

HK이노엔 (195940)

EARNINGS PREVIEW Company Analysis | 제약/바이오 | 2025.1.15

4Q24 Pre: 경쟁 환경의 변화, 주가 하락은 과도

4Q24 Preview

동사의 4Q24 실적은 매출액 2,402억원 (+7.2% YoY), 영업이익 258억원 (+10.7% YoY, OPM 10.7%)으로 당사 추정치에 부합, 컨센서스 대비 각각 -4.9%, -10.2% 소폭 하회할 것으로 전망한다. 이는 1) 3Q24 출하가 지연된 K-CAB 물량이 일부만 반영 되었으며, 2) 일회성 비용 (성과급 약 30억원 규모) 발생에 따른다. 숙취해소제 경쟁 심화에 따라 다소 부진한 HB&B 부문 (230억원, -0.5% YoY)을 제외, 전부문 견조한 성장 흐름을 이어갈 것으로 전망한다. K-CAB은 국내 경쟁 심화 우려에도 불구하고 처방액 547억원 (+24.0% YoY)을 달성 높은 성장세를 이어 가고 있다. 케이캡 수출액 40억원, 중국 로열티 20억원 수준으로 추정, 해외 성과도 지속 확대될 것으로 보인다.

주가 하락 과도하다는 판단, 목표주가 하향하나 긍정 의견 유지

Voquezna의 독점권은 H. pylori 치료제로 승인된 Voquezna 항생제 복합제인 Dual Pak과 Triple Pak이 GAIN (Generating Antibiotic Incentives Now) Act에 의거, 출시 후 독점권을 10년 인정 받음에 따라 기존 2032년으로 예상되었다. 그러나, Voquezna 단일제의 독점권은 GAIN이 적용되지 않아 특허 만료 기간으로 제한될 가능성이 존재하는 것으로 확인, 제네릭의 조기 출시 우려로 경쟁사 Phathom Pharma의 주가는 급락했다. Phathom에 따르면 Voquezna의 물질 특허 만료는 2028년이지만 이 외에도 제형 특허와 Hatch-Waxman Act, 소아 환자 확장 등을 통한 특허 연장으로 2030년까지 독점권이 유지될 수 있을 것으로 보인다. 또한, Voquezna 단일제에도 GAIN에 따른 독점 기간 연장을 위해 '24년 12월, 시민 청원(Citizen Petition)을 FDA에 제출했으며, 180일 이내에 FDA의 답변을 확인할 수 있을 것이다. 동사의 미국 임상 결과는 1H25 내 발표가 기대되며 순차적으로 FDA 승인 절차가 진행 될 것으로 예상된다. 최근 호주와 뉴질랜드에 진출하는 등 누적 출시 국가 15개국으로, 해외 성과도 이어지고 있으며 유럽 진출 가능성 또한 여전히 남아 있다. 경쟁 환경 변화에 따라 목표 주가를 61,000원으로 약 4.7% 하향하나 경쟁 약물의 특허 만료가 2028년으로 결정되더라도 주가 하락은 과도하다고 판단, 긍정 의견을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	847	829	902	991	1,060
영업이익	53	66	90	104	118
순이익	38	47	65	91	105
EPS (원)	1,346	1,701	2,326	3,272	3,779
증감률 (%)	56.3	26.3	36.8	40.7	15.5
PER (x)	27.5	26.1	16.0	11.4	9.8
PBR (x)	0.9	1.0	0.8	0.8	0.7
영업이익률 (%)	6.2	8.0	9.9	10.4	11.1
EBITDA 마진 (%)	10.3	12.6	14.4	15.7	16.0
ROE (%)	3.3	4.0	5.2	7.0	7.5

주: IFRS 연결 기준

자료: HK이노엔, LS증권 리서치센터

Analyst 신지훈
jay.jihoonshin@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	61,000 원
현재주가	37,150 원
상승여력	64.2 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (01/14)	718.04 pt
시가총액	10,525 억원
발행주식수	28,330 천주
52 주 최고가/최저가	50,500 / 34,350 원
90 일 일평균거래대금	99.5 억원
외국인 지분율	9.5%
배당수익률(24.12E)	0.9%
BPS(24.12E)	44,471 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 0.0%
	6 개월 -18.5%
	12 개월 3.1%
주주구성	한국콜마 (외 2 인) 43.0%
	국민연금공단 (외 1 인) 6.1%
	에이치케이이노엔우리사주 (외 1 인) 5.0%

Stock Price

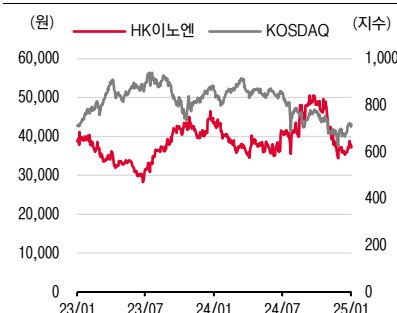


표1 추정치 변경 내역

	4Q24E 변경	4Q24E 기존	기존 전망치 대비	컨센서스	컨센서스 대비
매출액 (억원)	2,402	2,404	-0.1%	2,525	-4.9%
영업이익 (억원)	258	273	-5.4%	287	-10.2%
영업이익률	10.7%	11.3%	-0.6%p	11.4%	-0.6%p

자료: Quantiwise, LS증권 리서치센터

표2 분기 실적 추정

(억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,849	2,044	2,156	2,241	2,126	2,193	2,295	2,402	8,289	9,016	9,911
YoY	2.6%	-18.9%	8.8%	3.6%	15.0%	7.3%	6.4%	7.2%	-2.1%	8.8%	9.9%
ETC	1,642	1,799	1,900	2,009	1,922	1,938	2,063	2,172	7,349	8,095	8,966
YoY	1.5%	-21.1%	10.2%	5.7%	17.1%	7.7%	8.6%	8.1%	-2.3%	10.1%	10.8%
소화기계	260	309	348	353	533	385	371	479	1,270	1,769	2,154
YoY	13.1%	-0.6%	35.2%	85.5%	104.7%	24.6%	6.8%	35.9%	28.5%	39.3%	21.8%
K-CAB	242	289	329	334	519	371	357	464	1,195	1,710	2,102
YoY	16.0%	0.0%	39.3%	95.5%	113.9%	28.2%	8.4%	39.0%	31.9%	43.2%	22.9%
수액제	253	274	323	295	277	290	341	323	1,145	1,232	1,330
YoY	10.3%	7.5%	21.6%	12.9%	9.7%	6.0%	5.4%	9.6%	13.3%	7.6%	8.0%
순환기계	308	316	311	326	574	656	647	619	1,261	2,496	2,649
YoY	6.4%	0.7%	1.1%	11.4%	86.6%	107.8%	108.0%	89.7%	4.8%	98.0%	6.2%
당뇨/신장	108	127	136	137	241	332	299	288	508	1,159	1,139
YoY	-33.7%	-28.6%	-27.2%	-25.0%	123.0%	160.4%	120.3%	109.8%	-28.5%	128.1%	-1.7%
항생제	111	146	117	117	125	128	113	122	492	488	498
YoY	12.0%	53.8%	17.9%	-1.7%	11.9%	-12.3%	-3.5%	4.2%	19.1%	-0.8%	2.1%
항암	96	116	119	108	110	121	117	123	439	471	521
YoY	30.4%	57.1%	54.6%	45.6%	15.2%	3.7%	-1.9%	13.5%	47.0%	7.1%	10.8%
기타	505	510	546	673	62	26	175	218	2,234	480	673
HB&B	207	245	256	231	204	255	232	230	940	921	945
YoY	12.1%	2.8%	-0.8%	-11.9%	-1.6%	4.1%	-9.4%	-0.5%	-0.5%	-2.0%	2.6%
영업이익	56	153	224	225	173	243	222	258	659	896	1,035
영업이익률	3.1%	7.5%	10.4%	10.1%	8.1%	11.1%	9.7%	10.7%	8.0%	9.9%	10.4%
YoY	33.3%	-13.2%	0.7%	169.0%	206.0%	58.9%	-0.8%	14.4%	25.5%	35.9%	15.5%

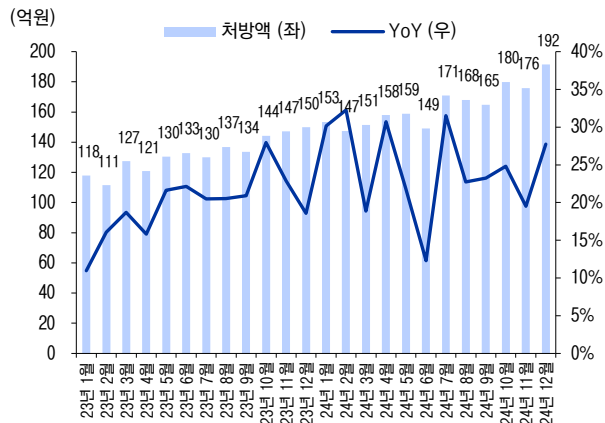
자료: HK이노엔, LS증권 리서치센터

표3 목표주가 산출

항목	비고
영업가치 (십억원)	1,635 12MF EBITDA: 1,557 억원 / 피어 그룹 12MF EV/EBITDA: 10.5 배
비영업가치 (십억원)	332 Tegoprazan 미국 가치
순차입금 (십억원)	227 2024 년말 예상
기업가치 (십억원)	1,740
발행주식수 (천주)	28,330
적정주가	61,430
목표주가	61,000 기존 64,000 원

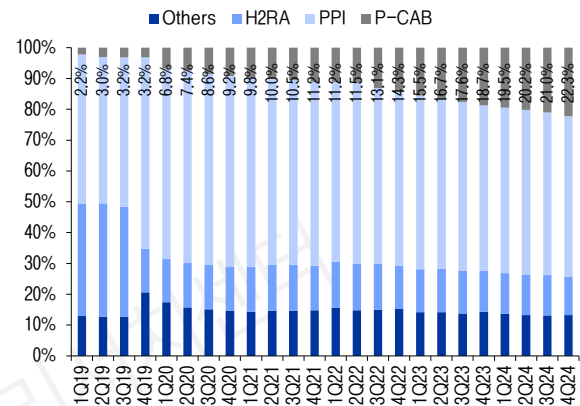
자료: LS증권 리서치센터

그림1 K-CAB 처방액 추이



자료: HK이노엔, LS증권 리서치센터

그림2 계열별 국내 시장 점유율 추이



자료: HK이노엔, LS증권 리서치센터

표4 Tegoprazan 미국 가치 추정

항목 (\$M, 백만원)	가정	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
NERD 환자 (천명)		45,406	45,542	45,679	45,816	45,954	46,091	46,230	46,368	46,507	46,647
치료 환자		15,135	15,181	15,226	15,272	15,318	15,364	15,410	15,456	15,502	15,549
P-CAB 타겟 환자	전환율: 30%	4,541	4,554	4,568	4,582	4,595	4,609	4,623	4,637	4,651	4,665
M/S	Peak M/S: 7%	1.0%	2.4%	4.2%	5.8%	7.0%	5.6%	5.0%	4.5%	4.1%	3.7%
Tegoprazan 환자		45	109	192	266	322	258	233	210	190	171
NERD 매출액	연간약가: \$819	37	90	157	218	263	211	191	172	155	140
EE 환자 (천명)		20,181	20,241	20,302	20,363	20,424	20,485	20,547	20,608	20,670	20,732
치료 환자		7,063	7,084	7,106	7,127	7,148	7,170	7,191	7,213	7,234	7,256
P-CAB 타겟 환자	전환율: 40%	2,825	2,834	2,842	2,851	2,859	2,868	2,877	2,885	2,894	2,902
M/S	Peak M/S: 15%	1.5%	3.4%	6.0%	8.3%	10.0%	8.5%	7.7%	7.0%	6.5%	6.0%
Tegoprazan 환자		42	96	171	237	286	263	242	223	205	188
EE 매출액	연간약가: \$1,638	69	158	279	388	468	431	396	365	336	309
총 매출액		107	247	436	605	732	642	587	537	491	449
Royalty	10%	11	25	44	61	73	64	59	54	49	45
세후 수익	법인세율: 20%	9	20	35	48	59	51	47	43	39	36
PV of FCFF	WACC: 6.14%	257									
PV of TV	영구성장률: -20%	71									
원화 환산	환율: 1,350 원	443,232									
최종 가치	성공확률: 75%	332,424									

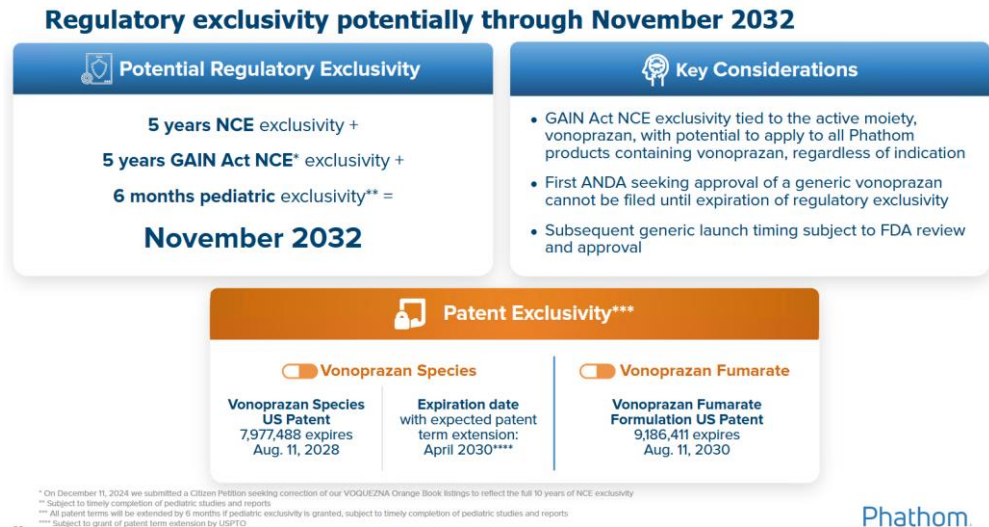
자료: LS증권 리서치센터

표5 Voquezna 독점권 만료 시점에 따른 적정 주가 산출

Voquezna 독점권 만료 시점	케이캡 미국 가치	적정 주가
2030년 (기본 가정)	3,324 억원	61,430 원
2032년 (기본 가정)	4,587 억원	65,888 원
2028년	2,081 억원	57,041 원

자료: LS증권 리서치센터

그림3 Voquezna 독점권 연장 관련 사항



자료: Phathom Pharmaceuticals, LS증권 리서치센터

그림4 Voquezna DualPak 과 TriplePak



자료: Phathom Pharmaceuticals, LS증권 리서치센터

HK 이노엔 (195940)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	408	433	449	569	698
현금 및 현금성자산	111	108	87	177	280
매출채권 및 기타채권	131	149	132	144	154
재고자산	126	142	191	208	222
기타유동자산	41	35	39	41	42
비유동자산	1,395	1,415	1,455	1,434	1,415
관계기업투자등	16	20	23	24	25
유형자산	265	277	325	305	286
무형자산	1,088	1,076	1,075	1,072	1,068
자산총계	1,803	1,848	1,904	2,003	2,113
유동부채	432	595	617	633	647
매입채무 및 기타채무	152	167	174	189	203
단기금융부채	268	416	425	425	425
기타유동부채	12	13	18	19	20
비유동부채	207	49	27	27	28
장기금융부채	191	37	17	17	17
기타비유동부채	16	12	10	10	11
부채총계	639	644	644	661	675
지배주주지분	1,164	1,204	1,260	1,342	1,438
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	466	466	466
이익잉여금	94	107	215	297	393
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	1,164	1,204	1,260	1,342	1,438

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	59	83	124	131	147
당기순이익(손실)	38	47	65	91	105
비현금수익비용가감	58	62	66	53	53
유형자산감가상각비	26	28	32	44	44
무형자산상각비	8	10	8	8	8
기타현금수익비용	24	22	26	1	1
영업활동 자산부채변동	-31	-23	-7	-12	-11
매출채권 감소(증가)	-11	-15	-10	-12	-10
재고자산 감소(증가)	-16	-16	-12	-17	-15
매입채무 증가(감소)	-4	3	15	15	13
기타자산, 부채변동	0	5	0	1	1
투자활동 현금흐름	67	-34	-73	-33	-35
유형자산처분(취득)	-20	-36	-68	-24	-25
무형자산 감소(증가)	-1	-3	-9	-5	-5
투자자산 감소(증가)	94	0	-6	-3	-3
기타투자활동	-6	4	10	-1	-1
재무활동 현금흐름	102	52	72	9	9
차입금의 증가(감소)	-58	-28	-13	0	0
자본의 증가(감소)	-30	-5	-59	-9	-9
배당금의 지급	-5	-5	-9	-9	-9
기타재무활동	190	85	144	18	18
현금의 증가	23	-3	-21	90	104
기초현금	87	111	108	87	177
기말현금	111	108	87	177	280

자료: HK이노엔, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	847	829	902	991	1,060
매출원가	497	453	462	497	529
매출총이익	349	376	440	494	531
판매비 및 관리비	297	310	350	391	414
영업이익	53	66	90	104	118
(EBITDA)	87	105	130	156	170
금융손익	-11	-14	1	2	2
이자비용	15	19	0	0	0
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	-6	-15	-15	-15
세전계속사업이익	38	45	75	90	104
계속사업법인세비용	0	-2	10	-1	-1
계속사업이익	38	47	65	91	105
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	47	65	91	105
지배주주	38	47	65	91	105
총포괄이익	155	47	65	91	105
매출총이익률 (%)	41.3	45.4	48.8	49.9	50.1
영업이익률 (%)	6.2	8.0	9.9	10.4	11.1
EBITDA 마진률 (%)	10.3	12.6	14.4	15.7	16.0
당기순이익률 (%)	4.5	5.7	7.2	9.2	9.9
ROA (%)	2.1	2.6	3.4	4.6	5.1
ROE (%)	3.3	4.0	5.2	7.0	7.5
ROIC (%)	2.6	3.2	5.1	4.8	5.5

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	27.5	26.1	16.0	11.4	9.8
P/B	0.9	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	15.8	15.0	10.5	8.2	6.9
P/CF	11.1	11.5	12.4	13.7	15.0
배당수익률 (%)	0.9	0.7	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
매출액	10.2	-2.1	8.8	9.9	7.0
영업이익	4.5	25.5	35.9	15.5	13.5
세전이익	35.4	19.4	65.8	20.3	15.5
당기순이익	53.2	23.8	36.8	40.7	15.5
EPS	56.3	26.3	36.8	40.7	15.5
안정성 (%)					
부채비율	54.9	53.5	51.2	49.2	47.0
유동비율	94.5	72.7	72.8	89.8	107.9
순차입금/자기자본(x)	26.6	25.9	25.2	16.9	8.5
영업이익/금융비용(x)	3.5	3.5	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	459	453	442	442	442
순차입금 (십억원)	310	312	318	227	122
주당지표(원)					
EPS	1,346	1,701	2,326	3,272	3,779
BPS	40,278	42,487	44,471	47,364	50,752
CFPS	3,343	3,850	4,613	5,076	5,572
DPS	320	320	320	320	320

HK이노엔 목표주가 추이

(원)

HK이노엔

목표주가

70,000

60,000

50,000

40,000

30,000

20,000

10,000

0

23/01

23/07

24/01

24/07

25/01

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2024.05.20	신규	신지훈									
2024.05.20	Buy	50,000									
2024.10.14	Buy	64,000	1.0	-17.7							
2025.01.15	Buy	61,000	-22.5	-35.7							

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 당사에 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 현재당사에서 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	92.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15%	7.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2024.1.1 ~ 2024.12.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)