

HK이노엔 (195940)

3Q24Pre: 가까워진 K-CAB 미국 진출

3Q24Pre: 컨센서스 부합할 전망

매출액 2,340억원(+8.6%YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 286억원(+27.5%)로 컨센서스에 부합하는 실적 전망. 케이캡은 파트너 변경(종근당→보령)과 P-CAB 기전 약물 확대에도 불구하고 UBIST 기준 처방액은 7월 171억원(+31.5%), 8월 168억원(+22.7%)로 성장 지속. 경쟁 P-CAB들이 EE(미란성 식도염)에만 허가를 받은 반면 케이캡은 EE, NERD(비미란성)까지 적응증을 가지고 있기 때문으로 판단.

가까이 다가온 미국 시장 진출

Tegoprazan(케이캡 성분명)은 3건의 미국 임상 등록되어 있으며, NERD 적응증 임상은 종료되었으며 연내 결과 확인이 가능할 것. EE 적응증 임상도 연말 종료 예정으로 1H25에 임상 결과가 공개될 것으로 예상. Tegoprazan의 허가 신청 시점은 늦어도 25년 중순이 될 것으로 보이며 26년부터 판매가 가능할 것으로 전망.

미국 내 GERD 환자는 전체 인구의 약 20% 정도이며, 전체의 1/3이 EE 환자로 추정. Voquezna는 PHALCON-EE 임상에서 LA grade가 C/D(중증)인 환자군에서 전체 환자군 대비 PPI와 더 큰 치료율 차이를 확인. 동사 파트너인 Sebel도 유사한 임상 결과를 얻기 위해 C/D 환자 중심으로 임상을 진행. 임상 결과를 바탕으로 P-CAB은 EE에서 빠른 시장 침투가 가능할 것으로 기대.

투자 의견 Buy, 목표 주가 7만원으로 상향

매수 의견과 함께 목표 주가를 기존 5.5만원에서 7만원으로 27% 상향. 케이캡의 미국 출시가 가시화됨에 따라 미국 시장 가치(3,537억원)를 반영한 영향. Tegoprazan 출시 예상 시점은 26년 P-CAB 시장 규모는 4억 달러 이상이 될 것으로 전망. GERD 전체 시장에서 P-CAB 점유 확대 지속과 Voquezna 대비 빠른 약효 발현으로 Tegoprazan 침투율이 높아지며 30년 3억 달러 이상의 매출을 기록할 것으로 전망.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **70,000원 (U)**

현재주가 (10/4) **50,500원**

상승여력 **39%**

시가총액	14,307억원
총발행주식수	28,329,891주
60일 평균 거래대금	165억원
60일 평균 거래량	374,242주
52주 고/저	50,500원 / 34,550원
외인지분율	8.66%
배당수익률	0.79%
주요주주	한국콜마 외 1인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.4	40.3	22.3
상대	4.1	53.4	28.4
절대 (달러환산)	10.1	45.2	25.0

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	234	8.6	6.7	237	-1.2
영업이익	29	27.3	17.3	28	0.4
세전계속사업이익	29	56.0	31.6	26	9.7
지배순이익	25	74.8	46.0	22	18.1
영업이익률 (%)	12.2	+1.8 %pt	+1.1 %pt	12.0	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	10.9	+4.2 %pt	+3.0 %pt	9.1	+1.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	847	829	901	961
영업이익	53	66	100	118
지배순이익	38	47	81	102
PER	30.7	22.2	17.7	14.0
PBR	1.0	0.9	1.1	1.0
EV/EBITDA	17.0	13.0	12.4	10.5
ROE	3.3	4.0	6.5	7.7

자료: 유안타증권

HK 이노엔 목표주가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

부문	기업 가치	비고
1. 영업 가치	1,846	EBITDA(12MF) 1,420억원 EV/EBITDA Multiple 13x 적용
2. Tegoprazan(미국) 가치	354	26년 출시, 로열티율 10% 가정
3. 순차입금	237	24년말 예상
4. 총 기업가치	1,963	1+2-3
5. 총 주식수	28,330	
6. 주당 가치	69,301	4/5
7. 목표주가	70,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

Tegoprazan 미국 매출 전망

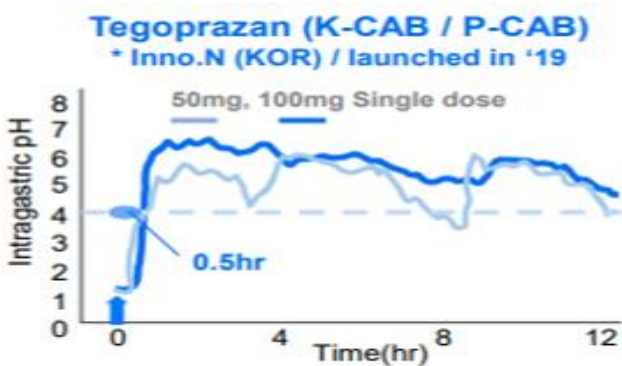
(단위: 백만명, 백만달러)

	적용 비율	24	25F	26F	27F	28F	29F	30F	31F	32F	33F	34F
미국 인구	0.5%	342	344	345	347	349	350	352	354	356	358	359
GERD 환자 수	19%	65	65	66	66	66	67	67	67	68	68	68
치료 환자 수	35%	23	23	23	23	23	23	23	24	24	24	24
EE	33%	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
NERD	67%	15	15	15	15	15	16	16	16	16	16	16
P-CAB 점유율												
EE	1%	4%	7%	13%	16%	21%	26%	30%	33%	35%	35%	35%
NERD	0%	1%	2%	4%	6%	9%	13%	15%	16%	17%	17%	17%
P-CAB 별 점유율												
Vonoprazan	100%	100%	97%	91%	85%	82%	80%	78%	76%	75%	75%	75%
Tegopranzan	0%	0%	3%	9%	15%	18%	20%	22%	24%	25%	25%	25%
P-CAB 전체 매출		37	192	437	784	998	1429	1931	2234	2428	2587	2600
Tegoprazan 매출		0	0	12	64	137	236	355	452	537	597	600

- Tegoprazan 약가는 Voquezna 약가(30T 기준 694\$)의 90%, 리베이트율 30% 적용

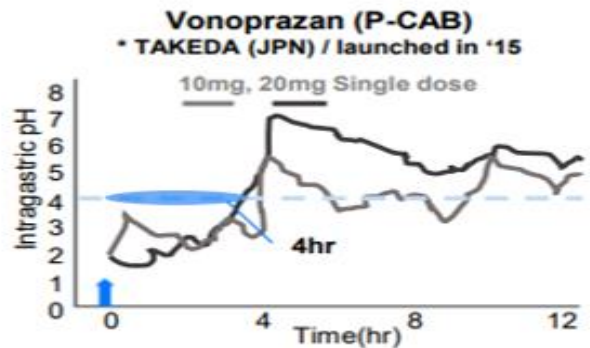
자료: 유안타증권 리서치센터

Tegoprazan(K-CAB) 위 pH 변화



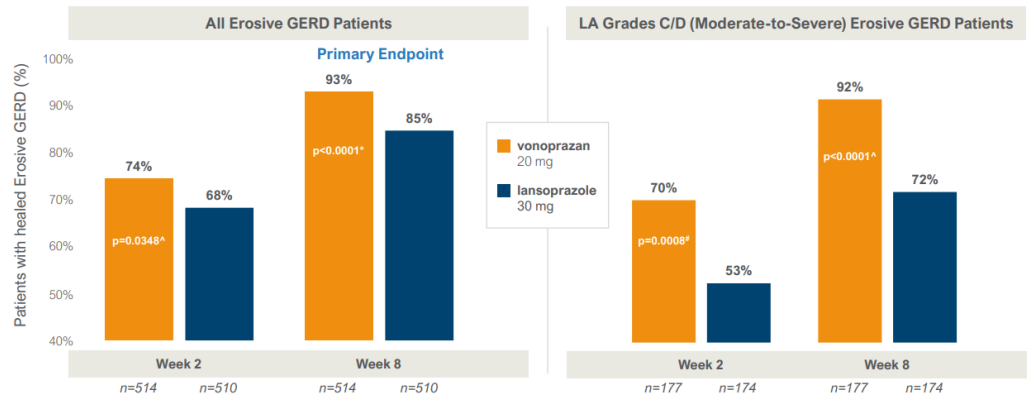
자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

Vonoprazan(Voquezna) 위 pH 변화



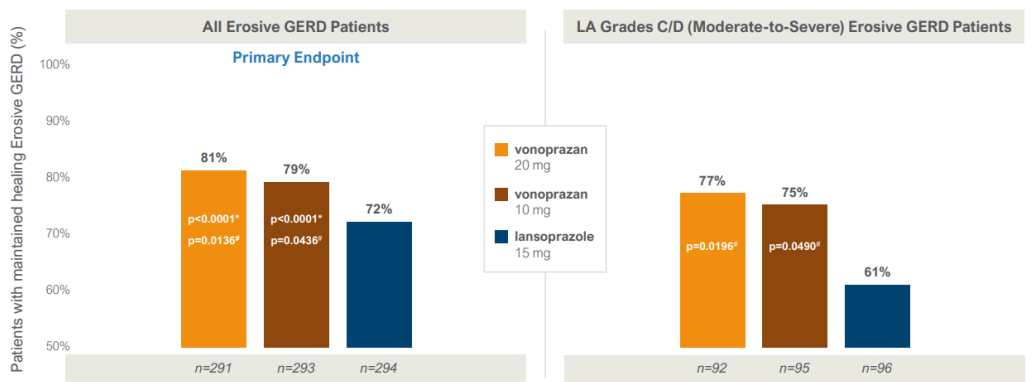
자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

PHALCON-EE 임상 결과(전체 vs LA grade C/D, 치료율)



자료: Phathom pharmaceuticals, 유안타증권 리서치센터

PHALCON-EE 임상 결과(전체 vs LA grade C/D, 치료 유지율)



자료: Phathom pharmaceuticals, 유안타증권 리서치센터

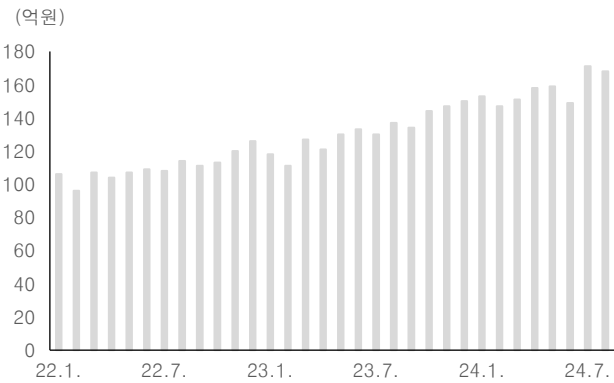
HK 이노엔 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	184.9	204.4	215.6	224.1	212.6	219.3	234.0	234.7	829.0	900.7	961.1
YoY	3.2%	(18.9%)	8.8%	3.6%	15.0%	7.3%	8.6%	4.7%	(2.1%)	8.6%	6.7%
의약품 사업	164.2	179.9	190.0	200.9	192.2	193.8	206.8	209.6	735.0	802.4	856.9
소화기계(케이캡 포함)	26.0	30.9	34.8	35.3	53.5	38.5	44.0	46.1	127.0	181.9	193.7
케이캡	24.2	28.9	32.9	33.4	51.9	37.1	42.3	44.2	119.4	175.5	187.3
순환기계	30.8	31.6	31.1	32.6	57.4	65.6	63.1	68.5	126.1	254.6	262.9
당뇨/신장	10.8	12.7	13.6	13.7	24.1	33.2	28.6	25.3	50.8	111.2	108.5
항암제/항생제	20.7	26.2	23.6	22.5	23.5	24.9	25.5	24.8	93.0	98.6	102.6
수액 제제	25.3	27.4	32.3	29.5	27.7	29.0	33.3	30.3	114.5	120.3	126.5
MSD 백신	35.3	36.8	37.1	40.6	0	0	0	0	149.8	0	0
기타	15.3	14.2	17.5	26.7	6.2	2.6	11.0	7.0	73.7	35.7	62.8
HB&B	20.7	24.5	25.6	23.1	20.4	25.5	27.3	25.1	93.9	98.3	104.3
컨디션 시리즈	15.0	15.4	14.9	16.8	13.2	16.4	16.2	18.1	62.1	64.0	68.1
기타	5.7	9.1	10.6	6.4	7.2	9.1	11.0	7.0	31.8	34.3	36.1
매출 총이익	82.8	91.0	97.4	104.8	107.4	107.4	114.7	116.9	376.0	446.4	474.4
판매 관리비	77.1	75.7	75.0	82.3	90.1	84.2	86.1	86.8	310.0	347.2	356.9
영업 이익	5.6	15.3	22.4	22.5	17.3	24.3	28.6	30.0	65.9	100.2	117.5
YoY	33.3%	(13.1%)	0.9%	169.0%	206.0%	58.8%	27.5%	33.3%	25.5%	52.2%	17.3%
OPM	3.0%	7.5%	10.4%	10.1%	8.1%	11.1%	12.2%	12.8%	8.0%	11.1%	12.2%

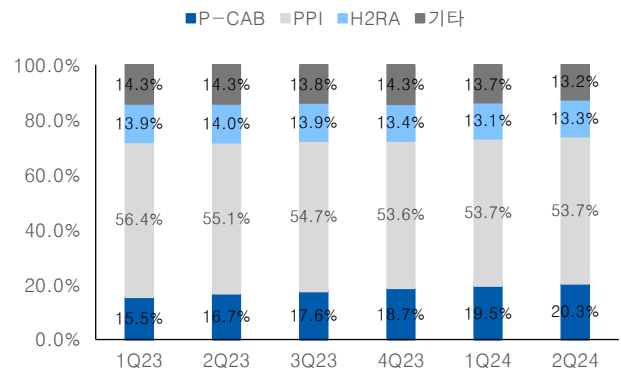
자료: 유안타증권 리서치센터

케이캡 최근 3년 월간 처방액 추이



자료: UBIST, 유안타증권 리서치센터

소화성 궤양용제 점유율 추이(국내)



자료: UBIST, 유안타증권 리서치센터

HK 이노엔 (195940) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	847	829	901	961	1,007
매출원가	497	453	453	487	512
매출충이익	349	376	447	474	495
판매비	297	310	347	357	361
영업이익	53	66	100	118	133
EBITDA	87	105	134	147	160
영업외손익	-15	-21	-7	0	0
외환관련손익	1	0	0	0	0
이자손익	-12	-15	0	0	0
관계기업관련손익	0	1	0	0	0
기타	-3	-7	-7	0	0
법인세비용차감전순이익	38	45	94	118	133
법인세비용	0	-2	13	15	17
계속사업순이익	38	47	81	102	116
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	47	81	102	116
지배지분순이익	38	47	81	102	116
포괄순이익	43	44	76	98	112
지배지분포괄이익	43	44	76	98	112

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	59	83	173	192	209
당기순이익	38	47	81	102	116
감가상각비	26	28	34	30	27
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-31	-23	30	18	25
기타현금흐름	24	30	29	41	42
투자활동 현금흐름	67	-34	-45	-3	-2
투자자산	-7	0	0	-1	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-20	-36	-34	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	94	2	-10	-2	-2
재무활동 현금흐름	-102	-52	-6	-10	-10
단기차입금	58	76	31	0	0
사채 및 장기차입금	-112	-82	-20	0	0
자본	0	0	-50	0	0
현금배당	-5	-5	-6	-10	-10
기타현금흐름	-42	-41	39	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	-34	-66	-72
현금의 증감	23	-3	88	112	126
기초 현금	87	111	108	196	308
기말 현금	111	108	196	308	434
NOPLAT	53	69	100	118	133
FCF	38	47	139	192	209

자료: 유안타증권

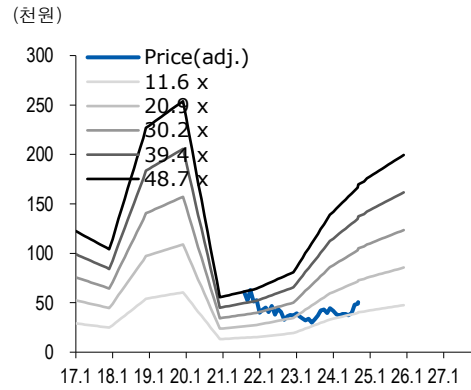
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	408	433	536	671	813
현금및현금성자산	111	108	196	308	434
매출채권 및 기타채권	131	149	156	166	173
재고자산	126	142	148	158	165
비유동자산	1,395	1,415	1,404	1,374	1,348
유형자산	265	277	269	239	212
관계기업 등 지분관련 자산	7	4	4	4	4
기타투자자산	11	21	21	21	22
자산총계	1,803	1,848	1,940	2,046	2,161
유동부채	432	595	634	647	655
매입채무 및 기타채무	152	167	175	186	194
단기차입금	163	239	270	270	270
유동성장기부채	103	175	174	174	174
비유동부채	207	49	30	31	32
장기차입금	40	20	0	0	0
사채	150	0	0	0	0
부채총계	639	644	664	677	687
지배지분	1,164	1,204	1,276	1,368	1,474
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	466	466	466
이익잉여금	94	107	232	324	430
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,164	1,204	1,276	1,368	1,474
순차입금	310	312	233	119	-9
총차입금	459	453	464	464	464

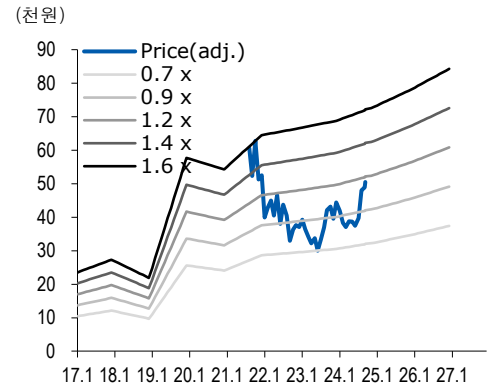
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,319	1,661	2,852	3,608	4,098
BPS	41,095	42,487	45,035	48,293	52,041
EBITDAPS	3,023	3,685	4,722	5,202	5,636
SPS	29,287	29,178	31,792	33,926	35,538
DPS	320	350	350	350	350
PER	30.7	22.2	17.7	14.0	12.3
PBR	1.0	0.9	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	17.0	13.0	12.4	10.5	8.9
PSR	1.4	1.3	1.6	1.5	1.4

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	10.2	-2.1	8.7	6.7	4.8
영업이익 증가율 (%)	4.5	25.5	52.0	17.3	13.3
지배순이익 증가율 (%)	53.2	23.8	71.2	26.5	13.6
매출총이익률 (%)	41.3	45.4	49.7	49.4	49.1
영업이익률 (%)	6.2	8.0	11.1	12.2	13.2
지배순이익률 (%)	4.5	5.7	9.0	10.6	11.5
EBITDA 마진 (%)	10.3	12.6	14.9	15.3	15.9
ROIC	3.7	4.7	5.9	7.1	8.1
ROA	2.1	2.6	4.3	5.1	5.5
ROE	3.3	4.0	6.5	7.7	8.2
부채비율 (%)	54.9	53.5	52.0	49.5	46.6
순차입금/자기자본 (%)	26.6	25.9	18.3	8.7	-0.6
영업이익/금융비용 (배)	3.5	3.5	0.0	0.0	0.0

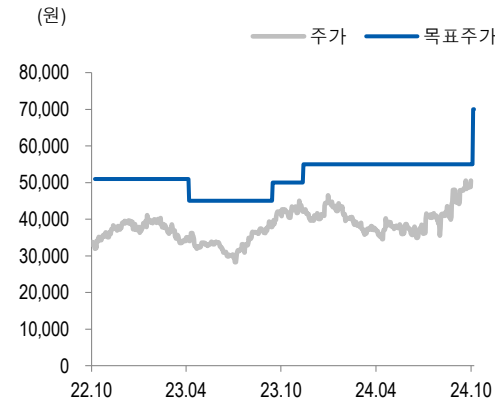
P/E band chart



P/B band chart



HK 이노엔 (195940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-10-07	BUY	70,000	1년		
2023-11-16	BUY	55,000	1년	-26.87	-8.18
2023-09-18	BUY	50,000	1년	-16.01	-10.00
2023-04-10	BUY	45,000	1년	-25.31	-12.56
2022-10-11	BUY	51,000	1년	-27.06	-19.41

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.1
Hold(중립)	12.9
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-10-07

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.