DS INVESTMENT & SECURITIES

Company Analysis

HK이노엔 195940

3Q25 Pre: 의료파업 완화 및 중국 케이캡 성장

3Q25 Pre: 의료파업 완화 및 중국 케이캡 성장으로 컨센서스 상회

HK이노엔의 별도기준 3Q25 매출액 및 영업이익은 각각 약 2,706억원(+17.9% YoY) 및 영업이익 약 292억원(+31.3% YoY)로 컨센서스 매출액 약 2,701억원, 영업이익 약 283억원 대비 매출액은 부합, 영업이익은 컨센서스 상회할 것으로 전망한다. 이는 케이캡, 수액제제, 코미나티주 등 ETC 사업부의 고른 성장에 기인한다. 케이캡 국내 매출은 약 438억원(+36.6% YoY)으로 견조한 성장세를 유지할 것으로 전망되며 2분기 부진하였던 중국 로열티 매출도 약 45억원으로 전분기 대비 큰 폭 성장할 것으로 전망한다. 케이캡(중국 상품명 타이신짠)은 작년 11월 십이지장궤양 적응증에 대하여 NRDL 추가 보험 등재를 승인받아 올해 적용되어 처방이 가속화되고 있다. 이에 당사는 2025년 연간 중국 로열티 매출을 기존 약 125억원으로 상향 조정하였다. 내년 1월부터 헬리코박터 파일로리균 제균 요법에 대한 적응증도 추가될 예정으로 중국 로열티 매출 성장이 기대된다. 의료파업 완화 기조에 따라 수액제제 실적 회복이 기대되며 이와 더불어 코미나티주 입찰로 인한 추가 이익을 바탕으로 HK이노엔의 ETC 사업부의 전반적인 실적 성장이 기대되는 바이다. 단, H&B 사업부의 경우 6월 음료 제품 회수 이슈에 대한 영향이 지속되며 적자 폭이 확대될 것으로 전망한다.

연 내 미국 허가 신청 및 유럽 파트너십 체결 기대 유효

경쟁사의 미국 특허 만료 이슈는 가장 성공적인 시나리오로 해결되었다. 연 내 케이캡 미국 허가 신청 및 임상 3상 데이터 공개, 유럽 파트너십 체결 등이 여전히 기대되는 바이다. 미국에서 케이캡은 최대 약 4,218억원의 매출을 달성할 것으로 기대되며 약 두자릿 수 초반의 로열티를 수취하게 될 것으로 전망한다. 이는 HK이노엔의 리레이팅 요인으로 작용할 것으로 기대한다. 당사는 HK이노엔의 케이캡 미국 가치에 대하여 약 3,797억원을 부여하였다. 우수한 미국 임상 3상 결과를 확보한 만큼 향후 유럽 파트너십 체결 시 보다 높은 로열티율을 기대할 수 있다. HK이노엔은 안정적인 실적 성장과 더불어 미국 시장 진출을 통해 로열티 수취가 기대되는 바 코스닥 제약 최선호주로 추천한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	847	829	897	1,057	1,071
영업이익	53	66	88	110	115
영업이익률(%)	6.2	8.0	9.8	10.4	10.8
세전이익	38	45	72	91	96
지배주주지분순이익	38	47	62	75	79
EPS(원)	1,319	1,666	2,174	2,644	2,795
증감률(%)	53.2	26.3	30.5	21.6	5.7
ROE(%)	3.3	4.0	5.0	5.8	5.9
PER(배)	28.1	26.7	16.5	16.9	16.0
PBR(배)	0.9	1.0	0.8	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	15.8	15.0	8.7	10.1	9.3

자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김민정 제약·바이오
02-709-2656
kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

2025.10.02

매수(유지)

목표주가(유지)	61,000원
현재주가(10/01)	44,750원
상승여력	36.3%

Stock Data

KOSDAQ	845.3pt
시가총액(보통주)	1,268십억원
발행주식수	28,330천주
액면가	500원
자본금	14십억원
60일 평균거래량	227천주
60일 평균거래대금	10,422백만원
외국인 지분율	9.8%
52주 최고가	53,100원
52주 최저가	31,650원
주요주주	
한국콜마(외 2인)	43.0%
국민연금공단(외 1인)	6.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-5.0	-12.7
3M	5.0	-2.8
6M	20.8	-1.5

주가차트

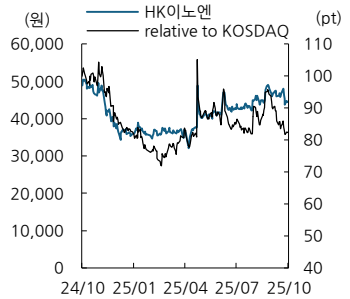


표1 3Q25 HK이노엔 실적 Preview (별도 기준)

(십억원)	3Q25F	당사추정치	vs. 당사추정	컨센서스	vs. 컨센서스	3Q24	YoY	2Q25	QoQ
매출액	270.6	266.3	1.6%	270.1	0.2%	229.5	17.9%	263.1	2.9%
영업이익	29.2	28.7	1.7%	28.3	3.1%	22.2	31.3%	19.5	49.7%
당기순이익	20.1	20.5	-2.0%	20.3	-1.0%	14.6	37.6%	12.0	67.6%
OPM	10.8%	10.8%	-	10.5%	-	9.7%	-	7.4%	-
NPM	7.4%	7.7%	-	7.5%	-	6.4%	-	4.6%	-

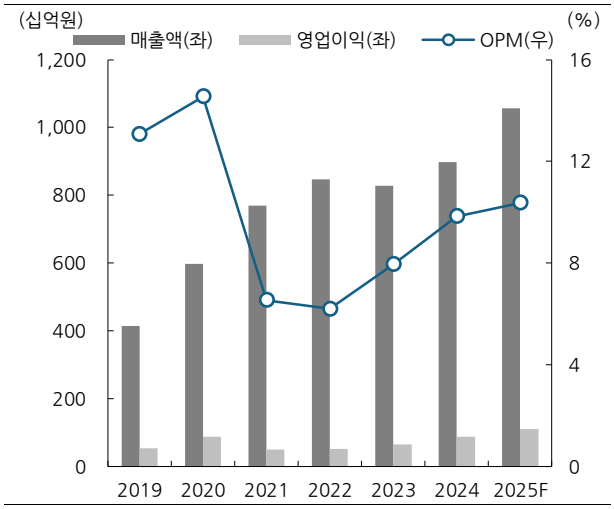
자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 HK이노엔 실적 추이 및 전망 (별도 기준)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**212.6**	**219.3**	**229.5**	**235.8**	**247.4**	**263.1**	**270.6**	**275.8**	**897.1**	**1056.9**	**1070.6**
YoY	15.0%	7.3%	6.4%	5.2%	16.3%	20.0%	17.9%	17.0%	8.2%	17.8%	1.3%
ETC	**192.2**	**193.8**	**206.3**	**212.4**	**225.9**	**243.1**	**250.8**	**252.2**	**804.7**	**972.1**	**982.2**
케이캡	**53.2**	**38.7**	**39.3**	**48.0**	**55.4**	**56.2**	**59.8**	**62.5**	**179.2**	**234.0**	**240.4**
카나브패밀리	**37.3**	**37.3**	**38.0**	**38.6**	**25.4**	**27.2**	**26.0**	**32.1**	**151.1**	**1.0**	**110.9**
수액제제	30.4	32.9	34.1	31.3	33.5	33.9	36.8	34.4	128.6	138.6	140.3
백신	-8.7	-8.7	-3.5	-3.5	0.0	0.0	0.0	0.0	-24.4	0.0	0.0
기타	70.4	83.2	90.3	91.0	95.8	97.3	93.6	88.5	334.9	375.1	390.1
HB&B	**20.4**	**25.5**	**23.2**	**23.3**	**21.4**	**20.0**	**19.8**	**23.6**	**92.4**	**84.8**	**88.3**
컨디션 시리즈	13.2	16.4	13.6	16.2	14.0	13.1	13.0	16.5	59.4	56.6	60.1
기타	7.3	9.1	9.6	7.1	7.4	6.8	6.8	7.1	33.1	28.2	28.2
매출총이익	**107.4**	**4.0**	**105.3**	**113.9**	**114.6**	**5.0**	**116.4**	**129.5**	**435.1**	**468.4**	**484.7**
GPM	50.5%	49.5%	45.9%	48.3%	46.3%	41.0%	43.0%	47.0%	48.5%	44.3%	45.3%
YoY	29.7%	19.3%	8.1%	8.7%	6.7%	-0.6%	10.5%	13.7%	15.7%	7.7%	3.5%
영업이익	**17.3**	**24.3**	**22.2**	**24.4**	**25.4**	**19.5**	**29.2**	**35.5**	**88.2**	**109.6**	**115.1**
OPM	8.1%	11.1%	9.7%	10.3%	10.3%	7.4%	10.8%	12.9%	9.8%	10.4%	10.8%
YoY	206.0%	58.9%	-0.8%	8.2%	47.0%	-19.9%	31.3%	45.7%	33.8%	24.2%	5.0%
당기순이익	**10.4**	**17.4**	**14.6**	**19.2**	**17.4**	**12.0**	**20.1**	**25.2**	**61.6**	**74.7**	**79.0**
YoY	256.7%	20.1%	1.1%	29.3%	67.3%	-31.2%	37.6%	31.3%	32.0%	21.2%	5.7%
NPM	4.9%	7.9%	6.4%	8.1%	7.0%	4.6%	7.4%	9.1%	6.9%	7.1%	7.4%

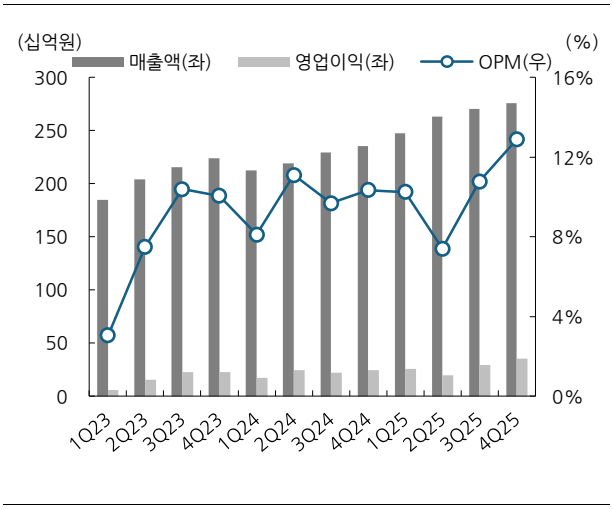
자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 HK이노엔 연간 실적 추이 및 전망



자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 HK이노엔 분기 실적 추이 및 전망



자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 Valuation Table 단위: 십억원, 배, 천주, 원

항목		비고
① 영업가치	1,604.8	
'25F EBITDA	152.3	
Target EV/EBITDA	10.5	국내 주요 제약사 12mF 평균 EV/EBITDA
② 미국 케이캡 가치	379.7	2032년 Voquezna 제네릭 진입
③ 순차입금	256.7	
④ 기업가치 (=①+②-③)	1,727.8	
⑤ 주식수	28,330	
적정 주가 (=④/⑤)	**60,989**	**=61,000원**

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

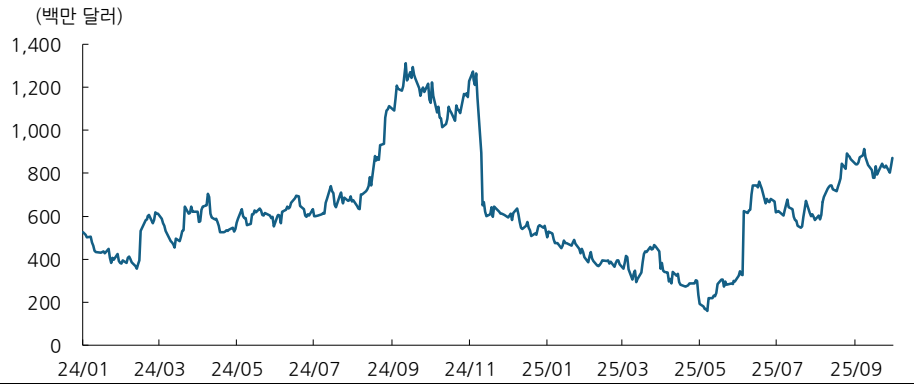
표4 2032년 제네릭 진입 시, 케이캡 미국 3,797억원

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
시장 크기	1	55	166	338	574	831	1022	1182	1332	1598.4
케이캡 M/S	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	12.1%	18.8%	24.2%	28.1%	30.0%
Sales	0.0	0.0	0.0	0.0	25.2	88.3	168.5	250.7	327.8	421.8

Royalty	15%
WACC	5.1%
영구성장률	-30%
SUM	**379.7**

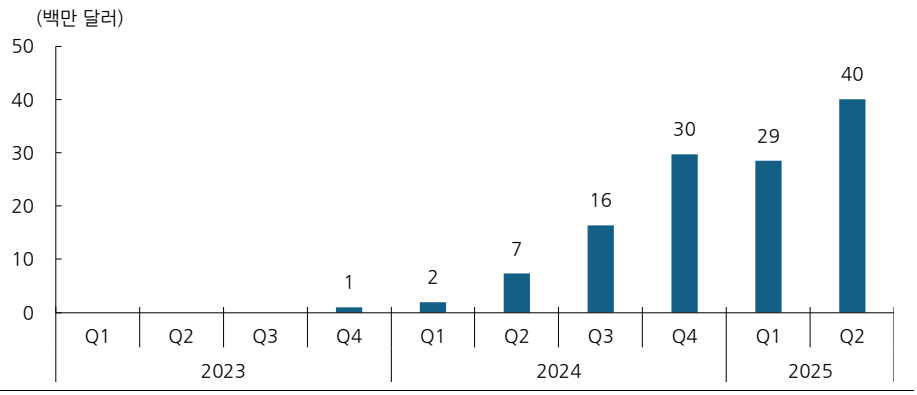
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 Phathom Pharma 시가총액 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림4 Voquezna 실적 추이



자료: Globaldata, DS투자증권 리서치센터, 주: 1Q25 실적 일부 부진한 점은 계절적 요인에 인함

[HK 이노엔 195940]

재무상태표 (십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	408	433	385	485	576
현금 및 현금성자산	111	108	45	92	166
매출채권 및 기타채권	131	149	124	144	150
재고자산	126	142	177	209	218
기타	41	35	39	40	42
비유동자산	1,395	1,415	1,504	1,491	1,480
관계기업투자등	16	20	22	23	24
유형자산	265	277	378	365	353
무형자산	1,088	1,076	1,071	1,069	1,067
자산총계	1,803	1,848	1,890	1,977	2,056
유동부채	432	595	464	484	493
매입채무 및 기타채무	152	168	177	197	206
단기금융부채	268	414	273	273	273
기타유동부채	12	13	14	14	15
비유동부채	207	49	174	174	175
장기금융부채	191	37	166	166	166
기타비유동부채	16	12	8	8	8
부채총계	639	644	638	659	668
지배주주지분	1,164	1,204	1,251	1,318	1,388
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	466	466	466
이익잉여금	94	107	208	274	344
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	1,164	1,204	1,251	1,318	1,388

손익계산서 (십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	847	829	897	1,057	1,071
매출원가	497	453	462	588	586
매출총이익	349	376	435	469	485
판매비 및 관리비	297	310	347	359	370
영업이익	53	66	88	110	115
(EBITDA)	87	105	158	157	161
금융손익	-11	-14	-11	-19	-19
이자비용	15	19	15	0	0
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	-6	-5	0	0
세전계속사업이익	38	45	72	91	96
계속사업법인세비용	0	-2	10	16	17
계속사업이익	38	47	62	75	79
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	47	62	75	79
지배주주	38	47	62	75	79
총포괄이익	155	47	62	75	79
매출총이익률 (%)	41.3	45.4	48.5	44.3	45.3
영업이익률 (%)	6.2	8.0	9.8	10.4	10.8
EBITDA마진률 (%)	10.3	12.6	17.6	14.8	15.0
당기순이익률 (%)	4.5	5.7	6.9	7.1	7.4
ROA (%)	2.1	2.6	3.3	3.9	3.9
ROE (%)	3.3	4.0	5.0	5.8	5.9
ROIC (%)	2.6	3.2	4.9	5.7	5.9

현금흐름표 (십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	59	83	86	91	119
당기순이익(손실)	38	47	62	75	79
비현금수익비용가감	58	62	24	48	46
유형자산감가상각비	26	28	53	39	37
무형자산상각비	8	10	17	8	8
기타현금수익비용	24	22	-48	1	0
영업활동 자산부채변동	-31	-23	0	-31	-6
매출채권 감소(증가)	-11	-15	29	-20	-6
재고자산 감소(증가)	-16	-16	-36	-31	-9
매입채무 증가(감소)	-4	3	-2	20	9
기타자산, 부채변동	0	5	9	0	1
투자활동 현금	67	-34	-74	-36	-36
유형자산처분(취득)	-20	-36	-68	-25	-26
무형자산 감소(증가)	-1	-3	-9	-6	-6
투자자산 감소(증가)	94	0	-6	-2	-3
기타투자활동	-6	4	9	-1	-1
재무활동 현금	-102	-52	-74	-9	-9
차입금의 증가(감소)	-58	-28	-15	0	0
자본의 증가(감소)	-30	-5	-59	-9	-9
배당금의 지급	5	5	9	9	9
기타재무활동	-15	-19	0	0	0
현금의 증가	23	-3	-62	47	74
기초현금	87	111	108	45	92
기말현금	111	108	45	92	166
NOPLAT	38	48	76	90	95
FCF	133	52	11	56	83

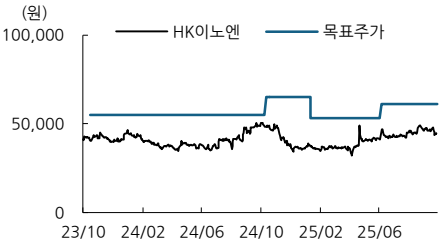
주요투자지표 (원, 배)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	28.1	26.7	16.5	16.9	16.0
P/B	0.9	1.0	0.8	1.0	0.9
P/S	1.3	1.5	1.1	1.2	1.2
EV/EBITDA	15.8	15.0	8.7	10.1	9.3
P/CF	11.1	11.5	11.8	10.3	10.1
배당수익률 (%)	0.9	0.7	0.9	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액	10.2	-2.1	8.2	17.8	1.3
영업이익	4.5	25.5	33.8	24.3	5.0
세전이익	35.4	19.4	58.8	27.1	5.8
당기순이익	53.2	23.8	30.5	21.6	5.7
EPS	53.2	26.3	30.5	21.6	5.7
안정성 (%)					
부채비율	54.9	53.5	51.0	50.0	48.1
유동비율	94.5	72.7	83.1	100.3	116.8
순차입금/자기자본(x)	26.6	25.8	28.5	23.4	16.8
영업이익/금융비용(x)	3.5	3.5	6.0	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	459	451	439	439	439
순차입금 (십억원)	310	310	357	308	233
주당지표(원)					
EPS	1,319	1,666	2,174	2,644	2,795
BPS	40,278	42,487	44,172	46,527	49,009
SPS	29,287	29,259	31,668	37,307	37,790
CFPS	3,343	3,850	3,027	4,332	4,413
DPS	320	320	320	320	320

자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

HK이노엔 (195940) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-18	매수	55,000	-26.2	-8.2
2023-10-31	매수	55,000	-26.3	-8.2
2024-01-11	매수	55,000	-27.1	-8.2
2024-07-23	매수	55,000	-19.7	-8.2
2024-10-14	매수	65,000	-36.6	-23.7
2024-10-31	매수	65,000	-39.1	-23.7
2025-01-14	매수	53,000	-28.7	-7.7
2025-05-26	매수	53,000	-22.1	-21.1
2025-06-09	매수	61,000	-26.6	-19.5
2025-07-31	매수	61,000	-24.4	-19.5
2025-10-02	매수	61,000		



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.09.30

매수	중립	매도
98.7%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 당사에게 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 현재 당사에서 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.