



실적 Preview

Buy(Maintain)

목표주가: 63,000원
주가(10/18): 48,450원
시가총액: 13,726억 원



의료기기 Analyst 신민수
alstn0527@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Comparison. Rows include KOSDAQ, 52주 주가동향, 최고/최저가 대비, 등락률, 수익률 (절대, 상대, 1M, 6M, 1Y).

Company Data

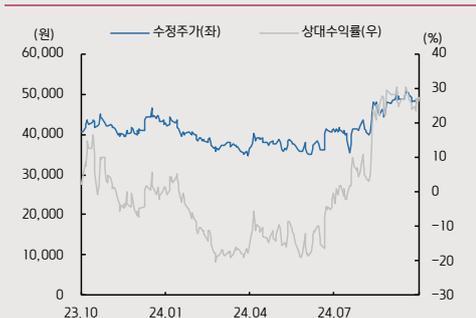
Table with 2 columns: Metric and Value. Rows include 발행주식수, 일평균 거래량(3M), 외국인 지분율, 배당수익률(2024E), BPS(2024E), 주요 주주.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2022, 2023, 2024E, 2025E. Rows include 매출액, 영업이익, EBITDA, 세전이익, 순이익, 지배주주지분순이익, EPS(원), 증감률(% YoY), PER(배), PBR(배), EV/EBITDA(배), 영업이익률(%), ROE(%), 순차입금비율(%).

자료: 키움증권

Price Trend



HK이노엔 (195940)

케이캡이여, 미국행 급행열차를 타라



3Q24 매출액 2,260억, 영업이익 226억으로 시장 컨센서스 대비 각각 -2.8%, -9.6% 하회할 것으로 추정합니다. '케이캡' 공장 가동 중단에 따른 물량 출하 지연, '컨디션' non-drink 제형 비중 증가로 인한 외형 감소세, 재고자산평가손실 일시적 반영 등이 주요 원인입니다. 다만, '25년에 미란성 식도염 미국 3상 종료, '케이캡' 장기 복용 안전성 데이터 확보, FDA 허가 신청, 유럽 L/O 등 다수의 모멘텀이 기다리고 있습니다. 미국 '케이캡' 비영업 가치 5,517억 원을 이번 목표주가 산출 과정에 합산하여 목표주가를 +21% 상향한 63,000원으로 제시합니다.

>>> 3Q24 실적 컨센서스 눈높이 하향 조정

3Q24 실적은 매출액 2,260억 원(YoY +4.8%, QoQ +3.0%), 영업이익 226억 원(YoY +0.9%, QoQ -7.1%, OPM 10.0%)으로, 매출액과 영업이익의 컨센서스를 각각 -2.8%, -9.6% 하회할 것으로 추정한다.

수액제: 3Q24 매출액 344억 원(YoY +6.4%)으로 추정한다. 의료 파업 영향이 있음에도 1분기와 2분기에 보여준 것처럼 매출 타격을 최소화할 것이다.

'케이캡': 3Q24 매출액 367억 원(YoY +11.5%)으로 추정한다. 처방실적은 3Q24 504억 원(YoY +26.0%)을 기록하며 좋은 모습을 보였으나, 8월 정제 공장 가동 중단에 따른 실제 물량 출하 지연이 발생하며 좋은 흐름이 동사 매출액으로 직결되지는 못했다. 이러한 효과는 4Q24로 매출액이 더해지며 연간 매출액 규모가 줄어드는 것은 아닐 것으로 판단한다.

'컨디션': 3Q24 매출액 140억 원(YoY -6.0%)으로 추정한다. 병(drink) 제형보다 스틱 및 환(non-drink) 제형 판매 비중이 상승하며 외형이 줄어드는 모습을 보일 것이다. drink 제형이 판가가 높아 외형 성장과 마진 개선에 도움이 되지만, 간단하게 챙겨 먹을 수 있는 non-drink의 강세가 이어지고 있다.

매출총이익률: 3Q24 GPM 48.7%(YoY +3.5%P)로 추정한다. 순환기계, 당뇨병 치료제 매입과 관련하여 약 10억 원의 재고자산평가손실이 매출원가에 더해질 전망이다.

>>> Let's go, K-CAB, Let's go, 목표주가 상향

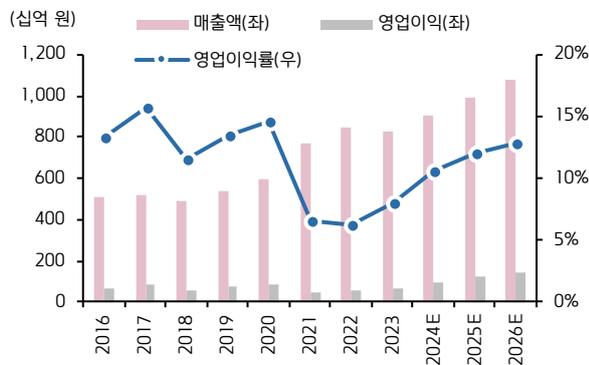
선형 4개분기 EPS 2,700원에 목표 PER 20배를 적용한 주당 영업 가치 53,990원과 '케이캡'의 주당 미국 비영업 가치 19,474원을 합산하고, 주당 순차입금 10,470원을 차감한 목표주가 63,000원을 제시한다(기존 52,000원 대비 +21.2% 상향 조정). 최근 'Voquezna'의 비미란성 식도염 적응증 허가과 월별 처방 건수 증가에 따라 해외 peer 업체인 Phathom Pharma의 6개월 주가 수익률이 +78.5%를 기록하며 P-CAB 신약이 미국 시장에서 통한다는 것이 입증되고 있다. 동사의 파트너사의 결정에 따라 비미란성 식도염 3상 데이터 발표가 확실치는 않은 상황이다. 다만, 미란성 식도염 3상 종료, '케이캡' 장기 복용 안전성 데이터 확보, 미국 FDA 허가 신청, 유럽 L/O 체결 등 다수의 모멘텀이 '25년에 동사를 기다리고 있다. 단기 실적 부진이 오히려 '25년부터 보여줄 회사의 모습에 적극적으로 투자할 수 있는 기회가 될 것으로 판단한다. 커버리지 증권계약사 내 TOP PICK 의견을 유지한다.

HK이노엔 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	184.9	204.4	215.6	224.1	212.6	219.3	226.0	244.7	828.9	902.5	993.7
YoY	2.6%	-18.8%	8.8%	3.7%	15.0%	7.3%	4.8%	9.2%	-2.0%	8.9%	10.1%
ETC	164.2	179.9	190.0	201.0	192.2	193.8	200.6	220.1	734.9	806.7	890.9
수액제	25.3	27.4	32.3	29.5	27.7	29.0	34.4	31.8	114.5	123.0	141.1
수액(기초)	12.6	13.7	15.9	14.5	13.6	13.6	16.0	14.5	56.8	57.7	62.1
수액(영양)	6.6	7.0	9.0	7.9	7.4	9.0	11.0	9.8	30.6	37.3	45.5
수액(특수)	6.1	6.6	7.4	7.1	6.7	6.4	7.4	7.5	27.2	28.0	33.4
순환기계	30.8	31.6	31.1	32.6	57.4	65.6	63.1	66.9	126.1	252.9	270.4
당뇨/신장	10.8	12.7	13.6	13.7	24.1	33.2	26.6	27.4	50.8	111.3	103.4
소화기계	26.0	30.9	34.8	35.3	53.3	38.5	38.6	53.6	127.0	184.1	206.2
케이캡	24.2	28.9	32.9	33.4	51.9	37.1	36.7	51.7	119.5	177.4	198.7
소화기계 기타	1.8	2.0	1.9	1.9	1.4	1.5	1.9	1.9	7.5	6.7	7.5
항생제	11.1	14.6	11.7	11.7	12.5	12.8	12.8	12.1	49.2	50.2	56.5
항암	9.6	11.6	11.9	10.8	11.0	12.1	12.1	11.3	43.9	46.5	52.6
MSD 백신	35.3	36.8	37.1	40.6	-	-	-	-	149.7	0.0	0.0
ETC 기타	15.3	14.2	17.5	26.7	6.2	2.6	13.0	17.0	73.7	38.7	60.7
H&B	20.7	24.5	25.6	23.1	20.4	25.5	25.4	24.5	94.0	95.8	102.8
컨디션	15.0	15.4	14.9	16.8	13.2	16.4	14.0	18.0	62.0	61.6	67.9
헛개수	2.7	3.3	3.6	2.7	2.3	3.2	3.9	2.9	12.4	12.3	13.5
H&B 기타	3.0	5.8	7.0	3.7	4.9	5.9	7.5	3.6	19.5	21.9	21.4
매출원가	102.1	113.4	118.2	119.3	105.2	110.8	115.9	123.4	452.9	455.4	501.6
매출원가율	55.2%	55.5%	54.8%	53.2%	49.5%	50.5%	51.3%	50.4%	54.6%	50.5%	50.5%
매출총이익	82.8	91.0	97.4	104.8	107.4	108.5	110.0	121.2	376.0	447.2	492.0
매출총이익률	44.8%	44.5%	45.2%	46.8%	50.5%	49.5%	48.7%	49.6%	45.4%	49.5%	49.5%
판매비와관리비	77.1	75.7	75.0	82.3	90.1	84.2	87.4	90.3	310.0	352.0	372.9
판매비율	41.7%	37.0%	34.8%	36.7%	42.4%	38.4%	38.7%	36.9%	37.4%	39.0%	37.5%
영업이익	5.6	15.3	22.4	22.5	17.3	24.3	22.6	30.9	65.9	95.1	119.1
YoY	16.4%	-13.7%	-1.0%	167.5%	206.2%	58.9%	0.9%	37.1%	22.8%	44.3%	25.2%
영업이익률	3.0%	7.5%	10.4%	10.1%	8.1%	11.1%	10.0%	12.6%	8.0%	10.5%	12.0%
당기순이익	2.9	14.6	14.5	15.1	10.5	17.4	17.5	25.8	47.2	71.3	92.8
YoY	-64.0%	6.2%	-32.0%	546.0%	256.7%	19.4%	20.6%	70.8%	3.4%	51.0%	30.2%
당기순이익률	1.6%	7.1%	6.7%	6.7%	4.9%	7.9%	7.8%	10.6%	5.7%	7.9%	9.3%

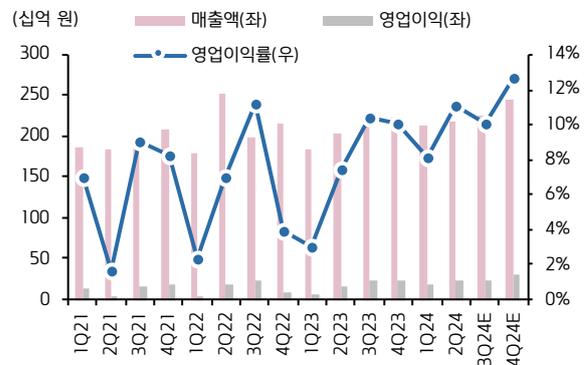
자료: HK이노엔, 키움증권 리서치센터

HK이노엔 연간 실적 추이 및 전망



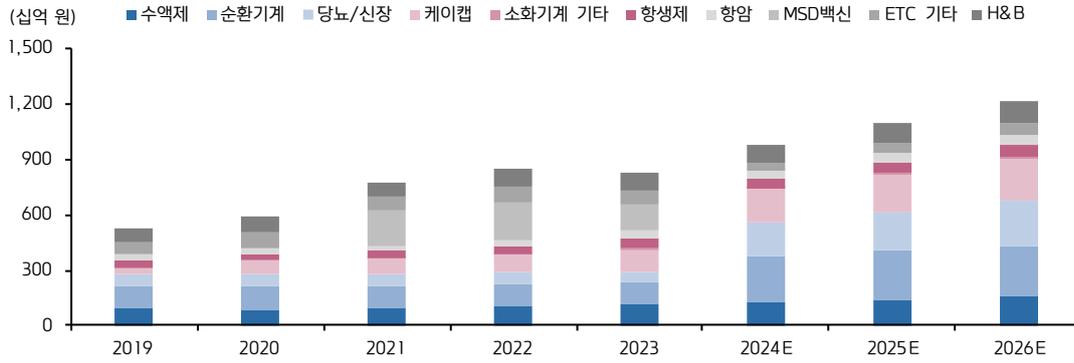
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

HK이노엔 분기 실적 추이 및 전망



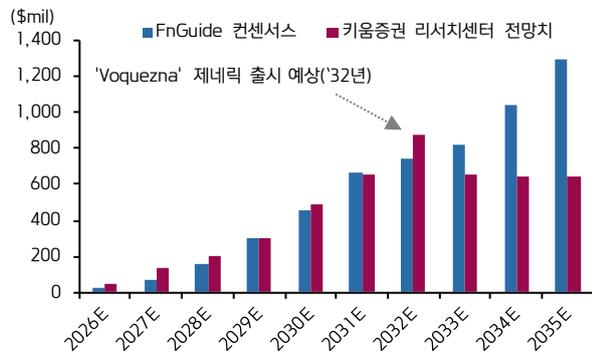
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

HK이노엔 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



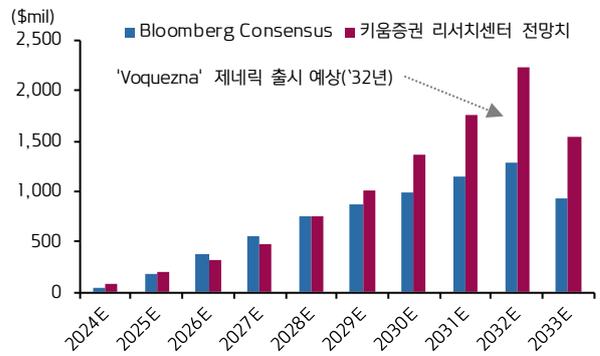
자료: HK이노엔, 키움증권 리서치센터

'케이캡'(tegoprazan) 미국 매출액 추이 및 전망



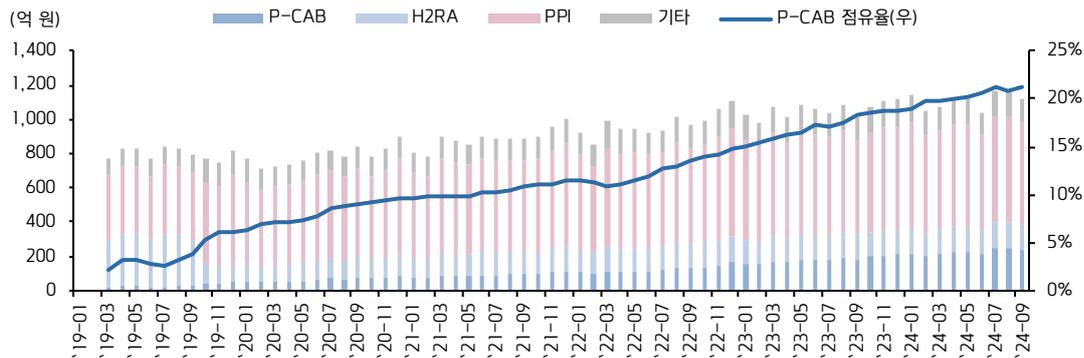
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

'Voquezna'(vonoprazan) 미국 매출액 추이 및 전망



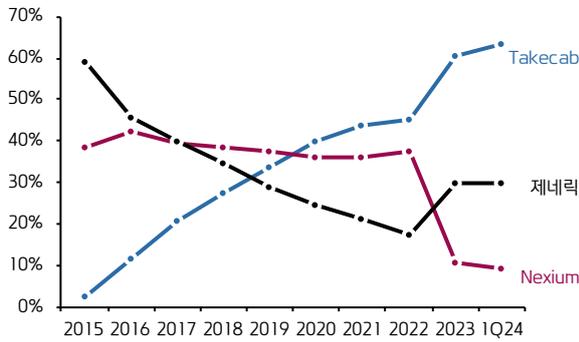
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

월별 국내 위식도 역류 질환 치료제 시장 추이



자료: UBIST, 키움증권 리서치센터

일본 위식도 역류 질환 치료제 시장 점유율 추이



주) 매출액 기준

자료: Phathom Pharma, 키움증권 리서치센터

미국 'Voquezna' 상업화 업데이트 내용

시기	내용
2022-05	- 'Voquezna' 헬리코박터파일로리 적응증 허가 획득
2023-01	- 'Voquezna' 비미란성 식도염 3상 'PHALCON-NERD-301' study 성공적인 탐라인 결과 발표
2023-11	- 'Voquezna' 미란성 식도염 적응증 허가 획득
2024-02	- 'Voquezna' 미란성 식도염 적응증 Express Scripts National Formularies 등재
2024-03	- 'Voquezna' D2C 마케팅 캠페인 시작
2024-05	- 'Voquezna' Cigna Healthcare Formulary 등재
2024-07	- 'Voquezna' 비미란성 식도염 적응증 허가 획득
2024-07	- 'Voquezna' CVS Caremark National Formularies 등재

자료: Phathom Pharma, 키움증권 리서치센터

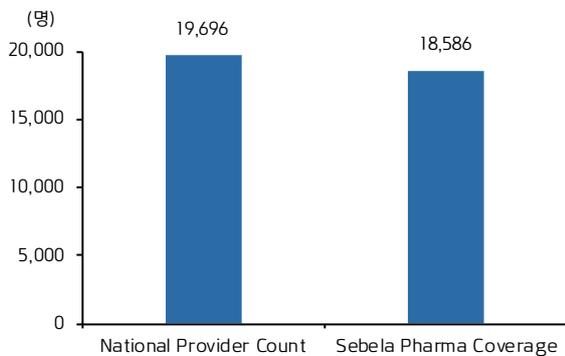
'케이캡' 미국 파트너사 Sebelo Pharma의 소화기계 상업화 파이프라인

GASTROENTEROLOGY

SUFLAVE™ (polyethylene glycol 3350, sodium sulfate, potassium chloride, magnesium sulfate, and sodium chloride for oral solution)	+
SUTAB® (sodium sulfate, magnesium sulfate, potassium chloride) Tablets	+
SUPREP® Bowel Prep Kit (sodium sulfate, potassium sulfate and magnesium sulfate) Oral Solution	+
GoLYTELY® (polyethylene glycol 3350 and electrolytes for oral solution)	+
ANALPRAM HC® (hydrocortisone acetate 2.5% pramoxine HCl 1%) Cream 2.5%	+
LOTRONEX® (alosetron hydrochloride) Tablets	+
MOTOFEN® (difenoxyin and atropine sulfate tablets)	+

자료: Sebelo Pharma, 키움증권 리서치센터

Sebelo Pharma의 미국 공립 위장학 의료 제공자 커버리지



자료: Sebelo Pharma, 키움증권 리서치센터

HK이노엔의 '케이캡'(tegoprazan; BLI5100) 미국 파이프라인 비영업 가치 DCF

'케이캡'(tegoprazan; BLI5100)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
'케이캡' 1 정당 WAC(\$)	17.0	17.9	18.7	19.7	20.7	21.7	22.8	13.7	12.3	11.1	6.6
GTN 할인율	69.8%	61.5%	57.5%	53.5%	50.3%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
P: '케이캡' 1 정당 NSP(\$)	5.1	6.9	8.0	9.2	10.3	10.8	11.4	6.8	6.2	5.5	3.3
미란성 식도염(EE)											
미국 연간 EE 성인 환자 수(백만 명)	22.1	23.2	24.3	25.5	26.8	28.1	29.5	31.0	32.6	34.2	35.9
의약품 미복용 성인 환자 수(백만 명)	14.3	15.0	15.8	16.6	17.4	18.3	19.2	20.2	21.2	22.2	23.3
의약품 복용 성인 환자 수(백만 명)	7.7	8.1	8.5	8.9	9.4	9.8	10.3	10.9	11.4	12.0	12.6
'케이캡' 시장 침투율	1.3%	2.7%	3.5%	4.2%	5.7%	7.0%	8.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%
'케이캡' 복용 환자 후보군(백만 명)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4
국내 EE '케이캡' 치료 용법 (4 주간 1 일 1 정씩)											
Q: '케이캡' 의약품 판매량(백만 개)	2.7	6.1	8.3	10.5	15.1	19.3	24.6	30.4	33.5	36.9	40.5
'케이캡' EE 매출액(\$mil)	14.1	42.1	65.8	96.1	154.8	209.4	280.4	207.8	206.2	204.1	134.5
YoY		199.1%	56.3%	46.1%	61.0%	35.3%	33.9%	-25.9%	-0.8%	-1.0%	-34.1%
비미란성 식도염(NERD)											
미국 연간 NERD 성인 환자 수(백만 명)	49.6	52.1	54.7	57.4	60.3	63.3	66.5	69.8	73.3	77.0	80.8
의약품 미복용 성인 환자 수(백만 명)	33.1	34.7	36.5	38.3	40.2	42.2	44.3	46.5	48.9	51.3	53.9
의약품 복용 성인 환자 수(백만 명)	16.5	17.4	18.2	19.1	20.1	21.1	22.2	23.3	24.4	25.7	26.9
'케이캡' 시장 침투율	1.3%	2.7%	3.5%	4.2%	5.7%	7.0%	8.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%
'케이캡' 복용 환자 후보군(백만 명)	0.2	0.5	0.6	0.8	1.2	1.5	1.9	2.3	2.6	2.8	3.1
국내 NERD '케이캡' 치료 용법 (4 주간 1 일 1 정씩)											
Q: '케이캡' 의약품 판매량(백만 개)	5.9	13.1	17.7	22.5	32.3	41.4	52.7	65.2	71.8	79.0	86.7
'케이캡' NERD 매출액(\$mil)	30.2	90.2	141.0	206.0	331.7	448.8	600.8	445.3	441.9	437.4	288.1
YoY		199.1%	56.3%	46.1%	61.0%	35.3%	33.9%	-25.9%	-0.8%	-1.0%	-34.1%
'케이캡' 합산 매출액(\$mil)	44.2	132.3	206.8	302.2	486.5	658.2	881.2	653.1	648.1	641.6	422.6
YoY		199.1%	56.3%	46.1%	61.0%	35.3%	33.9%	-25.9%	-0.8%	-1.0%	-34.1%
'케이캡' 합산 매출액(십억 원)	58.4	174.7	272.9	398.9	642.2	868.8	1,163.2	862.1	855.4	846.9	557.8
YoY		199.1%	56.3%	46.1%	61.0%	35.3%	33.9%	-25.9%	-0.8%	-1.0%	-34.1%
원/달러 환율	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320
수령 로열티(십억 원; 10.0%)	5.8	17.5	27.3	39.9	64.2	86.9	116.3	86.2	85.5	84.7	55.8
법인세율(22.4%)											
세후 수령 로열티(십억 원)	4.5	13.6	21.2	31.0	49.8	67.4	90.3	66.9	66.4	65.7	43.3
WACC(4.0%)											
현가화(십억 원)	4.2	12.0	18.1	25.4	39.4	51.2	66.0	47.0	44.8	42.7	27.0
'26~'36년 '케이캡' 미국 파이프라인 가치(십억 원)	377.9										
영구성장률(-10.0%)											
'37년 이후 잔존 가치(십억 원)											278.3
잔존 가치 현가화(십억 원)	173.8										
'케이캡' 미국 파이프라인 가치(십억 원)	551.7										

자료: 키움증권 리서치센터

‘케이캡’의 미국
파이프라인
비영업 가치는
약 5,517억 원

‘케이캡’의 미국 진출 시기가 다가옴에 따라 미국 비영업 가치를 목표주가 산출 과정에 포함시키는 것이 필요하다. 이에 ‘케이캡’ 정식 출시가 예상되는 ‘26년부터 특허 만료로 인한 제네릭 출시가 예정된 ‘36년까지의 매출액, 그에 따른 로열티 수령액, ‘37년 이후의 잔존 가치를 계산하여 **‘케이캡’의 미국 파이프라인 비영업 가치를 5,517억 원으로 전망한다.**

P: ‘Voquezna’ WAC
대비 30% 할인 &
동일한 GTN 할인을
가정

현재 3상 결과 발표 이전이기에 정확한 약가를 추정하기 어려우나, 현재 미국에서 브랜드 (오리지널) 약품으로 판매 중인 ‘Voquezna’ 대비 약 -23% 할인된 WAC(=\$17.0) 수준으로 출시할 것이라 가정하였다. 이후 매년 5%씩 가격이 인상되는 도매가 추이를 보일 것으로 전망한다.

GTN 할인율은 ‘Voquezna’와 동일하게 출시 초기 2개분기 75%, 이후 50%~65% 수준으로 점진적인 하향세를 보일 것으로 가정하였다. 미국에서 처방전 없이 일반의약품으로도 살 수 있는 일부 PPI 제품들을 대체하기 위해 보험사들에게 리베이트를 많이 주면서 WAC를 높인 ‘Voquezna’의 전략이 ‘케이캡’에게도 그대로 유효할 것이라 판단한다.

‘33년 ‘Voquezna’,
‘36년 ‘케이캡’
제네릭 출시 전망

이후 ‘33년 미국 P-CAB first-in-class로 진출한 ‘Voquezna’의 특허 만료에 따른 제네릭 출시, ‘36년 ‘케이캡’ 관련 제네릭 출시가 이어지며 판가가 하락할 것을 전망하였다.

Q: OTC PPI의 존재로
국내 분기별 M/S의
1/3 수준 시장 침투
전망

일본의 Takeda는 ‘15년 P-CAB 계열 위식도 역류 질환 치료제 ‘Takecab’을 출시하여 시장에 침투하기 시작했다. ‘Takecab’의 M/S는 ‘15년 2.4% → ‘16년 11.3% → ‘17년 20.5% → ‘18년 27.2% → ‘19년 33.5% 수준으로 가파르게 상승하였다.

국내에서는 ‘19년 3월부터 동사의 ‘케이캡’이 처방되기 시작하면서 시장 저변을 넓히고 있다. 처방실적 기준으로 P-CAB 계열의 시장 점유율은 ‘19년 3.8% → ‘20년 8.1% → ‘21년 10.4% → ‘22년 12.6% → ‘23년 17.2%으로 올라오고 있다.

미국 시장에서의 ‘케이캡’ 침투율을 국내의 1/3 수준으로 가정한 이유는 병원 방문 없이 바로 처방받을 수 있는 OTC(일반의약품) PPI의 존재 때문이다. 정밀 검진이 아니라 주로 속쓰림 등의 증상을 통해 진단이 이뤄지는 위식도 역류 질환의 특성상 환자들은 간단한 투약 절차를 원한다. Phathom Pharma가 제시하는 일반적인 환자의 치료 방식에서도 OTC를 통한 치료 시도가 가장 첫 번째로 제시되어 있다. 이에 시장의 모든 식도염 환자들이 빠른 시일 내에 P-CAB 계열로 넘어오기보다는 시차를 두며 시장에 천천히 침투하는 것이 합리적이라고 판단하였다.

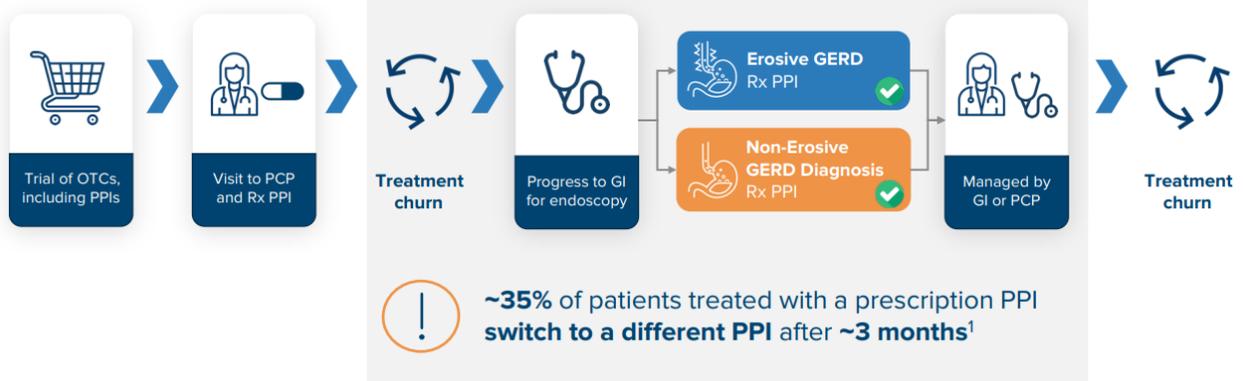
국내 용법과 동일하게
4주간 1일 1정 복용

‘케이캡’은 현재 미란성 식도염(EE)와 비미란성 식도염(NERD) 모두 3상을 진행하고 있다. 진행 중인 임상들의 디자인을 살펴보면 환자들에게 8주간 1일 1정을 복용시켜 해당 기간 동안 환자들이 완전 치유되는 비율, 24시간 동안 속쓰림 없는 날의 비율 등을 체크하는 것이다. 다만 매출액 추정 과정에서는 4주간 1일 1정 복용하는 용법으로 판매량을 산출하였다. 이유는 2가지로, 1) 국내에서 ‘케이캡’이 EE, NERD에서 모두 4주씩 처방되고 있고, 2) 8주의 임상 기간은 4+4주의 성격으로 진행되어 효능 발현을 확인하는 4주와 효능 유지를 체크하는 4주로 나뉘기 때문이다.

일반적인 위식도 역류 질환 환자 치료 방식(일반의약품 PPI 등 → 처방약 PPI → 전문의 방문)

Typical GERD patient journey highlights current dissatisfaction

Erosive & Non-Erosive GERD patient journeys are similar; both include multiple lines of PPI therapy



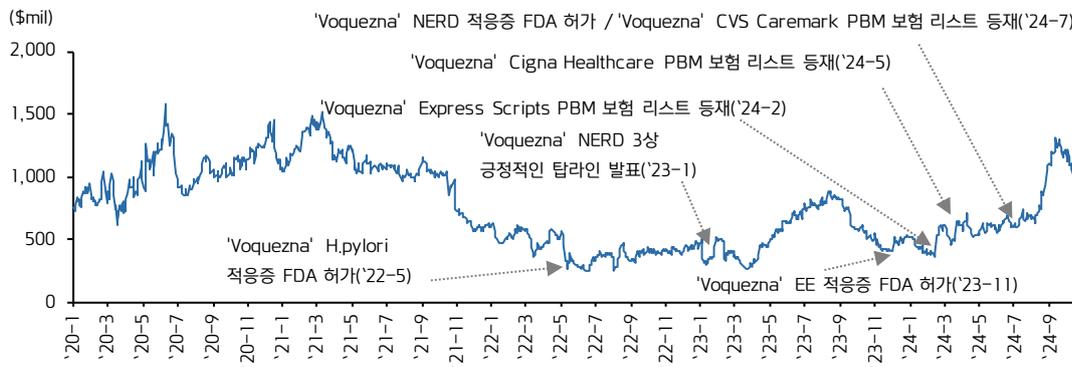
자료: Phathom Pharma, 키움증권 리서치센터

Phathom Pharma의 'Voquezna'(vonoprazan: takecab) 미국 파이프라인 매출액 전망

'Voquezna'(vonoprazan: takecab)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
'Voquezna' 1 정당 WAC(\$)		22.0	23.1	24.3	25.5	26.7	28.1	29.5	31.0	32.5	19.5
GTN 할인율		66.8%	60.5%	56.5%	52.5%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
P: 'Voquezna' 1 정당 NSP(\$)		7.3	9.1	10.6	12.1	13.4	14.0	14.7	15.5	16.3	9.8
미란성 식도염(EE)											
미국 연간 EE 성인 환자 수(백만 명)	20.0	20.0	21.0	22.1	23.2	24.3	25.5	26.8	28.1	29.5	31.0
의약품 미복용 성인 환자 수(백만 명)	13.0	13.0	13.7	14.3	15.0	15.8	16.6	17.4	18.3	19.2	20.2
의약품 복용 성인 환자 수(백만 명)	7.0	7.0	7.4	7.7	8.1	8.5	8.9	9.4	9.8	10.3	10.9
'Voquezna' 시장 침투율		1.3%	2.7%	3.5%	4.2%	5.7%	7.0%	8.5%	10.0%	11.5%	12.0%
'Voquezna' 복용 환자 후보군(백만 명)		0.1	0.2	0.3	0.3	0.5	0.6	0.8	1.0	1.2	1.3
미국 EE 'Voquezna' 치료 용법 (8주간 1일 1정씩)											
Q: 'Voquezna' 의약품 판매량(백만 개)		5.0	11.1	15.0	19.1	27.3	35.0	44.7	55.2	66.6	73.0
'Voquezna' EE 매출액(\$mil)		36.3	101.4	158.1	230.6	365.3	491.7	658.2	853.7	1,082.4	711.6
YoY			179.2%	55.9%	45.9%	58.4%	34.6%	33.9%	29.7%	26.8%	-34.3%
비미란성 식도염(NERD)											
미국 연간 NERD 성인 환자 수(백만 명)	45.0	45.0	47.3	49.6	52.1	54.7	57.4	60.3	63.3	66.5	69.8
의약품 미복용 성인 환자 수(백만 명)	30.0	30.0	31.5	33.1	34.7	36.5	38.3	40.2	42.2	44.3	46.5
의약품 복용 성인 환자 수(백만 명)	15.0	15.0	15.8	16.5	17.4	18.2	19.1	20.1	21.1	22.2	23.3
'Voquezna' 시장 침투율		1.3%	2.7%	3.5%	4.2%	5.7%	7.0%	8.5%	10.0%	11.5%	13.0%
'Voquezna' 복용 환자 후보군(백만 명)		0.2	0.4	0.6	0.7	1.0	1.3	1.7	2.1	2.5	3.0
미국 NERD 'Voquezna' 치료 용법 (4주간 1일 1정씩)											
Q: 'Voquezna' 의약품 판매량(백만 개)		5.3	11.9	16.1	20.4	29.3	37.5	47.8	59.1	71.4	84.7
'Voquezna' NERD 매출액(\$mil)		38.9	108.6	169.4	247.0	391.3	526.8	705.2	914.7	1,159.8	826.0
YoY			179.2%	55.9%	45.9%	58.4%	34.6%	33.9%	29.7%	26.8%	-28.8%
'Voquezna' 합산 매출액(\$mil)		75.2	210.0	327.4	477.6	756.6	1,018.5	1,363.5	1,768.5	2,242.2	1,537.5
YoY			179.2%	55.9%	45.9%	58.4%	34.6%	33.9%	29.7%	26.8%	-31.4%

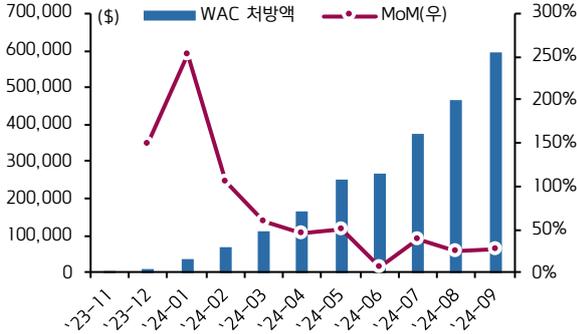
자료: 키움증권 리서치센터

Phathom Pharma 시가총액 추이 분석



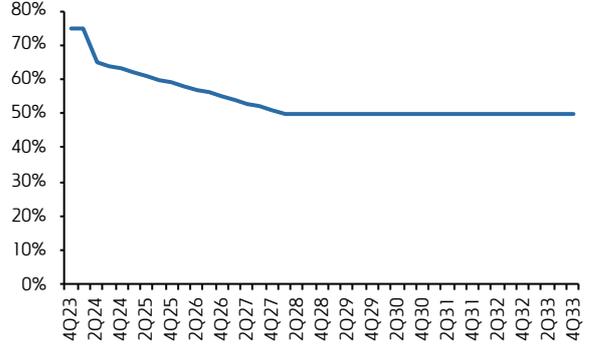
자료: Bloomberg, Phathom Pharma, 키움증권 리서치센터

Phathom Pharma의 'Voquezna' 월간 처방 데이터



자료: Bloomberg, Symphony Health, 키움증권 리서치센터

'Voquezna' GTN 할인율 추정치



자료: Phathom Pharma, 키움증권 리서치센터

'케이캡' 국내 용법

번호	적응증	투여 기간	1일 투여량
1	미란성 위식도역류질환 (GERD: EE)	4 주	50mg 1 정씩 1 회
2	1 번에서 치료되지 않거나 증상이 계속되는 경우	4 주	50mg 1 정씩 1 회
3	1 번에서 치료 후 유지요법	-	25mg 1 정씩 1 회
4	비미란성 위식도역류질환 (NERD)	4 주	50mg 1 정씩 1 회
5	위궤양	8 주	50mg 1 정씩 1 회
6	헬리코박터파일로리 (H. pylori)	7 일	50mg 1 정씩 2 회

주) 헬리코박터파일로리 적응증의 경우 1회 투여시 아목시실린 1g, 클레리트로마이신 500mg와의 병용 투여를 통해 제균요법 치료가 필요함
 자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치센터

'케이캡' 미국 3상 디자인

번호	적응증	투여 기간	1일 투여량
1	미란성 위식도역류질환 (GERD: EE)	8 주	50mg/100mg 1 정씩 1 회
2	1 번의 유지 용법	24 주	50mg/100mg 1 정씩 1 회
3	비미란성 위식도역류질환 (NERD)	8 주	50mg/100mg 1 정씩 1 회
4	3 번의 추가 투여 기간	20 주	50mg/100mg 1 정씩 1 회
5	장기 복용 환자 안전성	29 주	50mg/100mg 1 정씩 1 회

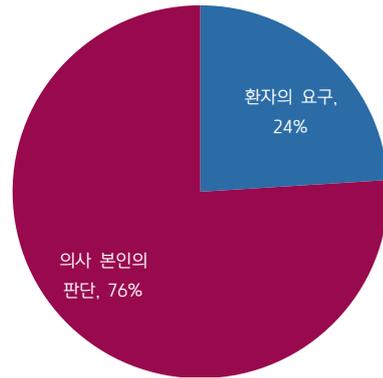
자료: clinicaltrials.gov, 키움증권 리서치센터

'Voquezna' 미국 용법

번호	적응증	투여 기간	1일 투여량
1	미란성 위식도역류질환 (GERD: EE)	8 주	20mg 1 정씩 1 회
2	1 번에서 치료 후 유지요법	최대 6 개월	10mg 1 정씩 1 회
3	비미란성 위식도역류질환 (NERD)	4 주	10mg 1 정씩 1 회
4	헬리코박터파일로리 (H. pylori) 3 제 병용	14 일	20mg 1 정씩 2 회
5	헬리코박터파일로리 (H. pylori) 2 제 병용	14 일	20mg 1 정씩 3 회

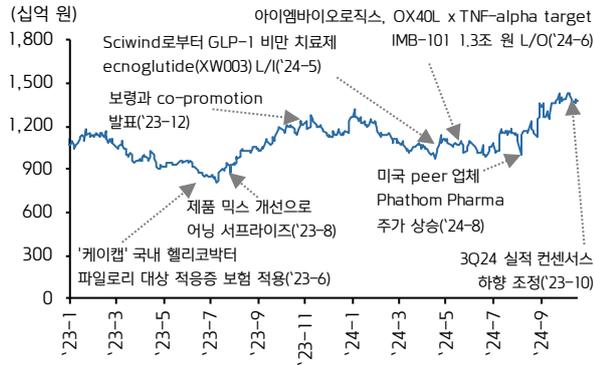
주) 헬리코박터파일로리 적응증의 경우 1회 투여시 아목시실린 1g(2제 병용의 경우 제외), 클레리트로마이신 500mg(2제 병용의 경우 1,000mg)와의 병용 투여를 통해 제균요법 치료가 필요함
 자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치센터

'Voquezna' 처방 이유 설문조사



주) '24년 9월 기준
 자료: Phathom Pharma, 키움증권 리서치센터

HK이노엔 시가총액 추이 분석



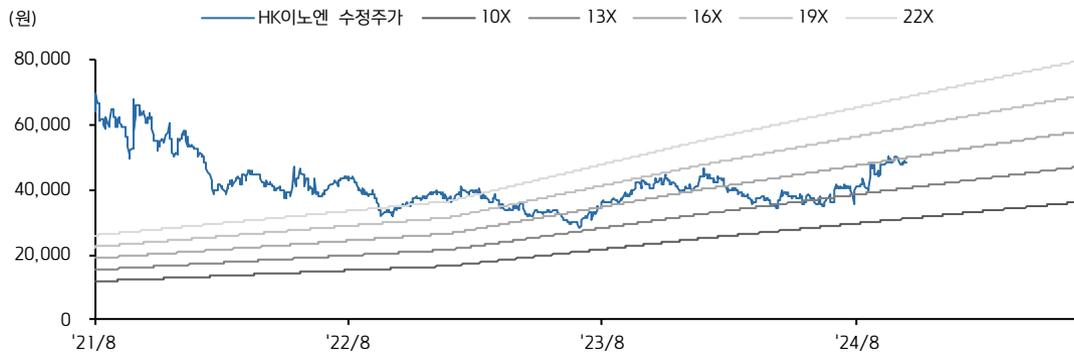
자료: FnGuide, HK이노엔, 언론보도, 키움증권 리서치센터

HK이노엔 목표주가 산정 내용

선행 4 개분기 EPS	2,700 원
목표 PER	20.0 배
A: 주당 영업 가치 (= 1 조 5,296 억 원)	53,990 원
B: 주당 '케이캡' 미국 비영업 가치 (= 5,517 억 원)	19,474 원
C: 순차입금 (= 2,966 억 원)	10,470 원
A+B-C: 합산 목표 주가	62,995 원
조정	63,000 원
현재 주가	48,450 원
상승 여력	30.0%

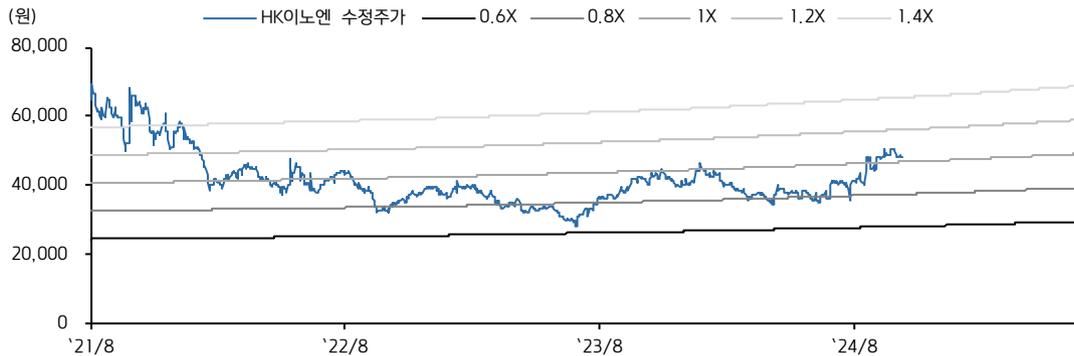
자료: 키움증권 리서치센터

HK이노엔 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, HK이노엔, 키움증권 리서치센터

HK이노엔 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, HK이노엔, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 별도	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	846.5	828.9	902.5	993.7	1,081.2
매출원가	497.1	452.9	455.4	501.6	544.9
매출총이익	349.4	376.0	447.2	492.0	536.3
판관비	296.9	310.0	352.0	372.9	397.4
영업이익	52.5	65.9	95.1	119.1	138.9
EBITDA	87.4	104.7	131.9	150.7	166.2
영업외손익	-14.7	-20.8	-15.9	-16.0	-12.5
이자수익	3.4	4.0	6.6	9.5	13.0
이자비용	15.1	18.7	18.7	18.7	18.7
외환관련이익	2.7	2.0	1.9	1.9	1.9
외환관련손실	2.1	1.7	1.6	1.6	1.6
종속 및 관계기업손익	-0.2	0.5	0.5	0.5	0.5
기타	-3.4	-6.9	-4.6	-7.6	-7.6
법인세차감전이익	37.8	45.2	79.2	103.1	126.4
법인세비용	-0.3	-2.0	7.9	10.3	12.6
계속사업순손익	38.1	47.2	71.3	92.8	113.8
당기순이익	38.1	47.2	71.3	92.8	113.8
지배주주순이익	38.1	47.2	71.3	92.8	113.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	10.2	-2.1	8.9	10.1	8.8
영업이익 증감율	4.5	25.5	44.3	25.2	16.6
EBITDA 증감율	5.9	19.8	26.0	14.3	10.3
지배주주순이익 증감율	53.1	23.9	51.1	30.2	22.6
EPS 증감율	33.7	25.9	51.4	30.2	22.6
매출총이익율(%)	41.3	45.4	49.6	49.5	49.6
영업이익율(%)	6.2	8.0	10.5	12.0	12.8
EBITDA Margin(%)	10.3	12.6	14.6	15.2	15.4
지배주주순이익율(%)	4.5	5.7	7.9	9.3	10.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 별도	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	58.6	83.0	97.1	114.8	134.4
당기순이익	38.1	47.2	71.3	92.8	113.8
비현금항목의 가감	58.5	61.9	56.8	51.2	45.7
유형자산감가상각비	26.4	28.5	27.4	23.0	19.4
무형자산감가상각비	8.4	10.3	9.3	8.6	8.0
지분법평가손익	-0.7	-1.3	0.0	0.0	0.0
기타	24.4	24.4	20.1	19.6	18.3
영업활동자산부채증감	-30.6	-23.0	-11.0	-9.7	-6.7
매출채권및기타채권의감소	-10.7	-15.2	-13.2	-16.4	-15.7
재고자산의감소	-16.2	-15.8	-12.6	-15.6	-15.0
매입채무및기타채무의증가	-3.6	2.8	19.2	22.3	24.0
기타	-0.1	5.2	-4.4	0.0	0.0
기타현금흐름	-7.4	-3.1	-20.0	-19.5	-18.4
투자활동 현금흐름	67.2	-34.0	7.5	7.5	7.4
유형자산의 취득	-20.3	-35.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.2	-2.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.1	-7.3	2.5	2.5	2.5
단기금융자산의감소(증가)	97.8	4.9	-1.7	-1.7	-1.8
기타	-10.2	6.8	6.7	6.7	6.7
재무활동 현금흐름	-102.5	-51.9	-28.4	-32.7	-32.7
차입금의 증가(감소)	-54.0	-24.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-24.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-5.3	-5.2	-5.7	-9.9	-9.9
기타	-19.0	-22.7	-22.7	-22.8	-22.8
기타현금흐름	-0.1	0.0	13.3	13.3	13.3
현금 및 현금성자산의 순증가	23.2	-2.9	89.5	102.9	122.4
기초현금 및 현금성자산	87.4	110.6	107.7	197.2	300.1
기말현금 및 현금성자산	110.6	107.7	197.2	300.1	422.5

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 별도	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	408.4	432.8	549.9	686.5	841.5
현금 및 현금성자산	110.6	107.7	197.3	300.1	422.6
단기금융자산	38.1	33.2	34.9	36.6	38.4
매출채권 및 기타채권	130.7	148.8	162.0	178.3	194.0
재고자산	125.8	141.7	154.3	169.8	184.8
기타유동자산	3.2	1.4	1.4	1.7	1.7
비유동자산	1,394.7	1,415.2	1,375.9	1,341.8	1,312.0
투자자산	17.8	25.1	22.6	20.1	17.6
유형자산	265.0	277.0	249.6	226.6	207.2
무형자산	1,088.1	1,076.2	1,066.9	1,058.2	1,050.3
기타비유동자산	23.8	36.9	36.8	36.9	36.9
자산총계	1,803.1	1,848.0	1,925.8	2,028.3	2,153.5
유동부채	432.2	595.0	614.2	636.5	660.5
매입채무 및 기타채무	152.5	166.7	185.9	208.2	232.2
단기금융부채	267.4	415.8	415.8	415.8	415.8
기타유동부채	12.3	12.5	12.5	12.5	12.5
비유동부채	206.7	49.3	49.3	49.3	49.3
장기금융부채	191.2	37.2	37.2	37.2	37.2
기타비유동부채	15.5	12.1	12.1	12.1	12.1
부채총계	638.9	644.3	663.5	685.8	709.9
지배자본	1,164.2	1,203.6	1,262.3	1,342.5	1,443.6
자본금	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
자본잉여금	516.1	516.1	516.1	516.1	516.1
기타자본	-24.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타포괄손익누계액	563.7	566.4	563.7	561.0	558.3
이익잉여금	94.1	106.5	167.9	250.8	354.7
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,164.2	1,203.6	1,262.3	1,342.5	1,443.6
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	1,319	1,661	2,516	3,276	4,017
BPS	40,278	42,487	44,557	47,387	50,957
CFPS	3,343	3,840	4,522	5,083	5,629
DPS	320	350	350	350	350
주기배수(배)					
PER	28.1	26.8	19.4	14.9	12.1
PER(최고)	40.3	27.3	20.4		
PER(최저)	23.7	16.8	13.7		
PBR	0.92	1.05	1.10	1.03	0.96
PBR(최고)	1.32	1.07	1.15		
PBR(최저)	0.78	0.66	0.77		
PSR	1.27	1.52	1.53	1.39	1.28
PCFR	11.1	11.6	10.8	9.6	8.7
EV/EBITDA	15.8	15.0	12.2	9.9	8.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	13.5	12.0	13.9	10.7	8.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
ROA	2.1	2.6	3.8	4.7	5.4
ROE	3.3	4.0	5.8	7.1	8.2
ROIC	3.3	4.2	5.8	7.4	8.7
매출채권회전율	6.7	5.9	5.8	5.8	5.8
재고자산회전율	7.2	6.2	6.1	6.1	6.1
부채비율	54.9	53.5	52.6	51.1	49.2
순차입금비율	26.6	25.9	17.5	8.7	-0.6
이자보상배율	3.5	3.5	5.1	6.4	7.4
총차입금	458.6	452.9	452.9	452.9	452.9
순차입금	309.9	312.0	220.8	116.2	-8.0
EBITDA	87.4	104.7	131.9	150.7	166.2
FCF	31.3	39.6	111.4	129.2	145.6

Compliance Notice

- 당사는 10월 18일 현재 'HK이노엔(195940)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

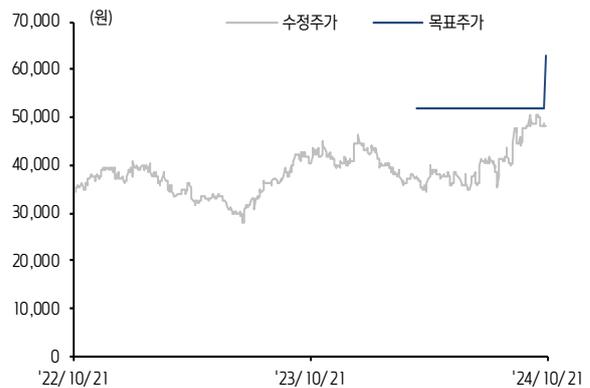
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
HK이노엔	2024-04-01	Buy(Initiate)	52,000원	6개월	-30.70	-27.60
(195940)	2024-04-18	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-28.70	-22.69
	2024-05-02	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-28.71	-22.69
	2024-07-09	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-23.19	-2.88
	2024-10-21	Buy(Maintain)	63,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%