SK COMPANY Analysis

SK securities

2023-07-17

HK 이노엔 (195940/KQ | 매수(유지) | T.P 46,000 원(유지))

지금부터 보시면 쭉 편안합니다

2Q23 개별 매출액 -13.5% YoY, 영업이익 -26.2% YoY 추정. 컨센서스 부합 전망
MSD 백신 매출 감소에도 케이캡 구강붕해정 판매 호조 바탕으로 양호한 실적 기대
2H23 은 실적 및 케이캡 모멘텀 본격화될 전망. 연간 영업이익은 +17.4% YoY 추정
중국 케이캡 로열티 반영 본격화, 미국 임상 연내 종료, 유럽 파트너십 체결 예상
목표주가 유지. 국내 케이캡 공동판매계약 연장 여부는 구조적 실적 개선의 '상수'

2Q23 Pre: MSD 백신 매출 감소에도 케이캡 등 호조로 양호한 실적 기대

2Q23 개별 매출액 및 영업이익을 각각 2,179 억원(-13.5% YoY, 이하 YoY 생략), 133 억원(-26.2%, OPM 6.1%)으로 추정한다. 기존 당사 추정치 및 컨센서스에 부합한 양호한 실적이 기대된다.

1) ETC 매출액은 1,886 억원(-17.3%)을 예상한다. 전년동기대비 매출 감소의 주된 원인은 이는 프로다악스 계약 종료 및 경쟁 대상포진 백신 '싱그릭스'의 국내 판매 본격화에 따른 MSD 백신 매출 감소에 기인한다. MSD 백신 매출은 370 억원(-55.0%)으로 추정한다. 한편 핵심 품목인 '케이캡' 매출은 281 억원(-3.0%)을 예상한다. 국내 매출은 재고조정 영향에도 불구하고 구강붕해정 판매 호조가 예상된다. 해외 매출 역시 멕시코 완제 수출 효과가 5 월부터 가세하며 유의미한 실적 기여가 예상된다. 수액제 매출은 305 억원(+20.0%)을 전망한다. 신공장 가동 이후 매출 성장이 지속 중이다. 2) HB&B 매출액은 293 억원(+22.8%)을 예상한다. 컨디션 스틱 판매 호조 및 최근 출시된 '티로그'의 고무적인 초기 성과에 기인한다.

Turning Point 가 될 2H23, 실적과 케이캡 모멘텀 본격화될 전망

2023 년 개별 매출액 및 영업이익을 각각 8,687 억원(+2.6%), 617 억원(+17.4%, OPM 7.1%)으로 추정한다. 하반기에는 중국 케이캡 로열티 반영이 본격화될 전망이다. 반기 정산이 이뤄지는 만큼 3Q23 실적에 해당 로열티 매출이 반영될 예정이다. 당사는 3Q23 중국 케이캡 로열티를 약 30 억원으로 추정한다. 한편 하반기에는 수액제 등 주요 품목들의 매출 성장이 지속될 전망이며, HB&B 사업부 또한 컨디션, 티로그 매출 확대를 바탕으로 수익성 개선도 기대된다. 마지막으로 하반기 중 2024 년 이후 HK 이노엔 실적의 Key 가 될 종근당과의 국내 케이캡 공동판매계약 연장 여부도 결정될 전망이다.

목표주가 4.6 만원 유지. 속도의 문제일 뿐 구조적 개선은 확실한 기업

기존 파트너사와의 국내 케이캡 공동판매계약 연장 여부는 변수가 아닌 HK 이노엔 수익성 개선의 '상수'가 될 예정이다. 특히 케이캡은 국내뿐만 아니라 중국 매출 본격화, 미국 임상은 연내 투약 종료, 2024 년 중순 NDA 제출이 예정되어 있으며, 유럽 파트너십 계약 역시 연내 체결이 기대되는 만큼 해외 모멘텀도 풍부하다. 2H23~2024 년 필수 선택지가 될 제약사로 주목할 필요가 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	515	768	847	869	953	1,021
yoy	%	266.5	49.1	10.2	2.6	9.7	7.1
영업이익	십억원	124	50	53	62	90	115
yoy	%	-11.9	-59.4	4.5	17.4	46.1	28.1
EBITDA	십억원	146	83	87	97	126	151
세전이익	십억원	90	28	38	46	69	97
순이익(지배주주)	십억원	67	25	38	37	54	76
영업이익률%	%	24.0	6.5	6.2	7.1	9.5	11.3
EBITDA%	%	28.4	10.7	10.3	11.2	13.2	14.8
EPS(계속사업)	원	3,022	861	1,319	1,303	1,889	2,666
PER	배	0.0	61.0	28.1	24.1	16.6	11.8
PBR	배	0.0	1.3	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	4.4	21.9	15.8	12.4	9.3	7.4
배당수익률	%	0.0	0.6	0.9	1.0	1.0	1.0
ROE	%	8.7	2.6	3.3	3.1	4.4	5.9
순차입금	십억원	646	290	310	323	286	226
부채비율	%	117.2	59.6	54.9	53.7	53.6	52.0

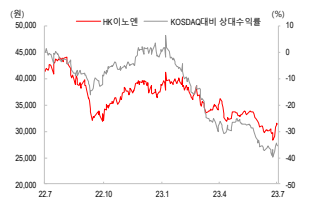


Analyst
이동건
dglee@sks.co.kr
3773-9909

Company Data	
자본금	14 십억원
발행주식수	2,833 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	888 십억원
주요주주	
한국콜마	43.01%
자사주	0.00%
외국인지분율	3.32%
배당수익률	1.0%

Stock Data	
주가(23/07/14)	31,350 원
KOSDAQ	896.28 pt
52주 Beta	0.74
52주 최고가	44,100 원
52주 최저가	28,250 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.6%	-3.3%
6개월	-19.1%	-35.7%
12개월	-24.5%	-35.5%

Analyst 이동건 dglee@sks.co.kr / 3773-9909

HK 이노엔 2Q23 실적 추정

(십억원, %)	2Q23E	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Previous	vs. Pre
매출액	217.9	251.9	(13.5)	184.9	17.8	214.5	1.6	220.0	(0.9)
영업이익	13.3	18.0	(26.2)	5.6	135.8	12.8	4.1	13.1	1.4
세전이익	8.9	15.5	(42.3)	2.4	277.2	8.0	12.2	8.8	2.1
당기순이익	7.0	14.0	(50.1)	2.9	137.1	9.1	(22.9)	6.8	2.1
영업이익률	6.1	7.2		3.1		6.0		6.0	
순이익률	3.2	5.6		1.6		4.2		3.1	

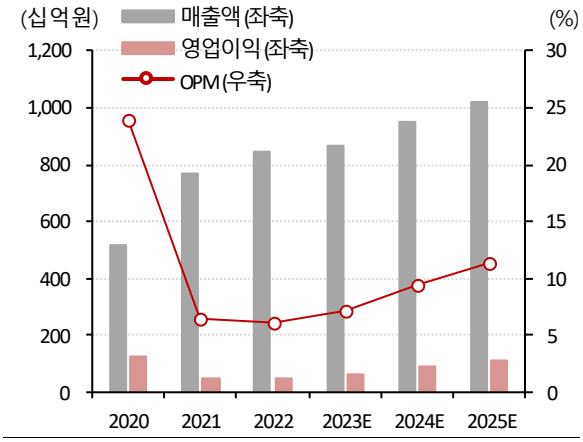
자료: HK 이노엔, FnGuide, SK 증권 추정

HK 이노엔 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	**179.1**	**251.9**	**196.4**	**216.3**	**184.9**	**217.9**	**227.6**	**238.4**	**768.3**	**846.5**	**868.7**	**953.4**
YoY	(3.8)	36.2	4.4	3.5	3.2	(13.5)	15.9	10.2	49.1	10.2	2.6	9.7
ETC	**161.7**	**228.0**	**172.4**	**190.0**	**164.2**	**188.6**	**197.7**	**207.8**	**704.0**	**752.1**	**758.2**	**829.4**
수액제	22.9	25.5	26.6	26.1	25.3	30.5	31.9	31.4	92.6	101.1	119.1	137.0
소화기계	23.0	31.1	25.7	19.0	26.0	30.6	33.8	31.3	87.7	98.9	121.6	151.2
케이캡	**20.9**	**28.9**	**23.6**	**17.1**	**24.2**	**28.1**	**31.4**	**29.0**	**78.5**	**90.5**	**112.7**	**141.9**
순환기계	28.9	31.3	30.7	29.3	30.8	34.5	33.8	32.2	119.4	120.3	131.3	137.9
당뇨/신장	16.3	17.8	18.7	18.3	10.8	10.7	11.2	11.0	69.5	71.1	43.7	45.0
항생제	9.9	9.5	10.0	11.9	11.1	10.9	11.3	12.5	34.9	41.3	45.8	49.0
항암	7.3	7.4	7.7	7.4	9.6	9.6	10.0	9.7	29.4	29.9	38.9	44.7
MSD 백신	40.2	82.2	28.9	49.3	35.3	37.0	40.4	50.3	192.4	200.6	163.0	167.9
기타	13.1	23.1	24.1	28.6	15.3	24.7	25.3	29.5	78.2	89.0	94.8	96.7
HB&B	**18.5**	**23.8**	**25.8**	**26.2**	**20.7**	**29.3**	**29.9**	**30.6**	**65.8**	**94.4**	**110.5**	**124.0**
컨디션	10.5	15.2	16.7	17.9	15.0	17.5	19.2	20.6	39.0	60.4	72.3	83.2
헛개수	2.8	3.7	3.4	3.4	2.7	3.9	3.5	3.5	13.1	13.2	13.7	15.0
기타	5.2	4.9	5.7	5.0	3.0	7.9	7.2	6.5	13.6	20.8	24.6	25.8
매출총이익	**71.6**	**98.2**	**92.1**	**84.9**	**82.8**	**91.5**	**97.4**	**99.3**	**316.3**	**349.4**	**371.1**	**418.2**
YoY	(3.3)	26.6	13.5	1.7	15.6	(6.8)	5.7	17.0	4.7	10.5	6.2	12.7
GPM	40.0	39.0	46.9	39.3	44.8	42.0	42.8	41.7	41.2	41.3	42.7	43.9
영업이익	**3.9**	**18.0**	**21.3**	**8.4**	**5.6**	**13.3**	**21.2**	**21.5**	**50.3**	**52.5**	**61.7**	**90.1**
YoY	(70.9)	492.1	26.5	(51.1)	46.1	(26.2)	(0.4)	156.4	(59.4)	4.5	17.4	46.1
OPM	2.2	7.2	10.9	3.9	3.1	6.1	9.3	9.0	6.5	6.2	7.1	9.5
세전이익	**0.4**	**15.5**	**18.1**	**3.1**	**2.4**	**8.9**	**17.0**	**17.6**	**27.9**	**37.8**	**45.9**	**68.6**
YoY	(95.1)	(730.4)	77.0	(74.4)	499.6	(42.3)	(6.1)	467.1	(69.1)	35.4	21.5	49.3
당기순이익	**7.2**	**14.0**	**14.0**	**2.3**	**2.9**	**7.0**	**13.3**	**13.7**	**24.9**	**38.1**	**36.9**	**53.5**
YoY	(15.7)	(1,813.2)	73.8	흑전	(59.0)	(50.1)	(5.0)	498.2	(62.9)	53.2	(3.2)	44.9
NPM	4.0	5.6	7.1	1.1	1.6	3.2	5.8	5.8	3.2	4.5	4.2	5.6

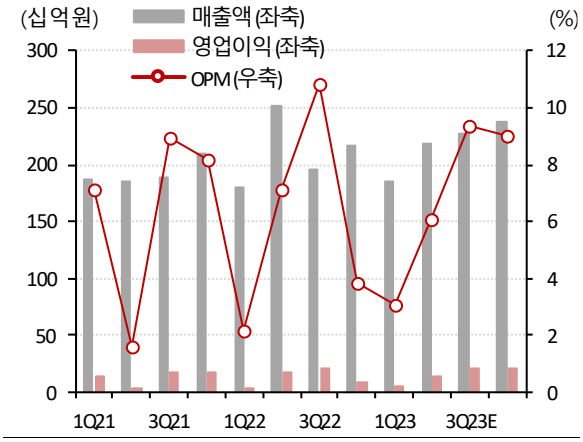
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

HK 이노엔 연간 실적 추이 및 전망



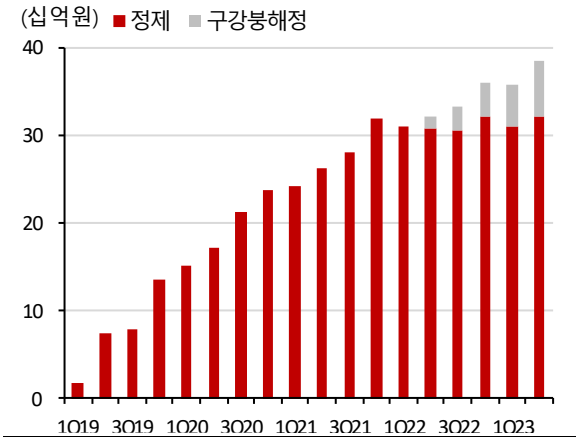
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

HK 이노엔 분기 실적 추이 및 전망



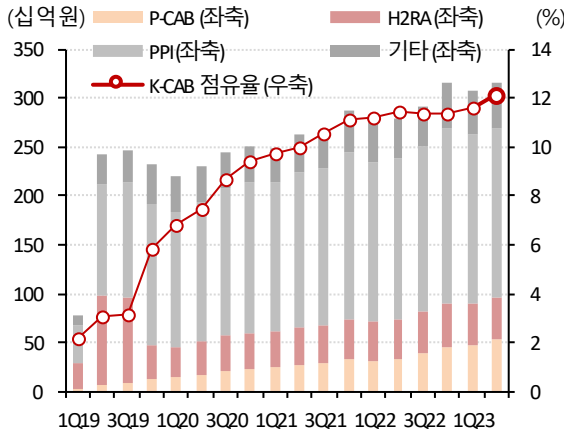
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

케이캡 처방 실적



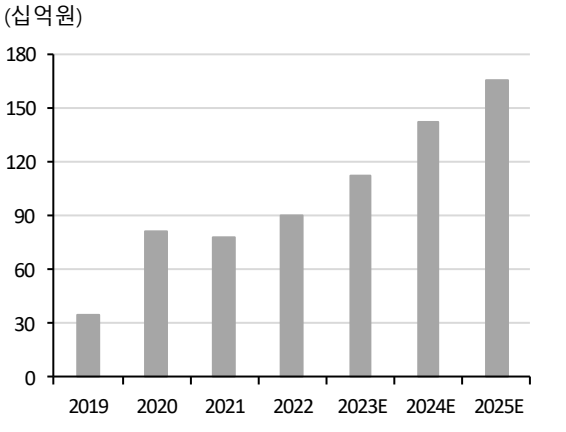
자료: UBIST, HK 이노엔, SK 증권

국내 소화성궤양용제 시장 추이



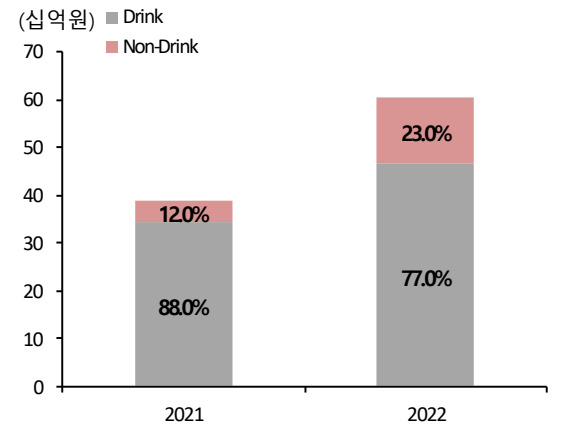
자료: UBIST, HK 이노엔, SK 증권 / 주: 1Q19 는 3 월 한 달치 기준

HK 이노엔 케이캡 매출액 추이 및 전망



자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

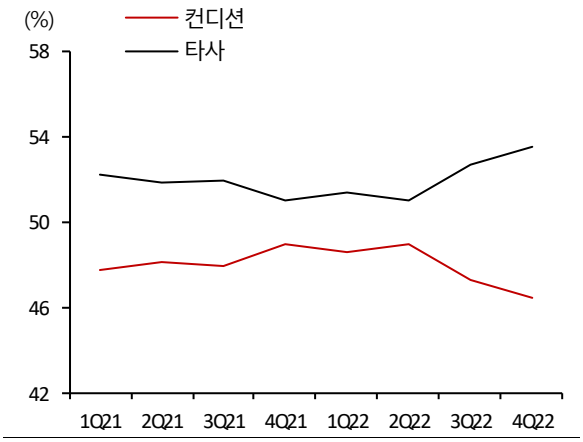
컨디션 연간 매출



자료: HK 이노엔, SK 증권

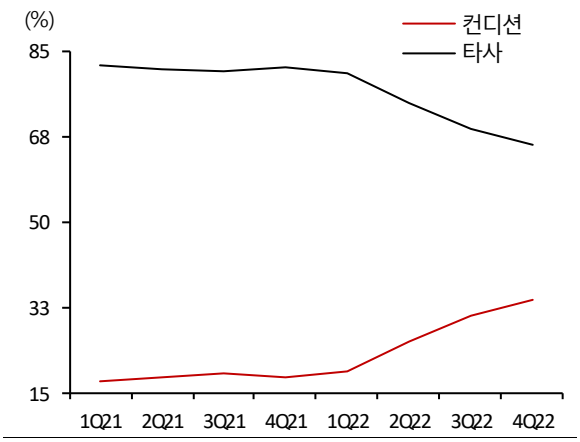
Analyst 이동건 dglee@sks.co.kr / 3773-9909

숙취해소제 Drink 시장 점유율



자료: Neilsen IQ Korea, HK 이노엔, SK 증권

숙취해소제 Non-Drink 시장 점유율



자료: Neilsen IQ Korea, HK 이노엔, SK 증권

케이캡 해외 진출 현황



자료: HK 이노엔, SK 증권

케이캡 해외 계약 진행 현황

L/O				
국가	계약시기	파트너사	시장규모(억원)	비고
중국	2015.10 (정제)	Luoxin社	41,464	출시 (2022.04), NRDL등재(2023.03)
	2021.06 (주사제)			개발 중
미국 및 캐나다	2021.12	Braintree社	36,948	임상 3상 진행 중 (2022.09)
브라질	2023.01	Eurofarma社	8,000	계약 완료
완제품 수출				
국가	**계약시기**	**파트너사**	**시장규모(억원)**	**비고**
LACTAM 17국	2018.12	Carnot社	5,741	멕시코 출시 (2023.05) / 콜롬비아, 페루 허가 심사 중
인도네시아	2019.09	Kalbe社	2,023	출시 (2023.07)
태국	2019.11	Pond's社	1,146	허가 심사 중
필리핀	2019.12	MPPI社	799	출시 (2022.11)
몽골	2020.08	Monos社	-	출시 (2022.10)
싱가포르	2020.10	UITC社	156	허가 완료 (2023.01), 2023.3Q 출시 예정
베트남	2021.02	Lyhn farma社	1,097	허가 심사 중
말레이시아	2021.12	Phamanaga社	473	허가 준비 중
인도 등 7개국	2022.05	Dr. Reddy社	13,342	임상 진행 중

자료: HK 이노엔, SK 증권

Analyst **이동건** dglee@sks.co.kr / 3773-9909

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	455	408	411	481	564
현금및현금성자산	87	111	103	143	202
매출채권 및 기타채권	121	131	134	147	158
재고자산	108	126	129	142	152
비유동자산	1,383	1,395	1,427	1,425	1,423
장기금융자산	17	28	29	31	32
유형자산	255	265	267	270	273
무형자산	1,095	1,088	1,100	1,093	1,086
자산총계	1,838	1,803	1,838	1,906	1,987
유동부채	414	432	435	477	510
단기금융부채	261	268	275	301	323
매입채무 및 기타채무	92	94	88	97	104
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	642	665	680
지배주주지분	1,151	1,164	1,196	1,240	1,307
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	126	170	237
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,151	1,164	1,196	1,240	1,307
부채와자본총계	1,838	1,803	1,838	1,906	1,987

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	768	847	869	953	1,021
매출원가	452	497	498	535	560
매출총이익	316	349	371	418	461
매출총이익률(%)	41.2	41.3	42.7	43.9	45.2
판매비와 관리비	266	297	309	328	346
영업이익	50	53	62	90	115
영업이익률(%)	6.5	6.2	7.1	9.5	11.3
비영업손익	-22	-15	-16	-22	-19
순금융손익	-19	-12	-14	-14	-14
외환관련손익	0	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	-0	0	-0	-0
세전계속사업이익	28	38	46	69	97
세전계속사업이익률(%)	3.6	4.5	5.3	7.2	9.5
계속사업법인세	3	-0	9	15	21
계속사업이익	25	38	37	54	76
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	25	38	37	54	76
순이익률(%)	3.2	4.5	4.2	5.6	7.4
지배주주	25	38	37	54	76
지배주주귀속 순이익률(%)	3.2	4.5	4.2	5.6	7.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	24	43	37	54	76
지배주주	24	43	37	54	76
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	83	87	97	126	151

현금흐름표

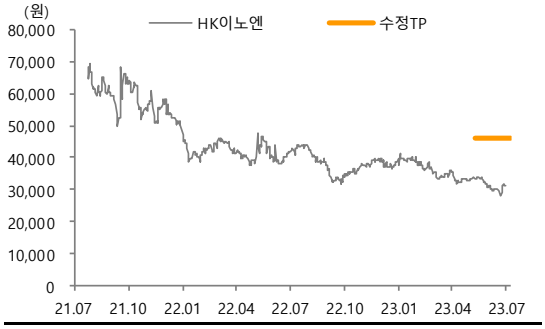
12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	27	59	76	94	118
당기순이익(손실)	25	38	37	54	76
비현금성항목등	63	58	59	65	71
유형자산감가상각비	21	26	28	28	29
무형자산상각비	11	8	8	7	7
기타	31	24	23	29	35
운전자본감소(증가)	-35	-31	-11	-10	-8
매출채권및기타채권의감소(증가)	-23	-11	-3	-13	-10
재고자산의감소(증가)	-31	-16	-3	-13	-10
매입채무및기타채무의증가(감소)	37	-4	-6	9	7
기타	-18	-0	2	8	6
법인세납부	-26	-7	-9	-15	-21
투자활동현금흐름	-167	70	-69	-37	-36
금융자산의감소(증가)	-134	94	-1	-4	-3
유형자산의감소(증가)	-24	-20	-30	-31	-32
무형자산의감소(증가)	-7	-1	-20	0	0
기타	-1	-3	-18	-2	-1
재무활동현금흐름	315	-18	-13	-17	-23
단기금융부채의증가(감소)	0	0	7	27	21
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	-7	40	59
기초현금	51	87	111	103	143
기말현금	87	111	103	143	202
FCF	3	38	46	63	86

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	49.1	10.2	2.6	9.7	7.1
영업이익	-59.4	4.5	17.4	46.1	28.1
세전계속사업이익	-69.1	35.4	21.5	49.3	41.1
EBITDA	-43.5	5.9	11.6	29.1	20.1
EPS	-71.5	53.2	-1.2	44.9	41.1
수익성 (%)					
ROA	1.4	2.1	2.0	2.9	3.9
ROE	2.6	3.3	3.1	4.4	5.9
EBITDA마진	10.7	10.3	11.2	13.2	14.8
안정성 (%)					
유동비율	109.9	94.5	94.5	100.9	110.5
부채비율	59.6	54.9	53.7	53.6	52.0
순차입금/자기자본	25.2	26.6	27.0	23.1	17.3
EBITDA/이자비용(배)	4.2	5.8	6.6	8.3	9.9
배당성향	21.5	13.5	24.6	16.9	12.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	861	1,319	1,303	1,889	2,666
BPS	39,832	41,115	43,070	44,638	46,984
CFPS	1,977	2,525	2,567	3,150	3,928
주당 현금배당금	320	320	320	320	320
Valuation지표 (배)					
PER	61.0	28.1	24.1	16.6	11.8
PBR	1.3	0.9	0.7	0.7	0.7
PCR	26.6	14.7	12.2	10.0	8.0
EV/EBITDA	21.9	15.8	12.4	9.3	7.4
배당수익률	0.6	0.9	1.0	1.0	1.0

자료 : HK이노엔, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.05.25	매수	46,000원	6개월		



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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 07 월 17 일 기준)

매수	94.92%	중립	5.08%	매도	0.00%