

# HK 이노엔 (195940/KQ)

## 새로운 모멘텀이 필요한 시점

## SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 56,000 원(유지)

현재주가: 40,450 원

상승여력: 38.4%



Analyst  
이동건

dglee@sk.com.kr  
3773-9909

#### Company Data

발행주식수	2,833 만주
시가총액	1,146 십억원
주요주주	
한국콜마(외)	43.02%
국민연금공단	8.29%

#### Stock Data

주가(24/02/13)	40,450 원
KOSDAQ	845.15 pt
52주 최고가	46,500 원
52주 최저가	28,250 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 4Q23 Review: 케이캡 성장, 수액 신공장 가동 효과로 양호한 실적

4Q23 개별 매출액 및 영업이익은 각각 2,241 억원(+3.6% YoY, 이하 YoY 생략), 225 억원(+169.0%, OPM 10.1%)을 시현하며 컨센서스에 부합했다. MSD 백신 및 당노 매출 감소에도 불구하고 케이캡 성장 지속, 수액 신공장 가동에 따른 수액제 매출 확대, H&B 부문 수익성 개선 등에 힘입어 매출 감소분 상쇄 및 유의미한 수익성 개선이 나타났다.

1) 케이캡 매출액은 334 억원(+95.5%)을 기록했다. 파트너사 교체를 앞둔 재고 조절에도 불구하고 신규 파트너사로의 일부 출하가 이뤄지며 매출 고성장을 이어갔다. 완제품 수출 역시 13 억원을 기록, 견조한 수준을 유지했다. 한편 중국 케이캡 판매 마일스톤 중 일부는 2024 년으로 이연된 것으로 파악된다. 2) 수액제 매출은 295 억원(+12.9%)을 기록했다. 3Q23 영양 수액제 신규라인 가동에 따라 출하가 집중되며 전분기대비로는 소폭 감소했으나 신공장 가동 효과를 바탕으로 전년동기대비로는 두 자릿수 매출 성장을 지속했다. 3) H&B 매출은 231 억원(-11.9%)을 기록했다. 티로그 출시 효과에도 불구하고 숙취해소제 시장 경쟁 심화에 따른 컨디션 매출 감소, 수익성 개선을 위한 건기식 등 기타 포트폴리오 조정 효과로 매출은 소폭 감소했으나 H&B OPM은 25.6%로 높은 수준을 유지했다.

### 완전히 달라질 2024 년. 케이캡 성장과 카나브패밀리 매출 가세

2024 년 매출액 및 영업이익은 각각 9,015 억원(+8.8%), 948 억원(+43.8%, OPM 10.5%)으로 추정한다. 2024 년 실적에는 큰 변화가 예상된다. 1) 국내 케이캡 파트너사 교체에 따른 매출 및 수익성 개선, 2) MSD 백신 계약 종료, 3) 보령 '카나브패밀리' 유통 개시, 4) 시다프비아/직듀오 등 도입 품목 매출 반영이다. 특히 가장 큰 변화는 파트너사 변경에 따른 케이캡 수수료율 변경이다. 우선매출 관점에서는 파트너사 교체를 앞두고 성장 폭이 제한됐던 케이캡 매출의 유의미한 증가가 기대된다. 수수료율 역시 기존 대비 크게 개선된 것으로 파악되는 만큼 매출뿐만 아니라 수익성 역시 유의미하게 개선될 전망이다. MSD 백신 계약 종료는 매출 측면에서는 아쉬우나 이익 기여가 크지 않았고, 카나브패밀리 및 신규 도입 품목들을 통해 매출 감소분 상쇄와 더불어 추가적인 수익성 개선까지 기대된다.

### 목표주가 유지. 반등 위해서는 기반영된 모멘텀 외 새로운 모멘텀 필요

2024 년 HK 이노엔 주가의 Key 는 기반영된 모멘텀 외의 새로운 모멘텀의 여부가 될 전망이다. 케이캡 파트너사 교체에 따른 매출 및 수익성 개선, 중국 케이캡 로열티 확대는 기반영된 이슈다. 기대를 뛰어넘는 케이캡 성과 또는 수액제, 카나브패밀리 등에서의 성과 등 추가적인 업사이드를 제공할 모멘텀 확인이 필요하다고 판단한다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	515	768	847	829	902	988
영업이익	십억원	124	50	53	66	95	129
순이익(지배주주)	십억원	67	25	38	47	58	87
EPS	원	3,022	861	1,319	1,666	2,034	3,061
PER	배	0.0	61.0	28.1	26.7	19.9	13.2
PBR	배	0.0	1.3	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	4.4	21.9	15.8	15.4	11.4	8.6
ROE	%	8.7	2.6	3.3	4.0	4.7	6.7

HK 이노엔 4Q23 실적 요약

(십억원, %)	4Q23P	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	SKS	vs. SKS
매출액	224.1	216.3	3.6	215.6	3.9	219.7	2.0	215.7	3.9
영업이익	22.5	8.4	169.0	22.4	0.5	22.2	1.7	22.1	2.1
세전이익	12.9	3.1	315.2	18.3	(29.7)	19.5	(34.0)	18.3	(29.5)
당기순이익	15.1	2.3	559.6	14.5	3.9	14.7	2.7	14.2	6.1
영업이익률	10.1	3.9		10.4		10.1		10.2	
순이익률	6.7	1.1		6.7		6.7		6.6	

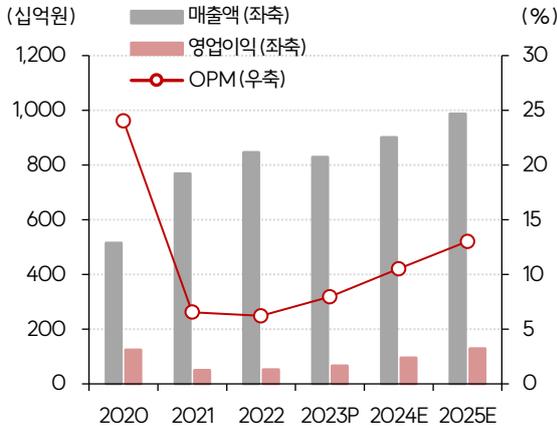
자료: HK 이노엔, Quantwise, SK 증권 추정

HK 이노엔 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2021	2022	2023P	2024E
매출액	179.1	251.9	196.4	216.3	184.9	204.4	215.6	224.1	768.3	846.5	828.9	901.5
YoY	(3.8)	36.2	4.4	3.5	3.2	(18.9)	9.8	3.6	49.1	10.2	(2.1)	8.8
ETC	161.7	228.0	172.4	190.0	164.2	179.9	190.0	200.9	704.0	752.1	734.9	801.3
수액제	22.9	25.5	26.6	26.1	25.3	27.4	32.3	29.5	92.6	101.1	114.5	129.4
소화기계	23.0	31.1	25.7	19.0	26.0	30.9	34.8	35.3	87.7	98.9	127.0	172.2
케이캡	20.9	28.9	23.6	17.1	24.2	28.9	32.9	33.4	78.5	90.5	119.5	164.3
순환기계	28.9	31.3	30.7	29.3	30.8	31.6	31.1	32.6	119.4	120.3	126.1	239.5
당뇨/신장	16.3	17.8	18.7	18.3	10.8	12.7	13.6	13.7	69.5	71.1	50.8	100.1
항생제	9.9	9.5	10.0	11.9	11.1	14.6	11.7	11.7	34.9	41.3	49.2	51.7
항암	7.3	7.4	7.7	7.4	9.6	11.6	11.9	10.8	29.4	29.9	43.9	49.7
MSD 백신	40.2	82.2	28.9	49.3	35.3	36.8	37.1	40.6	192.4	200.6	149.7	(16.5)
기타	13.1	23.1	24.1	28.6	15.3	14.2	17.5	26.7	78.2	89.0	73.7	75.2
H&B	18.5	23.8	25.8	26.2	20.7	24.5	25.6	23.1	65.8	94.4	94.0	100.2
컨디션	10.5	15.2	16.7	17.9	15.0	15.4	14.9	16.8	39.0	60.4	62.0	65.1
헛개수	2.8	3.7	3.4	3.4	2.7	3.3	3.6	2.7	13.1	13.2	12.4	13.0
기타	5.2	4.9	5.7	5.0	3.0	5.8	7.0	3.7	13.6	20.8	19.5	22.1
매출총이익	71.6	98.2	92.1	84.9	82.8	91.0	97.4	104.8	316.3	349.4	376.0	422.9
YoY	(3.3)	26.6	13.5	17	15.6	(7.3)	5.7	23.4	4.7	10.5	7.6	12.5
GPM	40.0	39.0	46.9	39.3	44.8	44.5	45.2	46.8	41.2	41.3	45.4	46.9
영업이익	3.9	18.0	21.3	8.4	5.6	15.3	22.4	22.5	50.3	52.5	65.9	94.8
YoY	(70.9)	492.1	26.5	(51.1)	46.1	(14.9)	5.2	169.0	(59.4)	4.5	25.5	43.8
OPM	2.2	7.2	10.9	3.9	3.1	7.5	10.4	10.1	6.5	6.2	8.0	10.5
세전이익	0.4	15.5	18.1	3.1	2.4	11.6	18.3	12.9	27.9	37.8	45.2	72.0
YoY	(95.1)	흑전	77.0	(74.4)	499.6	(25.0)	0.8	315.2	(69.1)	35.4	19.4	59.5
당기순이익	7.2	14.0	14.0	2.3	2.9	14.6	14.5	15.1	24.9	38.1	47.2	57.6
YoY	(15.7)	흑전	73.8	흑전	(59.0)	4.3	4.0	559.6	(62.9)	53.2	23.8	22.1
NPM	4.0	5.6	7.1	1.1	1.6	7.1	6.7	6.7	3.2	4.5	5.7	6.4

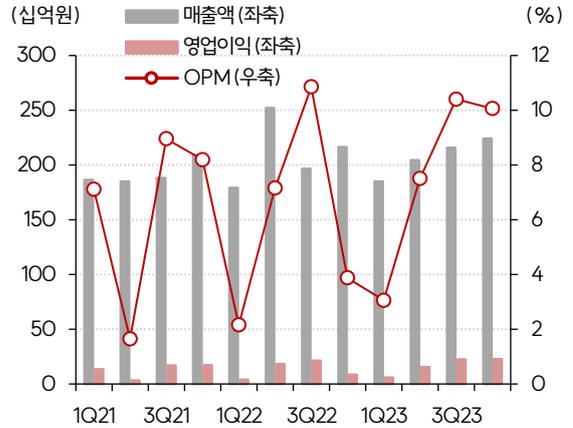
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

**HK 이노엔 연간 실적 추이 및 전망**



자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

**HK 이노엔 분기 실적 추이 및 전망**



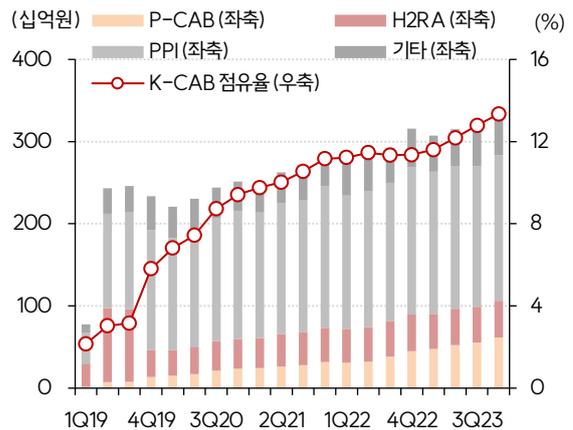
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

**케이캡 처방 실적**



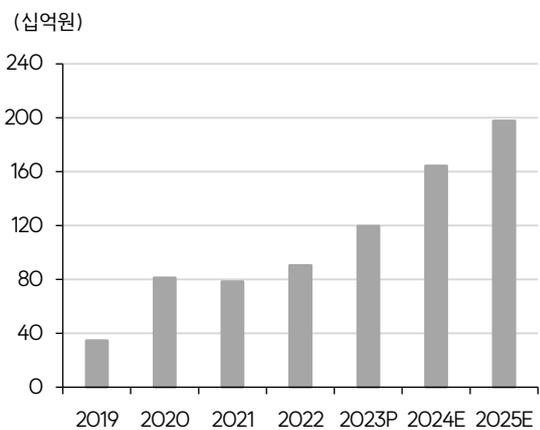
자료: UBIST, HK 이노엔, SK 증권

**국내 소화성궤양용제 시장 추이**



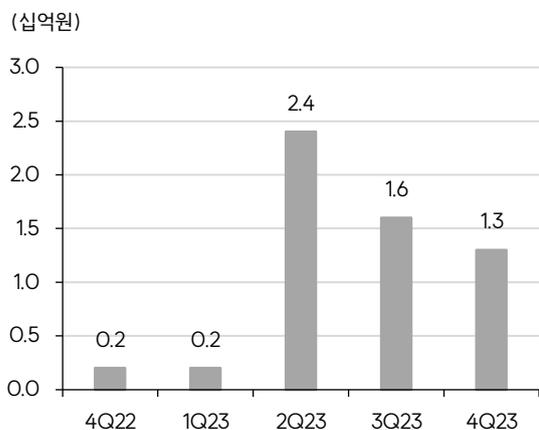
자료: UBIST, HK 이노엔, SK 증권 / 주: 1Q19는 3월 한 달치 기준

**HK 이노엔 케이캡 매출액 추이 및 전망**



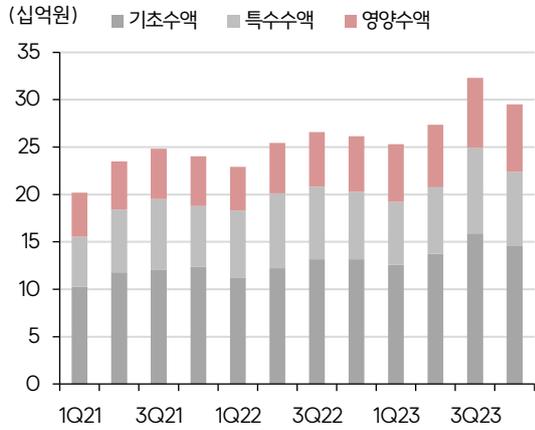
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

**HK 이노엔 케이캡 수출 매출 추이**



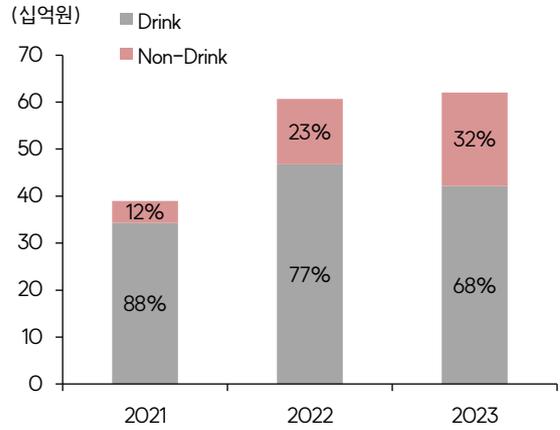
자료: HK 이노엔, SK 증권

수액제 매출 추이



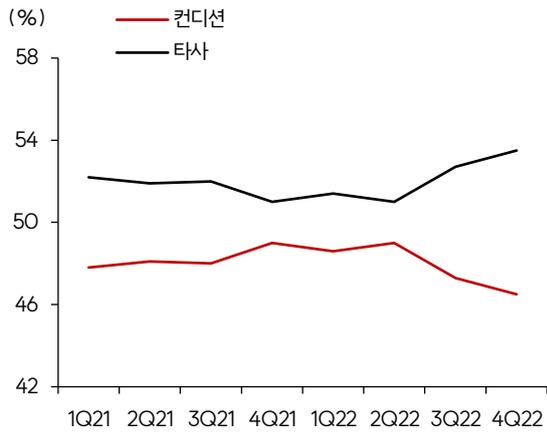
자료: HK 이노엔, SK 증권

컨디션 연간 매출



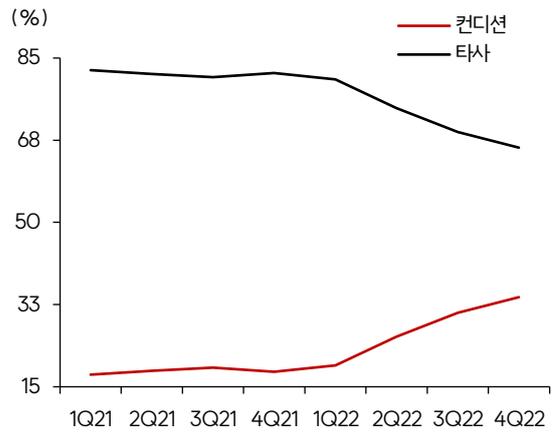
자료: HK 이노엔, SK 증권

숙취해소제 Drink 시장 점유율



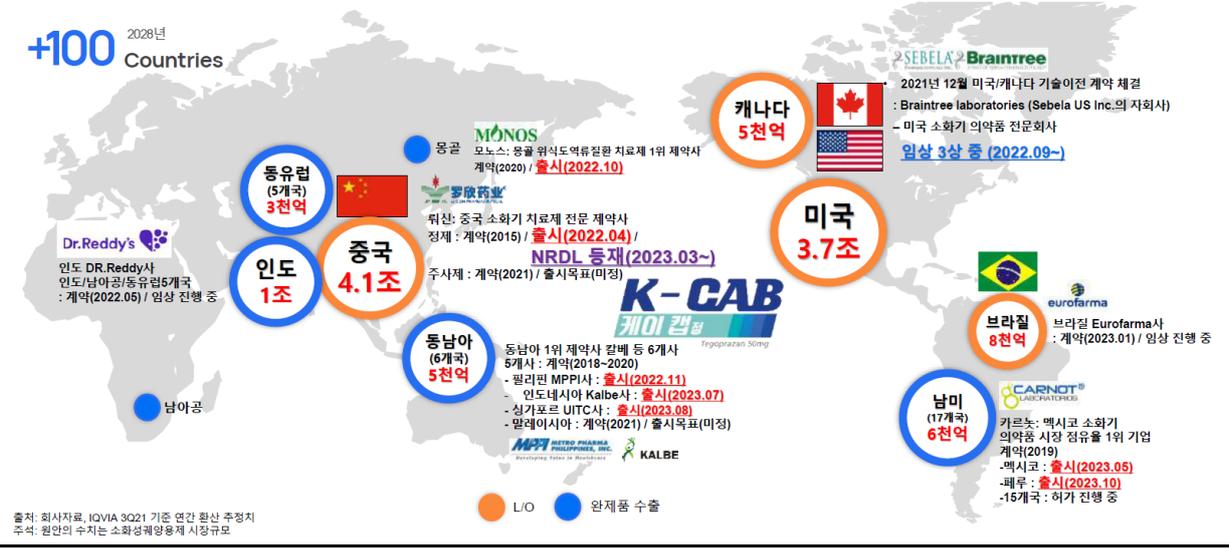
자료: Neilsen IQ Korea, HK 이노엔, SK 증권

숙취해소제 Non-Drink 시장 점유율



자료: Neilsen IQ Korea, HK 이노엔, SK 증권

케이캡 해외 진출 현황



자료: HK 이노엔, SK 증권

케이캡 중국 및 미국 진출 상황

**중국(CHINA)**

**罗欣药业 × inno.N**

**■ 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) / 헬리코박터피로리 제거요법(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 중 가장 높은 약가(중국 혁신 신약)

**미국(USA)**

**SEBELA Braintree × inno.N**

**■ 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)	완료	SKIP	진행	.....	.....
비미란성식도염(NERD) (n=800)	완료	SKIP	진행	.....	.....

출처: Sebela Corporate Presentation (2023)

자료: HK 이노엔, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	455	408	405	473	576
현금및현금성자산	87	111	111	154	227
매출채권 및 기타채권	121	131	128	139	152
재고자산	108	126	123	134	147
<b>비유동자산</b>	1,383	1,395	1,426	1,423	1,422
장기금융자산	17	28	28	30	32
유형자산	255	265	267	270	273
무형자산	1,095	1,088	1,100	1,093	1,086
<b>자산총계</b>	1,838	1,803	1,831	1,897	1,999
<b>유동부채</b>	414	432	418	454	497
단기금융부채	261	268	262	285	312
매입채무 및 기타채무	92	94	87	95	104
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	272	207	206	188	169
장기금융부채	252	191	191	171	151
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	1	1	1	1
<b>부채총계</b>	686	639	625	642	666
<b>지배주주지분</b>	1,151	1,164	1,206	1,255	1,332
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	516	516	516
기타자본구성요소	0	-24	-24	-24	-24
자기주식	0	-24	-24	-24	-24
이익잉여금	174	94	136	185	262
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,151	1,164	1,206	1,255	1,332
<b>부채외자본총계</b>	1,838	1,803	1,831	1,897	1,999

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	27	59	94	99	127
당기순이익(손실)	25	38	47	58	87
비현금성항목등	63	58	48	64	71
유형자산감가상각비	21	26	28	28	29
무형자산상각비	11	8	8	7	7
기타	31	24	12	28	35
운전자본감소(증가)	-35	-31	-3	-8	-9
매출채권및기타채권의감소(증가)	-23	-11	3	-11	-13
재고자산의감소(증가)	-31	-16	3	-11	-13
매입채무및기타채무의증가(감소)	37	-4	-7	8	9
기타	-18	-0	-2	6	8
법인세납부	-26	-7	2	-14	-22
<b>투자활동현금흐름</b>	-167	70	-65	-36	-37
금융자산의감소(증가)	-134	94	1	-3	-4
유형자산의감소(증가)	-24	-20	-30	-31	-32
무형자산의감소(증가)	-7	-1	-20	0	0
기타	-1	-3	-16	-1	-2
<b>재무활동현금흐름</b>	315	-18	-25	-21	-17
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-6	23	27
장기금융부채의증가(감소)	335	2	0	-20	-20
자본의증가(감소)	384	0	0	0	0
배당금지급	0	-5	-5	-9	-9
기타	-404	-15	-15	-15	-15
<b>현금의 증가(감소)</b>	36	23	1	43	73
기초현금	51	87	111	111	154
기말현금	87	111	111	154	227
FCF	3	38	64	68	95

자료 : HK이노엔, SK증권 추정

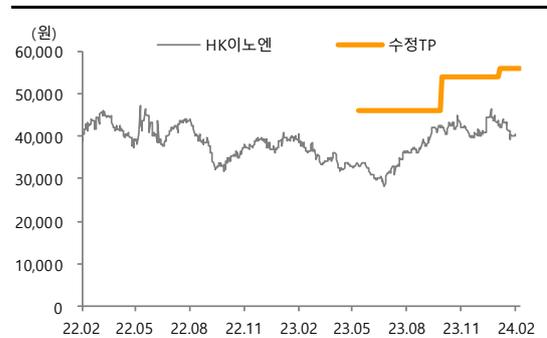
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	768	847	829	902	988
<b>매출원가</b>	452	497	453	479	508
<b>매출총이익</b>	316	349	376	423	480
매출총이익률(%)	41.2	41.3	45.4	46.9	48.6
<b>판매비와 관리비</b>	266	297	310	328	351
<b>영업이익</b>	50	53	66	95	129
영업이익률(%)	6.5	6.2	8.0	10.5	13.0
<b>비영업손익</b>	-18	-11	-21	-23	-20
순금융손익	-19	-12	-14	-14	-14
외환관련손익	0	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	-0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	32	41	45	72	108
세전계속사업이익률(%)	4.2	4.9	5.4	8.0	11.0
<b>계속사업법인세</b>	3	-0	-2	14	22
<b>계속사업이익</b>	25	38	47	58	87
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	25	38	47	58	87
순이익률(%)	3.2	4.5	5.7	6.4	8.8
<b>지배주주</b>	25	38	47	58	87
지배주주귀속 순이익률(%)	3.2	4.5	5.7	6.4	8.8
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	24	43	47	58	87
<b>지배주주</b>	24	43	47	58	87
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	83	87	102	131	164

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	49.1	10.2	-2.1	8.8	9.5
영업이익	-59.4	4.5	25.5	43.8	35.6
세전계속사업이익	-66.8	27.5	9.0	59.5	50.5
EBITDA	-43.5	5.9	16.5	28.3	25.9
EPS	-71.5	53.2	26.3	22.1	50.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	1.4	2.1	2.6	3.1	4.5
ROE	2.6	3.3	4.0	4.7	6.7
EBITDA마진	10.7	10.3	12.3	14.5	16.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	109.9	94.5	96.8	104.2	116.0
부채비율	59.6	54.9	51.8	51.1	50.0
순차입금/자기자본	25.2	26.6	25.3	20.8	14.4
EBITDA/이자비용(배)	4.2	5.8	6.9	8.9	11.1
배당성향	21.5	13.5	19.2	15.7	10.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	861	1,319	1,666	2,034	3,061
BPS	39,832	41,115	43,432	45,146	47,888
CFPS	1,977	2,525	2,930	3,296	4,324
주당 현금배당금	320	320	320	320	320
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	61.0	28.1	26.7	19.9	13.2
PBR	1.3	0.9	1.0	0.9	0.8
PCR	26.6	14.7	15.2	12.3	9.4
EV/EBITDA	21.9	15.8	15.4	11.4	8.6
배당수익률	0.6	0.9	0.7	0.7	0.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
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 기관투자가 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 02월 14일 기준)

매수	94.80%	중립	5.20%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------