SK COMPANY Analysis

SK securities

2023-08-02

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

하반기에는 반등할 이유가 풍부

2Q23 매출액 -18.9% YoY, 영업이익 -14.9% YoY 시현. 어닝 서프라이즈 기록
가다실 가수요, 중국 케이캡 마일스톤 반영 등 역기저에도 영업이익률은 YoY 상승
국내 케이캡 구강붕해정 판매 호조, 완제 수출 증가, 수액제 및 HB&B 호조에 기인
2H23 케이캡 모멘텀 풍부. 중국 로열티, 내수 및 완제수출 증가, 유럽/미국 모멘텀
국내 케이캡 파트너사와의 계약 연장 여부 3Q23 확인 예상. 어떤 결론에도 긍정적



Analyst
이동건
dglee@sks.co.kr
3773-9909

Company Data	
자본금	14 십억원
발행주식수	2,833 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	932 십억원
주요주주	
한국콜마	43.01%
자사주	0.00%
외국인지분율	3.70%
배당수익률	1.0%

Stock Data	
주가(23/08/01)	32,900 원
KOSDAQ	939.67 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	44,100 원
52주 최저가	28,250 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.5%	1.2%
6개월	-17.0%	-33.7%
12개월	-24.2%	-34.8%

2Q23 Re: 역기저에도 케이캡, 수액제, HB&B 호조 바탕으로 호실적 달성

2Q23 개별 매출액 및 영업이익은 각각 2,044 억원(-18.9% YoY, 이하 YoY 생략), 153 억원(-14.9%, OPM 7.5%)을 시현했다. 당사 추정치 및 시장 컨센서스 대비 매출액은 부합, 영업이익은 15% 이상 상회한 어닝 서프라이즈를 기록했다.

1) ETC 부문 매출액 및 영업이익은 각각 1,799 억원(-21.1%), 149 억원(-18.9%, OPM 8.3%)을 시현했다. 2Q22 가다실 가격 인상을 앞둔 가수요, 중국 케이캡 마일스톤(약 600 만달러) 반영에 따른 역기저에도 불구하고 국내 케이캡 구강붕해정 출시 이후 견조한 매출 성장 지속, 멕시코, 인도네시아 등 케이캡 완제수출 증가(2Q23 24 억원), 수액제 공장 증설 이후 매출 성장 및 수익성 회복을 바탕으로 전년동기대비 영업이익률은 0.2%p 상승한 8.3%를 기록했다. 2) HB&B 부문 매출액 및 영업이익은 각각 245 억원(+2.8%), 4 억원(흑자전환, OPM 1.8%)을 달성했다. 컨디션스틱 매출 호조 지속, 2Q23 출시한 아이스티 브랜드 '티로그' 판매 호조(2Q23 35 억원), 수익성 낮은 제품군 철수 등을 바탕으로 영업이익 흑자전환에 성공했다.

2H23 케이캡 중국 로열티 반영, 구강붕해정 호조, 완제수출 증가 주목

2023 년 개별 매출액 및 영업이익을 각각 8,478 억원(+0.2%), 607 억원(+15.5%, OPM 7.2%)으로 추정한다. 하반기에도 케이캡 관련 모멘텀들이 부각될 전망이다. 반기 정산으로 이뤄지는 중국 로열티는 3 월 보험적용 이후 3Q23 첫 로열티 유입이 예상된다(약 30 억원 추정). 또한 국내에서는 공동판매 파트너사향 재고조정 여파로 기존 제형 매출 성장 둔화에도 불구하고 구강붕해정 판매 호조를 바탕으로 성장세를 지속할 전망이다. 완제수출 역시 출시 4 개국 외 출시 국가 확대를 바탕으로 지속 성장이 기대된다. 그 외에도 수액제, 컨디션, 티로그 성장도 지속됨에 따라 하반기 수익성은 상반기를 상회할 전망이다(1H23 OPM 5.4% vs. 2H23 OPM 8.7% 추정).

케이캡 매출 고성장, 유럽/미국 모멘텀 감안 시 2H23 기업가치 재평가 기대

목표주가를 유지한다. 하반기 케이캡을 필두로 한 ETC, HB&B 부문 실적 성장 지속, 그리고 유럽 파트너사 계약 및 2024 년 미국 허가 신청에 주목할 필요가 있다. 특히 3Q23 중 국내 케이캡 공동판매 파트너사와의 계약 연장 여부 확인도 기대된다. 어떤 결론에도 HK 이노엔에는 긍정적이다. 2H23 기업가치 재평가가 기대된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	515	768	847	848	936	1,012
yoy	%	266.5	49.1	10.2	0.2	10.4	8.2
영업이익	십억원	124	50	53	61	89	113
yoy	%	-11.9	-59.4	4.5	15.5	46.5	27.5
EBITDA	십억원	146	83	87	96	125	149
세전이익	십억원	90	28	38	46	68	95
순이익(지배주주)	십억원	67	25	38	42	53	74
영업이익률%	%	24.0	6.5	6.2	7.2	9.5	11.2
EBITDA%	%	28.4	10.7	10.3	11.4	13.3	14.7
EPS(계속사업)	원	3,022	861	1,319	1,493	1,861	2,615
PER	배	0.0	61.0	28.1	22.0	17.7	12.6
PBR	배	0.0	1.3	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	4.4	21.9	15.8	12.5	9.4	7.4
배당수익률	%	0.0	0.6	0.9	1.0	1.0	1.0
ROE	%	8.7	2.6	3.3	3.6	4.3	5.8
순차입금	십억원	646	290	310	314	278	220
부채비율	%	117.2	59.6	54.9	52.7	52.8	51.7

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

HK 이노엔 2Q23 실적 요약

(십억원, %)	2Q23P	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	SKS	vs. SKS
매출액	204.4	251.9	(18.9)	184.9	10.5	209.2	(2.3)	217.9	(6.2)
영업이익	15.3	18.0	(14.9)	5.6	171.7	12.5	22.2	13.3	15.2
세전이익	11.6	15.5	(25.0)	2.4	390.2	9.4	23.4	8.9	29.9
당기순이익	14.6	14.0	4.3	2.9	395.7	8.2	77.9	7.0	109.1
영업이익률	7.5	7.2		3.1		6.0		6.1	
순이익률	7.1	5.6		1.6		3.9		3.2	

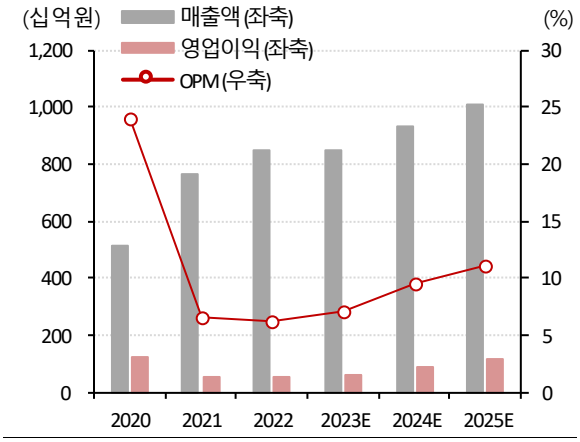
자료: HK 이노엔, FnGuide, SK 증권 추정

HK 이노엔 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	**179.1**	**251.9**	**196.4**	**216.3**	**184.9**	**204.4**	**217.3**	**241.2**	**768.3**	**846.5**	**847.8**	**935.8**
YoY	(3.8)	36.2	4.4	3.5	3.2	(18.9)	10.7	11.5	49.1	10.2	0.2	10.4
ETC	**161.7**	**228.0**	**172.4**	**190.0**	**164.2**	**179.9**	**189.2**	**210.9**	**704.0**	**752.1**	**744.1**	**819.5**
수액제	22.9	25.5	26.6	26.1	25.3	27.4	29.2	31.4	92.6	101.1	113.3	130.3
소화기계	23.0	31.1	25.7	19.0	26.0	30.9	34.5	33.6	87.7	98.9	125.1	158.9
케이캡	**20.9**	**28.9**	**23.6**	**17.1**	**24.2**	**28.9**	**32.5**	**31.6**	**78.5**	**90.5**	**117.3**	**150.8**
순환기계	28.9	31.3	30.7	29.3	30.8	31.6	31.7	30.2	119.4	120.3	124.2	130.4
당뇨/신장	16.3	17.8	18.7	18.3	10.8	12.7	13.1	12.8	69.5	71.1	49.4	50.9
항생제	9.9	9.5	10.0	11.9	11.1	14.6	14.0	14.3	34.9	41.3	54.0	57.8
항암	7.3	7.4	7.7	7.4	9.6	11.6	12.3	11.9	29.4	29.9	45.4	52.3
MSD 백신	40.2	82.2	28.9	49.3	35.3	36.8	37.5	56.7	192.4	200.6	166.4	171.3
기타	13.1	23.1	24.1	28.6	15.3	14.2	16.9	20.0	78.2	89.0	66.4	67.7
HB&B	**18.5**	**23.8**	**25.8**	**26.2**	**20.7**	**24.5**	**28.2**	**30.3**	**65.8**	**94.4**	**103.7**	**116.3**
컨디션	10.5	15.2	16.7	17.9	15.0	15.4	17.9	19.2	39.0	60.4	67.4	77.5
헛개수	2.8	3.7	3.4	3.4	2.7	3.3	3.7	3.7	13.1	13.2	13.5	14.8
기타	5.2	4.9	5.7	5.0	3.0	5.8	6.6	7.5	13.6	20.8	22.9	24.0
매출총이익	**71.6**	**98.2**	**92.1**	**84.9**	**82.8**	**91.0**	**96.1**	**103.3**	**316.3**	**349.4**	**373.1**	**418.0**
YoY	(3.3)	26.6	13.5	1.7	15.6	(7.3)	4.3	21.6	4.7	10.5	6.8	12.0
GPM	40.0	39.0	46.9	39.3	44.8	44.5	44.2	42.8	41.2	41.3	44.0	44.7
영업이익	**3.9**	**18.0**	**21.3**	**8.4**	**5.6**	**15.3**	**18.1**	**21.6**	**50.3**	**52.5**	**60.7**	**88.9**
YoY	(70.9)	492.1	26.5	(51.1)	46.1	(14.9)	(15.0)	157.3	(59.4)	4.5	15.5	46.5
OPM	2.2	7.2	10.9	3.9	3.1	7.5	8.3	8.9	6.5	6.2	7.2	9.5
세전이익	**0.4**	**15.5**	**18.1**	**3.1**	**2.4**	**11.6**	**14.0**	**17.7**	**27.9**	**37.8**	**45.7**	**67.6**
YoY	(95.1)	(730.4)	77.0	(74.4)	499.6	(25.0)	(22.9)	472.4	(69.1)	35.4	21.0	47.7
당기순이익	**7.2**	**14.0**	**14.0**	**2.3**	**2.9**	**14.6**	**10.9**	**13.8**	**24.9**	**38.1**	**42.3**	**52.7**
YoY	(15.7)	(1,813.2)	73.8	흑전	(59.0)	4.3	(22.0)	503.8	(62.9)	53.2	10.9	24.6
NPM	4.0	5.6	7.1	1.1	1.6	7.1	5.0	5.7	3.2	4.5	5.0	5.6

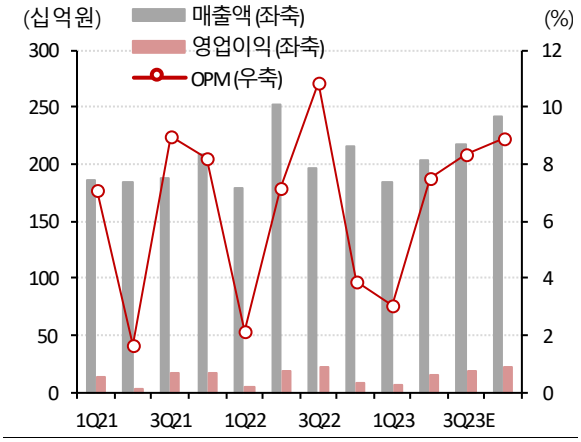
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

HK 이노엔 연간 실적 추이 및 전망



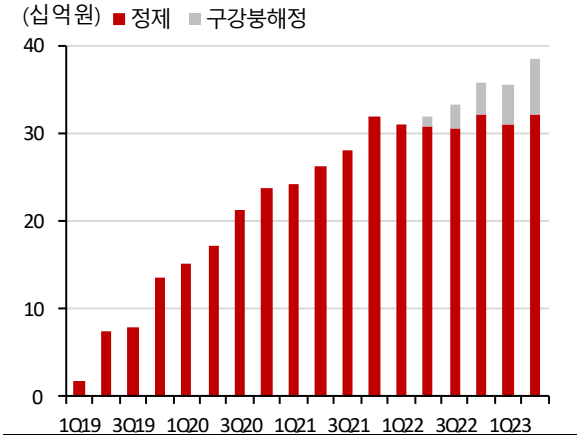
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

HK 이노엔 분기 실적 추이 및 전망



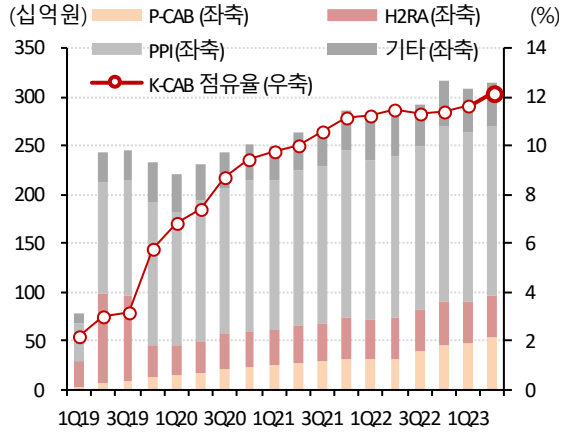
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

케이캡 처방 실적



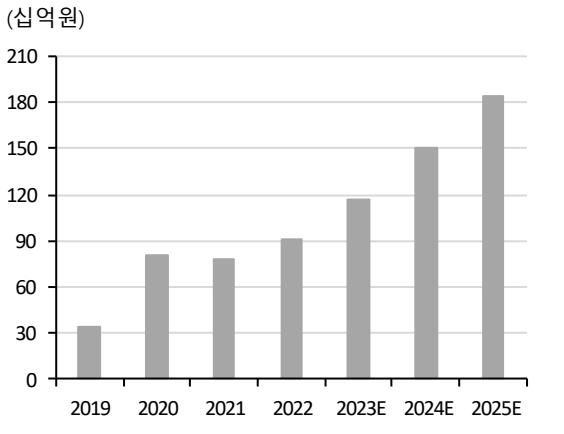
자료: UBIST, HK 이노엔, SK 증권

국내 소화성궤양용제 시장 추이



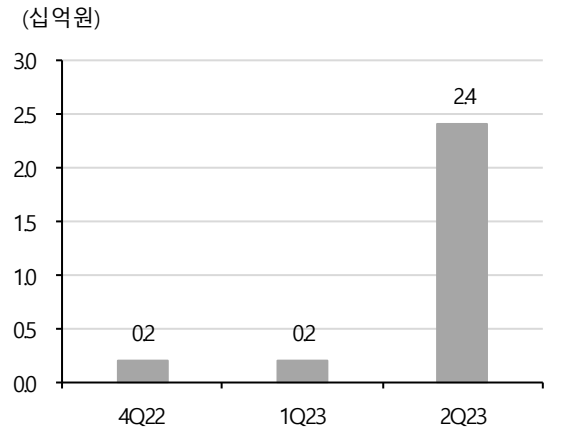
자료: UBIST, HK 이노엔, SK 증권 / 주: 1Q19 는 3 월 한 달치 기준

HK 이노엔 케이캡 매출액 추이 및 전망



자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

HK 이노엔 케이캡 수출 매출 추이



자료: HK 이노엔, SK 증권

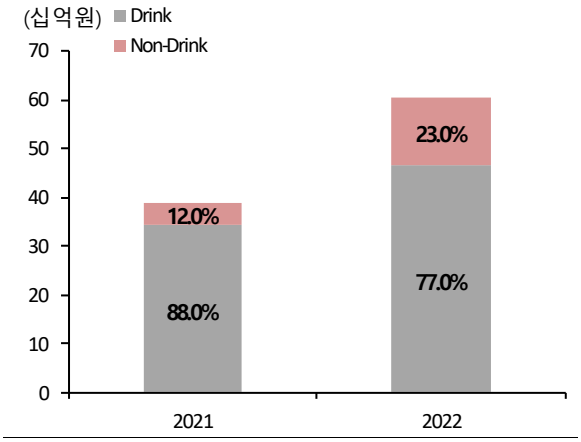
Analyst 이동건 dglee@sks.co.kr / 3773-9909

케이캡 완제품 수출 국가

No.	지 역	국 가	출시 시기
1	-	몽 골	2022.10
2	동남아	필리핀	2022.11
3		인도네시아	2023.07
4		싱가포르	2023.01 허가완료 (출시 예정)
5	남미	멕시코	2023.05
6		페 루	2023.07 허가완료 (출시 예정)

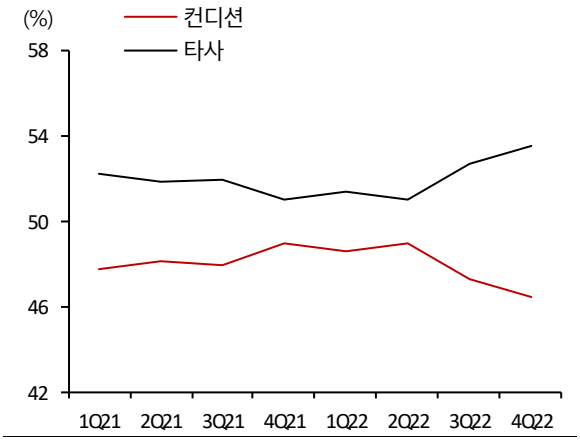
자료: HK 이노엔, SK 증권

컨디션 연간 매출



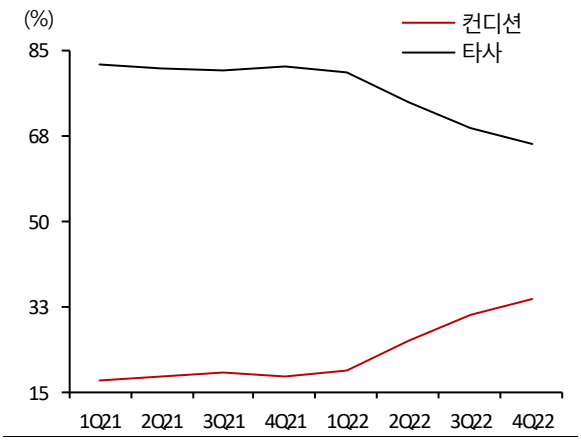
자료: HK 이노엔, SK 증권

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 중국 및 미국 진출 상황

중국(CHINA)

罗欣药业 LUCXIN PHARMACEUTICAL × inno.N

泰欣赞 (타이신짠) 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) / 헬리코박터파일로리 제균요법(P3))
- ✓ 2023년 3월~ 중국 국가보험의약품목록(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 中
- ✓ 소화기 영업력 强 & 경쟁약물 대비 차별점(Fast-Onset)
- ✓ 경쟁약 中 가장 높은 약가(중국 혁신 신약)

NRDL 등재 후 Loyalty 3Q23 인식 예정

미국(USA)

SEBELA PHARMACEUTICALS INC. Braintree A PART OF SEBELA PHARMACEUTICALS® × inno.N

미국 GERD 시장

- ✓ GERD 환자 수 약 6,500만명 (유병율 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)		SKIP		2024 (E)	2025 (E)
비미란성식도염 (NERD) (n=633)		SKIP			

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	408	479	564
현금및현금성자산	87	111	108	147	206
매출채권 및 기타채권	121	131	131	144	156
재고자산	108	126	126	139	150
비유동자산	1,383	1,395	1,426	1,424	1,423
장기금융자산	17	28	28	30	32
유형자산	255	265	267	270	273
무형자산	1,095	1,088	1,100	1,093	1,086
자산총계	1,838	1,803	1,834	1,903	1,987
유동부채	414	432	426	470	507
단기금융부채	261	268	268	296	320
매입채무 및 기타채무	92	94	88	97	105
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	272	207	207	188	170
장기금융부채	252	191	191	171	151
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	686	639	633	658	677
지배주주지분	1,151	1,164	1,201	1,245	1,310
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	131	175	240
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,151	1,164	1,201	1,245	1,310
부채와자본총계	1,838	1,803	1,834	1,903	1,987

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	768	847	848	936	1,012
매출원가	452	497	475	518	550
매출총이익	316	349	373	418	462
매출총이익률(%)	41.2	41.3	44.0	44.7	45.7
판매비와 관리비	266	297	312	329	349
영업이익	50	53	61	89	113
영업이익률(%)	6.5	6.2	7.2	9.5	11.2
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	46	68	95
세전계속사업이익률(%)	3.6	4.5	5.4	7.2	9.4
계속사업법인세	3	-0	3	15	21
계속사업이익	25	38	42	53	74
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	25	38	42	53	74
순이익률(%)	3.2	4.5	5.0	5.6	7.3
지배주주	25	38	42	53	74
지배주주귀속 순이익률(%)	3.2	4.5	5.0	5.6	7.3
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	24	43	42	53	74
지배주주	24	43	42	53	74
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	83	87	96	125	149

현금흐름표

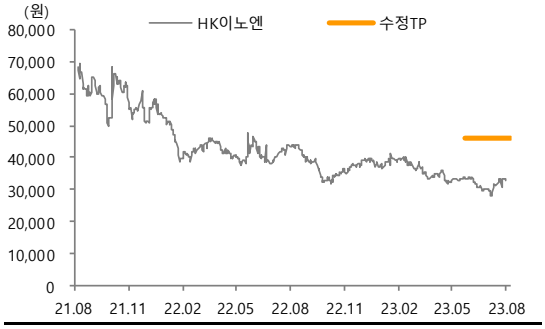
12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	27	59	85	93	115
당기순이익(손실)	25	38	42	53	74
비현금성항목등	63	58	53	65	71
유형자산감가상각비	21	26	28	28	29
무형자산상각비	11	8	8	7	7
기타	31	24	17	29	35
운전자본감소(증가)	-35	-31	-7	-10	-8
매출채권및기타채권의감소(증가)	-23	-11	-0	-14	-12
재고자산의감소(증가)	-31	-16	-0	-13	-11
매입채무및기타채무의증가(감소)	37	-4	-7	9	8
기타	-18	-0	0	8	7
법인세납부	-26	-7	-3	-15	-21
투자활동현금흐름	-167	70	-67	-37	-37
금융자산의감소(증가)	-134	94	-0	-4	-3
유형자산의감소(증가)	-24	-20	-30	-31	-32
무형자산의감소(증가)	-7	-1	-20	0	0
기타	-1	-3	-17	-2	-1
재무활동현금흐름	315	-18	-20	-16	-20
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	28	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	40	59
기초현금	51	87	111	108	147
기말현금	87	111	108	147	206
FCF	3	38	55	62	84

자료 : HK이노엔, SK증권 추정

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	49.1	10.2	0.2	10.4	8.2
영업이익	-59.4	4.5	15.5	46.5	27.5
세전계속사업이익	-69.1	35.4	21.0	47.7	40.6
EBITDA	-43.5	5.9	10.4	29.2	19.6
EPS	-71.5	53.2	13.2	24.6	40.6
수익성 (%)					
ROA	1.4	2.1	2.3	2.8	3.8
ROE	2.6	3.3	3.6	4.3	5.8
EBITDA마진	10.7	10.3	11.4	13.3	14.7
안정성 (%)					
유동비율	109.9	94.5	95.7	101.9	111.2
부채비율	59.6	54.9	52.7	52.8	51.7
순차입금/자기자본	25.2	26.6	26.1	22.3	16.8
EBITDA/이자비용(배)	4.2	5.8	6.5	8.4	9.9
배당성향	21.5	13.5	21.4	17.2	12.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	861	1,319	1,493	1,861	2,615
BPS	39,832	41,115	43,259	44,800	47,095
CFPS	1,977	2,525	2,757	3,122	3,878
주당 현금배당금	320	320	320	320	320
Valuation지표 (배)					
PER	61.0	28.1	22.0	17.7	12.6
PBR	1.3	0.9	0.8	0.7	0.7
PCR	26.6	14.7	11.9	10.5	8.5
EV/EBITDA	21.9	15.8	12.5	9.4	7.4
배당수익률	0.6	0.9	1.0	1.0	1.0

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 08 월 02 일 기준)

매수	94.89%	중립	5.11%	매도	0.00%