

HK 이노엔 (195940)

1Q25P Review: 해외 판매 증가가 긍정적

투자의견	BUY (유지)
목표주가	70,000 원(유지)
현재주가	41,150 원(04/28)
시가총액	1,166 (십억원)

바이오/제약 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 유지, 목표주가 70,000원 유지, 2025년 예상 순이익의 Target P/E 약 27.5배 수준
- 2025년 1분기 매출액 및 영업이익 각각 2,474억원(+16.3%yoy), 254억원(+47.0%yoy)으로 당사 예상치 및 시장 컨센서스를 충족, 케이캡의 국내 성장세는 여전히 견조, 해외 판매 증가가 긍정적
- 케이캡의 해외 판매 증가는 HK이노엔 기업가치를 꾸준히 높일 전망
 - 멕시코, 브라질 등 남미 수출 본격화, 중국에서 보험 급여 적용 및 적응증 확대, 2026년 인도 판매 본격화 예상
 - 지난 4월 24일 미국 임상 3상 데이터가 발표된 당일 HK이노엔 주가는 30% 급등함. 그러나 단기적 모멘텀보다는 2025년 하반기 FDA 신약 승인 신청, 승인 후 2026년 하반기 미국 판매가 시작되며 꾸준한 실적 상승에 기반하여 HK이노엔의 기업가치는 점진적으로 상승할 것이라는 점을 감안한 투자 전략이 유효할 것으로 판단함
- 미국에서 2024년 하반기 출시된 P-CAB 제제 보퀘즈나®는 2024년 매출액 \$55.3mn를 기록함. 판매사 Phathom Pharmaceuticals(NASDAQ: PHAT)는 6,500만명의 GERD(위식도 역류질환) 환자 중 약 30% 점유율, peak sales \$3bn 목표로 함. 보퀘즈나 매출 상승 추세가 확인되면 HK 이노엔 주가 상승 모멘텀이 본격화될 전망. 다만 보퀘즈나의 특허연장 여부가 2025년 6월 11일 전후로 결정될 예정. 특허 연장이 불가능해지면 제네릭 제제 시장 진입이 예상보다 빨라지면서 시장 확대에 부정적 영향을 미칠 가능성 존재하여 관련 이슈를 주목해야 함

주가(원,04/28)	41,150
시가총액(십억원)	1,166

발행주식수	28,330천주
52주 최고가	52,000원
최저가	31,650원
52주 일간 Beta	0.54
60일 일평균거래대금	72억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025E)	0.9%

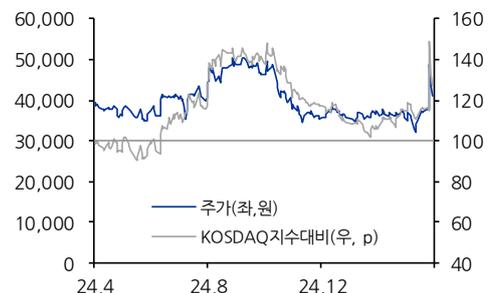
주주구성	
한국콜마 (외 2인)	43.0%
국민연금공단 (외 1인)	6.1%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	10.9	-8.2	21.4
절대기준	14.6	-11.0	5.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	70,000	70,000	-
영업이익(25)	98	103	▼
영업이익(26)	118	124	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	829	897	1,011	1,160
영업이익	66	88	98	118
세전순익	45	72	85	104
당기순이익	47	62	72	91
EPS(원)	1,666	2,174	2,537	3,195
증감률(%)	26.3	30.5	16.7	26.0
PER(배)	26.7	16.5	16.2	12.9
ROE(%)	4.0	5.0	5.6	6.7
PBR(배)	1.0	0.8	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	15.0	10.7	10.5	9.3

자료: 유진투자증권



2025년 1분기 실적 Review

1분기 매출액 및 영업이익은 각각 2,474 억원(+16.3%yoy), 254 억원(+47.0%yoy, OPM 10.3%)으로 매출액 및 영업이익 모두 당사 추정치 및 시장 컨센서스에 부합. 상품 매출액 비중 증가에 따라 2025년 원가율을 소폭 상향 조정함. 이에 따라 영업이익을 소폭 하향 조정하나 성장 추세에 미치는 영향은 제한적이라고 판단함. 케이캡의 해외 판매 증가에 따른 HK 이노엔 실적의 견조한 성장 추세와 이에 따른 점진적 기업가치 상승을 기대하여 HK 이노엔에 대한 긍정적 전망을 유지함. 투자의견 BUY 및 목표주가 7 만원을 유지함. 목표주가는 2025년 예상 순이익의 P/E 27.5 배 수준임

주력품목인 케이캡의 처방액 증가 추세는 유지되고 있는 것으로 파악됨. 2024년 항궐양제 시장에서 P-CAB 기전 제품 점유율 20.8%, 케이캡 점유율 14.3%를 기록하였으며, 2025년 1분기 P-CAB 기전 제품 점유율은 23.1%, 케이캡 점유율은 14.5%를 기록함. P-CAB 기전 제품 내 케이캡 점유율은 정체를 보이고 있으나, 전체 시장이 성장하고 있어 케이캡 처방 증가세는 2025년에도 10%를 상회한 2,200억원 이상의 처방액을 기록할 것으로 예상함. 1분기 케이캡의 원외처방액은 514 억원으로 14%yoy, -6%qoq 를 기록함. HB&B 사업부도 전년 수준의 매출액을 유지하고 있으며, 수액제 사업부도 견조한 성장이 유지되었음

케이캡 뿐만 아니라 제품 도입(항암제 아바스틴), 코마케팅 확대 등을 통해 견조한 외형 성장을 유지하려는 전략이 잘 실행되고 있으며, 비용도 적절하게 통제되고 있다고 판단됨

도표 1. HK 이노엔 1Q25 실적 Review 및 2Q25 실적 전망

(단위: 십억원, %,%p)	1Q25P					2Q25E			2024	2025E		2026E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq		당사 예상치	yoy	당사 예상치	yoy
매출액	247	238	3.8	245	0.8	246	12.2	(0.5)	897	1,011	12.7	1,160	14.7
영업이익	25	24	4.2	25	1.5	23	(4.7)	(8.5)	88	98	11.3	118	19.7
순이익	17	18	(5.5)	17	2.5	17	(3.9)	(3.9)	62	72	16.7	91	26.0
영업이익률	10.3	10.2	0.0	10.2	0.1	9.4	(1.7)	(0.8)	9.8	9.7	(0.1)	10.1	0.4
순이익률	7.0	7.7	(0.7)	6.9	0.1	6.8	(1.1)	(0.2)	6.9	7.1	0.2	7.8	0.7

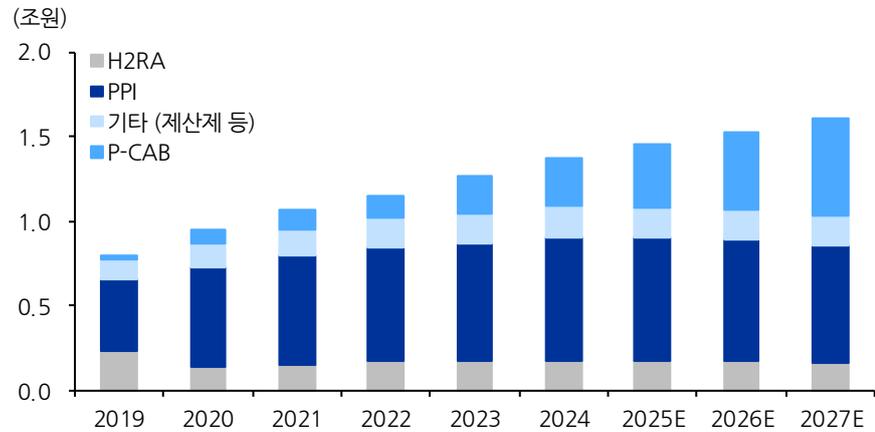
자료: HK 이노엔, 유진투자증권, FnGuide

도표 2. HK 이노엔 실적 추정치 미세 조정

(단위: 십억원, %,%p)	2024	NEW			OLD		Change	
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	897	1,011	1,160	1,393	994	1,098	1.8	5.7
영업이익	88	98	118	147	103	124	-4.7	-5.0
순이익	62	72	90.5	117	79	98	-8.5	-7.4
영업이익률	9.8	9.7	10.1	10.6	10.4	11.3	-0.7	-1.1
순이익률	6.9	7.1	7.8	8.4	7.9	8.9	-0.8	-1.1

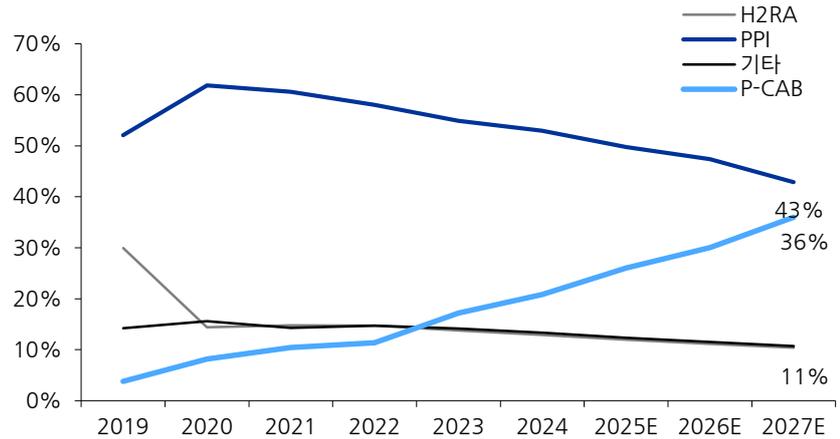
자료: HK 이노엔, 유진투자증권

도표 3. 국내 항궤양제 시장 원외처방전 추이 및 전망



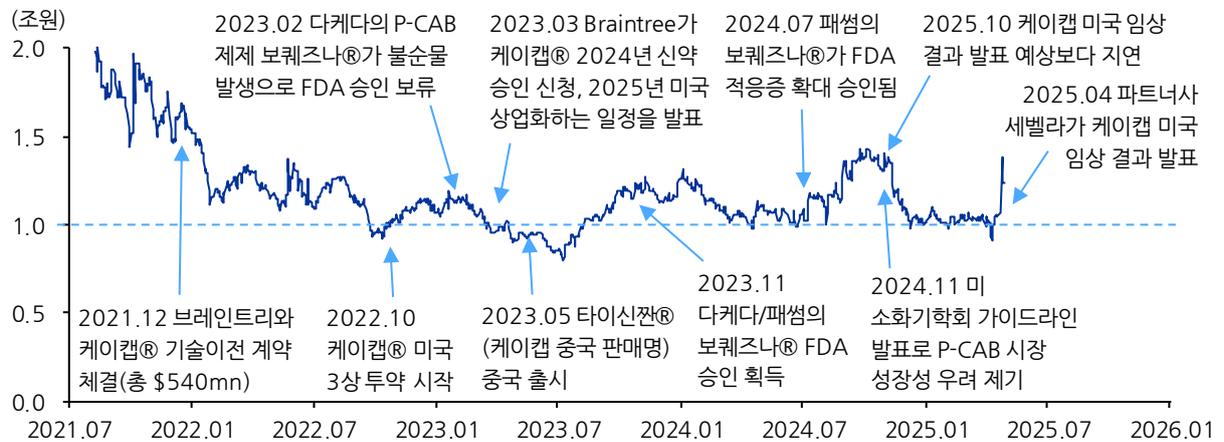
자료: HK 이노엔, 유진투자증권

도표 4. 국내 항궤양제 시장 원외처방전 점유율 추이 및 전망



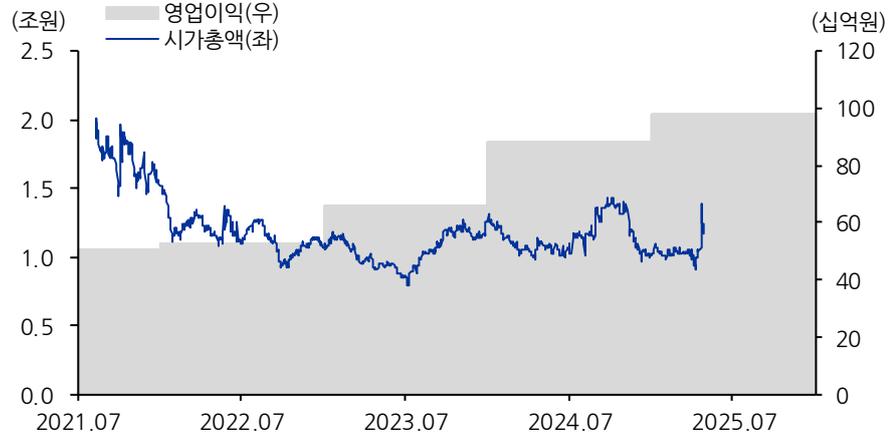
자료: HK 이노엔, 유진투자증권

도표 5. HK 이노엔 시가총액 및 주요 이벤트



자료: Quantwise, HK 이노엔, 유진투자증권

도표 6. HK 이노엔 연간 영업이익 및 시가총액



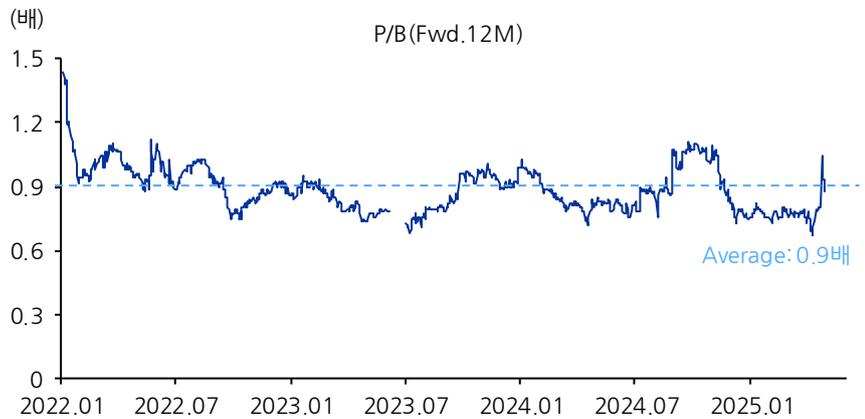
자료: Quantwise, HK 이노엔, 유진투자증권
 주: 2025E 영업이익은 당사 추정치

도표 7. HK 이노엔 P/E valuation: 글로벌 신약 출시로 기업가치 re-rating 할 것



자료: Quantwise, HK 이노엔, 유진투자증권

도표 8. HK 이노엔 P/B valuation



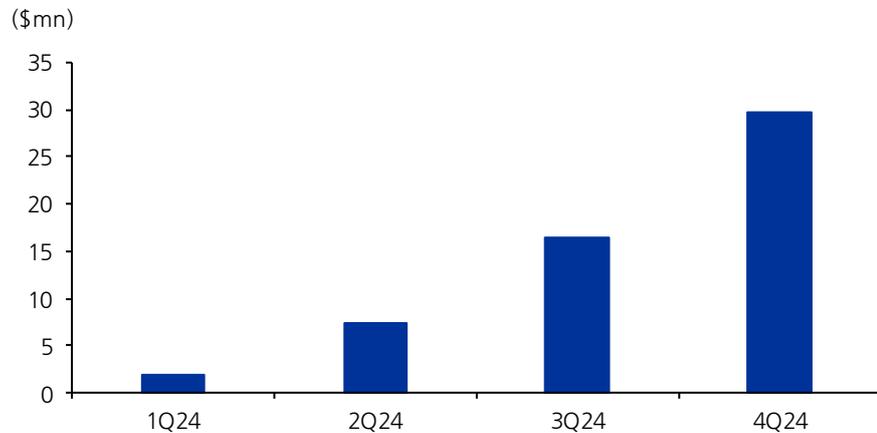
자료: Quantwise, HK 이노엔, 유진투자증권

Phathom(NASDAQ:PHAT) 현황

미국에서 2024 년 하반기부터 본격적으로 판매되기 시작한 P-CAB 제재 보퀘즈나®(성분명 보노프라잔)의 2024 년 매출액 \$55.3mn 를 기록함. 판매사 Phathom(NASDAQ: PHAT)은 6,500만명의 GERD(위식도 역류질환) 환자 중 약 30% 점유율, peak sales \$3bn 목표로 함. 보퀘즈나 매출 상승 추세가 확인되면 HK 이노엔 주가 상승 모멘텀도 본격화될 전망

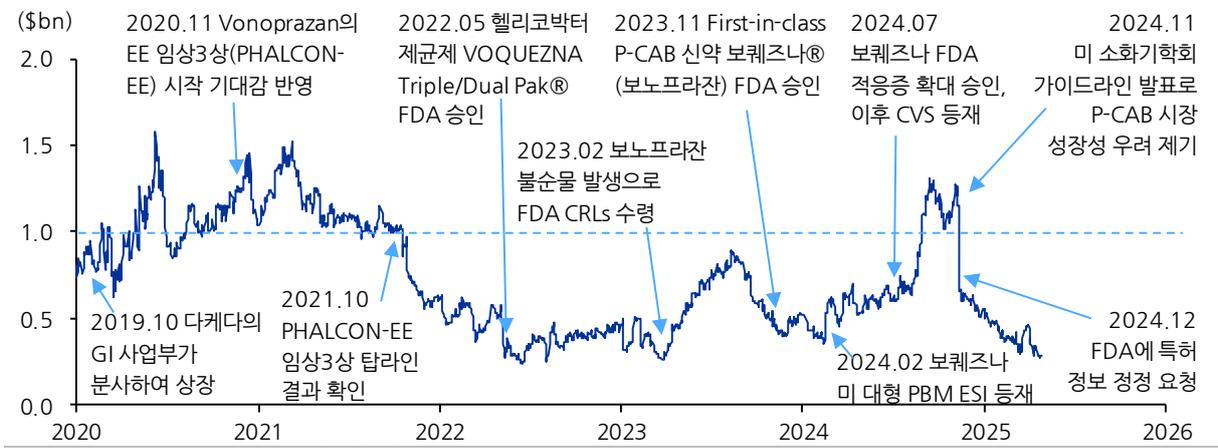
보퀘즈나의 특허연장은 2024 년 12 월 11 일에 신청해서 공식적인 FDA 답변은 180일 이후인 6월 11일경 확인 가능할 것으로 예상됨. 연장 시 2032년까지는 제네릭 의약품이 진입할 수 없지만, 연장되지 않을 경우 물질 특허가 만료되는 시기(2028년 8월)에 제네릭 의약품이 진입할 가능성 높음. 이 경우 케이캡의 시장 점유율 상승이 더디게 진행될 수 있다는 점에서 주가에 부정적 영향을 줄 수 있어 관련된 이슈를 주목해야 함

도표 9. 보퀘즈나 2024 년 분기별 판매액



자료: 패섬 파마슈티컬스, 유진투자증권

도표 10. Phathom(NASDAQ: PHAT) 시가총액 및 주요 이벤트



자료: Bloomberg, 패섬 파마슈티컬스, 유진투자증권

도표 11. 보퀘즈나 특허 관련 현황

Regulatory exclusivity potentially through November 2032

Potential Regulatory Exclusivity	Key Considerations						
<p>5 years NCE exclusivity + 5 years GAIN Act NCE* exclusivity + 6 months pediatric exclusivity** =</p> <p>November 2032</p>	<ul style="list-style-type: none"> GAIN Act NCE exclusivity tied to the active moiety, vonoprazan, with potential to apply to all Phathom products containing vonoprazan, regardless of indication First ANDA seeking approval of a generic vonoprazan cannot be filed until expiration of regulatory exclusivity Subsequent generic launch timing subject to FDA review and approval 						
<p>Patent Exclusivity***</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Vonoprazan Species</th> <th>Expiration date with expected patent term extension:</th> <th>Vonoprazan Fumarate</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td> <p>Vonoprazan Species US Patent 7,977,488 expires Aug. 11, 2028</p> </td> <td> <p>April 2030****</p> </td> <td> <p>Vonoprazan Fumarate Formulation US Patent 9,186,411 expires Aug. 11, 2030</p> </td> </tr> </tbody> </table>		Vonoprazan Species	Expiration date with expected patent term extension:	Vonoprazan Fumarate	<p>Vonoprazan Species US Patent 7,977,488 expires Aug. 11, 2028</p>	<p>April 2030****</p>	<p>Vonoprazan Fumarate Formulation US Patent 9,186,411 expires Aug. 11, 2030</p>
Vonoprazan Species	Expiration date with expected patent term extension:	Vonoprazan Fumarate					
<p>Vonoprazan Species US Patent 7,977,488 expires Aug. 11, 2028</p>	<p>April 2030****</p>	<p>Vonoprazan Fumarate Formulation US Patent 9,186,411 expires Aug. 11, 2030</p>					

* On December 11, 2024 we submitted a Citizen Petition seeking correction of our VOQUEZNA Orange Book listings to reflect the full 10 years of NCE exclusivity
 ** Subject to timely completion of pediatric studies and reports
 *** All patent terms will be extended by 6 months if pediatric exclusivity is granted, subject to timely completion of pediatric studies and reports
 **** Subject to grant of patent term extension by USPTO

자료: 패섬 파마슈티컬스, 유진투자증권

HK이노엔(195940.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	1,848	1,890	1,962	2,071	2,201
유동자산	433	385	486	620	774
현금성자산	141	82	113	134	167
매출채권	149	124	157	197	252
재고자산	142	177	214	288	353
비유동자산	1,415	1,504	1,476	1,451	1,427
투자자산	62	55	57	58	59
유형자산	277	378	353	330	308
기타	1,076	1,071	1,067	1,063	1,060
부채총계	644	638	649	677	700
유동부채	595	464	475	503	525
매입채무	168	177	188	215	237
유동성이자부채	414	273	273	273	273
기타	13	14	14	15	16
비유동부채	49	174	174	175	175
비유동이자부채	37	166	166	166	166
기타	12	8	8	8	9
자본총계	1,204	1,251	1,313	1,394	1,501
지배지분	1,204	1,251	1,313	1,394	1,501
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	466	466	466	466
이익잉여금	107	208	270	350	457
기타	567	563	563	563	563
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,204	1,251	1,313	1,394	1,501
총차입금	451	439	439	439	439
순차입금	310	357	326	305	272

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	83	106	56	47	59
당기순이익	47	62	72	91	117
자산상각비	39	40	44	41	39
기타비현금성손익	23	34	0	0	0
운전자본증감	(23)	(19)	(59)	(86)	(98)
매출채권감소(증가)	(15)	29	(33)	(40)	(55)
재고자산감소(증가)	(16)	(36)	(37)	(73)	(65)
매입채무증가(감소)	3	(2)	10	27	22
기타	5	(10)	0	1	1
투자현금	(34)	(130)	(17)	(17)	(18)
단기투자자산감소	(2)	(6)	(1)	(2)	(2)
장기투자증권감소	3	0	0	0	0
설비투자	36	117	8	8	8
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(3)	(9)	(6)	(6)	(6)
재무현금	(52)	(38)	(10)	(10)	(10)
차입금증가	(28)	(15)	0	0	0
자본증가	(5)	(6)	(10)	(10)	(10)
배당금지급	5	6	10	10	10
현금 증감	(3)	(62)	29	19	32
기초현금	111	108	45	74	94
기말현금	108	45	74	94	125
Gross Cash flow	109	135	116	132	157
Gross Investment	55	143	75	101	114
Free Cash Flow	54	(8)	41	31	43

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	829	897	1,011	1,160	1,393
증가율(%)	(2.1)	8.2	12.7	14.7	20.0
매출원가	453	462	541	610	716
매출총이익	376	435	470	550	677
판매 및 일반관리비	310	347	372	432	529
기타영업손익	4	12	7	16	22
영업이익	66	88	98	118	147
증가율(%)	25.5	33.8	11.3	19.7	25.5
EBITDA	105	128	142	159	187
증가율(%)	19.8	22.2	10.8	12.1	17.6
영업외손익	(21)	(16)	(13)	(13)	(13)
이자수익	4	3	4	4	4
이자비용	19	15	13	13	13
지분법손익	(0)	(0)	0	0	0
기타영업외손익	(6)	(5)	(4)	(4)	(4)
세전순이익	45	72	85	104	134
증가율(%)	19.4	58.8	18.2	22.8	28.9
법인세비용	(2)	10	13	14	17
당기순이익	47	62	72	91	117
증가율(%)	23.8	30.5	16.7	26.0	29.4
지배주주지분	47	62	72	91	117
증가율(%)	23.8	30.5	16.7	26.0	29.4
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	1,666	2,174	2,537	3,195	4,136
증가율(%)	26.3	30.5	16.7	26.0	29.4
수정EPS(원)	1,666	2,174	2,537	3,195	4,136
증가율(%)	26.3	30.5	16.7	26.0	29.4

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,666	2,174	2,537	3,195	4,136
BPS	42,487	44,172	46,358	49,203	52,989
DPS	350	350	350	350	350
밸류에이션(배, %)					
PER	26.7	16.5	16.2	12.9	9.9
PBR	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/ EBITDA	15.0	10.7	10.5	9.3	7.7
배당수익률	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
PCR	11.5	7.5	10.1	8.8	7.4
수익성(%)					
영업이익률	8.0	9.8	9.7	10.1	10.6
EBITDA이익률	12.6	14.3	14.0	13.7	13.4
순이익률	5.7	6.9	7.1	7.8	8.4
ROE	4.0	5.0	5.6	6.7	8.1
ROIC	3.2	4.9	5.2	6.2	7.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	25.8	28.5	24.8	21.9	18.1
유동비율	72.7	83.1	102.4	123.5	147.4
이자보상배율	3.5	6.0	7.3	8.8	11.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
매출채권회전율	5.9	6.6	7.2	6.5	6.2
재고자산회전율	6.2	5.6	5.2	4.6	4.3
매입채무회전율	5.2	5.2	5.5	5.8	6.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월(추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)

