

HK이노엔 195940

3Q24Pre: 케이캡 이상 무

3Q24 Preview: 케이캡 이상 무

HK이노엔의 별도기준 3Q24 매출액 및 영업이익은 각각 약 2,362억원(+9.5 YoY), 약 226억원(+0.6% YoY, OPM 9.6%)으로 컨센서스 매출액 2,358억원, 영업이익 271억원 대비 하회할 것으로 전망한다. 이는 케이캡 공장 설비 교체로 인하여 파트너사향 출하량이 일시적으로 감소하여 국내 케이캡 매출이 약 376억원(+20.1% YoY)으로 예상보다 저조할 것으로 전망됨에 따른다. 단, 유비스트 기준 케이캡의 월별 처방 실적은 약 504억원(+25.7% YoY)으로 견조하며 줄어든 출하량은 4분기에 회복할 것으로 전망된다. 컨디션 부문은 비교적 단가가 낮은 non-드링크 판매 증가로 시장의 크기가 약 10% 축소될 것으로 예상된다. 이에 매출은 약 135억원(-9.9% YoY) 감소될 수 있으나 내년 1월 1일부터 인체 적용시험 규제가 시행될 경우 시장 경쟁이 점차 해소되어 매출이 회복될 것으로 전망한다. 연간 매출액 및 영업이익은 각각 약 9,309억원(+12.3% YoY) 및 918억원(+39.3% YoY)로 견조한 성장을 이어갈 것으로 전망한다.

지금은 미국 진출을 바라볼 시기

비미란성식도염 임상 3상은 올해 하반기, 미란성식도염 임상 3상은 2025년 상반기 임상 종료될 것으로 기대된다. 내년 상반기 장기 안전성 임상 결과까지 확보한 후 FDA 허가 신청을 제출할 것으로 예상된다. 미국 파트너사는 비상장사로 임상 결과를 공개 발표하지 않을 가능성이 있다. 이 경우 비미란성식도염 적응증에 대한 단독 허가 신청 여부를 통해 임상 결과 우수성을 확인할 수 있다.

투자의견 매수, 목표주가 65,000원으로 상향

HK이노엔에 대하여 투자의견 매수를 유지하며 목표주가 기존 55,000원에서 65,000원으로 상향한다. 비미란성식도염 글로벌 임상 3상이 종료되어 내년 허가 신청을 앞두고 있으며 경쟁사 Phathom Pharma가 미국 내 P-CAB 시장을 확대해나가고 있는 점을 긍정적으로 평가하여 내년 케이캡 미국 진출에 따른 가치 약 3,061억원을 산정하였다. 비미란성식도염 임상 3상 결과를 바탕으로 유럽 파트너십계약 체결이 있을 수 있으며 이 경우 유럽 가치 또한 추가될 예정이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	768	847	829	931	995
영업이익	50	53	66	92	116
영업이익률(%)	6.5	6.2	8.0	9.9	11.7
세전이익	28	38	45	76	101
지배주주지분순이익	25	38	47	60	79
EPS(원)	861	1,319	1,666	2,119	2,795
증감률(%)	-85.6	53.2	26.3	27.2	31.9
ROE(%)	2.6	3.3	4.0	4.9	6.1
PER(배)	61.0	28.1	26.7	22.7	17.2
PBR(배)	1.3	0.9	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	21.9	15.8	15.0	12.8	10.4

자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오
02-709-2656
kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

2024.10.14

매수(유지)

목표주가(상향)	65,000원
현재주가(10/11)	48,100원
상승여력	35.1%

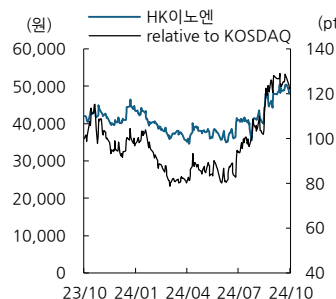
Stock Data

KOSDAQ	771.0pt
시가총액(보통주)	1,363십억원
발행주식수	28,330천주
액면가	500원
자본금	14십억원
60일 평균거래량	363천주
60일 평균거래대금	16,375백만원
외국인 지분율	8.5%
52주 최고가	52,000원
52주 최저가	34,350원
주요주주	
한국콜마(외 2인)	43.0%
국민연금공단(외 1인)	7.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	8.8	0.1
3M	17.9	27.4
6M	35.7	45.8

주가차트



Valuation

HK이노엔에 대하여 투자 의견 매수를 유지하며 목표주가 기존 55,000원에서 65,000원으로 상향한다. HK이노엔의 1) 영업가치 산정 기준시점을 변경('24년→'25년)하였으며 2) 케이캡 미국 가치를 본격적으로 반영하였다.

HK이노엔의 영업가치를 1조 7,807억원으로 소폭 상향하였다. 이는 영업가치 산정 기준시점을 기존 '24년에서 '25년으로 변경하여 target multiple을 약 11.6배를 적용한 결과값이다. 당사는 국내 피어를 대응제약, 한미약품, 녹십자 등 자체 제품으로 미국 진출을 노리는 전통제약사로 선정하였다.

케이캡의 내년 미국 진출에 따른 가치를 약 3,061억원으로 산정하였다. 케이캡은 현재 비미란성식도염 글로벌 임상 3상이 종료되어 내년 허가 신청을 앞두고 있으며 경쟁사 Phathom Pharma가 미국 내 P-CAB 시장을 확대해나가고 있는 점을 긍정적으로 평가하였다. Phathom Pharma의 Voquenza 시장 침투 추이 및 케이캡 약가, 임상 데이터 등이 공개될 경우 가치는 조정될 수 있다. 비미란성식도염 임상 3상 결과가 우수하다면 이를 바탕으로 유럽 파트너십계약 체결이 있을 수 있으며 이 경우 유럽 가치 또한 추가될 예정이다.

표1 HK이노엔 Valuation table

단위: 십억원, 배, 천주, 원

항목	비고
① 영업가치	1,780.7
'25F EBITDA	153.4
Target EV/EBITDA	11.6 국내 주요 제약사 12mF 평균 EV/EBITDA
② 미국 케이캡 가치	306.1 2026년 초 미국 출시 전망
③ 순차입금	226
④ 기업가치 (=①+②-③)	1,861
⑤ 주식수	28,330
적정 주가 (=④/⑤)	65,683 =65,000원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

미국 신약 가치평가 약 3,061억원

HK이노엔의 케이캡은 2025년 상반기 허가신청을 통해 2026년 상반기부터 본격 출시될 수 있을 것으로 전망한다. 케이캡은 Voquenza가 이미 확보한 시장을 바탕으로 peak sales 기준 P-CAB 전체 시장의 약 25%까지 M/S를 달성할 수 있을 것으로 전망된다. P는 Voquenza 후속 약물인 점을 감안하여 Voquenza 약가에 약 90% 수준으로 산정하였다. 단, Voquenza가 2033년 제네릭 출시가 예상되므로 이후 영구 성장률은 -10%로 산정하였다.

비미란성식도염 임상 3상 결과가 우수하다면 이를 바탕으로 유럽 파트너십계약 체결이 있을 수 있으며 이 경우 케이캡 유럽 가치 또한 HK이노엔의 기업 가치에 추가될 예정이다. 단, 비미란성식도염 임상 3상 결과는 파트너사가 비상장사인 관계로 올해 내 공개 발표가 이뤄지지 않을 수 있다. 이는 비미란성식도염에 대하여 파트너사가 별도로 FDA 허가 신청을 하는지 여부를 확인한다면 결과를 예측할 수 있을 것으로 예상된다. 임상 결과가 우수하다면 파트너사는 빠른 출시를 위해 미란성식도염 결과를 확인하기 이전 FDA에 비미란성식도염 단독 적응증으로 허가를 우선 신청할 가능성이 높다.

표2 케이캡 미국 가치

		2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Sales (\$mn)		0.0	0.0	0.9	7.4	30.5	68.3	132.7	226.8	289.2
M/S		0.0%	0.0%	0.3%	1.5%	4.7%	8.8%	15.0%	22.1%	25.0%
약가(voquenza 의)	90%									
Royalty	10%									
WACC	5.2%									
영구성장률	-10%									
NPV of FCF	306.1									

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

2025년 투자 포인트 점검

투자 포인트 1. FDA 허가 신청

HK이노엔의 기업가치에 가장 큰 영향을 미칠 수 있는 케이캡 비미란성식도염 임상 3상이 종료되었다. 그러나 비미란성식도염 임상 3상 결과는 파트너사가 비상장사인 관계로 올해 내 공개 발표가 이뤄지지 않을 수 있다. 이는 비미란성식도염에 대하여 파트너사가 별도로 FDA 허가 신청을 하는지 여부를 확인한다면 결과를 예측할 수 있을 것으로 예상된다. 임상 결과가 우수하다면 파트너사는 빠른 출시를 위해 미란성식도염 결과를 확인하기 이전 FDA에 비미란성식도염 단독 적응증으로 허가를 우선 신청할 가능성이 높다.

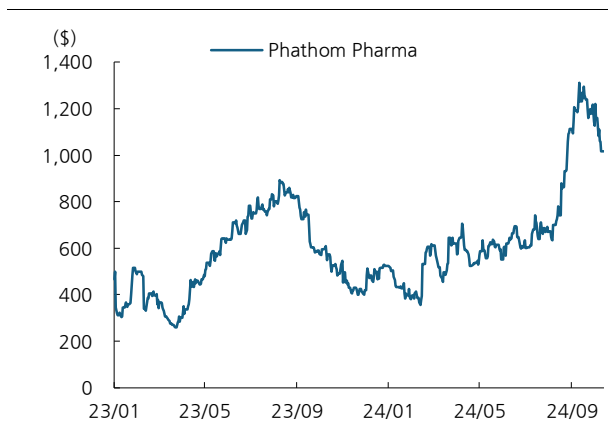
투자 포인트 2. 유럽 판권 계약

케이캡은 미국과 중국은 파트너사와 계약을 맺어 현재 중국은 출시된 상태이며 미국은 임상 3상을 진행 중에 있다. 그러나 아직 케이캡의 유럽 파트너십은 체결되지 않은 상태이다. 미국의 임상 결과값을 확인한 뒤 유럽의 파트너십이 진행될 확률이 높으며 이르면 올해 늦어도 내년에는 결과를 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

투자 포인트 3. Phathom Pharma 판매 추이

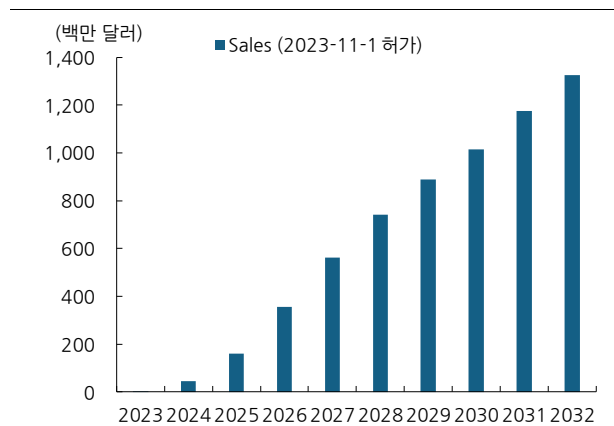
Voquenza의 미국 판매사 Phathom Pharmaceuticals는 Voquenza의 강력한 판매 추이에 힘입어 올해 YTD +64.56% 주가 수익률을 기록하고 있다. 판매 추이 상승의 원인은 PBM fomulary에 Express scripts 및 Caremark 등재되었으며 비미란성식도염까지 적응증 확장에 성공한 바에 있다. Voquenza peak sales를 약 \$3bn으로 추정하고 있으나 특히 만료 시점이 관건으로 빠른 매출 확장 추이를 주목하여야 한다.

그림1 Phathom Pharma 시가총액 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 Voquenza 매출 추이 및 전망



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

표1 3Q24 HK이노엔 실적 추정(별도 기준)

(십억원)	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	2Q23	YoY	1Q24	QoQ
매출액	236.2	230.0	2.7%	235.8	0.1%	215.6	9.5%	219.3	7.7%
영업이익	22.6	24.0	-6.0%	27.1	-16.8%	22.4	0.6%	24.3	-7.3%
당기순이익	14.6	15.8	-7.3%	20.1	-27.2%	14.5	0.7%	16.1	-8.9%
OPM	9.6%	10.4%	-	11.5%	-	10.4%	-	11.1%	-
NPM	6.2%	6.9%	-	8.5%	-	6.7%	-	7.3%	-

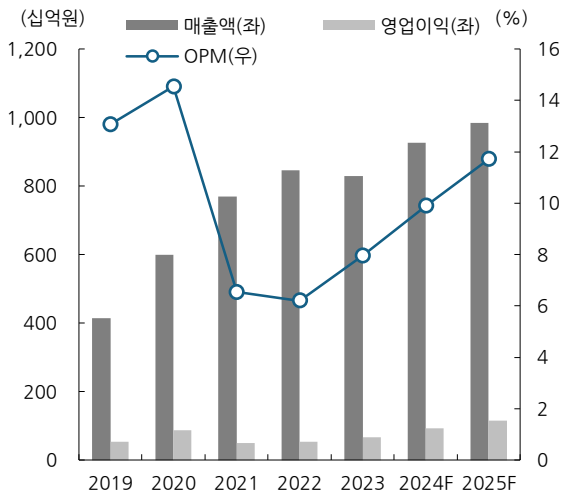
자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 HK이노엔 실적 추이 및 전망 (별도 기준)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
매출액	184.9	204.4	215.6	224.1	212.6	219.3	236.2	262.8	846.5	828.9	930.9
YoY	2.6%	-18.9%	8.8%	3.6%	15.0%	7.3%	9.5%	17.3%	10%	-2%	12%
ETC	164.2	179.9	190.0	200.9	192.2	193.8	214.2	239.6	752.1	734.9	839.7
케이캡	24.4	31.3	34.5	34.7	53.2	38.1	47.6	57.6	90.7	125.0	196.5
카나브패밀리	0.0	0.0	0.0	0.0	37.3	37.3	38.0	38.6	0.0	0.0	151.1
수액제제	25.3	27.4	32.3	31.9	30.4	32.9	33.3	32.3	83.7	116.9	128.8
백신	35.3	36.8	37.1	29.7	-8.7	-8.7	-3.5	-3.5	200.6	138.9	-24.4
기타	79.3	86.7	87.7	105.9	81.4	95.3	98.8	114.6	377.3	369.7	388.2
HB&B	20.7	24.5	25.6	23.1	20.4	25.5	22.0	23.2	94.4	94.0	91.2
컨디션 시리즈	14.9	15.4	14.9	16.8	13.2	16.4	13.5	16.9	60.7	62.0	59.9
기타	5.8	9.1	10.7	6.4	7.3	9.1	8.5	6.4	33.7	31.9	31.2
매출총이익	82.8	91.0	97.4	104.8	107.4	108.5	101.3	114.0	349.4	376.0	431.2
GMP	44.8%	44.5%	45.2%	46.8%	50.5%	49.5%	42.9%	43.4%	41.3%	45.4%	46.3%
YoY	13.9%	-7.6%	4.3%	23.4%	29.7%	19.3%	4.0%	8.8%	9.9%	7.6%	14.7%
영업이익	5.6	15.3	22.4	22.5	17.3	24.3	22.6	27.6	52.5	65.9	91.8
OPM	3.1%	7.5%	10.4%	10.1%	8.1%	11.1%	9.6%	10.5%	6.2%	8.0%	9.9%
YoY	33.3%	-13.2%	0.7%	169.0%	206.0%	58.9%	0.6%	22.7%	4.4%	25.5%	39.3%
당기순이익	2.9	14.5	14.5	14.5	10.6	16.1	14.6	18.6	38.3	46.5	59.9
YoY	-61.4%	6.4%	-2.7%	555.6%	262.7%	10.8%	0.7%	28.6%	53.4%	21.2%	29.0%
NPM	1.6%	7.1%	6.7%	6.5%	5.0%	7.3%	6.2%	7.1%	4.5%	5.6%	6.4%

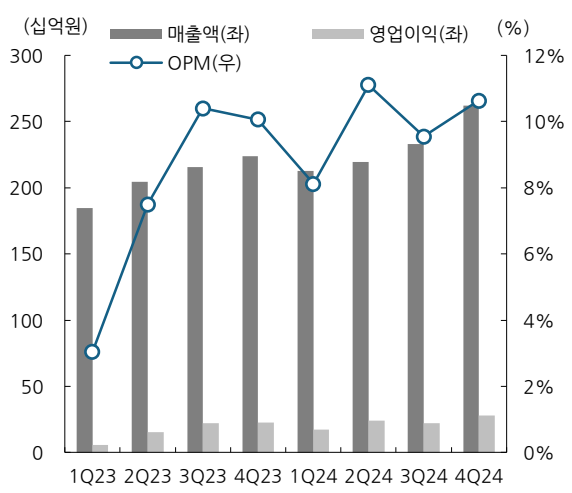
자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 HK이노엔 연간 실적 추이 및 전망



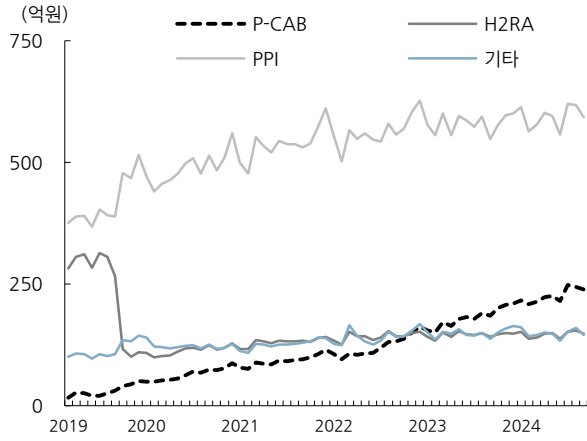
자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 HK이노엔 분기 실적 추이 및 전망



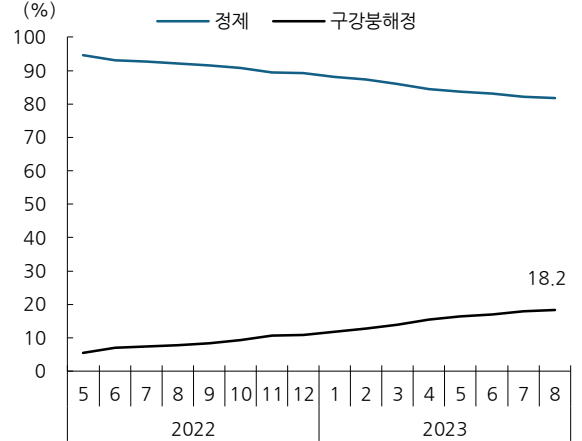
자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 P-CAB 제제 M/S



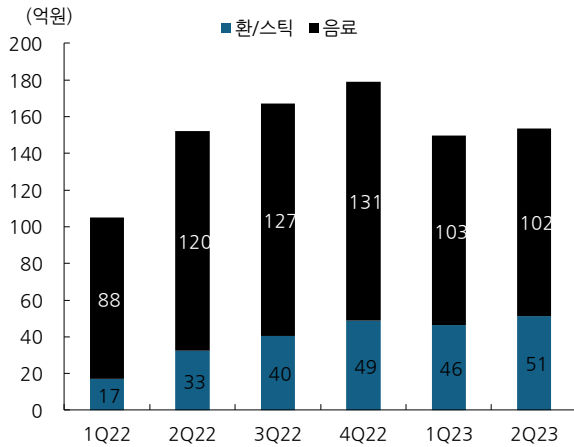
자료: UBIST, HK이노엔, DS투자증권 리서치센터

그림6 케이캡 정제/구강붕해정 처방 비율



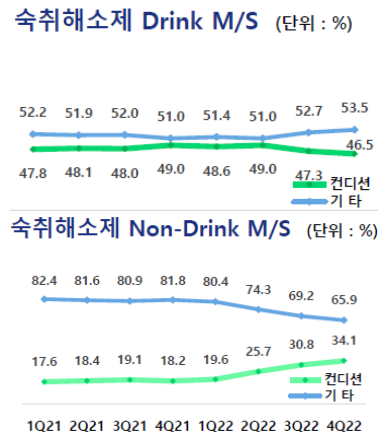
자료: UBIST, HK이노엔, DS투자증권 리서치센터

그림7 컨디션 분기별 매출



자료: Neilsen IQ Korea, HK이노엔, DS투자증권 리서치센터

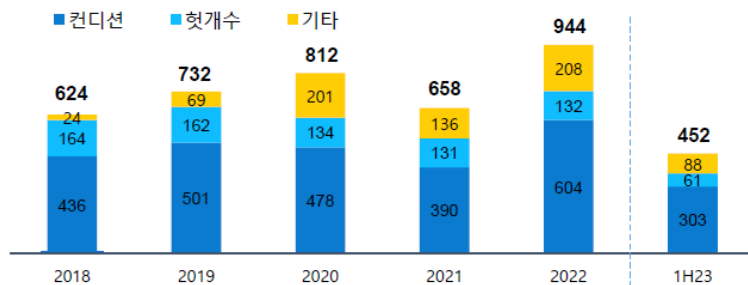
그림8 숙취해소제 drink/non-drink 시장 점유율



자료: Neilsen IQ Korea, HK이노엔, DS투자증권 리서치센터

그림9 HB&B 사업별 매출 추이

단위: 억 원



자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터

[HK 이노엔 195940]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	455	408	433	497	577	매출액	768	847	829	931	995
현금 및 현금성자산	87	111	108	86	162	매출원가	452	497	453	500	513
매출채권 및 기타채권	121	131	149	181	183	매출총이익	316	349	376	431	482
재고자산	108	126	142	190	191	판매비 및 관리비	266	297	310	339	366
기타	139	41	35	40	41	영업이익	50	53	66	92	116
비유동자산	1,383	1,395	1,415	1,414	1,407	(EBITDA)	83	87	105	130	153
관계기업투자등	13	16	20	20	21	금융손익	-19	-11	-14	-9	-12
유형자산	255	265	277	282	277	이자비용	19	15	19	13	17
무형자산	1,095	1,088	1,076	1,071	1,067	관계기업등 투자손익	0	-1	0	0	0
자산총계	1,838	1,803	1,848	1,911	1,984	기타영업외손익	-4	-3	-6	-7	-4
유동부채	414	432	595	607	609	세전계속사업이익	28	38	45	76	101
매입채무 및 기타채무	138	152	167	208	210	계속사업법인세비용	3	0	-2	16	22
단기금융부채	261	268	416	387	387	계속사업이익	25	38	47	60	79
기타유동부채	15	12	13	12	12	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	272	207	49	49	50	당기순이익	25	38	47	60	79
장기금융부채	252	191	37	37	37	지배주주	25	38	47	60	79
기타비유동부채	20	16	12	12	13	총포괄이익	25	155	47	60	79
부채총계	686	639	644	656	658	매출총이익률 (%)	41.2	41.3	45.4	46.3	48.5
지배주주지분	1,151	1,164	1,204	1,255	1,326	영업이익률 (%)	6.5	6.2	8.0	9.9	11.7
자본금	14	14	14	14	14	EBITDA마진률 (%)	10.7	10.3	12.6	13.9	15.4
자본잉여금	516	516	516	466	466	당기순이익률 (%)	3.2	4.5	5.7	6.4	8.0
이익잉여금	174	94	107	211	281	ROA (%)	1.4	2.1	2.6	3.2	4.1
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	2.6	3.3	4.0	4.9	6.1
자본총계	1,151	1,164	1,204	1,255	1,326	ROIC (%)	3.2	2.6	3.2	4.8	5.9

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	27	59	83	109	116	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	25	38	47	60	79	P/E	61.0	28.1	26.7	22.7	17.2
비현금수익비용가감	63	58	62	72	38	P/B	1.3	0.9	1.0	1.1	1.0
유형자산감가상각비	21	26	28	30	29	P/S	2.0	1.3	1.5	1.5	1.4
무형자산상각비	11	8	10	8	8	EV/EBITDA	21.9	15.8	15.0	12.8	10.4
기타현금수익비용	31	24	22	33	0	P/CF	17.3	11.1	11.5	10.3	11.7
영업활동 자산부채변동	-35	-31	-23	-23	-1	배당수익률 (%)	0.6	0.9	0.7	0.7	0.7
매출채권 감소(증가)	-23	-11	-15	-37	-2	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-31	-16	-16	-24	-2	매출액	49.1	10.2	-2.1	12.3	6.9
매입채무 증가(감소)	37	-4	3	38	2	영업이익	-59.4	4.5	25.5	39.3	26.4
기타자산 부채변동	-18	0	5	0	0	세전이익	-69.1	35.4	19.4	69.0	32.0
투자활동 현금	-167	67	-34	-41	-31	당기순이익	-62.9	53.2	23.8	27.2	31.9
유형자산처분(취득)	-24	-20	-36	-35	-24	EPS	-85.6	53.2	26.3	27.2	31.9
무형자산 감소(증가)	-7	-1	-3	-4	-4	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-136	94	0	-3	-2	부채비율	59.6	54.9	53.5	52.2	49.7
기타투자활동	0	-6	4	1	-2	유동비율	109.9	94.5	72.7	81.9	94.7
재무활동 현금	176	-102	-52	-89	-9	순차입금/자기자본(x)	25.2	26.6	25.9	24.1	17.1
차입금의 증가(감소)	-188	-58	-28	-30	0	영업이익/금융비용(x)	2.6	3.5	3.5	7.1	6.6
자본의 증가(감소)	391	-30	-5	-59	-9	총차입금 (십억원)	513	459	453	423	423
배당금의 지급	0	5	5	9	9	순차입금 (십억원)	290	310	312	303	226
기타재무활동	-27	-15	-19	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	36	23	-3	-22	75	EPS	861	1,319	1,666	2,119	2,795
기초현금	51	87	111	108	86	BPS	39,832	40,278	42,487	44,311	46,793
기말현금	87	111	108	86	162	SPS	26,580	29,287	29,259	32,859	35,112
NOPLAT	45	38	48	72	91	CFPS	3,035	3,343	3,850	4,660	4,120
FCF	-115	133	52	67	84	DPS	320	320	320	320	320

자료: HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

HK이노엔 (195940) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-09-25	담당자변경				
2023-09-25	매수	55,000	-26.7	-8.2	
2023-10-18	매수	55,000	-26.2	-8.2	
2023-10-31	매수	55,000	-26.3	-8.2	
2024-01-11	매수	55,000	-27.1	-8.2	
2024-07-23	매수	55,000	-19.7	-8.2	
2024-10-14	매수	65,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업	
매수	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	중립	
매도	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.09.30

매수	중립	매도
98.0%	2.0%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.