

HK이노엔 (195940)

실적은 탄탄, 모멘텀은 팡팡

예상치에 부합하는 실적 전망

동사의 1분기 매출 및 영업이익을 2,643억원(YoY +6.8%), 288억원(YoY +13.5%, OPM 10.9%)으로 전망한다. 시장 컨센서스(매출 2,693억원, 영업이익 295억원)에 부합한다. 국내 케이캡 처방은 견조하게 성장 중이다. 후발주자들의 등장으로 경쟁은 있지만 3세대(P-CAB)가 2세대(PPI)의 점유율을 가져오고 있고, 소화성궤양용제 시장 규모 자체의 상승이 맞물리고 있다. 작년 4분기말 기준 국내 시장에서 3세대의 점유율은 약 26% 수준이며 전체 규모는 1.5조원으로 5년 전 대비 약 50% 성장했다.

케이캡 외 동사의 사업부 중 높은 성장을 보이고 있는 영역은 수액이다. 작년 의료파업 종료 후 빠르게 기존 판매 추세로 회복되고 있는 상황이다. 최근 지정학적 갈등으로 인한 나프타 수급 불안정에 대한 우려가 발생했다. 수액 포장재로 나프타를 사용하기에 재고 이슈가 발생할 가능성이 있으나, 회사를 통해 2분기까지는 재고 관련 이슈가 없는 상황임을 확인했다. 그리고 최근 보건복지부는 의료제품 생산에 나프타를 우선공급하는 것을 발표했기에 관련 리스크로부터는 상대적으로 자유로워진 상황이다.

케이캡 글로벌 진출에 대한 기대감은 여전히 존재

올해 1월초 미국 파트너사는 케이캡에 대한 NDA를 제출했다. 보수적으로 가정했을 시 내년초 허가와 출시에 대한 이벤트가 발생할 것으로 전망한다. 현재 미국에서 출시한 3세대 소화성궤양용제 제품으로는 패섬 파마슈티컬스(Phathom Pharmaceuticals)의 보케즈나(Voquezna)가 유일하다. 보케즈나는 출시 1년차 매출 0.6억달러, 2년차 매출 1.8억달러를 기록할만큼 빠르게 미국에서 성장 중이다. 이는 P-CAB 제제에 대한 수요가 미국에서도 충분히 발생하고 있는 상황으로 해석할 수 있다. 또한 동사의 제품이 출시했을 때에도 유의미한 매출 추세를 기록할 수 있는 간접적인 증거다.

다만 미국에서 진행했던 임상 3상에 대한 데이터 수치를 지금까지 확인할 수 없었다. 올해 기대하는 것은 학회를 통한 약효 및 안전성 관련 구체적 수치다. 수치를 기반으로 보케즈나 대비 우위를 판단할 수 있을 것으로 기대하며, 해당 데이터를 기반으로 한 추가적인 계약 진전도 가능할 것으로 예상된다. 현재 케이캡이 추가로 진출하려고 하는 유럽이나 중동 등에서도 미국 대규모 임상 데이터를 활용해 판매지역을 추가적으로 확장할 수 있는 포텐셜은 남아있다.

목표주가 유지. 중장기적 파이프라인 다변화 기대

동사에 대한 투자의견과 목표주가 7만원을 그대로 유지한다. 목표주가는 2026년 예상 EBITDA 1,098억원에 Target 멀티플 19.5배를 적용한 뒤 순차입금을 고려했다. 큰 카테고리에서 동사는 제약사이며, 작년 매출 1조원 이상을 기록했던 제약사들의 26년 평균 PER은 26배다. 동사는 현재 15배 수준이라는 점에서 저평가되었다고 판단한다.

이는 시장의 기대가 케이캡에 국한되어 있음에 기인한다. 최근 NDR을 통해 주요 파이프라인에 대한 진행 상황을 공유했다. GLP-1 주사제는 국내에서 임상 3상 중이다. 해당 물질은 중국 사이윈드사로부터 라이선스인했으며 내년 중 데이터 확인이 가능할 것이 기대된다. JAK 억제제는 최근 미국 임상 1상 IND를 신청했으며, 이는 라이선스아웃을 위한 임상 데이터 확보 목적이다. 본격적인 임상 진입 시 보수적으로 1년 정도 걸릴 예정이며, 해당 파이프라인 역시 내년 중 데이터 확인이 가능할 것이다.

Company Brief

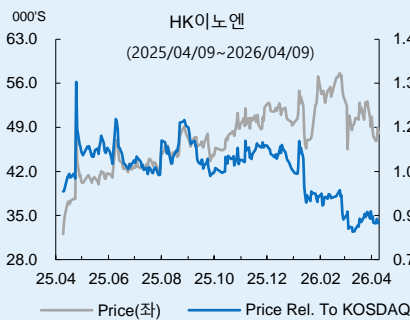
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	70,000원(유지)
증가(2026.04.09)	48,050원
상승여력	45.7%

Stock Indicator	
자본금	14십억원
발행주식수	2,833만주
시가총액	1,361십억원
외국인지분율	13.3%
52주 주가	32,050~57,600원
60일평균거래량	238,013주
60일평균거래대금	12.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.0	-10.9	5.0	49.9
상대수익률	1.4	-24.4	-20.9	-17.3

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	1,063	1,153	1,236	1,336
영업이익(십억원)	111	128	132	127
순이익(십억원)	76	93	96	91
EPS(원)	2,672	3,291	3,381	3,205
BPS(원)	46,890	50,168	53,536	56,728
PER(배)	18.5	14.6	14.2	15.0
PBR(배)	1.1	1.0	0.9	0.8
ROE(%)	5.9	6.8	6.5	5.8
배당수익률(%)	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	11.1	8.7	7.6	6.9

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

[제약/바이오]

정재원
jaewon.jeong@imfnsec.com

2122-9208

NDR 주요 내용 요약

케이캡 업데이트

[국내 처방 추이]

- 1, 2월 합산 시 전년 1, 2월 대비 10% 초반 성장 추세 확인. 3월은 미집계
- 작년 온기 처방액은 2,180억원. 올해 연간 처방액은 전년 대비 10% 초중반 수준의 성장을 달성할 것으로 예상

[중국 로열티]

- 작년 수령받은 로열티 금액은 140억원대. 케이캡의 중국 시장 점유율은 4% 내외 수준인 것으로 파악. 다케캡과 케이캡이 합산으로 10% 수준인 것으로 확인
- 참고로 현재 중국 내 발매된 P-CAB 제제는 5개. 경쟁이 심화되는 것을 우려하는 시장의 목소리가 있었으나, 현재까지의 상황으로는 우려할 정도 아닌듯
- 작년 4분기 수령한 로열티 40~50억원 사이
- 통상적으로 1분기는 4분기 대비 낮은 매출을 기록하는 경향. 그럼에도 올해 1분기 로열티 금액은 전년 4분기 수준의 유사할 것으로 기대. 이것은 중국 내 케이캡 처방량 자체가 빠르게 상승하고 있는 상황으로 해석 가능
- 또한 중국 시장의 절반가량은 주사제형이 차지. 파트너사가 현재 2개 적응증을 대상으로 임상 2상 진행 중

[미국 진행상황]

- 미국 파트너사 올해 1월초 케이캡에 대한 NDA 제출. 파트너사 홈페이지에 게시
- 금년 중 개최되는 학회를 통해 진행했던 임상에 대한 데이터를 공개할 것으로 기대. 데이터에 대한 수치를 구체적으로 확인하는 이벤트가 될 것

그림1. 중국 내 케이캡 출시 현황 요약

구분	내용
출시 및 허가	- 2015년 10월: 기술이전 및 현지 임상 시작 - 2022년 4월: 중국 국가약품감독관리국(NMPA) 품목허가 - 2022년 5월: 중국 혁신 신약(1류) 타이산판(泰欣赞) 출시
보험 등재	- 2023년 3월: 중국 국가보험의약품목록(NRDL) 등재 - 2025~2026년: NRDL 갱신 완료(적응증 추가)
적응증	- 미란성 식도염 (NRDL 등재: '23.03~) - 심이지장궤양 (NRDL 등재: '25.01~) - 헬리코박터 파일로리 재균 병용요법 (NRDL 등재: '26.01~)
시장 규모	- 약 4.1조 원 (세계 2위 의약품 시장)
영업 현황	- 전국 31개 성시 등록 및 영업 중
경쟁력	- 소화기 전문 영업력 & 경쟁약품 대비 Fast-Onset - 신약 등급 Class 1 (혁신신약, 약가 프리미엄)
향후 계획	- 주사제 임상 2상 진행 중

자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 미국 케이캡 개발 진행상황 요약

구분	내용
계약 개요	- 2021년 12월: Sebelo의 자회사 Braintree와 라이선스 아웃 계약 체결 - 계약규모: USD 540 mn (계약 기준 약 6,400억원)
기업 개요	- 자체 개발 FDA 승인 신약/의료기기 보유한 소화기 전문 제약사 : SUTAB('21), SUFLAVE('23), MIUDELLA('25) · 높은 소화기 의약품 공급망 커버리지 : 94%
적응증	- 미란성 식도염 (치유/유지요법) - 비미란성 식도염
시장 규모	- 약 4조원 (세계 1위 의약품시장)

적응증	임상1상	임상2상	임상3상	NDA제출	FDA승인
미란성식도염 (EE)	치유	SKIP	임상완료	'26년1월	→
	유지요법	SKIP	임상완료	'26년1월	→
비미란성식도염 (NERD)	치유	SKIP	임상완료	'26년1월	→

자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

주요 사업부 업데이트

[수액 사업부]

- 의료파업 종료 후 성장 추세 유지
- 최근 나프타 이슈는 포장재와 연결되어 재고 이슈가 발생할 가능성 존재. 현재 6월까지의 재고가 충분한 상황. 최근 식약처가 포장재에 있어서는 필수약품으로 분류되는 수액에 대해 우선 배정하는 것을 발표

[HB&B 사업부]

- 금년은 작년 대비 회복은 당연한 수순. 1분기 판매 분위기는 과거 수준의 이슈 없었던 기준의 90~95%까지 올라온 것으로 파악
- 1분기 적자가 나지 않는다면 하반기 이익이 나오는 구조가 될 것. 광고선전비 등 대부분의 비용이 상반기에 투입되기 때문

파이프라인 업데이트

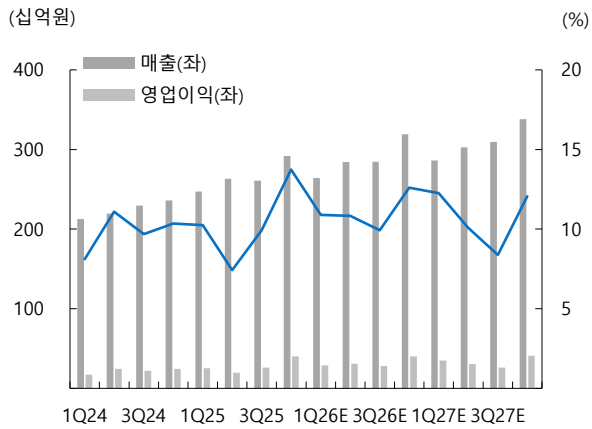
[GLP-1 주사제]

- 2024년 5월 중국 사이윈드로부터 라이선스인한 파이프라인
- 작년 하반기부터 임상 3상 투약 진행 중. 올해 투약 마무리될 것으로 예상하며 내년 중 데이터 확인 가능할 듯
- 국내 임상 3상 데이터 기반으로 향후 동남아, 남미 시장 진출도 계획하고 있음. 해당 시장은 한국 임상 데이터를 인정해줌
- 중국으로부터 도입한 물질이라는 점에서 시장의 반응이 우호적이지는 않았음. 다만 사이윈드의 제품은 중국에서 GLP-1 주사제로 2번째 승인을 받은 약물이라는 점과, 최근 화이자가 중국 세일즈파트너를 담당하는 조건으로 7천억원을 지급했음. 기술력, 데이터 측면에서의 강점이 있다고 판단한 것으로 해석

[JAK 억제제]

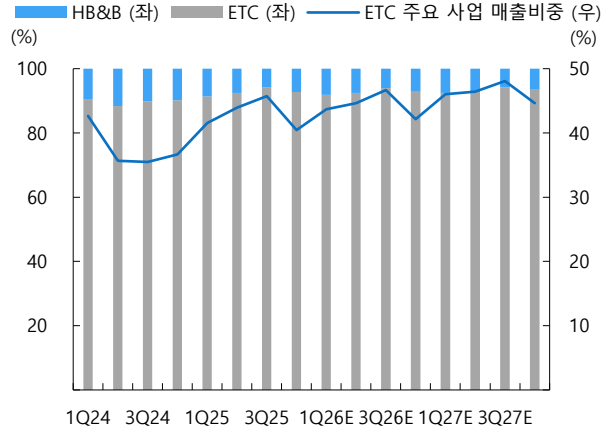
- 기존 약물 대비 고용량에서 부작용이 없음을 확인
- 현재 국내에서 휴먼 임상 2상, 동물용 임상 3상 진행 중
- 미국 임상은 최근 1상 IND 신청 완료. 데이터가 있어야 L/O가 원활하게 될 것으로 판단. 첫 환자 투여부터 대략적으로 12개월 소요될 것으로 예상

그림3. HK이노엔 분기별 실적 추이 및 전망



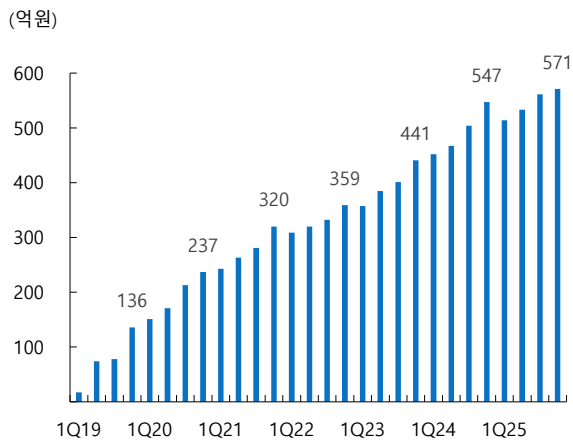
자료: iM증권 리서치본부

그림4. HK이노엔 사업부별 분기 실적 비중 추이 및 전망



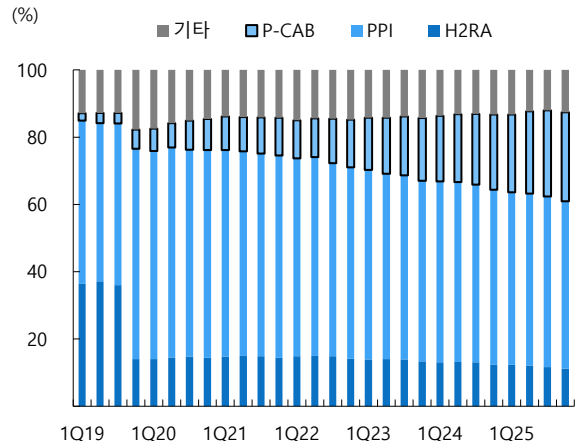
자료: iM증권 리서치본부 / 주) ETC 주요 사업부에는 향암, 수액, 케이캡 포함

그림5. 케이캡 국내 처방실적



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림6. 국내 소화성궤양용제 제형별 비중 추이



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

표1. HK이노엔 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	2,384.7	
A. 2026E EBITDA	109.8	
B. Target EV/EBITDA	21.7	국내 주요 제약사 2026E 평균 EV/EBITDA
2. 순차입금	160.9	2026년말 기준
3. 보통주주식수	28,904	
4. 적정주가 산출	70,000	
5. 현재 주가	48,050	2026년 4월 9일 종가
6. 상승 여력	45.7	

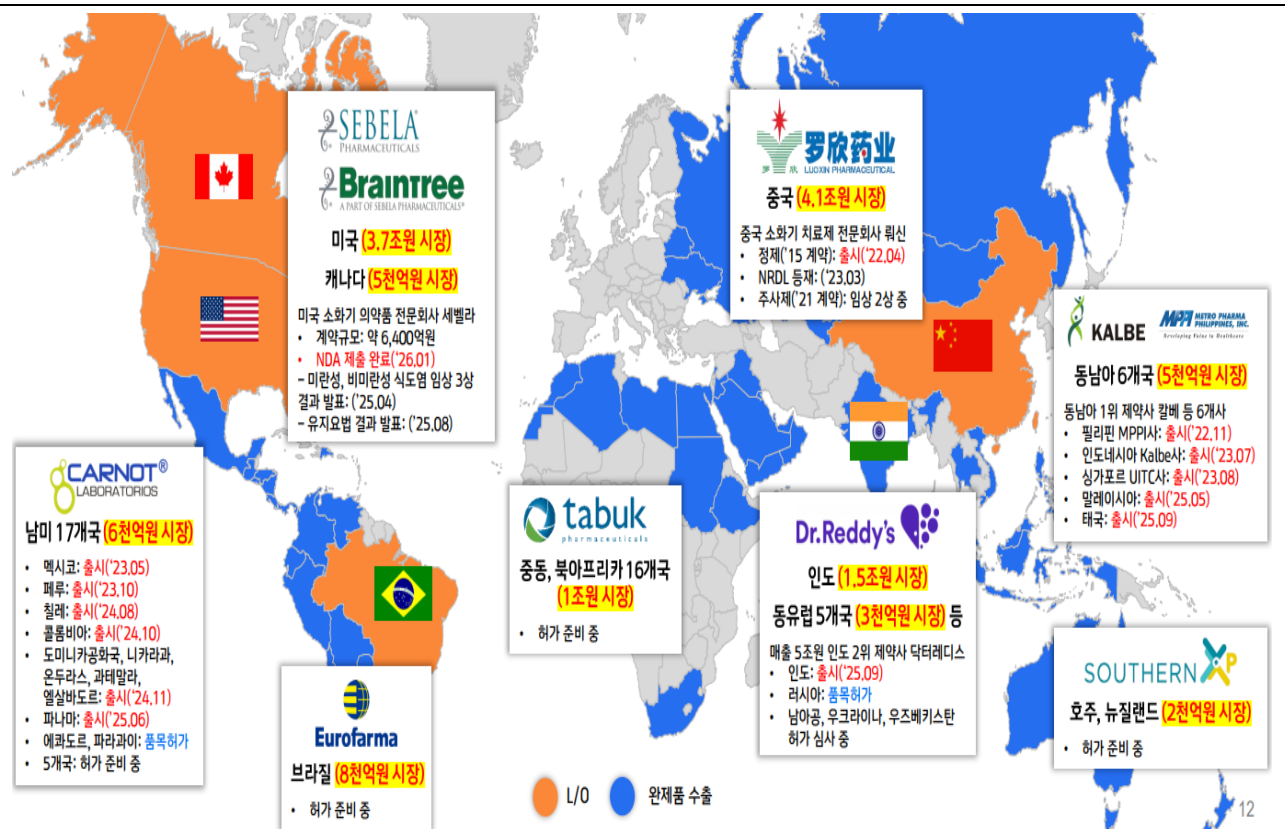
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표2. HK이노엔 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	247.4	263.1	260.8	291.9	264.3	284.3	284.7	319.3	1,063.2	1,152.6	1,236.1
YoY	16.3	20.0	13.7	23.8	6.8	8.1	9.2	9.4	18.5	8.4	7.2
ETC	225.9	243.1	245.7	270.6	242.8	263.0	267.5	297.2	985.4	1,070.6	1,152.3
수액	33.5	33.9	38.8	35.5	38.1	37.9	42.9	40.7	141.7	159.7	181.1
케이캡	47.5	49.2	46.4	52.6	55.1	55.9	55.1	63.2	195.7	229.4	266.4
항암	21.7	32.6	34.0	30.0	22.2	33.0	34.8	30.7	118.3	120.7	124.1
기타	123.2	127.5	126.4	152.5	127.3	136.1	134.7	162.6	529.7	560.7	580.7
HB&B	21.4	20.0	15.1	21.2	21.5	21.3	17.2	22.1	77.7	82.1	83.8
컨디션	14.0	13.1	10.4	14.5	14.2	13.3	10.8	14.9	52.0	53.2	53.2
햇개수	2.5	2.6	1.6	2.1	2.2	3.3	2.1	2.3	8.8	10.0	10.7
기타	4.9	4.2	3.2	4.6	5.1	4.7	4.3	4.9	16.9	18.9	19.9
매출총이익	114.6	113.1	118.7	150.7	124.4	133.8	133.6	155.2	497.2	547.0	598.6
YoY	6.7	4.2	12.8	32.3	8.6	18.3	12.5	3.0	14.3	10.0	9.4
GPM	46.3	43.0	45.5	51.6	47.1	47.0	46.9	48.6	46.8	47.5	48.4
영업이익	25.4	19.5	25.9	40.1	28.8	30.8	28.3	40.2	110.9	128.1	132.2
YoY	47.0	(19.8)	16.4	64.5	13.5	57.6	9.3	0.3	25.7	15.5	3.2
OPM	10.3	7.4	9.9	13.7	10.9	10.8	9.9	12.6	10.4	11.1	10.7
당기순이익	17.4	12.0	18.6	27.7	20.2	22.3	20.0	30.6	75.7	93.2	95.2
YoY	66.2	(30.9)	28.0	44.3	16.1	85.4	8.0	10.7	22.9	23.2	2.1

자료: iM증권 리서치본부

그림7. 케이캡 글로벌 진출 현황



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

K-IFRS 별도 요약 재무제표

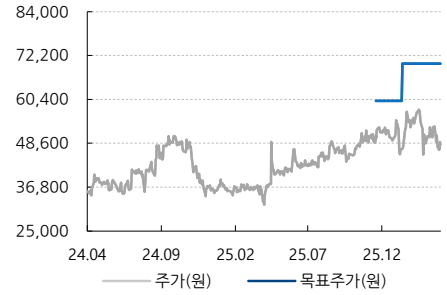
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	486	745	1,003	1,255	매출액	1,063	1,153	1,236	1,336
현금 및 현금성자산	91	335	526	613	증가율(%)	18.5	8.4	7.2	8.1
단기금융자산	68	126	233	431	매출원가	576	606	637	689
매출채권	157	136	117	101	매출총이익	488	547	599	647
재고자산	168	146	125	108	판매비와관리비	377	419	466	521
비유동자산	1,611	1,569	1,533	1,501	연구개발비	25	26	27	28
유형자산	404	369	338	311	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,069	1,059	1,050	1,041	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,097	2,314	2,536	2,757	영업이익	111	128	132	127
유동부채	593	617	643	674	증가율(%)	25.7	15.5	3.2	-4.3
매입채무	87	95	102	110	영업이익률(%)	10.4	11.1	10.7	9.5
단기차입금	310	310	310	310	이자수익	3	8	13	18
유동성장기부채	53	53	53	53	이자비용	16	19	22	25
비유동부채	176	276	376	476	자본법이익(손실)	-	-	-	-
사채	99	149	199	249	기타영업외손익	-8	-7	-7	-7
장기차입금	45	95	145	195	세전계속사업이익	91	110	113	108
부채총계	769	893	1,019	1,150	법인세비용	16	17	18	17
자배주주지분	1,328	1,421	1,517	1,607	세전계속이익률(%)	8.6	9.5	9.2	8.1
자본금	14	14	14	14	당기순이익	76	93	96	91
자본잉여금	466	466	466	466	순이익률(%)	7.1	8.1	7.7	6.8
이익잉여금	275	356	441	520	지배주주귀속 순이익	76	93	96	91
기타자본항목	573	584	596	607	기타포괄이익	11	11	11	11
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	87	104	107	102
자본총계	1,328	1,421	1,517	1,607	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	162	217	213	200	주당지표(원)				
당기순이익	76	93	96	91	EPS	2,672	3,291	3,381	3,205
유형자산감가상각비	35	35	31	27	BPS	46,890	50,168	53,536	56,728
무형자산상각비	10	10	9	9	CFPS	4,287	4,894	4,798	4,457
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	410	410	410	410
투자활동 현금흐름	-171	-40	-89	-180	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-74	-	-	-	PER	18.5	14.6	14.2	15.0
무형자산의 처분(취득)	-12	-	-	-	PBR	1.1	1.0	0.9	0.8
금융상품의 증감	-76	-4	-4	-4	PCR	11.5	9.8	10.0	10.8
재무활동 현금흐름	55	69	69	69	EV/EBITDA	11.1	8.7	7.6	6.9
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	85	100	100	100	ROE	5.9	6.8	6.5	5.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	14.7	15.1	13.9	12.1
배당금지급	-10	-12	-12	-12	부채비율	57.9	62.8	67.2	71.5
현금및현금성자산의증감	46	244	191	87	순부채비율	26.1	10.2	-3.5	-14.8
기초현금및현금성자산	45	91	335	526	매출채권회전율(x)	7.6	7.9	9.8	12.3
기말현금및현금성자산	91	335	526	613	재고자산회전율(x)	6.2	7.3	9.1	11.5

자료 : HK이노엔, iM증권 리서치본부

HK이노엔 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-11-26	Buy	60,000	-15.0%	-8.7%
2026-01-20	Buy	70,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-