

# HK이노엔

## 195940

Aug 01, 2024

Buy

유지

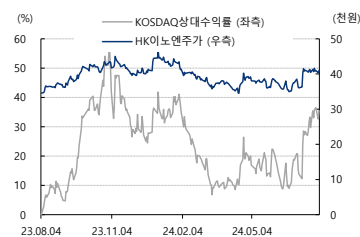
TP 49,000 원

유지

## Company Data

현재가(07/30)	40,950 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	46,500 원
52 주 최저가(보통주)	32,900 원
KOSPI (07/30)	2,738.19p
KOSDAQ (07/30)	803.78p
자본금	145 억원
시가총액	11,601 억원
발행주식수(보통주)	2,833 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	27.3 만주
평균거래대금(60 일)	110 억원
외국인자본(보통주)	8.69%
주요주주	
한국콜마 외 1 인	43.02%
국민연금공단	6.25%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.2	-5.8	23.7
상대주가	14.2	-4.0	40.6

## 2Q24 Re. P-CAB 글로벌 시장 개화를 앞두고 (Q&amp;A 포함)

## 2Q24 실적 리뷰

2Q24 매출 2,193억(QoQ +3.2%, YoY +7.3%), OP 243억(QoQ +40.5%, YoY +58.8%, OPM 11.1%) 기록. 7/9일 교보증권 추정치(2,239억/226억)나 컨센서스(2,246억/229억)와 유사한 수준. 동 분기 특이 사항은 1) 2Q24 케이캡 원외처방액이 467억(QoQ +15%)으로 다시 한번 성장한 점, 다만 일부 국내 인식 매출분이 3Q로 이연되면서 371억(QoQ -148억) 인식 2) 케이캡 중국 로열티는 15억(QoQ +5억), 완제품 수출은 5억 기록, 3) H&B 부문은 상반기 광고선전비 인식에도 매출이 증가하면서 OPM은 7.8%로 수익성이 개선된 점. 특히 숙취해소재의 경우 전분기 매출은 감소했으나 2Q에는 다시 성장하면서 드링크/논드링크 모두 숙취해소 M/S 1위를 공고히해

## 24년 실적 가정

HK이노엔의 24년 연간 실적 추정치는 매출 9,172억(YoY +10.6%), OP 1,042억(YoY +58.33%, OPM 11.4%) 전망. 7/9일 교보증권 추정치(9,218억/1,025억)을 사실상 유지하고 컨센서스(9,103억/985억)와도 유사한 수준. 기존 가정들은 대부분 유지. 연간 케이캡 매출은 1,811억을 추정. 국내 1,700억, 중국 로열티 50억, 해외 완제품 수준 60억 가정한 것

## 투자의견 Buy, 목표주가 4.9만원 유지

HK이노엔에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 4.9만 유지. 현 시점 동사 주가에 가장 중요한 Catalyst는 케이캡 미국 3상 Data Readout. 비미란성은 2H24, 미란성은 25년 공개 예정. 더구나 23년 12월 미국에서 P-CAB 치료제를 출시한 Phathom Voqueenza의 경우 24년 2월 Express Scripts, 24년 7월 CVS 등 주요 PBM에 등재되기 시작. 미국 PBM 등재와 함께 미국 P-CAB의 상업적 잠재성을 평가할 수 있는 시기가 도래한 것. Voqueenza의 성과는 케이캡의 상업적 가치를 평가해볼 수 있는 가늠자인 만큼 향후 공개될 판매 실적 등에 주목해볼만. ETC 본업의 견조한 실적과 함께 지금은 케이캡 3상 결과 발표를 기다릴 시기

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	847	829	917	970	1,019
YoY(%)	10.2	-2.1	10.7	5.7	5.1
영업이익(십억원)	53	66	104	112	125
OP 마진(%)	6.3	8.0	11.3	11.5	12.3
순이익(십억원)	38	47	75	85	98
EPS(원)	1,319	1,661	2,656	2,992	3,459
YoY(%)	15.8	25.9	59.9	12.6	15.6
PER(배)	28.1	26.8	15.4	13.7	11.8
PCR(배)	11.1	11.6	7.9	7.7	7.2
PBR(배)	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	15.8	15.0	10.4	9.6	8.5
ROE(%)	3.3	4.0	6.1	6.5	7.0



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com



KYOBO 교보증권

[도표 1] HK 이노엔 분기 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F		2023	2024F	2025F
매출액	1,849	2,044	2,156	2,241	2,126	2,193	2,365	2,489		8,290	9,172	9,695
QoQ(%)	-14.5%	10.5%	5.5%	3.9%	-5.1%	3.2%	7.8%	5.2%				
YoY(%)	2.6%	-18.8%	8.8%	3.6%	15.0%	7.3%	9.7%	11.0%		-2.1%	10.6%	5.7%
ETC	1,642	1,799	1,900	2,009	1,922	1,938	2,082	2,200		7,350	8,142	8,623
QoQ(%)	-13.6%	9.6%	5.6%	5.7%	-4.3%	0.8%	7.5%	5.6%				
YoY(%)	1.5%	-21.1%	10.2%	5.7%	17.1%	7.7%	9.6%	9.5%		-2.3%	10.8%	5.9%
케이캡	242	289	329	334	519	371	452	468		1,195	1,811	1,992
QoQ(%)	60.8%	19.3%	13.8%	1.4%	55.5%	-28.5%	21.9%	3.6%				
YoY(%)	16.0%	-6.5%	39.3%	121.4%	114.1%	28.2%	37.3%	40.4%		31.9%	51.5%	10.0%
H&B	207	245	256	231	204	255	282	289		939	1,030	1,073
QoQ(%)	-21.1%	18.4%	4.5%	-9.8%	-11.7%	25.0%	10.7%	2.3%				
YoY(%)	11.9%	2.8%	-0.8%	-12.0%	-1.4%	4.1%	10.3%	25.0%		-0.5%	9.7%	4.1%
영업이익	56	153	224	225	173	243	289	337		658	1,042	1,120
OPM	3.0%	7.5%	10.4%	10.0%	8.1%	11.1%	12.2%	13.5%		7.9%	11.4%	11.6%
QoQ(%)	-33.2%	173.2%	46.6%	0.3%	-23.1%	40.5%	18.9%	16.6%				
YoY(%)	32.4%	-13.3%	0.7%	168.5%	208.9%	58.8%	28.9%	49.8%		25.4%	58.3%	7.5%
ETC	58	149	175	166	171	224	243	287		548	942	996
OPM	3.5%	8.3%	9.2%	8.3%	8.9%	11.6%	11.7%	13.0%		7.5%	11.6%	11.6%
QoQ(%)	723.8%	156.9%	17.4%	-5.1%	3.0%	31.0%	8.5%	18.1%				
YoY(%)	22.5%	-18.9%	-8.7%	2258%	194.8%	50.3%	38.9%	72.9%		27.5%	71.9%	5.7%
HB&B	-2	4	49	59	2	20	46	50		110	100	124
OPM	-1.0%	1.6%	19.1%	25.5%	1.0%	7.8%	16.3%	17.3%		11.7%	9.7%	11.6%
QoQ(%)	-102.6%	-300.0%	1125%	20.4%	-96.6%	900.0%	130.0%	8.7%				
YoY(%)	-60.4%	-156.4%	58.3%	-23.1%	-200.0%	400.0%	-6.1%	-15.3%		15.1%	-9.1%	24.1%
당기순이익	29	146	145	151	105	174	216	257		471	752	848
당기순이익률	1.6%	7.1%	6.7%	6.7%	4.9%	7.9%	9.1%	10.3%		5.7%	8.2%	8.7%
QoQ(%)	24.3%	403.4%	-0.4%	3.8%	-30.5%	65.7%	24.3%	18.8%				
YoY(%)	-60.8%	8.3%	-2.8%	547.4%	262.1%	19.2%	48.7%	70.1%		23.5%	59.5%	12.7%

자료: 교보증권 리서치센터

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

	2Q24P	교보증권	차이	컨센서스	차이	1Q24	QoQ(%)	2Q23	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 3Q24 &amp; 2024 실적 추정 변경 내역(단위: 억원)

	3Q24F				2024F					
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	2,201	2,215	-14	2,259	-58	9,078	9,081	-3	9,236	-158
영업이익	189	205	-16	219	-30	983	994	-11	985	-2
순이익	131	144	-13	156	-25	704	723	-19	768	-64
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. 케이캡 미국 기술이전 계약 규모 6,400억 중 비미란성 3상 결과 발표시 마일스톤 있는지?

A. 비미란성 임상 결과 발표에 따른 마일스톤 없음. 현 시점에서 다음 단계의 개발 마일스톤은 제품 허가 관련

#### Q2. 아이엠바이오로직스 기술이전 관련 2Q24 인식분 제외하고 추가로 인식가능한 분 있는지?

A. 2Q24에는 수익 인식. 향후 추가 개발시 프로핏 셰어링 가능하나 시기를 구체적으로 언급하기는 어려움.

#### Q3. 연초 제시했던 가이드언스에 변동 있는지?

A. 시장의 우려와는 달리 병원 파업에도 호실적 기록. 하반기에는 전문의약품 매출 증가하고 H&B 이익도 개선 될 것. 연 초 9000억, OPM 10% 초반 제시한 바 있으며 이는 충분히 달성 가능할 것. 가이드언스 특별한 변동 요인 없음

#### Q4. 케이캡 유럽 마일스톤 관련 업데이트는?

A. 24년 연내 인식할 수 있다고 확답 어려움. 연초 제시한 가이드언스에는 유럽 마일스톤 미포함

#### Q5. 2Q GPM은 얼마인지, GPM은 하반기 개선 추세 이어지는지?

A. 2Q GP는 1085억, 1Q 대비 증가함. 하반기 이익 개선 전망.

#### Q6. 경쟁 제품인 제일약품의 P-CAB 자큐보 관련 코멘트를 한다면?

A. 아직 출시되지는 않은 것으로 파악. 자큐보 출시시 PPI를 대체하는 P-CAB 시장의 전체 성장 속도 가속화할 것. 더구나 현재 P-CAB 시장은 고용량 중심인데 당사는 저용량 등으로 제품 다각화되어 있어 보다 용이하게 대응가능

#### Q7. 2Q24에는 의사 파업에 따른 영향 적었는데 파업 영향은 어디까지인지?

A. 예상보다 병원 파업 길어지는 중. 우선 파업과 관련이 큰 제품은 수액/주사제이며 매출 비중은 18%. 다만 당사는 의 료 계 파업에도 불구하고 중형급/소형급 병원으로의 환자 이동 현상을 예상하고 미리 대응했으며 현재 효과적인 것으로 판단. 특 히 기초 수액은 매출 규모가 유지되고 영양수액은 신공장 가동 3년차로 꾸준히 성장. 의료계 파업 영향 제한적

## [HK이노엔 195940]

## 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	847	829	917	970	1,019
매출원가	497	453	532	562	591
매출총이익	349	376	385	407	428
매출총이익률 (%)	41.3	45.4	42.0	42.0	42.0
판매비와관리비	297	310	281	295	303
영업이익	53	66	104	112	125
영업이익률 (%)	6.2	8.0	11.4	11.6	12.3
EBITDA	87	105	138	142	151
EBITDA Margin (%)	10.3	12.6	15.0	14.6	14.8
영업외손익	-15	-21	-15	-14	-12
관계기업손익	0	1	6	5	4
금융수익	6	6	7	9	12
금융비용	-17	-20	-20	-20	-21
기타	-4	-7	-8	-8	-8
법인세비용차감전순이익	38	45	90	98	113
법인세비용	0	-2	14	13	15
계속사업순이익	38	47	75	85	98
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	47	75	85	98
당기순이익률 (%)	4.5	5.7	8.2	8.7	9.6
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	38	47	75	85	98
지배순이익률 (%)	4.5	5.7	8.2	8.7	9.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	5	-3	-5	-5	-5
포괄순이익	43	44	70	79	93
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	43	44	70	79	93

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	95	112	122
당기순이익	38	47	75	85	98
비현금항목의 가감	58	62	66	60	57
감가상각비	26	28	24	21	18
외환손익	0	0	0	0	0
자본법평가손익	0	0	-6	-5	-4
기타	32	33	48	44	44
자산부채의 증감	-31	-23	-18	-9	-8
기타현금흐름	-7	-3	-28	-25	-25
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	39	78	87
기초 현금	87	111	108	147	224
기말 현금	110	108	147	224	312
NOPLAT	53	69	87	97	108
FCF	37	49	78	93	101

자료: HK 이노엔, 교보증권 리서치센터

## 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	408	433	498	590	691
현금및현금성자산	111	108	147	224	312
매출채권 및 기타채권	131	149	164	174	182
재고자산	126	142	157	166	174
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	1,922	2,007	2,105
유동부채	432	595	593	597	601
매입채무 및 기타채무	152	167	174	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	659	669
지배지분	1,164	1,204	1,273	1,348	1,436
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	516	516	516
이익잉여금	94	107	176	251	339
기타자본변동	-24	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,164	1,204	1,273	1,348	1,436
총차입금	457	451	448	454	460

## 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

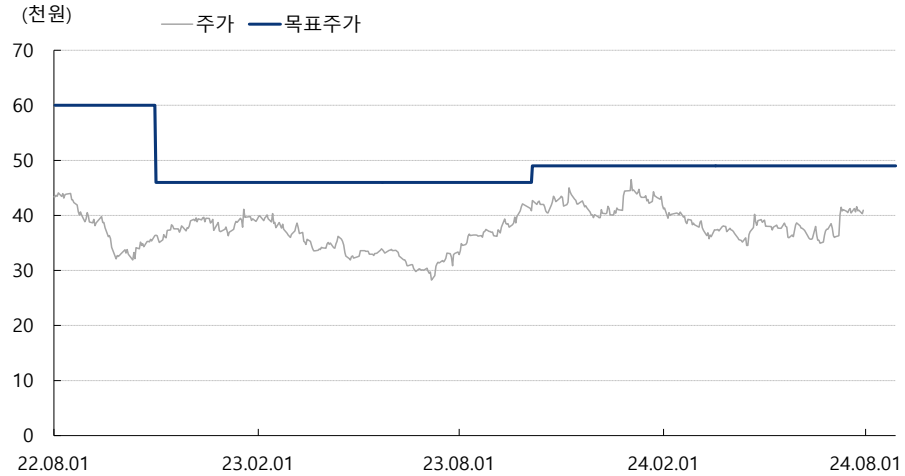
12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,319	1,661	2,656	2,992	3,459
PER	28.1	26.8	15.4	13.7	11.8
BPS	40,278	42,487	44,944	47,586	50,695
PBR	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8
EBITDAPS	3,023	3,685	4,868	4,995	5,339
EV/EBITDA	15.8	15.0	10.4	9.6	8.5
SPS	29,287	29,178	32,376	34,222	35,969
PSR	1.3	1.5	1.3	1.2	1.1
CFPS	1,275	1,719	2,752	3,274	3,580
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	10.7	5.7	5.1
영업이익 증가율	4.5	25.5	58.0	7.5	12.0
순이익 증가율	53.2	23.8	59.4	12.6	15.6
수익성					
ROIC	3.7	4.7	5.9	6.5	7.3
ROA	2.1	2.6	4.0	4.3	4.8
ROE	3.3	4.0	6.1	6.5	7.0
안정성					
부채비율	54.9	53.5	50.9	48.9	46.6
순차입금비율	25.3	24.4	23.3	22.6	21.9
이자보상배율	3.5	3.5	5.6	5.9	6.6

## 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)	2023.10.31	매수	49,000	(14.16)	(5.10)
2022.05.10	매수	50,000	(16.18)	(5.00)	2024.01.11	매수	49,000	(16.58)	(5.10)
2022.08.02	매수	60,000	(37.23)	(26.50)	2024.05.02	매수	49,000	(24.45)	(21.12)
2022.11.01	매수	46,000	(16.75)	(10.65)	2024.07.09	매수	49,000	(22.35)	(15.10)
2023.02.14	매수	46,000	(18.41)	(10.65)	2024.08.01	매수	49,000		
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)					
2023.08.02	매수	46,000	(25.56)	(8.48)					
2023.10.06	매수	49,000	(14.17)	(11.22)					

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 2024.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.2	3.2	0.6	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