

HK이노엔 (195940)

떨떨한 한 채 같은 케이캡

이전 제시했던 전망치와 유사한 수준의 실적

동사의 2분기 매출은 전년 대비 2% 상승한 2,672억원을 기록했다. 영업이익은 300억원으로 전년 동기 대비 11% 성장했다. 케이캡, 수액 등 주요 전문의약품의 두자릿수 성장 추세가 지속되었다. 국내 케이캡은 이전 프리뷰 자료를 통해 언급했듯 약가환급금 회계처리 기준이 변경된 영향에 따라 처방량은 매분기 상승하는 추세가 유지되었지만 매출은 소폭 감소했다. 그러나 국내 매출의 감소분을 해외향 완제품 수출과 중국에서 발생하는 로열티를 통해 상쇄했다.

2분기 중국향 로열티 발생 매출은 약 50억원으로 매분기 상승세를 이어가고 있다(2Q25 30억원, 1Q26 40억원). 현재 중국에서 보험적용되는 적응증이 확대되고 있고, 주사제형에 대한 임상 2상이 진행되고 있다는 점을 고려 시 중장기적으로 중국 내 점유율 확대 및 이에 따른 로열티 수취 금액은 지속적으로 상승할 것이 기대된다.

수액은 의료계 파업이 해소된 이후 두자릿수대의 고성장을 지속하고 있으며, 제품 중에서도 고수익성인 영양수액의 비중이 매년 커지고 있어 이에 따른 수익성 개선도 동반되고 있다. 2분기 수액 사업 매출은 385억원으로 전년 대비 14% 성장했고 세부적으로는 기초수액 157억원, 특수수액 85억원, 영양수액 143억원을 기록했다.

중국 케이캡, VBP 영향권에서 상대적으로 자유롭다

현재 중국에서 P-CAB 제제는 다케캡(성분명 보노프라잔)과 동사의 케이캡(성분명 테고프라잔)이 판매 중이다. 최근 중국 의약품 시장의 큰 화두는 VBP 제도로부터의 회피 여부다. 회피 측면에서 특허 만료 여부가 중요하다. 특허가 만료되면 제네릭 중심의 VBP 편입 시장으로 재편되는 경향이 보이며, 특허가 유지되고 있으면 오리지널 중심의 프리미엄 제품 포지셔닝이 가능하다.

다케캡의 경우, 특허 만료 이후 중국 내 다수의 현지 제네릭이 진입했다. CSPC, Beijing Beilu, Shandong Loncom 등 기업에서 보노프라잔 제네릭 품목에 대한 허가를 받은 것으로 확인된다. 또한 7월 중순 발표된 12차 VBP 품목 내 보노프라잔이 포함되어 있다. 향후 정부 주도 또는 성 주도의 대규모 입찰 시 제네릭과의 경쟁으로 인한 약가 인하와 수익성 감소는 피할 수 없을 것으로 보인다.

이에 비해 동사의 케이캡은 제네릭이 없는 특허 신약 지위를 바탕으로 VBP 제도의 사정권에서 제외되어 있다. VBP 입찰 대신 국가의료보험목록(NRDL) 협상을 통해 높은 약가를 방어해 프리미엄 브랜드 시장을 공략하는 전략이다. 중국에서 케이캡은 23년 미란성식도염에 대한 급여 목록 진입 이후 십이지장궤양, 헬리코박터 제균요법 등 다수의 적응증을 추가로 확보하면서 처방 범위를 빠르게 확장하고 있다.

또한 중국에서 케이캡은 현재 주사제형에 대해 임상 2상을 2건 진행 중이다. 중국 소화성 궤양용제 시장의 약 40%가 주사제가 처방되고 있다. P-CAB 계열의 주사제형은 동사가 중국 내에서 가장 빠르게 개발하고 있기에, 향후 케이캡 제네릭 출시에 따른 VBP 약가 인하 압박이 발생하더라도 제형을 통한 회피 및 매출 감소 방어가 가능할 것으로 생각된다. 결론적으로 중국에서 판매하는 케이캡은 VBP로 인한 약가 인하 압력에서 비교적 자유로운 편이다.

Company Brief

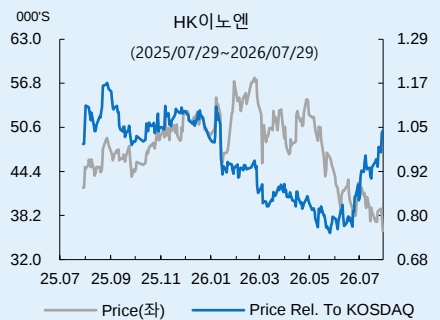
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	60,000원(유지)
증가(2026.07.29)	36,000원
상승여력	66.7%

Stock Indicator	
자본금	14십억원
발행주식수	2,833만주
시가총액	1,020십억원
외국인지분율	13.9%
52주 주가	36,000~57,600원
60일평균거래량	166,740주
60일평균거래대금	7.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.9	-33.7	-37.0	-14.6
상대수익률	12.1	12.0	6.1	3.0

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	1,063	1,099	1,201	1,282
영업이익(십억원)	111	135	190	207
순이익(십억원)	76	86	131	146
EPS(원)	2,672	3,037	4,609	5,159
BPS(원)	46,890	49,914	54,511	59,656
PER(배)	18.5	11.9	7.8	7.0
PBR(배)	1.1	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	5.9	6.3	8.8	9.0
배당수익률(%)	0.8	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	11.1	6.8	4.6	3.7

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

[제작/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

2122-9208

케이캡 미국 출시가 다가온다

올해 5월 DDW(Digestive Disease Week)에서 미국에서 진행한 케이캡 임상 3상에 대한 결과를 처음 공개했다. 미란성식도염 환자 대상이었고 1,250명의 환자에게서 PPI 및 P-CAB을 투여하고 유효성과 안전성을 비교했다. 결론적으로 P-CAB 계열 치료제 중 최초로 PPI 대비 우월성을 입증했다.

하반기에는 미국소화기학회(ACG, American College of Gastroenterology)에서 추가 임상 데이터를 공개할 예정이다. 비미란성식도염 적응증 환자 약 800명을 대상으로 테고프라잔과 위약을 투여한 임상 3상에 대한 결과일 것으로 예상된다. 이미 미란성식도염으로 5월에 입증했던 우월성 및 안전성 추이가 향후 발표될 데이터에서도 일관되게 나온다면 내년초로 예상하는 케이캡의 FDA 승인은 큰 무리 없이 이루어질 것으로 보인다.

케이캡으로 시작되어 다양한 방향에서 퍼지는 R&D 모멘텀

투자의견과 목표주가는 그대로 유지한다. 7월초 프리뷰 자료를 통해 실적 추정치를 조정했고 이번 실적발표와 추정치 간의 괴리가 크지 않았다. 2026년 예상 EBITDA 1,427억원에 타겟 멀티플 13.9배를 고려한 영업가치는 1조 9,872억원이며 2026년말 순차입금을 고려 시 최종 기업가치는 1조 7,607억원이다.

회사가 준비하고 있는 큰 이벤트들은 적합한 타임라인에 발생할 것으로 보인다. 가장 근접한 이벤트는 상기 언급한 미국 케이캡의 FDA 허가일 것이다. 올해초 미국 파트너사인 세벨라가 NDA를 제출했고 이번 실적발표 세션을 통해 큰 문제없이 심사 관련 사항이 진행되고 있다고 언급했다. 특별한 이슈가 현재까지 없었다는 점에서 세벨라가 제시해준 내년초로 예상하는 허가승인 시점은 그대로다.

케이캡에 편중된 이벤트들이 단기적으로 동사의 기업 가치의 상승 모멘텀을 이끈다면, 중장기적으로는 개발 중인 파이프라인에서의 성과를 주목한다. 비만 적응증 후보물질 에크노글루타이드는 국내에서 비만 임상 3상을 진행하고 있다. 올해 ADA에서 세마글루타이드와 체중 감소에 대해 직접 비교했으며 전 비교군에서 우위를 보였다.

JAK-1 억제제 기반 아토피 피부염 후보물질은 최근 반려동물 대상 임상 3상을 성공했다. 휴먼 대상으로도 국내 2상을 진행 중이며 최근 FDA로부터 임상 1b상 IND를 승인받아 연내 임상이 개시될 것으로 기대된다.

표1. HK이노엔 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	1,987.2	
A. 12MFEBITDA	142.7	
B. Target EV/EBITDA	13.9	국내 주요 제약사 12MF 평균 EV/EBITDA
2. 순차입금	226.5	2026년말 기준
3. 보통주주식수	28,904	
4. 적정주가 산출	60,000	
5. 현재 주가	36,000	2026년 7월 29일 종가
6. 상승 여력	66.7	

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

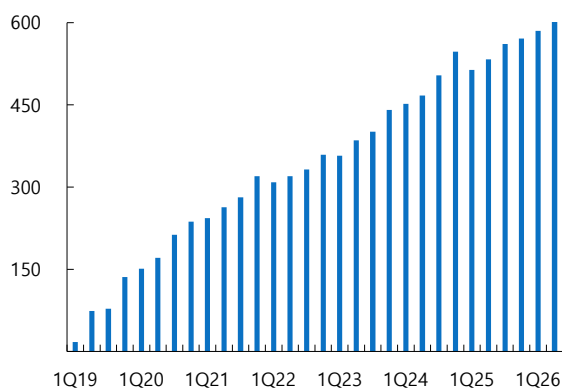
표2. HK이노엔 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출	258.7	267.2	273.8	299.1	283.3	290.2	301.8	325.3	1,063.2	1,098.8	1,200.6
YoY	4.6	1.6	5.0	2.5	9.5	8.6	10.2	8.7	18.5	3.4	9.3
ETC	239.1	246.6	256.2	276.5	263.1	268.7	283.4	301.7	985.4	1,018.4	1,116.9
수액	37.1	38.5	44.6	40.9	42.6	43.9	50.6	46.4	141.7	161.1	183.5
케이캡	45.6	49.3	51.1	56.7	52.9	56.1	60.6	66.6	195.7	202.7	236.2
당노	20.2	20.4	20.3	18.4	21.4	21.8	21.4	18.9	97.3	79.2	83.5
순환기계	73.0	72.1	74.1	68.5	78.6	76.5	78.9	74.4	269.9	287.6	308.3
기타	63.2	66.4	66.1	92.0	67.5	70.3	72.0	95.5	280.8	287.7	305.3
HB&B	19.6	20.6	17.6	22.6	20.3	21.6	18.3	23.6	77.7	80.4	83.7
매출총이익	117.2	119.4	123.4	133.4	132.9	136.0	142.1	150.7	497.2	493.4	561.7
YoY	2.3	5.6	3.9	(11.5)	13.4	13.9	15.2	13.0	14.3	(0.8)	13.9
GPM	45.3	44.7	45.1	44.6	46.9	46.8	47.1	46.3	46.8	44.9	46.8
영업이익	33.2	30.0	34.4	37.1	46.2	43.4	49.3	51.0	110.9	134.8	189.9
YoY	30.8	53.6	33.1	(7.4)	39.3	44.5	43.3	37.3	25.7	21.5	40.9
OPM	12.8	11.2	12.6	12.4	16.3	14.9	16.4	15.7	10.4	12.3	15.8
당기순이익	25.9	13.7	23.7	22.8	32.6	28.9	35.1	33.9	75.7	86.1	130.6
YoY	10.0	5.1	8.6	7.6	11.5	10.0	11.6	10.4	7.1	7.8	10.9

자료: iM증권 리서치본부

그림1. 케이캡 국내 처방실적 (2026년 2분기 실적자료 기준)

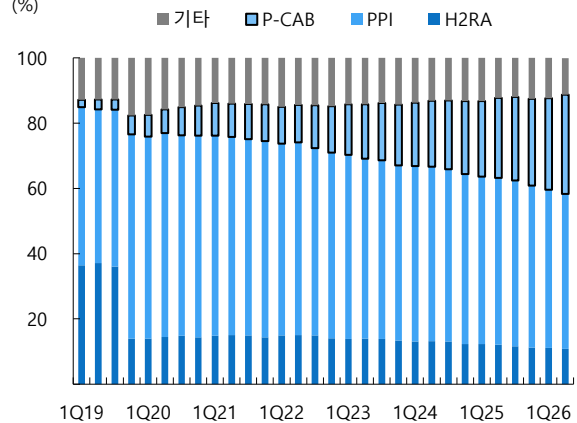
(억원)



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

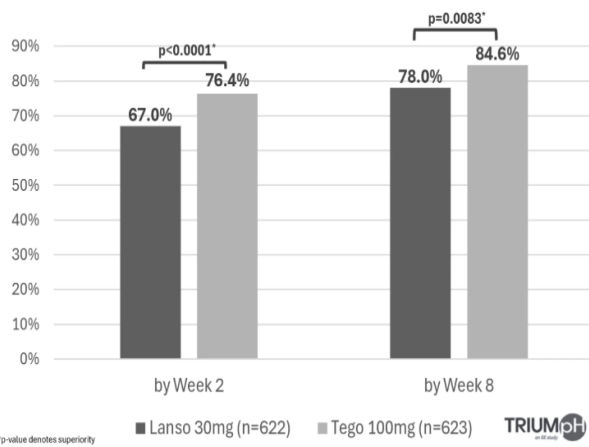
그림2. 국내 소화성궤양용제 제형별 비중 추이

(%)



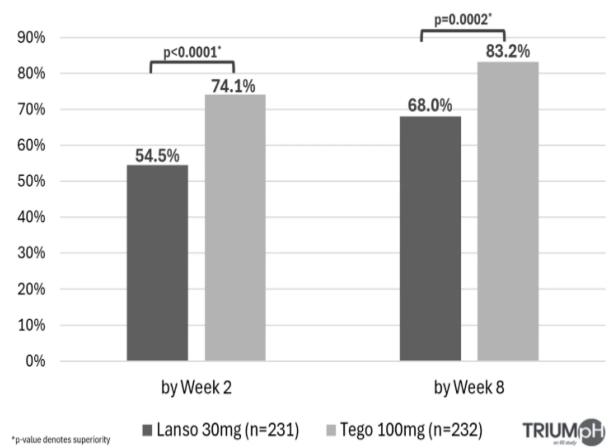
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 투여 8주 시점 완전치유율 데이터 (모든 환자 기준)



자료: DDW 2026, iM증권 리서치본부

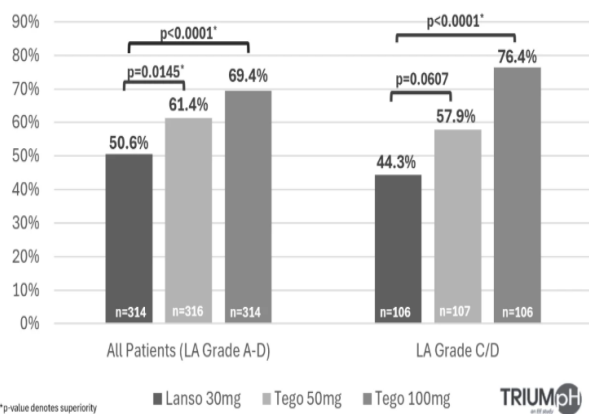
그림4. 투여 8주 시점 완전치유율 데이터 (LA등급 C/D 환자 기준)



자료: DDW 2026, iM증권 리서치본부

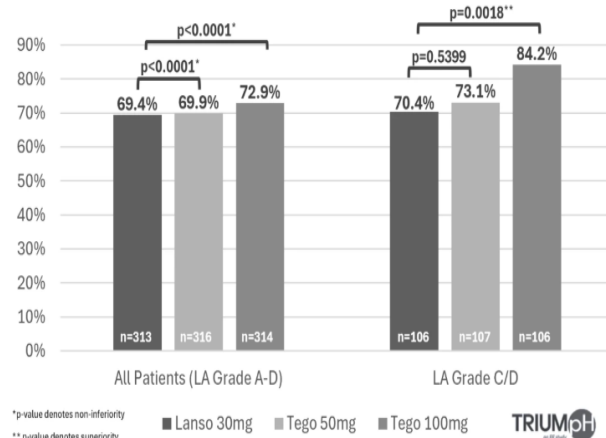
주) LA등급은 미란성식도염 진단 기준을 의미하며 A~D등급으로 분류

그림5. 1차 평가지표는 24주차까지 완전한 치유를 유지하는 환자 비율 데이터로 모든 등급 및 LA C/D 등급 환자군에서 동일한 경향성 확인

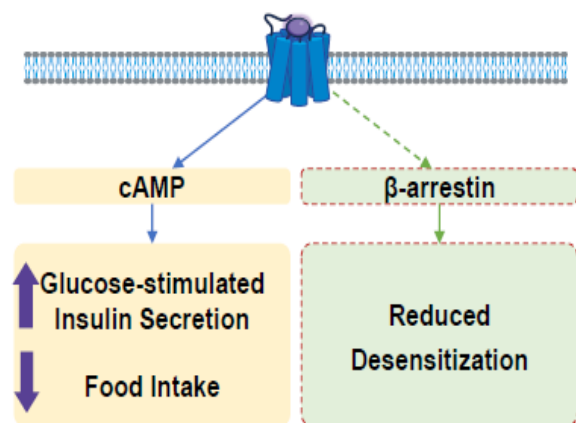


자료: DDW 2026, iM증권 리서치본부

그림6. 2차 평가지표는 24주차까지 가슴 쓰림이 없는 날의 비율을 확인. 주평가지표와 유사한 경향성을 보였고 치료 지속성을 주, 부평가지표 모두에서 입증

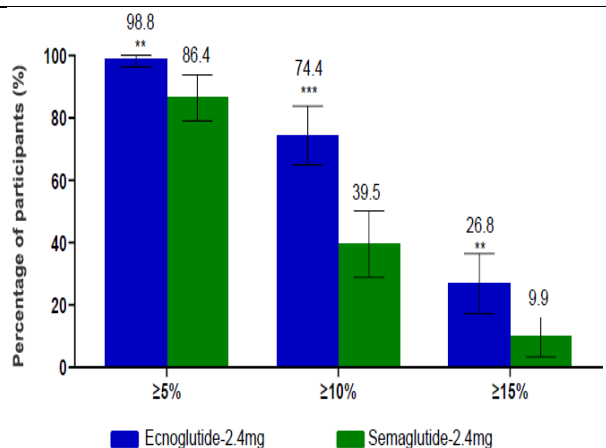


자료: DDW 2026, iM증권 리서치본부

그림7. 기존 GLP-1 작용제와 다르게 특정 신호 전달에만 편향되어 작용하도록 설계된 에크노글루타이드. 수용체를 분해하는 기능을 가진 β -arrestin 경로 활성화를 감소(오른쪽 경로)

자료: ADA 2026, iM증권 리서치본부

그림8. ADA에서 발표한 사이윈드로부터 도입한 비만 파이프라인 에크노글루타이드의 임상 2상 체중 감소 효과 데이터. 세마글루타이드와의 직접 비교



자료: ADA 2026, iM증권 리서치본부

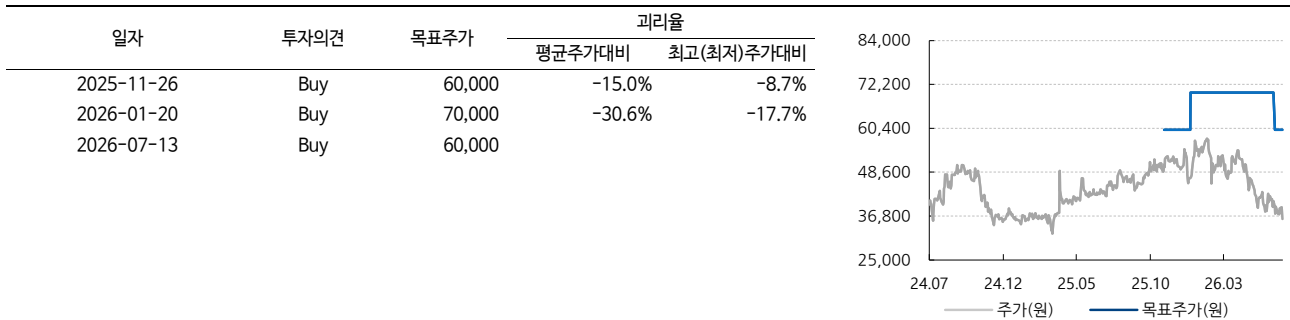
K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	486	614	788	974	매출액	1,063	1,099	1,201	1,282
현금 및 현금성자산	91	202	339	493	증가율(%)	18.5	3.4	9.3	6.8
단기금융자산	68	74	80	87	매출원가	576	605	639	688
매출채권	157	162	177	189	매출총이익	488	493	562	594
재고자산	168	174	190	203	판매비와관리비	377	359	372	388
비유동자산	1,611	1,569	1,533	1,501	연구개발비	25	31	39	50
유형자산	404	369	338	311	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,069	1,059	1,050	1,041	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,097	2,183	2,321	2,475	영업이익	111	135	190	207
유동부채	593	593	600	609	증가율(%)	25.7	21.5	40.9	8.9
매입채무	87	90	99	105	영업이익률(%)	10.4	12.3	15.8	16.1
단기차입금	310	290	270	250	이자수익	3	5	7	10
유동성장기부채	53	53	53	53	이자비용	16	15	14	14
비유동부채	176	176	176	176	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	99	99	99	99	기타영업외손익	-8	-7	-7	-7
장기차입금	45	45	45	45	세전계속사업이익	91	115	170	187
부채총계	769	769	776	785	법인세비용	16	29	40	41
지배주주지분	1,328	1,414	1,544	1,690	세전계속이익률(%)	8.6	10.5	14.2	14.6
자본금	14	14	14	14	당기순이익	76	86	131	146
자본잉여금	466	466	466	466	순이익률(%)	7.1	7.8	10.9	11.4
이익잉여금	275	349	468	603	지배주주귀속 순이익	76	86	131	146
기타자본항목	573	584	596	607	기타포괄이익	11	11	11	11
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	87	97	142	157
자본총계	1,328	1,414	1,544	1,690	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	162	151	178	196	주당지표 (원)				
당기순이익	76	86	131	146	EPS	2,672	3,037	4,609	5,159
유형자산감가상각비	35	35	31	27	BPS	46,890	49,914	54,511	59,656
무형자산상각비	10	10	9	9	CFPS	4,287	4,641	6,026	6,410
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	410	410	410	410
투자활동 현금흐름	-171	12	11	11	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-74	-	-	-	PER	18.5	11.9	7.8	7.0
무형자산의 처분(취득)	-12	-	-	-	PBR	1.1	0.7	0.7	0.6
금융상품의 증감	-76	-4	-4	-4	PCR	11.5	7.8	6.0	5.6
재무활동 현금흐름	55	-51	-51	-51	EV/EBITDA	11.1	6.8	4.6	3.7
단기금융부채의증감	-	-20	-20	-20	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	85	-	-	-	ROE	5.9	6.3	8.8	9.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	14.7	16.4	19.2	18.9
배당금지급	-10	-12	-12	-12	부채비율	57.9	54.4	50.3	46.5
현금및현금성자산의증감	46	110	137	154	순부채비율	26.1	14.9	3.1	-7.9
기초현금및현금성자산	45	91	202	339	매출채권회전율(x)	7.6	6.9	7.1	7.0
기말현금및현금성자산	91	202	339	493	재고자산회전율(x)	6.2	6.4	6.6	6.5

자료 : HK이노엔, iM증권 리서치본부

HK이노엔 투자의견 및 목표주가 변동추이



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-mail등을 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목추천투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-