

# HK이노엔

## 195940

May 02, 2024

Buy

유지

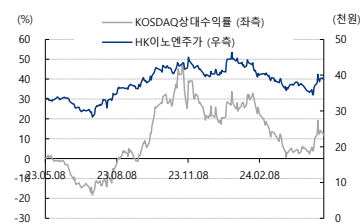
TP 49,000 원

유지

## Company Data

현재가(04/30)	38,750 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	46,500 원
52 주 최저가(보통주)	28,250 원
KOSPI (04/30)	2,692.06p
KOSDAQ (04/30)	868.93p
자본금	145 억원
시가총액	10,978 억원
발행주식수(보통주)	2,833 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	14.2 만주
평균거래대금(60 일)	53 억원
외국인자분(보통주)	9.47%
주요주주	
한국콜마 외 1 인	43.02%
국민연금공단	7.28%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.6	-9.9	20.2
상대주가	9.0	-21.5	16.5

## 1Q24 Re. 확실히 잘 팔리는 케이캡(Q&amp;A 포함)

## 1Q24 실적 리뷰

1Q24 매출 2,126억(QoQ -5.1%, YoY +15.0%), OP 173억(QoQ -23.1%, YoY +208.9%, OPM 8.1%) 기록. 2/14일 교보증권 추정치(2,114억/168억)나 컨센서스(2,147억/172억)와 유사한 수준 기록. 동 분기 특이 사항은 1) 1Q24 케이캡 원외처방액이 452억(QoQ +11억)으로 성장한 점. 통상적으로 4Q 건강검진 효과로 1Q에는 처방액 감소하나 동 분기에는 오히려 증가 2) 숙취해소제는 경쟁심화에 따라 컨디션 M/S 증가에도 H&B 매출은 소폭 감소(YoY -3억). 전반적으로 기본 가정에 부합하는 무난한 분기 실적 기록

## 24년 실적 가정

HK이노엔의 24년 연간 실적 추정치는 매출 9,078억(YoY +9.5%), OP 983억(YoY +49.3%, OPM 10.8%) 전망. 2/14일 교보증권 추정치(8,924억/994억)에 큰 변화 없고 컨센서스(9,236억/985억)와도 유사한 수준. 기존 가정들은 대부분 유지하되 2Q24에는 병원 파업 영향에 따라 일부 매출 가정을 하향

## 투자의견 Buy, 목표주가 4.9만원 유지

HK이노엔에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 4.9만 유지. 1Q24부터 파트너사 변경에 따른 수수료 절감 효과가 확인되고 있는 가운데 현재 동사의 주가에 가장 중요한 Catalyst는 케이캡 미국 3상 Data Readout 일정. 기존에는 비미란성 (600명) 1H24, 미란성(1,200명) 2H24에 발표될 것으로 예상되었으나 현재 비미란성 24년 내, 미란성 25년으로 소폭 지연된 상황. 다만 이는 일부 지연일 뿐 약물의 상업적 가치에는 큰 영향을 주지 않아. 24년 연내 미국 3상 결과 발표는 HK이노엔 기업가치에 큰 변화의 계기될 것. 다만 컨콜에서도 언급했듯 FDA NDA 신청 일정은 두 적응증 결과를 모두 확인하고 난 뒤에 진행할지 혹은 비미란성 확인하고 바로 진행할지 아직 정해지지 않아. 24년 내 관심을 가져야 할 기업

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	847	829	908	960	1,009
YoY(%)	10.2	-2.1	9.5	5.7	5.1
영업이익(십억원)	53	66	98	110	123
OP 마진(%)	6.3	8.0	10.8	11.5	12.2
순이익(십억원)	38	47	70	83	96
EPS(원)	1,319	1,661	2,487	2,916	3,374
YoY(%)	15.8	25.9	49.7	17.2	15.7
PER(배)	28.1	26.8	15.6	13.3	11.5
PCR(배)	11.1	11.6	8.2	7.8	7.3
PBR(배)	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	15.8	15.0	10.4	9.4	8.3
ROE(%)	3.3	4.0	5.7	6.3	6.9



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com



KYOBO 교보증권

## HK 이노엔 [195940]

1Q24 Re. 확실히 잘 팔리는 케이캡(Q&A 포함)

[도표 1] HK 이노엔 분기 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F		2023	2024F	2025F
매출액	1,849	2,044	2,156	2,241	2,126	2,201	2,318	2,434		8,290	9,078	9,596
QoQ(%)	-14.5%	10.5%	5.5%	3.9%	-5.1%	3.5%	5.3%	5.0%				
YoY(%)	2.6%	-18.8%	8.8%	3.6%	15.0%	7.7%	7.5%	8.6%		-2.1%	9.5%	5.7%
ETC	1,642	1,799	1,900	2,009	1,922	1,956	2,062	2,200		7,350	8,139	8,619
QoQ(%)	-13.6%	9.6%	5.6%	5.7%	-4.3%	1.7%	5.4%	6.7%				
YoY(%)	1.5%	-21.1%	10.2%	5.7%	17.1%	8.7%	8.5%	9.5%		-2.3%	10.7%	5.9%
케이캡	242	289	329	334	416	426	437	453		1,195	1,733	1,906
QoQ(%)	60.8%	19.3%	13.8%	1.4%	24.7%	2.4%	2.5%	3.7%				
YoY(%)	16.0%	-6.5%	39.3%	121.4%	71.7%	47.3%	32.8%	35.9%		31.9%	45.1%	10.0%
H&B	207	245	256	231	209	245	256	234		939	945	977
QoQ(%)	-21.1%	18.4%	4.5%	-9.8%	-9.5%	17.2%	4.5%	-8.4%				
YoY(%)	11.9%	2.8%	-0.8%	-12.0%	1.0%	0.0%	0.0%	1.5%		-0.5%	0.6%	3.4%
영업이익	56	153	224	225	173	189	287	334		658	983	1,095
OPM	3.0%	7.5%	10.4%	10.0%	8.1%	8.6%	12.4%	13.7%		7.9%	10.8%	11.4%
QoQ(%)	-33.2%	173.2%	46.6%	0.3%	-23.1%	9.2%	51.9%	16.4%				
YoY(%)	32.4%	-13.3%	0.7%	168.5%	208.9%	23.5%	28.0%	48.4%		25.4%	49.3%	11.4%
ETC	58	149	175	166	171	175	241	284		548	883	996
OPM	3.5%	8.3%	9.2%	8.3%	8.9%	8.9%	11.7%	12.9%		7.5%	10.8%	11.6%
QoQ(%)	723.8%	156.9%	17.4%	-5.1%	3.0%	2.3%	37.7%	17.8%				
YoY(%)	22.5%	-18.9%	-8.7%	2258%	194.8%	17.4%	37.7%	71.1%		27.5%	61.1%	12.8%
HB&B	-2	4	49	59	2	14	46	50		110	100	99
OPM	-0.8%	1.4%	14.9%	17.7%	0.5%	3.3%	10.5%	11.0%		9.2%	5.8%	5.2%
QoQ(%)	-102.6%	-300.0%	1125%	20.4%	-96.6%	600.0%	228.6%	8.7%				
YoY(%)	-60.4%	-156.4%	58.3%	-23.1%	-200.0%	250.0%	-6.1%	-15.3%		15.1%	-9.1%	-0.9%
당기순이익	29	146	145	151	105	131	215	254		471	704	826
당기순이익률	1.6%	7.1%	6.7%	6.7%	4.9%	5.9%	9.3%	10.4%		5.7%	7.8%	8.6%
QoQ(%)	24.3%	403.4%	-0.4%	3.8%	-30.5%	24.4%	64.2%	18.5%				
YoY(%)	-60.8%	8.3%	-2.8%	547.4%	262.1%	-10.5%	47.5%	68.4%		23.5%	49.4%	17.3%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] HK 이노엔 2Q24 & 2024 실적 추정 변경 내역(단위: 억원)

	1Q24P	교보증권	차이	컨센서스	차이	4Q23	QoQ(%)	1Q23	YoY(%)
매출액	2,126	2,114	12	2,147	-21	1,849	15.0%	2,241	-5.1%
영업이익	173	168	5	172	1	56	208.9%	225	-23.1%
순이익	105	110	-5	119	-14	29	262.1%	151	-30.5%
영업이익률	8.1%	7.9%		8.0%		3.0%		10.0%	
순이익률	4.9%	5.2%		5.5%		1.6%		6.7%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] HK 이노엔 2Q24 & 2024 실적 추정 변경 내역(단위: 억원)

	2Q24F				2024F				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스
매출액	2,201	2,215	-14	2,259	-58	9,078	9,081	-3	9,236
영업이익	189	205	-16	219	-30	983	994	-11	985
순이익	131	144	-13	156	-25	704	723	-19	768
영업이익률	8.6%	9.3%		9.7%		10.8%	10.9%		10.7%
순이익률	5.9%	6.5%		6.9%		7.8%	8.0%		8.3%

자료: 교보증권 리서치센터

## 주요 Q&A

### Q1. H&B의 2Q 마케팅 예상 비용은?

A. H&B 연간 마케팅 비용의 1H24 80% 집중. 그 중 1Q 40억. 2Q에는 QoQ 감소 예상.

### Q2. 미국 비미란성 예상 발표 일정은?

A. 정해지지 않음. 중증도 환자 추가 모집 필요하며 PPI와의 비교 결과 보여주기 위한 것. 24년 내 결과 확인 어려우며 25년 중으로 확인 기대.

### Q3. 케이캡 유럽 L/O 24년 내 가능할지?

A. 복수 파트너사와 논의 중. 유럽에서 미국 3상 결과 활용 가능한지 확인 중이며 24년 내 딜 체결 목표. 미국 3상의 경우 미란성은 시간이 더 필요하지만 비미란성은 연내 확인 가능할 것

### Q4. 병원 파업에 따른 영향 다시 확인한다면?

A. 3월부터 병원 파업 영향 있었으며 파업 지속시 2Q부터 온기 반영되는 것. 병원 파업은 만성질환/경구제보다는 수액제/주사제 제형 약물들에 상대적으로 영향 클 것. 동사 ETC 매출 중 수액제/주사제 비중 20%. 다만 동사 주사제에는 EPO 등도 많고 주력 주사제인 기초 수액제도 수익성 아주 높은 편 아님. 또한 전공의 적은 병원으로 수요가 옮겨가고 있는 것도 확인 중. 전반적으로 병원 파업에 따른 실적 영향 줄이려고 노력 중.

### Q5. 케이캡 24년 판매 목표는?

A. 4Q23 발표시 2월 케이캡 원외처방액 1,800억, 순매출 1,600억대 예상한 바 있어. 1Q 처방 실적(452억) 고려시 처방실적 1,800억 이상 혹은 1,900억대 예상.

### Q6. 케이캡 FDA 예상 승인 일정은?

A. 1H25에 미란성 결과 발표되고 두 적응증 동시에 승인이 진행될 경우 26년 초 FDA 승인 기대. 다만 두 적응증을 동시에 허가 신청할지 아니면 미란성/비미란성 하나씩 신청할지 아직 파트너사가 정하지 않은 상황

### Q7. 중국 로열티 관련 업데이트는?

A. 파트너사로부터 실제 정산 받는 것은 반기별이 맞으나 로열티의 회계적 수익은 분기별 인식 예정

Q8. 중국 로열티 예상 규모는?

A. 1Q24 10억 인식. QoQ 매출 증가 기대. 24년 연간 50~100억 수량 기대. 참고로 다케캡 중국 매출은 21년 300억, 22년 700억, 23년 900억 속도로 성장 중.

Q9. 구체적인 케이캡 재고 매출 규모는?

A. 1Q24 HK이노엔의 케이캡 국내 매출 505억/원외처방액 452억 기록. 또한 이외에도 이미 23년말 파트너사에게 100억 이하의 구강붕해정 출하된 상황. 2Q에는 재고 추가 출하 고려하지 않고 있음.

Q10. NIP 정산 관련 업데이트는?

A. 1Q24 -87억 매출 효과. 연간 합계 -300억 예상하나 어떤 분기에 얼마나 인식할지 변동성 있음. 다만 기존 연간 매출 가 이턴스(매출/이익 모두)에는 다 반영된 것

Q11. 주주 환원 계획 있는지?

A. 22년 자사주 200억 매입 후 23년 전액 소각. DPS 21년/22년 320원, 23년 350원. 그리고 자본준비금 500억 전입해서 배당 준비. 다만 동사의 배당이 갑자기 커지기 어려움. 참고로 매출 대비 R&D 비용 8% 인식 중

Q12. P-CAB 경쟁 제품과 직접 비교 임상 예정되었는지?

A. 경쟁 P-CAB 간 비교 임상 예정되어 있지 않음

## [HK이노엔 195940]

## 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	847	829	908	960	1,009
매출원가	497	453	527	557	585
매출총이익	349	376	381	403	424
매출총이익률 (%)	41.3	45.4	42.0	42.0	42.0
판매비와관리비	297	310	283	294	301
영업이익	53	66	98	110	123
영업이익률 (%)	6.2	8.0	10.8	11.4	12.2
EBITDA	87	105	132	139	148
EBITDA Margin (%)	10.3	12.6	14.5	14.5	14.7
영업외손익	-15	-21	-16	-14	-12
관계기업손익	0	1	5	5	5
금융수익	6	6	7	9	12
금융비용	-17	-20	-20	-20	-21
기타	-4	-7	-8	-8	-8
법인세비용차감전순이익	38	45	83	96	111
법인세비용	0	-2	12	13	15
계속사업순이익	38	47	70	83	96
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	47	70	83	96
당기순이익률 (%)	4.5	5.7	7.8	8.6	9.5
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	38	47	70	83	96
지배순이익률 (%)	4.5	5.7	7.8	8.6	9.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	5	-3	-5	-5	-5
포괄순이익	43	44	65	77	90
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	43	44	65	77	90

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	59	83	94	109	120
당기순이익	38	47	70	83	96
비현금항목의 가감	58	62	65	60	56
감가상각비	26	28	24	21	18
외환손익	0	0	0	0	0
자본법평가손익	0	0	-5	-5	-5
기타	32	33	46	44	43
자산부채의 증감	-31	-23	-16	-9	-8
기타현금흐름	-7	-3	-26	-25	-24
투자활동 현금흐름	67	-34	-14	-14	-15
투자자산	-7	0	3	3	3
유형자산	-20	-36	-25	-25	-25
기타	94	2	9	8	8
재무활동 현금흐름	-102	-52	-31	-27	-27
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-150	-100	0	0	0
장기차입금	96	76	6	6	6
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-5	-5	-6	-10	-10
기타	-43	-23	-32	-23	-23
현금의 증감	23	-3	37	76	85
기초 현금	87	111	108	144	220
기말 현금	110	108	144	220	305
NOPLAT	53	69	84	95	106
FCF	37	49	77	91	99

자료: HK 이노엔, 교보증권 리서치센터

## 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	408	433	492	582	681
현금및현금성자산	111	108	144	220	305
매출채권 및 기타채권	131	149	163	172	180
재고자산	126	142	155	164	172
기타유동자산	41	35	30	26	23
비유동자산	1,395	1,415	1,424	1,417	1,413
유형자산	265	277	278	282	289
관계기업투자금	7	4	1	-1	-4
기타금융자산	11	21	21	21	21
기타비유동자산	1,112	1,113	1,124	1,115	1,107
자산총계	1,803	1,848	1,916	1,999	2,095
유동부채	432	595	592	597	601
매입채무 및 기타채무	152	167	173	178	182
차입금	163	239	239	239	239
유동성채무	103	175	166	166	166
기타유동부채	14	14	14	14	14
비유동부채	207	49	55	61	67
차입금	40	20	26	32	38
사채	150	0	0	0	0
기타비유동부채	17	29	29	29	29
부채총계	639	644	648	658	668
지배자분	1,164	1,204	1,268	1,341	1,427
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	516	516	516
이익잉여금	94	107	171	244	330
기타자본변동	-24	0	0	0	0
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	1,164	1,204	1,268	1,341	1,427
총차입금	457	451	448	454	460

## 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,319	1,661	2,487	2,916	3,374
PER	28.1	26.8	15.6	13.3	11.5
BPS	40,278	42,487	44,774	47,340	50,364
PBR	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
EBITDAPS	3,023	3,685	4,659	4,907	5,240
EV/EBITDA	15.8	15.0	10.4	9.4	8.3
SPS	29,287	29,178	32,044	33,872	35,598
PSR	1.3	1.5	1.2	1.1	1.1
CFPS	1,275	1,719	2,714	3,202	3,501
DPS	320	350	350	350	350

## 재무비율

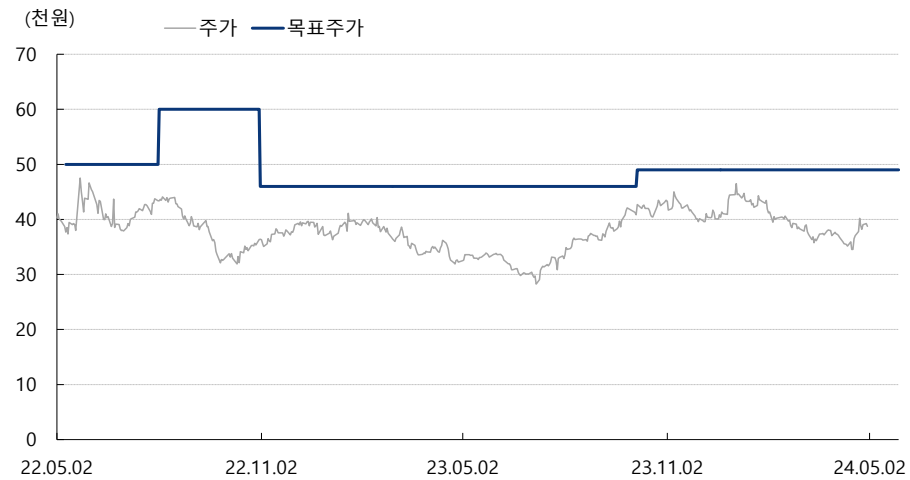
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	10.2	-2.1	9.5	5.7	5.1
영업이익 증가율	4.5	25.5	49.1	11.4	12.0
순이익 증가율	53.2	23.8	49.3	17.2	15.7
수익성					
ROIC	3.7	4.7	5.7	6.4	7.1
ROA	2.1	2.6	3.7	4.2	4.7
ROE	3.3	4.0	5.7	6.3	6.9
안정성					
부채비율	54.9	53.5	51.1	49.1	46.8
순차입금비율	25.3	24.4	23.4	22.7	22.0
이자보상배율	3.5	3.5	5.3	5.8	6.4

## HK 이노엔 [195940]

1Q24 Re. 확실히 잘 팔리는 케이캡(Q&A 포함)

### HK 이노엔 최근 2년간 목표주가 변동추이



### 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.02.21	매수	50,000	(14.37)	(7.40)	2023.08.02	매수	46,000	(25.56)	(8.48)
2022.05.10	매수	50,000	(16.18)	(5.00)	2023.10.06	매수	49,000	(14.17)	(11.22)
2022.08.02	매수	60,000	(37.23)	(26.50)	2023.10.31	매수	49,000	(14.16)	(5.10)
2022.11.01	매수	46,000	(16.75)	(10.65)	2024.01.11	매수	49,000	(16.58)	(5.10)
2023.02.14	매수	46,000	(18.41)	(10.65)	2024.02.14	매수	49,000		
2023.04.10	매수	46,000	(18.41)	(10.65)	2024.05.02	매수	49,000		
2023.04.10	매수	46,000	(18.41)	(10.65)					
2023.04.10	매수	46,000	(19.39)	(10.65)					
2023.05.03	매수	46,000	(27.51)	(26.30)					
2023.05.30	매수	46,000	(30.42)	(26.30)					
2023.07.10	매수	46,000	(30.46)	(26.30)					

자료: 교보증권 리서치센터

## ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2024.03.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.6	2.9	1.5	0.0

### [업종 투자의견]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

### [기업 투자가간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하