



BUY (유지)

목표주가(12M) 55,000원
현재주가(2.29) 38,300원

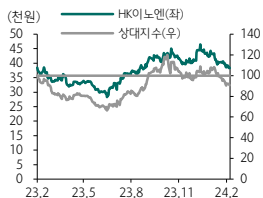
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	862.96
52주 최고/최저(원)	46,500/28,250
시가총액(십억원)	1,085.0
시가총액비중(%)	0.27
발행주식수(천주)	28,329.9
60일 평균 거래량(천주)	173.6
60일 평균 거래대금(십억원)	7.2
외국인지분율(%)	9.11
주요주주 지분율(%)	
한국콜마 외 1인	43.02
국민연금공단	8.29

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	825.3	926.4
영업이익(십억원)	65.5	101.1
순이익(십억원)	46.5	74.7
EPS(원)	1,638	2,634
BPS(원)	42,550	44,911

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	15.46
PBR	1.32	0.90	1.04	0.86
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 jaeyeong2@hanafn.com
RA 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 3월 4일 | 기업분석_Update

HK이노엔 (195940)

케이캡 미국 진출 청신호, 구조적 리레이팅 기대

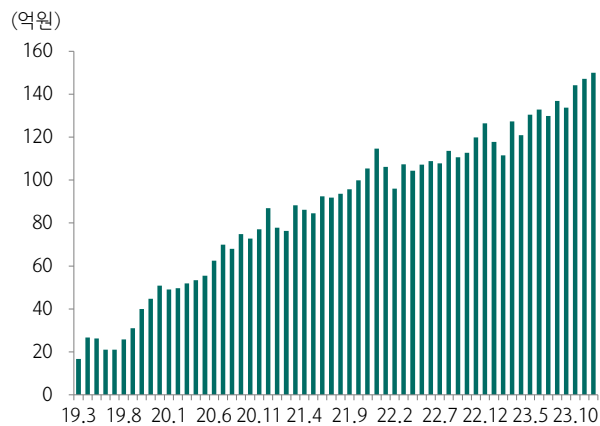
Phathom Pharma 2월 수익률 +59.6% 기록, 케이캡 미국 진출의 청신호

Phathom Pharmaceuticals은 2월 이후 +59.6%의 주가 수익률을 기록하고 있다. 이유는 2/13일자로 이뤄진 Voquezna(vonoprazan)의 Express script National formulary 등재다. Express Script는 미국 사보험사 Cigna 산하의 PBM(Pharmacy Benefit Manager)로, 미국 사보험 시장에서 24%를 차지하는 3대 PBM이다. Voquezna의 대형 PBM formulary 등재는 P-CAB(Potassium-competitive acid blocker) 제제의 미국 시장에서의 성공 가능성을 높이는 시그널이다. P-CAB 제제는 기존 PPI(Proton Pump Inhibitor) 대비 위산에 의한 활성화 과정이 필요하지 않아 약효가 빨리 발현되고, 식사에 관계없이 복용이 가능한 장점을 기반으로 아시아 시장에서 점유율을 손조롭게 높여왔다. 대표적인 글로벌 P-CAB인 Takeda의 Takecap은 2015년 일본에서 출시되고 8억 5천만달러 이상의 매출액을 기록했으며, HK이노엔의 케이캡과 대응제약의 펙수클루는 국내 시장에서 23년 각각 1,140억원, 550억원의 매출액을 기록하며 선전하고 있다. 다만 이러한 기대감이 미국 P-CAB 제제 시장까지 확대되고 있지는 않다. 1) 제네릭이 출시된 PPI 대비 P-CAB의 높은 약가, 2) 저용량 PPI가 일반의약품으로 판매되는 미국 시장 상황에서 P-CAB 제제가 침투할 수 있을지에 대한 우려 때문이다. Phathom의 Voquezna 30정의 WAC은 650달러로, 이는 Astrazeneca Nexium의 약 2.5배, PPI 제네릭의 10~30배 수준이다(물론 WAC가 실제 매출에 인식되는 약가인 NSP는 다름). 이러한 우려는 Voquezna의 Express Script National formulary 등재 성공으로 기대감으로 바뀌고 있다. Phathom Pharmaceuticals는 formulary 등재, Copay 지원(환자는 25달러만 지불) 전략을 통해 점유율을 확대해 나갈 계획이며, 최대 30억달러의 매출을 기대하고 있다. 케이캡의 미국 파트너인 Braintree Laboratories는 Sebel Pharmaceuticals의 자회사다. Sebel은 연 매출액 약 2.5억달러 규모의 미국 소화기 의약품 제약기업으로, Voquezna 단일 에셋을 보유한 Phathom Pharmaceuticals 대비해 강한 판매/마케팅 역량이 기대된다. 미국 시장에 최초로 진출한 P-CAB 제제인 Voquezna의 실적은 케이캡의 미국 매출액에 대한 눈높이를 제공할 것이다. Phathom의 향후 실적 추이에 귀추가 주목된다.

투자의견, 목표주가 유지. Phathom의 24년 실적에 주목

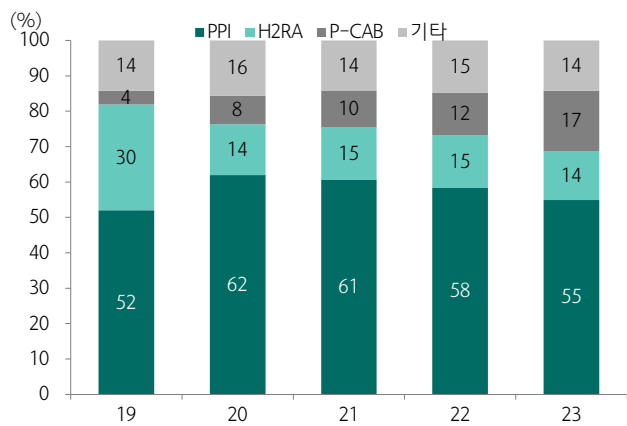
HK이노엔에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 55,000원을 유지한다. HK이노엔은 최근 부진한 주가 흐름을 보이며 현재 24년 실적 기준 EV/EBITDA 14.1배, PER 15.5배 수준에 거래되고 있다. 하지만 미국 P-CAB 시장의 개화는 구조적인 실적 개선과 리레이팅을 이끌 요인이다. 미국 P-CAB 시장의 본격적 개화를 앞둔 시점에서 주가 조정이 충분히 이뤄진 HK이노엔에 주목하자.

도표 1. 케이캡 월별 처방조제액 추이



자료: 산업자료, 하나증권

도표 2. 국내 위장관계 치료제 계열별 매출액 비율



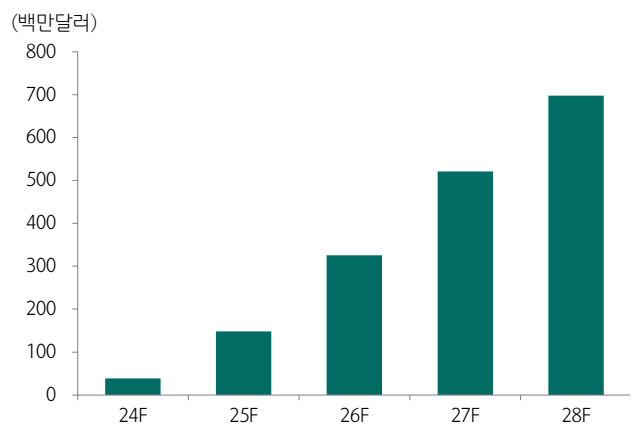
자료: 산업자료, 하나증권

도표 3. 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		Esomeprazol 40mg, 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. 위식도 역류질환(GERD) 2. H.pylori 제균요법 3. 비스테로이드소염진통제투여와 관련된 상부 위장관 증상치료의 단기로 법 4. 지속적인 비스테로이드소염진통제 투여가 필요한 환자 5. Zollinger-Ellison 증후군의 치료 6. 십이지장궤양에 의한 재출혈 예방	
용법	1일 1회. 식사 무관		1일 1회. 식전 투여	
1일 약가	50mg 1,300원 / 25mg 867원		40mg 1,015원 / 20mg 726원	

자료: 식약처, HIRA, 하나증권

도표 4. Voquezna(vonoprazan) 매출액 전망치



자료: GlobalData, 하나증권

도표 5. 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	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
비지배주주지분 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
주기지표(배)					
PER	53.25	28.09	26.76	15.46	10.61
PBR	1.32	0.90	1.04	0.86	0.80
PCFR	15.10	11.08	19.09	11.07	5.92
EV/EBITDA	21.91	15.81	23.52	14.10	9.80
PSR	1.72	1.27	1.52	1.14	1.05
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

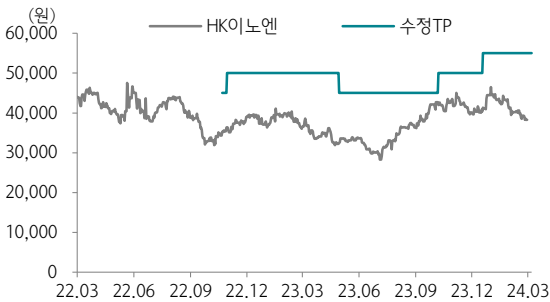
자료: 하나증권

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

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HK이노엔



날짜	투자 의견	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 3월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 2024년 3월 4일 현재 해당회사의 유가증권 을 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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	93.93%	5.61%	0.47%	100%

* 기준일: 2024년 03월 01일