



## BUY(유지)

목표주가(12M) 55,000원(상향)  
현재주가(12.20) 40,400원

### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	862.98
52주 최고/최저(원)	45,000/28,250
시가총액(십억원)	1,144.5
시가총액비중(%)	0.27
발행주식수(천주)	28,329.9
60일 평균 거래량(천주)	261.4
60일 평균 거래대금(십억원)	10.9
외국인지분율(%)	7.34
주요주주 지분율(%)	
한국콜마	43.01
국민연금공단	5.04

### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	837.3	918.1
영업이익(십억원)	66.0	97.2
순이익(십억원)	47.3	69.4
EPS(원)	1,663	2,448
BPS(원)	42,557	44,723

### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	768.3	846.5	834.0	918.1
영업이익	50.3	52.5	66.0	109.1
세전이익	27.9	37.8	48.9	92.2
순이익	24.9	38.1	45.4	73.8
EPS	986	1,319	1,597	2,604
증감율	(67.37)	33.77	21.08	63.06
PER	53.25	28.09	25.30	15.51
PBR	1.32	0.90	0.95	0.90
EV/EBITDA	21.91	15.81	22.07	12.84
ROE	2.63	3.29	3.83	5.96
BPS	39,832	41,115	42,514	44,798
DPS	320	320	320	320



Analyst 박재경 jaeyeon2@hanafn.com  
RA 이준호 junhlee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 12월 21일 | 기업분석\_Update

## HK이노엔 (195940)

### 케이캡-카나브 공동 판매, 수익성 개선과 매출 성장 효과

#### 케이캡 수수료 인하를 통한 수익성 개선, MSD 백신 매출의 빈자리를 채워줄 카나브

HK이노엔과 보령은 20일자로 케이캡(tegoprazan), 카나브(fimasartan) 패밀리에 대해 24년 1월부터 공동 영업, 마케팅을 진행한다고 발표했다. 보령은 HK이노엔의 케이캡정, 케이캡구강붕해정을 공동 판매하게 되며, HK이노엔은 보령의 카나브 패밀리 4종(카나브, 듀카로, 듀카브, 듀카브플러스)를 공동 판매한다. 금번 공동 판매 계약을 통해 HK이노엔에게 기대되는 효과는 크게 3가지로 1) 케이캡 판매 수수료를 인하에 따른 수익성 개선, 2) MSD 백신 판매 계약 종료로 발생한 매출 공백 해소, 3) 순환기 치료제 영업 역량 강화다. 22년도 카나브 패밀리 4종은 1,141억원의 매출액을 기록했다. 카나브 공동 판매 계약은 MSD 백신 코프로모션 계약 종료에 따른 매출 공백을 채워줄 수 있다는 점에서 긍정적이다. 카나브는 올해 2월 물질 특허가 만료되었으나, 카나브 패밀리 매출액의 약 1/3을 차지하는 저용량 듀카브의 복합 조성물 특허(fimasartan 30mg amlodipine 5mg)는 2031년 만료된다. 현재 관련한 특허 심판(무효 심판 4건, 권리확인심판 6건)이 진행되고 있으며 특허권자인 보령이 2심에서 승소해, 듀카브 저용량의 제네릭 승인은 불투명하다. 이는 제네릭 업체의 수익성을 제한해 카나브 제네릭의 갯수를 제한하는 요인으로 작용하고 있다는 판단이다.

#### 24년 매출액 9,181억원, 영업이익 1,091억원 전망. 기존 추정치 대비 상향 조정

HK이노엔의 23년 매출액은 8,340억원(-1.5%YoY), 영업이익은 660억원(+25.6%YoY, OPM 7.9%)으로, 24년 매출액은 9,181억원(+10.1%YoY), 영업이익은 1,091억원(+65.3%YoY, OPM 11.9%)으로 전망하며 기존 추정치 대비 24년 실적을 소폭 상향 조정한다(기존 24년 매출액 9,358억원, 영업이익 1,062억원). 국내 케이캡은 재고 조정 이슈의 소멸과 판매 수수료를 인하, 꾸준한 매출 성장으로 24년 1,553억원(+43.2%YoY)의 매출액을 기록할 것으로 전망한다. 케이캡의 중국 판매에 따른 로열티는 24년부터 본격화될 예정이며 98억원으로 추정했다. 보령과 공동으로 판매하기 시작하는 카나브 패밀리 4종의 매출액은 1,300억원으로 전망한다. 카나브의 제네릭 출시에 따른 약가 인하(-30%, 가산 약가)를 반영했고, 공동 판매에 따른 시너지는 매출에 반영하지 않았다.

#### 목표주가 55,000원 상향, 투자 의견 Buy 유지

HK이노엔의 목표주가를 55,000원으로 상향하며, 투자 의견 Buy를 유지한다. 11월 8일 이후로 HK이노엔은 -10.2%의 부진한 수익률을 기록했다. 7월 ~ 10월의 주가 상승에 따른 조정과, 실적 valuation 측면에서 제한적인 업사이드가 주가 조정의 원인이다. 이러한 상황에서 보령과의 금번 공동 판매 계약은 추가 업사이드가 될 수 있다. 중단기적으로는 케이캡의 유럽 지역 기술이전, 미국 임상 3상 결과 발표가 주가 모멘텀이 될 수 있을 것으로 기대된다.

도표 1. HK이노엔 목표주가

(단위: 원)

항 목	가 치	비 고
1. 24년 예상 EPS	2,604	
2. Target PER Multiple	21.2	중/대형 제약 Peer(유한양행, 한미약품, 종근당, 동아에스티, JW중외제약) 24F PER Multiple 적용
3. 적정주가(1*2)	55,072	

자료: 하나증권

도표 2. HK이노엔 실적 전망

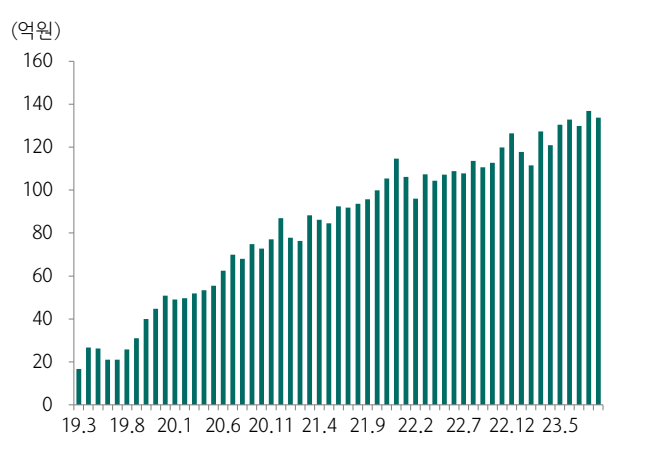
(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>184.9</b>	<b>204.4</b>	<b>215.6</b>	<b>229.2</b>	<b>209.7</b>	<b>226.9</b>	<b>232.5</b>	<b>249.0</b>	<b>834.0</b>	<b>918.1</b>
YoY(%)	2.6	(18.9)	8.8	6.0	13.4	11.0	7.8	8.7	(1.5)	10.1
<b>ETC</b>	<b>164.2</b>	<b>179.9</b>	<b>190.0</b>	<b>201.5</b>	<b>188.4</b>	<b>201.6</b>	<b>206.1</b>	<b>220.5</b>	<b>735.5</b>	<b>816.6</b>
YoY(%)	1.5	(21.1)	10.2	6.0	14.7	12.1	8.5	9.4	(2.2)	11.0
소화기계	26.0	30.9	34.8	32.3	41.6	43.3	45.3	47.6	124.1	177.7
케이캡	24.2	28.9	32.9	30.4	39.7	41.2	43.3	45.5	116.5	169.7
YoY(%)	16.0	0.1	39.3	77.7	63.8	42.3	31.7	49.8	28.7	45.7
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	11.9	11.6	13.4	14.3	12.5	49.0	51.6
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	39.0	0.0	0.0	0.0	0.0	148.1	0.0
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	30.1	18.0	16.9	21.4	32.5	77.1	88.7
로열티 추정	0.0	0.0	1.5	1.5	2.0	2.0	2.9	2.9	3.0	9.8
<b>HB&amp;B</b>	<b>20.7</b>	<b>24.5</b>	<b>25.6</b>	<b>27.7</b>	<b>21.4</b>	<b>25.2</b>	<b>26.4</b>	<b>28.5</b>	<b>98.5</b>	<b>101.6</b>
YoY(%)	12.1	3.0	(0.8)	5.5	3.1	3.0	3.0	3.1	4.4	3.1
<b>매출총이익</b>	<b>82.8</b>	<b>91.0</b>	<b>97.4</b>	<b>103.7</b>	<b>96.7</b>	<b>103.3</b>	<b>109.7</b>	<b>119.4</b>	<b>374.9</b>	<b>429.1</b>
YoY(%)	13.9	(7.6)	4.2	22.1	16.9	13.6	12.6	15.2	7.3	14.5
매출총이익률(%)	44.8	44.5	45.2	45.3	46.1	45.5	47.2	48.0	44.9	46.7
<b>영업이익</b>	<b>5.6</b>	<b>15.3</b>	<b>22.4</b>	<b>22.6</b>	<b>17.6</b>	<b>25.1</b>	<b>30.5</b>	<b>35.8</b>	<b>66.0</b>	<b>109.1</b>
YoY(%)	33.3	(13.2)	0.7	169.5	212.6	63.9	36.2	58.5	25.6	65.3
영업이익률(%)	3.1	7.5	10.4	9.9	8.4	11.1	13.1	14.4	7.9	11.9
<b>당기순이익</b>	<b>2.9</b>	<b>14.6</b>	<b>14.5</b>	<b>13.3</b>	<b>11.3</b>	<b>16.5</b>	<b>21.1</b>	<b>24.8</b>	<b>45.4</b>	<b>73.8</b>
YoY(%)	(60.2)	0.1	(2.8)	479.5	284.7	0.1	45.2	86.6	19.0	62.6
당기순이익률(%)	1.6	7.1	6.7	5.8	5.4	7.3	9.1	10.0	5.4	8.0

주: 22년 4분기부터 개별 기준 적용

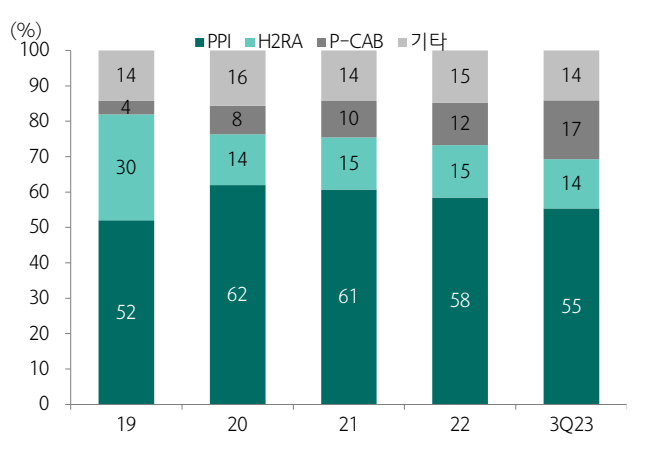
자료: 하나증권

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 (올해 7월 부터 급여 시작) 5. 미란성 위식도 역류질환 치료 후 유지요법	1. 미란성 위식도 역류질환 2. 급성 위염 및 만성위염의 위점막 병변 개선	1. 위식도 역류질환(CERD) 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, 만성위염의 급성악화기
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

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	768.3	846.5	834.0	918.1	987.4
매출원가	451.9	497.1	459.1	489.0	514.6
매출총이익	316.4	349.4	374.9	429.1	472.8
판매비	266.1	296.9	308.9	320.1	332.3
영업이익	50.3	52.5	66.0	109.1	140.5
금융손익	(17.8)	(10.9)	(13.2)	(12.0)	(10.2)
종속/관계기업손익	0.0	(0.2)	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	(4.6)	(3.6)	(4.0)	(4.9)	(4.9)
세전이익	27.9	37.8	48.9	92.2	125.4
법인세	3.0	(0.3)	3.5	18.4	25.1
계속사업이익	24.9	38.1	45.4	73.8	100.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	24.9	38.1	45.4	73.8	100.3
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	24.9	38.1	45.4	73.8	100.3
지배주주지분포괄이익	24.2	42.7	45.3	73.8	100.3
NOPAT	44.8	53.0	61.2	87.3	112.4
EBITDA	82.5	87.4	66.0	109.1	140.5
성장성(%)					
매출액증가율	49.10	10.18	(1.48)	10.08	7.55
NOPAT증가율	(51.15)	18.30	15.47	42.65	28.75
EBITDA증가율	(43.53)	5.94	(24.49)	65.30	28.78
영업이익증가율	(59.34)	4.37	25.71	65.30	28.78
(지배주주)순이익증가율	(62.89)	53.01	19.16	62.56	35.91
EPS증가율	(67.37)	33.77	21.08	63.06	36.02
수익성(%)					
매출총이익률	41.18	41.28	44.95	46.74	47.88
EBITDA이익률	10.74	10.32	7.91	11.88	14.23
영업이익률	6.55	6.20	7.91	11.88	14.23
계속사업이익률	3.24	4.50	5.44	8.04	10.16

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	986	1,319	1,597	2,604	3,542
BPS	39,832	41,115	42,514	44,798	48,020
CFPS	3,477	3,343	2,089	3,623	6,321
EBITDAPS	3,270	3,023	2,322	3,851	4,960
SPS	30,449	29,287	29,356	32,409	34,854
DPS	320	320	320	320	320
주기지표(배)					
PER	53.25	28.09	25.30	15.51	11.41
PBR	1.32	0.90	0.95	0.90	0.84
PCFR	15.10	11.08	19.34	11.15	6.39
EV/EBITDA	21.91	15.81	22.07	12.84	9.39
PSR	1.72	1.27	1.38	1.25	1.16
재무비율(%)					
ROE	2.63	3.29	3.83	5.96	7.63
ROA	1.44	2.09	2.48	3.90	5.06
ROIC	3.24	3.76	4.30	6.07	7.79
부채비율	59.62	54.88	53.58	52.11	49.84
순부채비율	25.22	26.63	24.82	19.20	11.90
이자보상배율(배)	2.58	3.49	4.40	7.27	2.34

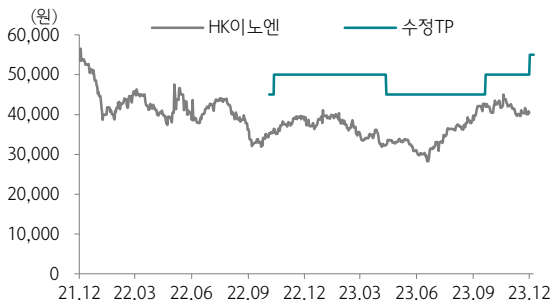
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	454.9	408.4	438.1	518.0	625.0
금융자산	223.0	148.7	159.2	214.7	296.6
현금성자산	87.1	110.6	118.9	170.8	249.1
매출채권	120.4	130.2	137.9	149.9	162.3
재고자산	108.3	125.8	137.0	149.2	161.5
기타유동자산	3.2	3.7	4.0	4.2	4.6
비유동자산	1,382.8	1,394.7	1,411.7	1,412.5	1,413.4
투자자산	18.9	17.8	19.2	20.0	20.8
금융자산	11.0	10.9	11.8	12.0	12.1
유형자산	254.5	265.0	263.9	263.9	263.9
무형자산	1,095.0	1,088.1	1,084.5	1,084.5	1,084.5
기타비유동자산	14.4	23.8	44.1	44.1	44.2
자산총계	1,837.7	1,803.1	1,849.7	1,930.5	2,038.4
유동부채	414.1	432.2	437.9	452.5	467.7
금융부채	261.0	267.6	267.3	267.5	267.7
매입채무	69.9	65.7	69.7	75.7	82.0
기타유동부채	83.2	98.9	100.9	109.3	118.0
비유동부채	272.3	206.7	207.4	208.8	210.3
금융부채	252.4	191.2	190.9	190.9	190.9
기타비유동부채	19.9	15.5	16.5	17.9	19.4
부채총계	686.4	638.9	645.3	661.3	678.0
지배주주지분	1,151.3	1,164.2	1,204.4	1,269.1	1,360.4
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)	0.1	0.1	0.1
기타포괄이익누계액	447.2	563.7	563.7	563.7	563.7
이익잉여금	173.6	94.1	110.1	174.8	266.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,151.3	1,164.2	1,204.4	1,269.1	1,360.4
순금융부채	290.4	310.0	299.0	243.7	161.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	26.8	58.6	60.6	81.5	151.5
당기순이익	24.9	38.1	45.4	73.8	100.3
조정	37.0	51.1	4.6	10.4	53.7
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	4.7	10.5	53.8
영업활동 자산부채변동	(35.1)	(30.6)	10.6	(2.7)	(2.5)
투자활동 현금흐름	(167.1)	67.2	(12.1)	0.3	1.9
투자자산감소(증가)	(2.0)	1.1	(1.3)	(0.8)	(0.9)
자본증가(감소)	(24.0)	(20.3)	(12.1)	0.0	0.0
기타	(141.1)	86.4	1.3	1.1	2.8
재무활동 현금흐름	176.0	(102.5)	(53.1)	(23.9)	(68.9)
금융부채증가(감소)	(184.8)	(54.6)	(0.6)	0.2	0.2
자본증가(감소)	383.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(22.8)	(42.6)	(47.3)	(15.0)	(60.0)
배당지급	0.0	(5.3)	(5.2)	(9.1)	(9.1)
현금의 증감	35.7	23.2	7.4	52.0	78.3
Unlevered CFO	87.7	96.6	59.3	102.6	179.1
Free Cash Flow	2.7	38.3	48.3	81.5	151.5

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 2023년 12월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 2023년 12월 21일 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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 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	94.42%	5.12%	0.47%	100%

\* 기준일: 2023년 12월 20일