



BUY (유지)

목표주가(12M) 55,000원
현재주가(2.13) 40,450원

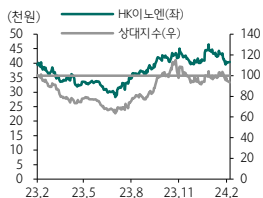
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	845.15
52주 최고/최저(원)	46,500/28,250
시가총액(십억원)	1,145.9
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	28,329.9
60일 평균 거래량(천주)	183.4
60일 평균 거래대금(십억원)	7.7
외국인지분율(%)	8.93
주요주주 지분율(%)	
한국콜마 외 1인	43.02
국민연금공단	8.29

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	825.3	924.0
영업이익(십억원)	65.5	100.7
순이익(십억원)	46.5	72.0
EPS(원)	1,638	2,542
BPS(원)	42,550	44,821

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	768.3	846.5	828.9	954.1
영업이익	50.3	52.5	65.9	106.2
세전이익	27.9	37.8	45.2	87.7
순이익	24.9	38.1	47.2	70.2
EPS	986	1,319	1,661	2,477
증감율	(67.37)	33.77	25.93	49.13
PER	53.25	28.09	26.76	16.33
PBR	1.32	0.90	1.04	0.90
EV/EBITDA	21.91	15.81	23.52	14.10
ROE	2.63	3.29	3.98	5.67
BPS	39,832	41,115	42,581	44,738
DPS	320	320	320	320



Analyst 박재경 jaeyoung2@hanafn.com
RA 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 2월 14일 | 기업분석_Earnings Review

HK이노엔 (195940)

4Q23 Re: 1월에도 성장한 케이캡, 경쟁 우려는 과도

4Q23 Re: 고른 성장으로 컨센서스 부합하는 실적 기록

HK이노엔은 4Q23 매출액 2,241억원(+3.6%YoY, +3.9%QoQ), 영업이익 225억원(+169.0%YoY, +0.5%QoQ, OPM 10.1%)으로 컨센서스 매출액 2,197억원, 영업이익 222억원에 부합하는 실적을 기록했다. 케이캡의 4분기 처방조제액은 441억원(+22.8%YoY)으로 꾸준히 성장하고 있으나, 종근당 공동 판매 계약 종료에 따른 재고 조정으로 매출액 334억원(+95.2%YoY, +1.4%QoQ, 국내 320억원, 수출 13억원)을 기록했다. 수액제 부분은 신공장 가동 이후 기초/특수/영양 품목의 고른 성장으로 매출액 295억원(+12.9%YoY, -8.7%QoQ)을 기록했다. H&B 부분은 매출액은 231억원(-11.9%YoY), 영업이익 59억원(-22.8%YoY, OPM 25.6%)을 기록했다. 22년 4분기 건기식 사업 종료에 따른 일회성 매출 부재와 최근 숙취 해소제 시장의 경쟁 격화가 매출 둔화의 요인이다.

24년 급격히 성장할 영업이익, 미국 시장 진출이 주가의 Key가 될 것

HK이노엔의 24년 매출액은 9,541억원(+15.1%YoY), 영업이익은 1,062억원(+61.1%YoY, OPM 11.1%)으로 전망한다. 24년 케이캡의 매출액은 1,865억원(+56.1%YoY, 국내 1,766억원, 수출 99억원)으로 전망한다. 최근 대웅제약과 종근당이 케이캡의 경쟁 약물인 펙수클루의 판매와 관련한 협상을 진행 중인 것으로 알려져 경쟁에 대한 우려가 대두되고 있다. 하지만 케이캡은 저용량과 구강 봉해정을 통한 제형 다양화와 적응증 확대를 통해 꾸준히 점유율을 높여가고 있으며, 보령과의 공동 판매를 통한 추가적인 영업 시너지도 기대된다. 더불어 케이캡 처방조제액 추정치 1,803억원은 1월 처방조제액 153억원을 감안한다면 충분히 보수적이다. 카나브 패밀리 4종의 매출액은 1,300억원으로 전망한다. 카나브의 제네릭 출시에 따른 약가 인하(-30%)를 하반기부터 반영했다. 24년 주가 상승의 catalyst가 될 이벤트는 케이캡의 미국 임상 3상 발표다. 케이캡의 비미란성 식도염 임상 3상은 상반기 종료, 미란성 식도염 임상 3상은 하반기 임상 종료로 예상된다<도표3>. 경쟁 약물인 Phathom Pharmaceuticals의 Voquezna 30정의 WAC은 650달러로, 이는 Nexium의 약 2.5배, PPI 제네릭의 10~30배 수준이다. Phathom은 Copay 지원(환자 25달러만 지불)등의 프로그램을 진행하며 처방을 확대해나갈 계획이다. 높은 약가에도 P-CAB 제제가 향후 미국 시장에 침투하는 모습을 확인한다면, 이는 HK이노엔의 추가적인 리레이팅 포인트가 될 수 있다는 점에 주목하자.

투자의견 Buy, 목표주가 55,000원 유지. 최근의 경쟁심화 우려는 다소 과도

HK이노엔에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 55,000원을 유지한다. HK이노엔은 케이캡의 경쟁심화 우려 등의 요인으로 1월 이후 -9.0%의 주가 수익률을 기록하며 부진하다. 하지만 케이캡은 1월 153억원(+30.1%YoY)의 처방조제액을 기록하며 성장세를 유지 중으로 이러한 우려는 과도하다는 판단이다. 향후 긍정적인 주가 흐름을 전망한다.

도표 1. 4Q23 Review

(단위: 십억원, %)

	4Q23(P)	4Q22	3Q23	YoY	QoQ	컨센서스	차이(%)	당사추정	차이(%)
매출액	224.1	216.3	215.6	3.6	3.9	219.7	2.0	222.8	0.6
영업이익	22.5	8.4	22.4	169.0	0.5	22.2	1.5	21.6	4.5
당기순이익	15.1	2.3	14.5	559.6	3.9	14.6	3.6	13.1	15.1
영업이익률(%)	10.1	3.9	10.4			10.1		3.2	
당기순이익률(%)	6.7	1.1	6.7			6.6		1.2	

자료: Quantivise, 하나증권

도표 2. HK이노엔 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F
매출액	184.9	204.4	215.6	224.1	227.9	234.9	241.4	249.9	828.9	954.1
YoY(%)	2.6	(18.9)	8.8	3.6	23.3	15.0	12.0	11.5	(2.1)	15.1
ETC	164.2	179.9	190.0	200.9	206.7	209.8	215.2	226.2	734.9	857.9
YoY(%)	1.5	(21.1)	10.2	5.8	25.9	16.7	13.3	12.6	(2.3)	16.7
소화기계	26.0	30.9	34.8	35.3	53.3	45.0	47.0	49.1	127.0	194.4
케이캡	24.2	28.9	32.9	33.4	51.4	42.9	45.1	47.1	119.5	186.5
YoY(%)	16.0	0.1	39.3	95.2	112.1	48.2	37.0	41.2	32.0	56.1
순환기계	30.8	31.6	31.1	32.6	65.7	70.2	62.7	66.9	126.1	265.4
카나브패밀리					33.1	36.3	29.2	31.4		130.0
당뇨/신장	10.8	12.7	13.6	13.7	21.7	23.9	25.3	25.6	50.8	96.4
수액제	25.3	27.4	32.3	29.5	29.8	31.7	37.5	34.0	114.5	133.0
백신	35.3	36.8	37.1	40.6	(3.5)	(3.5)	(3.5)	(3.5)	149.7	-14.0
항생제	11.1	14.6	11.7	11.7	11.7	15.4	12.3	12.3	49.2	51.7
항암제	9.6	11.6	11.9	10.8	10.1	10.5	12.5	11.4	43.9	44.4
기타	15.3	14.2	17.5	26.7	17.9	16.8	21.3	30.5	73.7	86.5
로열티 추정	0.0	0.0	1.5	1.2	1.9	1.9	2.9	2.9	2.7	9.5
HB&B	20.7	24.5	25.6	23.1	21.2	25.1	26.2	23.7	94.0	96.2
YoY(%)	12.1	3.0	(0.8)	(11.9)	2.4	2.4	2.4	2.3	(0.4)	2.4
매출총이익	82.8	91.0	97.4	104.8	104.3	104.9	111.5	117.2	376.0	437.8
YoY(%)	13.9	(7.6)	4.2	23.4	26.0	15.3	14.5	11.8	7.6	16.5
매출총이익률(%)	44.8	44.5	45.2	46.8	45.8	44.7	46.2	46.9	45.4	45.9
영업이익	5.6	15.3	22.4	22.5	21.0	22.6	31.5	31.2	65.9	106.2
YoY(%)	33.3	(13.2)	0.7	169.0	272.6	47.5	40.3	38.3	25.5	61.1
영업이익률(%)	3.1	7.5	10.4	10.1	9.2	9.6	13.0	12.5	8.0	11.1
당기순이익	2.9	14.6	14.5	15.1	14.0	14.5	21.5	20.1	47.2	70.2
YoY(%)	(60.2)	0.1	(2.8)	559.6	376.6	(0.0)	47.8	33.1	23.8	48.7
당기순이익률(%)	1.6	7.1	6.7	6.7	6.2	6.2	8.9	8.1	5.7	7.4

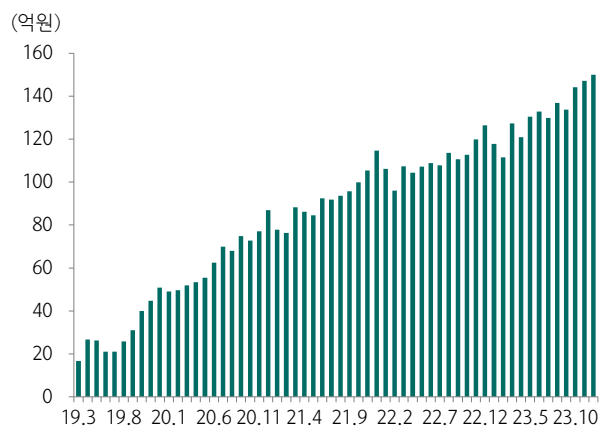
자료: 하나증권

도표 3. 케이캡 임상 3상 현황

NCT	임상 단계	환자수	적용증	대조군	1차 종료일 / 연구 종료일
NCT05587322	3상	800	비미란성 역류질환	위약	24.01.26 / 24.05.31
NCT05587309	3상	1,250	미란성 역류질환	PPI	24.06.30 / 24.12.29

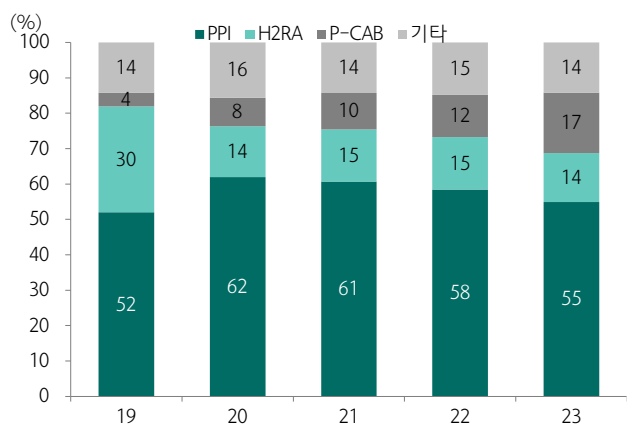
자료: Clinicaltrials, 하나증권

도표 4. 케이캡 월별 처방조제액 추이



자료: 산업자료, 하나증권

도표 5. 국내 위장관계 치료제 계열별 매출액 비율



자료: 산업자료, 하나증권

도표 6. P-CAB, PPI, H2RA 비교

제품명	케이캡(HK이노엔)	펙수클루(대웅)	넥시움(아스트라제네카)	가스텍(동아에스티)
계열	potassium-competitive acid blocker		Proton Pump Inhibitor	
성분명, 용량	Tegofrazan 50mg, 25mg	Fexuprazan 40mg, 10mg	Esomeprazol 40mg, 20mg	Famotidine 20mg
효능효과	1. 미란성 위식도역류질환 2. 비미란성 위식도역류질환 3. 위궤양 4. H.pylori 제균요법 (올해 7월 부터 급여 시작) 5. 미란성 위식도 역류질환 치료 후 유지요법(25mg)	1. 미란성 위식도 역류질환 2. 급성 위염 및 만성위염의 위점막 병변 개선(10mg)	1. 위식도 역류질환(GERD) 2. H.pylori 제균요법 3. 비스테로이드소염진통제투여와 관련된 상부 위장관 증상치료의 단요법 4. 지속적인 비스테로이드소염진통제 투여가 필요한 환자 5. Zollinger-Ellison 증후군의 치료 6. 십이지장궤양에 의한 재출혈 예방	1. 위.십이지장궤양, 문합부궤양 2. 상부소화관출혈 3. 역류성식도염 4. Zollinger-Ellison 증후군, 5. 급성위염,만성위염의 급성악화기
용법	1일 1회. 식사 무관	1일 1회. 식사 무관	1일 1회. 식전 투여	1일 2회
1일 약가	50mg 1,300원 / 25mg 867원	40mg 939원 / 10mg 376원	40mg 1,015원 / 20mg 726원	466원

자료: 식약처, HIRA, 하나증권

도표 7. 케이캡 글로벌 진출 전략

케이캡 글로벌 진출 전략

» ETC_K-CAB_글로벌 (35개국 계약, 8개국 출시*)

* 8개국 : 출시 8개국(한국, 중국, 몽골, 필리핀, 멕시코, 인도네시아, 싱가포르, 태국)



자료: HK이노엔, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	768.3	846.5	828.9	954.1	1,030.3
매출원가	451.9	497.1	452.9	516.2	541.6
매출총이익	316.4	349.4	376.0	437.9	488.7
판매비	266.1	296.9	310.0	331.6	344.1
영업이익	50.3	52.5	65.9	106.2	144.6
금융손익	(17.8)	(10.9)	(16.2)	(15.0)	(13.3)
종속/관계기업손익	0.0	(0.2)	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	(4.6)	(3.6)	(4.7)	(3.5)	(3.5)
세전이익	27.9	37.8	45.2	87.7	127.8
법인세	3.0	(0.3)	(2.0)	17.5	25.6
계속사업이익	24.9	38.1	47.2	70.2	102.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	24.9	38.1	47.2	70.2	102.3
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	24.9	38.1	47.2	70.2	102.3
지배주주지분포괄이익	24.2	42.7	47.2	70.2	102.3
NOPAT	44.8	53.0	68.8	85.0	115.7
EBITDA	82.5	87.4	65.9	106.2	144.6
성장성(%)					
매출액증가율	49.10	10.18	(2.08)	15.10	7.99
NOPAT증가율	(51.15)	18.30	29.81	23.55	36.12
EBITDA증가율	(43.53)	5.94	(24.60)	61.15	36.16
영업이익증가율	(59.34)	4.37	25.52	61.15	36.16
(지배주주)순이익증가율	(62.89)	53.01	23.88	48.73	45.73
EPS증가율	(67.37)	33.77	25.93	49.13	45.74
수익성(%)					
매출총이익률	41.18	41.28	45.36	45.90	47.43
EBITDA이익률	10.74	10.32	7.95	11.13	14.03
영업이익률	6.55	6.20	7.95	11.13	14.03
계속사업이익률	3.24	4.50	5.69	7.36	9.93

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	986	1,319	1,661	2,477	3,610
BPS	39,832	41,115	42,581	44,738	48,028
CFPS	3,477	3,343	2,329	3,461	6,471
EBITDAPS	3,270	3,023	2,321	3,750	5,105
SPS	30,449	29,287	29,177	33,677	36,369
DPS	320	320	320	320	320
주가지표(배)					
PER	53.25	28.09	26.76	16.33	11.20
PBR	1.32	0.90	1.04	0.90	0.84
PCFR	15.10	11.08	19.09	11.69	6.25
EV/EBITDA	21.91	15.81	23.52	14.10	9.80
PSR	1.72	1.27	1.52	1.20	1.11
재무비율(%)					
ROE	2.63	3.29	3.98	5.67	7.78
ROA	1.44	2.09	2.57	3.68	5.10
ROIC	3.24	3.76	4.84	5.94	8.06
부채비율	59.62	54.88	54.71	53.71	51.62
순부채비율	25.22	26.63	24.17	18.74	11.49
이자보상배율(배)	2.58	3.49	4.22	6.80	2.31

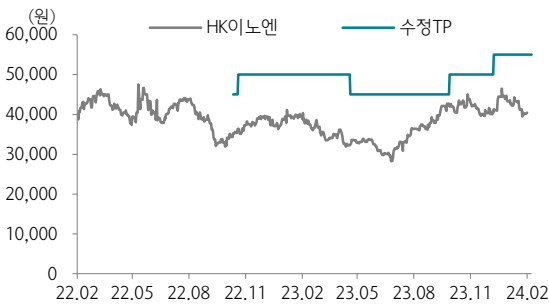
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	454.9	408.4	459.9	540.8	654.5
금융자산	223.0	148.7	185.5	239.7	321.1
현금성자산	87.1	110.6	146.0	195.7	272.4
매출채권	120.4	130.2	134.9	150.4	166.5
재고자산	108.3	125.8	135.7	146.4	162.2
기타유동자산	3.2	3.7	3.8	4.3	4.7
비유동자산	1,382.8	1,394.7	1,406.3	1,407.4	1,408.5
투자자산	18.9	17.8	19.0	20.0	21.1
금융자산	11.0	10.9	11.7	12.0	12.2
유형자산	254.5	265.0	263.9	263.9	263.9
무형자산	1,095.0	1,088.1	1,082.5	1,082.5	1,082.5
기타비유동자산	14.4	23.8	40.9	41.0	41.0
자산총계	1,837.7	1,803.1	1,866.2	1,948.2	2,063.0
유동부채	414.1	432.2	453.8	472.8	492.5
금융부채	261.0	267.6	287.0	287.3	287.5
매입채무	69.9	65.7	68.1	76.0	84.1
기타유동부채	83.2	98.9	98.7	109.5	120.9
비유동부채	272.3	206.7	206.1	208.0	209.9
금융부채	252.4	191.2	190.0	190.0	190.0
기타비유동부채	19.9	15.5	16.1	18.0	19.9
부채총계	686.4	638.9	659.9	680.8	702.4
지배주주지분	1,151.3	1,164.2	1,206.3	1,267.4	1,360.6
자본금	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
자본잉여금	516.1	516.1	516.1	516.1	516.1
자본조정	0.0	(24.1)	0.2	0.2	0.2
기타포괄이익누계액	447.2	563.7	563.7	563.7	563.7
이익잉여금	173.6	94.1	112.0	173.1	266.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,151.3	1,164.2	1,206.3	1,267.4	1,360.6
순금융부채	290.4	310.0	291.5	237.6	156.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	26.8	58.6	74.6	82.1	154.8
당기순이익	24.9	38.1	47.2	70.2	102.3
조정	37.0	51.1	15.0	10.3	55.4
감가상각비	32.2	34.8	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	(0.0)	0.3	0.3	(0.1)	(0.1)
지분법손익	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
기타	4.8	15.3	14.7	10.4	55.5
영업활동 자산부채변동	(35.1)	(30.6)	12.4	1.6	(2.9)
투자활동 현금흐름	(167.1)	67.2	(15.9)	(0.3)	1.2
투자자산감소(증가)	(2.0)	1.1	(1.1)	(1.1)	(1.1)
자본증가(감소)	(24.0)	(20.3)	(18.3)	0.0	0.0
기타	(141.1)	86.4	3.5	0.8	2.3
재무활동 현금흐름	176.0	(102.5)	(40.0)	(24.5)	(71.3)
금융부채증가(감소)	(184.8)	(54.6)	18.3	0.2	0.2
자본증가(감소)	383.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(22.8)	(42.6)	(53.1)	(15.6)	(62.4)
배당지급	0.0	(5.3)	(5.2)	(9.1)	(9.1)
현금의 증감	35.7	23.2	35.6	49.6	76.8
Unlevered CFO	87.7	96.6	66.2	98.0	183.3
Free Cash Flow	2.7	38.3	56.1	82.1	154.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HK이노엔



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.12.21	BUY	55,000		
23.10.10	BUY	50,000	-16.65%	-10.00%
23.5.2	BUY	45,000	-23.76%	-5.11%
22.11.1	BUY	50,000	-25.84%	-17.80%
22.10.24	BUY	45,000	-20.96%	-19.22%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 2월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 2024년 2월 14일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.49%	6.05%	0.47%	100%

* 기준일: 2024년 02월 11일