



BUY (유지)

목표주가(12M) 55,000원
현재주가(1.10) 44,750원

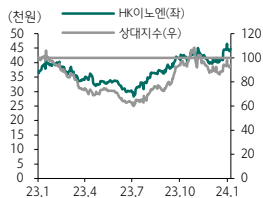
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	875.46
52주 최고/최저(원)	46,500/28,250
시가총액(십억원)	1,267.8
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	28,329.9
60일 평균 거래량(천주)	223.5
60일 평균 거래대금(십억원)	9.4
외국인지분율(%)	8.30
주요주주 지분율(%)	
한국콜마 외 1인	43.02
국민연금공단	8.29

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	834.7	917.2
영업이익(십억원)	66.2	98.9
순이익(십억원)	47.4	70.0
EPS(원)	1,667	2,473
BPS(원)	42,569	44,762

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	768.3	846.5	827.7	961.0
영업이익	50.3	52.5	65.0	112.8
세전이익	27.9	37.8	48.7	96.4
순이익	24.9	38.1	45.2	77.1
EPS	986	1,319	1,592	2,723
증감율	(67.37)	33.77	20.70	71.04
PER	53.25	28.09	27.92	16.43
PBR	1.32	0.90	1.05	1.00
EV/EBITDA	21.91	15.81	23.91	13.23
ROE	2.63	3.29	3.82	6.23
BPS	39,832	41,115	42,511	44,914
DPS	320	320	320	320



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

하나증권 리서치센터

2024년 1월 11일 | 기업분석_Earnings Preview

HK이노엔 (195940)

4Q23 Pre: 기대할 것이 많은 24년

4Q23 Pre: 컨센서스에 부합하는 실적 전망

HK이노엔은 4Q23 매출액 2,228억원(+3.0%YoY, +3.3%QoQ), 영업이익 216억원(+157.3%YoY, -3.8%QoQ, OPM 9.7%)으로 컨센서스 매출액 2,302억원, 영업이익 231억원에 부합하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 케이캡의 4분기 처방액은 441억원(+22.8%YoY)으로 꾸준히 성장하고 있으나, 종근당과의 공동 판매 계약 종료에 따른 재고 조정으로 케이캡의 국내 매출액은 282억원(+64.7%YoY, -9.9%QoQ)으로 추정한다. 이외에 수액제는 영양 수액 설비 증설 효과가 반영되며, 314억원(+20.0%YoY, -2.9%QoQ), HB&B 257억원(-2.0%YoY, +0.4%QoQ)을 기록할 것으로 전망한다. 최근 속취해소제 시장의 경쟁 격화로 4분기 계절적 영향에도 컨디션의 매출액은 168억원(-6.0%YoY, +12.7%QoQ)으로 둔화될 것으로 예상된다. 25년부터는 식약처 가이드라인에 따라 속취 해소를 표기하기 위해 인체적용시험 결과가 필요하며, 이를 통해 경쟁이 완화될 수 있다는 점은 긍정적이다.

24년의 키워드 - 실적 성장, 케이캡 미국 3상 결과 발표

HK이노엔의 24년 매출액은 9,610억원(+16.1%YoY), 영업이익은 1,128억원(+73.6%YoY, OPM 11.7%)으로 전망하며 기존 추정치 대비 24년 실적을 소폭 상향 조정한다(기존 24년 매출액 9,181억원, 영업이익 1,091억원). 24년 케이캡의 매출액은 1,859억원(+60.7%YoY)으로 전망한다. 기존 추정치에 24년부터 보령과의 공동 판매가 이뤄짐에 따라 적정 재고를 위한 케이캡 매출 추가 발생을 일부 반영했다. 보령과 공동으로 판매하기 시작하는 카나브 패밀리 4종의 매출액은 1,300억원으로 전망한다. 카나브의 제네릭 출시에 따른 약가 인하(-30%, 가산 약가)를 하반기부터 반영했다. 24년 판관비는 3,283억원(+6.6%YoY)으로 향후 R&D 비용 지출 가능성을 고려해 보수적으로 반영했다. 케이캡은 22년 10월 미국 임상 3상에 진입해, 24년 상반기 비미란성 식도염 임상 3상 결과 확인이 기대된다(clinicaltrials.gov 24.01.26 1차 종료). 경쟁 약물인 Phathom Pharmaceuticals의 vonoprazan은 작년 11/1일자로 미란성(erosive) 식도염에 허가를 받았으며, 7/19일자로 비미란성(non-erosive) 위식도 역류질환 허가 결정을 앞두고 있다. Vonoprazan은 2015년 일본에서 출시되고 8억 5천만달러 이상의 매출액을 기록했다. Phathom Pharmaceuticals는 PPI 대비 우월한 효과를 기반으로 최대 30억달러의 매출을 기대하고 있다. 하지만 허들은 높은 약가다. Voquezna(vonoprazan) 30정의 WAC은 650달러로, 이는 Astrazeneca Nexium의 약 2.5배, PPI 제네릭의 10~30배 수준이다(물론 WAC은 실제 약가와 다름). Phathom은 이러한 점을 고려해 Copay 지원(환자는 25달러만 지불)을 진행할 계획이다<도표7>. P-CAB 제제의 향후 미국 시장 침투 속도에 귀추가 주목된다.

투자의견 Buy, 목표주가 55,000원 유지

HK이노엔에 대해 목표주가 55,000원, 투자의견 Buy를 유지한다. 상반기 호실적과 주요 모멘텀에 따른 긍정적인 추가 흐름을 전망한다.

도표 1. 4Q23 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q23(E)	4Q22	3Q23	YoY	QoQ	컨센서스	차이(%)
매출액	222.8	216.3	215.6	3.0	3.3	230.2	(3.2)
영업이익	21.6	8.4	22.4	157.3	(3.8)	23.1	(6.7)
당기순이익	13.1	2.3	14.5	473.2	(9.7)	15.5	(15.2)
영업이익률(%)	9.7	3.9	10.4			10.0	
당기순이익률(%)	5.9	1.1	6.7			6.7	

자료: Quantivise, 하나증권

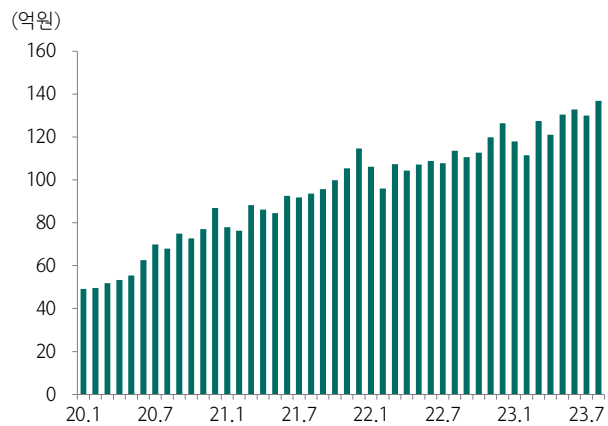
도표 2. HK이노엔 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2023F
매출액	184.9	204.4	215.6	222.8	227.8	235.3	241.5	256.5	827.7	961.0
YoY(%)	2.6	(18.9)	8.8	3.0	23.2	15.1	12.0	15.1	(2.2)	16.1
ETC	164.2	179.9	190.0	197.1	206.5	210.2	215.2	230.1	731.1	862.1
YoY(%)	1.5	(21.1)	10.2	3.7	25.8	16.9	13.3	16.8	(2.8)	17.9
소화기계	26.0	30.9	34.8	31.5	53.2	44.8	46.9	49.0	123.3	193.9
케이캡	24.2	28.9	32.9	29.6	51.3	42.7	45.0	47.0	115.7	185.9
YoY(%)	16.0	0.1	39.3	73.1	111.6	47.7	36.5	58.7	27.8	60.7
순환기계	30.8	31.6	31.1	31.2	65.3	70.1	62.1	63.9	124.6	261.4
카나브패밀리					33.1	36.7	29.2	31.0		130.0
당뇨/신장	10.8	12.7	13.6	12.3	21.7	23.9	25.3	24.2	49.5	95.0
수액제	25.3	27.4	32.3	31.4	30.1	32.2	38.3	37.0	116.4	137.7
백신	35.3	36.8	37.1	35.2	(3.5)	(3.5)	(3.5)	(3.5)	144.3	-14.0
항생제	11.1	14.6	11.7	14.2	11.7	15.4	12.3	15.0	51.8	54.3
항암제	9.6	11.6	11.9	11.4	10.1	10.5	12.5	12.0	44.5	45.0
기타	15.3	14.2	17.5	29.8	18.0	16.9	21.4	32.5	76.8	88.7
로열티 추정	0.0	0.0	1.5	1.2	2.0	2.0	2.9	2.9	2.7	9.8
HB&B	20.7	24.5	25.6	25.7	21.2	25.1	26.2	26.3	96.6	98.9
YoY(%)	12.1	3.0	(0.8)	(2.0)	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4
매출총이익	82.8	91.0	97.4	101.8	104.2	104.9	111.5	120.4	372.9	441.0
YoY(%)	13.9	(7.6)	4.2	19.9	25.9	15.4	14.5	18.3	6.7	18.3
매출총이익률(%)	44.8	44.5	45.2	45.7	45.7	44.6	46.2	46.9	45.1	45.9
영업이익	5.6	15.3	22.4	21.6	22.1	23.9	31.1	35.7	65.0	112.8
YoY(%)	33.3	(13.2)	0.7	157.3	292.4	55.6	38.7	65.5	23.6	73.6
영업이익률(%)	3.1	7.5	10.4	9.7	9.7	10.1	12.9	13.9	7.8	11.7
당기순이익	2.9	14.6	14.5	13.1	14.9	15.5	21.2	25.5	45.2	77.1
YoY(%)	(60.2)	0.1	(2.8)	473.2	406.9	0.1	45.8	94.0	18.6	70.6
당기순이익률(%)	1.6	7.1	6.7	5.9	6.6	6.6	8.8	9.9	5.5	8.0

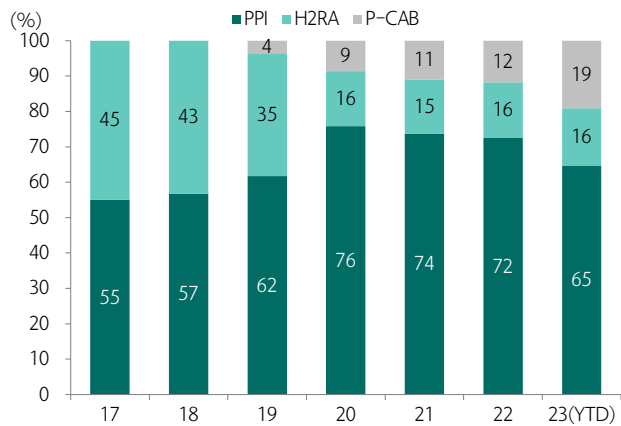
자료: 하나증권

도표 3. 케이캡 월별 처방조제액 추이



자료: 산업자료, 하나증권

도표 4. 국내 위장관계 치료제 계열별 매출액 비율



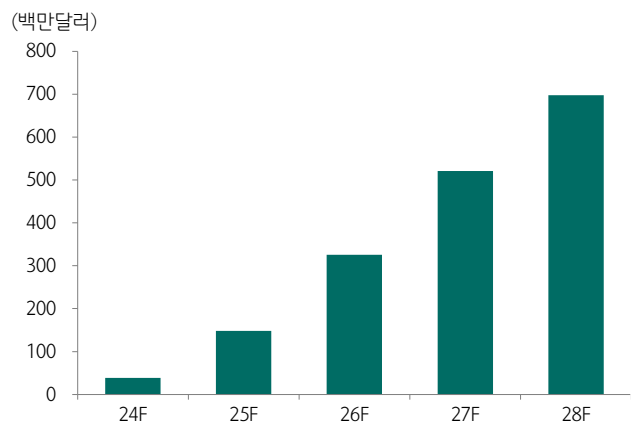
자료: 산업자료, 하나증권

도표 5. P-CAB, PPI, H2RA 비교

제품명	케이캡(HK이노엔)	펙수클루(대웅)	넥시움(아스트라제네카)	가스터(동아에스티)
계열	potassium-competitive acid blocker		Proton Pump Inhibitor	Histamine2 Receptor Antagonist
성분명, 용량	Tegofrazan 50mg	Fexuprazan 40mg	Esomeprazol 20mg, 40mg	Famotidine 20mg
효능효과	1. 미란성 위식도역류질환 2. 비미란성 위식도역류질환 3. 위궤양 4. H.pylori 제균요법 5. 미란성 위식도 역류질환 치료 후 유지요법	1. 미란성 위식도 역류질환 2. 급성 위염 및 만성위염의 위점막 병변 개선	1. 위식도 역류질환(GERD) 2. H.pylori 제균요법 3. 비스테로이드소염진통제투여와 관련된 상부 위장관 증상치료의 단기요법 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,만 성위염의 급성약화기
용법	1일 1회. 식사 무관	1일 1회. 식사 무관	1일 1회. 식전 투여	1일 2회
1일 약가	1,300원	939원	20mg 726원 / 40mg 1,015원	340원

자료: 식약처, HIRA, 하나증권

도표 6. Voquezna(vonoprazan) 매출액 전망치



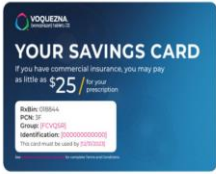
자료: GlobalData, 하나증권

도표 7. Phathom Pharmaceuticals의 판매 전략

Support in place for commercial patients who face coverage or affordability challenges


Patient Co-Pay Assistance

Eligible patients with commercial insurance can pay as little as \$25 for their VOQUEZNA prescription¹



Enhanced Patient Access

BlinkRx is a digital fulfillment channel that ensures the lowest out of pocket cost for patients and free home delivery



자료: Phathom Pharmaceuticals, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	768.3	846.5	827.7	961.0	1,039.3
매출원가	451.9	497.1	454.7	519.9	546.1
매출총이익	316.4	349.4	373.0	441.1	493.2
판매비	266.1	296.9	308.0	328.3	342.6
영업이익	50.3	52.5	65.0	112.8	150.5
금융손익	(17.8)	(10.9)	(14.1)	(12.8)	(10.9)
종속/관계기업손익	0.0	(0.2)	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	(4.6)	(3.6)	(2.3)	(3.5)	(3.5)
세전이익	27.9	37.8	48.7	96.4	136.0
법인세	3.0	(0.3)	3.5	19.3	27.2
계속사업이익	24.9	38.1	45.2	77.1	108.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	24.9	38.1	45.2	77.1	108.8
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	24.9	38.1	45.2	77.1	108.8
지배주주지분포괄이익	24.2	42.7	45.2	77.1	108.8
NOPAT	44.8	53.0	60.3	90.2	120.4
EBITDA	82.5	87.4	65.0	112.8	150.5
성장성(%)					
매출액증가율	49.10	10.18	(2.22)	16.10	8.15
NOPAT증가율	(51.15)	18.30	13.77	49.59	33.48
EBITDA증가율	(43.53)	5.94	(25.63)	73.54	33.42
영업이익증가율	(59.34)	4.37	23.81	73.54	33.42
(지배주주)순이익증가율	(62.89)	53.01	18.64	70.58	41.12
EPS증가율	(67.37)	33.77	20.70	71.04	41.06
수익성(%)					
매출총이익률	41.18	41.28	45.06	45.90	47.46
EBITDA이익률	10.74	10.32	7.85	11.74	14.48
영업이익률	6.55	6.20	7.85	11.74	14.48
계속사업이익률	3.24	4.50	5.46	8.02	10.47

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	986	1,319	1,592	2,723	3,841
BPS	39,832	41,115	42,511	44,914	48,435
CFPS	3,477	3,343	2,436	3,767	6,752
EBITDAPS	3,270	3,023	2,286	3,981	5,312
SPS	30,449	29,287	29,133	33,921	36,684
DPS	320	320	320	320	320
주기지표(배)					
PER	53.25	28.09	27.92	16.43	11.65
PBR	1.32	0.90	1.05	1.00	0.92
PCFR	15.10	11.08	18.25	11.88	6.63
EV/EBITDA	21.91	15.81	23.91	13.23	9.33
PSR	1.72	1.27	1.53	1.32	1.22
재무비율(%)					
ROE	2.63	3.29	3.82	6.23	8.23
ROA	1.44	2.09	2.47	4.04	5.39
ROIC	3.24	3.76	4.24	6.31	8.41
부채비율	59.62	54.88	54.71	53.92	51.61
순부채비율	25.22	26.63	24.39	18.21	10.47
이자보상배율(배)	2.58	3.49	4.16	7.22	2.41

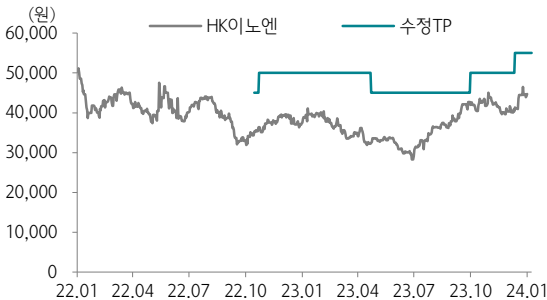
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	454.9	408.4	457.0	550.8	671.5
금융자산	223.0	148.7	183.3	245.7	333.8
현금성자산	87.1	110.6	144.1	200.5	283.8
매출채권	120.4	130.2	134.1	154.4	170.8
재고자산	108.3	125.8	135.7	146.4	162.1
기타유동자산	3.2	3.7	3.9	4.3	4.8
비유동자산	1,382.8	1,394.7	1,406.3	1,407.7	1,408.8
투자자산	18.9	17.8	18.9	20.3	21.4
금융자산	11.0	10.9	11.7	12.0	12.3
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	41.0	41.0	41.0
자산총계	1,837.7	1,803.1	1,863.3	1,958.5	2,080.3
유동부채	414.1	432.2	452.9	477.6	497.7
금융부채	261.0	267.6	287.0	287.3	287.5
매입채무	69.9	65.7	67.7	78.0	86.3
기타유동부채	83.2	98.9	98.2	112.3	123.9
비유동부채	272.3	206.7	206.0	208.5	210.4
금융부채	252.4	191.2	190.0	190.0	190.0
기타비유동부채	19.9	15.5	16.0	18.5	20.4
부채총계	686.4	638.9	658.9	686.1	708.2
지배주주지분	1,151.3	1,164.2	1,204.3	1,272.4	1,372.2
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	110.0	178.1	277.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,151.3	1,164.2	1,204.3	1,272.4	1,372.2
순금융부채	290.4	310.0	293.7	231.6	143.7

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	26.8	58.6	71.6	92.8	161.5
당기순이익	24.9	38.1	45.2	77.1	108.8
조정	37.0	51.1	14.6	10.3	55.3
감가상각비	32.2	34.8	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	(0.0)	0.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법손익	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
기타	4.8	15.3	14.7	10.4	55.4
영업활동 자산부채변동	(35.1)	(30.6)	11.8	5.4	(2.6)
투자활동 현금흐름	(167.1)	67.2	(15.2)	(2.0)	1.3
투자자산감소(증가)	(2.0)	1.1	(1.1)	(1.4)	(1.1)
자본증가(감소)	(24.0)	(20.3)	(18.3)	0.0	0.0
기타	(141.1)	86.4	4.2	(0.6)	2.4
재무활동 현금흐름	176.0	(102.5)	(40.0)	(24.4)	(71.3)
금융부채증가(감소)	(184.8)	(54.6)	18.3	0.3	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	33.6	56.5	83.3
Unlevered CFO	87.7	96.6	69.2	106.7	191.3
Free Cash Flow	2.7	38.3	53.1	92.8	161.5

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 1월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 2024년 1월 11일 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	94.47%	5.07%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 01월 10일