

## HK이노엔 195940

## 4Q24Pre: 소화불량 해소

## 4Q24 Preview: 소화불량 해소

HK이노엔의 별도기준 4Q24 매출액 및 영업이익은 각각 약 2,411억원(+7.6 YoY), 약 261억원(+15.9% YoY, OPM 10.8%)으로 컨센서스 매출액 2,525억원, 영업이익 287억원 대비 소폭 하회할 것으로 전망한다. 이는 케이캡 파트너 사항 출하량이 일시적으로 감소하여 국내 매출이 약 405억원(+26.3% YoY)으로 예상보다 저조할 것으로 전망됨에 따른다. 단, 월별 처방 실적은 약 513억원(+19.4% YoY)으로 견조하며 1분기부터 출하량이 회복할 것으로 전망된다.

컨디션 부문은 지속적인 시장 크기 축소에 따라 매출이 약 152억원(-9.5% YoY) 감소될 것으로 전망한다. 올해 1월 1일부터 인체적용시험 규제가 시행되어 시장 경쟁이 점차 해소되어 매출이 회복될 것으로 기대한다. 2025년 연간 매출액 및 영업이익은 각각 약 9,769억원(+8.2% YoY) 및 1,109억원(+23.2% YoY)로 견조한 성장을 이어갈 것으로 전망한다.

## 지금은 미국 진출을 바라볼 시기

올해 상반기 케이캡 비미란성식도염 글로벌 임상 3상 결과가 발표될 예정이다. 비미란성식도염에 대하여 올해 상반기 장기 안전성 임상 결과까지 확보한 후 FDA 단독 허가 신청을 제출할 것으로 예상된다. 미란성식도염 임상 3상은 작년 12월 환자 모집이 종료되었으며 연 내 임상 결과를 확인할 것으로 기대된다.

## 투자의견 매수, 목표주가 53,000원으로 하향

HK이노엔에 대하여 투자의견 매수를 유지하며 목표주가 기존 65,000원에서 53,000원으로 하향한다. 이는 최근 국내 peer사 멀티플 하락으로 인한 영업가치 조정 및 Phathom Pharma의 Voquezna 특허 단축 우려에 따른 2028년 이후 Market share 하향 조정에 따른다. 특허 단축으로 인한 제네릭 경쟁 심화에 따라 미국 케이캡 가치를 약 1,604억원으로 조정한다. 최근 Phathom Pharma는 특허 연장 신청하였으며 6월 결과에 따라 M/S를 추가 조정할 수 있다. 케이캡은 비미란성식도염 FDA 허가 신청을 앞두고 있으며 이를 바탕으로 유럽 파트너십계약 체결이 있을 수 있어 긍정적인 투자의견을 유지한다.

## Financial Data

| (십억원)        | 2021  | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 768   | 847   | 829   | 902   | 977   |
| 영업이익         | 50    | 53    | 66    | 90    | 111   |
| 영업이익률(%)     | 6.5   | 6.2   | 8.0   | 10.0  | 11.3  |
| 세전이익         | 28    | 38    | 45    | 74    | 93    |
| 지배주주지분순이익    | 25    | 38    | 47    | 59    | 75    |
| EPS(원)       | 861   | 1,319 | 1,666 | 2,086 | 2,662 |
| 증감률(%)       | -85.6 | 53.2  | 26.3  | 25.2  | 27.6  |
| ROE(%)       | 2.6   | 3.3   | 4.0   | 4.8   | 5.9   |
| PER(배)       | 61.0  | 28.1  | 26.7  | 18.1  | 14.2  |
| PBR(배)       | 1.3   | 0.9   | 1.0   | 0.9   | 0.8   |
| EV/EBITDA(배) | 21.9  | 15.8  | 15.0  | 10.7  | 8.7   |

자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 별도기준

김민정 제약·바이오

02-709-2656

kim.min\_jeong@ds-sec.co.kr

강태호 RA

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

2025.01.14

## 매수(유지)

|             |         |
|-------------|---------|
| 목표주가(하향)    | 53,000원 |
| 현재주가(01/13) | 37,800원 |
| 상승여력        | 40.2%   |

## Stock Data

|              |          |
|--------------|----------|
| KOSDAQ       | 708.2pt  |
| 시가총액(보통주)    | 1,071십억원 |
| 발행주식수        | 28,330천주 |
| 액면가          | 500원     |
| 자본금          | 14십억원    |
| 60일 평균거래량    | 238천주    |
| 60일 평균거래대금   | 9,971백만원 |
| 외국인 지분율      | 9.6%     |
| 52주 최고가      | 52,000원  |
| 52주 최저가      | 34,300원  |
| 주요주주         |          |
| 한국콜마(외 2인)   | 43.0%    |
| 국민연금공단(외 1인) | 6.1%     |

## 주가추이 및 상대강도

| (%) | 절대수익률 | 상대수익률 |
|-----|-------|-------|
| 1M  | 1.9   | -0.2  |
| 3M  | -21.4 | -13.3 |
| 6M  | -7.9  | 8.8   |

## 주가차트

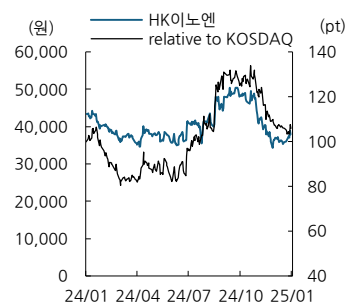


표1 HK이노엔 Valuation table

단위: 십억원, 배, 천주, 원

| 항목               | 비고                               |
|------------------|----------------------------------|
| ① 영업가치           | 1,604.8                          |
| '25F EBITDA      | 152.3                            |
| Target EV/EBITDA | 10.5 국내 주요 제약사 12mF 평균 EV/EBITDA |
| ② 미국 케이캡 가치      | 160.4 2026년 미국 출시 전망             |
| ③ 순차입금           | 256.7                            |
| ④ 기업가치 (=①+②-③)  | 1,508                            |
| ⑤ 주식수            | 28,330                           |
| 적정 주가 (=④/⑤)     | 53,247 =53,000원                  |

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표2 4Q24 HK이노엔 실적 추정(별도 기준)

| (십억원) | 변경 후  | 변경 전  | 차이    | 컨센서스  | 차이     | 4Q23  | YoY   | 3Q24  | QoQ   |
|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액   | 241.1 | 262.8 | -8.2% | 252.5 | -4.5%  | 224.1 | 7.6%  | 229.5 | 5.1%  |
| 영업이익  | 26.1  | 27.6  | -5.3% | 28.7  | -9.0%  | 22.5  | 15.9% | 22.2  | 17.5% |
| 당기순이익 | 16.9  | 18.6  | -9.0% | 21.7  | -22.0% | 14.8  | 14.0% | 14.5  | 16.7% |
| OPM   | 10.8% | 10.5% | -     | 11.4% | -      | 10.1% | -     | 9.7%  | -     |
| NPM   | 7.0%  | 7.1%  | -     | 8.6%  | -      | 6.6%  | -     | 6.3%  | -     |

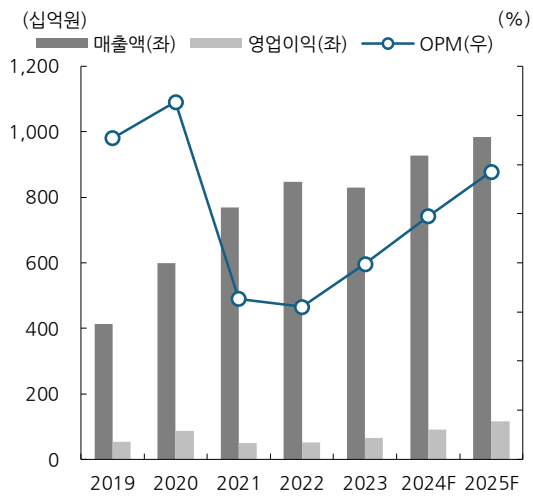
자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 HK이노엔 실적 추이 및 전망 (별도 기준)

| (십억원, %) | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23  | 4Q23   | 1Q24   | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24F | 2023  | 2024F | 2025F |
|----------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액      | 184.9  | 204.4  | 215.6 | 224.1  | 212.6  | 219.3 | 229.5 | 241.1 | 828.9 | 902.5 | 976.9 |
| YoY      | 2.6%   | -18.9% | 8.8%  | 3.6%   | 15.0%  | 7.3%  | 6.4%  | 7.6%  | -2%   | 9%    | 8%    |
| ETC      | 164.2  | 179.9  | 190.0 | 200.9  | 192.2  | 193.8 | 206.3 | 218.4 | 734.9 | 810.6 | 884.8 |
| 케이캡      | 24.4   | 31.3   | 34.5  | 34.7   | 53.2   | 38.7  | 39.3  | 50.5  | 125.0 | 181.7 | 236.2 |
| 카나브패밀리   | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 0.0    | 37.3   | 37.3  | 38.0  | 38.6  | 0.0   | 151.1 | 148.9 |
| 수액제제     | 25.3   | 27.4   | 32.3  | 31.9   | 30.4   | 32.9  | 34.1  | 31.9  | 116.9 | 129.2 | 130.8 |
| 백신       | 35.3   | 36.8   | 37.1  | 29.7   | -8.7   | -8.7  | -3.5  | -3.5  | 138.9 | -24.4 | 0.0   |
| 기타       | 79.3   | 86.7   | 87.7  | 105.9  | 81.4   | 95.3  | 102.0 | 105.8 | 369.7 | 384.5 | 392.2 |
| HB&B     | 20.7   | 24.5   | 25.6  | 23.1   | 20.4   | 25.5  | 23.2  | 22.8  | 94.0  | 91.9  | 92.1  |
| 컨디션 시리즈  | 14.9   | 15.4   | 14.9  | 16.8   | 13.2   | 16.4  | 13.6  | 15.2  | 62.0  | 58.4  | 58.5  |
| 기타       | 5.8    | 9.1    | 10.7  | 6.4    | 7.3    | 9.1   | 9.6   | 7.6   | 31.9  | 33.6  | 33.6  |
| 매출총이익    | 82.8   | 91.0   | 97.4  | 104.8  | 107.4  | 4.0   | 105.3 | 112.5 | 376.0 | 433.6 | 464.8 |
| GMP      | 44.8%  | 44.5%  | 45.2% | 46.8%  | 50.5%  | 49.5% | 45.9% | 46.6% | 45.4% | 48.0% | 47.6% |
| YoY      | 13.9%  | -7.6%  | 4.3%  | 23.4%  | 29.7%  | 19.3% | 8.1%  | 7.3%  | 7.6%  | 15.3% | 7.2%  |
| 영업이익     | 5.6    | 15.3   | 22.4  | 22.5   | 17.3   | 24.3  | 22.2  | 26.1  | 65.9  | 90.0  | 110.9 |
| OPM      | 3.1%   | 7.5%   | 10.4% | 10.1%  | 8.1%   | 11.1% | 9.7%  | 10.8% | 8.0%  | 10.0% | 11.3% |
| YoY      | 33.3%  | -13.2% | 0.7%  | 169.0% | 206.0% | 58.9% | -0.8% | 15.9% | 25.5% | 36.5% | 23.2% |
| 당기순이익    | 2.9    | 14.5   | 14.4  | 14.8   | 10.4   | 17.4  | 14.5  | 16.9  | 46.7  | 59.3  | 76.0  |
| YoY      | -61.4% | 6.4%   | -3.4% | 571.5% | 256.7% | 20.1% | 0.5%  | 14.0% | 21.8% | 26.9% | 28.3% |
| NPM      | 1.6%   | 7.1%   | 6.7%  | 6.6%   | 4.9%   | 7.9%  | 6.3%  | 7.0%  | 5.6%  | 6.6%  | 7.8%  |

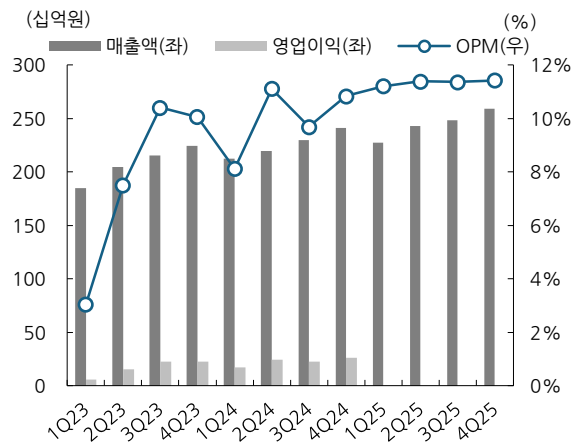
자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 HK이노엔 연간 실적 추이 및 전망



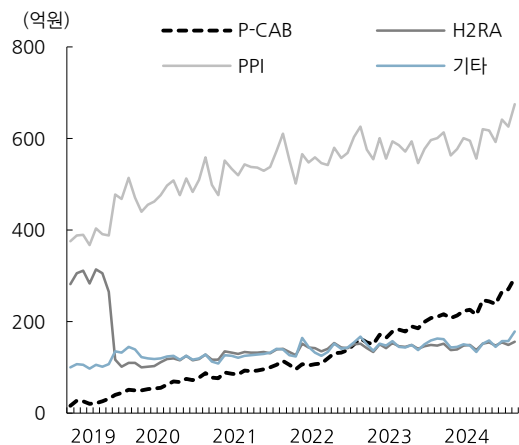
자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 HK이노엔 분기 실적 추이 및 전망



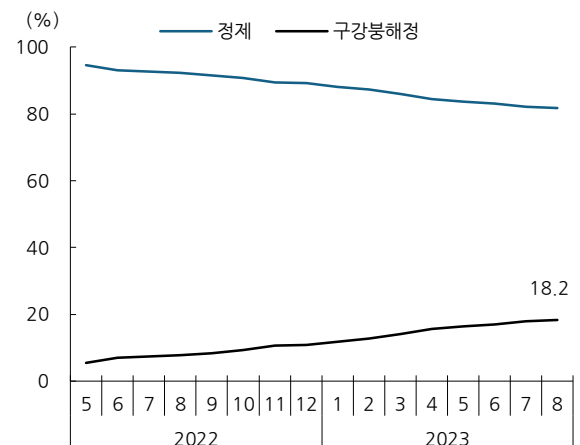
자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 P-CAB 제제 M/S



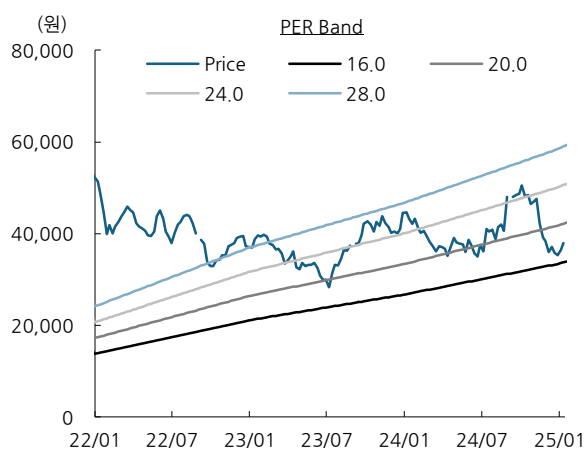
자료: UBIST, HK이노엔, DS투자증권 리서치센터

그림4 케이캡 정제/구강붕해정 처방 비율



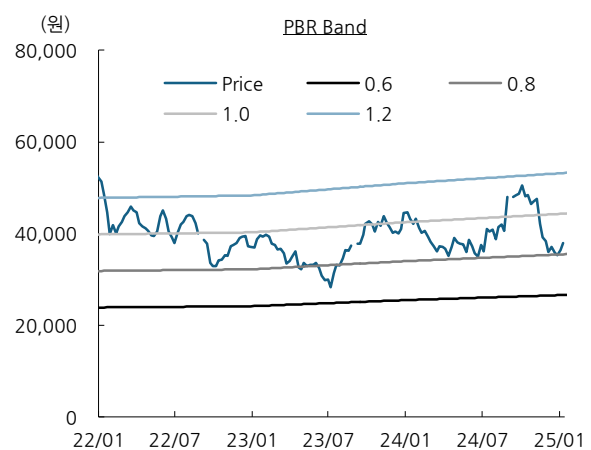
자료: UBIST, HK이노엔, DS투자증권 리서치센터

그림5 HK이노엔 P/E band



자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터

그림6 HK이노엔 P/B band



자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터

## [HK 이노엔 195940]

| 재무상태표       |       |       |       |       |       | 손익계산서         |      |      |      |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|------|------|------|-------|-------|
|             | 2021  | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F |               | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
| 유동자산        | 455   | 408   | 433   | 444   | 536   | 매출액           | 768  | 847  | 829  | 902   | 977   |
| 현금 및 현금성자산  | 87    | 111   | 108   | 81    | 147   | 매출원가          | 452  | 497  | 453  | 469   | 512   |
| 매출채권 및 기타채권 | 121   | 131   | 149   | 133   | 142   | 매출총이익         | 316  | 349  | 376  | 434   | 465   |
| 재고자산        | 108   | 126   | 142   | 192   | 206   | 판매비 및 관리비     | 266  | 297  | 310  | 344   | 354   |
| 기타          | 139   | 41    | 35    | 39    | 41    | 영업이익          | 50   | 53   | 66   | 90    | 111   |
| 비유동자산       | 1,383 | 1,395 | 1,415 | 1,455 | 1,444 | (EBITDA)      | 83   | 87   | 105  | 130   | 152   |
| 관계기업투자등     | 13    | 16    | 20    | 23    | 24    | 금융손익          | -19  | -11  | -14  | -5    | -17   |
| 유형자산        | 255   | 265   | 277   | 325   | 315   | 이자비용          | 19   | 15   | 19   | 0     | 0     |
| 무형자산        | 1,095 | 1,088 | 1,076 | 1,075 | 1,072 | 관계기업등 투자손익    | 0    | -1   | 0    | 0     | 0     |
| 자산총계        | 1,838 | 1,803 | 1,848 | 1,899 | 1,980 | 기타영업외손익       | -4   | -3   | -6   | -11   | 0     |
| 유동부채        | 414   | 432   | 595   | 618   | 632   | 세전계속사업이익      | 28   | 38   | 45   | 74    | 93    |
| 매입채무 및 기타채무 | 138   | 152   | 167   | 175   | 188   | 계속사업법인세비용     | 3    | 0    | -2   | 15    | 18    |
| 단기금융부채      | 261   | 268   | 416   | 425   | 425   | 계속사업이익        | 25   | 38   | 47   | 59    | 75    |
| 기타유동부채      | 15    | 12    | 13    | 18    | 19    | 중단사업이익        | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 비유동부채       | 272   | 207   | 49    | 27    | 27    | 당기순이익         | 25   | 38   | 47   | 59    | 75    |
| 장기금융부채      | 252   | 191   | 37    | 17    | 17    | 지배주주          | 25   | 38   | 47   | 59    | 75    |
| 기타비유동부채     | 20    | 16    | 12    | 10    | 10    | 총포괄이익         | 25   | 155  | 47   | 59    | 75    |
| 부채총계        | 686   | 639   | 644   | 645   | 659   | 매출총이익률 (%)    | 41.2 | 41.3 | 45.4 | 48.0  | 47.6  |
| 지배주주지분      | 1,151 | 1,164 | 1,204 | 1,254 | 1,321 | 영업이익률 (%)     | 6.5  | 6.2  | 8.0  | 10.0  | 11.3  |
| 자본금         | 14    | 14    | 14    | 14    | 14    | EBITDA마진률 (%) | 10.7 | 10.3 | 12.6 | 14.4  | 15.6  |
| 자본잉여금       | 516   | 516   | 516   | 466   | 466   | 당기순이익률 (%)    | 3.2  | 4.5  | 5.7  | 6.5   | 7.7   |
| 이익잉여금       | 174   | 94    | 107   | 210   | 277   | ROA (%)       | 1.4  | 2.1  | 2.6  | 3.2   | 3.9   |
| 비지배주주지분(연결) | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | ROE (%)       | 2.6  | 3.3  | 4.0  | 4.8   | 5.9   |
| 자본총계        | 1,151 | 1,164 | 1,204 | 1,254 | 1,321 | ROIC (%)      | 3.2  | 2.6  | 3.2  | 4.7   | 5.8   |

| 현금흐름표       |      |      |      |       |       | 주요투자지표       |        |        |        |        |        |
|-------------|------|------|------|-------|-------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |              | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
| 영업활동 현금흐름   | 27   | 59   | 83   | 118   | 107   | 투자지표 (x)     |        |        |        |        |        |
| 당기순이익(손실)   | 25   | 38   | 47   | 59    | 75    | P/E          | 61.0   | 28.1   | 26.7   | 18.1   | 14.2   |
| 비현금수익비용가감   | 63   | 58   | 62   | 66    | 42    | P/B          | 1.3    | 0.9    | 1.0    | 0.9    | 0.8    |
| 유형자산감가상각비   | 21   | 26   | 28   | 32    | 33    | P/S          | 2.0    | 1.3    | 1.5    | 1.2    | 1.1    |
| 무형자산상각비     | 11   | 8    | 10   | 8     | 8     | EV/EBITDA    | 21.9   | 15.8   | 15.0   | 10.7   | 8.7    |
| 기타현금수익비용    | 31   | 24   | 22   | 26    | 1     | P/CF         | 17.3   | 11.1   | 11.5   | 8.6    | 9.1    |
| 영업활동 자산부채변동 | -35  | -31  | -23  | -7    | -10   | 배당수익률 (%)    | 0.6    | 0.9    | 0.7    | 0.8    | 0.8    |
| 매출채권 감소(증가) | -23  | -11  | -15  | -10   | -10   | 성장성 (%)      |        |        |        |        |        |
| 재고자산 감소(증가) | -31  | -16  | -16  | -12   | -14   | 매출액          | 49.1   | 10.2   | -2.1   | 8.9    | 8.2    |
| 매입채무 증가(감소) | 37   | -4   | 3    | 15    | 13    | 영업이익         | -59.4  | 4.5    | 25.5   | 36.3   | 23.3   |
| 기타자산 부채변동   | -18  | 0    | 5    | 0     | 1     | 세전이익         | -69.1  | 35.4   | 19.4   | 63.0   | 26.8   |
| 투자활동 현금     | -167 | 67   | -34  | -73   | -33   | 당기순이익        | -62.9  | 53.2   | 23.8   | 25.2   | 27.6   |
| 유형자산처분(취득)  | -24  | -20  | -36  | -68   | -23   | EPS          | -85.6  | 53.2   | 26.3   | 25.2   | 27.6   |
| 무형자산 감소(증가) | -7   | -1   | -3   | -9    | -5    | 안정성 (%)      |        |        |        |        |        |
| 투자자산 감소(증가) | -136 | 94   | 0    | -6    | -3    | 부채비율         | 59.6   | 54.9   | 53.5   | 51.4   | 49.9   |
| 기타투자활동      | 0    | -6   | 4    | 10    | -1    | 유동비율         | 109.9  | 94.5   | 72.7   | 71.9   | 84.8   |
| 재무활동 현금     | 176  | -102 | -52  | -72   | -9    | 순차입금/자기자본(x) | 25.2   | 26.6   | 25.9   | 25.8   | 19.4   |
| 차입금의 증가(감소) | -188 | -58  | -28  | -13   | 0     | 영업이익/금융비용(x) | 2.6    | 3.5    | 3.5    | n/a    | n/a    |
| 자본의 증가(감소)  | 391  | -30  | -5   | -59   | -9    | 총차입금 (십억원)   | 513    | 459    | 453    | 442    | 442    |
| 배당금의 지급     | 0    | 5    | 5    | 9     | 9     | 순차입금 (십억원)   | 290    | 310    | 312    | 324    | 257    |
| 기타재무활동      | -27  | -15  | -19  | 0     | 0     | 주당지표(원)      |        |        |        |        |        |
| 현금의 증가      | 36   | 23   | -3   | -27   | 66    | EPS          | 861    | 1,319  | 1,666  | 2,086  | 2,662  |
| 기초현금        | 51   | 87   | 111  | 108   | 81    | BPS          | 39,832 | 40,278 | 42,487 | 44,279 | 46,627 |
| 기말현금        | 87   | 111  | 108  | 81    | 147   | SPS          | 26,580 | 29,287 | 29,259 | 31,856 | 34,479 |
| NOPLAT      | 45   | 38   | 48   | 72    | 90    | CFPS         | 3,035  | 3,343  | 3,850  | 4,420  | 4,156  |
| FCF         | -115 | 133  | 52   | 45    | 75    | DPS          | 320    | 320    | 320    | 320    | 320    |

자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 별도기준

## HK이노엔 (195940) 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자       | 투자의견  | 목표주가(원) | 과리율(%) |            | (원) |  |
|------------|-------|---------|--------|------------|-----|--|
|            |       |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |     |  |
| 2023-09-25 | 담당자변경 |         |        |            |     |  |
| 2023-09-25 | 매수    | 55,000  | -26.1  | -8.2       |     |  |
| 2023-10-18 | 매수    | 55,000  | -26.2  | -8.2       |     |  |
| 2023-10-31 | 매수    | 55,000  | -26.3  | -8.2       |     |  |
| 2024-01-11 | 매수    | 55,000  | -27.1  | -8.2       |     |  |
| 2024-07-23 | 매수    | 55,000  | -19.7  | -8.2       |     |  |
| 2024-10-14 | 매수    | 65,000  | -36.5  | -23.7      |     |  |
| 2024-10-31 | 매수    | 65,000  | -39.1  | -23.7      |     |  |
| 2025-01-14 | 매수    | 53,000  |        |            |     |  |

## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

| 기업 |                             | 산업   |                            |
|----|-----------------------------|------|----------------------------|
| 매수 | +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우      | 비중확대 |                            |
| 중립 | -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우 | 중립   | 업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견 |
| 매도 | -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우      | 비중축소 |                            |

## 투자의견 비율

기준일 2024.12.31

| 매수    | 중립   | 매도   |
|-------|------|------|
| 98.7% | 1.3% | 0.0% |

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.