한독(002390.KS)



바이오 한병화
Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

BUY(Reinstate)

목표주가(12M, 신규)	45,000원
현재주가(4/3)	31,650원

Key Data	(기준일: 2019.04.03)
KOSPI(pt)	2,203
KOSDAQ(pt)	749
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	436
52주 최고/최저(원)	40,200 / 20,450
52주 일간 Beta	1.47
발행주식수(천주)	13,764
평균거래량(3M,천주)	113
평균거래대금(3M,백만원)	3,351
배당수익률(19F, %)	0.9
외국인 지분율(%)	5.6
주요주주 지분율(%)	
김영진 외 7인	43.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.6	12.0	20.8	-14.1
KOSPI 대비상대수익률	11.3	1.5	25.4	-4.3

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F
매출액(십억원)	413.4	440.1	469.1
영업이익(십억원)	2.3	24.5	26.7
세전계속사업손익(십억원)	19.4	25.5	22.4
당기순이익(십억원)	16.3	19.6	17.8
EPS(원)	1,298	1,427	1,296
증감률(%)	316.6	9.9	-9.2
PER(배)	25.4	22.2	24.4
ROE(%)	5.0	5.6	4.8
PBR(배)	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	32.1	13.3	13.0

자료: 유진투자증권(별도기준)

절대 저평가

■ **투자의견 BUY, 목표주가 45,000원으로 분석 재개**

한독에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원을 제시한다. 목표주가는 2019년 BPS(별도기준) 27,707원에 PBR 1.6배를 적용해서 산출했다. **비교업체들인 중견제약사들의 PBR평균이 3.0배 수준이다.** 1대 주주로 보유중인 제넥신의 가치는 현주가 기준으로는 3,130억원이지만, 동사의 재무제표에는 장부가 519억원으로 계상되어 있다. 이를 감안하면 동사의 **실질 PBR은 0.7배 수준에 불과하다.** 저평가의 원인이었던 실적부진과 바이오 모멘텀 부족이 해소되는 국면에 진입하고 있어 동사에 대한 가치평가도 정상화될 것으로 판단된다.

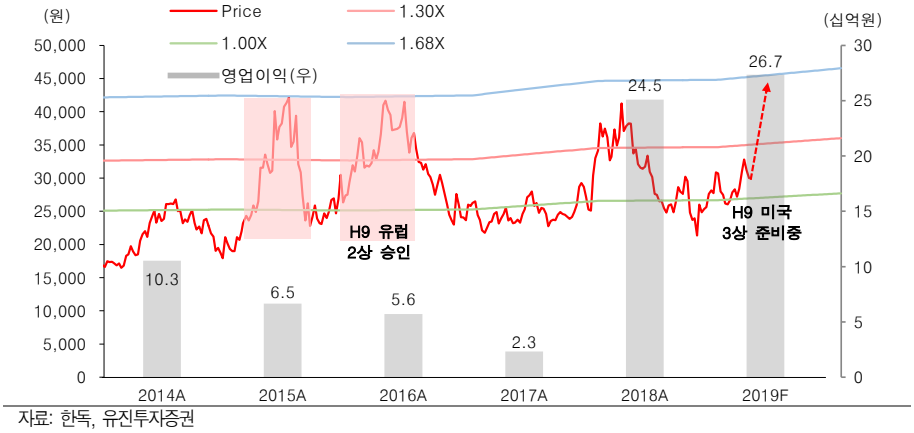
■ **2018년 기점으로 이익 정상화 국면 진입**

동사의 실적은 별도기준 재무제표로 평가되는 것이 합리적이다. 별도 기준 동사의 영업이익은 2017년 23억원에서 2018년 245억원으로 급증했다. 실적개선의 이유는 1) 주력 ETC 약품인 당뇨병 치료제 테넬리아의 성장 2) OTC 캐시카우인 케토톱의 생산 수율 개선 3) 레디큐 등 비제약부문의 매출 증가 때문이다. 동사의 실적을 별도기준으로 평가하는 이유는 제넥신과 같은 8개의 투자회사에서 발생하는 평가손을 제거하고 판단하기 위함이다. 투자회사들을 모두 투자초기의 취득원가 또는 장부가로 평가하고 있는 상태이고 동사의 가치평가에 반영이 미미한 상태이다. 따라서 연결기준 실적으로 가치를 평가하면 이중으로 저평가를 유발한다. 2019년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 4,691억원, 267억원으로 예상된다. H9의 미국 3상 관련 비용이 증가함에도 불구하고 지난해 회복된 이익 수준을 유지할 것으로 추정된다.

■ **바이오 가치 부각되는 원년**

올해를 기점으로 한독의 바이오 가치가 본격적으로 부각될 것으로 판단된다. 1) 제넥신과 공동개발 중인 H9(지속형 인성장호르몬) 미국 3상 IND 신청 2) 희귀 항암제인 PAN TRK저해제 국내 임상 1상 연내 시작 3) 연초 인수한 미국 Rezolute의 파이프라인 가치 4) 에이비엘바이오의 핵심 파이프라인을 확보한 트리거 테라퓨틱스의 투자가치 상승 등이 모멘텀으로 작용할 것이다. 개선된 이익을 바탕으로 이외에도 다양한 바이오 파이프라인을 확보하는 전략을 구사하고 있어 한독의 바이오스토리는 시간이 갈수록 강화될 것으로 판단된다.

한독 별도기준 영업이익 추이 및 PBR Band

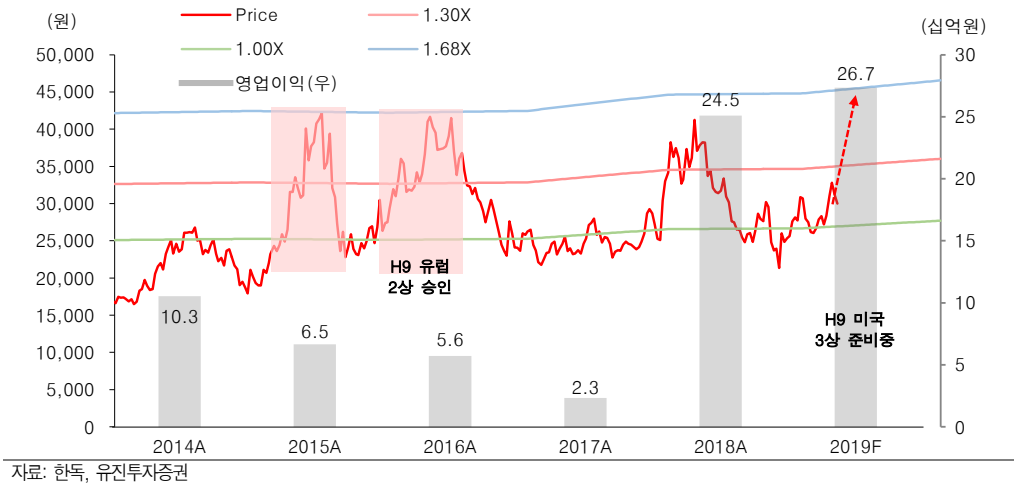


자료: 한독, 유진투자증권

과거 PBR 밴드 상단 도달할 펀더멘탈 충분히 갖춰, 목표주가 45,000원 제시

한독에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원을 제시한다. 목표주가는 2019년 BPS에 PBR 1.6배를 적용해서 산정했다. 비교대상인 중견제약사들의 평균 PBR은 3.0배이다. 동사의 과거 PBR 밴드는 0.8~1.6배 수준에서 형성되었다. 과거 대비 영업이익의 수준이 월등히 높고, 바이오부문 가치도 상승가능성이 높아 현 주가는 매력적인 수준이라고 판단된다. 동사의 PBR이 가장 높았던 2015년에는 제넥신과 공동개발하고 있는 H9에 대한 L/O 기대감이 높았다. 그 당시는 유럽 임상 2상을 시작했고, 현재는 미국 3상을 준비 중이다. 이외에도 투자한 바이오/의료기기업체들에 대한 가치 상승 기대감이 높아지고 있다. 향후 주가가 과거의 PBR 밴드의 상단까지 재평가될 모든 준비가 완료된 것으로 판단된다.

도표 1 **한독 PBR Band와 영업이익(별도)**



자료: 한독, 유진투자증권

도표 2 **한독과 투자회사 주요 Pipeline**

개발	영역	프로젝트	구분	적응증	기초연구	전임상	임상1상	임상2상	임상3상	비고
한독, 제넥신	희귀	HL2356 (GX-H9)	바이오신약	성인 성장호르몬 결핍증				●		제넥신과 공동개발, 범부처신약개발단 지원
				소아 성장호르몬 결핍증				●		
한독, CMG제약	희귀 항암	CHC2014	바이오신약	항암		●				CMG제약과 공동개발
한독	안과	HL3501	합성신약	녹내장	●					범부처 전주기 신약개발사업지원(완료)
한독	당뇨/대사	HL1550	개량신약	당뇨 + 고지혈 복합제		●				
		HD-C715	합성신약	당뇨	●					
한독	심혈관	DENEX	의료기기	난치성 고혈압			●			유럽 CE 인증(2016년)
한독	심혈관/감염성	나노콘 RST Kit	의료기기	심혈관계/ 감염성 질환		●				
TRIGR Therapeutics	항암	TR009	바이오신약	위암			●			
TRIGR Therapeutics	항암	TRIO2-01	바이오신약	고형암	●					
TRIGR Therapeutics	항암	TRIA001	바이오신약	다발성 골수증	●					
TRIGR Therapeutics	항암	TRIA002	바이오신약	고형암	●					
Rezolute	희귀	RZ358	바이오신약	선천성 고인슐린증				●		
Rezolute	당뇨/대사	RZ402	바이오신약	당뇨성 황반변성		●				
Rezolute	당뇨/대사	AB101	바이오신약	지속형 인슐린			●			

자료: 한독, TRIGR Therapeutics, Rezolute, 유진투자증권

중견제약사 중 가장 저평가된 것으로 판단

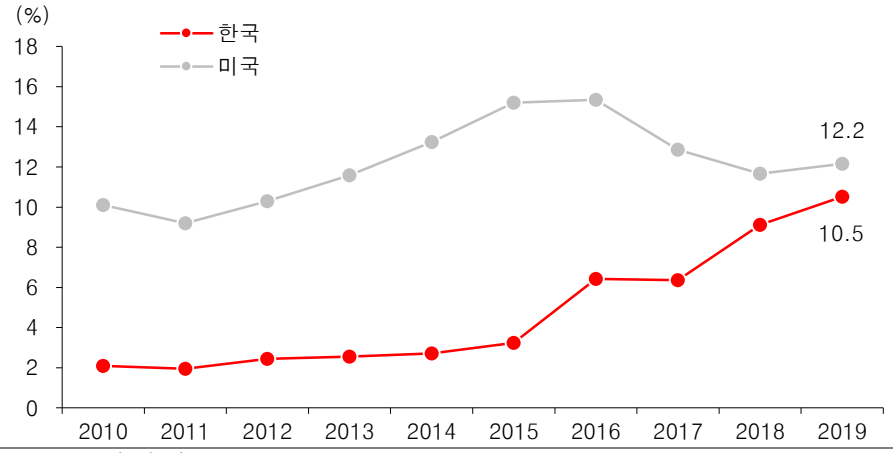
2015년 한미약품의 대규모 기술 수출 이후 국내의 제약/바이오업체들은 극적인 재평가가 이루어져 왔다. 신규 상장업체들도 바이오가 주류를 이루면서, 국내 주식시장내의 제약/바이오업체(헬스케어)들의 비중은 미국 등 바이오 선진국들과 유사한 상태이다. 한독과 유사한 수준의 중견제약사들의 가치도 많이 상승했다. 이들 업체들의 평균 PBR은 3.0배 수준이다. 한독의 2019년 실적기준 PBR은 1.1배이고 제넥신의 현재 가치를 감안하면 0.7배 수준에 불과한 상태이다. 실적 정상화와 바이오 가치의 상승이 기대되는 시점인 것을 감안하면 절대 저평가된 상태라고 판단된다.

도표 3 **한독, 중견제약사 중 가장 저평가된 업체**

		한독	평균	부광약품	삼천당제약	삼진제약	일양약품	보령제약	JW중외제약	일동제약
국가		한국		한국	한국	한국	한국	한국	한국	한국
2019-04-03		31,650		18,600	51,000	39,350	29,000	12,200	38,300	22,600
통화		KRW		KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
시가총액(십억원)		435.6		1,181.7	1,127.4	547.0	553.5	539.2	778.2	488.0
PER(배)										
	FY17A	25.4	46.8	97.2	26.4	12.4	112.1	7.2	-	25.5
	FY18A	22.2	50.2	10.7	92.9	19.3	-	20.7	121.2	36.5
	FY19F	**24.4**	**28.2**	**-**	**52.3**	**12.0**	**-**	**26.4**	**-**	**22.1**
PBR(배)										
	FY17A	1.2	2.9	5.3	2.3	2.3	3.7	1.6	3.3	1.8
	FY18A	1.2	3.0	3.8	5.5	2.3	2.7	1.6	3.2	1.7
	FY19F	**1.1**	**3.0**	**-**	**6.4**	**2.0**	**-**	**2.0**	**-**	**1.6**
매출액(십억원)										
	FY17A	413.4		150.7	160.6	245.3	269.8	422.7	502.9	460.7
	FY18A	440.1		194.2	160.0	260.0	300.0	460.4	537.2	503.9
	FY19F	469.1		-	174.3	266.0	-	460.4	-	545.0
영업이익(십억원)										
	FY17A	2.3		7.7	24.0	46.9	24.4	1.0	21.7	25.4
	FY18A	24.5		35.1	15.5	59.5	16.7	25.0	21.6	28.3
	FY19F	26.7		-	34.8	58.0	-	25.0	-	32.0
영업이익률(%)										
	FY17A	0.6		5.1	14.9	19.1	9.1	0.2	4.3	5.5
	FY18A	5.6		18.1	9.7	22.9	5.6	5.4	4.0	5.6
	FY19F	5.7		-	20.0	21.8	-	5.4	-	5.9
순이익(십억원)										
	FY17A	16.3		11.1	12.5	35.8	6.3	56.7	-0.7	19.8
	FY18A	19.6		145.7	8.8	25.5	-4.9	20.3	8.1	12.7
	FY19F	17.8		-	21.5	46.0	-	20.4	-	23.0
EV/EBITDA(배)										
	FY17A	32.1		77.5	10.6	7.8	23.4	26.5	27.5	13.5
	FY18A	13.3		32.8	37.1	6.6	22.3	12.1	24.9	9.9
	FY19F	13.0		-	27.1	-	-	24.7	-	10.4
ROE(%)										
	FY17A	5.0		5.2	9.4	19.7	3.2	25.5	-0.5	7.2
	FY18A	5.6		46.6	6.0	12.8	-2.6	8.0	2.6	4.5
	FY19F	4.8		-	13.1	20.7	-	8.0	-	7.4

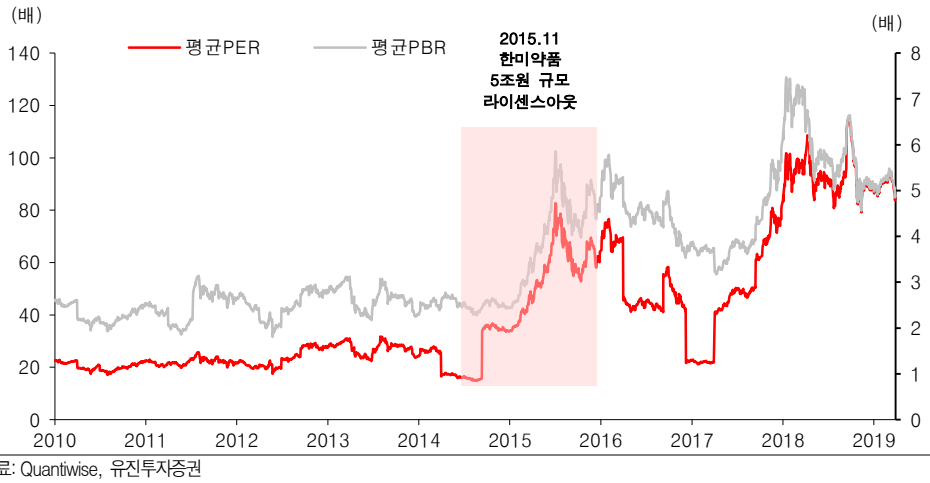
참고: 2019.04.03 종가 기준, 컨센서스 적용
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 4 한국, 미국의 전체 시가총액 대비 제약바이오 업체 시가총액 비중



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 5 KRX 헬스케어 업종 평균 PER/PBR 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

8개의 투자회사에 대한 가치는 제대로 인정받지 못하고 있어

한독은 제넥신을 포함해 8개의 바이오/의료기기 업체 등에 투자하고 있다. 이미 투자 원금을 회수한 제넥신의 현재 보유지분 가치만 3,130억원이다. 제넥신의 보유가치는 동사의 별도기준 재무제표에 장부가 519억원으로 계상되어 있다. 현재가로 반영하면 한독의 PBR은 0.7배에 불과하다. 제넥신 외 7개 투자회사에 대한 가치 (장부가 기준 769억원) 상승도 기대할 만한 시점이 되었다. 지난해 처음으로 영업 흑자전환한 한독테바와 테라밸류즈, 저항성고혈압 치료기기 업체인 한독칼로스메디칼, 진단기기업체인 엔비포스텍, 연초에 인수한 미국 바이오업체인 레졸루트와 지분투자 회사인 트리거 테라퓨틱스가 있다. 바이오업체에 대한 투자가 기업가치의 +알파로 작용하는 시대이다. 레졸루트는 임상 2a을 마친 고인슐린혈증 치료제와 전임상 단계인 경구용 황반변성치료제에 대한 기대가 크다. 트리거가 라이센스 인(License-In)한 에이비엘바이오의 이중 항체 항암제들에 대한 가치 상승도 한독의 바이오 가치 상승모멘텀이 될 것이다. n

도표 6 TRIGR Therapeutics 의 주요 파이프라인

Pipeline	Target	Indication	IND	Phase 1	Phase 2
TR009	VEGF/DLL4	Gastric Cancer, Other Solid Tumors	Approved	Ongoing	
TRIO2-01	IO BsAb	Solid Tumors	Q4.2020		
TRIA001	41BB/XXX	Multiple Myeloma	Q1.2021		
TRIA002	41BB/ZZZ	Solid Tumors	Q2.20/21		

자료: TRIGR Therapeutics, 유진투자증권

도표 7 Rezolute 의 주요 파이프라인

Pipeline	Indication	Discovery	Preclinical	Phase 1	Phase 2
RZ358	선천성 고인슐린혈증				●
RZ402	당뇨성 황반변성		●		
AB101	지속형 인슐린			●	

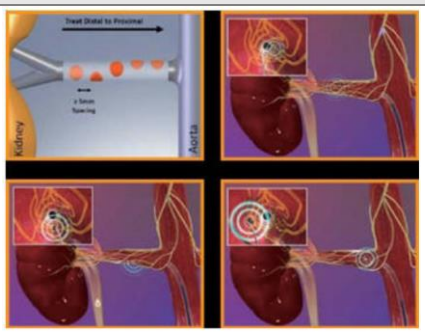
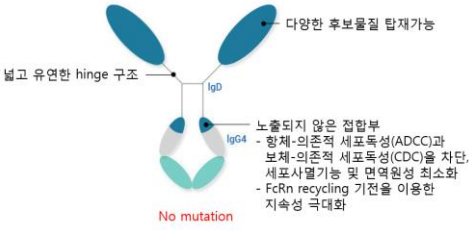
자료: Rezolute, 유진투자증권

도표 8 한독의 투자회사 현황

회사명	소재국가	주요사업	지분율(%)	장부가액(십억원)
㈜ 한독칼로스메디칼	한국	의료기기 개발	51.0	1.0
Theravalues Corporation	일본	기능성 원료 개발 및 판매	67.9	21.4
㈜ 한독테바	한국	스페셜티/제네릭	49.0	23.5
㈜ 제넥신	한국	신약 연구개발	18.5	51.9
㈜ 엔비포스텍 (구, ㈜ 엔에스비포스텍)	한국	면역진단 의료기기 개발	35.8	9.9
JUST-C, INC.	미국	기능성 식품 판매	41.4	1.2
Rezolute, Inc.	미국	신약 연구개발	27.0	14.0
TRIGR Therapeutics	미국	신약 연구개발	10.0	5.8
합계				128.8

자료: 한독, 유진투자증권
주: 장부가액은 2018년말 기준. Rezolute와 TRIGR Therapeutics 는 인수가액 기준

도표 9 한독의 투자회사 주요사업

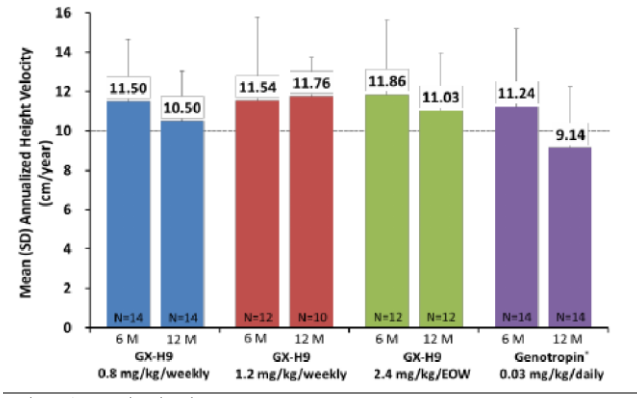
기업명	기업 개요	주요 제품
㈜ 한독칼로스메디칼	■ 의료기기 개발 사업 영위 ■ 디넥스 (약물로 조절되지 않는 저항성 고혈압을 치료하는 의료기기) 임상 마무리 단계 ■ 싱가포르 국책 연구기관 에이스타(A*STAR)와 '디넥스II' 공동 개발 중 ■ 메드트로닉, 보스턴사이언티픽 등 글로벌 기업이 신장신경차단 시스템 제품을 개발 중 ■ 국내에서는 한독 칼로스메디칼이 유일	 디넥스를 이용한 신장신경 차단술
Theravalues Corporation	■ 커큐민을 활용한 건강기능 식품 개발 ■ 커큐민 활용 상품 개발 (테라큐민 등)	 테라큐민
㈜ 한독테바	■ 스페셜티/제네릭 ■ 2013년 Teva와 한독 공동 투자, 설립 (테바 51%, 한독 49%) ■ 주요 제품으로는 돌발성 암성 통증 치료제 펜토라, 중증 호산구성 천식 치료신약 싱케어 ■ 파킨슨병 치료제 1위인 아질렉트 도입 ■ 유방암치료제 놀바덱스의 제네릭 의약품 타모프렉스 ■ 기면증 치료제 누비질	 한독테바의 주요제품 펜토라와 싱케어
㈜ 제넥신	■ 면역 치료 약품 및 차세대 항체융합 단백질 연구 개발 ■ DNA 백신 플랫폼 기술 보유 ■ 지속형 성장호르몬 GX-H9이 가장 개발속도 빨라 (한독과 공동개발)	 제넥신의 hyFc Technology
㈜ 엔비포스텍 (구, ㈜ 엔에스비포스텍)	■ 포항공대 기술지주회사의 자회사 ■ 면역진단 의료기기(RST 키트) 사업 영위 ■ 독자적 표면 나노코팅 기술 보유 ■ 심혈관/ 감염성질환 등을 빠르게 진단할 수 있는 제품 개발 2020년 글로벌 시장 출시 목표	 혈액 내 카디악마커 측정장치용 시약

자료: 각 사, 유진투자증권

H9의 가치 인정받을 가능성 높아져

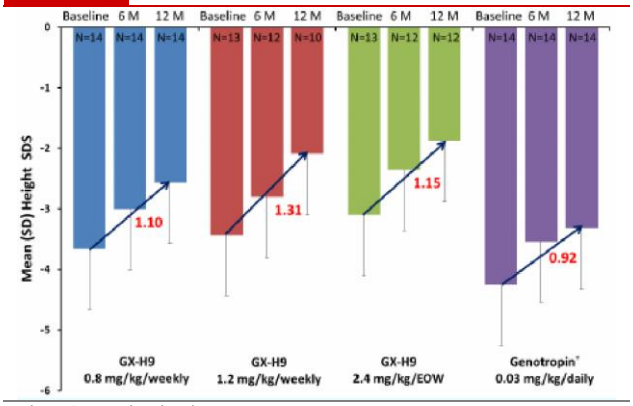
제넥신과 공동개발/권리를 보유하고 있는 H9(지속형 인성장호르몬)의 가치 상승이 어느 때보다 기대되는 시점이다. 인성장호르몬은 글로벌 6개의 업체가 시장을 과점하고 있는데 지속형 약물이 아직 상용화되지 않은 상태이다. 여러 업체들이 임상에 실패해 상용화에 대한 기대가 낮았으나 최근 Ascendis가 유효성 높은 3상 데이터를 발표해 주가가 급등한 상태이다. 인성장 호르몬 업체들의 지속형 약품 도입 의지가 다시 높아지고 있는 것으로 해석할 수 있다. 소아들이 주대상이기 때문에 매일 투여하는 것보다 일주(Weekly)제형에 대한 선호도가 높다. 한독/제넥신의 H9 2상 데이터(화이자 제노트로핀과의 비교데이터)가 Ascendis에 뒤지지 않고, 2주 제형도 있다는 것을 감안하면 과거 어느 때보다 라이선스 아웃에 대한 기대감이 높다. H9은 미국 FDA 3상 IND 신청을 올해 하반기에 진행할 예정이다. 인성장호르몬 시장은 주요 7개국만 약 2조원이고 글로벌 전체의 시장 규모는 약 3조원에 달하는 것으로 추정된다.

도표 10 **H9 2상 데이터 (Annualized Height Velocity at 6 and 12 months)**



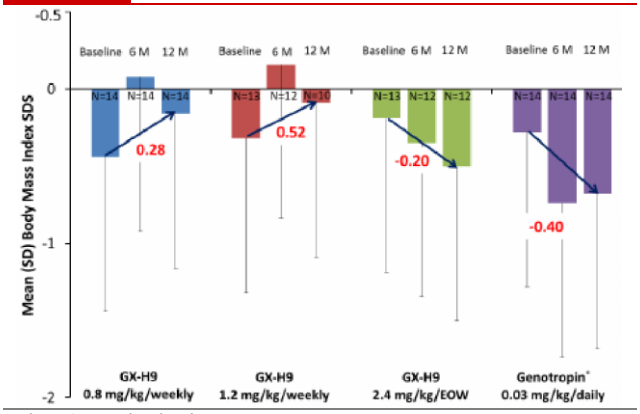
자료: 한독, 유진투자증권

도표 11 **H9 2상 데이터 (Height SDS at 6 and 12 months)**



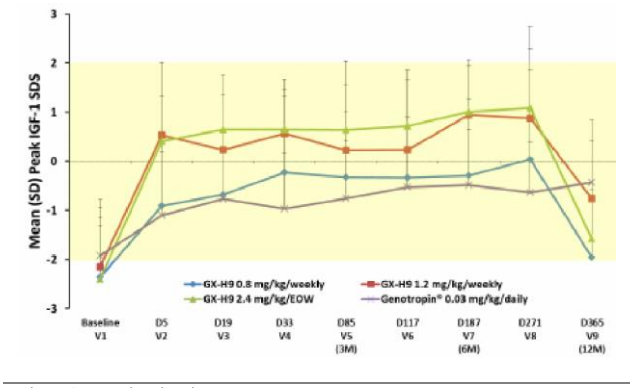
자료: 한독, 유진투자증권

도표 12 **H9 2상 데이터 (Body Mass Index(BMI) SDS at 6 and 12 months)**



자료: 한독, 유진투자증권

도표 13 **H9 2상 데이터 (IGF-1 SDS throughout 12 months)**



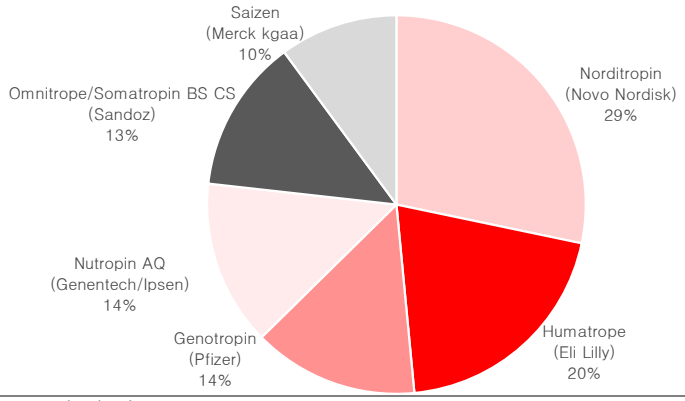
자료: 한독, 유진투자증권

도표 14 Ascendis 주가 추이



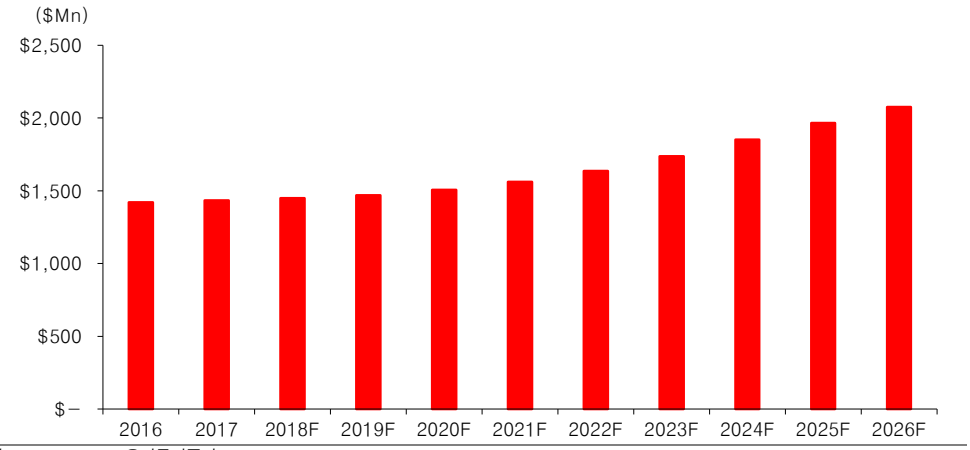
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 15 hGH 시장 점유율 (2018년)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 16 주요 7개국 hGH 시장 전망

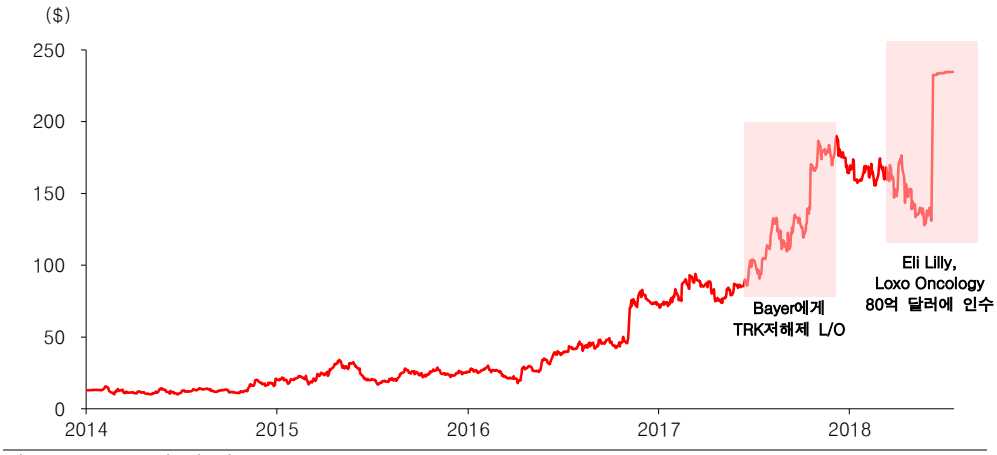


자료: Global Data, 유진투자증권
주 : 주요 7개국은 US, France, Germany, Italy, Spain, UK, Japan 기준

TRK저해 항암제도 미국의 첫 약품 판매허가로 기대감 높여

희귀 항암치료제인 TRK저해제에 대한 기대도 높다. 이 약품은 CMG제약과 공동개발 중이다. TRK 저해제는 지난 연말 미국에서 세계 최초로 Loxo Oncology가 FDA의 허가를 받아 빅파마들의 관심이 높다. Loxo의 글로벌 첫 TRK저해제(Vitrakvi)는 향후 5년 내에 약 1조원의 피크 매출액을 기록할 것으로 예상되고 있다. 환자수가 작은 희귀 치료제임에도 불구하고 모든 고형암에서 처방 가능할 것으로 예상되기 때문에 향후 예상 판매액이 높다. Loxo는 이러한 평가를 바탕으로 FDA 승인 뒤 일라이 릴리에게 80억달러에 인수되었다. 한독과 CMG 제약은 TRK 저해제의 국내 임상 1상을 연내에 예정하고 있다. 이미 첫 약품이 허가 받은 상태여서 1상의 안전성 데이터만 확보된다면 예상보다 빠른 L/O 가능성도 있다고 판단된다.

도표 17 Loxo Oncology 의 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

2018년 FDA 승인 약품 중 한독과 관련있는 약품 4개에 주목해야

지난해 미국에서 승인된 신약 중 한독과 관련된 약품은 4가지이다. 위에서 언급한 Loxo의 Vitrakvi 이외에 Alexion의 Ultomiris, Amicus의 Galafold, Teva의 Ajovy이다. Ultomiris는 기존 치료제인 Soliris의 지속형 약품으로 지속기간이 2주에서 8주로 향상되기 때문에 피크 매출액 약 2.5조원의 글로벌 블록버스터가 될 것으로 추정되고 있다. 한독은 Solilis에 이어 동약품을 국내에 도입할 예정이다. Amicus의 Galafold는 한독이 국내에 도입한 상태이다. 희귀 유전병인 파브리병 치료제로 기존의 약물들이 주사제인 반면 Galafold는 경구용이어서 경쟁력이 있을 것으로 판단된다. Teva의 편두통 치료제인 Ajovy도 기대가 높다. 한독테바가 국내에 도입할 예정인데, 국내 허가 진행 중이다.

도표 18 **FDA's New Drug Approvals in 2018**

Drug Name	Active Ingredient	Applicant	Estimated Sales (in Million USD)	Therapeutic Area
Biktarvy	Bictegravir, Embitcitabine, Tenofovir Alafenamide	Gilead Sciences	$5,269	Infectious Diseases
Symdeko	Tezacaftor, Ivacaftor	Vertex Pharmaceuticals	$2,750	Respiratory Diseases
Ultomiris	Ravulizumab-cwvz	Alexion Pharmaceuticals	$2,199	Rare Diseases / Blood Diseases
Orilissa	Elagolix Sodium	AbbVie / Neurocrine Biosciences	$2,000	Gynecology
Erleada	Apalutamide	Janssen R&D	$2,000	Oncology / Urology
Lutathera	Lutetium Lu 177 Dotatate	Advanced Accelerator Applications / Novartis Pharmaceuticals Corporation	$2,000	Oncology / Gastroenterology
Takhzyro	Lanadelumab-flyo	Shire plc	$1,800	Genetic Diseases / Immunology
Olumiant	Baricitinib	Incyte, Eli Lilly	$1,800	Rheumatology
Xofluza	Baloxavir Marboxil	Shionogi & Co. Ltd, Roche AG	$1,500	Family Medicine / Oncology
Libtayo	Cemiplimab-rwlc	Regeneron Pharmaceuticals	$1,400	Dermatology / Oncology
AndexXa	Coagulation Factor Xa (Recombinant), Inactivated	Portola Pharamceuticals	$1,400	Haematology
Epidiolex	Cannabidiol	GW Pharmaceuticals, plc	$1,300	Neurology / Pediatrics
Onpattro	Patisiran	Alnylam Pharmaceuticals	$1,212	Genetic Diseases / Neurology
Crysvita	Burosumab-twza	Ultragenyx Pharmaceutical / Kyowa Hakko Kirin	$1,091	Genetic Disease / Musculoskeletal
Mektovi	Binimetinib	Array BioPharma Inc.	$1,000	Oncology / Hematology
Lokelma	Sodium Zirconium Cyclosilicate	AstraZeneca plc	$1,000	Hematology
Aimovig	Erenumab-aooe	Amgen / Novartis Pharmaceutical Corporation	$1,000	Family Medicine / Neurology
Vitrakvi	Larotrectinib	Loxo Oncology	$860	Oncology
Copiktra	Duvelisib	Verastem Oncology	$850	Oncology
Emgality	Galcanezumab-gnlm	Eli Lilly	$701	Neurology
Galafold	Migalastat	Amicus Therapeutics	$612	Genetic Diseases
Talzenna	Talazoparib	Pfizer Inc.	$609	Obstetrics / Gynecology
Doptelet	Avatrombopag	Dova Pharmaceuticals	$600	Hematology
Nuzyra	Omadacycline	Paratek Pharmaceuticals	$500	Dermatology / Respiratory Diseases / Infectious Diseases
Ajovy	Fremanezumab-vfrm	Teva Pharmaceutical Industries Ltd.	$500	Family Medicine / Neurology

자료: Pharmacompass, 유진투자증권

실적 정상화 지속될 것

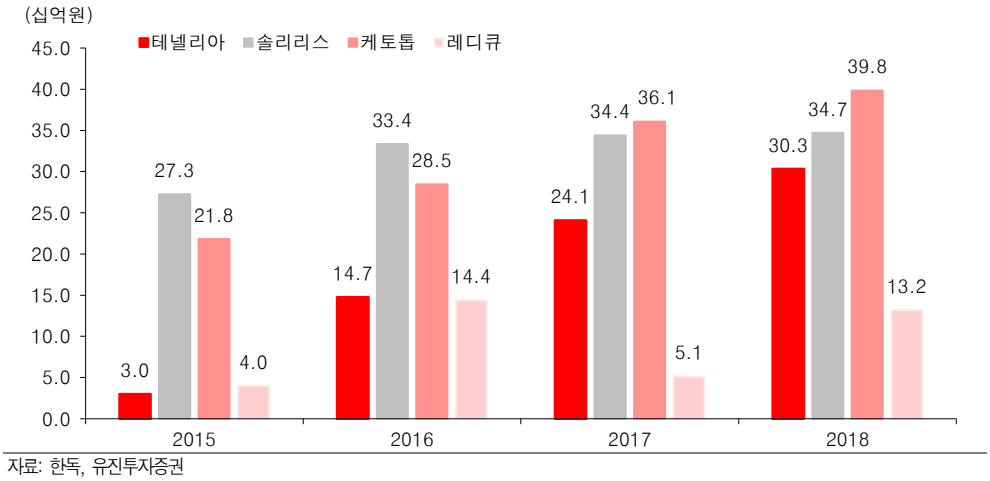
2018년 한독의 개별기준 영업이익은 245억원으로 2017년 23억원대비 큰 폭 증가하며 정상화되었다. 실적 개선의 원인은 주력 ETC, OTC, 건기식 아이템들의 성장 때문이었다. 전문의약품 중에서는 당뇨병 치료제인 테넬리아(DPP-4 억제제) 매출액이 303억원으로 전년대비 26% 증가했다. 이 약품은 초기 마케팅 비용으로 2017년까지 적자를 기록했으나 지난해부터 흑자전환한 것으로 추정된다. OTC부문에서는 케토톱의 이익기여도가 가장 큰 것으로 추정된다. 케토톱의 매출액은 2017년 361억원에서 2018년 398억원으로 증가했다. 2017년 자체 제조공장을 완공한 후 수율이 상승하면서 2018년부터 마진율이 개선된 것으로 판단된다. 건기식부문의 숙취해소제인 레디큐의 매출도 132억원으로 2017년 51억원 대비 급증했다. 중국관광객들의 선호아이템이어서 사드로 인해 부진했던 판매가 지난해 정상화된 것으로 보인다. 레디큐는 지난 해부터 중국 직수출을 시작했고, 케토톱은 동남아에 이어 아프리카 등으로 수출을 확대할 예정이다. 세가지 주요 이익 성장요인 이외에 지난 2년간 정체되었던 솔리리스의 매출 증가가 예상된다. 지난 해 7월 또 다른 적응증인 aHUS(비정형 용혈성 요독 증후군: atypical Hemolytic Uremic Syndrome)이 급여항목으로 지정되었기 때문이다. 솔리리스의 매출은 2017년 344억원, 2018년 347억원을 기록했다. 주요 매출원의 견조한 성장으로 2019년 한독의 매출액과 영업이익은 각각 4,691억원, 267억원으로 2018년 대비 6.6%, 8.8% 증가할 것으로 추정된다. H9의 미국 FDA 3상을 위한 비용증가를 감안한 수치여서 올해도 의미있는 영업이익 성장이 지속되는 것이다.

도표 19 연간실적 추정(별도기준)

(십억원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	**327.9**	**348.3**	**358.4**	**396.3**	**413.4**	**440.1**	**469.1**	**500.2**
%YoY	4.2%	6.2%	2.9%	10.5%	4.3%	6.4%	6.6%	6.6%
ETC	221.1	`211.0	202.2	227.1	237.8	248.2	261.7	277.1
OTC	20.6	40.2	40.3	47.3	52.4	56.6	61.3	69
기타	86.2	97.1	115.9	121.9	123.2	135.3	146.1	154.1
매출원가	228.8	233.9	238.2	268.6	282.8	285.6	303.0	322.4
매출원가율	69.8%	67.2%	66.5%	67.8%	68.4%	64.9%	64.6%	64.5%
매출총이익	99.1	114.4	120.2	127.6	130.6	154.5	166.1	177.8
판매관리비	91.7	104.1	114.0	122.0	128.3	130.0	139.4	147.1
영업이익	**7.5**	**10.3**	**6.2**	**5.6**	**2.3**	**24.5**	**26.7**	**30.7**
영업이익률	2.3%	3.0%	1.7%	1.4%	0.6%	5.6%	5.7%	6.1%
%YoY	-13.4%	38.2%	-39.7%	-10.1%	-58.5%	957.0%	8.8%	14.8%
영업외손익	8.1	-6.7	-6.9	-2.0	17.0	0.9	-4.3	-3.9
세전이익	15.5	3.7	-0.7	3.6	19.4	25.5	22.4	26.8
법인세비용	3.2	2.2	1.1	-0.4	3.0	5.8	4.6	5.3
법인세율	20.7%	59.7%	-151.3%	-10.3%	15.6%	22.9%	20.4%	20.0%
당기순이익	**12.3**	**1.5**	**-1.8**	**3.9**	**16.3**	**19.6**	**17.8**	**21.4**

자료: 유진투자증권

도표 20 한독 주요 제품 매출 추이



자료: 한독, 유진투자증권

한독(002390.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
유동자산	**233.9**	**255.5**	**276.9**	**323.6**	**336.4**
현금성자산	3.8	29.5	30.6	64.0	61.8
매출채권	138.8	140.1	144.5	152.8	162.4
재고자산	71.5	67.7	76.5	81.3	86.4
비유동자산	399.5	408.1	403.3	414.9	428.7
투자자산	177.8	174.0	166.6	173.4	180.4
유형자산	153.5	161.1	163.6	165.6	168.6
무형자산	68.3	73.0	73.1	75.9	79.7
자산총계	**633.5**	**663.6**	**680.2**	**738.5**	**765.1**
유동부채	191.3	195.6	236.3	234.6	239.2
매입채무	100.7	96.7	114.9	118.1	125.5
단기차입금	78.2	83.7	108.3	103.3	100.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	123.8	133.5	81.6	122.6	126.9
사채및장기차입금	90.3	105.3	50.3	90.0	93.0
기타비유동부채	33.5	28.2	31.3	32.6	33.9
부채총계	**315.1**	**329.0**	**318.0**	**357.2**	**366.1**
자본금	6.3	6.3	6.9	6.9	6.9
자본잉여금	56.4	56.4	76.4	76.4	76.4
자본조정	(1.8)	(1.4)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
자기주식	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
이익잉여금	257.3	273.3	286.5	300.7	318.4
자본총계	**318.3**	**334.6**	**367.2**	**381.3**	**399.0**
총차입금	168.5	189.0	158.6	193.3	193.3
순차입금(순현금)	164.7	159.5	128.0	129.3	131.5
투하자본	361.2	378.8	381.2	397.2	412.5

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	**396.3**	**413.4**	**440.1**	**469.1**	**500.2**
증가율 (%)	10.5	4.3	6.4	6.6	6.6
매출총이익	127.6	130.6	154.5	166.1	177.8
매출총이익율 (%)	32.2	31.6	35.1	35.4	35.5
판매비와관리비	122.0	128.3	130.0	139.4	147.1
증가율 (%)	7.3	5.2	1.3	7.3	5.5
영업이익	**5.6**	**2.3**	**24.5**	**26.7**	**30.7**
증가율 (%)	(14.4)	(58.5)	957.4	8.8	14.8
EBITDA	**20.2**	**17.9**	**42.3**	**43.4**	**47.7**
증가율 (%)	(2.4)	(11.2)	136.4	2.6	9.7
영업외손익	**(2.0)**	**17.0**	**0.9**	**(4.3)**	**(3.9)**
이자수익	0.0	0.2	0.6	0.3	0.3
이자비용	2.9	5.2	5.4	5.7	5.8
외화관련손익	(0.3)	1.0	(0.4)	0.0	0.0
지분법손익	0.4	19.9	5.9	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	1.2	0.2	1.1	1.6
세전계속사업손익	**3.6**	**19.4**	**25.5**	**22.4**	**26.8**
법인세비용	(0.4)	3.0	5.8	4.6	5.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**3.9**	**16.3**	**19.6**	**17.8**	**21.4**
증가율 (%)	81.9	316.6	20.1	(9.2)	20.1
당기순이익률 (%)	1.0	4.0	4.5	3.8	4.3
EPS	**312**	**1,298**	**1,427**	**1,296**	**1,556**
증가율 (%)	82	316.6	9.9	(9.2)	20
완전희석EPS	312	1,298	1,427	1,296	1,556
증가율 (%)	82	317	10	(9)	20

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**(6.9)**	**9.2**	**30.1**	**74.3**	**46.2**
당기순이익	3.6	19.4	25.5	17.8	21.4
유무형자산상각비	14.6	15.6	17.8	16.7	17.0
기타비현금손익가감	(1.0)	(19.3)	9.4	49.8	15.2
운전자본의변동	(33.1)	(13.3)	(12.9)	(10.0)	(7.4)
매출채권감소(증가)	(7.9)	(0.9)	(6.7)	(8.3)	(9.6)
재고자산감소(증가)	(17.7)	3.9	(8.9)	(4.7)	(5.1)
매입채무증가(감소)	20.4	(2.3)	17.3	3.1	7.4
기타	(28.0)	(13.9)	(14.6)	(0.1)	(0.1)
투자활동현금흐름	**(63.9)**	**(3.3)**	**(17.3)**	**(42.4)**	**(44.9)**
단기투자자산처분(취득)	0.0	(1.4)	(2.8)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권처분(취득)	(0.2)	0.2	0.0	(18.3)	(18.5)
설비투자	(30.8)	(28.8)	(15.4)	(18.8)	(20.0)
유형자산처분	1.1	13.8	0.3	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.1)	(11.5)	(5.8)	(2.8)	(3.8)
재무활동현금흐름	**73.0**	**18.7**	**(13.5)**	**1.4**	**(3.7)**
차입금증가(감소)	73.6	20.8	(10.2)	5.0	0.0
자본증가(감소)	(1.2)	(1.6)	(3.3)	(3.6)	(3.7)
배당금지급	1.2	1.6	3.3	3.6	3.7
현금의 증가(감소)	**2.1**	**24.6**	**(0.7)**	**33.3**	**(2.4)**
기초현금	1.7	3.8	28.4	27.7	61.0
기말현금	3.8	28.4	27.7	61.0	58.6
Gross cash flow	29.4	28.1	52.6	84.3	53.6
Gross investment	97.1	15.1	27.3	52.3	52.2
Free cash flow	**(67.6)**	**13.0**	**25.3**	**32.0**	**1.5**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	312	1,298	1,427	1,296	1,556
BPS	25,276	26,569	26,676	27,707	28,992
DPS	125	265	270	270	270
밸류에이션(배,%)					
PER	84.3	25.4	22.2	24.4	20.3
PBR	1.0	1.2	1.2	1.1	1.1
PCR	11.2	14.8	8.3	5.2	8.1
EV/ EBITDA	24.6	32.1	13.3	13.0	11.9
배당수익률	0.5	0.8	0.9	0.9	0.9
수익성 (%)					
영업이익률	1.4	0.6	5.6	5.7	6.1
EBITDA이익률	5.1	4.3	9.6	9.3	9.5
순이익률	1.0	4.0	4.5	3.8	4.3
ROE	1.2	5.0	5.6	4.8	5.5
ROIC	1.2	0.5	5.0	5.5	6.1
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	51.7	47.7	34.9	33.9	33.0
유동비율	1.2	1.3	1.2	1.4	1.4
이자보상배율	1.9	0.4	4.5	4.7	5.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	3.0	3.0	3.1	3.2	3.2
재고자산회전율	6.3	5.9	6.1	5.9	6.0
매입채무회전율	4.5	4.2	4.2	4.0	4.1

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 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 : 12개월 (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	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	13%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2019-04-04	BUY	45,000	1년		

한독(002390.KS) 주가 및 목표주가 추이

