

# HK 이노엔 (195940/KQ)

우려할 것이 없다

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 56,000 원(유지)

현재주가: 35,150 원

상승여력: 59.3%



Analyst  
이동건

dglee@sk.com.kr  
3773-9909

### Company Data

발행주식수	2,833 만주
시가총액	996 십억원
주요주주	
한국콜마(위)	43.02%
국민연금공단	7.28%

### Stock Data

주가(24/04/12)	35,150 원
KOSDAQ	860.47 pt
52주 최고가	46,500 원
52주 최저가	28,250 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

### 주가 및 상대수익률



## 1Q24 Preview: 공격적인 광고선전비 집행에도 견조한 실적 달성 전망

1Q24 개별 매출액 및 영업이익을 각각 2,178억원(+17.8% YoY, 이하 YoY 생략), 183억원(+223.8%, OPM 8.4%)으로 추정한다. 최근 시장의 우려와는 달리 컨센서스에 부합한 양호한 실적이 예상된다. 공격적인 컨디션 광고선전비 집행에 따른 수익성 악화 우려에도 불구하고 케이캡을 필두로 한 주요 품목들의 견조한 매출 성장이 전망된다.

1) 케이캡 매출액은 498억원(+105.3%)으로 추정한다. 1Q24 케이캡 처방액은 451억원(+26.5%)으로 견조한 성장세를 기록 중인 가운데 보령과 신규 파트너십 체결에 따른 수수료율 개선 효과, 그리고 보령으로의 재고 공급을 바탕으로 큰 폭의 매출 성장이 기대된다. 2) 순환기계 및 당뇨/신장 매출액은 813억원(+95.5%)으로 추정한다. 보령 '카나브패밀리', 그리고 아스트라제네카의 '직듀오', '시다프비아' 판권 확보를 바탕으로 전년대비 약 2배 매출 성장이 예상된다. 3) 수액제 매출액은 276억원(+9.0%)을 예상한다. 이는 전분기 대비로는 소폭 감소한 규모로 최근 의료계 파업 이슈로 기초수액 매출이 다소 부진했던 점에 기인한다. 4) H&B 부문 매출액은 225억원(+8.6%)을 예상한다. 컨디션, 티로그, 헛개수 등 주요 품목들의 고른 성장세가 예상된다. 다만 1Q24 컨디션 관련 공격적인 광고선전비 집행 영향으로 수익성은 일시적으로 약화된 것으로 판단된다.

## 2024년 영업이익 +63% 전망. 국내 P-CAB 시장 경쟁 우려 불필요

2024년 매출액 및 영업이익을 각각 9,253억원(+11.6%), 1,075억원(+63.0%, OPM 11.6%)으로 추정한다. 주요 품목들의 견조한 매출 성장이 연간 지속되는 가운데 의료계 파업 이슈로 1Q24 주춤했던 수액제 매출도 2Q24 이후로는 두 자릿수 매출 성장으로 성장 폭을 확대할 전망이다. 또한 케이캡 중국 로열티 및 수출 확대, 그리고 1Q24 확대됐던 광고선전비 역시 2Q24 이후로는 정상화됨에 따라 수익성은 1Q24를 저점으로 갈수록 뚜렷한 개선세를 기록할 전망이다. 한편 2Q24 부터는 대응제약과 종근당의 '팩스클루' 공동판매가 시작될 예정이다. 다만 이는 P-CAB 시장 내 경쟁 심화가 아닌 PPI 등 기존 시장을 대체하는 형태로 이어질 전망이다 만큼 케이캡 매출 성장에 대한 우려는 불필요하다.

## 견조한 실적, 파이프라인 모멘텀 감안 시 우려 불필요. 주가 반등 기대

목표주가를 유지한다. 최근 주가는 1Q24 실적, 국내 P-CAB 시장 경쟁 심화 우려 등으로 약세를 이어갔다. 하지만 이는 불필요한 우려로 판단된다. 견조한 실적 속 이르면 연내 미국 케이캡 NDA 제출 등 주요 파이프라인 모멘텀도 존재하는 만큼 반등 여지는 충분하다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	768	847	829	925	1,030	1,120
영업이익	십억원	50	53	66	107	144	166
순이익(지배주주)	십억원	25	38	47	80	106	119
EPS	원	861	1,319	1,666	2,822	3,756	4,185
PER	배	61.0	28.1	26.7	12.5	9.4	8.4
PBR	배	1.3	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	21.9	15.8	15.0	8.6	6.4	5.2
ROE	%	2.6	3.3	4.0	6.4	8.0	8.3

### HK 이노엔 1Q24 실적 추정

(십억원, %)	1Q24E	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Previous	vs. Pre
매출액	217.8	184.9	17.8	224.1	(2.8)	215.1	1.3	-	-
영업이익	18.3	5.6	223.8	22.5	(19.0)	18.1	1.0	-	-
세전이익	13.9	2.4	484.6	12.9	7.7	16.3	(14.7)	-	-
당기순이익	12.5	2.9	323.9	15.1	(17.5)	12.3	1.2	-	-
영업이익률	8.4	3.1		10.1		8.4		-	
순이익률	5.7	1.6		6.7		5.7		-	

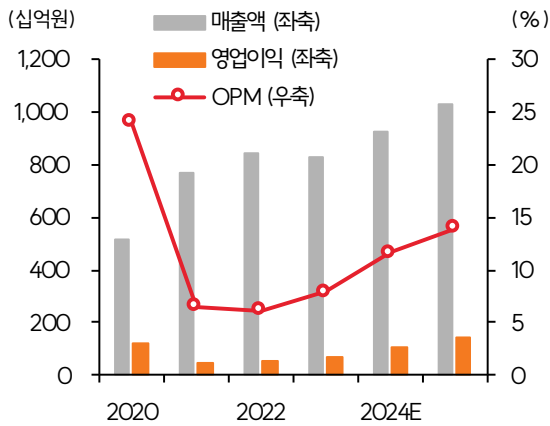
자료: HK 이노엔, Quantwise, SK 증권 추정

### HK 이노엔 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	184.9	204.4	215.6	224.1	217.8	221.0	236.7	249.7	846.5	828.9	925.3	1,030.3
YoY	3.2	(18.9)	9.8	3.6	17.8	8.2	9.8	11.5	10.2	(2.1)	11.6	11.3
ETC	164.2	179.9	190.0	200.9	195.3	194.0	208.8	224.2	752.1	734.9	822.3	919.9
수액제	25.3	27.4	32.3	29.5	27.6	30.9	33.3	34.8	101.1	114.5	126.6	138.0
소화기계	26.0	30.9	34.8	35.3	51.7	41.0	44.3	45.2	98.9	127.0	182.1	216.9
케이캡	24.2	28.9	32.9	33.4	49.8	38.9	42.4	43.2	90.5	119.5	174.2	208.6
순환기계	30.8	31.6	31.1	32.6	60.0	62.2	63.1	66.9	120.3	126.1	252.2	269.8
당뇨/신장	10.8	12.7	13.6	13.7	21.3	24.2	26.5	26.5	71.1	50.8	98.4	105.3
항생제	11.1	14.6	11.7	11.7	10.6	11.0	12.1	13.4	41.3	49.2	47.1	48.5
항암	9.6	11.6	11.9	10.8	10.5	12.4	13.4	12.5	29.9	43.9	48.9	53.8
MSD 백신	35.3	36.8	37.1	40.6	(3.9)	(4.0)	(4.1)	(4.5)	200.6	149.7	(16.5)	0.0
기타	15.3	14.2	17.5	26.7	17.5	16.3	20.2	29.4	89.0	73.7	83.4	87.6
H&B	20.7	24.5	25.6	23.1	22.5	27.1	27.9	25.5	94.4	94.0	103.0	110.3
컨디션	15.0	15.4	14.9	16.8	15.7	16.9	16.0	18.4	60.4	62.0	67.0	71.7
헛개수	2.7	3.3	3.6	2.7	2.9	3.5	3.8	2.8	13.2	12.4	13.0	13.4
기타	3.0	5.8	7.0	3.7	3.9	6.7	8.1	4.2	20.8	19.5	22.9	25.2
매출총이익	82.8	91.0	97.4	104.8	104.0	105.3	113.4	120.3	349.4	376.0	442.9	505.7
YoY	15.6	(7.3)	5.7	23.4	25.6	15.7	16.4	14.8	10.5	7.6	17.8	14.2
GPM	44.8	44.5	45.2	46.8	47.7	47.6	47.9	48.2	41.3	45.4	47.9	49.1
영업이익	5.6	15.3	22.4	22.5	18.3	23.1	33.4	32.7	52.5	65.9	107.5	144.3
YoY	46.1	(14.9)	5.2	169.0	223.8	50.7	49.0	45.1	4.5	25.5	63.0	34.3
OPM	3.1	7.5	10.4	10.1	8.4	10.4	14.1	13.1	6.2	8.0	11.6	14.0
세전이익	2.4	11.6	18.3	12.9	13.9	18.6	28.6	27.7	37.8	45.2	88.8	125.2
YoY	499.6	(25.0)	0.8	315.2	484.6	59.8	56.5	115.5	35.4	19.4	96.6	40.9
당기순이익	2.9	14.6	14.5	15.1	12.5	16.7	25.8	25.0	38.1	47.2	79.9	106.4
YoY	(59.0)	4.3	4.0	559.6	323.9	14.6	77.2	65.1	53.2	23.8	69.4	33.1
NPM	1.6	7.1	6.7	6.7	5.7	7.6	10.9	10.0	4.5	5.7	8.6	10.3

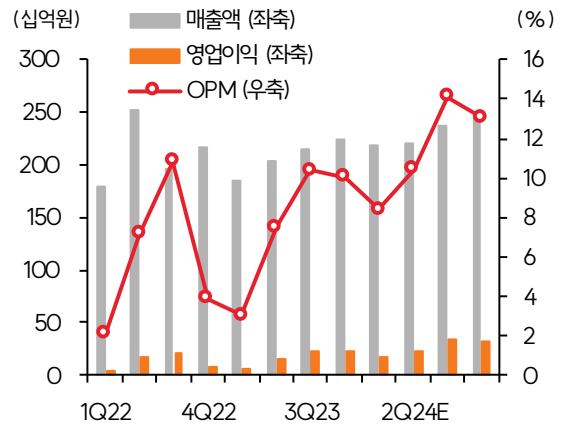
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

### HK 이노엔 연간 실적 추이 및 전망



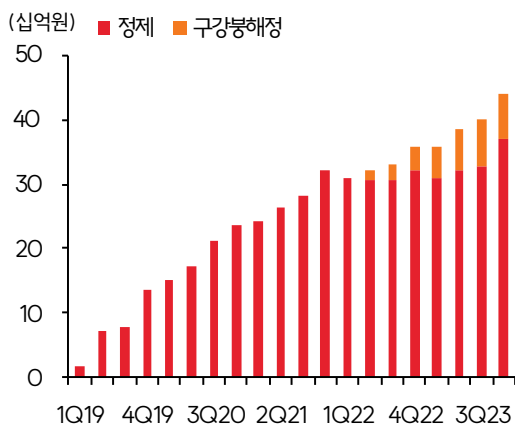
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

### HK 이노엔 분기 실적 추이 및 전망



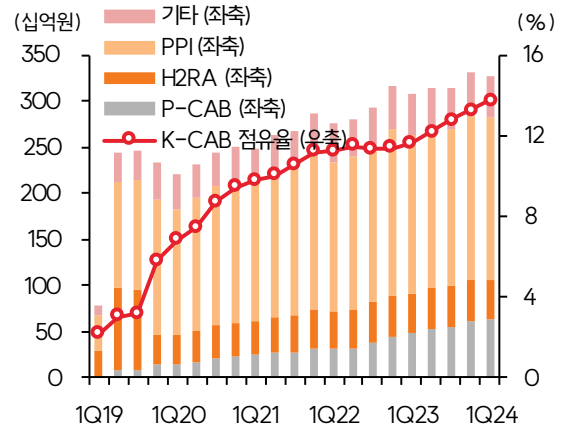
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

### 케이캡 처방 실적



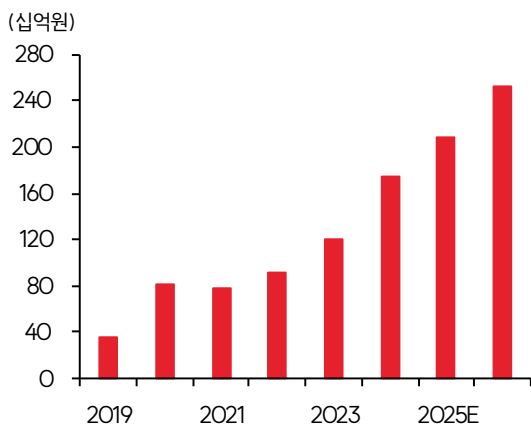
자료: UBIST, HK 이노엔, SK 증권

### 국내 소화성궤양용제 시장 추이



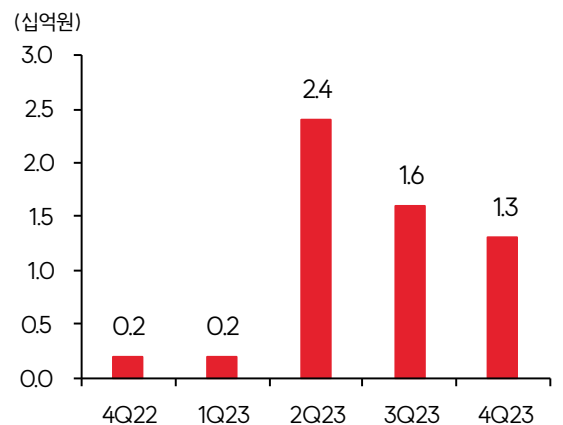
자료: UBIST, HK 이노엔, SK 증권 / 주: 1Q19는 3월 한 달치 기준

### HK 이노엔 케이캡 매출액 추이 및 전망



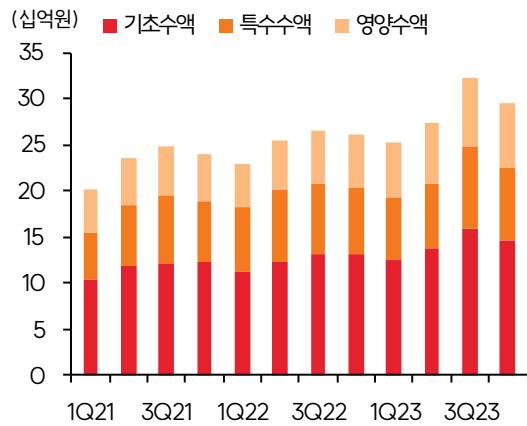
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

### HK 이노엔 케이캡 수출 매출 추이



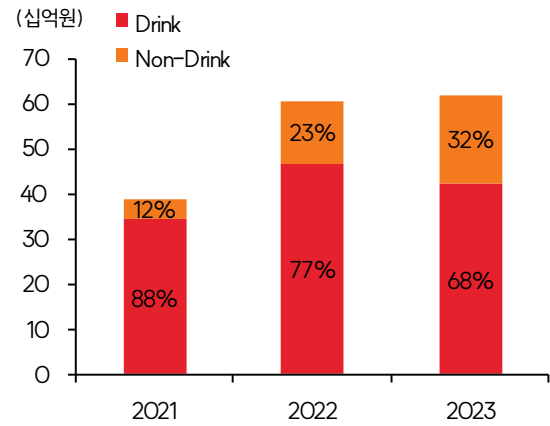
자료: HK 이노엔, SK 증권

### 수액제 매출 추이



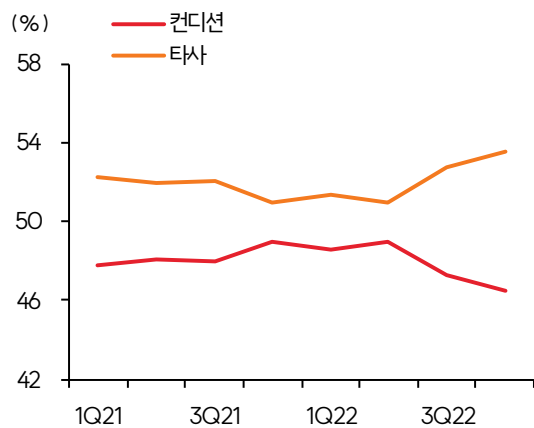
자료: HK 이노엔, SK 증권

### 컨디션 연간 매출



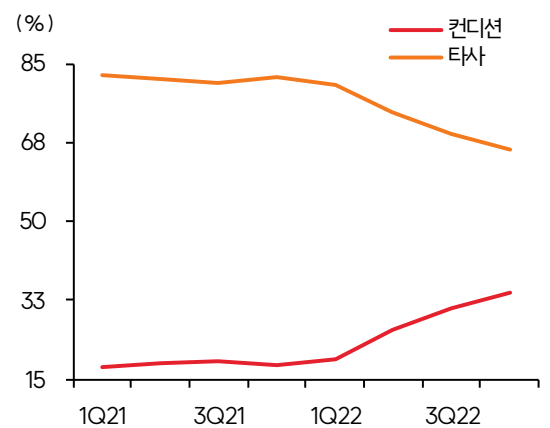
자료: HK 이노엔, SK 증권

### 숙취해소제 Drink 시장 점유율



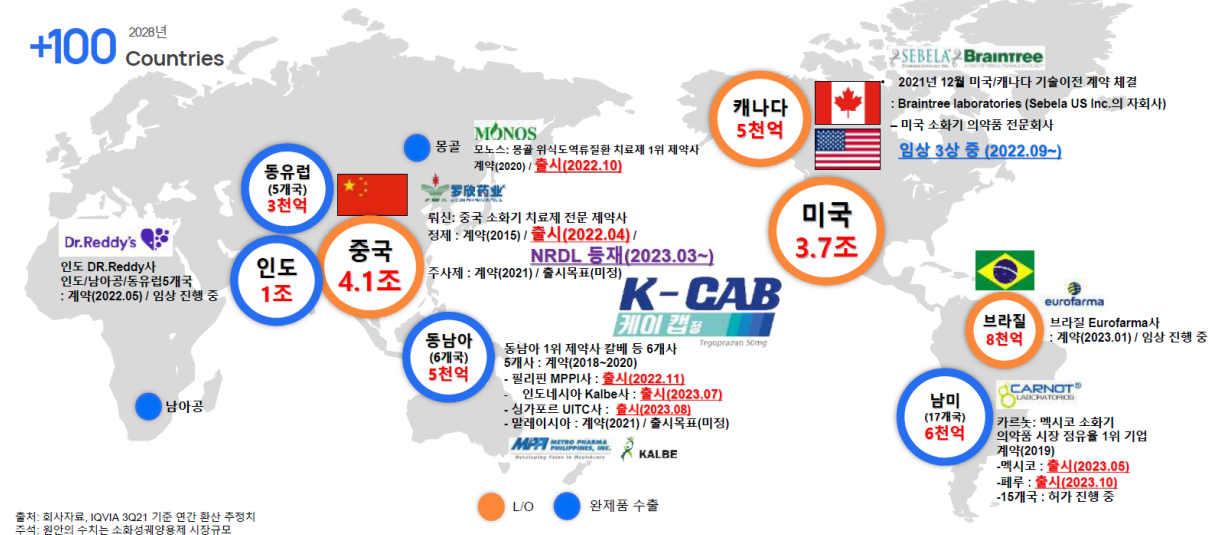
자료: Nielsen IQ Korea, HK 이노엔, SK 증권

### 숙취해소제 Non-Drink 시장 점유율



자료: Nielsen IQ Korea, HK 이노엔, SK 증권

## 케이캡 해외 진출 현황



자료: HK 이노엔, SK 증권

## 케이캡 중국 및 미국 진출 상황

## 중국(CHINA)



## ■ 泰欣赞 (타이신잔) 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) / **신이지장궤양(허가)** / **헬리코박터파일로리 재균요법(허가신청)**)
- ✓ 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 중
- ✓ 소화기 영업력 강 & 경쟁약물 대비 차별점(Fast-Onset)
- ✓ 경쟁약물 가 장 높은 약가(중국 혁신 신약)

## 미국(USA)



## ■ 미국 GERD 시장

- ✓ GERD 환자 수 약 6,500만명 (유병률 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	FDA승인
미란성식도염(EE) (n=1,250)	→	SKIP	→	→	→
비미란성식도염(NERD) (n=800)	→	SKIP	→	→	→

출처: Sebela Corporate Presentation (2023)

자료: HK 이노엔, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	408	433	555	714	891
현금및현금성자산	111	108	189	307	448
매출채권 및 기타채권	131	149	166	185	201
재고자산	126	142	158	176	192
<b>비유동자산</b>	1,395	1,415	1,417	1,412	1,408
장기금융자산	28	29	31	32	34
유형자산	265	277	278	280	283
무형자산	1,088	1,076	1,067	1,058	1,050
<b>자산총계</b>	1,803	1,848	1,972	2,127	2,299
<b>유동부채</b>	432	595	664	738	802
단기금융부채	268	416	464	517	562
매입채무 및 기타채무	94	106	118	132	143
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	207	49	30	15	16
장기금융부채	191	37	17	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	1	1	1	1
<b>부채총계</b>	639	644	694	753	819
<b>지배주주지분</b>	1,164	1,204	1,278	1,374	1,481
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	516	516	516
기타자본구성요소	-24	0	0	0	0
자기주식	-24	0	0	0	0
이익잉여금	94	107	181	276	384
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,164	1,204	1,278	1,374	1,481
<b>부채와자본총계</b>	1,803	1,848	1,972	2,127	2,299

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	59	83	120	145	160
당기순이익(손실)	38	47	80	106	119
비현금성항목등	58	62	61	71	82
유형자산감가상각비	26	28	29	29	29
무형자산감각비	8	10	9	9	8
기타	24	23	23	33	45
운전자본감소(증가)	-31	-23	-12	-13	-12
매출채권및기타채권의감소(증가)	-11	-15	-17	-19	-16
재고자산의감소(증가)	-16	-16	-16	-18	-15
매입채무및기타채무의증가(감소)	-4	3	12	13	12
기타	-15	-6	-18	-38	-59
법인세납부	-7	-3	-9	-19	-30
<b>투자활동현금흐름</b>	67	-34	-43	-36	-35
금융자산의감소(증가)	94	-2	-4	-4	-4
유형자산의감소(증가)	-20	-36	-30	-31	-32
무형자산의감소(증가)	-1	-3	0	0	0
기타	-6	7	-9	-1	0
<b>재무활동현금흐름</b>	-102	-52	8	9	17
단기금융부채의증가(감소)	0	0	48	53	45
장기금융부채의증가(감소)	-58	-28	-20	-17	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-5	-5	-6	-11	-11
기타	-39	-19	-15	-16	-17
<b>현금의 증가(감소)</b>	23	-3	82	118	141
기초현금	87	111	108	189	307
기말현금	111	108	189	307	448
FCF	38	47	90	114	128

자료 : HK이노엔, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	847	829	925	1,030	1,120
<b>매출원가</b>	497	453	482	525	567
<b>매출총이익</b>	349	376	443	506	553
매출총이익률(%)	41.3	45.4	47.9	49.1	49.4
<b>판매비와 관리비</b>	297	310	335	361	387
<b>영업이익</b>	53	66	107	144	166
영업이익률(%)	6.2	8.0	11.6	14.0	14.9
<b>비영업손익</b>	-11	-14	-19	-19	-18
순금융손익	-12	-15	-14	-15	-15
외환관련손익	1	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	1	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	41	52	89	125	148
세전계속사업이익률(%)	4.9	6.3	9.6	12.1	13.2
<b>계속사업법인세</b>	-0	-2	9	19	30
<b>계속사업이익</b>	38	47	80	106	119
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	38	47	80	106	119
순이익률(%)	4.5	5.7	8.6	10.3	10.6
<b>지배주주</b>	38	47	80	106	119
지배주주귀속 순이익률(%)	4.5	5.7	8.6	10.3	10.6
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	43	44	80	106	119
<b>지배주주</b>	43	44	80	106	119
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	87	105	146	182	204

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	10.2	-2.1	11.6	11.3	8.8
영업이익	4.5	25.5	63.0	34.3	15.4
세전계속사업이익	27.5	25.5	70.8	40.9	18.4
EBITDA	5.9	19.8	39.1	25.0	12.0
EPS	53.2	26.3	69.4	33.1	11.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	2.1	2.6	4.2	5.2	5.4
ROE	3.3	4.0	6.4	8.0	8.3
EBITDA마진	10.3	12.6	15.7	17.7	18.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	94.5	72.7	83.6	96.8	111.0
부채비율	54.9	53.5	54.3	54.8	55.3
순차입금/자기자본	26.6	25.9	19.9	12.3	4.7
EBITDA/이자비용(배)	5.8	5.6	9.7	11.3	11.8
배당성향	13.5	12.0	13.5	10.7	10.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,319	1,666	2,822	3,756	4,185
BPS	41,115	42,487	45,109	48,485	52,269
CFPS	2,525	3,034	4,169	5,088	5,507
주당 현금배당금	320	350	380	400	430
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	28.1	26.7	12.5	9.4	8.4
PBR	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7
PCR	14.7	14.6	8.4	6.9	6.4
EV/EBITDA	15.8	15.0	8.6	6.4	5.2
배당수익률	0.9	0.8	1.1	1.1	1.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.01.18	매수	56,000원	6개월		
2023.10.12	매수	54,000원	6개월	-21.96%	-13.89%
2023.05.25	매수	46,000원	6개월	-24.66%	-7.17%



### 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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 04월 15일 기준)

매수	96.55%	중립	3.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------