



Buy(Maintain)

목표주가: 52,000원

주가(7/8): 36,300원

시가총액: 10,284억 원

의료기기 Analyst 신민수
alstn0527@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (7/8)		859.27pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	46,500 원	28,250원
등락률	-21.9%	28.5%
수익률	절대	상대
1M	-2.7%	-1.9%
6M	-17.3%	-15.4%
1Y	25.0%	25.1%

Company Data

발행주식수	28,330 천주
일평균 거래량(3M)	188천주
외국인 지분율	8.2%
배당수익률(2024E)	1.0%
BPS(2024E)	44,951원
주요 주주	한국콜마 외 1인 43.0%

투자지표

(십억 원) IFRS 별도	2022	2023	2024E	2025E
매출액	846.5	828.9	918.2	993.8
영업이익	52.5	65.9	107.4	132.3
EBITDA	87.4	104.7	144.1	163.9
세전이익	37.8	45.2	91.6	117.0
순이익	38.1	47.2	82.4	105.3
지배주주지분순이익	38.1	47.2	82.4	105.3
EPS(원)	1,319	1,661	2,910	3,716
증감률(% YoY)	33.7	25.9	75.2	27.7
PER(배)	28.1	26.8	12.5	9.8
PBR(배)	0.92	1.05	0.81	0.75
EV/EBITDA(배)	15.8	15.0	8.6	6.8
영업이익률(%)	6.2	8.0	11.7	13.3
ROE(%)	3.3	4.0	6.7	8.0
순차입금비율(%)	26.6	25.9	16.8	6.8

자료: 키움증권

Price Trend



HK이노엔 (195940)

이익률 몸집 커지고, 다가오는 R&D 모멘텀 2개



2Q24 영업이익 260억 원(컨센서스 대비 +19% 상회)을 전망합니다. 지난 6/17, 동사가 초기 개발에 참여한 IMB-101이 총 1.3조 원에 L/O 되었고, 관련 선금금 중 일부인 약 30억 원을 수취할 예정입니다. 또한, 의료 파업 영향을 유통 채널 비중 변화로 최소화할 것으로 추정했습니다. 이익 부분으로는 MSD 백신 사업 철수로 인해 매출총이익률이 한 단계 성장할 것이기에 시장 기대치 상회를 전망합니다. 향후 모멘텀으로는 7/19 'Voquezna'의 NERD 적응증 확장 여부, 2H24 '케이캡'의 NERD 3상 결과 발표가 있어 밸류에이션 리레이팅 가능성도 존재합니다.

>>> L/O, 파업 영향 선방, 원가 개선으로 기대치 상회 전망

2Q24 실적은 매출액 2,280억 원(YoY +11.5%, QoQ +7.2%), 영업이익 260억 원(YoY +69.3%, QoQ +50.4%, OPM 11.4%)을 전망하며 매출액과 영업이익 컨센서스를 각각 +2.5%, +19.3% 상회할 것이다.

L/O 수익료: 약 30억 원의 기술 이전 수익료를 전망한다. 지난 6월 17일, 동사가 초기 신약 개발 과정에 참여한 OX40L x TNF-alpha 이중항체 후보물질 IMB-101(OXTIMA)의 L/O가 약 1.3조 원 규모로 발표되었다. 기술을 이전 받은 업체는 미국의 Navigator Medicines로, 선금금 \$20M(약 276억 원)을 지급하였다. 동사가 해당 계약에서 수취할 수 있는 비율을 10%로 가정하였다.

수액제: 2Q24 매출액 293억 원(YoY +7.1%)을 전망한다. 1Q24에도 유통 채널을 대형 병원 → 2차 병원 등으로 바꾸며 의료 파업 영향을 최소화하는 데에 성공했다. 이번 분기에도 부정적인 영향을 상쇄하는 데에 성공할 것이다.

'케이캡': 2Q24 매출액 425억 원(YoY +46.9%)을 전망한다. 국내에서는 시장에 새로운 채널의 재고를 쌓아두기 위해 매출액이 크게 증가한 것에 비해 2Q24는 해당 효과가 상대적으로 덜할 전망이다. 중국에서 판매되는 '케이캡'(타이신판) 관련 로열티는 현지 리베이트 조치 이후 처방량이 꾸준히 증가하여 1Q24보다 5억 원 증가한 15억 원으로 전망한다.

MSD 백신 관련 NIP 정산: '24년 연간 300억 원 → 200억 원 수준으로 감소할 전망이다. 2Q24에 100억 원의 정산 금액을 가정하였고, 그에 따라 ETC 사업부의 기타 매출액은 85억 원(YoY -40.1%)으로 인식될 것이라 예상한다.

매출총이익률: 전사적으로 한 단계 성장하여 '24년 49.9%(YoY +4.5%P)를 전망한다. 이익률이 낮은 한자릿수(low-single-digit) 수준의 MSD 백신 사업을 철수하며 마진 개선이 경상적으로 유지될 것이라 판단한다.

>>> 경쟁사의 적응증 확장과 동사의 3상 결과, 목표주가 유지

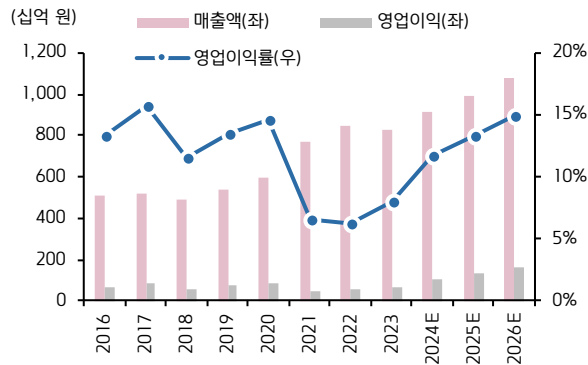
선행 4개분기 EPS 2,992원에 목표 PER 17.3배를 적용하여 목표주가 52,000원을 그대로 유지한다. 7월 19일, 미국 P-CAB 계열 경쟁사 Phathom Pharma의 'Voquezna'가 비미란성 식도염 적응증 허가가 결정된다. 경쟁사가 먼저 시장을 개척하면, 동사는 매력적인 약가 설정을 통해 가성비를 장점으로 내세우며 빠르게 시장에 침투할 수 있다. 결국 'Voquezna' 적응증 확장이 성공할 경우, 동사의 미국 진출 성공 가능성이 높아진다고 해석할 수 있다. 이후에는 2H24 '케이캡'의 미국 비미란성 식도염 3상 결과도 기다리고 있다. 유럽 파트너십 업체를 선정하는 과제 또한 연내에 남아 있다.

HK이노엔 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	184.9	204.4	215.6	224.1	212.6	228.0	237.0	240.7	828.9	918.2	993.8
YoY	2.6%	-18.8%	8.8%	3.7%	15.0%	11.5%	9.9%	7.4%	-2.0%	10.8%	8.2%
ETC	164.2	179.9	190.0	201.0	192.2	201.9	210.4	216.3	734.9	820.8	889.1
수액제	25.3	27.4	32.3	29.5	27.7	29.3	35.9	32.4	114.5	125.4	141.0
수액(기초)	12.6	13.7	15.9	14.5	13.6	13.0	16.5	14.9	56.8	58.0	62.1
수액(영양)	6.6	7.0	9.0	7.9	7.4	9.0	11.3	9.7	30.6	37.5	45.5
수액(특수)	6.1	6.6	7.4	7.1	6.7	7.3	8.1	7.8	27.2	29.9	33.4
순환기계	30.8	31.6	31.1	32.6	57.4	66.7	63.1	66.9	126.1	254.0	270.4
당뇨/신장	10.8	12.7	13.6	13.7	24.1	26.1	26.6	27.4	50.8	104.2	103.4
소화기계	26.0	30.9	34.8	35.3	53.3	44.6	46.0	48.5	127.0	192.3	204.5
케이캡	24.2	28.9	32.9	33.4	51.9	42.5	44.1	46.6	119.5	185.0	197.0
소화기계 기타	1.8	2.0	1.9	1.9	1.4	2.1	1.9	1.9	7.5	7.3	7.5
항생제	11.1	14.6	11.7	11.7	12.5	14.8	12.6	12.0	49.2	51.9	56.5
항암	9.6	11.6	11.9	10.8	11.0	11.9	12.2	11.2	43.9	46.4	52.6
MSD 백신	35.3	36.8	37.1	40.6	-	-	-	-	149.7	0.0	0.0
ETC 기타	15.3	14.2	17.5	26.7	6.2	8.5	14.0	18.0	73.7	46.7	60.7
H&B	20.7	24.5	25.6	23.1	20.4	26.1	26.6	24.3	94.0	97.4	104.6
컨디션	15.0	15.4	14.9	16.8	13.2	16.5	15.5	17.8	62.0	62.9	69.5
헛개수	2.7	3.3	3.6	2.7	2.3	3.5	3.8	2.9	12.4	12.4	13.6
H&B 기타	3.0	5.8	7.0	3.7	4.9	6.1	7.3	3.7	19.5	22.1	21.5
매출원가	102.1	113.4	118.2	119.3	105.2	113.3	120.1	121.4	452.9	460.0	502.5
매출원가율	55.2%	55.5%	54.8%	53.2%	49.5%	49.7%	50.7%	50.5%	54.6%	50.1%	50.6%
매출총이익	82.8	91.0	97.4	104.8	107.4	114.7	116.9	119.2	376.0	458.2	491.2
매출총이익률	44.8%	44.5%	45.2%	46.8%	50.5%	50.3%	49.3%	49.5%	45.4%	49.9%	49.4%
판매비와관리비	77.1	75.7	75.0	82.3	90.1	88.7	86.5	85.5	310.0	350.9	358.9
판매비율	41.7%	37.0%	34.8%	36.7%	42.4%	38.9%	36.5%	35.5%	37.4%	38.2%	36.1%
영업이익	5.6	15.3	22.4	22.5	17.3	26.0	30.4	33.7	65.9	107.4	132.3
YoY	16.4%	-13.7%	-1.0%	167.5%	206.2%	69.3%	35.6%	49.6%	22.8%	62.8%	23.2%
영업이익률	3.0%	7.5%	10.4%	10.1%	8.1%	11.4%	12.8%	14.0%	8.0%	11.7%	13.3%
당기순이익	2.9	14.6	14.5	15.1	10.5	19.9	24.4	27.7	47.2	82.4	105.3
YoY	-64.0%	6.2%	-32.0%	546.0%	256.7%	36.4%	67.5%	83.1%	3.4%	74.7%	27.7%
당기순이익률	1.6%	7.1%	6.7%	6.7%	4.9%	8.7%	10.3%	11.5%	5.7%	9.0%	10.6%

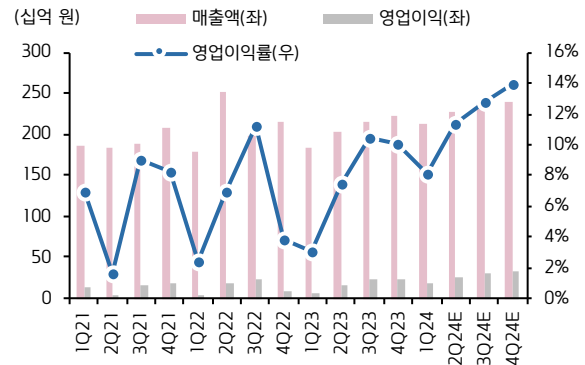
자료: HK이노엔, 키움증권 리서치센터

HK이노엔 연간 실적 추이 및 전망



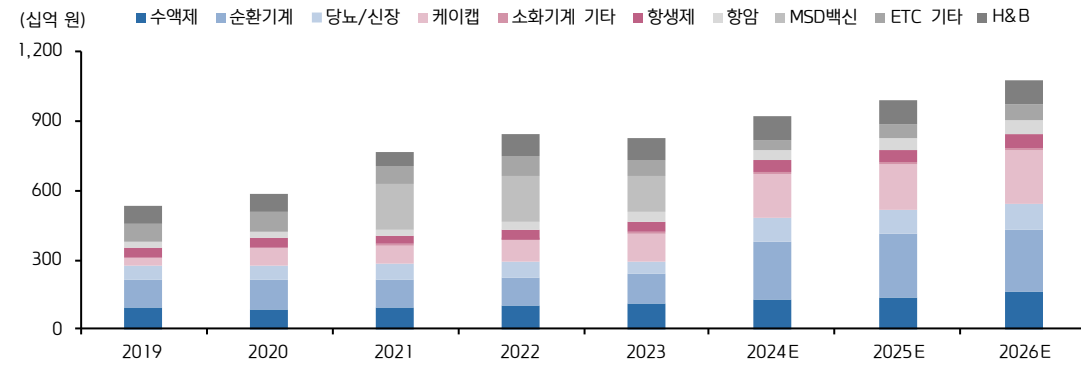
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

HK이노엔 분기 실적 추이 및 전망



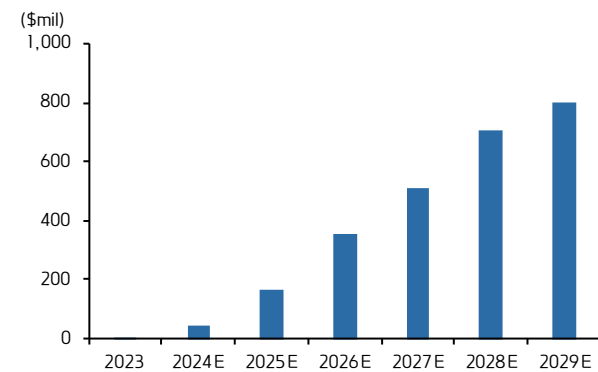
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

HK이노엔 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



자료: HK이노엔, 키움증권 리서치센터

'Voquezna'(vonoprazan) 매출액 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

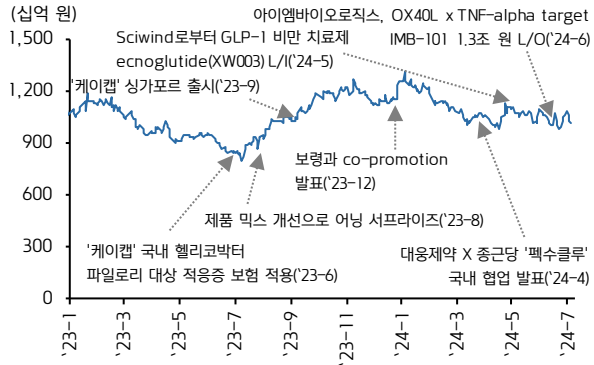
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Phathom Pharma의 'Voquezna' 월간 처방 데이터

시기	'24-05	'24-04	'24-03	'24-02	'24-01	'23-12	'23-11
WAC 처방액(\$)	235,300	165,100	113,750	70,850	34,450	9,750	3,900
MoM	42.5%	45.1%	60.6%	105.7%	253.3%	150.0%	-
판매량(팩)	362	254	175	109	53	15	6
MoM	42.5%	45.1%	60.6%	105.7%	253.3%	150.0%	-
판매량(유닛)	10,860	7,620	5,250	3,270	1,590	450	180
MoM	42.5%	45.1%	60.6%	105.7%	253.3%	150.0%	-
팩당 WAC(\$)	650	650	650	650	650	650	650
유닛당 WAC(\$)	22	22	22	22	22	22	22

자료: Bloomberg, Symphony Health, 키움증권 리서치센터

HK이노엔 시가총액 추이 분석



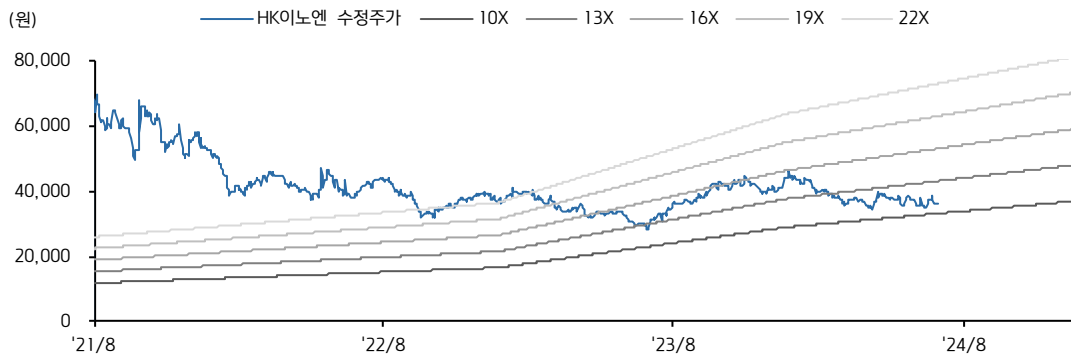
자료: FnGuide, HK이노엔, 언론보도, 키움증권 리서치센터

HK이노엔 목표주가 산정 내용

선행 4개분기 EPS	2,992 원
목표 PER	17.3 배
목표 주가	51,756 원
조정	52,000 원
현재 주가	36,300 원
상승 여력	43.3%

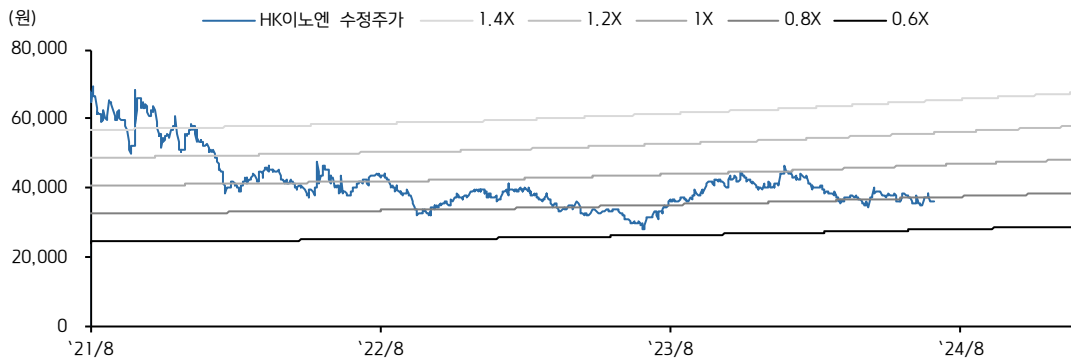
자료: 키움증권 리서치센터

HK이노엔 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, HK이노엔, 키움증권 리서치센터

HK이노엔 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, HK이노엔, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 별도	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	846.5	828.9	918.2	993.8	1,081.2
매출원가	497.1	452.9	460.0	502.5	544.9
매출총이익	349.4	376.0	458.2	491.2	536.3
판매비	296.9	310.0	350.9	358.9	375.4
영업이익	52.5	65.9	107.4	132.3	160.9
EBITDA	87.4	104.7	144.1	163.9	188.2
영업외손익	-14.7	-20.8	-15.8	-15.3	-11.2
이자수익	3.4	4.0	6.8	10.2	14.3
이자비용	15.1	18.7	18.7	18.7	18.7
외환관련이익	2.7	2.0	1.9	1.9	1.9
외환관련손실	2.1	1.7	1.6	1.6	1.6
종속 및 관계기업손익	-0.2	0.5	0.5	0.5	0.5
기타	-3.4	-6.9	-4.7	-7.6	-7.6
법인세차감전이익	37.8	45.2	91.6	117.0	149.7
법인세비용	-0.3	-2.0	9.2	11.7	15.0
계속사업순손익	38.1	47.2	82.4	105.3	134.7
당기순이익	38.1	47.2	82.4	105.3	134.7
지배주주순이익	38.1	47.2	82.4	105.3	134.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	10.2	-2.1	10.8	8.2	8.8
영업이익 증감율	4.5	25.5	63.0	23.2	21.6
EBITDA 증감율	5.9	19.8	37.6	13.7	14.8
지배주주순이익 증감율	53.1	23.9	74.6	27.8	27.9
EPS 증감율	33.7	25.9	75.2	27.7	28.0
매출총이익율(%)	41.3	45.4	49.9	49.4	49.6
영업이익율(%)	6.2	8.0	11.7	13.3	14.9
EBITDA Margin(%)	10.3	12.6	15.7	16.5	17.4
지배주주순이익율(%)	4.5	5.7	9.0	10.6	12.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 별도	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	58.6	83.0	104.0	131.5	155.4
당기순이익	38.1	47.2	82.4	105.3	134.7
비현금항목의 가감	58.5	61.9	57.9	51.9	46.7
유형자산감가상각비	26.4	28.5	27.4	23.0	19.4
무형자산감가상각비	8.4	10.3	9.3	8.6	8.0
지분법평가손익	-0.7	-1.3	0.0	0.0	0.0
기타	24.4	24.4	21.2	20.3	19.3
영업활동자산부채증감	-30.6	-23.0	-15.2	-5.5	-6.7
매출채권및기타채권의감소	-10.7	-15.2	-16.0	-13.6	-15.7
재고자산의감소	-16.2	-15.8	-15.3	-12.9	-14.9
매입채무및기타채무의증가	-3.6	2.8	20.5	21.1	24.0
기타	-0.1	5.2	-4.4	-0.1	-0.1
기타현금흐름	-7.4	-3.1	-21.1	-20.2	-19.3
투자활동 현금흐름	67.2	-34.0	7.5	7.5	7.4
유형자산의 취득	-20.3	-35.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.2	-2.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.1	-7.3	2.5	2.5	2.5
단기금융자산의감소(증가)	97.8	4.9	-1.7	-1.7	-1.8
기타	-10.2	6.8	6.7	6.7	6.7
재무활동 현금흐름	-102.5	-51.9	-28.4	-32.7	-32.7
차입금의 증가(감소)	-54.0	-24.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-24.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-5.3	-5.2	-5.7	-9.9	-9.9
기타	-19.0	-22.7	-22.7	-22.8	-22.8
기타현금흐름	-0.1	0.0	13.3	13.3	13.4
현금 및 현금성자산의 순증가	23.2	-2.9	96.5	119.6	143.4
기초현금 및 현금성자산	87.4	110.6	107.7	204.2	323.8
기말현금 및 현금성자산	110.6	107.7	204.2	323.8	467.2

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 별도	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	408.4	432.8	562.3	710.1	886.1
현금 및 현금성자산	110.6	107.7	204.2	323.7	467.1
단기금융자산	38.1	33.2	34.9	36.6	38.4
매출채권 및 기타채권	130.7	148.8	164.8	178.3	194.0
재고자산	125.8	141.7	156.9	169.9	184.8
기타유동자산	3.2	1.4	1.5	1.6	1.8
비유동자산	1,394.7	1,415.2	1,375.9	1,341.8	1,312.0
투자자산	17.8	25.1	22.6	20.1	17.6
유형자산	265.0	277.0	249.6	226.6	207.2
무형자산	1,088.1	1,076.2	1,066.9	1,058.2	1,050.3
기타비유동자산	23.8	36.9	36.8	36.9	36.9
자산총계	1,803.1	1,848.0	1,938.3	2,051.9	2,198.1
유동부채	432.2	595.0	615.5	636.5	660.5
매입채무 및 기타채무	152.5	166.7	187.2	208.2	232.2
단기금융부채	267.4	415.8	415.8	415.8	415.8
기타유동부채	12.3	12.5	12.5	12.5	12.5
비유동부채	206.7	49.3	49.3	49.3	49.3
장기금융부채	191.2	37.2	37.2	37.2	37.2
기타비유동부채	15.5	12.1	12.1	12.1	12.1
부채총계	638.9	644.3	664.8	685.8	709.9
지배자본	1,164.2	1,203.6	1,273.5	1,366.1	1,488.2
자본금	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
자본잉여금	516.1	516.1	516.1	516.1	516.1
기타자본	-24.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타포괄손익누계액	563.7	566.4	563.7	561.0	558.3
이익잉여금	94.1	106.5	179.1	274.4	399.3
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,164.2	1,203.6	1,273.5	1,366.1	1,488.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 별도	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,319	1,661	2,910	3,716	4,756
BPS	40,278	42,487	44,951	48,221	52,531
CFPS	3,343	3,840	4,953	5,549	6,406
DPS	320	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	28.1	26.8	12.5	9.8	7.6
PER(최고)	40.3	27.3	16.3		
PER(최저)	23.7	16.8	11.8		
PBR	0.92	1.05	0.81	0.75	0.69
PBR(최고)	1.32	1.07	1.06		
PBR(최저)	0.78	0.66	0.76		
PSR	1.27	1.52	1.12	1.03	0.95
PCFR	11.1	11.6	7.3	6.5	5.7
EV/EBITDA	15.8	15.0	8.6	6.8	5.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	13.5	12.0	12.0	9.4	7.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	0.8	1.0	1.0	1.0
ROA	2.1	2.6	4.4	5.3	6.3
ROE	3.3	4.0	6.7	8.0	9.4
ROIC	3.3	4.2	6.5	8.2	10.1
매출채권회전율	6.7	5.9	5.9	5.8	5.8
재고자산회전율	7.2	6.2	6.1	6.1	6.1
부채비율	54.9	53.5	52.2	50.2	47.7
순차입금비용	26.6	25.9	16.8	6.8	-3.5
이자보상배율	3.5	3.5	5.7	7.1	8.6
총차입금	458.6	452.9	452.9	452.9	452.9
순차입금	309.9	312.0	213.9	92.6	-52.6
EBITDA	87.4	104.7	144.1	163.9	188.2
FCF	31.3	39.6	118.2	145.2	165.4

Compliance Notice

- 당사는 7월 8일 현재 'HK이노엔(195940)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

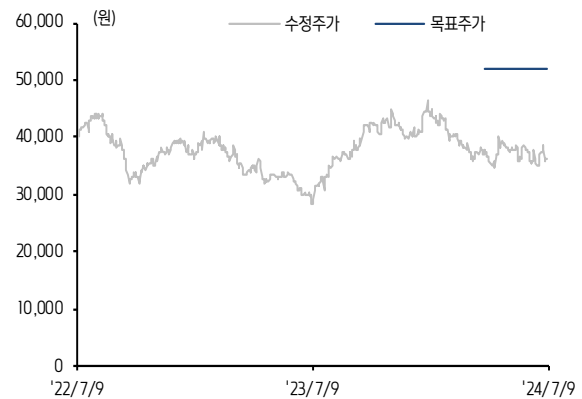
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
HK이노엔 (195940)	2024-04-01	Buy(Initiate)	52,000원	6개월	-30.70	-27.60
	2024-04-18	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-28.70	-22.69
	2024-05-02	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-28.71	-22.69
	2024-07-09	Buy(Maintain)	52,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/07/01~2024/06/30)

매수	중립	매도
94.71%	5.29%	0.00%