동현금흐름	315	-18	-23	-10	-20
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-3	34	24
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	3	53	64
기초현금	51	87	111	114	167
기말현금	87	111	114	167	230
FCF	3	38	64	71	88

자료 : HK이노엔, SK증권 추정

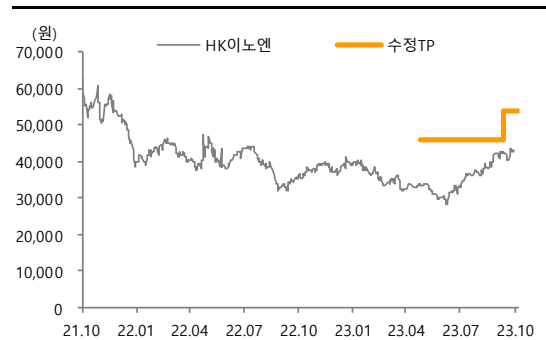
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	768	847	838	944	1,021
매출원가	452	497	462	508	547
매출총이익	316	349	376	436	474
매출총이익률(%)	41.2	41.3	44.8	46.2	46.5
판매비와 관리비	266	297	307	334	355
영업이익	50	53	69	103	120
영업이익률(%)	6.5	6.2	8.2	10.9	11.7
비영업손익	-22	-15	-15	-21	-18
순금융손익	-19	-12	-14	-14	-14
외환관련손익	0	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	-0	0	-0	-0
세전계속사업이익	28	38	54	81	101
세전계속사업이익률(%)	3.6	4.5	6.4	8.6	9.9
계속사업법인세	3	-0	5	18	22
계속사업이익	25	38	49	63	79
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	25	38	49	63	79
순이익률(%)	3.2	4.5	5.8	6.7	7.7
지배주주	25	38	49	63	79
지배주주귀속 순이익률(%)	3.2	4.5	5.8	6.7	7.7
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	24	43	49	63	79
지배주주	24	43	49	63	79
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	83	87	105	138	155

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	49.1	10.2	-1.0	12.7	8.1
영업이익	-59.4	4.5	31.2	49.1	16.4
세전계속사업이익	-69.1	35.4	42.7	50.8	24.4
EBITDA	-43.5	5.9	19.8	32.2	12.2
EPS	-71.5	53.2	31.1	29.6	24.4
수익성 (%)					
ROA	1.4	2.1	2.7	3.4	4.0
ROE	2.6	3.3	4.1	5.1	6.1
EBITDA마진	10.7	10.3	12.5	14.7	15.2
안정성 (%)					
유동비율	109.9	94.5	97.3	105.5	115.4
부채비율	59.6	54.9	52.0	52.5	51.2
순차입금/자기자본	25.2	26.6	25.2	20.6	14.8
EBITDA/이자비용(배)	4.2	5.8	7.1	9.3	10.2
배당성향	21.5	13.5	18.5	14.3	11.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	861	1,319	1,729	2,241	2,787
BPS	39,832	41,115	43,496	45,417	47,884
CFPS	1,977	2,525	2,994	3,503	4,050
주당 현금배당금	320	320	320	320	320
Valuation지표 (배)					
PER	61.0	28.1	24.6	19.0	15.2
PBR	1.3	0.9	1.0	0.9	0.9
PCR	26.6	14.7	14.2	12.1	10.5
EV/EBITDA	21.9	15.8	14.3	10.5	8.9
배당수익률	0.6	0.9	0.8	0.8	0.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.10.12	매수	54,000원	6개월		
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 (2023년 10월 31일 기준)

매수	94.79%	중립	5.21%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------