

HK 이노엔 (195940)

지속가능한 성장

투자의견

BUY(유지)

목표주가

70,000 원(상향)

현재주가

47,950 원(09/13)

시가총액

1,358(십억원)

바이오/제약 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 유지, 목표주가 70,000원으로 상향
- 2024년 말 테고프라잔(케이캡 성분명) 임상 3상 완료, 2025년 데이터 확인 후 FDA에 신약 허가 신청을 할 것으로 예상되며, 승인 받은 후 2026년 미국 시장 출시가 가능할 전망. 목표주가를 2025년(종전 2024년) 예상 당기순이익에 Target P/E 25배(종전 투자지표 유지)를 적용하여 상향 조정함
- 투자포인트: 국내외 항궤양제 시장에서 P-CAB 기전 치료제들의 점유율 상승 중
 - 케이캡의 국내 점유율 상승과 해외 판매가 본격화되면서 2030년까지 연평균 10%를 상회하는 성장을 전망함
 - 국내 처방액은 2024년 약 2천억원 예상(HK이노엔 케이캡 예상 매출액 1,810억원), P-CAB 제제가 타 기전 항궤양제 대비 약효 지속성이 높고 부작용이 낮다는 점에서 2024년 8월 시장 점유율 약 20%에서 40%(2027년 예상)까지 상승 가능할 것으로 예상함(8월 기준 HK이노엔 점유율 약 14%, 펙수클루 점유율 약 6%)
 - 해외 완제 수출 증가, 중국 판매에 따른 peak 마일스톤 유입액은 장기적으로 600억원을 상회할 것으로 예상함
 - 2026년 미국 시장 출시 예상: peak sales > 7천억원, peak 마일스톤 유입액 700억원을 상회할 것으로 예상함
- 수핵부문 및 HB&B 사업부: 생산능력 확대와 구조조정 이후 안정적인 수익 창출 중. 향후에도 지속 가능할 전망

주가(원,9/13)	47,950
시가총액(십억원)	1,358

발행주식수	28,330천주
52주 최고가	49,200원
최저가	34,350원
52주 일간 Beta	-0.20
60일 일평균거래대금	148억원
외국인 지분율	9.0%
배당수익률(2024E)	0.7%

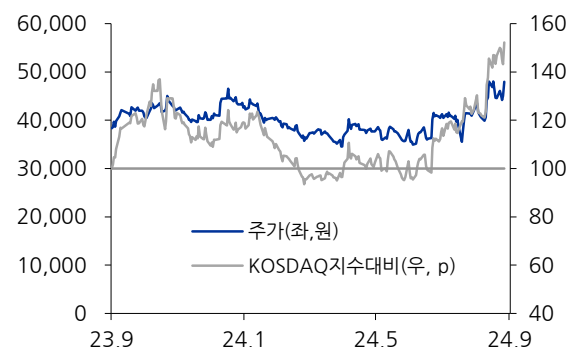
주주구성	
한국콜마 (외 2인)	43.0%
국민연금공단 (외 1인)	6.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	20.2	51.7	41.8
절대기준	16.1	34.1	24.9

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	70,000	50,000	▲
영업이익(24)	91	85	▲
영업이익(25)	110	110	-

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	847	829	897	994
영업이익	53	66	91	110
세전손익	38	45	71	90
당기순이익	38	47	62	81
EPS(원)	1,319	1,666	2,184	2,863
증감률(%)	53.2	26.3	31.1	31.1
PER(배)	28.1	26.7	22.0	16.8
ROE(%)	3.3	4.0	5.0	6.3
PBR(배)	0.9	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	15.8	15.0	15.1	10.8

자료: 유진투자증권

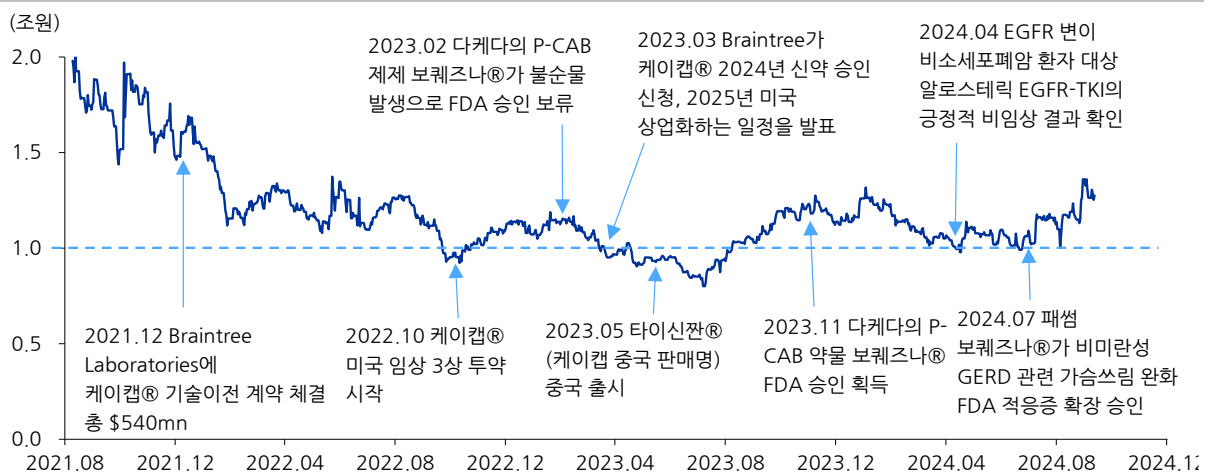


투자의견 BUY, 목표주가 70,000 원으로 상향

당사는 HK 이노엔이 미국 시장에 진출하면서 기업가치가 Re-rating 될 것으로 전망한다. HK 이노엔에 대해 투자의견을 BUY로 유지한다. 목표주가는 70,000원으로 종전 대비 40% 상향한다. 2024 년 말 테고프라잔(케이캡 성분명) 임상 3상 완료, 2025 년 데이터 확인 후 FDA 신약 승인 신청 후 허가를 받을 것으로 예상하며, 2026 년 미국 시장 출시될 것으로 예상한다.

케이캡의 미국 후기 임상 완료가 임박하였고, 글로벌 신약 출시가 약 1 년 앞으로 다가왔다. 당사는 이미 국내외 항궤양제 시장에서 P-CAB 제제들의 시장 침투가 확산되고 있어 성공적인 글로벌 신약 출시 가능성이 높다고 판단한다. 이에 따라 중장기적인 기업가치 상승을 현 시점에서 선반영하여 목표주가를 2025 년 (종전 2024 년) 예상 당기순이익에 Target P/E 25 배(종전 투자 지표 유지)를 적용하여 상향 조정한다.

도표 1. HK 이노엔 시가총액 및 주요 이벤트



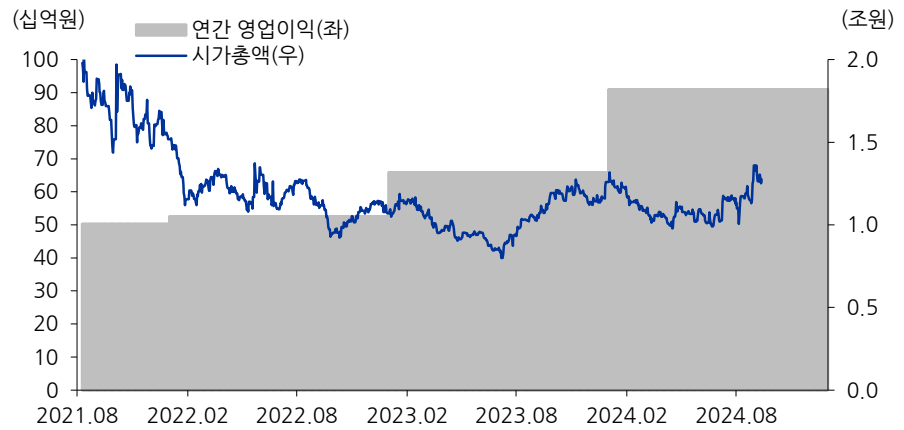
자료: Quantivise, HK 이노엔, 유진투자증권

도표 2. 예상 실적 수정: 2024 년 영업이익 소폭 상향 조정

(단위: 십억원, %, %p)	2023	수정 후			수정 전			Change		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액	829	897	994	1,090	930	1,020	1,172	-3.5	-2.5	-7.0
영업이익	66	91	110	130	85	110	131	+7.1	+0.0	-0.8
순이익	47	62	81	100	58	79	98	+6.9	+2.5	+2.0
영업이익률	+8.0	+10.1	+11.1	+11.9	+9.1	+10.8	+11.2	+11.0	+2.6	+6.7
순이익률	+5.7	+6.9	+8.1	+9.2	+6.2	+7.7	+8.4	+10.8	+5.2	+9.7

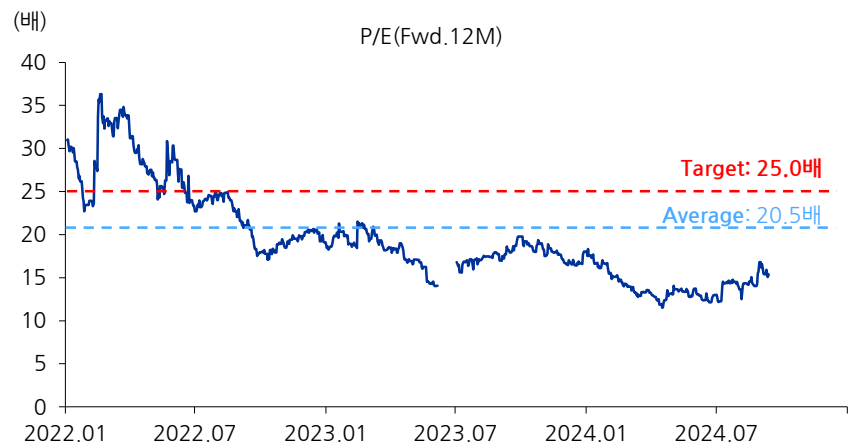
자료: HK 이노엔, 유진투자증권

도표 3. HK 이노엔 연간 영업이익 및 시가총액



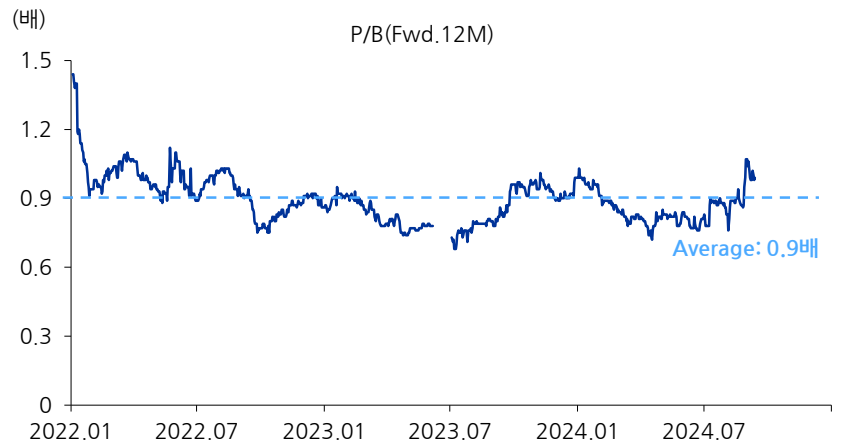
자료: Quantivise, HK 이노엔, 유진투자증권
 주: 2024E 영업이익은 당사 추정치

도표 4. HK 이노엔 P/E valuation: 글로벌 신약 출시로 기업가치 re-rating 할 것



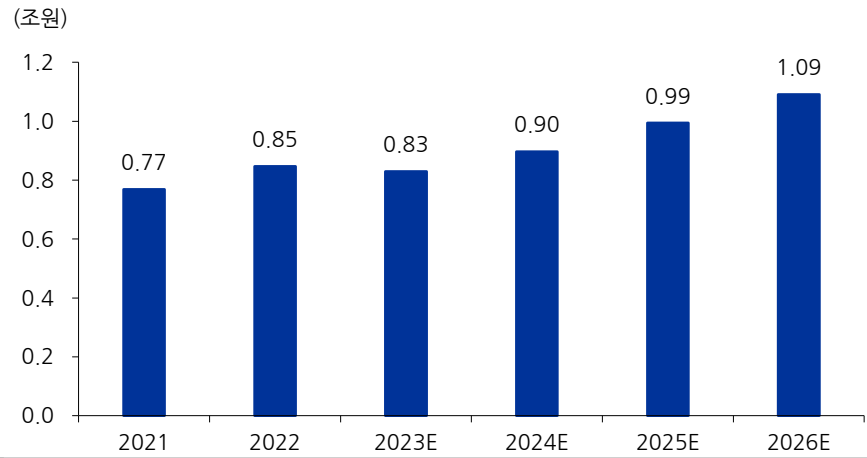
자료: Quantivise, HK 이노엔, 유진투자증권

도표 5. HK 이노엔 P/B valuation



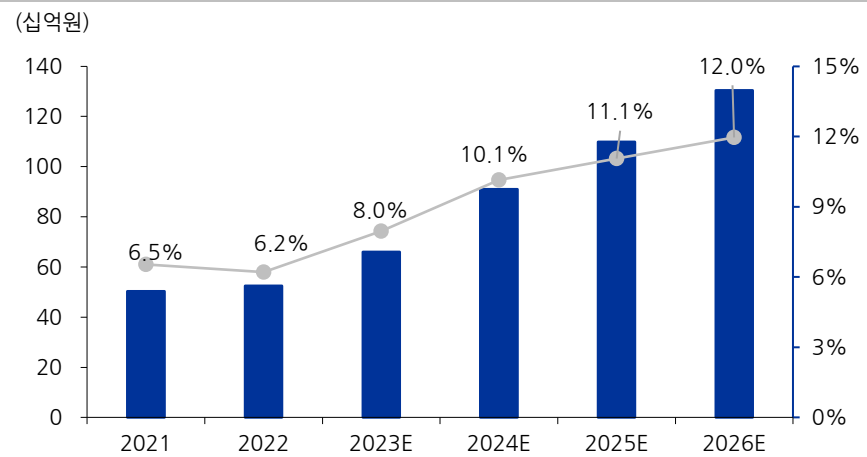
자료: Quantivise, HK 이노엔, 유진투자증권

도표 6. HK 이노엔 매출액 추이 및 전망 (2021~2026E)



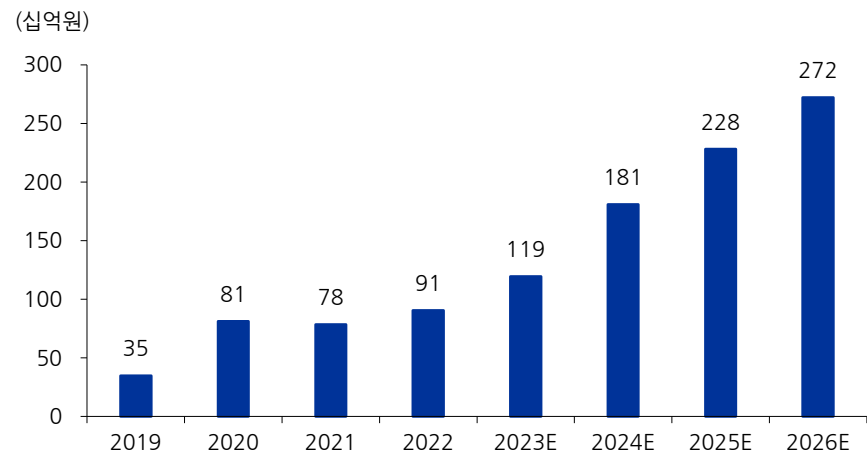
자료: HK 이노엔, 유진투자증권

도표 7. HK 이노엔 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망 (2021~2026E)



자료: HK 이노엔, 유진투자증권

도표 8. HK 이노엔 케이캡 매출액 추이 및 전망 (2019~2026E)

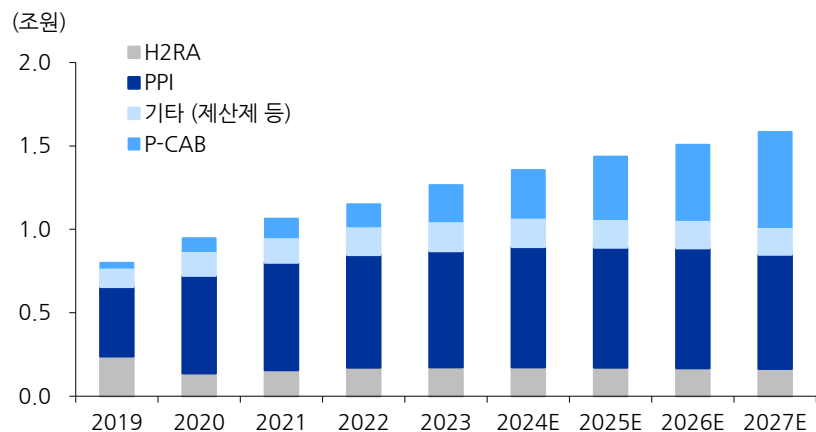


자료: HK 이노엔, 유진투자증권

케이캡 국내 매출액 추이

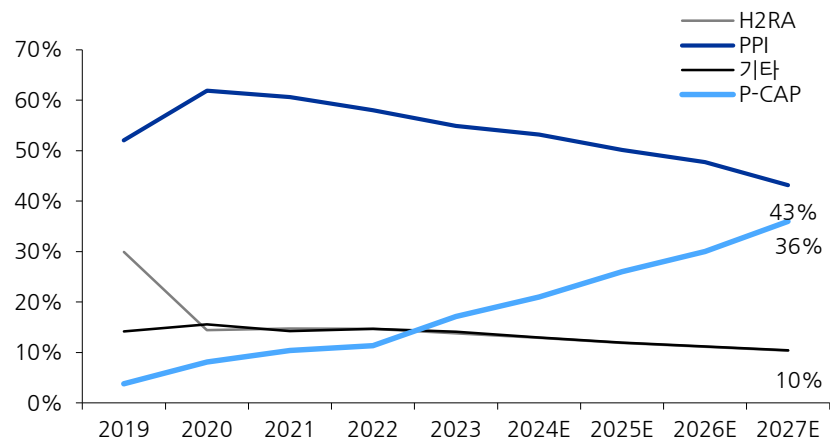
국내 항궤양제 시장이 연평균 5%yoy 이상 성장하고 있다. H2RA(Histamine 2 Receptor Antagonist), PPI(Proton Pump Inhibitor) 기전의 치료제들은 2024 년 상반기 기준 각각 13%, 53%의 시장 점유율을 보였다.

도표 9. 국내 항궤양제 시장 크기 추이 및 전망



자료: HK 이노엔, 유진투자증권 추정

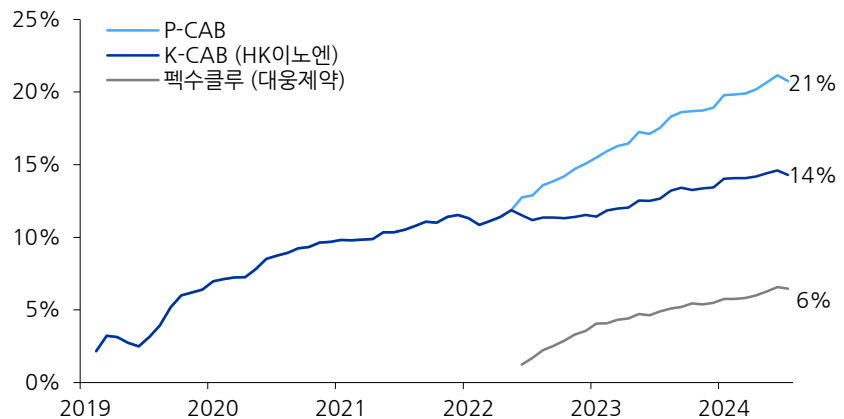
도표 10. 국내 항궤양제 기전별 시장 점유율 추이 및 전망



자료: HK 이노엔, 유진투자증권

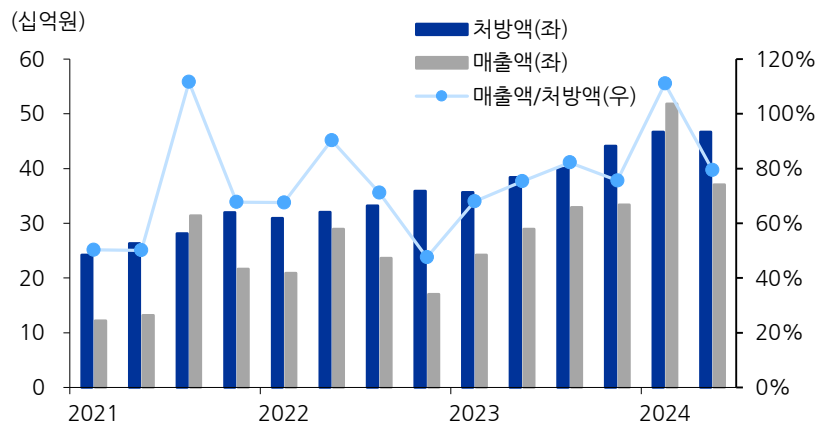
HK 이노엔의 케이캡은 2019년 출시 이후 꾸준히 점유율이 상승하여 2024년 8월 기준 시장 점유율 14%를 차지하고 있으며, 경쟁사인 대웅제약도 2022년 하반기 출시 이후 시장 점유율이 6%로 꾸준히 상승하고 있다. 여전히 PPI의 시장 점유율이 50%에 가깝다는 점에서 P-CAB 제제들이 PPI 시장을 잠식하며 처방이 확대될 여지는 매우 높다고 판단된다. 당사는 항궤양제 시장 성장률 6%, 케이캡의 2025년, 2026년 시장 점유율을 각각 16%, 18%로 가정하여 HK 이노엔의 실적 추정에 반영하였다.

도표 11. P-CAB 원외처방 시장 점유율



자료: HK 이노엔, 유진투자증권

도표 12. 케이캡 매출액 및 원외처방액 추이



자료: HK 이노엔, 유진투자증권

Phathom 주가로 보는 P-CAB 미국 시장 잠재력

일본 다케다의 P-CAB 제제인 보노프라잔(first-in-class)의 미국 판매사 Phathom Pharmaceuticals(NASDAQ:PHAT)는 비미란성 및 미란성 GERD(역류성식도염)으로 FDA 승인을 받아 2024 년 하반기부터 본격적으로 판매하고 있다. 2 분기 매출액은 732 만 달러이나 PBM 리스트 등재 후 하반기부터 처방 증가가 가속화 될 것으로 예상된다. 현재 미국의 PPI 시장은 2023 년 기준 약 30 억 달러로 추정된다(Future market insight 인용) 그러나 Phathom 은 미국 시장에서 peak sales 30 억 달러를 목표로 하고 있는데, 이는 보노프라잔이 신약이라는 점에서 가격이 기존의 PPI 제제(넥시움 기준) 대비 약 2.3배(List Price 기준) 이상 높다는 것을 감안하여 제시된 목표 매출액인 것으로 보인다.

당사는 HK 이노엔의 미국 판매사가 Braintree Laboratories 로 비상장사이며 인지도가 낮다는 점과 2 년 늦게 출시되는 후발 제품이라는 점을 감안하더라도 출시 5 년차 판매액은 약 7 천억원(보노프라잔 점유율의 약 20% 수준) 이상은 가능할 것으로 예상된다. HK 이노엔은 테고프라잔 미국 판매액의 약 10% 수준의 판매 로열티를 수취 가능한 것을 감안할 때, 향후 출시 5 년차 판매 로열티는 700 억 원을 상회할 것으로 예상된다. 향후 Phathom의 보노프라잔 처방 추이를 확인하면 미국 시장에서의 P-CAB 제제 침투율을 가늠할 수 있을 것이다.

도표 15. Phathom(NASDAQ: PHAT) 주가 및 이벤트 추이

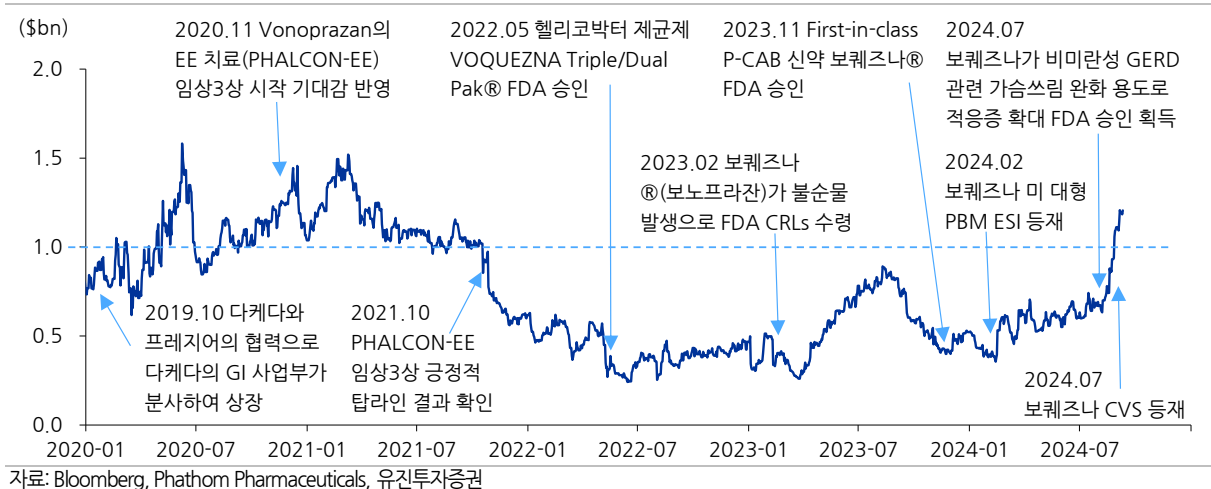
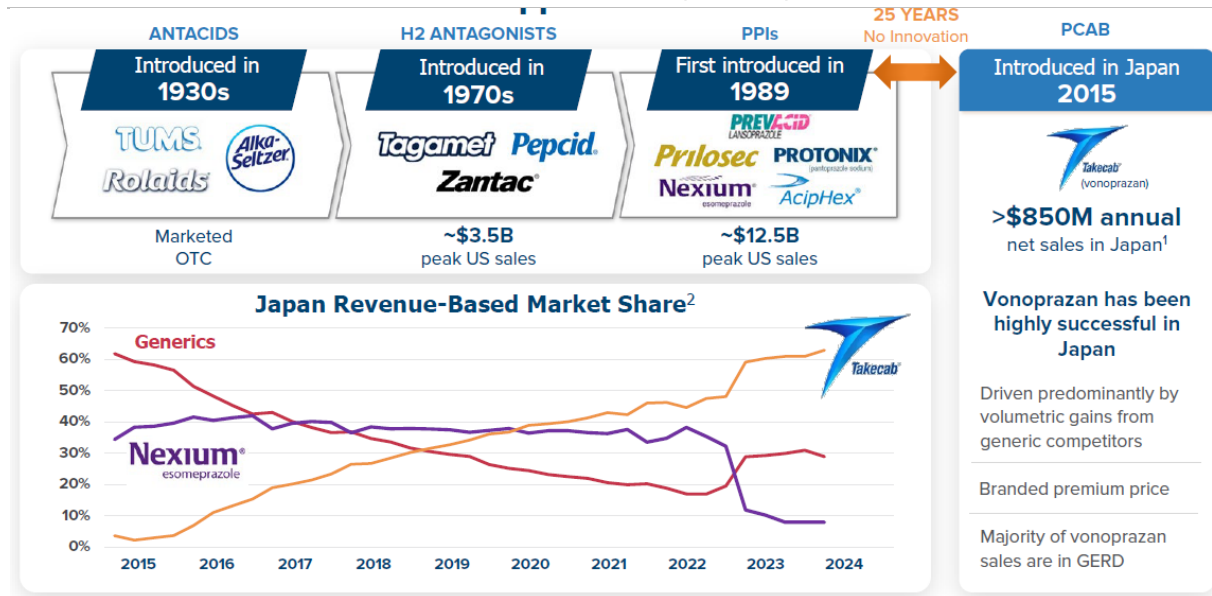
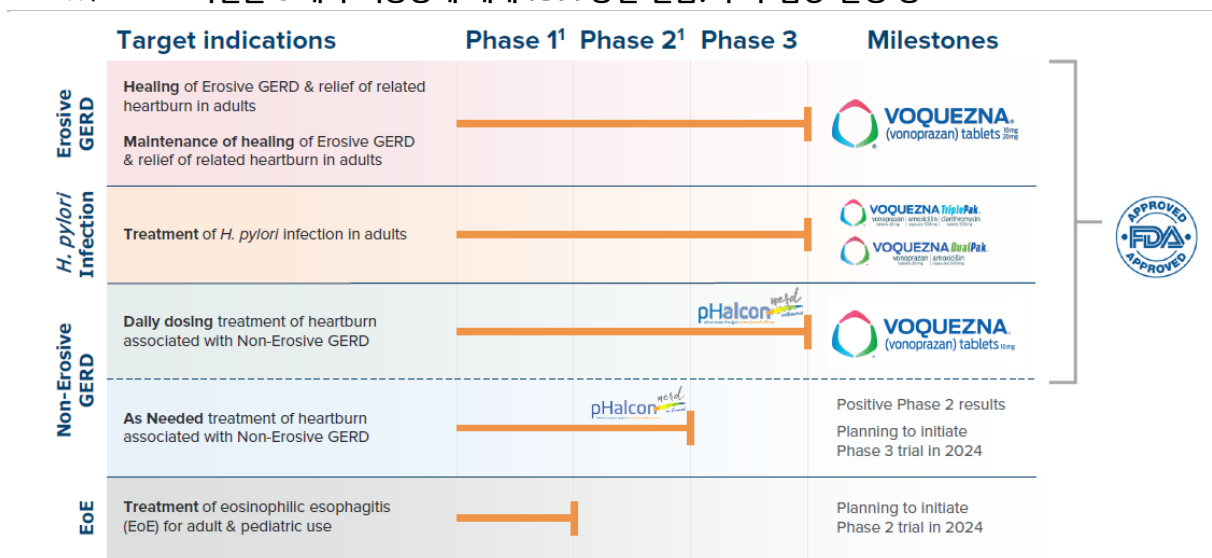


도표 16. 항궤양제 치료제 변천사 및 일본에서 P-CAB 제제(TakeCab)의 시장 점유율 추이



자료: Phathom Pharmaceuticals, 유진투자증권

도표 17. 보노프라잔은 3 개의 적응증에 대해 FDA 승인 받음. 추가 임상 진행 중

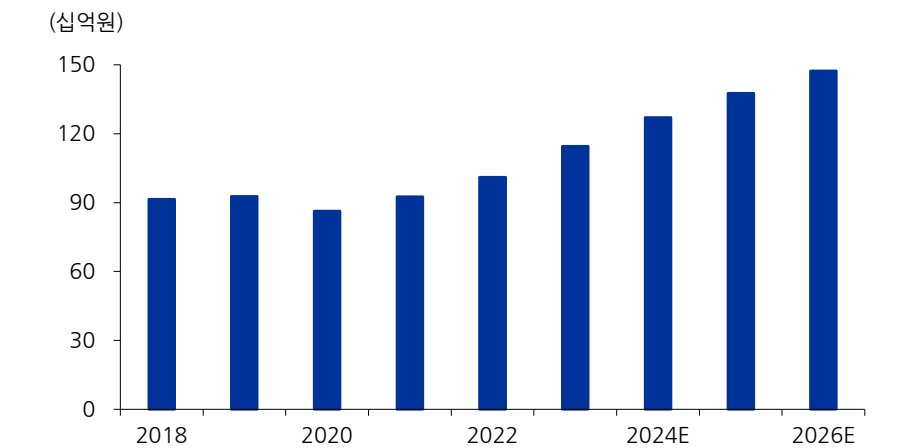


자료: Phathom Pharmaceuticals, 유진투자증권

기타 사업부문

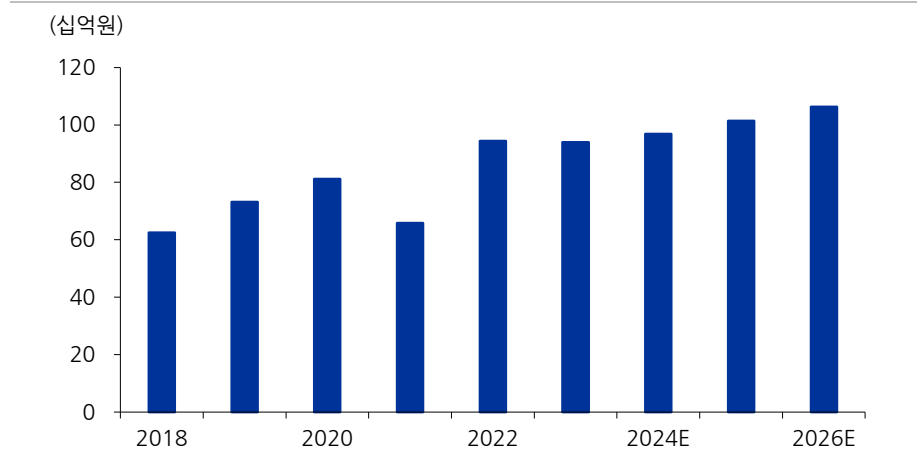
HK 이노엔은 수액사업과 HB&B(Health Beverage & Beauty)사업도 영위하고 있다. 수액 및 HB&B 사업부문은 고성장세를 보이고 있지는 않지만 안정적으로 수익을 창출하는 사업부문이다. 수액사업부는 공장 증설을 통해 수익성이 높은 영양수액 및 특수수액 부문을 확대하면서 외형 및 이익이 동반 성장하고 있다. HB&B 사업부는 2022 년 구조조정을 통해 수익성이 점차 개선되고 있다.

도표 18. 수액사업부문 매출액 추이 및 전망



자료: HK 이노엔, 유진투자증권

도표 19. HB&B 사업부 매출액 추이 및 전망



자료: HK 이노엔, 유진투자증권

HK이노엔(195940.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,803	1,848	1,928	2,021	2,131
유동자산	408	433	500	603	721
현금성자산	149	141	130	199	312
매출채권	131	149	160	176	177
재고자산	126	142	205	224	227
비유동자산	1,395	1,415	1,428	1,419	1,411
투자자산	42	62	56	57	59
유형자산	265	277	290	268	249
기타	1,088	1,076	1,082	1,093	1,104
부채총계	639	644	668	690	710
유동부채	432	595	640	661	681
매입채무	152	167	180	201	220
유동성이자부채	268	416	446	446	446
기타	12	13	14	15	15
비유동부채	207	49	28	29	29
비유동이자부채	191	37	17	17	17
기타	16	12	11	11	12
자본총계	1,164	1,204	1,260	1,331	1,421
지배지분	1,164	1,204	1,260	1,331	1,421
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	466	466	466
이익잉여금	94	107	213	284	374
기타	540	567	567	567	567
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,164	1,204	1,260	1,331	1,421
총차입금	459	453	463	463	463
순차입금	310	312	333	265	151

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	59	83	48	108	154
당기순이익	38	47	62	81	100
자산상각비	35	39	21	40	38
기타비현금성손익	24	23	13	0	0
운전자본증감	(31)	(23)	(43)	(13)	15
매출채권감소(증가)	(11)	(15)	(30)	(15)	(2)
재고자산감소(증가)	(16)	(16)	(19)	(19)	(2)
매입채무증가(감소)	(4)	3	7	21	19
기타	(0)	5	0	0	0
투자현금	67	(34)	(22)	(30)	(31)
단기투자자산감소	94	(2)	34	0	0
장기투자증권감소	0	3	0	0	0
설비투자	20	36	38	8	8
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(1)	(3)	(17)	(21)	(21)
재무현금	(102)	(52)	(3)	(10)	(10)
차입금증가	(58)	(28)	8	0	0
자본증가	(30)	(5)	(3)	(10)	(10)
배당금지급	5	5	6	10	10
현금 증감	23	(3)	23	68	114
기초현금	87	111	108	130	199
기말현금	111	108	130	199	312
Gross Cash flow	97	109	96	122	139
Gross Investment	58	55	99	44	15
Free Cash Flow	39	54	(2)	78	124

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	847	829	897	994	1,090
증가율(%)	10.2	(2.1)	8.2	10.8	9.7
매출원가	497	453	453	504	543
매출총이익	349	376	444	489	547
판매 및 일반관리비	297	310	353	380	416
기타영업손익	12	4	14	8	10
영업이익	53	66	91	110	130
증가율(%)	4.5	25.5	38.0	20.7	18.7
EBITDA	87	105	112	150	169
증가율(%)	5.9	19.8	7.0	34.1	12.3
영업외손익	(15)	(21)	(20)	(20)	(19)
이자수익	3	4	2	5	5
이자비용	15	19	14	20	20
지분법손익	(1)	(0)	0	0	0
기타영업손익	(2)	(6)	(9)	(4)	(4)
세전순이익	38	45	71	90	111
증가율(%)	35.4	19.4	56.6	27.3	23.5
법인세비용	(0)	(2)	9	9	11
당기순이익	38	47	62	81	100
증가율(%)	53.2	23.8	31.1	31.1	23.6
지배주주지분	38	47	62	81	100
증가율(%)	53.2	23.8	31.1	31.1	23.6
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	1,319	1,666	2,184	2,863	3,538
증가율(%)	53.2	26.3	31.1	31.1	23.6
수정EPS(원)	1,319	1,666	2,184	2,863	3,538
증가율(%)	53.2	26.3	31.1	31.1	23.6

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,319	1,666	2,184	2,863	3,538
BPS	40,278	42,487	44,471	46,984	50,172
DPS	320	350	350	350	350
밸류에이션(배, %)					
PER	28.1	26.7	22.0	16.8	13.6
PBR	0.9	1.0	1.1	1.0	1.0
EV/ EBITDA	15.8	15.0	15.1	10.8	9.0
배당수익율	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
PCR	11.1	11.5	14.1	11.2	9.8
수익성(%)					
영업이익율	6.2	8.0	10.1	11.1	12.0
EBITDA이익율	10.3	12.6	12.5	15.1	15.5
순이익율	4.5	5.7	6.9	8.2	9.2
ROE	3.3	4.0	5.0	6.3	7.3
ROIC	2.6	3.2	5.2	6.3	7.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	26.6	25.9	26.4	19.9	10.6
유동비율	94.5	72.7	78.1	91.1	105.8
이자보상배율	3.5	3.5	6.6	5.4	6.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	6.7	5.9	5.8	5.9	6.2
재고자산회전율	7.2	6.2	5.2	4.6	4.8
매입채무회전율	5.8	5.2	5.2	5.2	5.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.06.30 기준)

