HK이노엔(195940)

매수(유지)

목표주가: 70,000원(하향)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

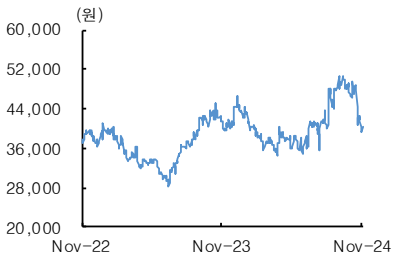
Stock Data

KOSPI(11/25)		2,534
주가(11/25)		40,450
시가총액(십억원)		1,146
발행주식수(백만)		28
52주 최고/최저가(원)		50,500/34,550
일평균거래대금(6개월, 백만원)		13,854
유동주식비율/외국인지분율(%)		52.0/9.5
주요주주(%)	한국콜마 외 1 인	43.0
	국민연금공단	7.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.9)	12.5	(2.3)
KOSDAQ 대비(%p)	(8.7)	29.5	12.2

주가추이



자료: FnGuide

미국에서 제기된 P-CAB cost-effectiveness 이슈

패썸 파마 주가 하락에 HK이노엔도 영향권

HK이노엔 주가는 최근 한 달간 13% 하락했다. 같은 기간 47%의 주가 하락이 나타난 P-CAB 경쟁사 패썸 파마(PHAT US) 영향을 받은 것으로 추정한다. 패썸 파마 주가는 미국 시간 11월 8일부터 3일간 표면적인 이슈 없이 급락했다. 급락을 설명할 뉴스는 없었으며 실적은 양호했다. 보노프라잔 처방 시작 3개 분기만에 매출 1,460만달러(+120% QoQ), 처방건수 143,000건(+138% QoQ)을 기록했으며 비미란성 식도염 대상 On-demand treatment 임상 2상은 미국 소화기학회(ACG) 우수 연구상을 수상할 만큼 P-CAB에 대한 학계의 관심은 높았다.

미국 P-CAB 가성비 이슈 제기

패썸 주가 하락 원인은 P-CAB(현재로서는 보노프라잔)에 대한 가성비 이슈로 추정한다. 10월 31일 NEJM Journal Watch에 발간된 논평을 통해 확인했다. 논평 게재와 패썸 주가 하락에는 약 9일의 지연이 있었다. 논평을 통해 현재 미국 위장병학회(AGA)가 보노프라잔 약가(평균 도매가 월 750달러) 효용성에 대한 의문을 가지고 있으며, 보노프라잔 처방 환자가 기존 대비 축소될 수 있음을 인지했다. 이 외 국내에서 우려하는 보노프라잔 제네릭 진입 우려는 사실이 아니다. 보노프라잔 NCE(New Chemical Entity)는 적응증에 관계없이 2032년 5월 3일까지 FDA가 부여한 독점권을 통해 제네릭 진입으로부터 보호된다.

미국 P-CAB 시장 축소 가능성 반영 필요

AGA는 보노프라잔의 1) 중증 미란성 식도염에서 비교 우위 효능, 2) On-demand treatment의 유용성, 3) 헬리코박터 제균 요법에서의 비교 우위 유용성, 4) 출혈성 십이지장 궤양에서의 유용성은 인정하지만, 장기 안전성 및 head to head comparison 결과 부족으로 비미란성/초기 미란성 식도염 환자 처방은 대체로 PPI에 반응하지 않는 환자로 제한할 것을 권고한다. AGA 가이드라인에 따라 케이캡의 미국 가치를 5,013억원으로 하향하고 HK이노엔의 목표주가를 7만원으로 28.6% 하향한다. 미국과는 별개로 국내 P-CAB 시장은 약가 논란 없이 커지고 있어 케이캡 및 HK이노엔 영업가치에는 변화가 없다. 매수 의견을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	847	53	38	1342	36.4	87	27.6	15.5	0.9	3.3	0.9
2023A	829	66	47	1666	24.1	105	26.7	15.0	1.0	4.0	0.8
2024F	944	95	69	2435	46.2	135	16.6	10.2	0.9	5.6	0.9
2025F	1,062	113	86	3031	24.5	154	13.3	8.3	0.9	6.6	0.9
2026F	1,153	131	102	3610	19.1	173	11.2	7.0	0.8	7.4	0.9

주: 순이익은 지분법적용 순이익

위해주, Ph.D.
hjwi@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

참고: AGA 가이드라인 업데이트 내용

Gastroenterology 2024년 11월 호에 공개된 미국 위장병학회(AGA) 가이드라인에는 P-CAB 처방에 대한 9가지 조언(Advise)이 기재되어 있다.

1) Based on nonclinical factors (including cost, greater obstacles to obtaining medication, and fewer long-term safety data), clinicians should generally not use P-CABs as initial therapy for acid-related conditions in which clinical superiority has not been shown.
2) Based on current costs in the US, even modest clinical superiority of P-CABs over double-dose PPIs may not make P-CABs cost-effective as first-line therapy.
3) Clinicians should generally not use P-CABs as first-line therapy for patients with uninvestigated heartburn symptoms or NERD. Clinicians may use P-CABs in selected patients with documented acid-related reflux who fail therapy with twice-daily PPIs.
4) Although there is currently insufficient evidence for clinicians to use P-CABs as first-line on-demand therapy for patients with heartburn symptoms who have previously responded to anti secretory therapy, their rapid onset of acid inhibition raises the possibility of their utility in this population.
5) Clinicians should generally not use P-CABs as first-line therapy in patients with milder EE (LA A/B). Clinicians may use P-CABs in selected patients with documented acid-related reflux who fail therapy with twice-daily PPIs.
6) Clinicians may use P-CABs as a therapeutic option for the healing and maintenance of healing in patients with more severe EE (LA C/D). However, given the markedly higher costs of the P-CAB presently available in the US and the lack of randomized comparisons with double-dose PPIs, it is not clear that the benefits in endoscopic outcomes over standard-dose PPIs justify the routine use of P-CABs as first-line therapy.
7) Clinicians should use P-CABs in place of PPIs in eradication regimens for most patients with *H. pylori* infection
8) Clinicians should generally not use P-CABs as first-line therapy in the treatment or prophylaxis of peptic ulcer disease.
9) Although there is currently insufficient evidence for clinicians to use P-CABs as first-line therapy in patients with bleeding gastroduodenal ulcers and high-risk stigmata, their rapid and potent acid inhibition raises the possibility of their utility in this population.

참고: 보노프라잔의 제네릭 진입 방어 관련

보노프라잔은 두 가지 권리를 통해 2032년 5월 3일까지 제네릭 진입으로부터 보호받을 수 있다. 독점권(FDA가 부여)과 특허권(특허청이 부여)이다. 먼저 보노프라잔 독점권은 2032년 5월 3일까지 유지된다. 패썸 파마는 보노프라잔의 미국 첫 적응증으로 헬리코박터 제균 요법을 선택했다. 보노프라잔의 항생제 내성 극복 효과가 차별적이었기 때문에 생명을 위협하는 감염병에 대한 항생제 개발에 대한 독점권 연장제도 GAIN(Generating Antibiotic Incentives Now)을 얻을 수 있었기 때문이다. GAIN은 보노프라잔 물질 즉, NCE(New chemical entity) 대상으로 부여되므로 적응증에 관계없이 적용 가능한다(FDA Orange book: https://bit.ly/3V6aFLY). 두 번째 권리는 특허권이다. 보노프라잔 DS 특허는 2028년 8월 11일까지 유지되며, 현재 특허 연장 심사 중이다(특허 연장 심사 관련 웹페이지: https://bit.ly/4i5zwJS). 심사 결과는 2025년 3월 10일까지의 실사 후 발표될 예정이다.

<표 1> HK이노엔 밸류에이션: 목표주가 70,000원 (단위: 십억원, %, 천주, 원)

구분	주요 내용	비고
A. 영업가치(십억원)	1,783	
12MF EBITDA	153	
타겟 EV/EBITDA	11.7	제약사 평균(종근당, 한미약품, 녹십자, 대웅제약)
B. 비영업가치(십억원)	510	
미국 케이캡 경상기술료 가치	510	
C. 2024F 기준 순차입금(십억원)	236	
D. 기업가치 (A+B-C)	2,057	
E. 유통주식수(천주)	28,330	
F. 적정주가 (D/E, 원)	72,621	
G. 목표주가	**70,000**	
H. 현재주가	40,450	11/25(월) 종가 기준
I. 상승여력	73.1%	

자료: 한국투자증권

<표 2> 세벨라가 판매할 케이캡 미국 매출 추정

(단위: 백만달러, 달러)

	26F	27F	28F	29F	30F	31F	32F	33F	34F	35F
미국 총 End 매출	**6**	**40**	**103**	**215**	**340**	**476**	**607**	**744**	**886**	**1,034**
비미란성 매출	**6**	**31**	**65**	**136**	**214**	**300**	**382**	**468**	**558**	**651**
타임라인	판매(2H)									
Q=환자수*점유율	15,000	76,500	156,060	318,362	487,094	662,448	844,622	1,033,817	1,230,242	1,434,111
환자	15,000,000	15,300,000	15,606,000	15,918,120	16,236,482	16,561,212	16,892,436	17,230,285	17,574,891	17,926,389
점유율	0%	1%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
P=약가(달러)	390	402	414	426	439	452	453	453	453	454
● 매출 가정 변경 내역 – 1) 점유율 가정: 기존 최대 점유율 12%에서 8%로 하향. 2) 약가 가정: 기존 1정당 약가 17달러에서 13달러로 하향										
미란성 매출		**9**	**38**	**80**	**126**	**176**	**225**	**275**	**328**	**383**
타임라인		판매(2H)								
Q=환자수*점유율		22,500	91,800	187,272	286,526	389,676	496,836	608,128	723,672	843,595
환자		9,000,000	9,180,000	9,363,600	9,550,872	9,741,889	9,936,727	10,135,462	10,338,171	10,544,934
점유율		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
P=약가(달러)		402	414	426	439	452	453	453	453	454
● 매출 가정 변경 내역 – 1) 점유율 가정: 기존 최대 점유율 9%에서 8%로 하향. 2) 약가 가정: 기존 1정당 약가 17달러에서 13달러로 하향										

자료: 한국투자증권

<표 3> 케이캡 미국 매출의 HK이노엔 귀속 비영업가치 산정

(단위: 백만달러, 십억원)

	26F	27F	28F	29F	30F	31F	32F	33F	34F	35F
세벨라 미국 매출(백만달러)	**6**	**40**	**103**	**215**	**340**	**476**	**607**	**744**	**886**	**1,034**
세벨라 미국 매출(십억원)	7	50	128	269	424	595	759	930	1,108	1,292
성장률		*580%*	*158%*	*110%*	*58%*	*40%*	*28%*	*23%*	*19%*	*17%*
HK이노엔 귀속 마일스톤(십억원, 10% 가정)	1	5	13	27	42	59	76	93	111	129
세후(법인세 20% 가정)	**1**	**4**	**10**	**22**	**34**	**48**	**61**	**74**	**89**	**103**
현재가치(십억원)	1	3	8	16	25	33	40	46	52	57
영구현금흐름 현재가치(십억원)										357
현재가치의 합(십억원)										638
WACC										*5.4%*
영구성장률(36년부터 특허만료, 제네릭 진입 가정)										*–10%*
위험 보정 현재가치(rNPV, 십억원, 임상 3상 LOA 80% 적용)										**510**

주: WACC = (타인자본비용(COD) 6.0% * 자본구조 52.7% + 자기자본비용(COE) 5.1%/(1+ 자본구조 52.7%) = 5.4%
자료: 한국투자증권

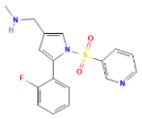
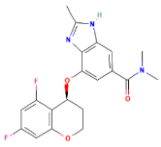
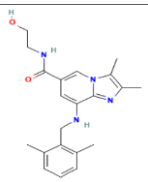
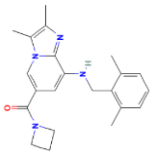
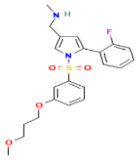
<표 4> HK이노엔 실적 전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2023				2024F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**185**	**204**	**216**	**224**	**213**	**219**	**235**	**277**	**829**	**944**	**1,062**	**1,153**
YoY	*3.2*	*(18.9)*	*9.8*	*3.6*	*15.0*	*7.3*	*9*	*24*	*(2.1)*	*14*	*13*	*9*
ETC	164	180	190	201	192	194	211	253	735	851	965	1,034
소화기	26	31	35	35	53	39	41	54	127	186	238	268
케이캡	24	29	33	33	52	37	39	52	119	179	226	256
수액	25	27	32	30	28	29	28	30	114	115	126	133
순환기	31	32	31	33	57	66	65	70	126	257	275	289
기타 ETC	82	90	92	104	54	61	77	100	367	292	325	344
H&B	21	25	26	23	20	26	23	24	94	93	97	119
영업이익	**6**	**15**	**22**	**23**	**17**	**24**	**22**	**31**	**66**	**95**	**113**	**131**
YoY	*46.1*	*(14.9)*	*5.2*	*169.0*	*206.0*	*58.9*	*(1)*	*38*	*25.5*	*44*	*19*	*15*
영업이익률	3.1	7.5	10.4	10.1	8.1	11.1	*9*	*11*	8.0	*10*	*11*	*11*
세전이익	2	12	18	13	13	22	18	28	45	81	101	120
당기 순이익	**3**	**15**	**15**	**15**	**10**	**17**	**16**	**25**	**47**	**69**	**86**	**102**
YoY	*(59.0)*	*4.3*	*4.0*	*559.6*	*256.2*	*19.4*	*11*	*65*	*23.8*	*46*	*24*	*19*

자료: HK이노엔, 한국투자증권

<표 5> 주요 P-CAB 비교

기업	다케다/패썸 파마	HK이노엔/세벨라	신클러스 파마	대웅제약	제일약품/온코닉	케어파
제품명	다케캡/보퀘즈나	케이캡		펙수클루	자큐보	
일반명	보노프라잔	테고프라잔	리나프라잔-글루레이트	펙수프라잔	자스타프라잔	케바프라잔
구조						
	설포닐피롤	벤지미다졸	이미다졸피리미딘	설포닐피롤	이미다졸피리미딘	설포닐피롤
출시 국가	일본, 미국, 중국 등	한국, 중국 등 6개국		한국 등 5개국	한국	중국
미국 출시	2023년 4분기	2026년(전망)	2028년(전망)			
미국 첫 적응증	헬리코박터 제균	비미란성(전망)	중증 미란성(전망)			
pKa	**9.06**	5.2		8.4		**9.12**
최대 농도 도달 시간	1.5시간	**1시간**		2시간		2시간
반감기	7시간	5~7시간	**10시간**	9시간	6~9시간	6시간
pH>4 도달 시간	4시간	**1시간**	1~2시간	4시간		6시간
하루 산 억제능 (pH>4 유지 시간%)	83%	68%	**92%**	56%		**98%**
야간 산 억제능 (pH>4 유지 시간%)	61%	**66%**			85%	

주: 1. pKa는 산의 강도를 의미. 값이 작을수록 산의 강도가 강한 것. pKa가 높을수록 염기성이라 벽세포(Parietal cell)의 세포막을 쉽게 통과하고 세포 내 높은 농도로 축적됨
자료: Pubchem, Curr Treat Options Gastro(10.1007/s11938-020-00330-x), 각 사, 한국투자증권

<표 6> 결과가 기대되는 케이캡 임상 시험

약물	적응증	단계	대상자	국가	테고프라잔 농도군	대조군	달성 목표	종료일
테고프라잔	비미란성	임상 3상	800명	미국	50mg, 100mg	위약	4주간 속쓰림 없던 날의 비율	2024-04-23
(케이캡)	→ 임상 및 결과 분석 완료된 것 추정. 일차 목표 달성 추정. 내년 상반기 중 학회 또는 논문으로 상세 결과 공개 전망							
	미란성	임상 3상	1250명	미국	50mg, 100mg	PPI	치료 요법: 8주차 완치 환자 비율 유지 요법: 24주차 완치 환자 비율	2024-12-29
	→ 임상 진행 중. 연말 임상 종료 후 내년 상반기 결과 발표 전망							
	비미란성&미란성	임상 3상	400명	미국	50mg, 100mg	-	31주차 치료가 필요한 부작용 빈도	2024-09-30
	→ 최대 1년간의 장기 안전성 데이터 확보 위한 임상							
	헬리코박터 제균	임상 2상	381명	한국	50mg, 100mg	PPI	14일차 제균 효능	2024-12-31
	→ 현재 결과 분석 중. 클라리스로마이신+아목시실린 요법. 항생제 내성 환자에서 우수한 제균 효능 기대							

자료: clinicaltrials.gov, 한국투자증권

<표 7> 케이캡 한국 임상 결과 정리

관찰 항목	대상자	대조군	달성 목표	결과	상세 결과
야간 위산 억제능	16명	에소메프라졸	위산 pH ≥4 환자 비율	**우수**	테고 50mg, 66.0% vs 보노 20mg, 60.5% vs 에소메 40mg, 36.1%
	24명	덱스란소프라졸	위산 pH ≥4, ≥6 달성 시간	**우수**	pH ≥4 달성 시간: 테고는 2시간 이내 vs 덱스란소 7시간 이상 덱스란소의 경우 복용 12시간 이후에나 테고와 효능이 동등해짐
위산 억제능	15명	레바프라졸	위산 pH ≥4 환자 비율	**우수**	단회 투여 후 24시간차 테고 50mg 54.5% vs 레바 200mg, 25.1% 7일 반복 투여 후 24시간차 테고 50mg 68.2% vs 레바 200mg, 25.3%
	46명	에소메프라졸	야간 속쓰림 없는 기간	**우수**	테고 50mg, 3일(달성 환자 57.8%) vs 에소메 40mg, 1.5일(달성 환자 43.1%)
고혈압약 농도	42명	보노프라잔	아토르바스타틴 약물 동태	**우수**	테고 50mg, 영향 주지 않음. 보노 20mg, 혈중 농도 증가시킴 (고가스트린혈증도 보임)
적응증	**대상자**	**대조군**	**달성 목표**	**결과**	**상세 결과**
비미란성	324명	위약	치료 효능	**우수**	**테고 50mg, 42.5% / 테고 100mg QD, 48.5% vs 위약, 24.2%**
위궤양	306명	란소프라졸	8주차 치료 효능	동등	테고 50mg, 94.8% / 테고 100mg, 95.0% vs 란소 30mg, 95.7%
미란성 (유지 요법)	302명	에소메프라졸	8주차 치료 효능	동등	테고 50mg, 98.9% / 테고 100mg, 98.9% vs 에소메 40mg, 98.9%
	305명	란소프라졸	24주차 치료 효능	동등	테고 25mg, 90.6% vs 란소 15mg, 89.5%
헬리코박터 제균	350명	란소프라졸	7일차 제균 효능	동등	(아목시실린, 클라리스로마이신 + 테고 또는 란소, 일차) 1) 테고 50mg, 62.9% vs 란소 30mg, 60.6% 2) 클라리스로마이신 저항균의 MIC 낮추지 못 함(저항성 개선 못 함)
	381명	란소프라졸	7일차 제균 효능	동등	(아목시실린, 클라리스로마이신, 비스무스 + 테고 또는 란소, 일차) 1) 테고 50mg, 88.3% vs 란소 30mg, 82.8% * 비스무스 3제 병용의 제균률 82%. 허용 가능한 근절률 달성 못함 2) 클라리스로마이신 저항을 보인 환자의 25%(4/16명)가 테고에 의해 제균 달성 ** PPI 병용과 유사한 수준. 보노프라잔의 경우 저항성 환자에서 76% 효능
	677명	라베프라졸	제균 효능	동등	(아목시실린, 클라리스로마이신 2제 + 테고 또는 라베, 일차) 테고 50mg, 76.7%, vs 라베 20mg, 75.4%
	948명	–	제균 효능	–	(아목시실린, 클라리스로마이신 2제 + 테고 50mg, 일차) 7일차 제균 70.5%, 14일차 제균 78.6%
	928명	–	제균 효능	–	(트리플: 아목시실린, 클라리스로마이신+테고 50mg, 일차, 14일) (쿼드러플: 아목시실린, 클라리스로마이신, 메드로니다졸+테고 50mg, 일차, 10일) 트리플 76.4% vs 쿼드러플 85.9%

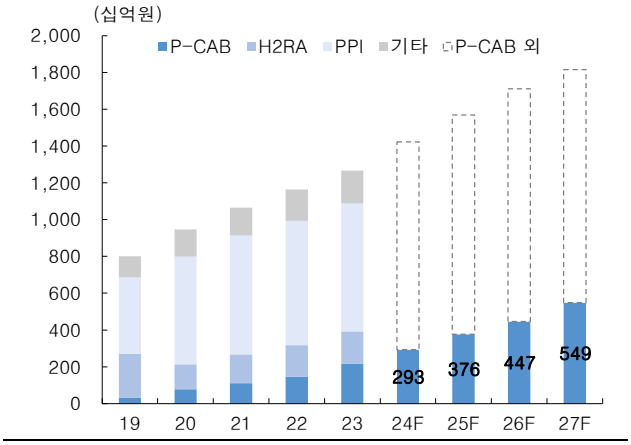
자료: Aliment Pharmacol Ther.(10.1111/apt.15185), Aliment Pharmacol Ther.(10.1111/apt.15865), Aliment Pharmacol Ther.(10.1111/apt.16121), Aliment Pharmacol Ther.(10.1111/apt.16477), Yonsei Med J(10.3349/ymj.2021.62.8.708), Front. Pharmacol.(10.3389/fphar.2021.754849), Br J Clin Pharmacol.(10.1111/bcp.15268), Clin Ther.(10.1016/j.clinthera.2022.06.002), Gut Liver(10.5009/gnl220055), Journal of Gastroenterology and Hepatology(10.1111/jgh.15939), Aliment Pharmacol Ther.(10.1111/apt.17255), Gut Liver(10.5009/gnl220050), J. Pers. Med.(10.3390/jpm12111918), Gut Liver(/10.5009/gnl220218), J Neurogastroenterol Motil(10.5056/jnm22104), 한국투자증권

<표 8> 국내 P-CAB 제품 정리

기업		HK이노엔	대웅제약	제일약품/온코닉
제품명		케이캡	펙수클루	자큐보*
제형		정/구강붕해정	정	정
함량(mg)		50, 25	40, 10	20
급여(원)		1,300원, 867원	939원, 376원	TBD
급여 등재 시점		2019년 3월	2022년 7월	2024년 11월(전망)
승인 적응증				
식도염	비미란성	○		
	미란성	○	○	○
	미란성/유지	○		
궤양	위	○		
	소화성	○		
제균	헬리코박터	○		
위염	급성/만성		○	
적응증 확장 (준비)		NSAID 위궤양 헬리코박터 제균(변경)	NSAID 위궤양(25년) 헬리코박터 제균 미란성/유지	위궤양 헬리코박터 제균 NSAID 위궤양
1H24 국내 P-CAB 점유율		70%	30%	-
24F 매출(억원)		1,700	1,046	
27F 매출(억원)		2,793	1,727	

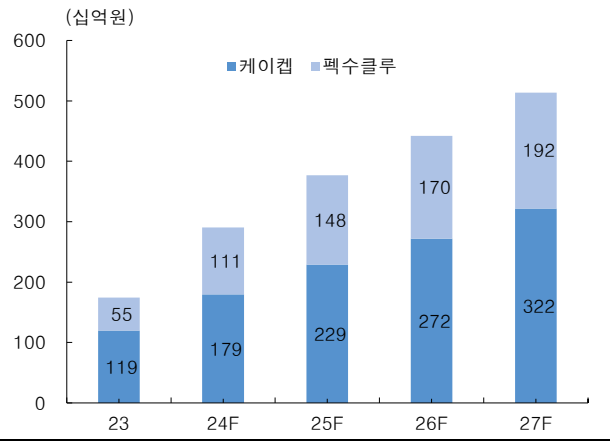
주: *24년 8월 29일 제 9차 약제급여평가위원회에서 요양급여 적정성 심의. 약평위, 평가금액 이하 수용 시 급여 적정성 있다고 판단
자료: 약학정보원, 각 사, 한국투자증권

[그림 1] 국내 위산분비억제제 처방 데이터 기준 시장 규모 및 전망



자료: UBIST, HK이노엔, 한국투자증권

[그림 2] 국내 P-CAB 기업별 국내 매출 전망



자료: HK이노엔, 대웅제약, 한국투자증권

기업개요

2014년 4월, 씨제이제일제당㈜에서 물적분할하여 설립된 법인. 2018년 4월 한국콜마(주)에 인수. 전문의약품(ETC: 순환, 당뇨, 항암, 신장질환 치료제 등), 원료의약품(API), H&B 사업부 운영 중. 주력 제품은 케이캡 등

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**847**	**829**	**944**	**1,062**	**1,153**
매출원가	497	453	493	556	597
매출총이익	349	376	450	506	556
판매관리비	297	310	356	393	425
영업이익	**53**	**66**	**95**	**113**	**131**
영업이익률(%)	*6.2*	*8.0*	*10.1*	*10.7*	*11.3*
EBITDA	87	105	135	154	173
EBITDA Margin(%)	*10.3*	*12.6*	*14.3*	*14.5*	*15.0*
영업외수익	(15)	(21)	(14)	(12)	(11)
금융수익	6	6	6	6	7
금융비용	17	20	12	10	8
기타영업외손익	(4)	(7)	(8)	(9)	(10)
관계기업관련손익	(0)	1	1	1	1
세전계속사업이익	**38**	**45**	**81**	**101**	**120**
법인세비용	(0)	(2)	12	15	18
당기순이익	**38**	**47**	**69**	**86**	**102**
당기순이익률(%)	*4.5*	*5.7*	*7.3*	*8.1*	*8.8*
조정당기순이익	*38*	*47*	*69*	*86*	*102*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	10.2	(2.1)	13.9	12.5	8.6
영업이익 증가율	4.5	25.5	44.0	19.1	15.5
당기순이익 증가율	52	24	47	25	19
EPS 증가율	36.4	24.1	46.2	24.5	19.1
EBITDA 증가율	5.9	19.8	29.0	14.3	12.3

재무상태표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**1,803**	**1,848**	**1,911**	**2,071**	**2,170**
유동자산	408	433	445	511	566
현금성자산	111	108	113	138	161
매출채권및기타채권	131	149	160	181	196
재고자산	126	142	142	159	173
비유동자산	1,395	1,415	1,466	1,561	1,604
투자자산	18	25	25	37	40
유형자산	265	277	266	255	244
무형자산	1,088	1,076	1,133	1,221	1,268
부채총계	**639**	**644**	**648**	**733**	**739**
유동부채	432	595	597	680	685
매입채무및기타채무	152	167	151	170	184
단기차입금및단기사채	163	239	204	164	144
유동성장기부채	103	175	135	95	75
비유동부채	207	49	51	53	54
사채	150	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	41	37	37	37	37
자본총계	**1,164**	**1,204**	**1,263**	**1,339**	**1,431**
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	516	516	516
기타자본	(24)	0	0	0	0
이익잉여금	94	107	166	242	334
조정자본총계	1,164	1,204	1,262	1,336	1,426
순차입금	310	312	236	128	62

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	**59**	**83**	**176**	**253**	**162**
당기순이익	38	47	69	86	102
유형자산감가상각비	26	28	29	30	31
무형자산상각비	8	10	11	12	12
자산부채변동	(31)	(23)	67	127	17
기타	18	21	0	(2)	0
투자활동현금흐름	**67**	**(34)**	**(85)**	**(139)**	**(88)**
유형자산투자	(20)	(36)	(19)	(19)	(20)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	94	1	0	(11)	(3)
무형자산순증	(1)	(3)	(67)	(100)	(59)
기타	(6)	4	1	(9)	(6)
재무활동현금흐름	**(102)**	**(52)**	**(85)**	**(90)**	**(50)**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(58)	(28)	(75)	(80)	(40)
배당금지급	(5)	(5)	(6)	(10)	(10)
기타	(39)	(19)	(4)	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	**23**	**(3)**	**6**	**25**	**23**
FCF	44	50	108	152	100

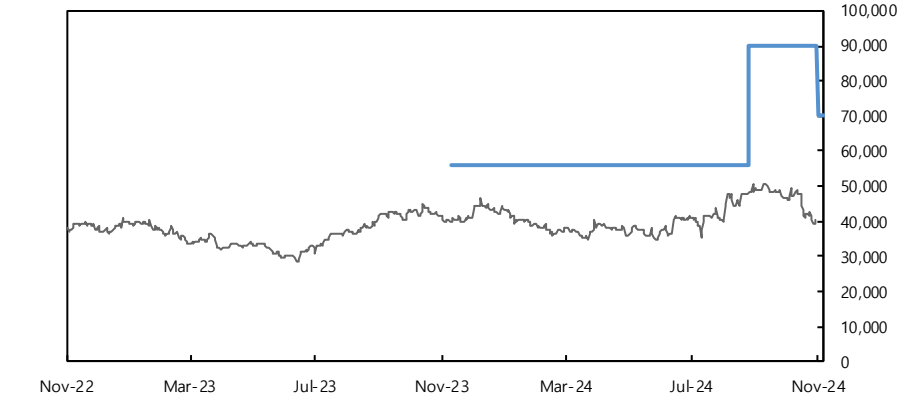
주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1342	1666	2435	3031	3610
BPS	41115	42487	44540	47168	50322
DPS	320	350	350	350	350
수익성(%)					
ROA	2.1	2.6	3.7	4.3	4.8
ROE	3.3	4.0	5.6	6.6	7.4
배당수익률	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
배당성향	13.5	12.0	14.4	11.5	9.7
안정성					
부채비율(x)	54.9	53.5	51.3	54.7	51.7
차입금/자본총계비율(%)	39.4	37.6	29.9	22.3	18.0
이자보상배율(x)	3.5	3.5	7.6	11.2	15.7
순차입금/EBITDA(x)	3.6	3.0	1.7	0.8	0.4
Valuation(x)					
PER	27.6	26.7	16.6	13.3	11.2
최고	39.6	27.2	21.4	17.2	14.4
최저	23.3	16.7	14.1	11.3	9.5
PBR	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8
최고	1.3	1.1	1.2	1.1	1.0
최저	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
PSR	1.3	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	15.5	15.0	10.2	8.3	7.0

주: 1. K-IFRS (별도) 기준
2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
HK이노엔 (195940)	2022.03.03	NR	-	-	-
	2023.03.03	1년경과		-	-
	2023.06.28	NR	-	-	-
	2023.12.06	매수	56,000원	-29.0	-14.3
	2024.09.20	매수	90,000원	-48.2	-43.9
	2024.11.27	매수	70,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 11월 26일 현재 HK이노엔 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 −15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.4%	15.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.