

HK이노엔 (195940)

본격적인 수익성 개선이 시작되는 24년

24년 수익성 개선을 앞둔 케이캡

케이캡은 19년 출시 이후 PPI 대비 높은 편의성과 효과, 라니티딘의 시장 퇴출 등으로 가파른 성장을 지속. UBIST에 따르면 케이캡의 지난해 처방 금액은 1,463억원이었으며 1H24에도 741억원의 처방 실적을 기록.

현재 케이캡정은 종근당과 코프로모션 판매를 하고 있으며, 케이캡 OD 정은 직접 판매중. 케이캡 코프로모션 계약 당시 예상 매출 규모를 크게 초과하면서 현재 높은 수준의 수수료를 지급하고 있으며 수수료 비용으로 인해 케이캡 매출 규모 대비 수익성은 낮은편. 그러나 계약 기간이 23년 말 종료 예정으로 현재 종근당을 포함한 제약사들과 코프로모션 계약 논의중. 케이캡 코프로모션 시 단기에 외형 성장이 가능하다는 점에서 낮은 수수료율에도 코프로모션 계약 가능성은 높을 것으로 예상하며 수수료율 변경시 큰 폭의 동사 이익 개선 전망.

케이캡 글로벌 이벤트도 앞둔 24년

지난 1월 중국의료보험의약품 목록(NRDL)에 케이캡(중국명 타이신짚)이 등재된 이후 파트너사인 린신사의 공격적인 마케팅 등으로 연말까지 중국 대형 병원의 80% 수준까지 침투가 가능할 것으로 전망. 미국 파트너인 세벨라는 24년 NDA 제출, 25년 출시를 목표로 EE, NERD에 대해서 임상 3상을 진행중.

그 외 싱가포르, 멕시코 등 출시 국가 늘어나며 케이캡 수출 증가 예상. 또한 유럽 지역 파트너사 계약도 1H24 이전에 이루어질 것으로 예상하며, 출시 시점은 미국과 같은 25년이 될 것으로 전망.

투자 의견 Buy, 목표 주가 50,000원 상향

투자 의견 매수, 목표주가 50,000원으로 상향. 목표 주가는 24년 케이캡 수익성 개선과 신제품인 티로그(아이스티 제로)의 견조한 매출 성장 인한 실적 예상치 변경에 기인.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **50,000원 (U)**

현재주가 (9/15) **37,850원**

상승여력 **32%**

시가총액 10,723억원

총발행주식수 28,329,891주

60일 평균 거래대금 72억원

60일 평균 거래량 209,842주

52주 고 41,100원

52주 저 28,250원

외인지분율 4.52%

주요주주 한국콜마 43.01%

주가수익률(%) 1개월 3개월 12개월

절대 3.8 22.7 (2.2)

상대 4.1 19.8 (15.0)

절대(달러환산) 4.2 18.5 2.8

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	220	12.2	7.8	224	-1.4
영업이익	21	0.3	39.4	21	2.0
세전계속사업이익	18	-1.4	53.9	21	-15.8
지배순이익	14	-0.8	-4.8	15	-9.3
영업이익률 (%)	9.7	-1.2 %pt	+2.2 %pt	9.4	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	6.3	-0.8 %pt	-0.8 %pt	6.8	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	768	847	840	889
영업이익	50	53	61	106
지배순이익	25	38	43	72
PER	51.5	30.7	24.8	14.8
PBR	1.5	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	24.1	16.9	14.3	9.3
ROE	2.6	3.3	3.7	5.9

자료: 유안타증권

HK 이노엔 목표 주가 산정

구분	부문	단위	비고
1. 영업 가치	1,741	(십억원)	23년 예상 EBITDA 1,339억원 EV/EBITDA 13x 적용
2. 순차입금	326	(십억원)	2023년 말 예상 순차입금
3. 총 가치	1,416	(십억원)	1-2
4. 총 주식수	28,330	(천주)	
5. 주당 가치	49,969	(원)	3/4
6. 목표 주가	50,000	(원)	

자료: 유안타증권 리서치센터

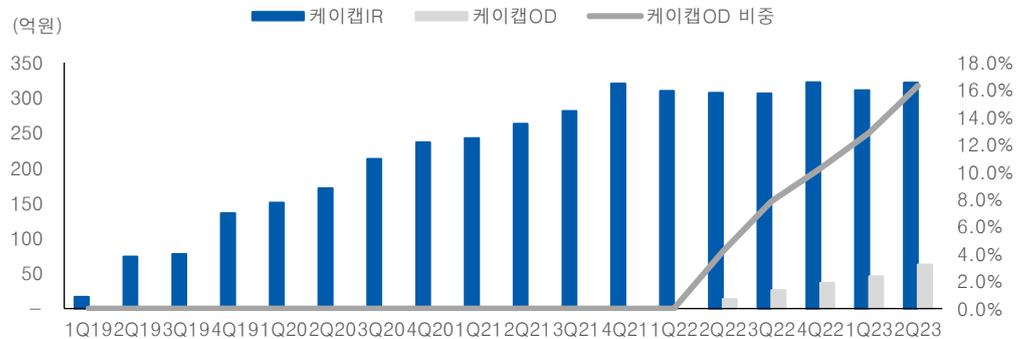
HK 이노엔 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,802	2,519	1,982	2,163	1,849	2,044	2,203	2,303	8,465	8,399	8,891
YoY	(3.5%)	36.2%	5.1%	3.3%	2.6%	(18.9%)	11.2%	6.5%	10.0%	(0.8%)	5.9%
의약품 사업	1,617	2,280	1,724	1,900	1,642	1,799	1,934	2,010	7,521	7,385	7,794
케이캡	209	289	236	192	244	313	342	346	909	1,246	1,583
수액 제제	229	254	266	262	253	273	278	278	1,011	1,082	1,103
MSD 백신	402	822	289	493	353	368	390	404	2,006	1,515	1,531
기타	777	915	933	953	792	845	924	982	3,578	3,542	3,578
HB&B	185	238	258	262	207	245	269	293	943	1,014	1,097
컨디션 시리즈	110	156	167	179	150	154	164	181	603	648	661
기타	75	82	91	84	57	91	106	112	340	366	436
매출 총이익	716	984	934	851	828	910	980	972	3,494	3,690	4,059
판매 관리비	674	807	712	765	771	757	767	783	2,970	3,078	2,994
영업 이익	42	177	223	84	56	153	214	189	525	612	1,065
YoY	(67.7%)	490.0	30.4%	(51.4%)	33.3%	(13.1%)	(3.7%)	124.8%	4.0%	16.7%	74.1%
OPM	2.3%	7.0%	11.2%	3.9%	3.0%	7.5%	9.7%	8.2%	6.2%	7.3%	12.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

케이캡 국내 처방 실적 추이



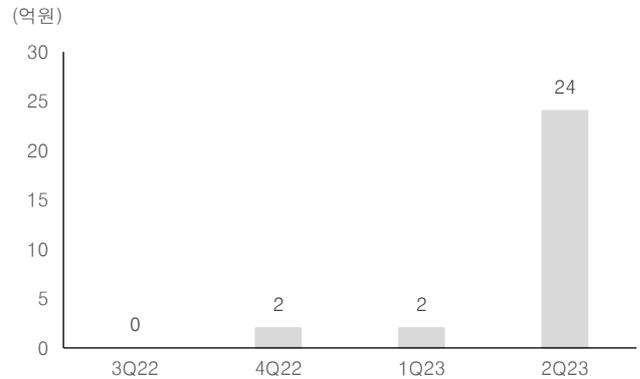
자료: UBIST, HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

케이캡 완제 수출 국가 현황(2Q23 기준)

K-CAB 완제품 수출 국가			
No.	지역	국가	출시 시기
1	-	몽골	2022.10
2	동남아	필리핀	2022.11
3		인도네시아	2023.07
4		싱가포르	2023.01 허가완료 (출시 예정)
5	남미	멕시코	2023.05
6		페루	2023.07 허가완료 (출시 예정)

자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

케이캡 완제 수출 추이



자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

케이캡 미국 개발 스케줄

개발 스케줄



자료: Sebel, HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

HK 이노엔 (195940) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	768	847	840	889	922
매출원가	452	497	471	483	498
매출총이익	316	349	369	406	424
판매비	266	297	308	299	304
영업이익	50	53	61	106	120
EBITDA	83	87	97	146	166
영업외손익	-22	-15	-14	-13	-11
외환관련손익	0	1	0	0	0
이자손익	-19	-12	-7	-8	-7
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-4	-3	-8	-5	-5
법인세비용차감전순이익	28	38	47	93	109
법인세비용	3	0	4	21	24
계속사업순이익	25	38	43	72	84
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	38	43	72	84
지배지분순이익	25	38	43	72	84
포괄순이익	24	43	43	72	84
지배지분포괄이익	24	43	43	72	84

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

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	27	59	79	99	127
당기순이익	25	38	43	72	84
감가상각비	21	26	28	31	37
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-35	-31	-2	-13	-5
기타현금흐름	16	24	10	9	10
투자활동 현금흐름	-167	67	-48	-54	2
투자자산	-1	-7	6	8	8
유형자산 증가 (CAPEX)	-24	-20	-50	-56	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-142	94	-4	-6	-6
재무활동 현금흐름	176	-102	-61	-14	-14
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-184	-54	-42	0	0
자본	391	0	0	0	0
현금배당	0	-5	-5	-9	-9
기타현금흐름	-32	-43	-13	-4	-4
연결범위변동 등 기타	0	0	-6	10	10
현금의 증감	36	23	-36	42	125
기초 현금	51	87	111	74	116
기말 현금	87	111	74	116	241
NOPLAT	50	53	61	106	120
FCF	3	38	28	43	127

자료: 유안타증권

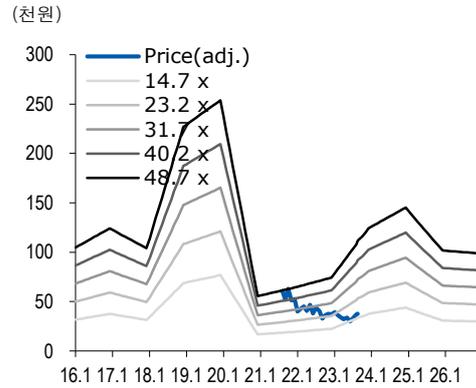
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	455	408	404	457	588
현금및현금성자산	87	111	74	116	241
매출채권 및 기타채권	121	131	150	156	161
재고자산	108	126	139	144	145
비유동자산	1,383	1,395	1,408	1,416	1,362
유형자산	255	265	274	300	263
관계기업등 지분관련자산	8	7	1	-7	-15
기타투자자산	11	11	13	13	13
자산총계	1,838	1,803	1,812	1,873	1,950
유동부채	414	432	427	425	427
매입채무 및 기타채무	138	152	149	147	149
단기차입금	107	163	191	191	191
유동성장기부채	154	103	74	74	74
비유동부채	272	207	183	183	183
장기차입금	0	40	0	0	0
사채	249	150	150	150	150
부채총계	686	639	610	608	609
지배지분	1,151	1,164	1,202	1,265	1,341
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	516	516	516
이익잉여금	174	94	108	171	247
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,151	1,164	1,202	1,265	1,341
순차입금	290	308	326	284	159
총차입금	513	457	436	436	436

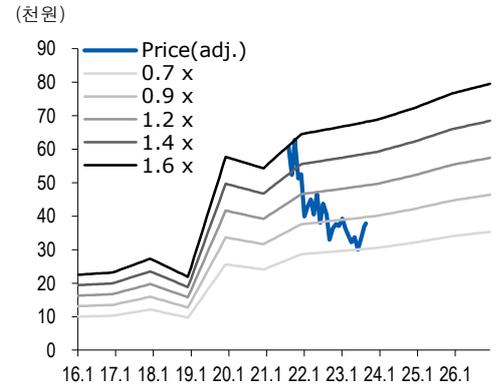
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,140	1,319	1,525	2,551	2,980
BPS	39,832	41,095	42,437	44,666	47,324
EBITDAPS	3,270	3,023	3,439	5,158	5,865
SPS	30,449	29,287	29,646	31,386	32,559
DPS	320	320	320	320	320
PER	51.5	30.7	24.8	14.8	12.7
PBR	1.5	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	24.1	16.9	14.3	9.3	7.4
PSR	1.9	1.4	1.3	1.2	1.2

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	49.1	10.2	-0.8	5.9	3.7
영업이익 증가율 (%)	-59.4	4.5	16.6	73.9	12.9
지배순이익 증가율 (%)	-62.9	53.2	13.3	67.2	16.8
매출총이익률 (%)	41.2	41.3	43.9	45.7	46.0
영업이익률 (%)	6.5	6.2	7.3	12.0	13.0
지배순이익률 (%)	3.2	4.5	5.1	8.1	9.2
EBITDA 마진 (%)	10.7	10.3	11.6	16.4	18.0
ROIC	3.2	3.7	3.8	5.5	6.3
ROA	1.4	2.1	2.4	3.9	4.4
ROE	2.6	3.3	3.7	5.9	6.5
부채비율 (%)	59.6	54.9	50.7	48.0	45.4
순차입금/자기자본 (%)	25.2	26.5	27.1	22.4	11.9
영업이익/금융비용 (배)	2.6	3.5	7.6	9.9	10.6

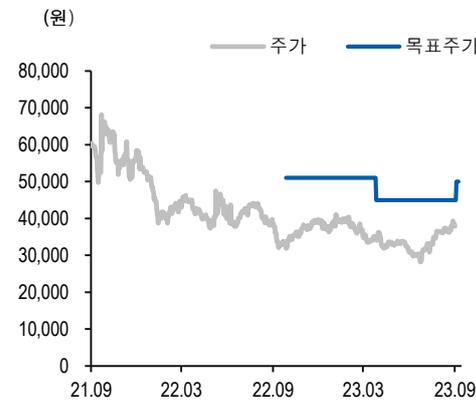
P/E band chart



P/B band chart



HK 이노엔 (195940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-09-18	BUY	50,000	1년		
2023-04-10	BUY	45,000	1년	-25.31	-12.56
2022-10-11	BUY	51,000	1년	-27.14	-19.41
2022-07-22	담당자변경 1년 경과 이후		1년		-
2021-07-22	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	89.6
Hold(중립)	10.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-09-15

※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.